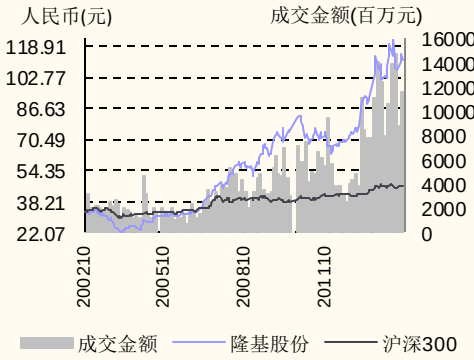
隆基股份 (601012.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：112.20 元
目标价格（人民币）：143.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	37.72
已上市流通 A 股(亿股)	37.72
总市值(亿元)	4,231.92
年内股价最高最低(元)	123.00/22.07
沪深 300 指数	5565
上证指数	3532



相关报告

1.《组件业务持续发力，汇兑、减值小幅拖累业绩-隆基股份 2020 年...》，2021.1.28
2.《预收、现金流暴增亮眼，供应链优势有望放大-隆基股份 2020 三...》，2020.11.1
3.《提升硅料供应保障，分享上游利润、巩固优势-隆基股份与通威合作...》，2020.9.27
4.《组件业务开始发力，持续稳定超额利润可期-隆基股份 2020 半年...》，2020.8.28
5.《光伏龙一再迎戴维斯双击，上调目标价-隆基股份点评报告》，2020.7.9

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

持续扫货硅料玻璃，供应链优势进一步巩固

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.917	1.400	2.248	3.184	3.961
每股净资产(元)	5.89	7.32	9.58	12.76	16.72
每股经营性现金流(元)	0.42	2.15	1.37	3.91	4.91
市盈率(倍)	19.03	17.74	41.01	35.24	28.33
净利润增长率(%)	-28.24%	106.40%	60.63%	41.60%	24.42%
净资产收益率(%)	15.55%	19.11%	23.47%	24.94%	23.68%
总股本(百万股)	2,791	3,772	3,772	3,772	3,772

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 8 日公告两份重大采购合同：1）与 OCIM（韩国 OCI 马来西亚公司）签署多晶硅采购长单，约定 2021.3-2024.2 期间采购硅料约 7.77 万吨，但当前硅料市场价格预估合同金额约 63.6 亿元（不含税）；2）与福莱特签署光伏玻璃采购长单，约定 2021 年在上一份长单约定的 9592 万平米采购量基础上追加 2786 万平米，并约定 2022-2023 年采购 46GW 组件所需光伏玻璃，根据当前光伏玻璃市场价格预估合同金额约 104 亿元（不含税）。

评论

- **核心原材料供应保障度持续提升，硅料、玻璃长单覆盖度均为行业第一：**基于对行业供需和企业发展的前瞻判断，隆基从三年前开始大范围签署硅料及光伏玻璃供应长单，根据公告统计，公司自 2018 年至今共签订硅料长单 11 份、玻璃长单 5 份，基于公司 2021 年硅片 90GW/组件 45GW 的产量假设，当前已公告硅料/玻璃长单对公司今年的原材料需求覆盖度均达到 65%左右，且均高于同口径统计的其他组件企业。
- **供应链管理优势将助力公司组件市占率继续攻城略地，并有望令硅片/组件盈利超预期：**按照当前的产业链价格，硅料和玻璃在单/双面组件中的成本占比分别达到约 20%和 17%（单面）/19%和 23%（双面），占组件成本构成中明确的前两位。由于终端需求和中下游产能的快速增长与硅料/玻璃较长的扩产周期形成错配，2020H2 起该两项光伏组件核心原材料开始呈现显著的供不应求局面，且根据目前的需求展望和扩产进度，预计这种偏紧的供需格局在 2021 乃至 2022 年的大部分时间都将维持。在这样的供需关系下，核心原材料的供应保障度，将对组件企业市场策略执行和盈利表现产生重大影响（详见我们去年 12 月发布的年度策略报告分析）。特别值得注意的是，目前行业中能够经济生产匹配 182/210 大尺寸组件的玻璃产能大多来自于 2020 年以后的新建产能，且今年总供应量仅能满足约 50GW 需求，对这一部分新产能的高比例锁定，将确保组件企业充分赚取大尺寸组件产品的超额利润。我们测算隆基 2020 年组件全球市占率已达到约 16%，并首次登顶行业第一，强大的供应链保障水平将助力公司在 2021 年向 25%的组件市场率挺进，并有望在硅片和组件业务的盈利能力上均呈现超预期表现。

盈利调整与投资建议

- 基于公司核心原材料供应保障度的提升，我们小幅上调公司 2020-2022E 年净利润预测至 85（不变）、120（+4%）、149（+3%）亿元，对应 EPS 分别为 2.25、3.18、3.96 元，相应上调目标价至 143 元，对应 45x2021PE，并维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情超预期恶化，国际贸易环境恶化，竞争加剧程度超预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**16,362**	**21,988**	**32,897**	**56,505**	**88,015**	**108,356**
增长率		*34.4%*	*49.6%*	*71.8%*	*55.8%*	*23.1%*
主营业务成本	-11,082	-17,096	-23,389	-42,889	-68,198	-84,204
% 销售收入	*67.7%*	*77.8%*	*71.1%*	*75.9%*	*77.5%*	*77.7%*
毛利	5,280	4,892	9,508	13,617	19,817	24,152
% 销售收入	*32.3%*	*22.2%*	*28.9%*	*24.1%*	*22.5%*	*22.3%*
营业税金及附加	-152	-117	-178	-226	-352	-433
% 销售收入	*0.9%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-664	-1,017	-1,330	-1,130	-1,672	-2,059
% 销售收入	*4.1%*	*4.6%*	*4.0%*	*2.0%*	*1.9%*	*1.9%*
管理费用	-664	-825	-971	-2,006	-3,081	-3,738
% 销售收入	*4.1%*	*3.8%*	*3.0%*	*3.6%*	*3.5%*	*3.5%*
息税前利润（EBIT）	3,800	2,933	7,029	10,255	14,712	17,921
% 销售收入	*23.2%*	*13.3%*	*21.4%*	*18.1%*	*16.7%*	*16.5%*
财务费用	-198	-267	-250	39	-91	-105
% 销售收入	*1.2%*	*1.2%*	*0.8%*	*-0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
资产减值损失	-207	-728	-563	-1,009	-798	-784
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	582	794	240	650	300	500
% 税前利润	*14.5%*	*27.7%*	*3.8%*	*6.5%*	*2.1%*	*2.9%*
营业利润	3,996	2,869	6,298	10,035	14,124	17,532
营业利润率	*24.4%*	*13.1%*	*19.1%*	*17.8%*	*16.0%*	*16.2%*
营业外收支	22	-2	-51	0	0	0
税前利润	**4,018**	**2,867**	**6,247**	**10,035**	**14,124**	**17,532**
利润率	*24.6%*	*13.0%*	*19.0%*	*17.8%*	*16.0%*	*16.2%*
所得税	-468	-301	-690	-1,254	-1,765	-2,192
所得税率	*11.7%*	*10.5%*	*11.0%*	*12.5%*	*12.5%*	*12.5%*
净利润	3,549	2,567	5,557	8,780	12,358	15,341
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
归属于母公司的净	**3,565**	**2,558**	**5,280**	**8,480**	**12,008**	**14,941**
净利率	*21.8%*	*11.6%*	*16.0%*	*15.0%*	*13.6%*	*13.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,549	2,567	5,557	8,780	12,358	15,341
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
非现金支出	937	1,929	1,989	2,936	3,431	4,322
非经营收益	-384	-406	104	-148	283	261
营运资金变动	-2,860	-2,917	447	-6,418	-1,313	-1,388
经营活动现金净流	**1,242**	**1,173**	**8,097**	**5,151**	**14,759**	**18,535**
资本开支	-3,945	-3,823	-2,684	-5,975	-8,709	-10,410
投资	5	434	183	-1	0	0
其他	165	220	-252	650	300	500
投资活动现金净流	**-3,774**	**-3,169**	**-2,753**	**-5,326**	**-8,409**	**-9,910**
股权募资	63	308	4,594	23	0	0
债权募资	4,962	766	-198	3,883	7,612	412
其他	-322	-768	94	-277	-533	-711
筹资活动现金净流	**4,703**	**305**	**4,490**	**3,628**	**7,079**	**-299**
现金净流量	**2,171**	**-1,691**	**9,834**	**3,453**	**13,429**	**8,326**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,546	7,708	19,336	22,789	36,218	44,544
应收款项	6,426	9,148	9,504	19,978	31,474	39,290
存货	2,380	4,283	6,356	8,278	13,273	16,524
其他流动资产	1,574	1,762	2,170	2,146	3,412	4,212
流动资产	18,927	22,901	37,367	53,191	84,378	104,570
% 总资产	*57.6%*	*57.7%*	*63.0%*	*68.2%*	*73.5%*	*74.0%*
长期投资	607	869	1,122	1,123	1,122	1,122
固定资产	12,185	14,116	18,349	22,404	27,957	34,210
% 总资产	*37.1%*	*35.6%*	*30.9%*	*28.7%*	*24.3%*	*24.2%*
无形资产	867	1,197	1,227	1,308	1,382	1,450
非流动资产	13,956	16,758	21,937	24,836	30,462	36,784
% 总资产	*42.4%*	*42.3%*	*37.0%*	*31.8%*	*26.5%*	*26.0%*
资产总计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**78,027**	**114,840**	**141,354**
短期借款	2,172	1,824	2,426	3,703	11,115	11,327
应付款项	9,630	11,880	21,292	26,750	42,439	52,379
其他流动负债	538	1,174	902	1,757	2,595	3,213
流动负债	12,340	14,878	24,620	32,210	56,150	66,919
长期贷款	1,656	2,659	2,509	2,509	2,709	2,909
其他长期负债	4,644	5,297	3,881	6,211	6,526	6,729
负债	**18,640**	**22,834**	**31,009**	**40,929**	**65,384**	**76,557**
普通股股东权益	14,195	16,452	27,629	36,132	48,140	63,081
少数股东权益	49	373	666	966	1,316	1,716
负债股东权益合计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**78,027**	**114,840**	**141,354**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.788	0.917	1.400	2.248	3.184	3.961
每股净资产	7.119	5.895	7.325	9.579	12.762	16.723
每股经营现金净流	0.623	0.420	2.147	1.366	3.913	4.914
每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.11%	15.55%	19.11%	23.47%	24.94%	23.68%
总资产收益率	10.84%	6.45%	8.90%	10.87%	10.46%	10.57%
投入资本收益率	15.82%	10.66%	17.32%	18.42%	18.74%	18.57%
增长率						
主营业务收入增长率	41.90%	34.38%	49.62%	71.76%	55.76%	23.11%
EBIT增长率	76.73%	-22.83%	129.30%	52.49%	43.47%	21.82%
净利润增长率	130.38%	-28.24%	106.40%	60.63%	41.60%	24.42%
总资产增长率	71.52%	20.60%	49.53%	31.57%	47.18%	23.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	68.8	45.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	59.2	71.1	83.0	73.0	74.0	75.0
应付账款周转天数	91.5	78.3	73.2	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	241.0	220.1	171.6	126.7	104.0	106.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.02%	0.22%	-47.38%	-30.14%	-34.37%	-38.45%
EBIT利息保障倍数	19.2	11.0	26.9	-264.8	162.5	170.0
资产负债率	56.68%	57.58%	52.29%	52.46%	56.93%	54.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	25	46	62	134
增持	0	2	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.07**	**1.13**	**1.11**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-24	买入	33.90	46.00
2	2020-04-16	买入	25.24	46.00
3	2020-04-23	买入	28.15	46.00
4	2020-07-09	买入	46.13	56.00～56.00
5	2020-08-28	买入	60.60	75.00
6	2020-09-27	买入	71.12	90.00
7	2020-11-01	买入	75.99	90.00
8	2021-01-28	买入	123.00	138.00

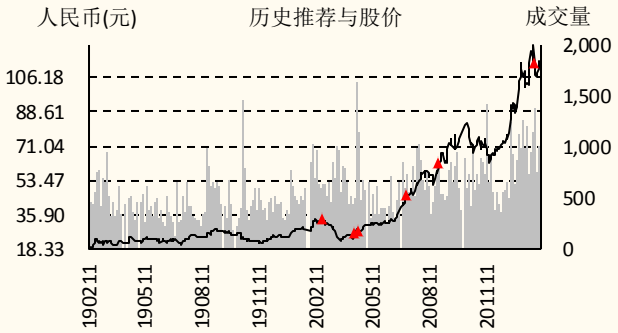
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402