万联证券 WANLIAN SECURITIES

三季度业绩符合预期，一体化优势进一步凸显

——隆基股份（601012）跟踪报告

买入（维持）

日期：2020 年 11 月 02 日

报告关键要素：

公司前三季度实现营收 338.32 亿元，同比+49.08%；归母净利润 63.57 亿元，同比+82.44%。单季实现营收 136.91 亿元，同比+59.53%，环比+18.62%；归母净利润 22.40 亿元，同比+51.93%，环比-0.53%。

投资要点：

- **归母净利润大幅增长，前三季度盈利能力稳定：**受益于公司硅片组件良好的销售业绩，公司营业收入和利润实现大幅增长。前三季度实现营收 338.32 亿元，同比+49.08%；归母净利润 63.57 亿元，同比+82.44%。盈利方面，前三季度毛利率为 27.84%，同比+0.21pct；净利率为 18.79%，同比增长 3.44pct，公司盈利水平稳定。
- **硅片价格趋于稳定，上下游合作实现共赢：**三季度中，硅片价格升至高点后价格持续高企。相较今年 6 月末，单晶 M6 硅片上涨 24.51%；单晶 G1 硅片上涨 22.98%。公司宣布与通威正式达成战略合作，双方就乐山、云南通威的高纯晶硅项目进行增资投产，预计产能分别达到 7.5 万吨和 4.0 万吨。同时，公司新签订的丽江、曲靖年产共计 30GW 单晶硅棒及硅片的项目在建成投产之后将会进一步提升产能，扩大公司市场规模。届时高企的硅片价格和新增的产线将进一步助力公司实现更高的利润突破。
- **玻璃推动组件售价小幅上涨，装机量提升带动组件销量增加：**由于光伏玻璃价格自 8 月份低点以来上涨超过 50%，组件厂面临较大成本压力，根据 PV Infolink 数据，8 月初至今 425-435W 单晶 PERC 组件价格从 1.50 元/W 涨至 1.59 元/W，涨幅仅 6%。组件利润空间进一步被压缩，一体化厂商优势进一步凸显。根据国家能源局数据，前三季度，全国光伏新增装机 18.70GW，同比+16.00%，。在光伏抢装的最后阶段，预计四季度将进入组件需求的高峰期，为公司组件销量持续提供动力。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年实现营业收入 528.4/643.76/ 739.76 亿元，归母净利润 86.99/100.69/116.26 亿元，EPS 分别为 2.31/2.67/3.08 元/股。考虑到公司的全球龙头地位，维持买入评级。
- **风险因素：**硅料、电池片价格不稳；新产能投产不及预期；异质结电池量产难度提升。

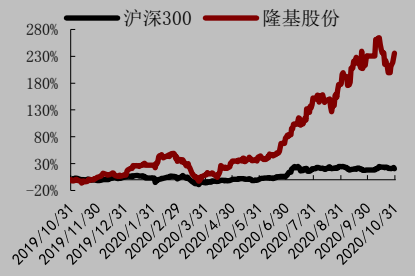
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,897	52,840	64,376	73,976
增长比率（%）	49.6%	60.6%	21.8%	14.9%
净利润(百万元)	5,280	8,699	10,069	11,626
增长比率(%)	106.4%	64.8%	15.7%	15.5%
每股收益(元)	1.40	2.31	2.67	3.08
市盈率(倍)	43.3	26.3	22.7	19.7

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	李振国/15.04%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	3,771.83
流通A股（百万股）	3,767.55
收盘价（元）	74.20
总市值（亿元）	2,798.70
流通A股市值（亿元）	2,795.52

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：Wind，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 10 月 30 日

相关研究

万联证券研究所 20200828_公司半年报点评_AAA_隆基股份（601012）半年报点评报告

分析师： 江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理： 郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、公司业绩符合预期，前三季度盈利能力稳定 3
2、硅片价格趋于稳定，上下游协同实现共赢 4
3、玻璃推动组件售价小幅上涨，装机量提升带动销量增加 5
4、投资建议 6
5、风险提示 6

图表 2：隆基股份营业收入（2015-2020 前三季度） 3
图表 3：隆基股份单季度营业收入（2018Q1-2020Q3） 3
图表 4：隆基股份归母净利润（2015-2020 前三季度） 3
图表 5：隆基股份单季度归母净利润（2018Q1-2020Q3） 3
图表 6：隆基股份单季度毛利率与净利率变动 4
图表 7：隆基股份期间费用指标（2015-2020 Q1-Q3） 4
图表 8：硅片价格走势（元）（2019 年 10 月至 2020 年 10 月） 5
图表 9：三季度以来，组件价格小幅上升 5

万联证券

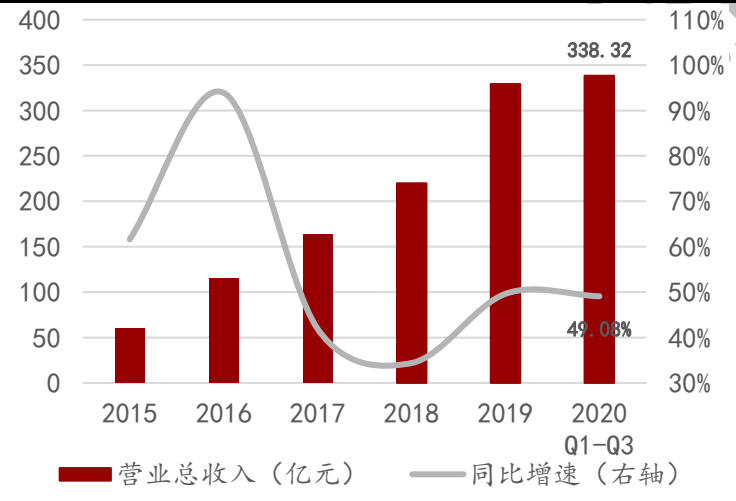
1、公司业绩符合预期，前三季度盈利能力稳定

公司前三季度实现营业收入338.32亿元，同比增长49.08%；实现归母净利润63.57亿元，同比增长82.44%。其中，Q3实现收入136.91亿元，同比增长59.53%，环比增长18.62%；Q3归母净利润达22.40亿元，同比增长51.93%，环比下降0.53%。硅片与组件销量增加叠加光伏涨价行情，三季度公司营收及利润大幅增长。

盈利方面，公司前三季度毛利率与净利率实现正增长，季度盈利水平受玻璃等原材料影响小幅波动。公司1-9月毛利率为27.84%，同比上升0.21pct；净利率为18.79，同比上升3.44pct。2020 Q3 公司毛利率25.79%，同比下降4.15pct，环比下降1.49pct；净利率16.37%，同比下降0.82pct，环比下降3.15pct。

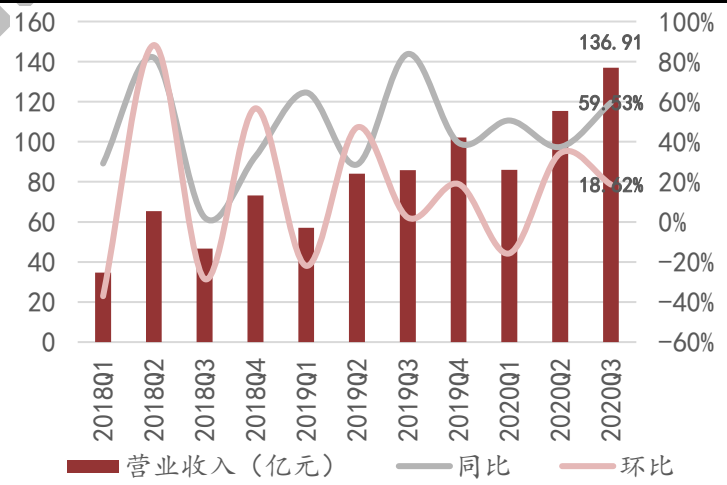
公司费控能力进一步提升，1-9月期间费用率为4.79%，同比减少2.55%，其中销售费用率1.66%，同比减少2.00pct，主要系公司于2020Q3实行新收入准测，运费不再计入销售费用；财务费用率0.28%，同比减少0.55pct，主要由于上期隆基转债转股完成，导致本期利息支出减少。2020 Q3 EPS为1.69，Q2为1.09，提升55.05%。

图表1：隆基股份营业收入（2015-2020前三季度）



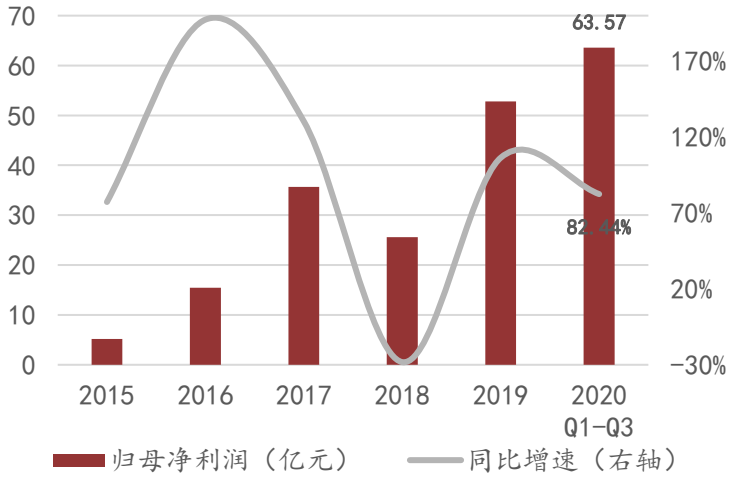
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：隆基股份单季度营业收入（2018Q1-2020Q3）



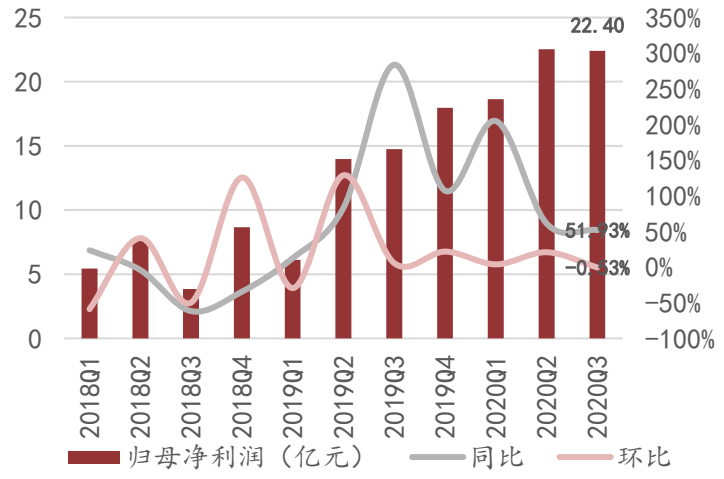
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：隆基股份归母净利润（2015-2020前三季度）



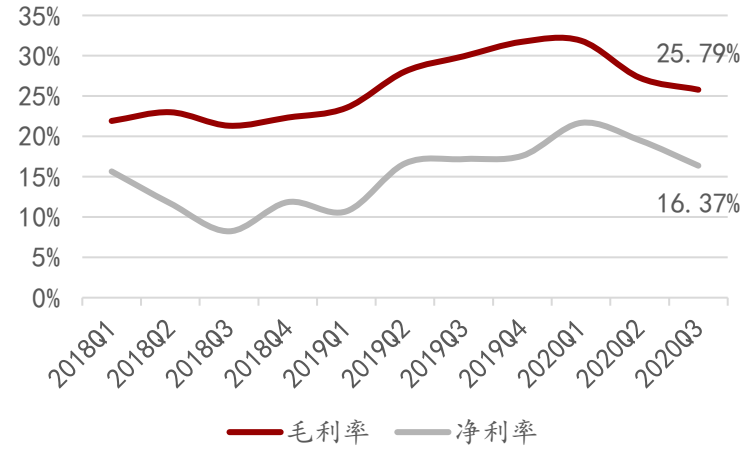
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：隆基股份单季度归母净利润（2018Q1-2020Q3）



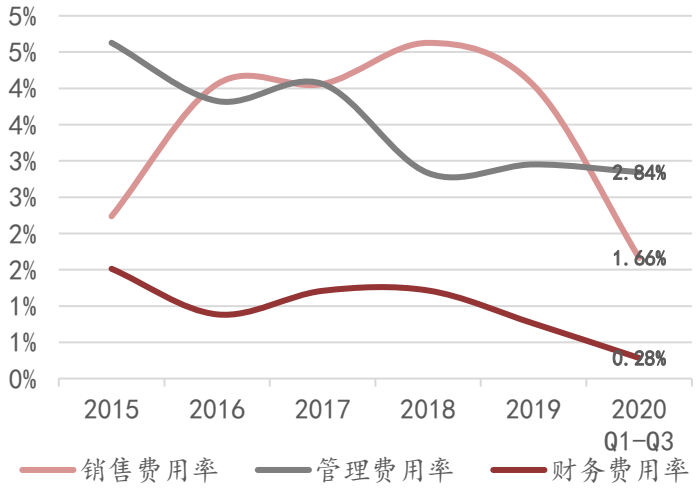
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5：隆基股份单季度毛利率与净利率变动



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：隆基股份期间费用指标（2015-2020 Q1-Q3）



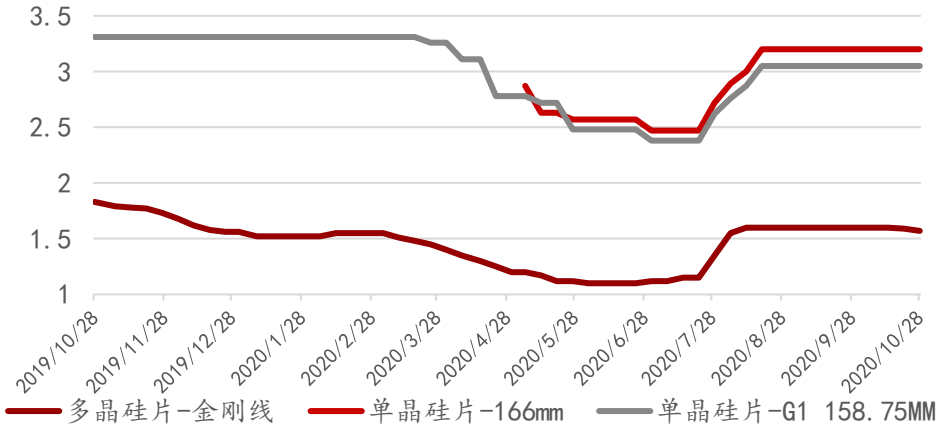
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、硅片价格趋于稳定，上下游协同实现共赢

硅料价格上涨影响毛利率，敲定战略合作稳定供应。自今年6月起，硅片价格受硅料影响持续攀升，于8月恢复至高点后趋于稳定。6月30日至10月28日，多晶硅片-金刚线涨至1.57元，涨幅达42.73%；单晶硅片-166mm涨至3.2元，涨幅达24.51%；单晶硅片G1 158.75MM涨至3.05元，涨幅达22.98%。9月26日，公司宣布与通威股份正式达成战略合作，就长期多晶硅料供需关系达成合作，保证上游源材料稳定供应。双方就永祥股份的四川乐山高纯晶硅项目、云南通威的高纯晶硅项目进行增资投产，预计产能分别达到7.5万吨和4.0万吨，协议还约定双方以每年10.18万吨多晶硅料交易量为基础目标。公司依托市场地位优势向光伏产业链上下游延伸，提高行业集中度，打破市场上硅料硅片供应拉锯的局面，双方实现互利共赢。

另外，公司于今年9月分别签订丽江三期年产10GW及单晶硅棒建设协议以及曲靖二期年产20GW单晶硅棒及硅片项目投资协议，具体建设周期待日后公司公布。两个项目建成投产之后将进一步提升单晶硅棒硅片的产能，增大公司市场规模。预计直至今年年末硅片价格将继续高企，而战略合作协议的签署将为公司硅料的生产成本提供稳定的保障。公司销量如保持现有增长水平，则年末可将实现更为丰厚的利润。

图表7：硅片价格走势（元）（2019年10月至2020年10月）

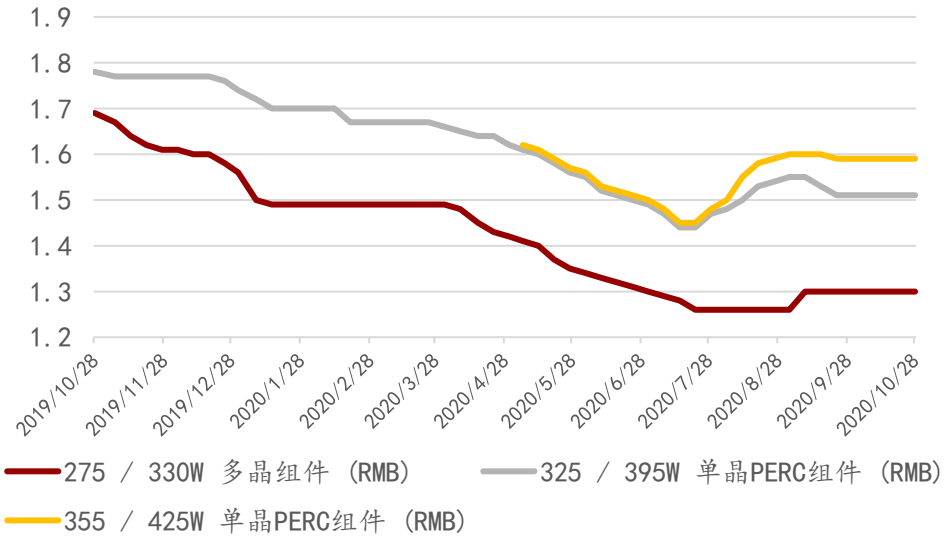


资料来源：PVInfolink，万联证券研究所

3、玻璃推动组件售价小幅上涨，装机量提升带动销量增加

根据PVInfoLink数据，2020年三季度中，组件价格在玻璃价格强势推动下呈现小幅上涨。截至10月28日，275/330W多晶组件1.3元/瓦，较上季度末降低0.76%；315/395W单晶PERC组件1.51元/瓦，较上季度末增长0.67%；355/425W单晶PERC组件1.59元/瓦，较上季度末增长5.30%。根据国家能源局数据，前三季度，全国光伏新增装机1,870万千瓦，同比增长16.00%。2020年前三季度，公司组件销量上涨，光伏装机量的增加为公司组件销售提供动力。在光伏抢装的最后阶段，预计10月至11月将进入组件需求的高峰期，但如果玻璃价格按现有阶段供不应求价格持续攀升，而出现组件买卖双方围绕价格展开博弈的情况，则成本将会挤压利润，反而导致公司出货量减少。近日在十九届三中全会上，国家统计局局长宁吉喆提到“生态文明建设实现新进步，能源资源利用效率大幅提高”将是在未来十四五规划的重要发展目标。在此背景下，光伏将在我国能源产业中承担成为重要角色。随着光伏产业的持续发展，公司未来前景利好。

图表8：三季度以来，组件价格小幅上升



资料来源：PVInfoLink，万联证券研究所

4、投资建议

考虑到未来光伏市场景气度加速向上，预计公司20-22年实现营业收入528.4/643.76/739.76亿元，归母净利润86.99/100.69/116.26亿元，EPS分别为2.31/2.67/3.08元/股。考虑到公司的全球龙头地位，维持买入评级。

5、风险提示

风险因素：硅料、电池片价格不稳；新产能投产不及预期；异质结电池量产难度提升。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,367	62,055	75,383	93,355
货币资金	19,336	30,716	37,763	50,796
应收票据及应收账款	8,379	16,801	19,825	22,372
其他应收款	296	985	1,142	1,227
预付账款	1,031	1,590	1,998	2,329
存货	6,356	9,995	12,687	14,663
其他流动资产	1,968	1,968	1,968	1,968
非流动资产	21,937	29,501	37,195	46,006
长期股权投资	1,074	1,074	1,074	1,074
固定资产	15,467	21,959	28,524	36,076
在建工程	2,882	3,955	5,083	6,343
无形资产	245	245	245	245
其他长期资产	2,269	2,269	2,269	2,269
资产总计	59,304	91,556	112,578	139,361
流动负债	24,620	44,947	51,812	61,916
短期借款	854	9,354	7,854	10,854
应付票据及应付账款	13,714	22,310	27,489	32,060
预收账款	3,680	4,141	5,392	6,410
其他流动负债	6,372	9,141	11,076	12,592
非流动负债	6,389	6,389	6,389	6,389
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509
应付债券	996	996	996	996
其他非流动负债	2,885	2,885	2,885	2,885
负债合计	31,009	51,336	58,201	68,306
股本	3,772	3,772	3,772	3,772
资本公积	10,462	10,462	10,462	10,462
留存收益	13,384	24,852	38,479	54,545
归属母公司股东权益	27,629	39,096	52,723	68,790
少数股东权益	666	1,124	1,654	2,266
负债和股东权益	59,304	91,556	112,578	139,361

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,158	8,957	13,847	15,532
净利润	5,557	9,157	10,599	12,238
折旧摊销	1,488	1,142	1,089	1,106
营运资金变动	447	-1,482	2,084	2,167
其它	667	139	76	21
投资活动现金流	-2,753	-5,576	-4,625	-4,786
资本支出	-2,684	-5,999	-5,268	-5,525
投资变动	183	0	0	0
其他	-252	423	644	740
筹资活动现金流	4,560	7,999	-2,176	2,287
银行借款	2,709	8,500	-1,500	3,000
债券融资	0	0	0	0
股权融资	4,594	0	0	0
其他	-2,742	-501	-676	-713
现金净增加额	9,895	11,380	7,047	13,033
期初现金余额	5,665	19,336	30,716	37,763
期末现金余额	15,560	30,716	37,763	50,796

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,897	52,840	64,376	73,976
营业成本	23,389	39,169	48,811	56,328
营业税金及附加	178	280	322	333
销售费用	1,330	1,691	2,060	2,219
管理费用	971	1,480	1,738	1,849
研发费用	304	476	547	592
财务费用	250	134	42	116
资产减值损失	-501	-35	-38	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	240	423	644	740
资产处置收益	-59	-26	-6	-7
营业利润	6,298	10,289	11,842	13,674
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	59	0	0	0
利润总额	6,247	10,289	11,842	13,674
所得税	690	1,132	1,243	1,436
净利润	5,557	9,157	10,599	12,238
少数股东损益	278	458	530	612
归属母公司净利润	5,280	8,699	10,069	11,626
EBITDA	8,212	10,886	11,987	13,760
EPS（元）	1.40	2.31	2.67	3.08

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	49.6%	60.6%	21.8%	14.9%
营业利润	119.5%	63.4%	15.1%	15.5%
归属于母公司净利润	106.4%	64.8%	15.7%	15.5%
获利能力				
毛利率	28.9%	25.9%	24.2%	23.9%
净利率	16.9%	17.3%	16.5%	16.5%
ROE	19.1%	22.3%	19.1%	16.9%
ROIC	17.5%	15.9%	14.5%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	56.1%	51.7%	49.0%
净负债比率	-47.4%	-40.5%	-45.7%	-49.1%
流动比率	1.52	1.38	1.45	1.51
速动比率	1.22	1.12	1.17	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.58	0.57	0.53
应收账款周转率	8.60	6.09	6.49	6.62
存货周转率	3.68	3.92	3.85	3.84
每股指标（元）				
每股收益	1.40	2.31	2.67	3.08
每股经营现金流	2.16	2.37	3.67	4.12
每股净资产	7.32	10.36	13.98	18.24
估值比率				
P/E	43.30	26.28	22.70	19.66
P/B	8.27	5.85	4.34	3.32
EV/EBITDA	33.27	24.83	21.84	18.30

资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场