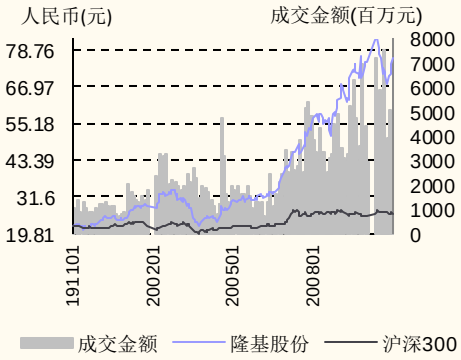
隆基股份 (601012.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：75.99 元
目标价格（人民币）：90.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	37.72
已上市流通 A 股(亿股)	37.68
总市值(亿元)	2,866.21
年内股价最高最低(元)	82.51/21.22
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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
4.《继续飞奔在盈利增长的快车道上-隆基股份 2019 年&2020 一...》，2020.4.23
5.《特殊时期的超预期，更能体现强者过人之处-隆基股份 2020 年一...》，2020.4.16

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

预收、现金流暴增亮眼，供应链优势有望放大

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	2.280	3.021	3.709
每股净资产(元)	5.89	7.32	9.61	12.63	16.34
每股经营性现金流(元)	0.42	2.15	1.35	3.69	4.58
市盈率(倍)	19.03	17.74	33.34	25.15	20.49
净利润增长率(%)	-28.24%	106.40%	62.86%	32.53%	22.78%
净资产收益率(%)	15.55%	19.11%	23.72%	23.92%	22.70%
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

业绩简评

- 公司发布 2020 三季报，2020 年前三季度收入 338 亿元，同比增长 49%，净利润 63.6 亿元，同比增长 82.4%，其中 Q3 单季收入 137 亿元，环比增长 59.5%，净利润 22.4 亿元（环比持平，同比+52%），符合市场预期。

经营分析

- **硅片组件出货环比继续增长，对冲财务费用增加、投资收益减少，支撑 Q3 净利润环比持平：**公司 Q3 硅片出货 27.8 亿片（环比+39%），其中外销 15.7 亿片；前三季度累计出货 67 亿片（同比+45%），其中外销 40 亿片；Q3 组件出货 5.9GW（环比+25%），前三季度累计出货 12.7GW（同比+140%），其中外销 12.5GW。在 Q3 因人民币汇率波动造成约 1.5 亿元汇兑损失、且投资收益环比减少约 3 亿元（Q2 电站出售）的情况下，公司凭借硅片组件出货量的显著增长、以及一贯优异的成本控制和供应链管理水平，确保了 Q3 净利润的同比高增和环比持平。
- **预收账款、单季经营现金流同步暴增并双双创历史新高是三季报最大亮点：**截至三季度末，公司合同负债（预收账款）创历史新高至 62.5 亿元，较半年报增加 29 亿元，我们预计主要源于公司组件业务的整体规模扩张以及 Q4 国内抢装的贡献，预计 Q4 公司组件出货量大概率保持环比显著增长，全年出货量超过 20GW 可期。此外，公司 Q3 经营现金流净额暴增至 59 亿元，创单季历史新高，主要源于上半年银行承兑汇票集中到期兑付及 Q3 预付款现金比例提升，前三季度经营现金流净额累计 62.6 亿元，与公司同期净利润高度匹配，预计 Q4 这一趋势有望保持。
- **原材料供应紧张考验组件厂商供应链保障能力，公司采购优势有望放大：**今年下半年在海外需求快速恢复、国内抢装、部分环节新产能释放缓慢甚至因事故导致供给收缩、大宗商品涨价等多重影响下，组件原材料成本普遍上升，且预计硅料、玻璃 2021 年供需仍将偏紧，在硅片/组件产能整体过剩的背景下，我们预计部分二三线企业将面临“降低开工率”或“采购高价原材料”之间的两难抉择。公司凭借与主要原材料供应商签署的多份采购长单及多项战略合作，供应链保障方面的优势将进一步放大，再叠加销售端的品质及品牌溢价，有望令公司产品保持健康且相对较高的利润水平。

盈利调整与投资建议

- 综合考虑：1）公司硅片业务下半年盈利表现好于预期，2）近期光伏玻璃价格暴涨可能在 Q4 侵蚀部分组件业务盈利；我们维持公司 2020-22E 净利润预测 86，114，140 亿元，对应 EPS 分别为 2.28，3.02，3.71 元，维持“买入”评级和 90 元目标价，对应 30 倍 2021PE。

风险提示：疫情影响超预期，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**	**55,285**	**77,089**	**96,458**
增长率		*34.4%*	*49.6%*	*68.1%*	*39.4%*	*25.1%*
主营业务成本	-11,082	-17,096	-23,389	-41,824	-59,024	-74,470
% 销售收入	*67.7%*	*77.8%*	*71.1%*	*75.7%*	*76.6%*	*77.2%*
毛利	5,280	4,892	9,508	13,461	18,065	21,988
% 销售收入	*32.3%*	*22.2%*	*28.9%*	*24.3%*	*23.4%*	*22.8%*
营业税金及附加	-152	-117	-178	-221	-308	-386
% 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	-1,106	-1,465	-1,833
% 销售收入	*4.1%*	*4.6%*	*4.0%*	*2.0%*	*1.9%*	*1.9%*
管理费用	-664	-825	-971	-1,963	-2,698	-3,328
% 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	10,172	13,594	16,441
% 销售收入	*23.2%*	*13.3%*	*21.4%*	*18.4%*	*17.6%*	*17.0%*
财务费用	-198	-267	-250	46	-27	-13
% 销售收入	*1.2%*	*1.2%*	*0.8%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	-207	-728	-563	-798	-443	-481
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%*	*6.4%*	*2.2%*	*3.0%*
营业利润	3,996	2,869	6,298	10,170	13,423	16,447
营业利润率	*24.4%*	*13.1%*	*19.1%*	*18.4%*	*17.4%*	*17.1%*
营业外收支	22	-2	-51	0	0	0
税前利润	**4,018**	**2,867**	**6,247**	**10,170**	**13,423**	**16,447**
利润率	*24.6%*	*13.0%*	*19.0%*	*18.4%*	*17.4%*	*17.1%*
所得税	-468	-301	-690	-1,271	-1,678	-2,056
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	8,898	11,746	14,392
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
归属于母公司的净利	**3,565**	**2,558**	**5,280**	**8,598**	**11,396**	**13,992**
净利率	*21.8%*	*11.6%*	*16.0%*	*15.6%*	*14.8%*	*14.5%*

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	8,898	11,746	14,392
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
非现金支出	937	1,929	1,989	2,726	3,076	4,019
非经营收益	-384	-406	104	-159	179	92
营运资金变动	-2,860	-2,917	447	-6,388	-1,083	-1,229
经营活动现金净流	**1,242**	**1,173**	**8,097**	**5,077**	**13,918**	**17,273**
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	3,385	3,962	1,175
其他	-322	-768	94	-266	-429	-542
筹资活动现金净流	**4,703**	**305**	**4,490**	**3,142**	**3,533**	**634**
现金净流量	**2,171**	**-1,691**	**9,834**	**2,893**	**9,042**	**7,997**

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	22,228	31,270	39,267
应收款项	6,426	9,148	9,504	19,335	27,346	34,698
存货	2,380	4,283	6,356	7,905	11,189	14,154
其他流动资产	1,574	1,762	2,170	2,093	2,953	3,726
流动资产	18,927	22,901	37,367	51,561	72,758	91,845
% 总资产	*57.6%*	*57.7%*	*63.0%*	*67.0%*	*69.8%*	*70.6%*
长期投资	607	869	1,122	1,123	1,122	1,122
固定资产	12,185	14,116	18,349	22,984	28,937	35,690
% 总资产	*37.1%*	*35.6%*	*30.9%*	*29.9%*	*27.8%*	*27.4%*
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	25,416	31,442	38,264
% 总资产	*42.4%*	*42.3%*	*37.0%*	*33.0%*	*30.2%*	*29.4%*
资产总计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**76,977**	**104,200**	**130,110**
短期借款	2,172	1,824	2,426	3,206	6,968	7,943
应付款项	9,630	11,880	21,292	26,094	36,772	46,353
其他流动负债	538	1,174	902	1,754	2,374	2,942
流动负债	12,340	14,878	24,620	31,054	46,114	57,238
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	6,198	6,416	6,610
负债	**18,640**	**22,834**	**31,009**	**39,761**	**55,239**	**66,757**
普通股股东权益	14,195	16,452	27,629	36,250	47,645	61,637
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**	**76,977**	**104,200**	**130,110**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.788	0.917	1.400	2.280	3.021	3.709
每股净资产	7.119	5.895	7.325	9.610	12.631	16.341
每股经营现金净流	0.623	0.420	2.147	1.346	3.690	4.579
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%	23.72%	23.92%	22.70%
总资产收益率	10.84%	6.45%	8.90%	11.17%	10.94%	10.75%
投入资本收益率	15.82%	10.66%	17.32%	18.42%	18.58%	18.07%
增长率						
主营业务收入增长率	41.90%	34.38%	49.62%	68.05%	39.44%	25.12%
EBIT增长率	76.73%	-22.83%	129.30%	51.26%	33.64%	20.95%
净利润增长率	130.38%	-28.24%	106.40%	62.86%	32.53%	22.78%
总资产增长率	71.52%	20.60%	49.53%	29.80%	35.37%	24.87%
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	129.5	118.7	119.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.02%	0.22%	-47.38%	-29.87%	-33.08%	-36.34%
EBIT利息保障倍数	19.2	11.0	26.9	-222.5	497.4	1,302.7
资产负债率	56.68%	57.58%	52.29%	51.65%	53.01%	51.31%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

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。

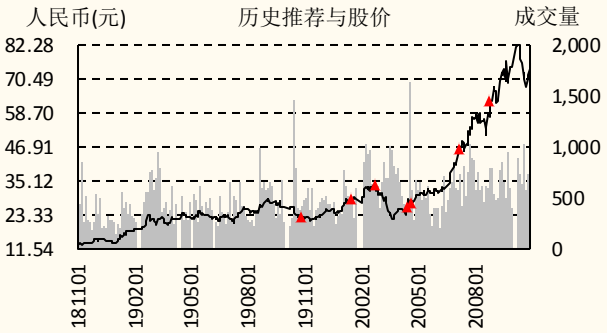
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-30	买入	22.75	32.40
2	2020-01-17	买入	28.45	36.00
3	2020-02-24	买入	33.90	46.00
4	2020-04-16	买入	25.24	46.00
5	2020-04-23	买入	28.15	46.00
6	2020-07-09	买入	46.13	56.00～56.00
7	2020-08-28	买入	60.60	75.00
8	2020-09-27	买入	71.12	90.00

来源：国金证券研究所



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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH