隆基股份（601012）三季报点评

现金流及预收款亮眼，单晶龙头强者恒强

买入（维持）

2020 年 11 月 01 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,897	52,443	84,764	101,641
同比（%）	49.6%	59.4%	61.6%	19.9%
归母净利润（百万元）	5280	8743	12336	15576
同比（%）	106.4%	65.6%	41.1%	26.3%
每股收益（元/股）	1.40	2.32	3.27	4.13
P/E（倍）	54.28	32.78	23.24	18.40

投资要点

- **公司 20Q1-3 公司业绩 63.57 亿元，同比增长 82.44%，符合预期：**公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 338.32 亿元，同比增长 49.08%；实现归母净利 63.57 亿元，同比增长 82.44%，对应 EPS 为 1.69 元。其中 Q3 实现营收 136.91 亿元，同比增长 59.53%；实现归母净利 22.4 亿元，同比增长 51.93%，对应 EPS 为 0.59 元。Q1-3 毛利率为 27.84%，同比上升 0.21pct；Q3 计提减值合计约 1.6 亿元。收入和利润增长总体符合预期。
- **硅片市占率快速提升，结构持续改善，盈利能力突出：**今年全球单晶市场份额预计达到 85%~90%，同比提升 20pct+，受益于单晶渗透率大幅提升及产能扩张，在全球需求仅增长 15%左右的情况下，公司 20 年前三季度累计单晶硅片出货量同比增长 45%至 67 亿片，今年全年出货量预计 105 亿片左右，**全球市占率同比增长 18pct 至 50%左右。**结构方面，今年 M6 硅片占比快速提升，Q1 占比仅 10%，Q3 占比已超 40%，大尺寸结构持续改善，预计 Q4 开始 182 尺寸会开始逐步放量；盈利能力方面，公司 Q3 硅片售价受出货节奏影响而略低，但在出色的成本控制下，Q3 毛利率依然在 30%+，Q4 公司售价平稳叠加新产能投放，将进一步拉开与行业同行的毛利率差距。
- **组件销量超预期，结构表现亮眼：**公司 Q1-3 组件销量 12.5GW，同比增长 166%，其中 Q3 销量 5.92GW，同比接近 300%，环比增长 25%，预计 Q4 组件环比仍有不错增长，全年出货目标 20GW。公司组件结构表现亮眼：**1）美国市场占比高：**美国市场单价高盈利高，公司 Q1-3 组件美国市场出货约 1.8GW，占公司出货的 14.4%；**2）大尺寸占比持续提高：**公司上半年 M6 组件占比 63%，Q3 看 M6 占比 80%+，远超行业平均水平；预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。**3）双玻占比高：**公司 Q1-3 双玻组件占比 50%+，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。**公司今年 20GW 出货量首登全球第一，预计明年翻倍增长至 40GW，继续迅猛增长。**
- **行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：**今年上半年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料事故，Q3 需求超预期带动全产业链涨价，价格剧烈波动下，小厂经营困难，龙头逆势扩产，全产业链集中度进一步提升。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 80GW+、75GW+、30GW+、40GW+，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 50%+、59%+、组件市占率提升至 14%+、21%+，龙头强者恒强！
- **公司会计处理谨慎，计提减值严谨。**Q1-3 公司计提资产减值损失 6.21 亿元，同比+78.37%，主要系计提的固定资产减值增加；信用减值损失 1.04 亿元，同比+304.29%，主要系应收款项增加所致。
- **营运能力提升，经营活动现金流量净流入&预收款大幅增加：**Q1-3 经营活动现金流量净流入 62.60 亿元，同比增长 55.95%；销售商品取得现金 249.25 亿元，同比增长 48.53%。期末预收款项 62.53 亿元，较期初增长 69.95%。期末应收账款 59.42 亿元，较期初增长 21.16 亿元；期末存货 106.04 亿元，较期初上升 42.47 亿元，主要系生产规模扩大及海外在途存货增加所致。Q3 经营活动现金流量净额 59.21 亿元，有所强化；存货上升 20.43 亿元至 106.04 亿元；应收账款减少 0.92 亿元至 59.42 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：87.43、123.36、155.76 亿元，同比+65.6%、+41.1%，+26.3%，对应 EPS 为 2.32/3.27/4.13。目标价 98.1 元，对应 21 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	75.99
一年最低/最高价	20.91/83.05
市净率(倍)	8.65
流通 A 股市值(百万元)	286296.11

基础数据

每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	58.22
总股本(百万股)	3771.83
流通 A 股(百万股)	3767.55

相关研究

1、《隆基股份（601012）半年报点评：中报大超预期，盈利能力卓越，尽显龙头风范》2020-08-28

2、《隆基股份（601012）：业绩与现金流均表现亮眼，单晶龙头尽显优势》2020-04-23

3、《隆基股份（601012）：Q1 大超预期，盈利能力卓越》2020-04-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

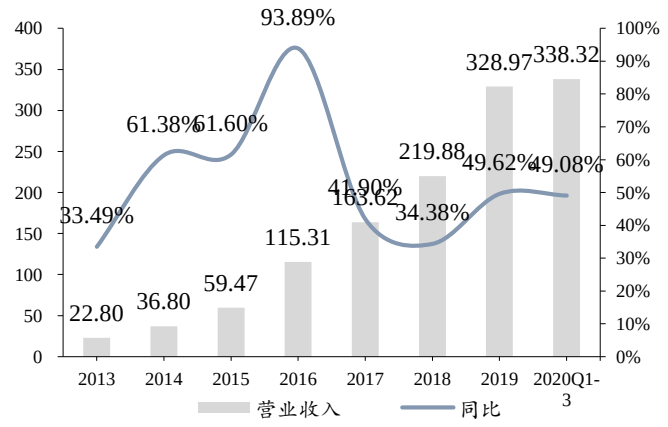
公司 20Q1-3 公司业绩 63.57 亿元，同比增长 82.44%，符合预期：公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 338.32 亿元，同比增长 49.08%；实现利润总额 74.53 亿元，同比增长 76.35%；实现归属母公司净利润 63.57 亿元，同比增长 82.44%，对应 EPS 为 1.69 元。Q1-3 公司计提资产减值损失 6.21 亿元、信用减值损失 1.04 亿元，获得资产处置收益 0.02 亿元，会计处理严谨。其中 2020Q3，实现营业收入 136.91 亿元，同比增长 59.53%，环比增长 18.62%；实现归属母公司净利润 22.4 亿元，同比增长 51.93%，环比下降 0.53%。Q3 对应 EPS 为 0.59 元。Q1-3 毛利率为 27.84%，同比上升 0.21pct，Q3 毛利率 25.79%，同比下降 4.15pct，环比下降 1.49pct；Q1-3 归母净利率为 18.79%，同比上升 3.44pct，Q3 归母净利率 16.37%，同比下降 0.82pct，环比下降 3.15pct，**公司 Q3 计提减值合计约 1.6 亿元。**收入和利润增长总体符合预期。

表 1：20Q1-3 收入 338.32 亿元，同比增长 49.08%；盈利 63.57 亿元，同比增长 82.44%

隆基股份	20Q1-3	19Q1-3	同比	20Q3	19Q3	同比	20Q2	环比
营业收入	338.32	226.93	*49.1%*	136.91	85.82	*59.5%*	115.42	*18.6%*
毛利率	27.84%	27.63%	*0.21 pct*	25.79%	29.93%	*-4.15 pct*	27.27%	*-1.49 pct*
营业利润	74.84	42.65	*75.5%*	26.07	18.20	*43.2%*	26.09	*-0.1%*
利润总额	74.53	42.26	*76.3%*	26.06	18.14	*43.7%*	25.86	*0.8%*
归母净利	63.57	34.84	*82.4%*	22.40	14.75	*51.9%*	22.52	*-0.5%*
扣非归母净利	60.14	34.11	*76.4%*	21.20	14.14	*49.9%*	21.33	*-0.6%*
归母净利率	18.79%	15.35%	*3.44 pct*	16.37%	17.18%	*-0.82 pct*	19.52%	*-3.15 pct*
股本	37.72	37.73	-	37.72	37.73	-	37.72	-
EPS	1.69	0.92	*82.5%*	0.59	0.39	*52.0%*	0.60	*-0.5%*

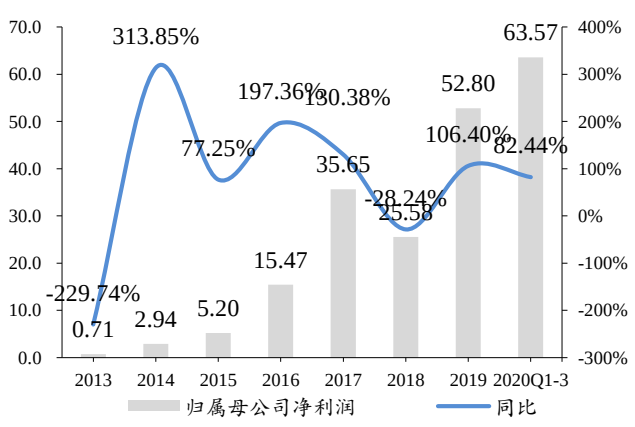
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 338.32 亿元，同比+49.08%



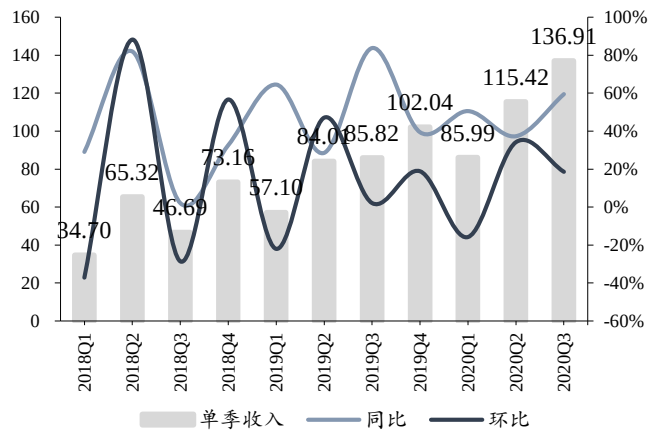
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利润 63.57 亿元，同比+82.44%



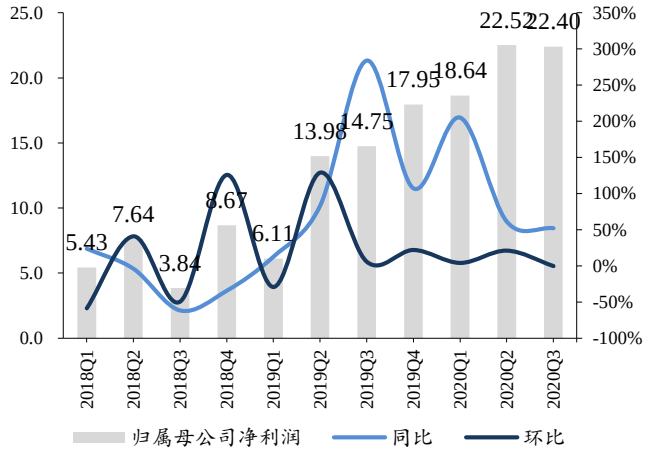
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：Q3 收入 136.91 亿元，同比+59.53%



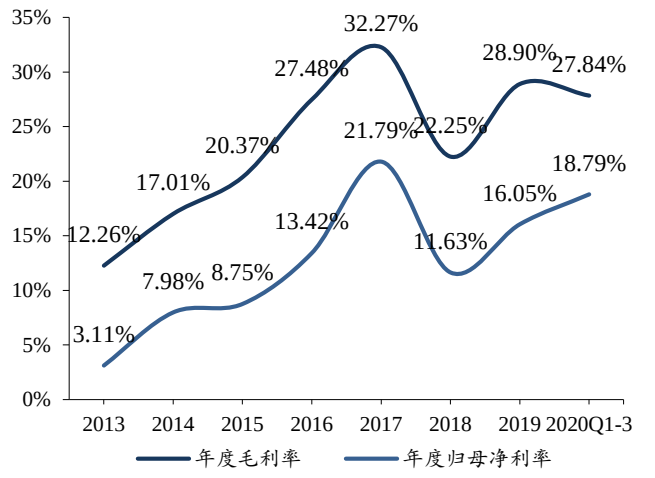
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：Q3 归母净利润 22.4 亿元，同比+51.93%



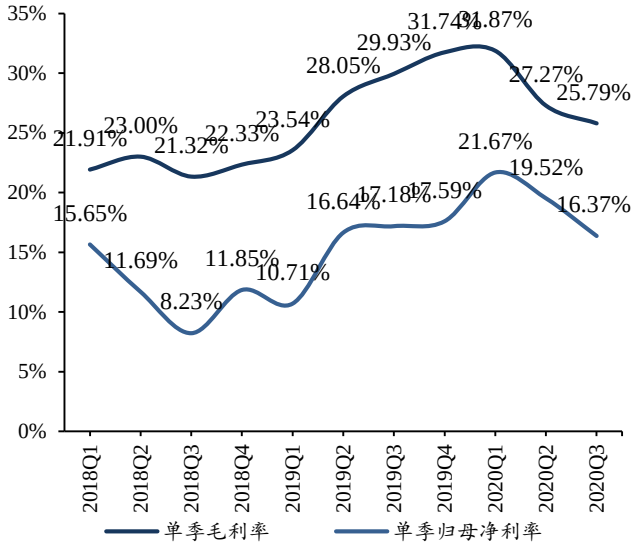
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：Q1-3 毛利率、净利率同比+0.21、+3.44pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

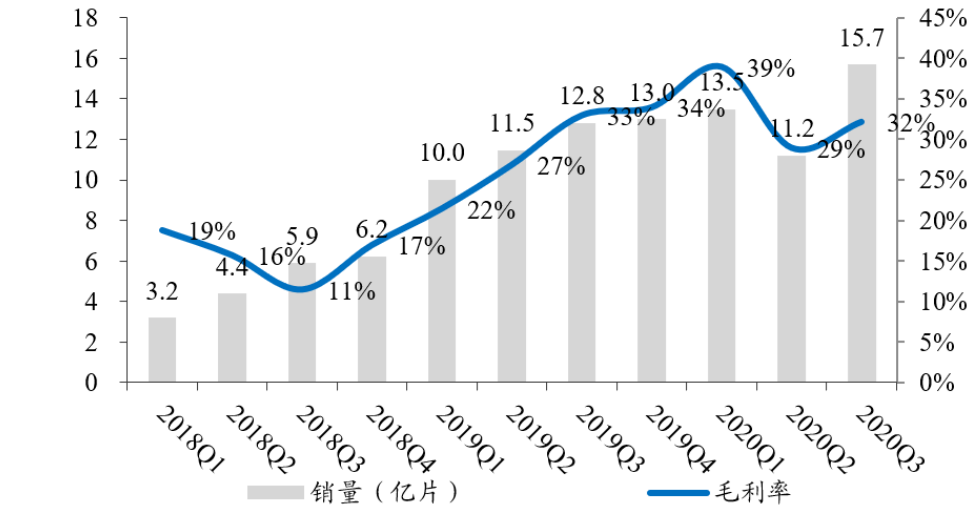
图 6：Q3 毛利率、净利率同比-4.15、-0.82pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

硅片市占率快速提升，结构持续改善，盈利能力突出：今年全球单晶市场份额预计达到 85%~90%，同比提升 20pct+，受益于单晶渗透率大幅提升及产能扩张，在全球需求仅增长 15%左右的情况下，公司 20 年前三季度累计单晶硅片出货量同比增长 45%至 67 亿片，今年全年出货量预计 105 亿片左右，**全球市占率同比增长 18pct 至 50%左右。**结构方面，今年 M6 硅片占比快速提升，Q1 占比仅 10%，Q3 占比已超 40%，大尺寸结构持续改善，预计 Q4 开始 182 尺寸会开始逐步放量；盈利能力方面，公司 Q3 硅片售价受出货节奏影响而略低，但在出色的成本控制下，Q3 毛利率依然在 30%+，Q4 公司售价平稳叠加新产能投放，将进一步拉开与行业同行的毛利率差距。

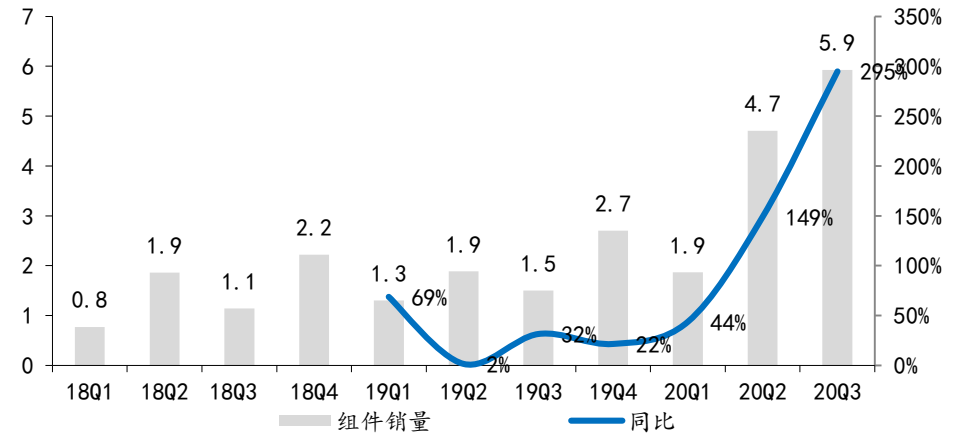
图 7：20Q1-3 硅片销量 40 亿片，同比增长 17%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

组件销量超预期，结构表现亮眼：公司 Q1-3 组件销量 12.5GW，同比增长 166%，其中 Q3 销量 5.92GW，同比接近 300%，环比增长 25%，预计 Q4 组件环比仍有不错增长，全年出货目标 20GW。公司组件结构表现亮眼：**1）美国市场占比高：**美国市场单价高盈利高，公司 Q1-3 组件美国市场出货约 1.8GW，占公司出货的 14.4%；**2）大尺寸占比持续提高：**公司上半年 M6 组件占比 63%，Q3 看 M6 占比 80%+，远超行业平均水平；预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。**3）双玻占比高：**公司 Q1-3 双玻组件占比 50%+，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。**公司今年 20GW 出货量首登全球第一，预计明年翻倍增长至 40GW，继续迅猛增长。**

图 8：20Q1-3 组件销量 12.5GW，同比增长 166%

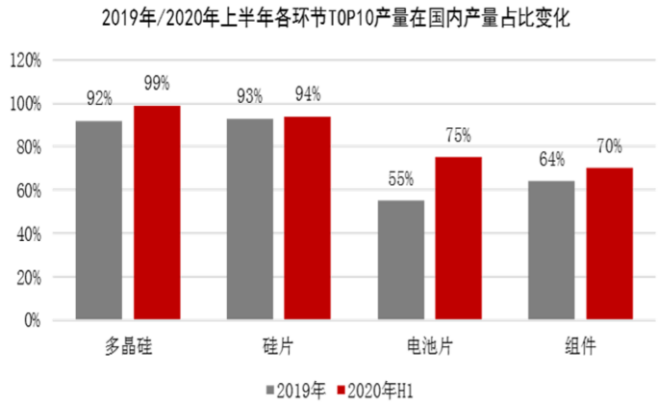


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：今年上半年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料事故，Q3 需求超预期带动全产业链涨价，价格

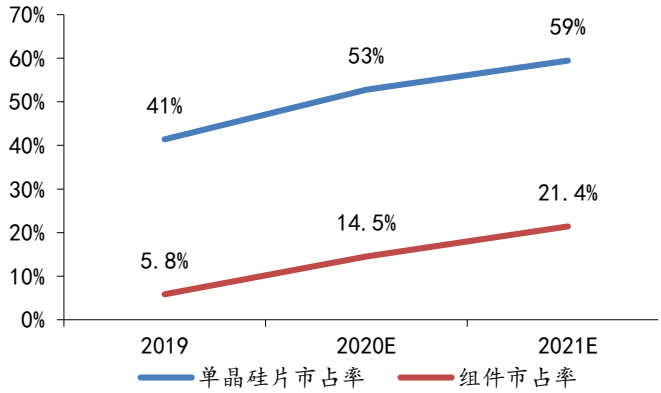
剧烈波动下，小厂经营困难，龙头逆势扩产，全产业链集中度进一步提升。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 80GW+、75GW+、30GW+、40GW+，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 50%+、59%+、组件市占率提升至 14%+、21%+，龙头强者恒强！

图 9：全行业集中度迅速提升



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

图 10：公司单晶硅片、组件市占率迅速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司 2020 年末产能全景图（GW）

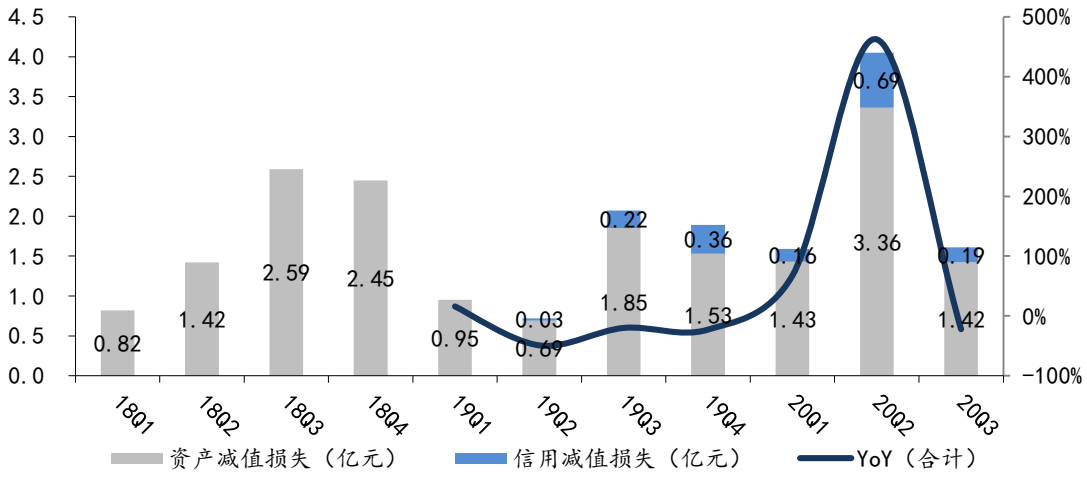
2020 年末	硅棒	硅片	电池	组件
银川	29.00	24.00	8.00	0.50
中宁	4.30			
保山	14.00			
丽江	14.00			
楚雄		30.00		
无锡		6.60		
西安		5.20	15.50	0.50
衢州				3.00
泰州			3.50	9.00
合肥			0.70	
滁州				10.00
大同				0.50
古晋	1.00	1.00	3.40	0.70
越南			3.00	7.00
腾冲	10.00			
咸阳				5.00
嘉兴				7.00
曲靖	10.00	10.00		
合计	82.30	76.80	34.10	43.20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司会计处理谨慎，计提减值严谨。Q1-3 公司计提资产减值损失 6.21 亿元，同比+78.37%，主要系计提的固定资产减值增加；信用减值损失 1.04 亿元，同比+304.29%，主要系应收款项增加所致。

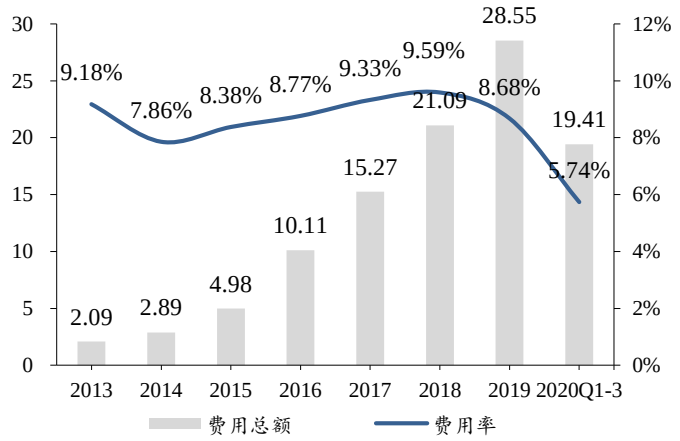
图 11：Q1-3 公司计提资产和信用减值损失共计 7.25 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所　　注：为便于对比将 19Q2 及以后减值均以正号列示

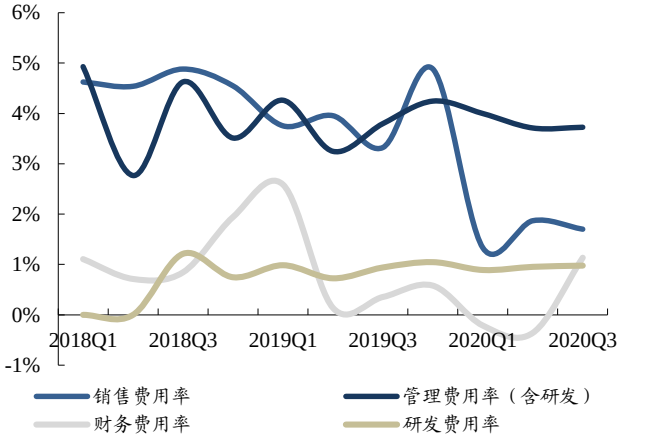
三费控制优秀，费用率同比下降：公司 2020Q1-3 费用同比增长 4.14%至 19.41 亿元，期间费用率下降 2.48 个百分点至 5.74%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 32.31%、上升 52.25%、上升 61.89%、下降 49.53%至 5.63 亿元、12.82 亿元、3.2 亿元、0.96 亿元；销售费用下降系本期执行新收入准则，运费不再计入销售费用所致，研发费用上升主要受研发人员数量增加影响所致；费用率分别下降 2.00、下降 0.79、上升 0.07、下降 0.55 个百分点至 1.66%、3.79%、0.95%、0.28%。Q3 费用 8.99 亿元，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-18.36%/+56.47%/+65.79%/+409.44%至 2.33 亿元、5.1 亿元、1.34 亿元、1.56 亿元，费用率分别为 1.70%/3.72%/0.98%/1.14%。

图 12：Q1-3 期间费用 19.41 亿元，同比+4.14%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

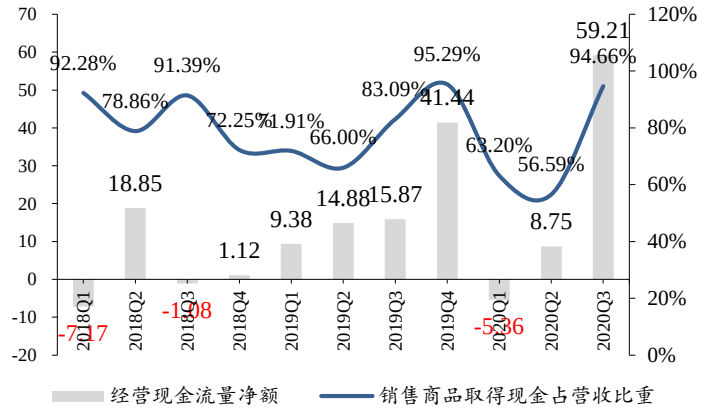
图 13：Q3 期间费用率 6.56%，同比-0.91pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

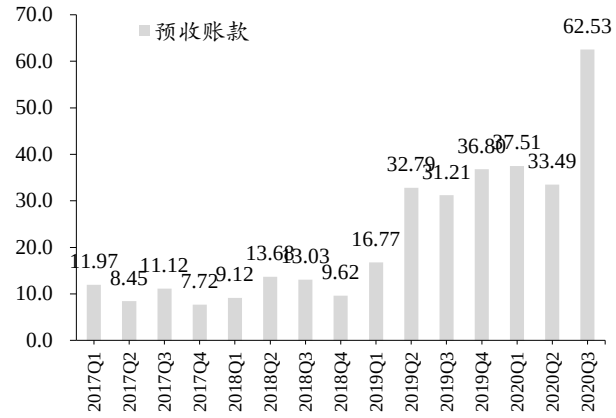
营运能力提升，经营活动现金流量净流入大幅增加：Q1-3 经营活动现金流量净流入 62.60 亿元，同比增长 55.95%；销售商品取得现金 249.25 亿元，同比增长 48.53%。期末预收款项 62.53 亿元，较期初增长 69.95%。期末应收账款 59.42 亿元，较期初增长 21.16 亿元；期末存货 106.04 亿元，较期初上升 42.47 亿元，主要系生产规模扩大及海外在途存货增加所致。Q3 经营活动现金流量净额 59.21 亿元，有所强化；存货上升 20.43 亿元至 106.04 亿元；应收账款减少 0.92 亿元至 59.42 亿元。

图 14：Q1-3 经营活动现金流量净流入 62.60 亿元，同比+55.95%



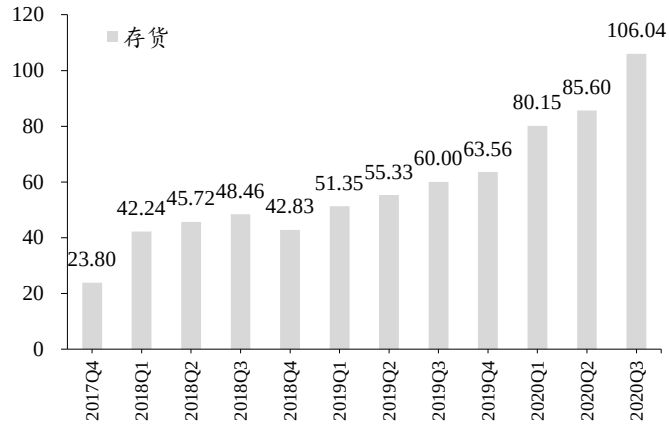
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 15：Q1-3 期末预收款项 62.53 亿元，较期初+69.95%



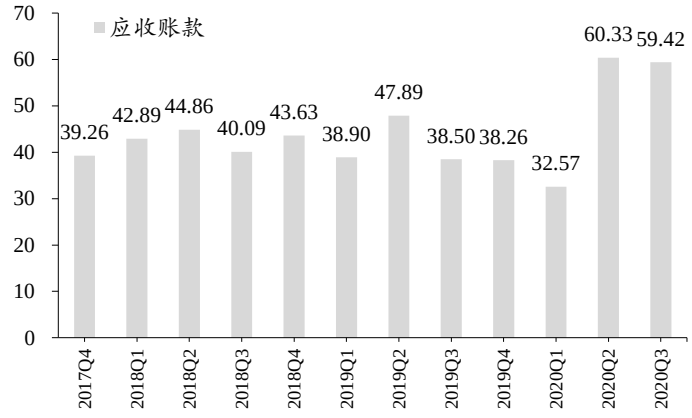
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 16：Q1-3 期末存货 106.04 亿元，较期初+42.47 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 17：Q1-3 期末应收账款 59.42 亿元，较期初+21.16 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：87.43、123.36、155.76 亿元，同比+65.6%、+41.1%，+26.3%，对应 EPS 为 2.32/3.27/4.13。目标价 98.1 元，对应 21 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

隆基股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**37366.5**	**61353.4**	**99960.9**	**128730.0**
现金	19335.8	28274.3	43281.6	56650.8
应收款项	8633.7	17241.7	30189.7	38985.7
存货	6356.1	10719.0	18882.3	23648.1
其他	3040.9	5118.4	7607.3	9445.3
非流动资产	**21937.4**	**26032.9**	**28693.4**	**30959.0**
长期股权投资	1074.2	1415.2	1756.2	2097.2
固定资产	18349.3	22111.9	24439.6	26372.3
无形资产	245.2	237.0	228.8	220.6
其他	2268.8	2268.8	2268.8	2268.8
资产总计	**59304.0**	**87386.2**	**128654.3**	**159688.9**
流动负债	**24619.8**	**39711.2**	**66800.2**	**80582.2**
短期借款	2425.9	3000.0	3600.0	4320.0
应付账款	13713.9	26261.5	44058.7	52670.7
其他	8480.1	10449.7	19141.5	23591.4
非流动负债	**6389.3**	**11289.3**	**14052.5**	**16890.1**
长期借款	2508.6	3508.6	4508.6	5508.6
其他	3880.7	7780.7	9543.9	11381.6
负债总计	**31009.2**	**51000.5**	**80852.7**	**97472.3**
少数股东权益	666.0	1063.4	1624.0	2331.9
归属母公司股东权益	27628.8	35322.3	46177.6	59884.8
负债和股东权益总计	**59304.0**	**87386.2**	**128654.3**	**159688.9**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8158.2	11056.0	19223.4	17988.2
投资活动现金流	-2752.9	-5642.5	-5335.9	-5469.8
筹资活动现金流	4560.0	3525.0	1119.7	850.8
现金净增加额	9895.2	8938.5	15007.3	13369.3
折旧和摊销	1353.8	1909.6	2475.3	3004.2
资本开支	-5908.0	-5301.5	-4994.9	-5128.8
营运资本变动	6421.3	-193.6	3652.0	-1500.3
企业自由现金流	9035.3	5781.7	14307.5	12921.1

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**32897.5**	**52443.4**	**84763.5**	**101641.4**
营业成本	23389.4	39124.3	65638.4	78468.7
营业税金及附加	178.4	314.7	508.6	508.2
营业费用	1329.7	1101.3	1695.3	1829.5
管理费用	986.7	1581.5	2466.3	2549.2
财务费用	249.6	211.8	281.3	283.1
投资净收益	240.0	200.0	240.0	288.0
其他	-705.7	122.8	316.8	316.4
营业利润	**6297.8**	**10432.7**	**14730.4**	**18607.0**
营业外净收支	-50.9	25.0	25.0	25.0
利润总额	**6246.9**	**10457.7**	**14755.4**	**18632.0**
所得税费用	689.8	1254.9	1770.6	2235.8
少数股东损益	277.6	460.1	649.2	819.8
归属母公司净利润	**5279.6**	**8742.7**	**12335.5**	**15576.3**
EBIT	7207.3	10644.5	14971.7	18802.1
EBITDA	8561.1	12554.1	17447.0	21806.4

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.40	2.32	3.27	4.13
每股净资产(元)	7.32	9.36	12.24	15.88
发行在外股份(百万股)	3772.0	3771.8	3771.8	3771.8
ROIC(%)	22.0%	30.2%	46.7%	53.8%
ROE(%)	19.1%	24.8%	26.7%	26.0%
毛利率(%)	28.9%	25.4%	22.6%	22.8%
EBIT Margin(%)	21.9%	20.3%	17.7%	18.5%
销售净利率(%)	16.0%	16.7%	14.6%	15.3%
资产负债率(%)	52.3%	58.4%	62.8%	61.0%
收入增长率(%)	49.6%	59.4%	61.6%	19.9%
净利润增长率(%)	106.4%	65.6%	41.1%	26.3%
P/E	54.29	32.78	23.24	18.40
P/B	10.37	8.11	6.21	4.79
EV/EBITDA	37.10	26.89	21.06	17.61

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn