新能源与汽车研究部

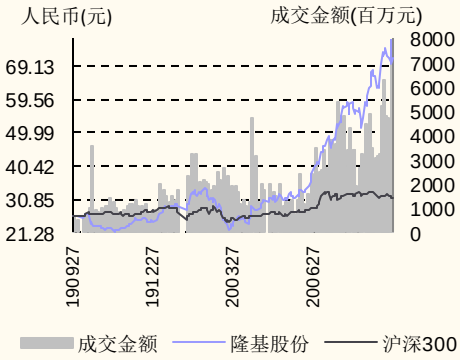
隆基股份 (601012.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：71.12 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)	2,682.52
年内股价最高最低(元)	76.99/60.60
沪深 300 指数	4570
上证指数	3219



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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
4.《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
5.《海外产能布局再下一城，避贸易壁垒提升盈利-隆基股份收购事件点...》，2020.2.24

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

提升硅料供应保障，分享上游利润、巩固竞争优势

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	26.58	20.06	16.34
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

事件

- 隆基股份发布公告，基于公司与通威股份在 2019 年 6 月 3 日签订的战略合作协议基础，进一步加大合作力度，就与通威建立长期稳定的多晶硅料供需关系达成合作意向。具体内容包括：1）对双方合资公司永祥新能源进行增资扩产，从当前实际年产能 3.5 万吨扩大至 7.5 万吨，增资后隆基保持 15%持股比例；2）隆基拟参股投资云南通威 49%股份（保山 4 万吨产能投资主体）；3）双方以每年 10.18 万吨硅料交易量为基础目标进行优先采购/供应保障，在合资公司新产能投产前，通威优先满足 2020-2021 隆基硅料需求。

评论

- **加大资本介入力度，进一步提升硅料供应保障：**
- 根据公司的硅片产能扩张计划及我们的预测，隆基 2020-2022 年硅片产量（含自用）预计将分别达约 65、90、120GW 或以上，即使考虑硅片薄片化、金刚线细线化、电池效率提升带来的单位硅耗下降，公司 2020-2022 年对硅料的采购需求也将分别超过 17、22、28 万吨，达到全行业硅料需求的 50%左右，因此硅料的稳定供应保障对公司经营至关重要。
- 考虑到未来一年内几乎无实质性硅料新产能投产（而硅片产能持续增加），今年下半年的硅料涨价或标志着可能长达 1.5-2 年的硅料供不应求周期的开启，仅仅依靠购销长单或已无法充分保障硅料的安全供应，公司通过加大资本介入力度的方式，在进一步提升自身供应保障的同时，或将再次扩大相比硅片领域竞争对手在原材料采购环节的优势。
- **凭借资本实力扩大产业链核心环节投资，分享优势供应商盈利、提供新利润来源，同时进一步巩固竞争优势：**
- 截止半年报，隆基账上货币资金达到 187 亿元、资产负债率 53%，均处于行业领先水平，充足现金和较低的负债率，除支撑公司自身高速扩产外，还将令公司有能力对产业链上下游关键环节的优势公司进行战略投资，这种对“成本/技术最优企业”的投资，除了前文提到的能为公司提供更强的原材料供应保障外，还将令公司能够分享产业链优势企业的盈利、拓宽公司利润来源，同时在成本结构、乃至技术领先性方面（如关键耗材、设备等）进一步巩固公司的竞争优势。

盈利调整&投资建议

- 考虑公司对上游硅料环节投资的扩大以及领先地位的进一步加强，我们小幅上调公司 2020-2022E 年净利润预测至 86、114(+1%)、140(+1.5%)亿元，对应 EPS 分别为 2.28、3.02、3.71 元，同时上调目标 PE 至对应 2021E 年 30 倍，对应目标价上调至 90 元(+20%)，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复对需求影响超预期；国内政策低于预期；产品跌价超预期。

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润	**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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-24	买入	23.30	33.50
2	2019-10-30	买入	22.75	32.40
3	2020-01-17	买入	28.45	36.00
4	2020-02-24	买入	33.90	46.00
5	2020-04-16	买入	25.24	46.00
6	2020-04-23	买入	28.15	46.00
7	2020-07-09	买入	46.13	56.00～56.00
8	2020-08-28	买入	60.60	75.00

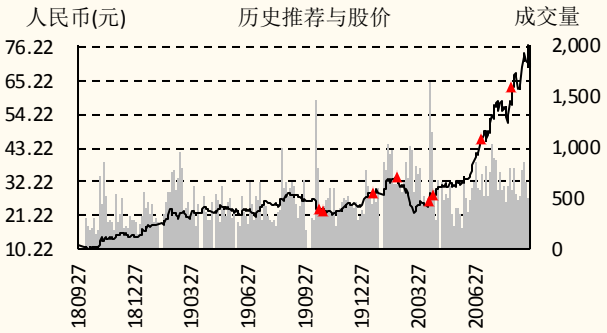
来源：国金证券研究所

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH