证券研究报告

公司研究——事项点评

隆基股份（601012.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2019.11.01

程　远　　行业分析师
执业编号：S1500519100002
联系电话：（010）83326755
邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武　浩　　研究助理
联系电话：+86 10 83326711
邮箱：wuhao@cindasc.com

陈　磊　　研究助理
联系电话：+86 10 83326713
邮箱：chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

产销持续增长，产业链定价优势逐步显现

2020 年 8 月 30 日

事件：公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年公司实现营收 201.41 亿元，同比增长 42.73%；归母净利 41.16 亿元，同比增长 104.83%，毛利率 29.23%，同比增长 3.01ppt。

2020 年第二季度，公司实现营收 115.42 亿元，同比增长 37.38%，环比增长 34.22%；归母净利 22.52 亿元，同比增长 61.08%，环比增长 20.84%；毛利率 27.27%，同比下降 0.78ppt，环比下降 4.60ppt。

点评：

- **产品销量持续增长，维持较强盈利能力。**2020 年上半年公司外销硅片 24.69 亿片，同比增长 14.98%；外销组件 6.58GW，同比增长 106.04%，销量增长推动公司营收规模扩大；在上半年产品价格下行背景下，公司硅片及组件事业部降本效果显著，毛利率分别实现 34.08%和 13.7%，同比增长 2.8 和 0.9ppt。考虑新准则下运费由销售费用转入成本中进行摊销，带来的销售费用率大幅下降，利息支出减少及汇兑收益带来的财务费用下降，以及电站转让及理财带来投资收益增长，综合来看公司上半年实现归母净利 41.16 亿元，同比增长 104.83%。

- **硅片龙头显示强大定价能力，签订长单采购保障原材料供应。**2020 年 7 月以来，受硅料供应紧张影响，公司硅片报价持续上涨，G1/M6 价格分别由 6 月底的 2.53 和 2.62 元/片提升至 3.10 和 3.25 元/片（涨幅 23%左右），并以硅料变动 3 元/Kg、硅片变动 0.05 元/片关系将成本压力完全向下游传导，显示公司在硅片环节强大定价能力。同时，针对硅料及玻璃等扩产周期长原辅材料，公司近期先后与亚洲硅业及南玻 A 签订硅料及光伏玻璃长单采购合同，并通过子公司平煤隆基建设合计 10GW 光伏组件边框项目，保障原辅材料稳定供应。

- **产能扩产加速落地，产品结构调整加快推进。**截至 2020 年中，公司分别拥有硅片及组件产能 55 和 25GW，同时公司完成对越南光伏收购，新增约 3GW 电池、7GW 组件产能，完善全球产能布局，规避海外贸易壁垒。产品结构方面，公司已完成 166 大尺寸产能切换，并逐步推进 182 大尺寸产能改造，预计今年 166 尺寸产品将成为出货主力，同时 182 尺寸产品自明年起逐步放量。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 517.6、605.3 和 714.9 亿元，同比增长 57%、17%和 18%，归母净利 86.4、101.0 和 120.6 亿元，同比增长 64%、17%和 19%，摊薄 EPS 为 2.3、2.7 和 3.2 元/股，对应 2020-2022 年 PE 分别为 26.5、22.6 和 19.0 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险；技术路线变化风险；产品及原材料价格波动风险等。

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	32897.46	51759.32	60529.21	71490.27
增长率（%）	0.50	0.57	0.17	0.18
归母净利润	5279.55	8643.23	10099.68	12056.89
增长率（%）	1.06	0.64	0.17	0.19
EPS（元/股）	1.40	2.29	2.68	3.20
市盈率（P/E）	17.74	26.45	22.63	18.96
市净率（P/B）	3.39	5.94	4.45	3.43

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　　注：股价采用 2020.08.27 收盘价

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32897	51759	60529	71490
%同比增速	50%	57%	17%	18%
营业成本	23389	39041	45367	53580
毛利	9508	12718	15162	17910
%营业收入	29%	25%	25%	25%
税金及附加	178	278	327	385
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1330	932	1090	1287
%营业收入	4%	2%	2%	2%
管理费用	971	1497	1769	2078
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	304	477	559	659
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	250	-285	-406	-607
%营业收入	1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-501	-480	-557	-649
信用减值损失	-61	-84	-94	-110
其他收益	204	327	379	450
投资收益	240	725	484	572
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-59	-51	-84	-85
营业利润	6298	10256	11953	14284
%营业收入	19%	20%	20%	20%
营业外收支	-51	-26	-26	-26
利润总额	6247	10229	11927	14258
%营业收入	19%	20%	20%	20%
所得税费用	690	1132	1296	1567
净利润	5557	9098	10631	12691
%营业收入`	17%	18%	18%	18%
归属于母公司的净利润	5280	8643	10100	12057
%同比增速	106%	64%	17%	19%
少数股东损益	278	454	531	634
EPS（元/股）	1.40	2.29	2.68	3.20

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	19336	23722	33311	46549
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	8379	16068	17917	21255
存货	6356	9592	11613	13813
预付账款	1031	1558	1809	2213
其他流动资产	2264	3046	3258	3221
流动资产合计	37367	53987	67908	87052
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	1074	1354	1633	1913
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	15467	18658	22449	26640
无形资产	245	261	279	296
商誉	11	11	11	11
递延所得税资产	500	500	500	500
其他非流动资产	4640	6137	7333	8130
资产总计	59304	80907	100113	124541
短期借款	854	940	1034	1137
应付票据及应付账款	13714	21570	24951	30041
预收账款	3680	3498	4504	6049
应付职工薪酬	558	854	983	1204
应交税费	344	648	727	834
其他流动负债	5470	7462	8558	9993
流动负债合计	24620	34972	40757	49259
长期借款	2509	2358	2208	2058
应付债券	996	1109	1256	1448
递延所得税负债	324	324	324	324
其他非流动负债	2561	2561	2561	2561
负债合计	31009	41324	47107	55650
归属于母公司的所有者权益	27629	38463	51355	66606
少数股东权益	666	1120	1652	2286
股东权益	28295	39583	53007	68892
负债及股东权益	59304	80907	100113	124541

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	8158	6591	11728	14839
投资	183	-276	-276	-276

基本指标					资本性支出	-2684	-2607	-2342	-1942
	2019A	2020E	2021E	2022E	其他	-252	725	484	572
EPS	1.40	2.29	2.68	3.20	投资活动现金流净额	-2753	-2159	-2134	-1647
BVPS	7.32	10.20	13.61	17.66	债权融资	0	113	147	192
PE	17.74	26.45	22.63	18.96	股权融资	4594	0	0	0
PEG	0.17	0.42	1.34	0.98	银行贷款增加（减少）	2709	-65	-56	-47
PB	3.39	5.94	4.45	3.43	筹资成本	-721	-95	-96	-98
EV/EBITDA	9.77	22.08	17.61	13.93	其他	-2022	0	0	0
ROE	19%	22%	20%	18%	筹资活动现金流净额	4560	-46	-5	46
ROIC	17%	19%	17%	16%	现金净流量	9895	4386	9589	13238

研究团队简介

武浩，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。