隆基股份（601012.SH）

2020 年 08 月 29 日

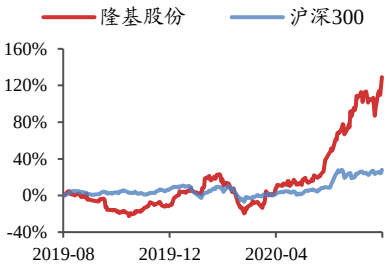
中报业绩超预期，市场龙头地位将进一步巩固

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	62.96
一年最高最低(元)	63.65/21.10
总市值(亿元)	2,374.86
流通市值(亿元)	2,372.05
总股本(亿股)	37.72
流通股本(亿股)	37.68
近 3 个月换手率(%)	92.3

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-开启量价齐升，市占率有望进一步提升》-2020.8.3

《公司信息更新报告-以“隆顶”为新起点，应用创新推动新成长》-2020.7.16

《公司首次覆盖报告-隆基股份深度系列报告（一）：全球光伏制造王者，引领清洁能源趋势》-2020.5.26

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

李若飞（分析师）
liruofei@kysec.cn
证书编号：S0790520050004

● 光伏龙头 2020 年中报超出市场预期，长期投资价值凸显

公司 2020H1 实现收入 201.4 亿元（+42.7%），实现归母净利润 41.2 亿元（+104.8%），其中 Q2 实现收入 115.4 亿元（+37.4%），实现归母净利润 22.5 亿元（+61.1%）。公司财务表现稳健，产能扩张有序，新产品持续推进，我们上调公司盈利预期，预计 2020-2022 年 EPS 为 2.13(+0.45)/2.84(+0.71)/3.36(+0.80)元，当前股价对应 PE 为 28.5/21.3/18.1，维持“买入”评级。

● 硅片业务盈利能力强劲，组件业务超预期

2020H1 分业务来看：1）硅片，收入 64.7 亿元（+11.1%），其中外销 24.7 亿片（+14.9%），其中国内销售 21.9 亿片（占比 89%）；2）组件收入 115 亿元（+77.4%），对外销售 6.58GW（+106%），其中海外销售 3.44GW（占比 52%）；3）电力方面，2020 年上半年实现 3.65 亿元，同比基本持平。2020H1 公司组件出货量占据市场 10%以上份额，成为公司收入主要增长点。

● 2020H1 财务表现稳健，会计处理影响现金流

公司整体毛利率为 29.2%（同比+3pct），期间费用率稳步下行，其中销售费用率为 1.64%（同比-2.23pct），管理和研发费用率同比基本持平，财务费用率同比-1.4pct。公司实现投资收益 5.4 亿元（+273%），主要系公司电站转让和理财收入。公司经营现金流量净额为 3.4 亿元（-86%），主要系海外疫情导致国内销售占比提升，使用承兑汇票较多所致。

● 产能扩产有序，新技术不断推进，市占率有望进一步提升

截至报告期末，公司已拥有硅片 55GW、组件 25GW 产能，预计到 2021Q2 硅片达到 100GW 产能，2020 年底形成组件 50GW、电池 28GW 产能。新产品 HIMO 5 客户接纳程度较高，预计 2021 年 182 硅片占比将达到 1/3，BIPV 预计 2024 年实现 100 亿销售目标。我们预计随着全球光伏装机增速在未来三个季度逐季向好，产业格局进一步出清，市占率持续提升，公司业绩将保持快速增长。

● 风险提示：新技术发展不及预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,988	32,897	51,525	80,283	100,183
YOY(%)	34.4	49.6	56.6	55.8	24.8
归母净利润(百万元)	2,558	5,280	8,018	10,728	12,659
YOY(%)	-28.2	106.4	51.9	33.8	18.0
毛利率(%)	22.2	28.9	25.4	23.2	22.6
净利率(%)	11.6	16.0	15.6	13.4	12.6
ROE(%)	15.3	19.6	22.8	23.7	22.1
EPS(摊薄/元)	0.68	1.40	2.13	2.84	3.36
P/E(倍)	89.4	43.3	28.5	21.3	18.1
P/B(倍)	14.4	8.3	6.6	5.1	4.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中报业绩超预期，市场份额有望进一步提升 3
2、 盈利预测与投资建议 6
3、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 隆基股份 2020Q2 营收 115.42 亿元 3
图 2： 隆基股份 2020Q2 归母净利润 22.52 亿元 3
图 3： 隆基股份 2020Q2 毛利率 27.3%、净利率 19.8% 3
图 4： 隆基股份 2020H1 中国大陆/港澳台及海外地区实现营收分别为 124.87/76.54 亿元 3
图 5： 隆基股份 2020H1 单晶硅片/太阳能组件分别实现营收 110.18 亿元/124.14 亿元 4
图 6： 隆基股份 2020H1 单晶硅片/太阳能组件毛利率分别为 34.8%/13.7% 4
图 7： 截至 2020H1 隆基股份存货 85.6 亿元 4
图 8： 2020Q2 隆基股份净现比 0.38 4
图 9： 国内光伏装机在未来三个季度逐步加速 6
图 10： 全球光伏装机在未来三个季度逐步加速 6

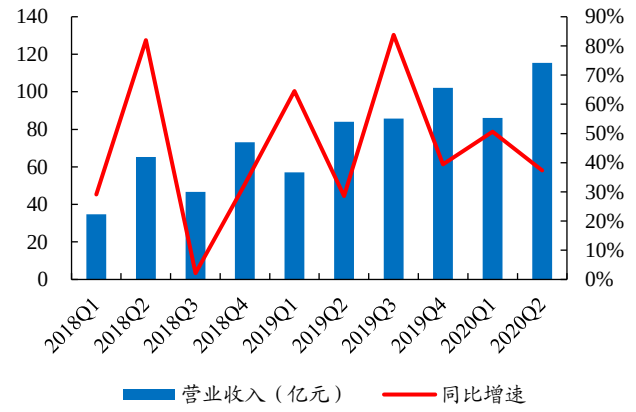
表 1： 公司产能规划扩产有序 5

1、 中报业绩超预期，市场份额有望进一步提升

2020 年中报超出市场预期，公司长期投资价值凸显。公司 2020H1 实现收入 201.4 亿元（+42.7%），实现归母净利润 41.2 亿元（+104.8%），其中 Q2 实现收入 115.4 亿元（+37.4%），实现归母净利润 22.5 亿元（+61.1%）。

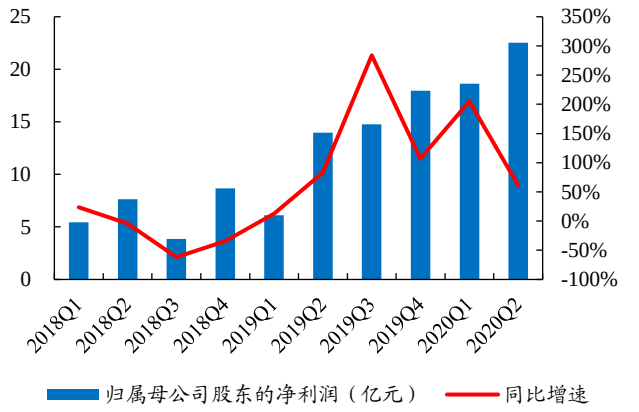
公司组件市占率快速提升，贡献收入增量。2020H1 分业务来看：1）硅片，收入 64.7 亿元(+11.1%)，其中外销 24.7 亿片(+14.9%)，其中国内销售 21.9 亿片(占比 89%)；2)组件收入 115 亿元(+77.4%)，对外销售 6.58GW(+106%)，其中海外销售 3.44GW（占比 52%）；3）电力方面，2020 年上半年实现 3.65 亿元，同比基本持平。2020H1 公司组件出货量占据市场 10%以上份额（2019H1 为 7%左右），成为公司收入主要增长点。

图1：隆基股份 2020Q2 营收 115.42 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

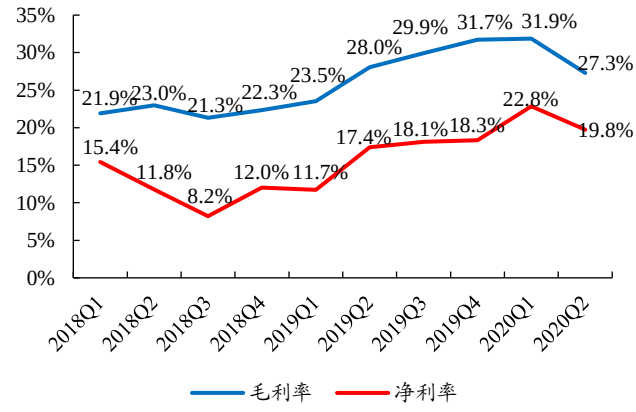
图2：隆基股份 2020Q2 归母净利润 22.52 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

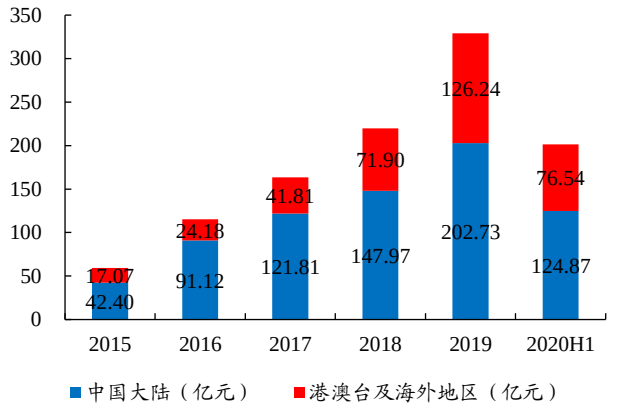
期间费用率下降，投资收益大幅增长，是公司上半年业绩大幅增长的保障。公司整体毛利率为 29.2%(同比+3pct)，期间费用率稳步下行，其中销售费用率为 1.64%(同比-2.23pct)，管理和研发费用率同比基本持平，财务费用率同比-1.4pct。公司实现投资收益 5.4 亿元（+273%），主要系公司电站转让和理财收入。

图3：隆基股份 2020Q2 毛利率 27.3%、净利率 19.8%



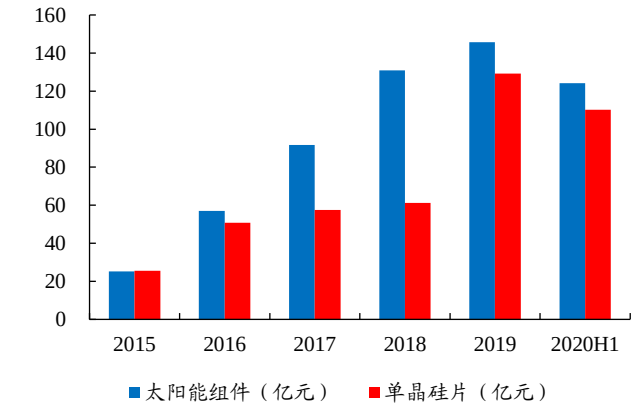
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：隆基股份 2020H1 中国大陆/港澳台及海外地区实现营收分别为 124.87/76.54 亿元



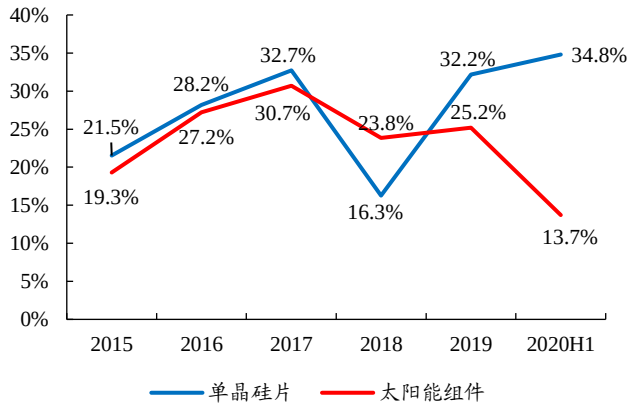
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：隆基股份 2020H1 单晶硅片/太阳能组件分别实现营收 110.18 亿元/124.14 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

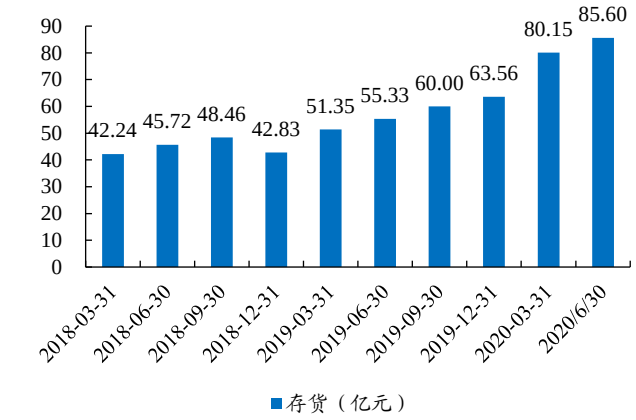
图6：隆基股份 2020H1 单晶硅片/太阳能组件毛利率分别为 34.8%/13.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

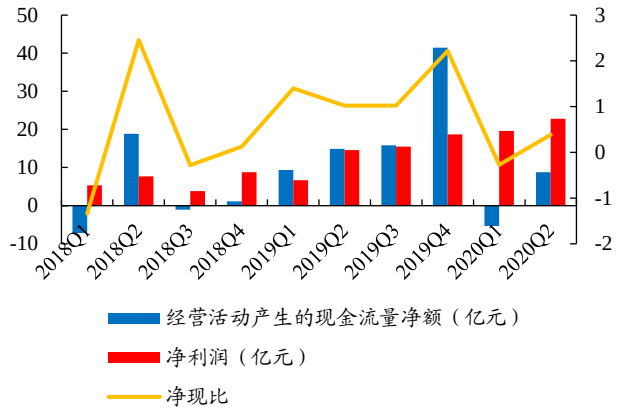
会计处理致使现金流下滑，预计下半年开始逐步好转。上半年公司经营现金流量净额为 3.4 亿元（-86%），主要系海外疫情导致国内销售占比提升，使用承兑汇票较多所致。

图7：截至 2020H1 隆基股份存货 85.6 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q2 隆基股份净现比 0.38



数据来源：公司公告、开源证券研究所

产能扩产有序，新技术不断推进，市占率有望进一步提升。截至报告期末，公司已拥有硅片 55GW、组件 25GW 产能，预计到 2021Q2 硅片达到 100GW 产能，2020 年底形成组件 50GW、电池 28GW 产能。新产品 HIMO 5 客户接纳程度较高，预计 2021 年 182 硅片占比将达到 1/3，BIPV 预计 2024 年实现 100 亿销售目标。

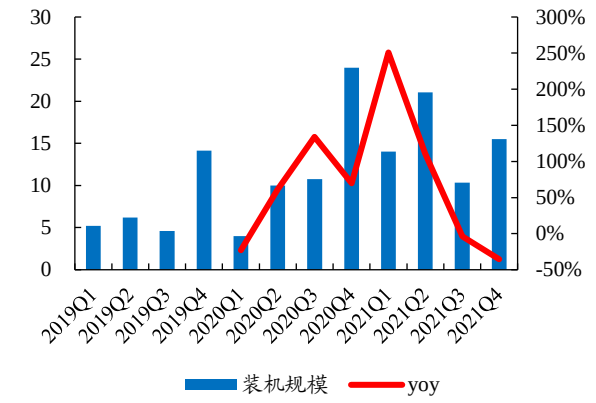
表1：公司产能规划扩产有序

序号	项目名称	实施主体	预计总投资额（亿元）	项目进度	资金来源
1	滁州乐叶年产 5GW 高效单晶组件项目	滁州乐叶	22.62	已达产	募集资金+自筹资金
2	宁夏乐叶年产 5GW 高效单晶电池项目	宁夏乐叶	30.50	已全部投产	募集资金+自筹资金
3	保山（二期）年产 6GW 单晶硅棒项目	保山隆基	17.49	已全部投产	自筹资金
4	丽江（二期）年产 6GW 单晶硅棒项目	华坪隆基	19.37	已全部投产	自筹资金
5	楚雄（二期）年产 10GW 单晶硅片项目	楚雄隆基	14.86	已全部投产	自筹资金
6	古晋年产 1.25GW 单晶电池项目	古晋隆基科技	9.57	已部分投产	自筹资金
7	银川年产 15GW 单晶硅棒和硅片项目	银川光伏	45.86	已部分投产	募集资金+自筹资金
8	泰州年产 5GW 单晶组件项目	江苏乐叶	17.90	已部分投产	自筹资金
9	咸阳年产 5GW 单晶组件项目	咸阳乐叶	18.39	已部分投产	自筹资金
10	滁州二期年产 5GW 单晶组件项目	滁州乐叶	20.21	已全部投产	自筹资金
11	西安泾渭新城年产 5GW 单晶电池项目	陕西乐叶	24.62	已于 2020 年 7 月逐步投产	募集资金+自筹资金
12	嘉兴年产 5GW 单晶组件项目	嘉兴乐叶	19.48	建设中，预计 2020 年 Q4 逐步投产	自筹资金
13	腾冲年产 10GW 单晶硅棒项目	腾冲隆基	18.37	建设中，预计 2020 年 Q3 逐步投产	自筹资金
14	西安航天基地一期年产 7.5GW 单晶电池项目	西安乐叶	32.26	已于 2020 年 7 月开始逐步投产	自筹资金
15	曲靖年产 10GW 单晶硅棒和硅片建设项目	曲靖隆基	23.27	建设中，预计 2020 年 Q4 逐步投产	自筹资金

资料来源：公司公告、开源证券研究所

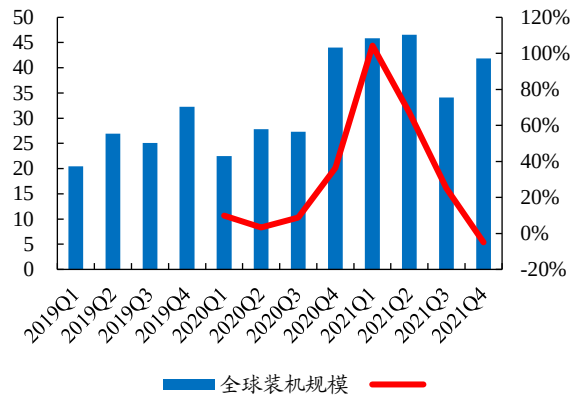
短期行业逐季向好，长期是产业链最具投资价值公司之一。我们预计随着全球光伏装机增速在未来三个季度逐季向好，产业格局进一步出清，市占率持续提升，公司业绩将保持快速增长。长期来看，公司把握光伏行业本质，已打造坚固护城河：公司深刻把握通过技术进步降低发电成本的行业本质，有力地推动了光伏产业发展。公司的核心竞争力为：1）公司管理团队优秀、稳定，通过长期深耕光伏行业积累了丰富的管理经验，具备强大的战略思考能力和高效的战略执行能力；2）具有核心技术壁垒，公司坚定单晶发展路线，在硅片拉晶、切片关键技术环节及组件转换效率方面拥有核心竞争力；3）品牌价值，公司致力于成为全球最具价值的光伏科技公司，在全球单晶硅片及组件领域的品牌影响力持续提升。

图9：国内光伏装机在未来三个季度逐步加速



数据来源：IEA、开源证券研究所

图10：全球光伏装机在未来三个季度逐步加速



数据来源：IEA、开源证券研究所

2、 盈利预测与投资建议

公司 2020H1 实现收入 201.4 亿元(+42.7%)，实现归母净利润 41.2 亿元(+104.8%)，其中 Q2 实现收入 115.4 亿元（+37.4%），实现归母净利润 22.5 亿元（+61.1%）。公司财务表现稳健，产能扩张有序，新产品持续推进，我们上调公司盈利预期，预计 2020-2022 年 EPS 为 2.13(+0.45)/2.84(+0.71)/3.36(+0.80)元，当前股价对应 PE 为 28.5/21.3/18.1，维持“买入”评级。

3、 风险提示

新技术发展不及预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22901	37367	47427	66237	71003
现金	7708	19336	13521	20615	18095
应收票据及应收账款	8453	8379	17985	23094	28167
其他应收款	715	296	1288	1180	1900
预付账款	609	1031	1537	2465	2529
存货	4283	6356	11127	16915	18343
其他流动资产	1133	1968	1968	1968	1968
非流动资产	16758	21937	32254	48130	57919
长期投资	733	1074	1469	1873	2288
固定资产	13260	15467	24487	38511	47431
无形资产	226	245	252	264	265
其他非流动资产	2539	5151	6046	7483	7935
资产总计	39659	59304	79681	114367	128922
流动负债	14878	24620	36288	58160	60299
短期借款	688	854	854	854	854
应付票据及应付账款	8507	13714	22803	35768	37875
其他流动负债	5684	10052	12630	21538	21570
非流动负债	7956	6389	7730	10195	10276
长期借款	5920	3504	4845	7310	7391
其他非流动负债	2036	2885	2885	2885	2885
负债合计	22834	31009	44018	68354	70576
少数股东权益	373	666	771	939	1203
股本	2791	3772	3772	3772	3772
资本公积	4635	10462	10462	10462	10462
留存收益	8438	13384	20529	30137	41474
归属母公司股东权益	16452	27629	34892	45073	57143
负债和股东权益	39659	59304	79681	114367	128922

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1173	8158	5552	22557	10966
净利润	2567	5557	8122	10897	12923
折旧摊销	1202	1488	1608	2598	3653
财务费用	267	250	85	333	578
投资损失	-794	-240	-417	-508	-490
营运资金变动	-1646	1542	-3846	9237	-5699
其他经营现金流	-422	-438	0	0	0
投资活动现金流	-3169	-2753	-11508	-17966	-12953
资本支出	3824	2690	9922	15472	9374
长期投资	-80	-76	-395	-418	-415
其他投资现金流	575	-139	-1981	-2912	-3994
筹资活动现金流	267	4560	142	2503	-533
短期借款	-924	167	0	0	0
长期借款	1117	-2416	1341	2464	82
普通股增加	797	981	0	0	0
资本公积增加	-799	5827	0	0	0
其他筹资现金流	77	1	-1199	39	-615
现金净增加额	-1691	9895	-5814	7094	-2520

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21988	32897	51525	80283	100183
营业成本	17096	23389	38438	61651	77516
营业税金及附加	117	178	279	435	543
营业费用	1017	1330	1979	3003	3647
管理费用	623	971	1490	2346	2912
研发费用	202	304	475	741	924
财务费用	267	250	85	333	578
资产减值损失	728	-501	0	0	0
其他收益	142	204	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	794	240	417	508	490
资产处置收益	-4	-59	0	0	0
营业利润	2869	6298	9196	12281	14553
营业外收入	8	8	28	23	17
营业外支出	10	59	29	31	32
利润总额	2867	6247	9195	12273	14537
所得税	301	690	1073	1376	1614
净利润	2567	5557	8122	10897	12923
少数股东损益	9	278	105	169	264
归母净利润	2558	5280	8018	10728	12659
EBITDA	4270	7437	10499	14611	17904
EPS(元)	0.68	1.40	2.13	2.84	3.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	34.4	49.6	56.6	55.8	24.8
营业利润(%)	-28.2	119.5	46.0	33.5	18.5
归属于母公司净利润(%)	-28.2	106.4	51.9	33.8	18.0
获利能力					
毛利率(%)	22.2	28.9	25.4	23.2	22.6
净利率(%)	11.6	16.0	15.6	13.4	12.6
ROE(%)	15.3	19.6	22.8	23.7	22.1
ROIC(%)	10.6	14.9	17.9	18.6	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6	52.3	55.2	59.8	54.7
净负债比率(%)	10.1	-40.2	-12.8	-18.0	-8.8
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.1	1.2
速动比率	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.0	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.40	2.13	2.84	3.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	2.16	1.47	5.98	2.91
每股净资产(最新摊薄)	4.19	7.32	9.25	11.95	15.15
估值比率					
P/E	89.4	43.3	28.5	21.3	18.1
P/B	14.4	8.3	6.6	5.1	4.0
EV/EBITDA	54.0	29.3	21.4	15.1	12.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn