公司研究

光伏设备/电气设备

隆基股份（601012）

——成长性再超预期，持续领跑光伏行业

主要数据（截至 8 月 27 日收盘）：	
当前股价	60.60 元
投资评级	增持
评级变动	维持评级
总股本	37.72 亿股
流通 A 股	37.68 亿股

隆基股份发布 2020 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 201.41 亿元，同比增长 42.73%；归母净利润 41.16 亿元，同比增长 104.83%，基本每股收益 1.09 元，同比增长 91.23%；实现扣非后的加权平均净资产收益率 13.17%，同比增加 2.53 个百分点。

主要观点：

◆产能持续扩张叠加高效产品需求旺盛，成长性再超预期。2020 年上半年，光伏行业出现了短期需求受阻、产业链供应不足、物流运输时间延长、整体产能利用率下降的现象，但行业“马太效应”依然延续，行业集中度进一步提高。报告期内，公司延续 2019 年以来的产能扩张态势，加快推进原有规划产能的建设进度，单晶硅片年产能达 55GW，单晶组件年产能达 25GW，相比 2019 年末分别增长 30.95%、78.57%。产能释放叠加高效产品需求旺盛，公司单晶组件和硅片销量同比大幅增长。报告期内，公司实现单晶硅片对外销售 24.69 亿片，同比增长 14.98%；单晶组件对外销售 6,578MW，同比增长 106.04%；营业收入及归母净利润同比增长分别为 42.73%、104.83%，成长性再超预期。

◆产品领先，倡导统一硅片尺寸，持续领跑光伏行业。2020 年上半年，公司产品非硅成本进一步降低，核心关键品质指标持续优化，硅片质量和成本继续领先行业，电池和组件产品品质及成本改善明显。公司联合晶科、晶澳、阿特斯等行业其他六家企业，共同倡议以 182mm*182mm 硅片标准（M10）作为研发下一代硅片、电池、组件产品的标准尺寸，推动行业建立基于统一标准的供应链体系，实现装备制造体系和客户应用体系的标准化，减少资源浪费。报告期内，公司推出面向超大型地面电站的 Hi-Mo5 组件迭代新品，该产品基于 M10 掺镓单晶硅片，其中 72 型组件功率可达 540W，转换效率超过 21%。在产品领先的战略下，公司持续加大研发投入，持续推进降本增效，实现产品技术，成本与市场“领跑”，推动行业良性发展。

◆扩充供应商名单，保障多晶硅料的稳定供应。8 月 18 日，公司发布公告，与亚洲硅业签订多晶硅料的长期采购协议，合同约定自 2020 年 9 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日向亚洲硅业采购多晶硅

长城国瑞证券研究所

分析师：
刘宾
lb@gwgsc.com
执业证书编号：S0200514120001

研究助理：
马晨
machen@gwgsc.com
执业证书编号：S0200120040004

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

料 12.48 万吨，双方按月议价。根据 PVInfoLink 于 2020 年 8 月 13 日公告的多晶硅料均价测算，预估本次合同总金额约 94.98 亿元（不含税），占公司 2019 年度经审计营业成本的约 40.61%（本测算不构成价格承诺）。在现阶段硅料供不应求的背景下，公司再签长期采购协议，有利于保障多晶硅料的供应。我们预计，公司 2020 年底实现单晶硅片年产能 75GW 的规划目标是大概率事件，随着公司产能的扩张，将有更多的多晶硅料供应商与公司签订长期采购合同。

◆单晶硅片定价策略明确，有助于稳定市场预期。8 月 25 日，公司官网公布了最新单晶硅片价格，其中单晶硅片 P 型 M10 175μm 厚度（182/247mm）最新报价为 3.90 元/片、单晶硅片 P 型 M6 175μm 厚度（166/223mm）最新报价为 3.25 元/片、单晶硅片 P 型 158.75/223mm 175μm 厚度硅片最新报价为 3.10 元/片。公司特别说明由于硅料价格近期变动频繁且幅度较大，后期硅料价格变动±￥3/kg，硅片价格将相应按±￥0.05/pc 调整。公司硅片定价策略明确，将有助于稳定市场预期，并保障公司合理利润。

投资建议：

面对复杂的行业环境，公司成长性再次超预期，我们认为公司完成 2020 年营业收入 496 亿元的经营目标是大概率事件。上调未来三年盈利预测，预计公司 2020 年至 2022 年净利润分为 89.95/135.22/173.24 亿元，对应 EPS 分别为 2.38/3.58/4.59 元，当前股价对应 P/E 分别为 26/17/14 倍。当前公司估值合理，维持“增持”评级。

风险提示：

全球宏观经济波动风险；国际贸易保护风险；行业竞争加剧风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,897.5	49,922.2	72,113.2	92,108.1
增长率	49.62%	51.75%	44.45%	27.73%
归母净利润（百万元）	5,279.6	8,995.0	13,522.4	17,323.7
增长率	116.52%	70.37%	50.33%	28.11%
EPS（元）	1.40	2.38	3.58	4.59
毛利率	28.90%	30.05%	30.00%	29.98%
净资产收益率（摊薄）	19.11%	24.98%	27.82%	26.76%

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

盈利预测

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	19,335.8	23,695.3	36,525.0	44,942.5	营业收入	32,897.5	49,922.2	72,113.2	92,108.1
应收账款及票据	8,379.1	16,582.0	17,757.6	24,109.7	减:营业成本	23,389.4	34,922.8	50,478.4	64,496.4
预付款项	1,031.4	1,417.4	2,122.2	2,400.4	营业税金及附加	178.4	270.8	391.1	499.5
其他应收款	296.0	1,238.6	978.1	1,853.2	销售费用	1,329.7	1,647.4	2,163.4	2,763.2
存货	6,356.1	9,528.6	13,431.6	15,904.7	管理费用	971.0	1,473.5	2,128.5	2,718.7
其他流动资产	1,139.0	1,139.0	1,139.0	1,139.0	研发费用	304.2	461.6	666.8	851.7
长期应收款	25.6	25.6	25.6	25.6	财务费用	249.6	302.8	84.7	80.5
长期股权投资	1,074.2	1,074.2	1,074.2	1,074.2	资产/信用减值损失	-562.5	-500.0	-500.0	-500.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	15,467.3	18,898.0	21,861.2	25,448.3	税前经营利润	5,912.6	10,343.2	15,700.1	20,197.9
在建工程	2,882.0	2,295.2	2,869.0	3,442.8	税前非经营利润	334.3	300.0	300.0	300.0
无形资产	245.2	229.5	213.8	198.1	利润总额	6,246.9	10,643.2	16,000.1	20,497.9
商誉	11.0	11.0	11.0	11.0	减:所得税	689.8	1,175.2	1,766.7	2,263.3
金融资产投资	22.0	22.0	22.0	22.0	净利润	5,557.2	9,468.0	14,233.4	18,234.6
长期待摊费用	971.0	837.2	703.5	569.8	减:少数股东损益	277.6	473.0	711.0	910.9
其他非流动资产	1,239.2	1,239.2	1,239.2	1,239.2	归属母公司股东净利润	5,279.6	8,995.0	13,522.4	17,323.7
资产总计	59,304.0	79,061.8	100,802.2	123,209.5	**现金流量表**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
短期借款	854.4	854.4	854.4	854.4	经营活动现金流量净额	8,158.2	5,493.1	18,522.5	15,352.3
应付票据及账款	13,713.9	21,208.9	29,269.5	35,226.9	投资活动现金流量净额	-2,752.9	-3,733.1	-4,733.1	-5,733.1
合同负债	3,679.5	3,608.4	3,982.4	3,386.2	筹资活动现金流量净额	4,560.0	2,599.6	-959.7	-1,201.6
其他应付款	3,898.1	3,898.1	3,898.1	3,898.1	现金净增加额（减）	9,895.2	4,359.5	12,829.7	8,417.6
长期负债	5,032.4	8,515.4	8,515.4	8,515.4	**主要财务比率**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
其他负债	3,830.8	3,830.8	3,830.8	3,830.8	毛利率	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
负债合计	31,009.2	41,916.1	50,350.7	55,711.9	销售净利率	16.9%	19.0%	19.7%	19.8%
资本公积	10,439.5	10,439.5	10,439.5	10,439.5	ROE	19.1%	25.0%	27.8%	26.8%
留存收益	13,417.3	21,795.2	34,389.9	50,525.1	销售收入增长率	49.6%	51.8%	44.5%	27.7%
归属母公司股东权益	27,628.8	36,006.7	48,601.4	64,736.6	净利润增长率	116.5%	70.4%	50.3%	28.1%
少数股东权益	666.0	1,139.0	1,850.0	2,761.0	股东权益增长率	67.9%	30.3%	35.0%	33.2%
股东权益合计	28,294.8	37,145.7	50,451.4	67,497.6	资产负债率	52.3%	53.0%	50.0%	45.2%

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%～20%；

中性：相对市场表现在－10%～＋10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。