公司研究

半年报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

中报业绩超预期 组件业务发展迅速巩固单晶龙头地位

——隆基股份（601012.SH）半年报点评　　电气设备/电源设备

申港证券 SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布半年报，2020H1 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%，扣非归母净利润 38.94 亿元，同比增长 95.06%，业绩超行业预期。

投资摘要：

组件销量超预期，国内市场需求坚挺。2020H1 公司组件业务实现营收 124.14 亿元，同比增长 49.15%，毛利率 13.71%，同比提升 0.9 pct。组件产量 8GW，同比增长 124.59%，对外销售 6.58GW，同比增长 106.04%。上半年组件海外销量占比有所下降，国内市场需求相对旺盛。上半年组件价格连续下跌，跌幅 15%左右，8 月高功率组件价格小幅回升，而近期电池片价格出现小幅回落，拉开盈利空间。同时双面双玻组件占比提升速度超市场预期，双面组件价格高出单面组件 2~3 分/W，盈利能力更加突出。随着疫情得到控制，预计下半年海外装机需求将有所增加，国内上半年光伏装机 11.5GW，与去年基本持平，2020 年竞价名单总规模 26GW，预计国内全年装机接近 40GW，公司全年组件海内外总出货有望达到 20GW，同比增长 160%，业绩继续大幅提升。

硅片大尺寸产能切换顺利，盈利水平提升。2020H1 公司单晶硅片业务实现营收 110.18 亿元，同比增长 33.75%，毛利率 34.8%，同比提升 2.8 pct。单晶硅片对外销售 24.69 亿片，同比增长 14.98%，外销比例有所下降。公司已按计划完成 M6 硅片产能切换，逐步推进 M10 产能改造，预计 M6 仍将在未来 1~2 年内占据主流市场份额，2021 年 M10 占比将显著提升，预计将达到 30%以上。上半年疫情影响下装机需求低迷，硅片价格降幅达 28%，下半年硅料供给收紧，全产业链价格上调，目前已基本恢复至年初水平，近期涨势止稳。疫情过后行业集中度将有所提升，伴随着下半年需求高峰的到来，公司硅片外销比例提高，实现量价齐升。

全产业链产能高速扩产，一体化程度提高。截至报告期末公司单晶硅片产能 55GW、组件产能 25GW，相对 2019 年底增长 31%、79%。1）报告期内单晶硅片产线楚雄二期（10GW）、单晶硅棒产线保山二期（6GW）、丽江二期（6GW）全部投产，预计年内银川硅棒+切片产线（15GW）、银川硅棒+切片产线（10GW）、腾冲硅棒产线（10GW）将陆续投产。2）电池片重磅扩产，自供比例提高，报告期内宁夏产线达产（5GW），西安航天基地（7.5GW）、泾渭新城（5GW）7 月开始投产、马来西亚古晋（1.25GW）预计年内投产。3）组件产线建设进度超预期，报告期内泰州二期（5GW）、咸阳（5GW）部分投产，滁州二期（5GW）全部投产，嘉兴（5GW）规划 2020Q4 开始投产。6 月 30 日全资收购宁波宜则，完成后将新增越南地区电池产能约 3GW，组件产能约 7GW。预计 2020 年新增硅片、电池片、组件产能 22GW、15GW、16GW，年底将建成总产能达 75GW、25GW、30GW 以上。

三费明显改善，出货结构影响现金流表现。2020H1 公司销售期间费用率 5.18%，同比下降 3.49 pct，主要体现在销售费用率（1.64%，同比下降 2.23 pct）、财务费用率（-0.3%，同比下降 1.43 pct）下降，同时管理费用率（3.83%，同比增长 0.18 pct）、研发费用率（0.92%，同比增长 0.1 pct）出现上升。2020H1 公司经营活动现金流 3.39 亿元，同比下降 86.03%，主要原因在于报告期内海外销售占比下滑，国内票据支付结算不计入现金流，同时存货增加（85.6 亿

评级　　买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

贺朝晖　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据	时间 2020.08.27
总市值/流通市值（亿元）	2,285.84/2,283.14
总股本（万股）	377,201.68
资产负债率（%）	53.21
每股净资产（元）	8.22
收盘价（元）	60.6
一年内最低价/最高价（元）	21.1/60.85

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《隆基股份年报点评报告：业绩高速增长 龙头地位更加稳固》2020-04-27

2、《隆基股份季报点评：业绩符合预期 产能扩张夯实龙头地位》2019-11-01

3、《隆基股份半年报点评：业绩超预期 单晶巨头引领行业成长》2019-08-29

元，yoy+54.7%）对资金造成占用，预计现金流下半年将显著改善。

投资策略：公司是国内单晶硅片龙头企业，硅片、组件业绩稳步提升，产能快速扩展，保障高出货水平，并积极打造上下游相配合的产业链布局，稳固行业龙头地位。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 530.2 亿元、769.2 亿元和 927 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 82.5 亿元、107.3 亿元和 136.1 亿元，每股收益分别为 2.2 元、2.8 元和 3.6 元，对应 PE 分别为 27.7、21.3、16.8 倍。给予“买入”评级。

风险提示：硅料原材料价格波动、国内光伏装机不及预期、海外疫情走势波动

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,987.61	32,897.46	53,022.90	76,919.66	92,704.96
增长率（%）	34.38%	49.62%	61.18%	45.07%	20.52%
归母净利润（百万	2,557.96	5,279.55	8,248.98	10,727.26	13,612.81
增长率（%）	-28.24%	106.40%	56.24%	30.04%	26.90%
净资产收益率（%）	15.55%	19.11%	24.10%	25.05%	25.34%
每股收益(元)	0.93	1.47	2.19	2.84	3.61
PE	65.16	41.22	27.71	21.31	16.79
PB	10.28	8.27	6.68	5.34	4.26

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
主营收入(百万元)	7316.33	5710.19	8401.19	8582	10204.08	8599.41	11541.87
增长率（%）	32.64%	64.56%	28.62%	83.80%	39.47%	50.60%	37.38%
毛利率（%）	22.33%	23.54%	28.05%	29.93%	31.74%	31.87%	27.27%
期间费用率（%）	10.00%	10.60%	7.34%	7.48%	9.71%	5.12%	5.22%
净利润（百万元）	879.60	670.38	1461.52	1554.09	1871.17	1964.93	2280.21
增长率（%）	-33.35%	25.31%	90.18%	305.19%	112.73%	193.11%	56.02%
每股盈利（季度，元）	0.31	0.22	0.39	0.39	0.48	0.49	0.60
资产负债率（%）	57.58%	59.32%	56.54%	51.34%	52.29%	52.05%	53.21%
净资产收益率（%）	5.23%	3.82%	6.52%	5.90%	6.61%	6.49%	7.17%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万 元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**21988**	**32897**	**53023**	**76920**	**92705**
营业成本	**17096**	**23389**	**42635**	**58675**	**69092**
营业税金及附加	117	178	250	363	437
营业费用	1017	1330	2000	2901	3672
管理费用	623	971	1800	2611	3147
研发费用	202	304	335	368	405
财务费用	267	250	520	1351	2051
资产减值损失	728	(501)	(900)	(900)	(900)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	794	240	800	800	800
营业利润	**2869**	**6298**	**9647**	**12459**	**15731**
营业外收入	8	8	15	15	15
营业外支出	10	59	70	70	70
利润总额	**2867**	**6247**	**9592**	**12404**	**15676**
所得税	301	690	1033	1335	1688
净利润	**2567**	**5557**	**8559**	**11068**	**13988**
少数股东损益	9	278	310	341	375
归属母公司净利润	2558	5280	8249	10727	13613
EBITDA	4418	8131	11184	15133	19249
EPS（元）	**0.93**	**1.47**	**2.19**	**2.84**	**3.61**

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	34.4%	49.6%	61.2%	45.1%	20.5%
营业利润增长	-28.2%	119.5%	53.2%	29.2%	26.3%
归属于母公司净利润增长	56.2%	30.0%	56.2%	30.0%	26.9%
获利能力					
毛利率(%)	22.2%	28.9%	24.2%	23.9%	25.6%
净利率(%)	11.7%	16.9%	16.1%	14.4%	15.1%
总资产净利润(%)	6.4%	8.9%	11.1%	10.8%	11.7%
ROE(%)	15.5%	19.1%	24.1%	25.1%	25.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6%	52.3%	52.8%	55.7%	52.5%
流动比率	1.54	1.52	1.33	1.31	1.42
速动比率	1.25	1.26	1.09	1.06	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.66	0.79	0.88	0.86
应收账款周转率	5.31	8.04	11.37	11.41	10.54
应付账款周转率	6.00	7.01	8.09	8.35	7.79
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.47	2.19	2.84	3.61
每股净现金流(最新摊薄)	-0.62	2.64	1.50	2.99	1.97
每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.32	9.07	11.35	14.24
估值比率					
P/E	65.16	41.22	27.71	21.31	16.79
P/B	10.28	8.27	6.68	5.34	4.26
EV/EBITDA	38.29	26.46	19.74	14.75	11.61

资产负债表					单位:百万 元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	**22901**	**37367**	**46398**	**65863**	**78384**
货币资金	7708	19336	25000	36267	43710
应收账款	4363	3826	5500	7979	9616
其他应收款	695	255	410	595	717
预付款项	609	1031	1081	1150	1231
存货	4283	6356	8570	11794	13888
其他流动资产	1122	1108	808	451	216
非流动资产合计	16758	21937	28200	33812	38290
长期股权投资	**733**	**1074**	**1074**	**1074**	**1074**
固定资产	13260	15467	19912	24842	29518
无形资产	226	245	344	332	322
商誉	11	11	11	11	11
其他非流动资产	260	739	0	0	0
资产总计	**39659**	**59304**	**74598**	**99675**	**116674**
流动负债合计	**14878**	**24620**	**34843**	**50263**	**55110**
短期借款	688	854	11645	24594	31388
应付账款	3786	5602	7500	10322	12154
预收款项	962	3680	80	(5143)	(11437)
一年内到期的非流动负债	1137	1571	1571	1571	1571
非流动负债合计	**7956**	**6389**	**4521**	**5246**	**6120**
长期借款	2659	2509	3009	3734	4608
应付债券	3262	996	996	996	996
负债合计	**22834**	**31009**	**39364**	**55509**	**61230**
少数股东权益	373	666	976	1317	1692
实收资本（或股本）	2791	3772	3772	3772	3772
资本公积	4635	10462	10462	10462	10462
未分配利润	7975	12701	18027	24952	33740
归属母公司股东权益合计	16452	27629	34225	42816	53719
负债和所有者权益	**39659**	**59304**	**74598**	**99675**	**116674**

现金流量表					单位:百万 元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1173**	**8158**	**4215**	**6402**	**8860**
净利润	2567	5557	8559	11068	13988
折旧摊销	1281	1583	0	1288	1433
财务费用	267	250	520	1351	2051
应付帐款减少	0	0	(1674)	(2479)	(1637)
预收帐款增加	0	0	(3600)	(5222)	(6294)
投资活动现金流	**(3169)**	**(2753)**	**(5604)**	**(5323)**	**(4323)**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	31	0	0
投资收益	794	240	800	800	800
筹资活动现金流	**267**	**4560**	**7053**	**10188**	**2906**
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	500	725	874
普通股增加	797	981	0	0	0
资本公积增加	(799)	5827	0	0	0
现金净增加额	**(1728)**	**9965**	**5664**	**11267**	**7443**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7 年能源行业工作经验，2 年证券行业研究经验，2019 年进门财经最具影响力分析师第 3 名，2018 年 Wind 平台影响力电新行业第 6 名。曾在中国核电工程有限公司工作 4 年，美国能源行业外企工作 3 年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019 年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上