万联证券 WANLIAN SECURITIES

中报业绩高增长，龙头地位进一步夯实

——隆基股份（601012）半年报点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 08 月 28 日

事件：

公司上半年实现营业收入 201.41 亿元，同比+42%；实现归母净利润 41.16 亿元，同比+105%；综合毛利率 29.23%，同比+3.01pct。疫情影响下公司仍维持全年组件出货 20GW 的目标，体现了公司产品强大的市场竞争力。

投资要点：

- **硅片出货高增长，盈利能力优异：**今年上半年公司实现硅片产量44亿片，同比+54%；对外销量24.69亿片，同比+15%；硅片收入110.18亿元，同比+15%。受疫情影响公司上半年大幅下调硅片报价，5月末M6硅片最低价格达到2.62元/片，较年初-32.44%。通过出色的成本控制能力以及规模化效应，在价格大幅下跌的情况下，公司硅片毛利率达到34.8%，同比增长2.78个百分点。下半年，硅料价格大涨，最高接近10万元/吨，较年初增长超过30%。公司随之提价，目前M6硅片价格回升至3.25元/片，预计公司全年硅片毛利率维持高位，盈利能力出色。
- **组件出货剑指全球第一，M10产品明年投入市场：**上半年公司实现组件对外销量6.58GW，同比增长106%，其中海外出货量3.44GW，占总销量的52.28%。公司实现组件收入124.14亿元，同比增长49.15%，全年有望完成20GW出货目标。由于组件价格大跌，公司上半年毛利率13.71%，较2019年下降11.47pct，但同比增长0.9pct。公司大尺寸组件出货量占比提升，其中M6达到75%。今年公司新推出的M10组件下游接受度较高，预计明年投入市场，届时M10出货占比有望超过30%。
- **产能快速扩张，BIPV空间广阔：**公司加快产能建设，截至2020年6月末，公司硅片产能达到55GW，较2019年末提升31%；组件产能达到25GW，较2019年末提升79%。此外，公司近期推出了隆顶BIPV产品，根据规划，2023-2024年公司BIPV国内收入有望达到百亿，未来可期。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年实现营业收入528.4/643.76/739.76亿元，归母净利润86.99/100.69/116.26亿元，EPS分别为2.31/2.67/3.08元/股。考虑到公司的全球龙头地位，维持买入评级。
- **风险因素：**贸易保护风险，疫情风险，市场竞争风险，规模扩大的管理风险，专利诉讼风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,897	52,840	64,376	73,976
增长比率（%）	49.6%	60.6%	21.8%	14.9%
净利润(百万元)	5,280	8,699	10,069	11,626
增长比率(%)	106.4%	64.8%	15.7%	15.5%
每股收益(元)	1.40	2.31	2.67	3.08
市盈率(倍)	43.3	26.3	22.7	19.7

资料来源：wind，万联证券研究所

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	李振国/15.04%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	3,772.02
流通A股（百万股）	3,767.55
收盘价（元）	57.60
总市值（亿元）	2,172.68
流通A股市值（亿元）	2,170.11

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20200424_公司跟踪报告_AAA_隆基股份（601012）年报&一季报点评

万联证券研究所 20200117_隆基股份（601012）跟踪报告_AAA_业绩超预期，产能配合在手长单有序扩张

万联证券研究所 20191127_隆基股份（601012）首次覆盖报告_AAA_技术和成本优势，打造全球单晶一体化龙头

分析师： 周春林
执业证书编号：S0270518070001
电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理： 江维
电话：01056508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

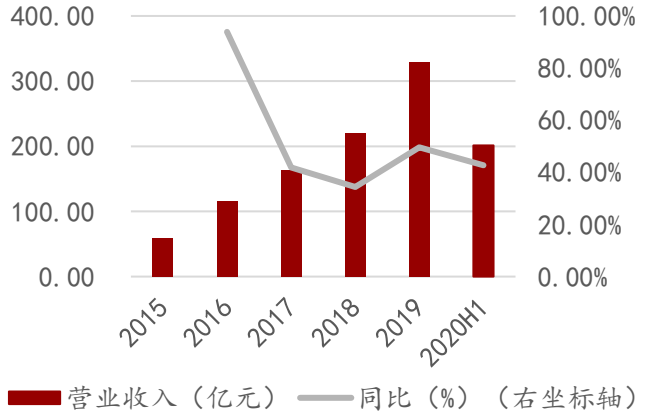
研究助理： 郝占一
电话：01056508507
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

万联证券

1、业绩不受疫情影响，全力实现全年目标

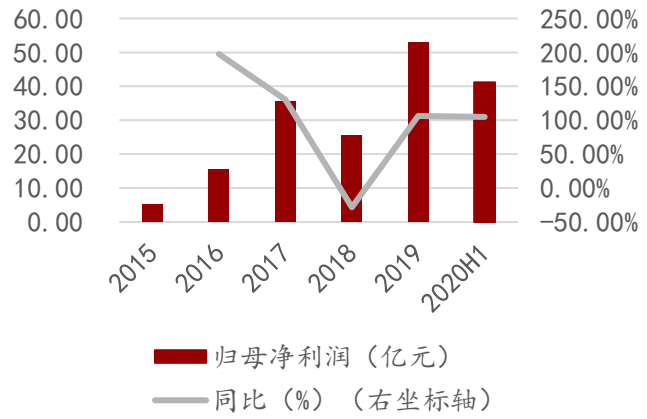
面对疫情灵活应对，快速复工复产，业绩保持高增长。上半年由于疫情原因，光伏装机受到一定影响。根据国家能源局数据，2020H1全国新增11.52GW，同比仅微增1.05%，从海外来看，今年1-5月，我国实现组件出口27.7GW，同比微增5.56%。尽管行业整体增长受到抑制，隆基却逆势实现高增长。公司上半年实现营业收入201.41亿元，同比增长42.73%；实现归母净利润41.16亿元，同比增长104.83%；综合毛利率达到29.23%，同比增加3.01个百分点。**在疫情影响下，公司并未下调全年出货目标，公司仍维持全年实现组件出货20GW的目标，体现了公司产品强大的市场竞争力。**

图表1：2015-2020H1公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：2015-2020H1公司归母净利润（亿元）

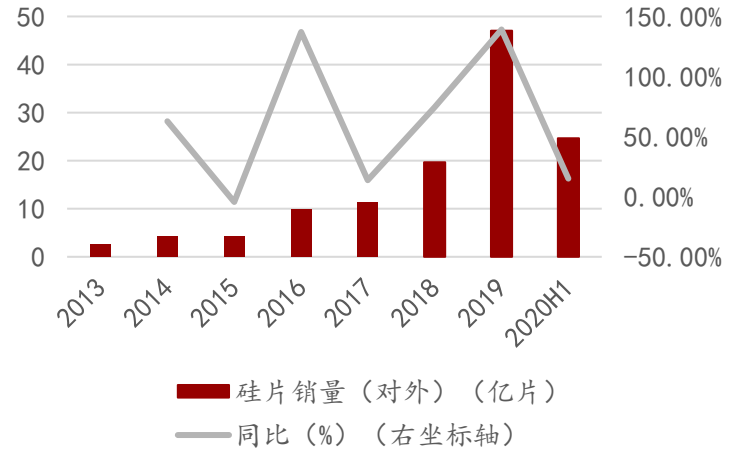


资料来源：wind，万联证券研究所

2、硅片环节稳定，盈利性优异

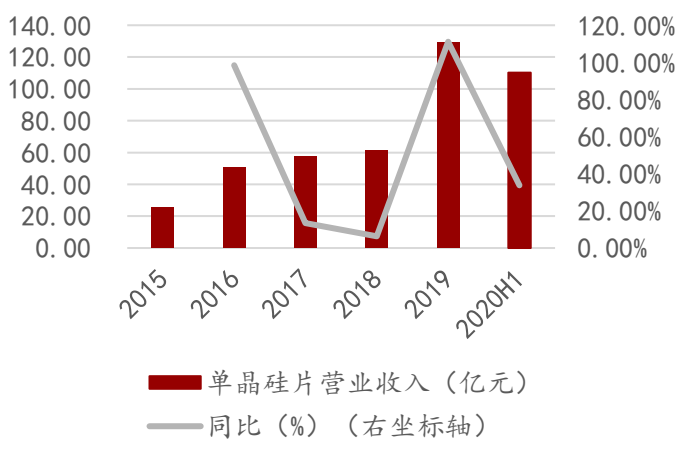
需求萎缩对外销量增速下滑，自用增加整体营收保持高增长。在行业整体需求低迷的情况下，公司硅片对外销量仍然维持增长。今年上半年公司实现对外硅片销量24.69亿片，同比增长15%。公司通过自身电池片和组件产能的扩张，充分消化硅片产能，上半年硅片自用量达到14.89亿片，同比增长87%，硅片环节实现营业收入110.18亿元，同比增长33.75%。

图表3：2013-2020H1公司硅片对外销量（亿片）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

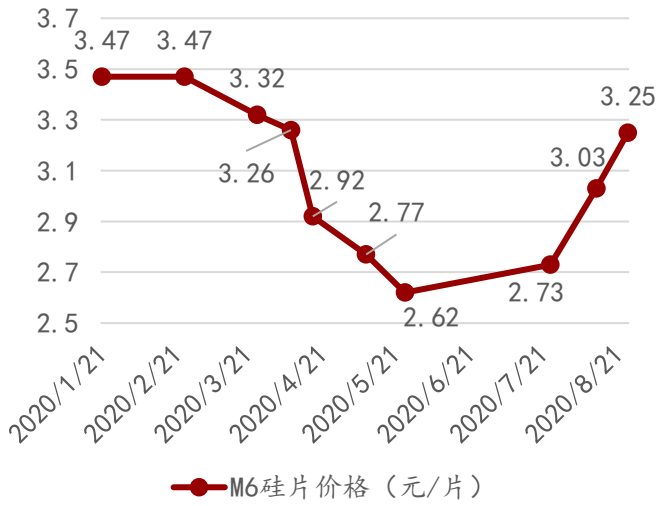
图表4：2015-2020H1公司单晶硅片营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

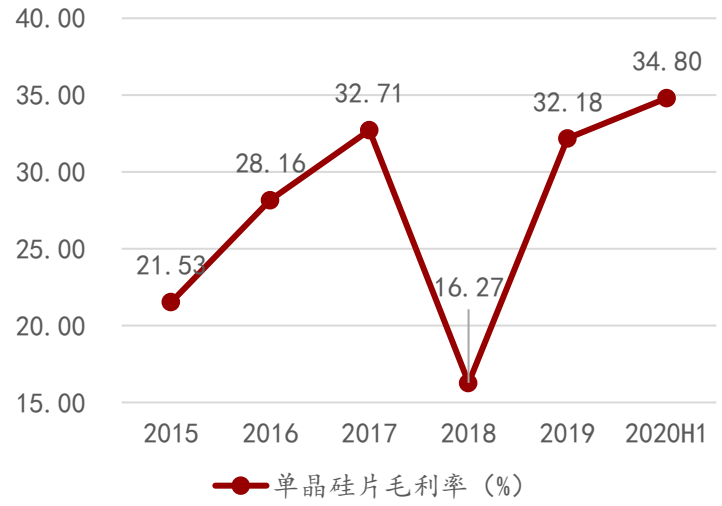
无惧行业降价压力，盈利能力行业领先。上半年疫情对产业链下游需求形成较大冲击，公司快速大幅下调硅片报价，5月末M6硅片最低价格达到2.62元/片，较年初下降32.44%。公司通过出色的成本控制能力以及规模化效应，制造成本高速下降，在产品价格大幅下跌的情况下，毛利率逆势提升，上半年硅片毛利率达到34.8%，同比增长2.78个百分点。下半年，由于硅料厂事故和新疆疫情的影响，硅料价格大涨，最高价接近10万元/吨，较年初增长超过30%。公司随之提价，目前M6硅片价格回升至3.25元/片，预计公司全年硅片毛利率维持高位，盈利能力出色。

图表5：年初至今公司M6硅片报价（元/片）



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表6：2015-2020H1公司单晶硅片毛利率（%）

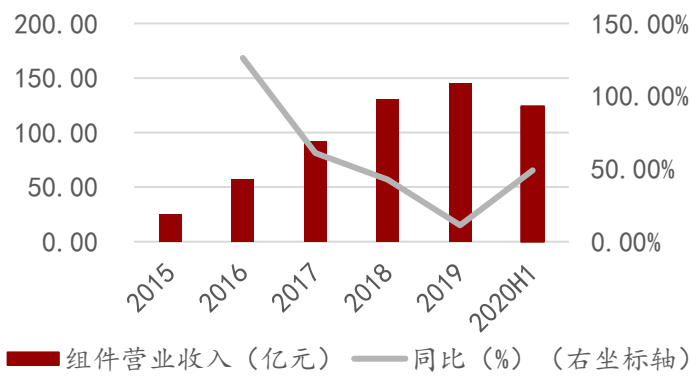


资料来源：wind，万联证券研究所

3、组件出货量大幅提升，剑指全球第一

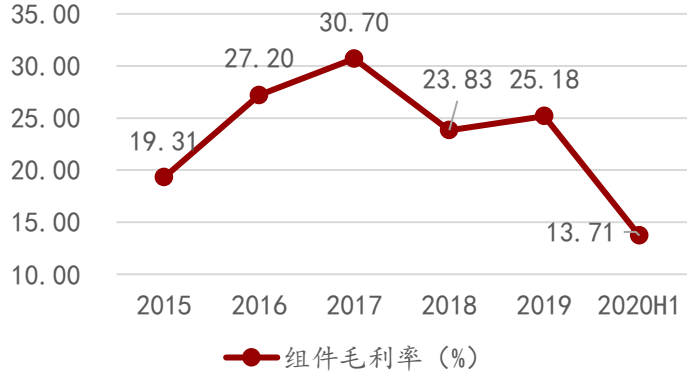
组件销售高增长，价格下降毛利率出现较大下滑。公司组件产品质量优异，得到下游客户广泛认可，近期推出的182mm HIMO 5高功率大尺寸组件预计明年可以投放市场。公司上半年组件销量大增，2020H1公司实现组件对外销量6.58GW，同比增长106%，其中海外出货量达到3.44GW,海外销售占比52.28%。公司实现组件营业收入124.14亿元，同比增长49.15%。由于上半年组件价格大幅下跌，公司产品毛利率出现较多下滑，但由于2019年上半年的低基数，同比仍提升0.9个百分点。公司践行大尺寸战略，今年M6出货量占比预计超过75%，明年M10组件出货量占比有望达到30%以上。

图表7：2015-2020H1公司组件营业收入（亿元）



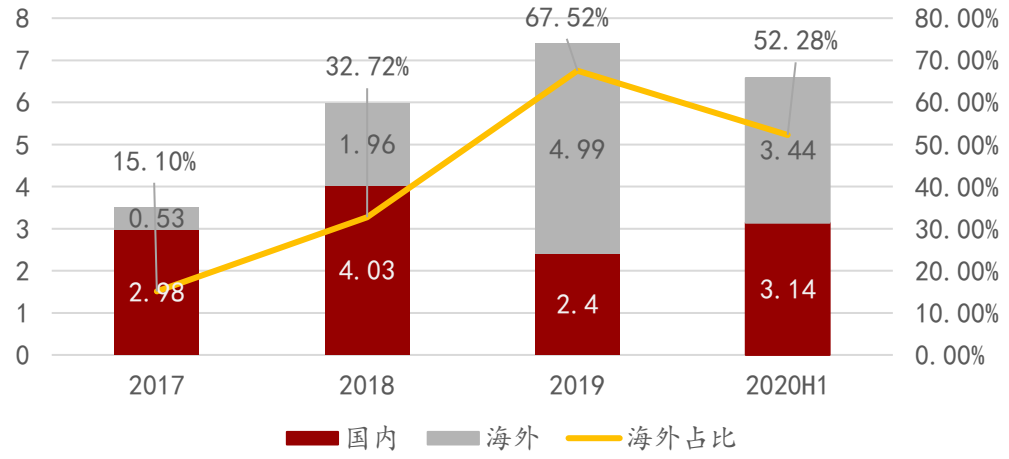
资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：2015-2020H1公司单晶硅片毛利率（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表9：2017-2020H1公司组件销售情况（GW）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4、产能扩张+技术进步公司快速发展，BIPV提供未来想象空间

产能持续扩张，投产速度超预期。在疫情的极端情况下，公司加快推进产能建设，截至2020年6月30日，公司硅片产能已经达到55GW，较2019年末提升31%；组件产能达到25GW，较2019年末提升79%。产能的快速扩张为公司出货量提供支撑，全年组件实现20GW出货量的目标依旧乐观。

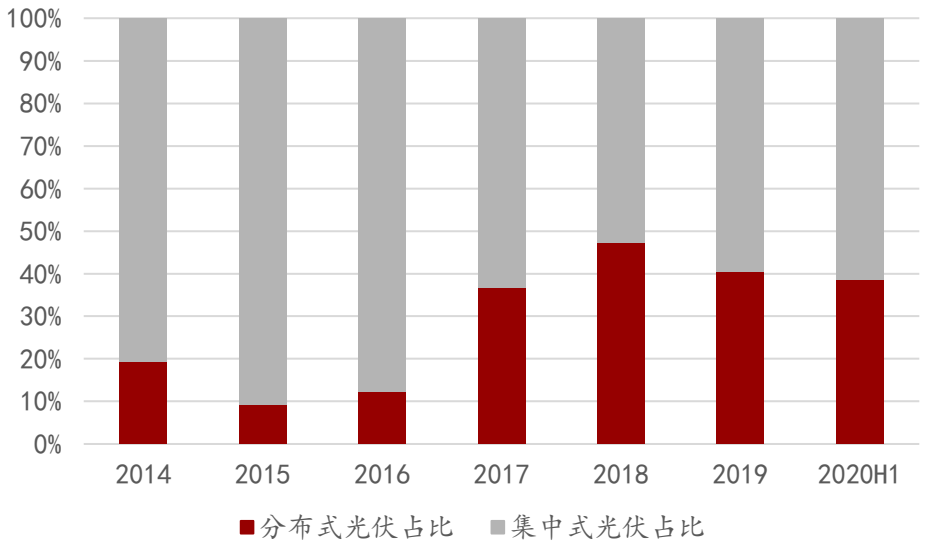
图表10：公司各环节新产能投产情况（截至2020年6月30日）

环节	项目	产能	进度
硅棒	保山二期硅棒	6GW	全部投产
	丽江二期硅棒	6GW	全部投产
	银川硅棒	15GW	部分投产
	腾冲硅棒	10GW	预计20Q3开始投产
	曲靖硅棒	10GW	预计20Q4开始投产
硅片	楚雄二期硅片	10GW	全部投产
	银川硅片	15GW	部分投产
	曲靖硅片	10GW	预计20Q4开始投产
电池片	宁夏电池	5GW	全部投产
	古晋电池	1.25GW	部分投产
	西安泾渭新电池	5GW	预计20年7月开始投产
	西安航天基地一期电池	7.5GW	预计20年7月开始投产
	银川电池	3GW	项目筹备中
组件	滁州一期组件	5GW	全部投产
	滁州二期组件	5GW	全部投产
	泰州二期组件	5GW	部分投产
	咸阳组件	5GW	部分投产
	嘉兴组件	5GW	预计20Q4开始投产

资料来源：公司公告，万联证券研究所

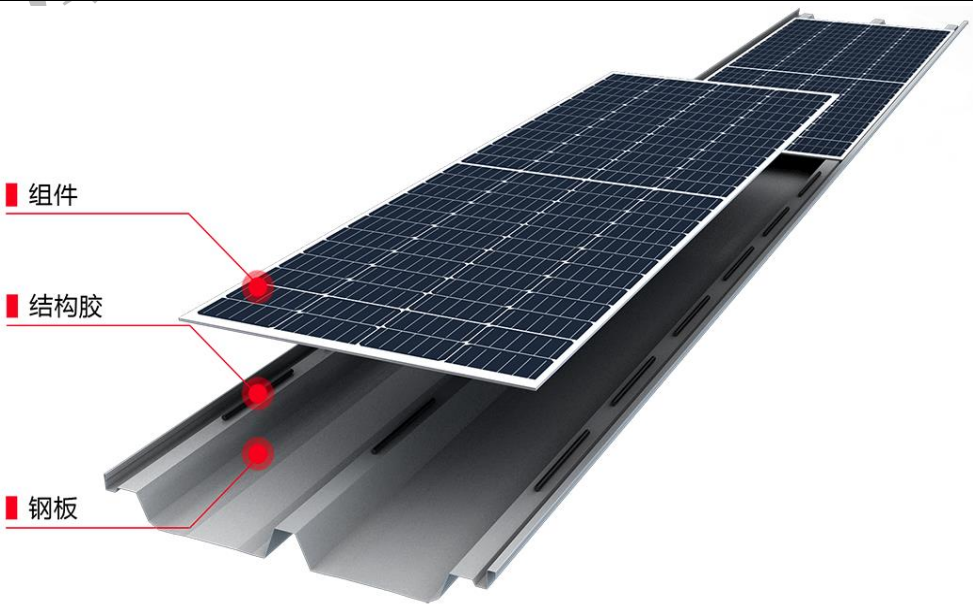
分布式光伏大有可为，BIPV市场空间可期。近年来，我国分布式光伏发展迅猛，2020H1全国新增分布式光伏装机量达到4.44GW，占整体装机量的38.54%。作为工商业分布式的未来重要发展方向，BIPV（建筑光伏一体化）模式发展前景可观。隆基适时推出隆顶装配式BIPV产品，产品最大功率达到300W/片。根据隆基的规划，预计2023-2024年，公司仅国内的销售量就将达到100亿元，若加上海外市场，未来空间可期。

图表11：2014-2020H1分布式和和和集中式光伏新增装机占比



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表12：公司最新发布的BIPV产品“隆顶”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,367	62,055	75,383	93,355
货币资金	19,336	30,716	37,763	50,796
应收票据及应收账款	8,379	16,801	19,825	22,372
其他应收款	296	985	1,142	1,227
预付账款	1,031	1,590	1,998	2,329
存货	6,356	9,995	12,687	14,663
其他流动资产	1,968	1,968	1,968	1,968
非流动资产	21,937	29,501	37,195	46,006
长期股权投资	1,074	1,074	1,074	1,074
固定资产	15,467	21,959	28,524	36,076
在建工程	2,882	3,955	5,083	6,343
无形资产	245	245	245	245
其他长期资产	2,269	2,269	2,269	2,269
资产总计	59,304	91,556	112,578	139,361
流动负债	24,620	44,947	51,812	61,916
短期借款	854	9,354	7,854	10,854
应付票据及应付账款	13,714	22,310	27,489	32,060
预收账款	3,680	4,141	5,392	6,410
其他流动负债	6,372	9,141	11,076	12,592
非流动负债	6,389	6,389	6,389	6,389
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509
应付债券	996	996	996	996
其他非流动负债	2,885	2,885	2,885	2,885
负债合计	31,009	51,336	58,201	68,306
股本	3,772	3,772	3,772	3,772
资本公积	10,462	10,462	10,462	10,462
留存收益	13,384	24,852	38,479	54,545
归属母公司股东权益	27,629	39,096	52,723	68,790
少数股东权益	666	1,124	1,654	2,266
负债和股东权益	59,304	91,556	112,578	139,361

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,158	8,957	13,847	15,532
净利润	5,557	9,157	10,599	12,238
折旧摊销	1,488	1,142	1,089	1,106
营运资金变动	447	-1,482	2,084	2,167
其它	667	139	76	21
投资活动现金流	-2,753	-5,576	-4,625	-4,786
资本支出	-2,684	-5,999	-5,268	-5,525
投资变动	183	0	0	0
其他	-252	423	644	740
筹资活动现金流	4,560	7,999	-2,176	2,287
银行借款	2,709	8,500	-1,500	3,000
债券融资	0	0	0	0
股权融资	4,594	0	0	0
其他	-2,742	-501	-676	-713
现金净增加额	9,895	11,380	7,047	13,033
期初现金余额	5,665	19,336	30,716	37,763
期末现金余额	15,560	30,716	37,763	50,796

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,897	52,840	64,376	73,976
营业成本	23,389	39,169	48,811	56,328
营业税金及附加	178	280	322	333
销售费用	1,330	1,691	2,060	2,219
管理费用	971	1,480	1,738	1,849
研发费用	304	476	547	592
财务费用	250	134	42	116
资产减值损失	-501	-35	-38	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	240	423	644	740
资产处置收益	-59	-26	-6	-7
营业利润	6,298	10,289	11,842	13,674
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	59	0	0	0
利润总额	6,247	10,289	11,842	13,674
所得税	690	1,132	1,243	1,436
净利润	5,557	9,157	10,599	12,238
少数股东损益	278	458	530	612
归属母公司净利润	5,280	8,699	10,069	11,626
EBITDA	8,212	10,886	11,987	13,760
EPS（元）	1.40	2.31	2.67	3.08

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	49.6%	60.6%	21.8%	14.9%
营业利润	119.5%	63.4%	15.1%	15.5%
归属于母公司净利润	106.4%	64.8%	15.7%	15.5%
获利能力				
毛利率	28.9%	25.9%	24.2%	23.9%
净利率	16.9%	17.3%	16.5%	16.5%
ROE	19.1%	22.3%	19.1%	16.9%
ROIC	17.5%	15.9%	14.5%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	56.1%	51.7%	49.0%
净负债比率	-47.4%	-40.5%	-45.7%	-49.1%
流动比率	1.52	1.38	1.45	1.51
速动比率	1.22	1.12	1.17	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.58	0.57	0.53
应收账款周转率	8.60	6.09	6.49	6.62
存货周转率	3.68	3.92	3.85	3.84
每股指标（元）				
每股收益	1.40	2.31	2.67	3.08
每股经营现金流	2.16	2.37	3.67	4.12
每股净资产	7.32	10.36	13.98	18.24
估值比率				
P/E	43.30	26.28	22.70	19.66
P/B	8.27	5.85	4.34	3.32
EV/EBITDA	9.77	19.50	17.00	14.08

资料来源：xxx

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场