隆基股份（601012）半年报点评

中报大超预期，盈利能力卓越，尽显龙头风范

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,897	54,315	84,141	100,609
同比（%）	49.6%	65.1%	54.9%	19.6%
归母净利润（百万元）	5280	8567	12031	15307
同比（%）	106.4%	62.3%	40.4%	27.2%
每股收益（元/股）	1.40	2.27	3.19	4.06
P/E（倍）	43.30	26.68	19.00	14.93

投资要点

- **公司 20H 归母净利润 41.16 亿元，同增 104.83%，大超预期：** 公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 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%，Q2 实现营业收入 115.42 亿元，同比增长 37.38%，环比上升 34.22%；实现归母净利润 22.52 亿元，同比增长 61.08%，环比上升 20.84%，大超预期。
- **结构改善+新产能释放，硅片盈利韧性强劲：** 20 年上半年公司单晶硅片产量为 44.00 亿片，同比增长 54.14%，硅片外销 24.69 亿片，同比增长 15%，(其中 Q1 外销 13.5 亿片，Q2 外销 11.09 亿片，主要原因在于 Q2 组件自用环比大幅提升)，自用 14.89 亿片，同增 87%。结构方面，公司上半年 166 硅片占比达到 37%，从盈利能力来看，虽然 Q2 硅片价格连续下跌，但受益于：1）硅料价格下降；2）公司新产能释放非硅成本进一步下降；3）公司硅片结构改善，公司上半年整体毛利率仍较高。
- **组件销量超预期，结构表现亮眼：** 公司上半年组件外销 6.578GW，同比增长 106.04%，收入实现 115 亿元，同比增长 77.4%。其中 Q2 外销 4.71GW，同比增长 149.2%，环比增长 151.9%，Q2 组件销量超出市场预期，20H1 公司组件市占率快速提升至 10%以上（19 年市占率 7%）。公司组件结构表现亮眼：1）北美市场占比高：从组件事业部看，公司海外销售收入占比 57.8%，其中高价高盈利的美洲地区销售收入占比 29.8%，出货占比 15%左右；2）大尺寸占比持续提高：公司上半年 M6 组件占比 63%，超出行业平均水平，预计 Q3 的 M6 占比可达 90%，全年占比 70%+；从在手订单和下游反馈来看，预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。3）双玻占比高：公司上半年双玻组件占比 46%，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。
- **行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：** 今年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料供需失衡，全产业链涨价，价格剧烈波动下，小厂经营困难，龙头加速扩产，全产业链集中度进一步提升，多晶硅料、电池片、组件环节市场集中度提升明显。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 82.3、77.8、33.3、40.3GW，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 53%、59%，组件市占率提升至 14.5%、21.4%。龙头强者恒强！
- **三费控制优秀，费用率大幅改善：** 公司 2020H 费用同比下降 14.69%至 10.43 亿元，期间费用率下降 0.89 个百分点至 5.18%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 39.58%、上升 46.76%、上升 59.20%、下降 137.26%至 3.3 亿元、5.86 亿元、1.86 亿元、-0.6 亿元；费用率分别下降 2.23、上升 0.08、上升 0.1、下降 1.43 个百分点至 1.64%、2.91%、0.92%、-0.30%。
- **盈利预测与投资评级：** 们预计公司 20-22 年业绩为：85.67、120.31、153.07 亿元，同比+62.3%、+40.4%，+27.2%，对应 EPS 为 2.27/3.19/4.06。目标价 79.75 元，对应 21 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.60
一年最低/最高价	20.97/60.85
市净率(倍)	7.37
流通 A 股市值(百万元)	228313.52

基础数据

每股净资产(元)	8.22
资产负债率(%)	53.21
总股本(百万股)	3772.02
流通 A 股(百万股)	3767.55

相关研究

1、《隆基股份（601012）：业绩与现金流均表现亮眼，单晶龙头尽显优势》2020-04-23
2、《隆基股份（601012）：Q1 大超预期，盈利能力卓越》2020-04-17
3、《隆基股份（601012）：单晶替代收官之年，组件龙头呼之欲出》2020-01-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

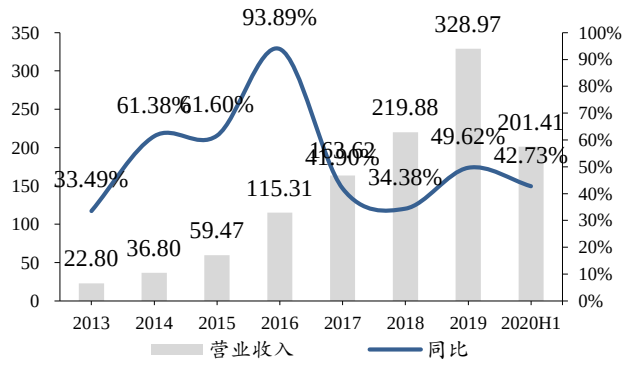
公司 20H 归母净利润 41.16 亿元，同增 104.83%，大超预期： 公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 201.41 亿元，同比增长 42.73%；实现归母净利润 41.16 亿元，同比增长 104.83%，Q2 实现营业收入 115.42 亿元，同比增长 37.38%，环比上升 34.22%；实现归母净利润 22.52 亿元，同比增长 61.08%，环比上升 20.84%，大超预期。

表 1：2020H 收入 201.41 亿元，同比增长 42.73%；盈利 41.16 亿元，同比增长 104.83%

隆基股份	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	201.41	141.11	42.7%	115.42	84.01	37.4%	85.99	34.2%
毛利率	29.2%	26.2%	3.0pct	27.3%	28.0%	-0.8pct	31.9%	-4.6pct
营业利润	48.77	24.45	99.4%	26.09	17.05	53.0%	22.69	15.0%
利润总额	48.46	24.12	100.9%	25.86	16.70	54.9%	22.60	14.4%
归属母公司净利润	41.16	20.10	104.8%	22.52	13.98	61.1%	18.64	20.8%
扣非归母净利润	38.94	19.96	95.1%	21.33	14.00	52.4%	17.61	21.1%
归母净利率	20.4%	14.2%	6.2pct	19.5%	16.6%	2.9pct	21.7%	-2.2pct
股本	37.72	36.24	-	37.72	36.24	-	37.72	-
EPS	1.09	0.55	96.8%	0.60	0.39	54.8%	0.49	20.8%

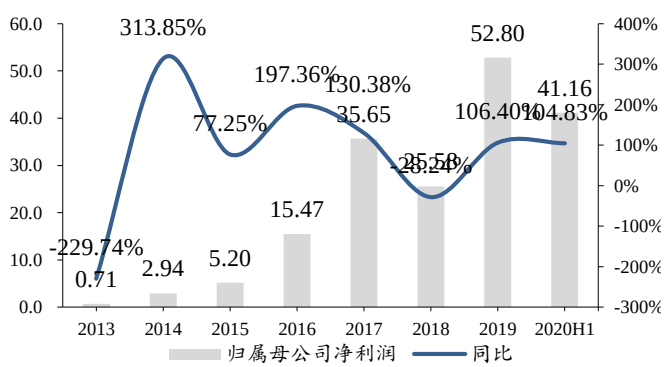
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2020H 收入 201.41 亿元，同比+42.73%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2020H 归母净利润 41.16 亿元，同比+104.83%

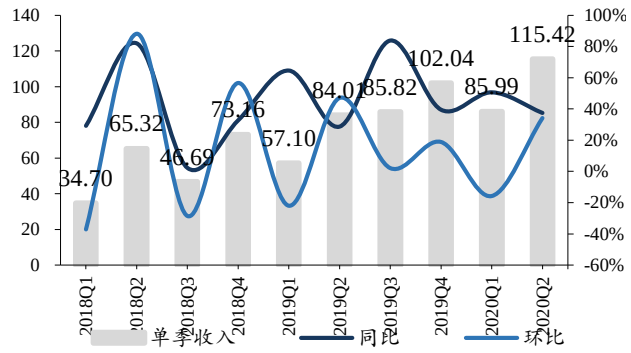


数据来源：WIND，东吴证券研究所

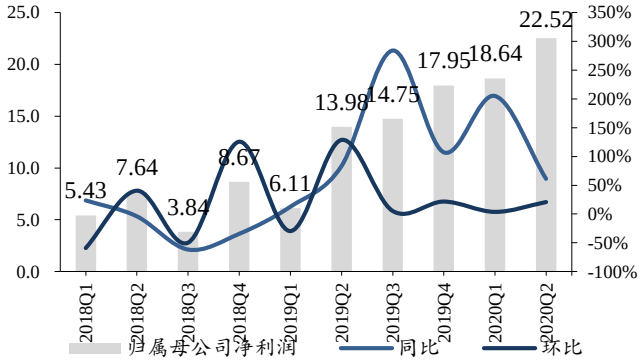
图 3：Q2 收入 115.42 亿元，同比+37.38%

图 4：Q2 归母净利润 22.52 亿元，同比+61.08%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

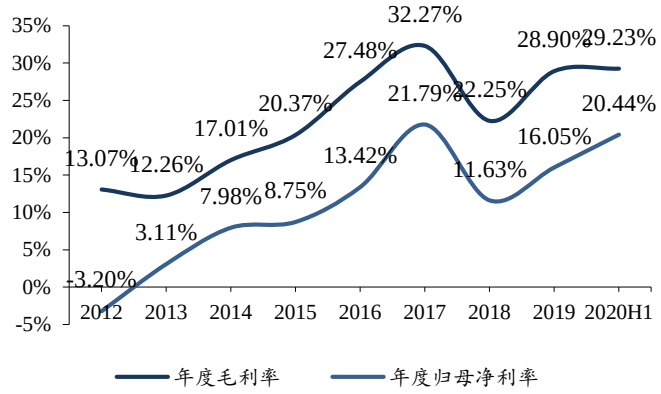


数据来源：WIND，东吴证券研究所



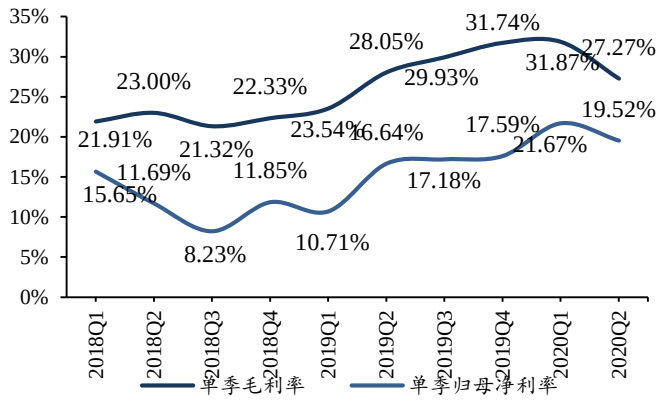
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2020H 毛利率、净利率同比+3.01、+6.2pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6：Q2 毛利率、净利率同比-0.78、+2.87pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

结构改善+新产能释放，硅片盈利韧性强劲：20 年上半年公司单晶硅片产量为 44.00 亿片，同比增长 54.14%，硅片外销 24.69 亿片，同比增长 15%，(其中 Q1 外销 13.5 亿片，Q2 外销 11.09 亿片，主要原因在于 Q2 组件自用环比大幅提升)，自用 14.89 亿片，同增 87%。结构方面，公司上半年 166 硅片占比达到 37%，从盈利能力来看，虽然 Q2 硅片价格连续下跌，但受益于：1）硅料价格下降；2）公司新产能释放非硅成本进一步下降；3）公司硅片结构改善，公司上半年整体毛利率仍较高。

组件销量超预期，结构表现亮眼：公司上半年组件外销 6.578GW，同比增长 106.04%，收入实现 115 亿元，同比增长 77.4%。其中 Q2 外销 4.71GW，同比增长 149.2%，环比增长 151.9%，Q2 组件销量超出市场预期，20H1 公司组件市占率快速提升至 10%以上（19 年市占率 7%）。公司组件结构表现亮眼：**1）北美市场占比高：**从组件事业部来看，公司海外销售收入占比 57.8%，其中高价高盈利的美洲地区销售收入占比 29.8%，出货

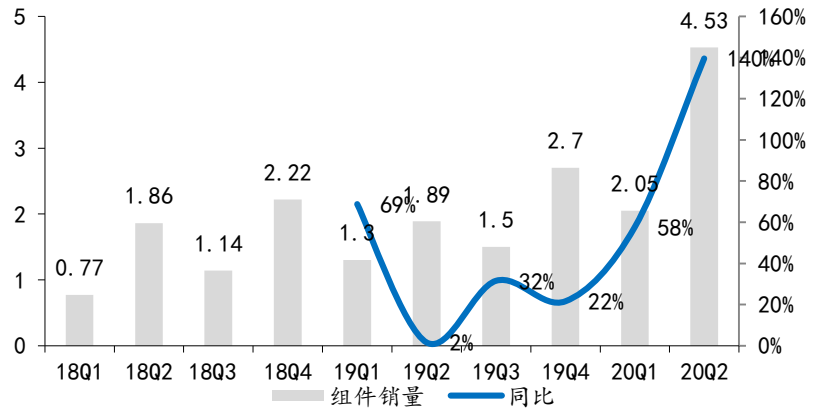
占比 15%左右；**2）大尺寸占比持续提高：**公司上半年 M6 组件占比 63%，超出行业平均水平，预计 Q3 的 M6 占比可达 90%，全年占比 70%+；从在手订单和下游反馈来看，预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。**3）双玻占比高：**公司上半年双玻组件占比 46%，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。

表 2：公司收入结构（元）

合同分类（元）	硅片事业部	组件事业部	集中式电站	分布式电站	合计
按经营地区分类					
非洲地区		65,922,078.79			65,922,078.79
美洲地区	119,029,894.26	3,580,676,137.23		864,579.72	3,700,570,611.21
欧洲地区	85,179,748.68	1,561,327,425.44			1,646,507,174.12
亚太地区	441,153,766.34	1,743,916,345.89		55,846,006.65	2,240,916,118.88
中国境内	6,247,665,338.76	5,082,051,746.19	715,100,957.87	442,547,403.32	12,487,365,446.14
合计	6,893,028,748.04	12,033,893,733.54	715,100,957.87	499,257,989.69	20,141,281,429.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：20H 组件销量 6.58GW，同比增长 106.4%



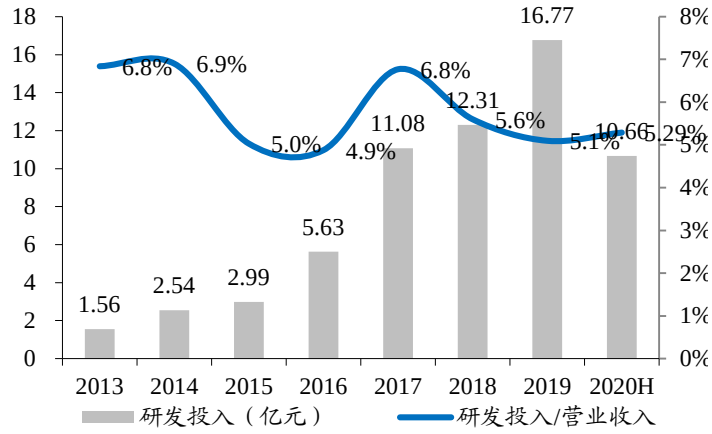
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入持续高占比，转换效率进一步提升：2020 年上半年公司研发投入 10.66 亿元，同增 36%，占营收比例 5.29%，持续高研发投入推进下，公司电池、组件转换效率进一步提升：公司 PERC 电池量产效率现已突破 23%、Hi-Mo572 型组件功率达 540W，转换效率超过 21%。

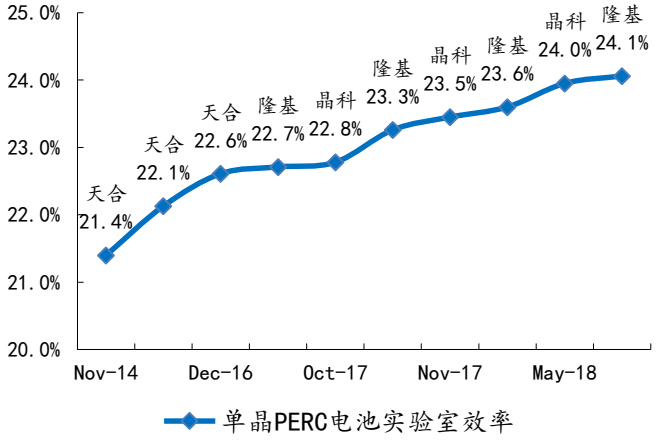
图 8：20H 公司研发投入 10.66 亿元，占比 5.29%

图 9：公司转换效率业内领先

请务必阅读正文之后的免责声明部分



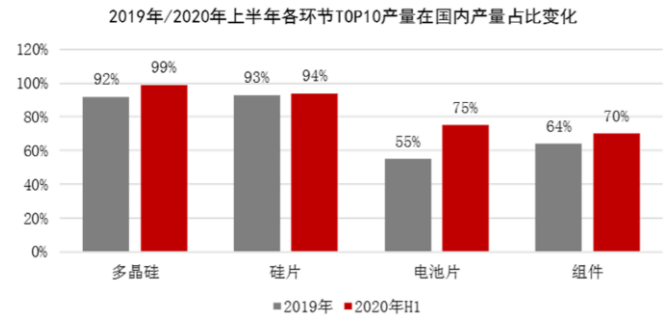
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

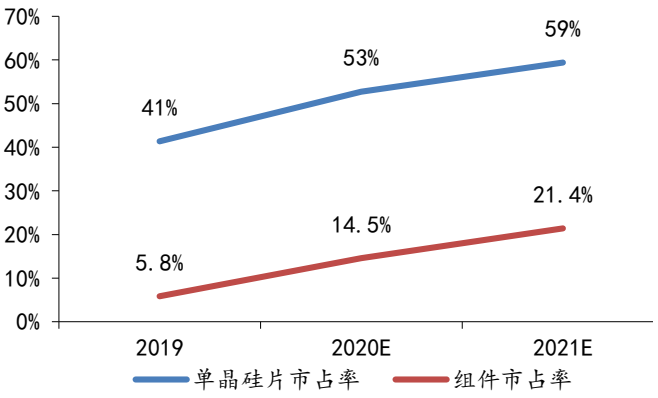
行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：今年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料供需失衡，全产业链涨价，价格剧烈波动下，小厂经营困难，龙头加速扩产，全产业链集中度进一步提升，多晶硅料、电池片、组件环节市场集中度提升明显。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 82.3、77.8、33.3、40.3GW，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 53%、59%、组件市占率提升至 14.5%、21.4%。龙头强者恒强！

图 10：全行业集中度迅速提升



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

图 11：公司单晶硅片、组件市占率迅速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：公司 2020 年末产能全景图（GW）

2020 年末	硅棒	硅片	电池	组件
银川	29.00	24.00	8.00	0.50
中宁	4.30			
保山	14.00			
丽江	14.00			
楚雄		31.00		
无锡		6.60		
西安		5.20	15.50	0.20
衢州				2.80
泰州			2.70	9.00
合肥			0.70	
滁州				9.40
大同				0.50
古晋	1.00	1.00	3.40	0.90
越南			3.00	7.00
腾冲	10.00			
咸阳				5.00
嘉兴				5.00
曲靖	10.00	10.00		
合计	82.30	77.80	33.30	40.30

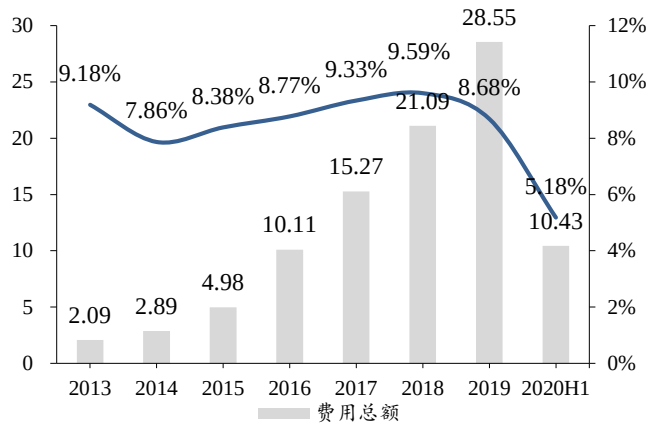
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三费控制优秀，费用率大幅改善：公司 2020H 费用同比下降 14.69%至 10.43 亿元，期间费用率下降 0.89 个百分点至 5.18%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 39.58%、上升 46.76%、上升 59.20%、下降 137.26%至 3.3 亿元、5.86 亿元、1.86 亿元、-0.6 亿元；费用率分别下降 2.23、上升 0.08、上升 0.1、下降 1.43 个百分点至 1.64%、2.91%、0.92%、-0.30%。Q2，销售、管理、研发、财务费用分别同比-35.06%/+50.22%/+80.51%/-449.20%，费用率分别为 1.87%/2.76%/0.95%/-0.36%。销售费用大幅改善的原因在于运费计入组件生产成本。

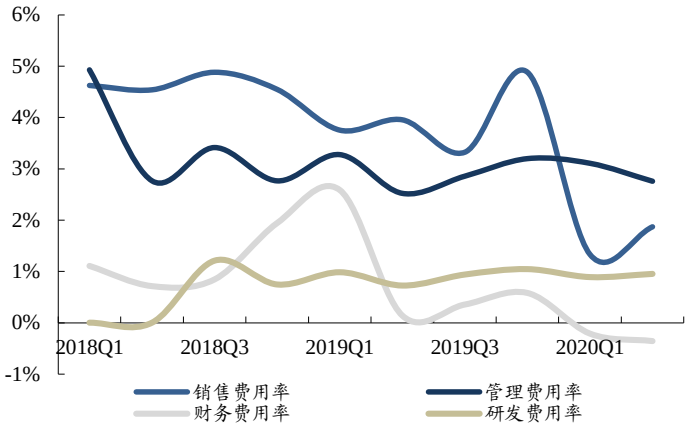
图 12：2020H 期间费用 10.43 亿元，同比-14.69%

图 13：Q2 期间费用率 5.22%，同比-2.12pct

请务必阅读正文之后的免责声明部分



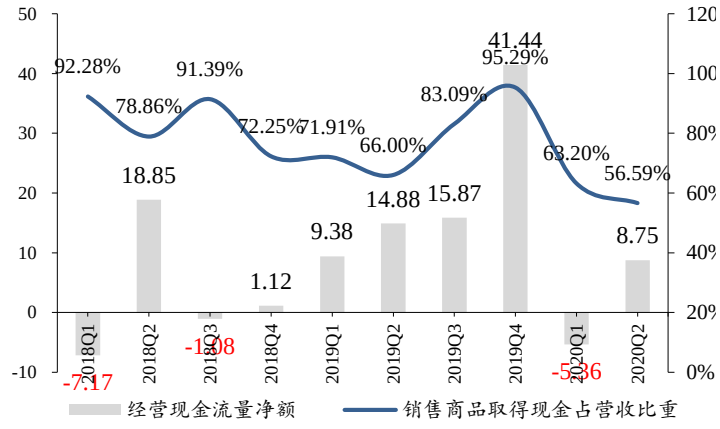
数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

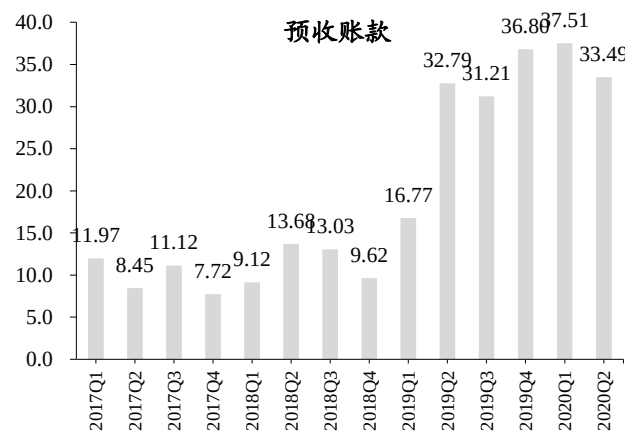
营运能力提升，表观经营性现金流有所下滑：公司上半年应收账款周转率 2.08，同比提升 0.56，固定资产周转率 1.2，同比提升 0.16，整体营运能力提升明显。2020H 经营活动现金流量净流入 3.39 亿元，同比下降 86.04%，主要是受国内票据支付不计入现金流以及库存增长所致。

图 14：Q2 现金净流入 8.75 亿元，同比-41.22%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

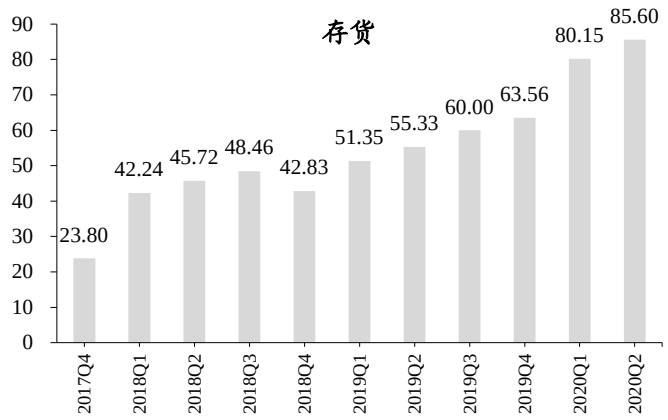
图 15：Q2 期末预收款项 33.49 亿元，同比+2.12%



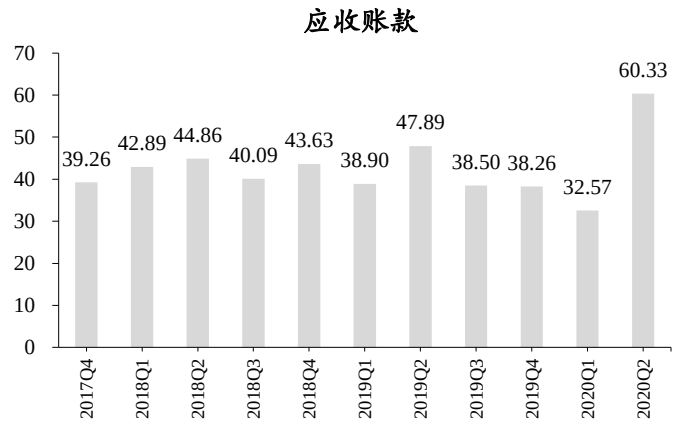
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 16：Q2 期末存货 85.6 亿元，较期初+22.04 亿元

图 17：Q2 期末应收账款 60.33 亿元，较期初+22.08 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：们预计公司 20-22 年业绩为：85.67、120.31、153.07 亿元，同比+62.3%、+40.4%，+27.2%，对应 EPS 为 2.27/3.19/4.06。目标价 79.75 元，对应 21 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

隆基股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**37366.5**	**62534.7**	**98499.2**	**126229.3**
现金	19335.8	28322.6	42502.3	55361.0
应收账款	8633.7	17857.1	29968.2	38589.7
存货	6356.1	11055.0	18477.0	22928.9
其他流动资产	3040.9	5300.0	7551.7	9349.7
非流动资产	**21937.4**	**26032.9**	**28693.4**	**30959.0**
长期股权投资	1074.2	1415.2	1756.2	2097.2
固定资产	18349.3	22111.9	24439.6	26372.3
在建工程				
无形资产	245.2	237.0	228.8	220.6
其他非流动资产	2268.8	2268.8	2268.8	2268.8
资产总计	**59304.0**	**88567.6**	**127192.6**	**157188.3**
流动负债	**24619.8**	**41055.0**	**65782.8**	**78775.1**
短期借款	2425.9	3000.0	3600.0	4320.0
应付账款	13713.9	27084.7	43112.9	51068.9
其他流动负债	8480.1	10970.3	19069.8	23386.2
非流动负债	**6389.3**	**11289.3**	**14052.5**	**16890.1**
长期借款	2508.6	3508.6	4508.6	5508.6
其他非流动负债	3880.7	7780.7	9543.9	11381.6
负债合计	**31009.2**	**52344.3**	**79835.3**	**95665.3**
少数股东权益	666.0	1055.4	1602.2	2297.8
归属母公司股东权益	27628.8	35167.9	45755.2	59225.3
负债和股东权益	**59304.0**	**88567.6**	**127192.6**	**157188.3**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8158.2	11083.2	18359.4	17445.3
投资活动现金流	-2752.9	-5642.5	-5335.9	-5469.8
筹资活动现金流	4560.0	3546.1	1156.3	883.2
现金净增加额	9895.2	8986.8	14179.8	12858.7
折旧和摊销	1353.8	1909.6	2475.3	3004.2
资本开支	-5908.0	-5301.5	-4994.9	-5128.8
营运资本变动	6421.3	17.1	3106.3	-1761.5

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**32897.5**	**54315.5**	**84141.5**	**100608.9**
减:营业成本	23389.4	40350.7	64229.5	76082.2
营业税金及附加	178.4	488.8	757.3	503.0
营业费用	1329.7	1086.3	1682.8	2012.2
管理费用	986.7	2452.4	3626.3	4032.5
财务费用	249.6	211.5	284.9	293.5
资产减值损失				
加:投资净收益	240.0	200.0	240.0	288.0
其他收益	-705.7	297.0	565.4	311.2
营业利润	**6297.8**	**10222.8**	**14366.2**	**18284.7**
加:营业外净收支	-50.9	25.0	25.0	25.0
利润总额	**6246.9**	**10247.8**	**14391.2**	**18309.7**
减:所得税费用	689.8	1229.7	1726.9	2197.2
少数股东损益	277.6	450.9	633.2	805.6
归属母公司净利润	**5279.6**	**8567.1**	**12031.0**	**15306.9**
EBIT	7207.3	10434.3	14611.1	18490.2
EBITDA	8561.1	12343.9	17086.4	21494.4

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.40	2.27	3.19	4.06
每股净资产(元)	7.32	9.32	12.13	15.70
发行在外股份(百万股)	3772.0	3772.0	3772.0	3772.0
ROIC(%)	22.0%	29.1%	44.6%	52.1%
ROE(%)	19.1%	24.4%	26.3%	25.8%
毛利率(%)	28.9%	25.7%	23.7%	24.4%
销售净利率(%)	16.0%	15.8%	14.3%	15.2%
资产负债率(%)	52.3%	59.1%	62.8%	60.9%
收入增长率(%)	49.6%	65.1%	54.9%	19.6%
净利润增长率(%)	106.4%	62.3%	40.4%	27.2%
P/E	43.30	26.68	19.00	14.93
P/B	8.27	6.50	5.00	3.86
EV/EBITDA	30.32	22.76	18.05	15.09

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn