新能源与汽车研究部

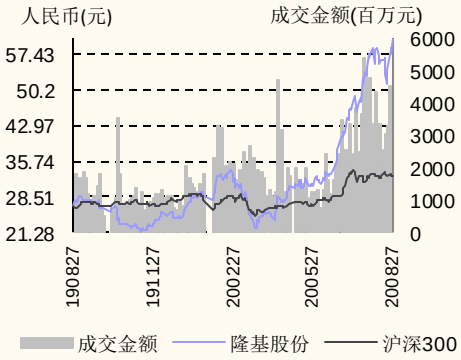
隆基股份 (601012.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：60.60 元
目标价格（人民币）：75.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	37.72
已上市流通 A 股(亿股)	37.68
总市值(亿元)	2,285.84
年内股价最高最低(元)	60.60/51.42
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350



相关报告

1.《光伏龙一再迎戴维斯双击，上调目标价-隆基股份点评报告》，2020.7.9

2.《继续飞奔在盈利增长的快车道上-隆基股份 2019 年&2020 一...》，2020.4.23

3.《特殊时期的超预期，更能体现强者过人之处-隆基股份 2020 年一...》，2020.4.16

4.《海外产能布局再下一城，避贸易壁垒提升盈利-隆基股份收购事件点...》，2020.2.24

5.《Q4 盈利再创新高，2020 年业绩有望超预期-隆基股份 2019...》，2020.1.17

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

组件业务开始发力，持续稳定超额利润可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.917	1.400	2.280	2.997	3.661
每股净资产(元)	5.89	7.32	9.61	12.61	16.27
每股经营性现金流(元)	0.42	2.15	1.35	3.69	4.58
市盈率(倍)	19.03	17.74	26.58	20.22	16.55
净利润增长率(%)	-28.24%	106.40%	62.86%	31.49%	22.14%
净资产收益率(%)	15.55%	19.11%	23.72%	23.77%	22.50%
总股本(百万股)	2,791	3,772	3,772	3,772	3,772

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 隆基股份发布 2020 半年报，实现收入 204 亿元，同比增长 43%，净利润 41 亿元，同比增长 105%，符合我们预期，但超过市场预期。

评论

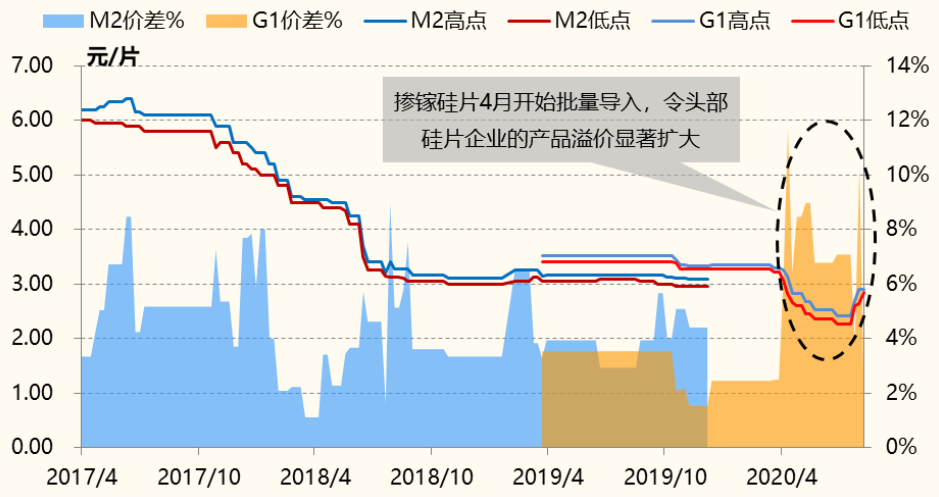
- **硅片高效扩产+组件业务发力，推动收入利润高增：**公司上半年硅片对外销售 24.7 亿片（同比+15%）、自用 14.9 亿片（同比+87%），截止 2020H1 硅片产能达 55GW，较 2019 年底提升超过 30%；同时上半年组件对外销量 6.6GW（同比+106%，测算 Q2 环比 Q1 增长超过 150%）。公司过去多年对组件业务从外部全球布局到内部管理提升的经营努力，在今年迎来收获年，尤其在全球疫情背景下，公司客户结构和管理能力的优势得到显著放大。
- **产品销售溢价显现、原材料采购优势放大、客户结构大型化、产品迭代提速，公司除了在组件集中度快速提升背景下实现远超行业增速的出货量增长外，未来还有望同时在硅片、组件领域持续获得稳定且较高的超额利润。**
- 多年以来，光伏企业间的竞争基本主要围绕成本展开，但随着电池转化效率持续进步对材料性能要求的提升、以及平价上网背景下电站端客户结构大型化对组件企业综合实力要求的加强，我们观察到公司在硅片和组件环节均逐步呈现出显著的销售溢价：硅片端，掺镓技术的应用令公司产品较普通掺硼产品享有显著溢价；组件端，在今年可统计的国内央企集采中，公司中标的项目中，凡是非单一企业中标的标段，公司基本都是中标企业中的最高报价（详见后页图表）。
- 同时，公司近年来签订多份核心原材料采购长单，近期签署的此类订单规模甚至达到包销水平（即覆盖供应商当前全部供货能力），考虑到未来至少 1.5 年内硅料、玻璃都将处于供应偏紧的状态，公司在采购方面的优势或将进一步放大，二三线企业很有可能面临因买不到原材料（或者以较高溢价才能买到）而导致产能无法开满的尴尬局面。以往“供过于求背景下，产品价格以边际产能现金成本为锚”的光伏制造业经典分析框架可能部分失效，原材料供应保障方面的差距或将显著垫高边际产能的真实成本水平，再叠加销售端溢价，有望令隆基获得持续稳定且较高的超额利润。

盈利调整&投资建议

- 考虑公司目前的产能建设进度、完成收购越南产能的销售增量、以及公司各项优势放大带来的盈利能力提升，我们大幅上调公司 2020-2022E 年净利润预测至 86(+22%)、113(+33%)、138(+33%)亿元，对应 EPS 分别为 2.28、3.00、3.66 元，上调目标价至 75 元(+34%)，对应 25 倍 2021PE，维持“买入”评级。

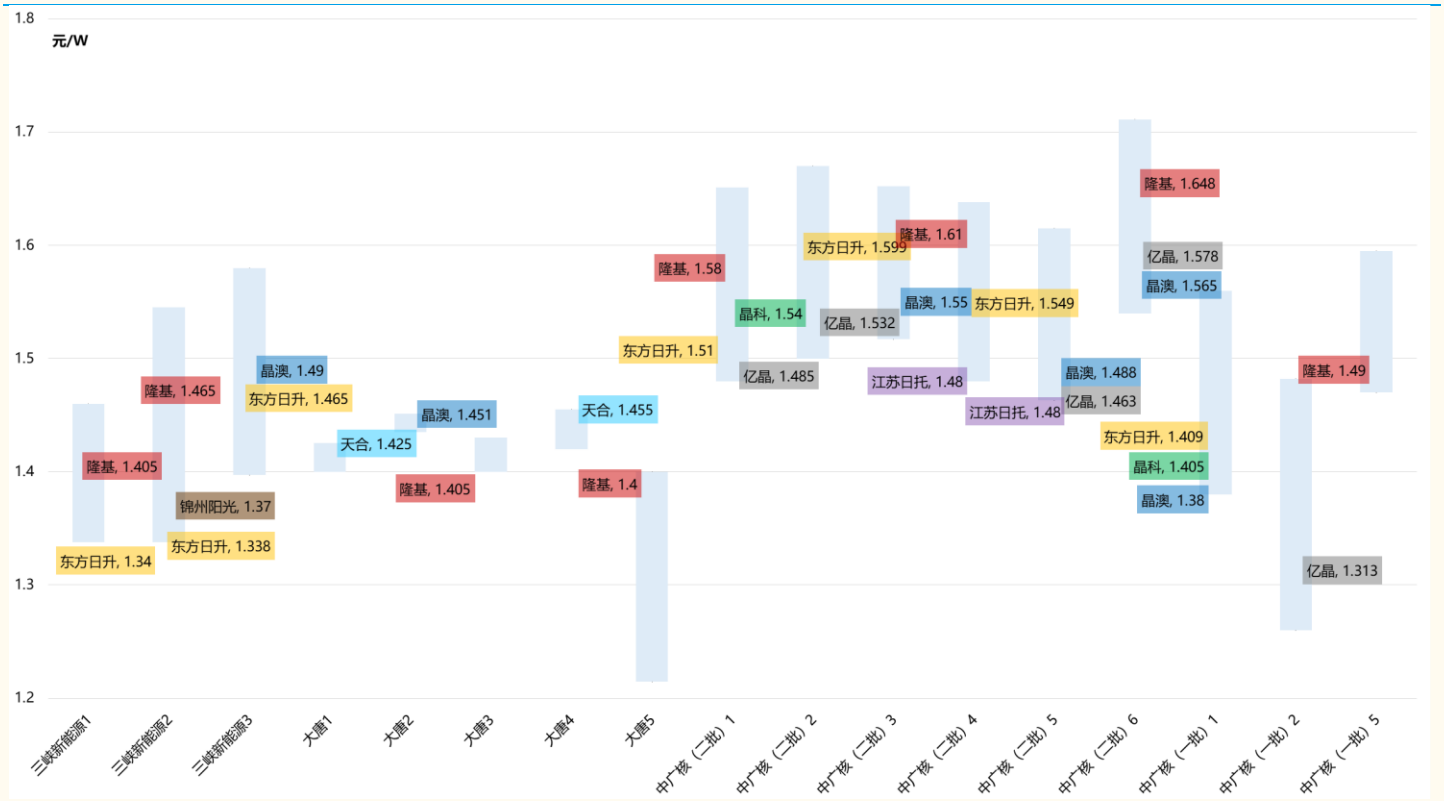
风险提示：疫情反复对需求影响超预期；国内政策低于预期；产品跌价超预期。

图表 1：硅片市场成交价区间显著扩大



来源：PVinfolink，国金证券研究所

图表 2：2020 年部分央企组件集采中标情况统计



来源：各招标企业公告，国金证券研究所；注：浅蓝色柱体为该标段开标报价区间

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**16,362**	**21,988**	**32,897**	**55,285**	**77,089**	**96,458**
增长率		34.4%	49.6%	68.1%	39.4%	25.1%
主营业务成本	-11,082	-17,096	-23,389	-41,824	-59,024	-74,470
%销售收入	67.7%	77.8%	71.1%	75.7%	76.6%	77.2%
毛利	5,280	4,892	9,508	13,461	18,065	21,988
%销售收入	32.3%	22.2%	28.9%	24.3%	23.4%	22.8%
营业税金及附加	-152	-117	-178	-221	-308	-386
%销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-664	-1,017	-1,330	-1,106	-1,465	-1,833
%销售收入	4.1%	4.6%	4.0%	2.0%	1.9%	1.9%
管理费用	-664	-825	-971	-1,963	-2,698	-3,328
%销售收入	4.1%	3.8%	3.0%	3.6%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	3,800	2,933	7,029	10,172	13,594	16,441
%销售收入	23.2%	13.3%	21.4%	18.4%	17.6%	17.0%
财务费用	-198	-267	-250	46	-29	-21
%销售收入	1.2%	1.2%	0.8%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-207	-728	-563	-798	-443	-481
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	582	794	240	650	200	300
%税前利润	14.5%	27.7%	3.8%	6.4%	1.5%	1.8%
营业利润	3,996	2,869	6,298	10,170	13,321	16,239
营业利润率	24.4%	13.1%	19.1%	18.4%	17.3%	16.8%
营业外收支	22	-2	-51	0	0	0
税前利润	4,018	2,867	6,247	10,170	13,321	16,239
利润率	24.6%	13.0%	19.0%	18.4%	17.3%	16.8%
所得税	-468	-301	-690	-1,271	-1,665	-2,030
所得税率	11.7%	10.5%	11.0%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	3,549	2,567	5,557	8,898	11,656	14,209
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
归属于母公司的净利润	**3,565**	**2,558**	**5,280**	**8,598**	**11,306**	**13,809**
净利率	21.8%	11.6%	16.0%	15.6%	14.7%	14.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,549	2,567	5,557	8,898	11,656	14,209
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
非现金支出	937	1,929	1,989	2,726	3,076	4,019
非经营收益	-384	-406	104	-159	281	300
营运资金变动	-2,860	-2,917	447	-6,388	-1,093	-1,240
经营活动现金净流	**1,242**	**1,173**	**8,097**	**5,077**	**13,920**	**17,288**
资本开支	-3,945	-3,823	-2,684	-5,975	-8,709	-10,410
投资	5	434	183	-1	0	0
其他	165	220	-252	650	200	300
投资活动现金净流	**-3,774**	**-3,169**	**-2,753**	**-5,326**	**-8,509**	**-10,110**
股权募资	63	308	4,594	23	0	0
债权募资	4,962	766	-198	3,385	4,056	1,362
其他	-322	-768	94	-266	-431	-550
筹资活动现金净流	**4,703**	**305**	**4,490**	**3,142**	**3,625**	**812**
现金净流量	**2,171**	**-1,691**	**9,834**	**2,893**	**9,035**	**7,990**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,546	7,708	19,336	22,228	31,264	39,254
应收款项	6,426	9,148	9,504	19,335	27,346	34,698
存货	2,380	4,283	6,356	7,905	11,189	14,154
其他流动资产	1,574	1,762	2,170	2,093	2,953	3,726
流动资产	18,927	22,901	37,367	51,561	72,751	91,832
%总资产	57.6%	57.7%	63.0%	67.0%	69.8%	70.6%
长期投资	607	869	1,122	1,123	1,122	1,122
固定资产	12,185	14,116	18,349	22,984	28,937	35,690
%总资产	37.1%	35.6%	30.9%	29.9%	27.8%	27.4%
无形资产	867	1,197	1,227	1,308	1,382	1,450
非流动资产	13,956	16,758	21,937	25,416	31,442	38,264
%总资产	42.4%	42.3%	37.0%	33.0%	30.2%	29.4%
资产总计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**76,977**	**104,194**	**130,097**
短期借款	2,172	1,824	2,426	3,206	7,062	8,224
应付款项	9,630	11,880	21,292	26,094	36,772	46,353
其他流动负债	538	1,174	902	1,754	2,363	2,920
流动负债	12,340	14,878	24,620	31,054	46,197	57,497
长期贷款	1,656	2,659	2,509	2,509	2,709	2,909
其他长期负债	4,644	5,297	3,881	6,198	6,416	6,610
负债	**18,640**	**22,834**	**31,009**	**39,761**	**55,322**	**67,016**
普通股股东权益	14,195	16,452	27,629	36,250	47,556	61,365
少数股东权益	49	373	666	966	1,316	1,716
负债股东权益合计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**76,977**	**104,194**	**130,097**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.788	0.917	1.400	2.280	2.997	3.661
每股净资产	7.119	5.895	7.325	9.610	12.608	16.268
每股经营现金净流	0.623	0.420	2.147	1.346	3.690	4.583
每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.11%	15.55%	19.11%	23.72%	23.77%	22.50%
总资产收益率	10.84%	6.45%	8.90%	11.17%	10.85%	10.61%
投入资本收益率	15.82%	10.66%	17.32%	18.42%	18.57%	18.07%
增长率						
主营业务收入增长率	41.90%	34.38%	49.62%	68.05%	39.44%	25.12%
EBIT增长率	76.73%	-22.83%	129.30%	51.26%	33.64%	20.95%
净利润增长率	130.38%	-28.24%	106.40%	62.86%	31.49%	22.14%
总资产增长率	71.52%	20.60%	49.53%	29.80%	35.36%	24.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	68.8	45.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	59.2	71.1	83.0	73.0	74.0	75.0
应付账款周转天数	91.5	78.3	73.2	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	241.0	220.1	171.6	129.5	118.7	119.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.02%	0.22%	-47.38%	-29.87%	-32.94%	-36.03%
EBIT利息保障倍数	19.2	11.0	26.9	-222.5	461.0	775.5
资产负债率	56.68%	57.58%	52.29%	51.65%	53.10%	51.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-29	买入	27.90	38.80
2	2019-10-24	买入	23.30	33.50
3	2019-10-30	买入	22.75	32.40
4	2020-01-17	买入	28.45	36.00
5	2020-02-24	买入	33.90	46.00
6	2020-04-16	买入	25.24	46.00
7	2020-04-23	买入	28.15	46.00
8	2020-07-09	买入	46.13	56.00～56.00

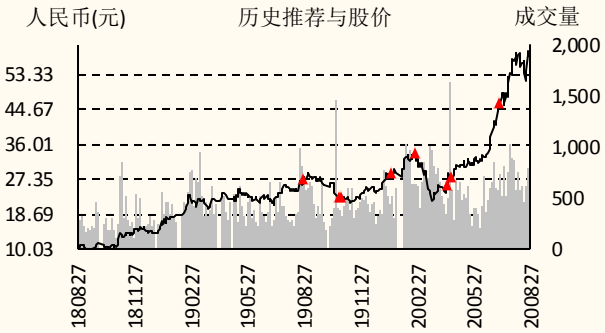
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH