资源与环境研究中心

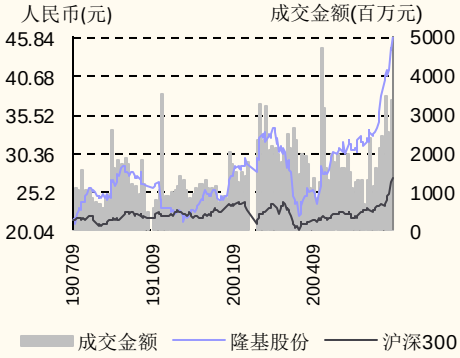
隆基股份 (601012.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：46.13 元
目标价格（人民币）：56.00 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)	1,740.03
年内股价最高最低(元)	46.13/31.91
沪深 300 指数	4774
上证指数	3403



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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
4.《Q4 盈利再创新高，2020 年业绩有望超预期-隆基股份 2019...》，2020.1.17
5.《国内市场延迟启动无碍 Q3 盈利能力持续走高-隆基股份 2019 三...》，2019.10.30

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

光伏龙一再迎戴维斯双击，上调目标价

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	1.864	2.254	2.755
每股净资产(元)	5.89	7.32	9.19	11.45	14.20
每股经营性现金流(元)	0.42	2.15	1.00	3.01	3.69
市盈率(倍)	19.03	17.74	24.75	20.47	16.75
净利润增长率(%)	-28.24%	106.40%	33.18%	20.91%	22.22%
净资产收益率(%)	15.55%	19.11%	20.27%	19.69%	19.39%
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

- 隆基股份今日收盘价首次站上我们早在 4/16 报告中给出的 46 元目标价（较当时市场主流目标价高出 20%以上，基于 2020 年 70 亿净利润预测及 25 倍 PE）。当前时点，基于过去一个季度观察到的公司、行业及市场变化，我们上调公司年内目标价至 56 元，对应 2021 年 85 亿净利润预测及 25 倍 PE。

评论

- **完成收购越南产能、牵头提出 M10 标准倡议、并推出基于该标准的 Hi-MO5 大功率组件，是公司层面近半年重要的边际超预期变化。**
- 6 月 30 日，公司与相关交易对手方正式签订《股权收购协议》，完成对越南 3GW 电池+7GW 组件产能的收购，中短期内将帮助公司充分发挥品牌优势摄取高溢价的美国市场红利，长期则将是公司国际化战略布局的重要一环，且潜在利润贡献或将显著超过标的公司利润承诺水平。（详见 2/23 报告）
- 继 2019 年 8 月中环发布 210mm 硅片并开辟 500W+超大功率组件细分市场后，多家电池组件企业陆续发布相关配套产品，今年 5 月以来，晶科、晶澳、隆基、阿特斯则先后发布基于 180/182mm 硅片的 500W+组件产品加入战场，并由 7 家企业牵头提出了 M10 尺寸的标准化倡议。目前看来，基于对产品技术参数、技术可靠性、配套产能规模等因素的综合考虑，M10 阵营企业或已占据较显著的上风，对市场主流标准的成功定义，将有望令公司通过最高效的产能投资和生产成本控制实现一定的超额利润。
- 更重要的是，从 182 硅片和 Hi-MO5 组件的推出，我们认为体现出公司能够稳坐行业龙头、引领产业发展所需的一些重要品质：1）未因公司存量产能巨大而丢失产品战略上的灵活性；2）充分尊重多样化的市场需求，并能够高效地提供满足甚至超越客户需求的新产品。我们相信，这些源自公司基因和管理层对行业清醒、深度认知的品质，也将帮助公司从容面对未来电池片或其他环节的潜在技术变化，甚至在这种变化中进一步扩大领先优势。部分投资者担心的光伏行业“第一魔咒”，我们认为不会在隆基身上发生。
- **行业层面，166 规格产品热卖、国内竞价项目规模超预期、全球平价需求进一步乐观，持续推升公司利润兑现的确定性和未来盈利超预期的想象空间。**
- **市场层面，在流动性极度宽裕的市场环境下，光伏龙头估值提升理由充足。**（篇幅关系，行业&市场层面观点详见后页正文）

盈利调整&投资建议

- 我们暂维持公司 2020-2022E 年净利润预测 70、85、104 亿元（三年净利润复合增速 25%），对应 EPS 分别为 1.86、2.25、2.76 元，上调年内目标价至 56 元（+22%），对应 25 倍 2021PE，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情对需求影响超预期；国内政策低于预期；产品跌价超预期。

1. 完成收购越南产能、牵头提出 M10 标准倡议、并推出基于该标准的 Hi-MO5 大功率组件，是公司层面近半年重要的边际超预期变化。

- 6 月 30 日，公司与相关交易对手方正式签订《股权收购协议》，完成对越南 3GW 电池+7GW 组件产能的收购，中短期内将帮助公司充分发挥品牌优势摄取高溢价的美国市场红利，长期则将是公司国际化战略布局的重要一环，且潜在利润贡献或将显著超过标的公司利润承诺水平。（详见 2 月 23 日点评报告）
- 继 2019 年 8 月中环发布 210mm 硅片并开辟 500W+超大功率组件细分市场后，多家电池组件企业陆续发布相关配套产品，今年 5 月以来，晶科、晶澳、隆基、阿特斯则先后发布基于 180/182mm 硅片的 500W+组件产品加入战场，并由 7 家企业牵头提出了 M10 尺寸的标准化倡议。目前看来，基于对产品技术参数（组件效率及绝对功率）、技术可靠性（生产良率&运输安装运行）、配套产能规模（供应保障）等因素的综合考虑，M10 阵营企业或已占据较显著的上风，对市场主流标准的成功定义，将有望令公司通过最高效的产能投资和生产成本控制实现一定的超额利润。
- 更重要的是，从 182 硅片和 Hi-MO5 组件的推出，我们认为体现出公司能够稳坐行业龙头、引领产业发展所需的一些重要品质：1）未因公司体量（存量产能）巨大而丢失产品战略上的灵活性；2）充分尊重多样化的市场需求，并能够高效地提供满足甚至超越客户需求的新产品（尽管今年 166mm/440W 组件仍是绝对主流）。我们相信，这些源自公司基因和管理层对行业清醒、深度认知的品质，也将帮助公司从容面对未来电池片或其他环节的潜在技术变化，甚至在这种变化中进一步扩大领先优势。部分投资者担心的光伏行业“第一魔咒”，我们认为不会在隆基身上发生。

2. 行业层面，166 规格产品热卖、国内竞价项目规模超预期（及由此带来的 Q3 淡季不淡+Q4 最强抢装）、全球平价需求的进一步乐观，持续推升公司利润兑现的确定性和未来盈利超预期的想象空间。

- 关于 166mm 产业链 440/445W 组件的热卖及相关产品的超额利润，以及年内行业高景气、明年需求可更乐观的分析，在我们近期评论及周报中已多次强调，此处不再赘述。
- 关于市场对公司今明两年的净利润预期，我们认为 2020 年预期已从一个季度前的 60-65 亿上移至 70 亿附近，同时 2021 年的预期利润区间上限也在不断上修。

3. 市场层面，在流动性极度宽裕的市场环境下，光伏龙头估值提升理由充足。

- 如果说电动车行业正在经历超高增速的“从 0 到 1”发展阶段，那么刚刚在全球多数地区实现发电侧平价的光伏行业，或正开启“从 1 到 10”的发展阶段。
- 而因疫情造成的短期内产品价格大跌和产业链各环节利润水平的充分压缩，一方面加速了各环节竞争格局的改善，另一方面也将有助于龙头企业将未来两年的出货量增长（来自行业增长、技术路线变化、市占率提升的叠加）更充分地体现到利润增长上。
- 光伏作为典型的周期成长型行业，这种长期成长性的和中期周期向上确定性的同时提升，或将为短期估值抬升提供充足的理由。

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**	**51,369**	**61,796**	**73,045**
增长率		34.4%	49.6%	56.1%	20.3%	18.2%
主营业务成本	-11,082	-17,096	-23,389	-38,461	-46,583	-54,984
%销售收入	67.7%	77.8%	71.1%	74.9%	75.4%	75.3%
毛利	5,280	4,892	9,508	12,909	15,213	18,061
%销售收入	32.3%	22.2%	28.9%	25.1%	24.6%	24.7%
营业税金及附加	-152	-117	-178	-231	-278	-329
%销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-664	-1,017	-1,330	-2,055	-2,410	-2,776
%销售收入	4.1%	4.6%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%
管理费用	-664	-825	-971	-1,926	-2,225	-2,557
%销售收入	4.1%	3.8%	3.0%	3.8%	3.6%	3.5%
息税前利润（EBIT）	3,800	2,933	7,029	8,696	10,300	12,400
%销售收入	23.2%	13.3%	21.4%	16.9%	16.7%	17.0%
财务费用	-198	-267	-250	-132	-315	-326
%销售收入	1.2%	1.2%	0.8%	0.3%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-207	-728	-563	-755	-269	-193
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	582	794	240	500	400	450
%税前利润	14.5%	27.7%	3.8%	6.0%	4.0%	3.6%
营业利润	3,996	2,869	6,298	8,378	10,116	12,332
营业利润率	24.4%	13.1%	19.1%	16.3%	16.4%	16.9%
营业外收支	22	-2	-51	0	0	0
税前利润	4,018	2,867	6,247	8,378	10,116	12,332
利润率	24.6%	13.0%	19.0%	16.3%	16.4%	16.9%
所得税	-468	-301	-690	-1,047	-1,264	-1,541
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	7,331	8,851	10,790
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**	**7,031**	**8,501**	**10,390**
净利率	21.8%	11.6%	16.0%	13.7%	13.8%	14.2%

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	7,331	8,851	10,790
少数股东损益	-15	9	278	300	350	400
非现金支出	937	1,929	1,989	2,683	2,902	3,731
非经营收益	-384	-406	104	159	310	334
营运资金变动	-2,860	-2,917	447	-6,383	-692	-954
经营活动现金净流	**1,242**	**1,173**	**8,097**	**3,790**	**11,371**	**13,900**
资本开支	-3,945	-3,823	-2,684	-5,974	-8,709	-10,410
投资	5	434	183	-1	0	0
其他	165	220	-252	500	400	450
投资活动现金净流	**-3,774**	**-3,169**	**-2,753**	**-5,475**	**-8,309**	**-9,960**
股权募资	63	308	4,594	23	0	0
债权募资	4,962	766	-198	3,657	1,765	1,054
其他	-322	-768	94	-434	-660	-734
筹资活动现金净流	**4,703**	**305**	**4,490**	**3,245**	**1,105**	**320**
现金净流量	**2,171**	**-1,691**	**9,834**	**1,561**	**4,167**	**4,260**

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	20,896	25,064	29,324
应收款项	6,426	9,148	9,504	18,064	21,980	26,346
存货	2,380	4,283	6,356	7,154	8,736	10,451
其他流动资产	1,574	1,762	2,170	1,925	2,331	2,751
流动资产	18,927	22,901	37,367	48,039	58,111	68,872
%总资产	57.6%	57.7%	63.0%	65.4%	64.9%	64.3%
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%	31.3%	32.3%	33.3%
无形资产	867	1,197	1,227	1,306	1,380	1,449
非流动资产	13,956	16,758	21,937	25,415	31,441	38,263
%总资产	42.4%	42.3%	37.0%	34.6%	35.1%	35.7%
资产总计	**32,884**	**39,659**	**59,304**	**73,454**	**89,552**	**107,135**
短期借款	2,172	1,824	2,426	7,877	9,443	10,296
应付款项	9,630	11,880	21,292	24,133	29,194	34,449
其他流动负债	538	1,174	902	1,527	1,843	2,215
流动负债	12,340	14,878	24,620	33,537	40,480	46,960
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	1,759	1,864	1,976
负债	**18,640**	**22,834**	**31,009**	**37,805**	**45,052**	**51,845**
普通股股东权益	14,195	16,452	27,629	34,683	43,184	53,574
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**	**73,454**	**89,552**	**107,135**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.788	0.917	1.400	1.864	2.254	2.755
每股净资产	7.119	5.895	7.325	9.195	11.448	14.203
每股经营现金净流	0.623	0.420	2.147	1.005	3.015	3.685
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%	20.27%	19.69%	19.39%
总资产收益率	10.84%	6.45%	8.90%	9.57%	9.49%	9.70%
投入资本收益率	15.82%	10.66%	17.32%	16.18%	15.63%	15.61%
增长率						
主营业务收入增长率	41.90%	34.38%	49.62%	56.15%	20.30%	18.20%
EBIT增长率	76.73%	-22.83%	129.30%	29.32%	18.44%	20.39%
净利润增长率	130.38%	-28.24%	106.40%	33.18%	20.91%	22.22%
总资产增长率	71.52%	20.60%	49.53%	23.86%	21.92%	19.63%
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	139.4	148.1	158.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.02%	0.22%	-47.38%	-26.69%	-26.78%	-27.35%
EBIT利息保障倍数	19.2	11.0	26.9	65.7	32.7	38.1
资产负债率	56.68%	57.58%	52.29%	51.47%	50.31%	48.39%

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	17
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.27**

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	2019-07-18	买入	23.04	35.00
2	2019-08-29	买入	27.90	38.80
3	2019-10-24	买入	23.30	33.50
4	2019-10-30	买入	22.75	32.40
5	2020-01-17	买入	28.45	36.00
6	2020-02-24	买入	33.90	46.00
7	2020-04-16	买入	25.24	46.00
8	2020-04-23	买入	28.15	46.00

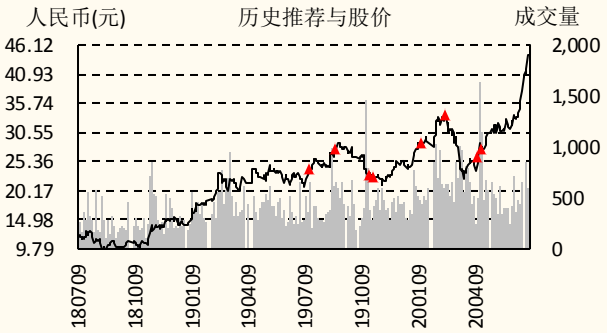
来源：国金证券研究所

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