

隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

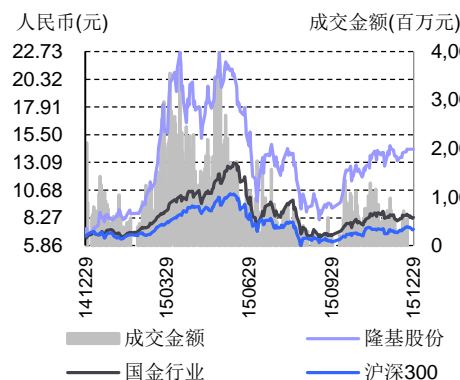
市场价格 (人民币): 14.24 元

目标价格 (人民币): 24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,621.11
总市值(百万元)	25,224.44
年内股价最高最低(元)	22.75/6.69
沪深 300 指数	3761.87
上证指数	3563.74



相关报告

- 《单晶组件交货提速推升业绩重回高增长-隆基股份三季报业绩点评》, 2015.10.30
- 《中民投招标 1GW 单晶组件, 单晶趋势日渐明朗-隆基股份公司点评》, 2015.10.12
- 《全球化布局跨出第一步, 印度设厂意义重大-隆基股份公司点评》, 2015.9.25
- 《单晶组件推广超预期, 蓄力迎接二次腾飞-隆基股份半年报业绩点评》, 2015.8.28
- 《利润率水平再上台阶, 组件业务高效推进-隆基股份业绩点评》, 2015.4.30

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

推动产业技术路线升级, 成就自身霸主地位

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.040	0.166	0.280	0.477	0.753
每股净资产(元)	5.50	5.87	8.34	9.61	11.58
每股经营性现金流(元)	0.11	0.67	0.01	0.24	1.28
市盈率(倍)	384.83	125.75	50.94	29.84	18.91
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	82.51	82.51	82.51
净利润增长率(%)	N/A	313.85%	68.67%	70.74%	57.77%
净资产收益率(%)	2.39%	9.12%	8.78%	13.02%	17.04%
总股本(百万股)	1,771.38	1,771.38	1,771.38	1,771.38	1,771.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 29 日晚公告, 拟以不低于 12.46 元/股非公开增发募资 29.8 亿元, 用于投建 2GW 高效单晶 PERC 电池及组件项目, 建设期分别为 1.5 年和 1 年。公司股票 30 日起复牌。

评论

- 扩产基于公司充分的成本优势、技术积累, 及对产业发展趋势的深刻理解: 与上一轮行业扩产周期中大部分光伏企业盲目追求规模的野蛮扩张不同, 我们认为, 公司自去年下半年以来, 对高效单晶电池组件领域坚定且大手笔的产业链延伸, 是基于对行业发展趋势(高效化诉求加强、单晶优势扩大)的深刻理解、并建立在充分的成本优势和深厚的技术积累基础上的。
- 拒绝“重规模轻盈利”, 持续降本能力和平稳的行业景气趋势确保公司盈利进入新一轮高速增长期: 今年第三季度, 在毛利率相对较低的组件产品出货量环比放大的情况下, 公司单季综合毛利率创下 2011 年以来的新高, 充分证明公司在国内推广单晶组件应用的同时并未以牺牲盈利能力为代价。近期美国 ITC 光伏补贴的成功延期, 彻底消除了未来 2-3 年内可能造成光伏产业景气再次大幅波动的一颗定时炸弹, 在平稳的行业景气背景下, 公司将有能力凭借自身强大的持续降本能力和快速的产业链横向纵向延伸, 实现盈利水平的新一轮高速增长。
- 国内电站业主对单晶接受度快速提升, 公司市场份额大幅领先: 公司今年单晶组件在国内累计订单量已超 1.5GW, 客户涵盖以中电投、中广核、华能、中民投、联合光伏等为代表的主流央企及民营电站业主, 当之无愧地跻身国内光伏组件一线供应商行列, 单晶组件市占率大幅领先其他组件企业。
- PERC 技术是中期理想的高效电池技术选择, 将进一步拉开单晶与多晶的性价比差距: 公司目前常规工艺单晶组件已经实现与一线品牌多晶组件同价, 随着 PERC 技术的应用, 以及硅片环节成本进一步与多晶靠近, 未来单晶相比多晶的性价比优势将持续放大, 单晶组件的市场份额也将持续提高。

盈利调整及投资建议

- 由于公司单晶组件推广及近期订单量略超我们此前预期, 并考虑公司组件业务扩张的积极布局, 我们上调对公司的盈利预测, 预计 2015-2017E 年 EPS 分别为 0.28, 0.48, 0.75 元(分别较前次预测上调 7%, 9%, 11%)。
- 我们继续坚定看好公司在推动产业技术路线升级的同时实现自身的高成长, 维持“买入”评级, 上调目标价至 24 元, 对应 50 倍 2016PE。

图表 1: 公司季度收入、毛利率、费用率情况



来源: 国金证券研究所

图表 2: 公司季度净利润、净利率情况



来源: 国金证券研究所

图表 3: 分项目销售预测

	2012A	2013A	2014A	2015H1	2015E	2016E	2017E
单晶硅片							
收入 (百万元)	1,408	1,861	3,159	1,165	1,931	2,665	2,584
YOY			70%		-39%	38%	-3%
毛利率	12.71%	11.97%	17.49%	20.85%	22.46%	18.85%	18.19%
毛利占比	80.18%	79.64%	88.26%	69.31%	39.30%	29.06%	19.03%
单晶组件							
收入 (百万元)		92	155	244	3,182	6,787	10,751
YOY			69%		1954%	113%	58%
毛利率		3.19%	11.32%	11.89%	16.00%	15.00%	16.00%
毛利占比		1.05%	2.80%	8.28%	46.12%	58.88%	69.66%
单晶电池片							
销量 (MW)				58	100	150	250
收入 (百万元)				130	222	320	511
毛利率				23.56%	23.00%	22.00%	21.00%
毛利占比				8.71%	4.63%	4.07%	4.35%
发电收入							
收入 (百万元)			40	6	38	76	123
毛利率			71.26%	66.41%	65.00%	60.00%	60.00%
毛利占比			4.52%	1.09%	2.23%	2.62%	2.99%
电站建设及服务							
收入 (百万元)				48	100	150	225
毛利率				58.76%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利占比				8.08%	4.53%	3.47%	2.73%
收入合计 (百万元)	1,708	2,280	3,680	1,679	5,677	10,195	14,386
YOY			61%	15%	54%	80%	41%
综合毛利率	13.07%	12.26%	17.01%	20.87%	19.44%	16.96%	17.17%

来源: 国金证券研究所

图表 4：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,708	2,280	3,680	5,677	10,195	14,386
增长率		33.5%	61.4%	54.3%	79.6%	41.1%
主营业务成本	-1,485	-2,001	-3,054	-4,573	-8,466	-11,916
% 销售收入	86.9%	87.7%	83.0%	80.6%	83.0%	82.8%
毛利	223	280	626	1,104	1,729	2,469
% 销售收入	13.1%	12.3%	17.0%	19.4%	17.0%	17.2%
营业税金及附加	-2	-2	-7	-11	-18	-22
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-22	-25	-39	-125	-204	-259
% 销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用	-131	-119	-172	-255	-408	-503
% 销售收入	7.6%	5.2%	4.7%	4.5%	4.0%	3.5%
息税前利润（EBIT）	69	133	408	712	1,099	1,685
% 销售收入	4.0%	5.8%	11.1%	12.5%	10.8%	11.7%
财务费用	-89	-65	-79	-88	-48	-121
% 销售收入	5.2%	2.8%	2.1%	1.5%	0.5%	0.8%
资产减值损失	-137	5	-39	-152	-108	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	0	2	70	2	2
% 税前利润	-60.8%	n.a	0.6%	12.2%	0.2%	0.1%
营业利润	-111	73	293	543	945	1,507
营业利润率	n.a	3.2%	8.0%	9.6%	9.3%	10.5%
营业外收支	36	20	27	30	30	30
税前利润	-75	93	319	573	975	1,537
利润率	n.a	4.1%	8.7%	10.1%	9.6%	10.7%
所得税	22	-21	-21	-74	-127	-200
所得税率	n.a	22.2%	6.5%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	-53	72	299	498	848	1,337
少数股东损益	2	1	5	3	3	3
归属于母公司的净利润	-55	71	294	495	845	1,334
净利率	n.a	3.1%	8.0%	8.7%	8.3%	9.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-53	72	299	498	848	1,337
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	310	152	251	419	441	473
非经营收益	8	93	65	31	16	89
营运资金变动	-342	-261	-247	-939	-1,140	-1,033
经营活动现金净流	-77	57	367	10	165	865
资本开支	-161	-319	-495	-468	-779	-780
投资	-77	21	-7	-1	0	0
其他	9	23	18	70	2	2
投资活动现金净流	-229	-275	-483	-399	-777	-778
股权募资	1,524	0	97	1,923	12	0
债权募资	-210	-184	446	-1,020	375	434
其他	-194	-142	-38	-88	-48	-121
筹资活动现金净流	1,119	-326	505	816	339	314
现金净流量	813	-544	390	426	-273	401

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	999	731	1,172	1,598	1,325	1,726
应收款项	552	334	726	1,691	2,726	3,462
存货	765	767	1,114	1,240	2,347	3,340
其他流动资产	298	327	329	93	171	240
流动资产	2,614	2,159	3,341	4,623	6,570	8,769
% 总资产	55.3%	46.1%	51.8%	58.4%	63.5%	67.8%
长期投资	77	77	67	68	67	67
固定资产	1,858	2,277	2,836	3,074	3,546	3,939
% 总资产	39.3%	48.6%	44.0%	38.8%	34.3%	30.4%
无形资产	127	134	160	151	157	162
非流动资产	2,114	2,529	3,108	3,296	3,772	4,170
% 总资产	44.7%	53.9%	48.2%	41.6%	36.5%	32.2%
资产总计	4,728	4,688	6,449	7,919	10,343	12,939
短期借款	712	374	1,065	100	475	909
应付款项	658	761	1,372	1,579	2,667	3,402
其他流动负债	46	65	259	120	220	310
流动负债	1,415	1,201	2,696	1,799	3,362	4,622
长期贷款	82	209	186	186	186	186
其他长期负债	311	286	305	250	250	250
负债	1,809	1,695	3,187	2,235	3,798	5,058
普通股股东权益	2,892	2,963	3,218	5,637	6,494	7,828
少数股东权益	28	30	44	47	50	53
负债股东权益合计	4,728	4,688	6,449	7,919	10,343	12,939

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.102	0.040	0.166	0.280	0.477	0.753
每股净资产	5.370	5.501	5.875	8.340	9.608	11.581
每股经营现金净流	-0.142	0.106	0.671	0.015	0.244	1.280
每股股利	0.000	0.050	0.130	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-1.89%	2.39%	9.12%	8.78%	13.02%	17.04%
总资产收益率	-1.16%	1.51%	4.55%	6.25%	8.17%	10.31%
投入资本收益率	1.30%	2.90%	8.46%	10.38%	13.27%	16.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.35%	33.49%	61.38%	54.26%	79.59%	41.11%
EBIT增长率	-80.83%	93.07%	205.90%	74.53%	54.33%	53.36%
净利润增长率	N/A	N/A	313.85%	68.67%	70.74%	57.77%
总资产增长率	49.13%	-0.85%	37.58%	22.78%	30.61%	25.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	48.5	36.9	90.0	80.0	70.0
存货周转天数	144.8	139.7	112.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	51.9	44.4	58.2	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	357.3	318.3	235.7	168.1	110.5	88.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.03%	-4.94%	2.42%	-23.09%	-10.15%	-8.01%
EBIT利息保障倍数	0.8	2.1	5.2	8.1	23.0	14.0
资产负债率	38.25%	36.16%	49.41%	28.22%	36.72%	39.09%

来源：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	2015-01-28	买入	24.37	N/A
2	2015-02-25	买入	25.93	35.00~35.00
3	2015-03-10	买入	32.25	35.00~35.00
4	2015-04-30	买入	55.49	N/A
5	2015-08-28	买入	9.73	20.00~20.00
6	2015-09-25	买入	9.44	N/A
7	2015-10-12	买入	10.63	N/A
8	2015-10-30	买入	12.33	22.00

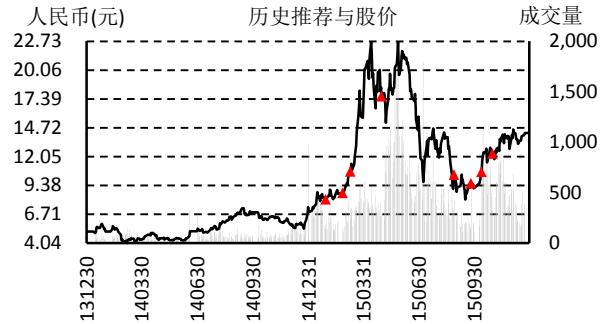
来源：国金证券研究所

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
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%以下。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD