

# 隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

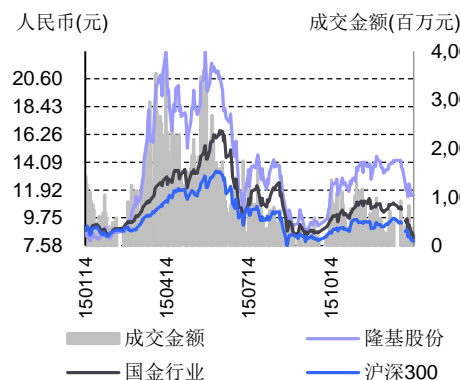
市场价格 (人民币): 11.53 元

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)	20,424.01
年内股价最高最低(元)	22.75/7.93
沪深 300 指数	3155.88
上证指数	2949.60



## 签订战略合作及巨额订单，高增长确定性大增

### 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	0.300	0.552	0.810
每股净资产(元)	5.50	5.87	8.39	9.86	11.98
每股经营性现金流(元)	0.11	0.67	-0.04	-0.07	0.99
市盈率(倍)	384.83	125.75	47.46	25.79	17.58
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%	81.05%	84.03%	46.70%
净资产收益率(%)	2.39%	9.12%	9.37%	14.68%	17.72%
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:

- 隆基股份 13 日晚公告: 公司与招商新能源、林洋能源、中民新能等 6 家客户分别签订战略合作协议, 主要内容涉及 6 家客户 2016-2018 三年内合计向公司采购分别不少于 3GW、4.2GW、5.4GW 的单晶电池及组件产品 (除林洋能源承诺采购产品为单晶硅片及组件外, 其余 5 家客户承诺采购量均为单晶组件), 其中涉及 2016 年预计订单金额约 97 亿元 (含税), 该金额约等于我们预测的公司 2015 年总收入的 160%。(具体订单明细见后页)

### 评论:

- 单晶替代大潮再次获得强力印证:** 在近期的大型电站业主招标中, 隆基的单晶组件已经实现与大厂多晶组件同价, 对下游客户的吸引力达到爆发的临界点, 在产业的这一重要历史时刻, 本次多家终端客户对单晶组件的巨额采购承诺, 再次强力印证“单晶替代多晶”的大潮已无可逆转地袭来。
- 业绩持续高增长的确定性得到大幅提高:** 我们预计在行业供需关系保持健康的背景下, 组件价格在 2016 年有望总体维持稳定, 公司利润率水平也将维持高位, 近百亿意向订单落袋将大幅度提升公司 2016 年业绩持续高增长的确定性 (2015 年总收入预计 60 亿左右, 硅片、组件约各占一半);
- 助力公司走向行业霸主地位:** 中长期看, 公司作为单晶大潮的推动者、以及成本和规模的绝对领先者, 在行业集中度持续提升叠加技术路线格局大变的背景下, 未来 3-5 年内持续获得大幅超越行业增速的业绩、并逐渐成长为行业霸主级公司 (类似 Intel 在半导体芯片领域的地位) 将是大概率事件, 同时将充分获取作为技术路线革新者和成本结构最优者所应得的超额利润。

### 盈利调整及投资建议

- 预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.30, 0.55, 0.81 元 (暂未考虑增发摊薄), 三年净利润复合增速 70%, 目前估值仅对应 21 倍 2016 年 PE, 维持“买入”评级, 目标价 24 元。
- 更多详情敬请参考我们 1 月 11 日发布的公司深度研究报告《单晶大潮势不可挡, 龙头企业霸业将成》中对近期公司及行业发生的重要变化、以及目前时点公司投资逻辑的详细再梳理。

### 相关报告

- 《单晶大潮势不可挡, 龙头企业霸业将成-隆基股份公司研究》, 2016.1.11
- 《推动产业技术路线升级, 成就自身霸主地位-隆基股份增发预案点评》, 2015.12.30
- 《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

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

图表 1: 本次战略合作协议涉及订单整理

	2016		2017	2018
	MW	金额 (亿元)	MW	MW
招商新能源	400	16	600	800
林洋能源*	1,000	18	1,000	1,000
中民新能	1,000	39	1,500	1,800
中设机械	200	8	300	500
天宏阳光	200	8	300	500
天恩能源	200	8	500	800
<b>合计</b>	<b>3,000</b>	<b>97</b>	<b>4,200</b>	<b>5,400</b>

\*注: 林洋能源订单为硅片或电池片, 而非组件, 2016年订单金额以各500MW测算;

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 分项目收入预测

	2012A	2013A	2014A	2015H1	2015E	2016E	2017E
<b>单晶硅片</b>							
产量 (MW)			2,220		2,750	5,800	8,000
收入 (百万元)	1,408	1,861	3,159	1,165	2,253	3,912	3,956
YOY			70%		-29%	74%	1%
毛利率	12.71%	11.97%	17.49%	20.85%	22.46%	18.85%	18.19%
毛利占比	80%	80%	88%	69%	43%	36%	25%
<b>单晶组件</b>							
销量 (MW)		24	41	69	900	2,200	4,000
收入 (百万元)		92	155	244	3,182	7,388	12,762
YOY			69%		1954%	132%	73%
毛利率		3.19%	11.32%	11.89%	16.00%	15.00%	15.00%
毛利占比		1%	3%	8%	43%	54%	66%
<b>收入合计 (百万元)</b>	<b>1,708</b>	<b>2,280</b>	<b>3,680</b>	<b>1,679</b>	<b>5,999</b>	<b>12,010</b>	<b>17,718</b>
YOY		33%	61%	15%	63%	100%	48%
<b>综合毛利率</b>	<b>13.07%</b>	<b>12.26%</b>	<b>17.01%</b>	<b>20.87%</b>	<b>19.61%</b>	<b>17.08%</b>	<b>16.41%</b>
<b>净利润 (百万元)</b>	<b>-55</b>	<b>71</b>	<b>294</b>	<b>117</b>	<b>531</b>	<b>978</b>	<b>1,435</b>
YOY		NA	314%	5%	81%	84%	47%
<b>净利率</b>		<b>3.11%</b>	<b>7.98%</b>	<b>6.98%</b>	<b>8.86%</b>	<b>8.14%</b>	<b>8.10%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 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	5,999	12,010	17,718
增长率		33.5%	61.4%	63.0%	100.2%	47.5%
主营业务成本	-1,485	-2,001	-3,054	-4,823	-9,959	-14,810
% 销售收入	86.9%	87.7%	83.0%	80.4%	82.9%	83.6%
毛利	223	280	626	1,176	2,051	2,908
% 销售收入	13.1%	12.3%	17.0%	19.6%	17.1%	16.4%
营业税金及附加	-2	-2	-7	-12	-22	-27
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-22	-25	-39	-132	-240	-319
% 销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用	-131	-119	-172	-270	-504	-673
% 销售收入	7.6%	5.2%	4.7%	4.5%	4.2%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	69	133	408	762	1,285	1,889
% 销售收入	4.0%	5.8%	11.1%	12.7%	10.7%	10.7%
财务费用	-89	-65	-79	-88	-91	-245
% 销售收入	5.2%	2.8%	2.1%	1.5%	0.8%	1.4%
资产减值损失	-137	5	-39	-160	-146	-91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	0	2	70	50	70
% 税前利润	-60.8%	n.a	0.6%	11.4%	4.4%	4.2%
营业利润	-111	73	293	584	1,098	1,623
营业利润率	n.a	3.2%	8.0%	9.7%	9.1%	9.2%
营业外收支	36	20	27	30	30	30
税前利润	-75	93	319	614	1,128	1,653
利润率	n.a	4.1%	8.7%	10.2%	9.4%	9.3%
所得税	22	-21	-21	-80	-147	-215
所得税率	n.a	22.2%	6.5%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	-53	72	299	534	981	1,438
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	531	978	1,435
净利率	n.a	3.1%	8.0%	8.9%	8.1%	8.1%

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	1,559	1,561	2,126
应收款项	552	334	726	1,786	3,212	4,264
存货	765	767	1,114	1,308	2,761	4,151
其他流动资产	298	327	329	98	201	298
流动资产	2,614	2,159	3,341	4,752	7,735	10,840
% 总资产	55.3%	46.1%	51.8%	59.0%	67.2%	72.2%
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%	38.2%	30.8%	26.2%
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%	41.0%	32.8%	27.8%
<b>资产总计</b>	<b>4,728</b>	<b>4,688</b>	<b>6,449</b>	<b>8,048</b>	<b>11,508</b>	<b>15,010</b>
短期借款	712	374	1,065	100	960	1,808
应付款项	658	761	1,372	1,665	3,139	4,229
其他流动负债	46	65	259	126	259	385
流动负债	1,415	1,201	2,696	1,892	4,358	6,422
长期贷款	82	209	186	186	186	186
其他长期负债	311	286	305	250	250	250
<b>负债</b>	<b>1,809</b>	<b>1,695</b>	<b>3,187</b>	<b>2,328</b>	<b>4,794</b>	<b>6,858</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,892</b>	<b>2,963</b>	<b>3,218</b>	<b>5,673</b>	<b>6,663</b>	<b>8,098</b>
少数股东权益	28	30	44	47	50	53
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,728</b>	<b>4,688</b>	<b>6,449</b>	<b>8,048</b>	<b>11,508</b>	<b>15,010</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.102	0.040	0.166	0.300	0.552	0.810
每股净资产	5.370	5.501	5.875	8.393	9.858	11.981
每股经营现金净流	-0.142	0.106	0.671	-0.043	-0.073	0.994
每股股利	0.000	0.050	0.130	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-1.89%	2.39%	9.12%	9.37%	14.68%	17.72%
总资产收益率	-1.16%	1.51%	4.55%	6.60%	8.50%	9.56%
投入资本收益率	1.30%	2.90%	8.46%	11.04%	14.22%	16.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-15.35%	33.49%	61.38%	63.00%	100.21%	47.52%
EBIT增长率	-80.83%	93.07%	205.90%	86.81%	68.56%	47.04%
净利润增长率	N/A	N/A	313.85%	81.05%	84.03%	46.70%
总资产增长率	49.13%	-0.85%	37.58%	24.79%	42.99%	30.43%
<b>资产管理能力</b>						
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	159.1	93.8	71.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-7.03%	-4.94%	2.42%	-22.25%	-6.19%	-1.62%
EBIT利息保障倍数	0.8	2.1	5.2	8.7	14.1	7.7
资产负债率	38.25%	36.16%	49.41%	28.92%	41.66%	45.69%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-53	72	299	534	981	1,438
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	310	152	251	427	478	504
非经营收益	8	93	65	31	11	145
营运资金变动	-342	-261	-247	-1,023	-1,520	-1,415
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>57</b>	<b>367</b>	<b>-29</b>	<b>-49</b>	<b>672</b>
资本开支	-161	-319	-495	-468	-779	-780
投资	-77	21	-7	-1	0	0
其他	9	23	18	70	50	70
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-229</b>	<b>-275</b>	<b>-483</b>	<b>-399</b>	<b>-729</b>	<b>-710</b>
股权筹资	1,524	0	97	1,923	12	0
债权筹资	-210	-184	446	-1,020	860	848
其他	-194	-142	-38	-88	-91	-245
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,119</b>	<b>-326</b>	<b>505</b>	<b>816</b>	<b>781</b>	<b>603</b>
<b>现金净流量</b>	<b>813</b>	<b>-544</b>	<b>390</b>	<b>387</b>	<b>2</b>	<b>565</b>

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

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。

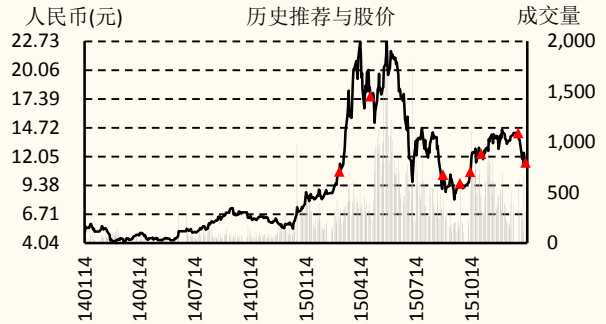
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-10	买入	32.25	35.00~35.00
2	2015-04-30	买入	55.49	N/A
3	2015-08-28	买入	9.73	20.00~20.00
4	2015-09-25	买入	9.44	N/A
5	2015-10-12	买入	10.63	N/A
6	2015-10-30	买入	12.33	22.00
7	2015-12-30	买入	14.24	24.00
8	2016-01-11	买入	12.41	24.00~24.00

来源：国金证券研究所



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