

隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

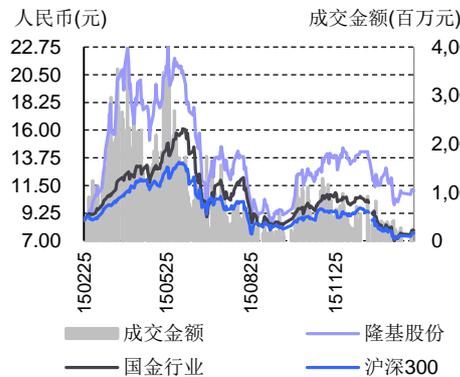
市场价格 (人民币): 11.09 元

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)	19,644.60
年内股价最高最低(元)	22.75/8.08
沪深 300 指数	3053.70
上证指数	2862.89



相关报告

- 《四季度业绩超预期拉开高增长序幕-隆基股份公司点评》，2016.1.26
- 《签订战略合作及巨额订单，高增长确定性大增-隆基股份公司点评》，2016.1.14
- 《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

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

国际化战略取得重大突破

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.132	0.545	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)	116.99	38.23	36.96	20.08	13.69
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)	538.52	538.52	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 18 日晚公告, 与美国光伏产业巨头 SunEdison 及其两家东南亚子公司签署重大合同, 合同涉及购买 SunEdison 位于马来西亚的硅片生产相关资产、以及向其销售 3GW 组件和采购 2 万吨多晶硅料的长单协议。

评论:

- 与全球光伏电站开发龙头签署组件大单, 快速高效打开单晶组件国际市场:
- SunEdison 是美国最大的光伏全产业链龙头上市企业, 近年来业务重心逐渐从制造向全球范围内的光伏电站与风电场的开发/建设/投资转型, 截止 2015 年三季度末, 公司在建电站项目 2.9GW、储备项目 7.9GW, 并预计 2016 年完成建设量将达到 3.3~3.7GW; (详见后文图表)
- 隆基本次与 SunEdison 签署了六年 3GW 的组件销售协议 (其中前三年不少于 2.1GW), 除大幅增加公司组件业务营收外, 更将有助于公司快速提升乐叶组件品牌在国际市场的知名度和影响力, 可谓公司迈向成为“全球领先光伏组件供应商”道路上扎实的第一步。
- 快速建立马来西亚硅片产能, 全面覆盖东南亚地区客户:
- 东南亚是目前全球范围内除中国大陆和台湾以外最重要的晶硅光伏电池组件生产地区, 尤其是美国对华双反毫无和解迹象的情况下, 一线光伏组件企业纷纷前往马来西亚、泰国等地扩产, 未来将产生每年近十 GW 的硅片需求;
- 公司本次以 6300 万美元 (约 0.4 倍 PB) 收购 SunEdison 位于马来西亚的硅片生产相关资产 (包括土地、厂房、切片机等设备), 经过升级改造后, 预计将成为公司辐射整个东南亚地区客户的重要海外硅片生产基地, 进一步提升公司优势最大的单晶硅片产品在全球范围内的市场份额, 实现盈利能力的最大化。

盈利调整及投资建议

- 本次与 SunEdison 签署的一系列重大合同可以说是公司国际化战略的重大突破, 无论是对短期盈利增长的贡献、还是对公司行业地位的提升, 影响都十分可观。维持预测公司 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 20 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。

图表 1: 公司季度收入、毛利率、费用率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 公司季度净利润、净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 分项目收入预测

	2012A	2013A	2014A	2015H1	2015E	2016E	2017E
单晶硅片							
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%
单晶组件							
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%
收入合计 (百万元)	1,708	2,280	3,680	1,679	5,999	12,010	17,718
YOY		33%	61%	15%	63%	100%	48%
综合毛利率	13.07%	12.26%	17.01%	20.87%	19.61%	17.08%	16.41%
净利润 (百万元)	-55	71	294	117	531	978	1,435
YOY		NA	314%	5%	81%	84%	47%
净利率		3.11%	7.98%	6.98%	8.86%	8.14%	8.10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: SunEdison 季度安装量/项目储备增长情况



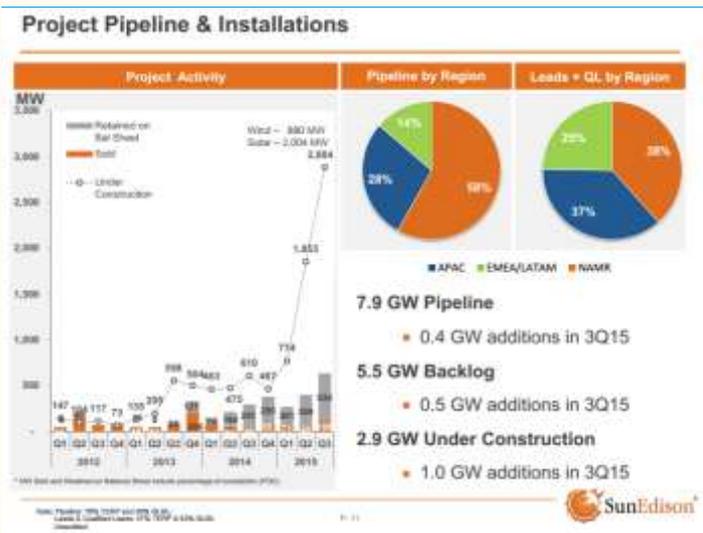
来源: SunEdison, 国金证券研究所

图表 4: SunEdison 储备项目详情



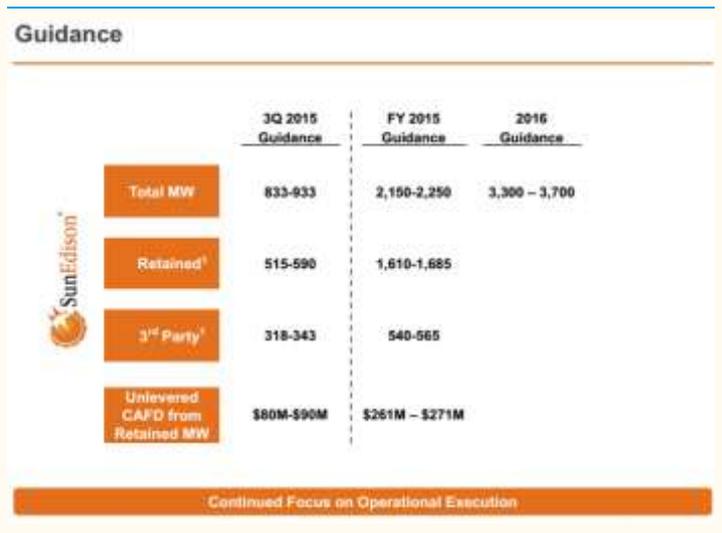
来源: SunEdison, 国金证券研究所

图表 5: SunEdison 完工及储备项目分布



来源: SunEdison, 国金证券研究所

图表 6: SunEdison 业绩指引



来源: SunEdison, 国金证券研究所

图表 7: 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%

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
经营活动现金净流	-77	57	367	-29	-49	672
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
投资活动现金净流	-229	-275	-483	-399	-729	-710
股权募资	1,524	0	97	1,923	12	0
债权募资	-210	-184	446	-1,020	860	848
其他	-194	-142	-38	-88	-91	-245
筹资活动现金净流	1,119	-326	505	816	781	603
现金净流量	813	-544	390	387	2	565

来源: 国金证券研究所

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%
资产总计	4,728	4,688	6,449	8,048	11,508	15,010
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
负债	1,809	1,695	3,187	2,328	4,794	6,858
普通股股东权益	2,892	2,963	3,218	5,673	6,663	8,098
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	8,048	11,508	15,010

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.102	0.132	0.545	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
回报率						
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%
增长率						
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%
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	159.1	93.8	71.7
偿债能力						
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%

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	2015-08-28	买入	9.73	20.00~20.00
2	2015-09-25	买入	9.44	N/A
3	2015-10-12	买入	10.63	N/A
4	2015-10-30	买入	12.33	22.00
5	2015-12-30	买入	14.24	24.00
6	2016-01-11	买入	12.41	24.00~24.00
7	2016-01-14	买入	11.53	24.00
8	2016-01-26	买入	12.11	24.00

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