

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

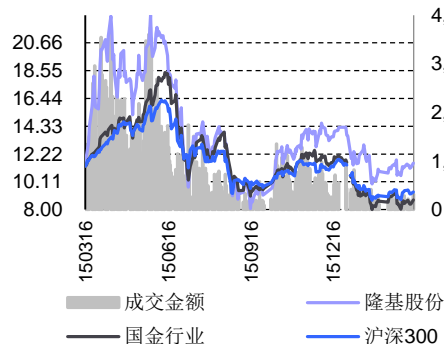
目标价格(人民币): 24.00元

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) | 22.75/8.08 |
| 沪深300指数 | 3065.69 |
| 上证指数 | 2859.50 |

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

1. 《年度业绩超预期, 重磅政策出台上修板块预期-隆基股份公司点评》, 2016.3.4
2. 《国际化战略取得重大突破-隆基股份公司点评》, 2016.2.18
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

再获大订单, 增资海外产能, 牵手平煤

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 | 0.293 | 0.551 | 0.809 |
| 每股净资产(元) | 5.50 | 5.87 | 8.38 | 9.84 | 11.96 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.11 | 0.67 | -0.03 | -0.09 | 0.99 |
| 市盈率(倍) | 116.99 | 38.23 | 39.30 | 20.93 | 14.26 |
| 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% | 77.03% | 87.76% | 46.80% |
| 净资产收益率(%) | 2.39% | 9.12% | 9.18% | 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 14 日晚公告: 1.与宁夏宝丰集团签署 14 亿元单晶硅光伏组件销售合同; 2.通过香港隆基向古晋隆基增资 2.5 亿马币, 用于加快马来西亚硅片产能的建设; 3.拟通过全资子公司乐叶光伏与平煤股份在河南平顶山市成立合资公司, 建设年产 2GW 高效单晶 PERC 电池项目, 其中乐叶占股 19.8%。

评论

- **大订单再次提升短期业绩确定性:** 上周媒体报道宝丰集团在宁夏银川开建单体 700MW 光伏电站(宁夏是目前西部消纳能力最强的地区之一), 将全部采用高效单晶组件, 且项目将在 6 月底前并网, 本次与隆基签署 14 亿元组件订单对应约 350MW 组件采购量, 我们预计订单将在上半年完成交货。
- **马来西亚产能建设马不停蹄:** 公司上月公告向 SunEdison 收购位于马来西亚古晋的不动产及切片机等资产后, 马不停蹄进行增资, 彰显高效执行力和坚定的国际化战略, 预计该项增资将帮助古晋硅片产能快速开启, 以便更好地满足日益膨胀的东南亚地区客户需求。(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。)
- **牵手平煤提升高效单晶电池供应保障能力:** 电池片是晶体硅光伏组件制造产业链中的核心环节, 也是单位产能投资最大的环节, 公司除建设一定量的自有产能外, 通过小比例参股的形式建设电池片产能, 在提升电池片供给能力的同时, 也能够最大程度降低行业景气发生波动时所承担的风险。
- **产业链调研验证隆基单晶硅片巨大成本优势:** 公司近两年来凭借拉晶工艺的改进和金刚线切片的全面导入, 单位硅耗和非硅成本均大幅下降, 根据我们近期的产业链调研结果, 验证了隆基单晶硅片的“每瓦全成本”已经与主流一体化组件企业的内部多晶硅片成本持平(这也解释了为什么隆基的单晶组件在与大厂多晶组件同价销售的情况下, 仍能实现接近 20% 的高毛利率)。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 2015-2017E 年 EPS 为 0.29, 0.55, 0.81 元, 大订单的签订和海外产能建设的提速进一步提升了公司短期业绩和中长期可持续高增长的确定性, 目前股价仅对应 21 倍 2016PE, 维持“买入”评级。

图表 1: 三张报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 1,708 | 2,280 | 3,680 | 5,950 | 12,010 | 17,718 | 货币资金 | 999 | 731 | 1,172 | 1,558 | 1,561 | 2,126 |
| 增长率 | | 33.5% | 61.4% | 61.7% | 101.8% | 47.5% | 应收款项 | 552 | 334 | 726 | 1,772 | 3,212 | 4,264 |
| 主营业务成本 | -1,485 | -2,001 | -3,054 | -4,781 | -9,959 | -14,810 | 存货 | 765 | 767 | 1,114 | 1,297 | 2,761 | 4,151 |
| % 销售收入 | 86.9% | 87.7% | 83.0% | 80.3% | 82.9% | 83.6% | 其他流动资产 | 298 | 327 | 329 | 98 | 201 | 298 |
| 毛利 | 223 | 280 | 626 | 1,170 | 2,051 | 2,908 | 流动资产 | 2,614 | 2,159 | 3,341 | 4,725 | 7,735 | 10,840 |
| % 销售收入 | 13.1% | 12.3% | 17.0% | 19.7% | 17.1% | 16.4% | % 总资产 | 55.3% | 46.1% | 51.8% | 58.9% | 67.2% | 72.2% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -7 | -12 | -22 | -27 | 长期投资 | 77 | 77 | 67 | 68 | 67 | 67 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 固定资产 | 1,858 | 2,277 | 2,836 | 3,074 | 3,546 | 3,939 |
| 营业费用 | -22 | -25 | -39 | -131 | -240 | -319 | % 总资产 | 39.3% | 48.6% | 44.0% | 38.3% | 30.8% | 26.2% |
| % 销售收入 | 1.3% | 1.1% | 1.1% | 2.2% | 2.0% | 1.8% | 无形资产 | 127 | 134 | 160 | 151 | 157 | 162 |
| 管理费用 | -131 | -119 | -172 | -268 | -504 | -673 | 非流动资产 | 2,114 | 2,529 | 3,108 | 3,296 | 3,772 | 4,170 |
| % 销售收入 | 7.6% | 5.2% | 4.7% | 4.5% | 4.2% | 3.8% | % 总资产 | 44.7% | 53.9% | 48.2% | 41.1% | 32.8% | 27.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 69 | 133 | 408 | 759 | 1,285 | 1,889 | 资产总计 | 4,728 | 4,688 | 6,449 | 8,021 | 11,508 | 15,010 |
| % 销售收入 | 4.0% | 5.8% | 11.1% | 12.8% | 10.7% | 10.7% | 短期借款 | 712 | 374 | 1,065 | 100 | 974 | 1,825 |
| 财务费用 | -89 | -65 | -79 | -88 | -93 | -248 | 应付款项 | 658 | 761 | 1,372 | 1,651 | 3,139 | 4,229 |
| % 销售收入 | 5.2% | 2.8% | 2.1% | 1.5% | 0.8% | 1.4% | 其他流动负债 | 46 | 65 | 259 | 125 | 259 | 385 |
| 资产减值损失 | -137 | 5 | -39 | -159 | -147 | -91 | 流动负债 | 1,415 | 1,201 | 2,696 | 1,876 | 4,373 | 6,439 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 82 | 209 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 投资收益 | 46 | 0 | 2 | 58 | 50 | 70 | 其他长期负债 | 311 | 286 | 305 | 250 | 250 | 250 |
| % 税前利润 | -60.8% | n.a | 0.6% | 9.7% | 4.4% | 4.2% | 负债 | 1,809 | 1,695 | 3,187 | 2,312 | 4,809 | 6,875 |
| 营业利润 | -111 | 73 | 293 | 571 | 1,095 | 1,620 | 普通股股东权益 | 2,892 | 2,963 | 3,218 | 5,661 | 6,649 | 8,081 |
| 营业利润率 | n.a | 3.2% | 8.0% | 9.6% | 9.1% | 9.1% | 少数股东权益 | 28 | 30 | 44 | 47 | 50 | 53 |
| 营业外收支 | 36 | 20 | 27 | 30 | 30 | 30 | 负债股东权益合计 | 4,728 | 4,688 | 6,449 | 8,021 | 11,508 | 15,010 |
| 税前利润 | -75 | 93 | 319 | 601 | 1,125 | 1,650 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | n.a | 4.1% | 8.7% | 10.1% | 9.4% | 9.3% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | 22 | -21 | -21 | -78 | -146 | -214 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | n.a | 22.2% | 6.5% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 每股收益 | -0.102 | 0.132 | 0.545 | 0.293 | 0.551 | 0.809 |
| 净利润 | -53 | 72 | 299 | 523 | 979 | 1,435 | 每股净资产 | 5.370 | 5.501 | 5.875 | 8.376 | 9.837 | 11.956 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 5 | 3 | 3 | 3 | 每股经营现金净流 | -0.142 | 0.106 | 0.671 | -0.027 | -0.091 | 0.994 |
| 归属于母公司的净利 | -55 | 71 | 294 | 520 | 976 | 1,432 | 每股股利 | 0.000 | 0.050 | 0.130 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | n.a | 3.1% | 8.0% | 8.7% | 8.1% | 8.1% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | -1.89% | 2.39% | 9.12% | 9.18% | 14.68% | 17.72% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | -1.16% | 1.51% | 4.55% | 6.48% | 8.48% | 9.54% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 1.30% | 2.90% | 8.46% | 11.02% | 14.22% | 16.20% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | -15.35% | 33.49% | 61.38% | 61.69% | 101.84% | 47.52% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -80.83% | 93.07% | 205.90% | 86.08% | 69.22% | 47.04% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | N/A | N/A | 313.85% | 77.03% | 87.76% | 46.80% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 49.13% | -0.85% | 37.58% | 24.36% | 43.48% | 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 | 160.3 | 93.8 | 71.7 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -7.03% | -4.94% | 2.42% | -22.29% | -5.99% | -1.42% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 0.8 | 2.1 | 5.2 | 8.7 | 13.9 | 7.6 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 38.25% | 36.16% | 49.41% | 28.83% | 41.79% | 45.80% |

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 | 2015-10-12 | 买入 | 10.63 | N/A |
| 2 | 2015-10-30 | 买入 | 12.33 | 22.00 |
| 3 | 2015-12-30 | 买入 | 14.24 | 24.00 |
| 4 | 2016-01-11 | 买入 | 12.41 | 24.00~24.00 |
| 5 | 2016-01-14 | 买入 | 11.53 | 24.00 |
| 6 | 2016-01-26 | 买入 | 12.11 | 24.00 |
| 7 | 2016-02-18 | 买入 | 11.09 | 24.00 |
| 8 | 2016-03-04 | 买入 | 11.17 | 24.00 |

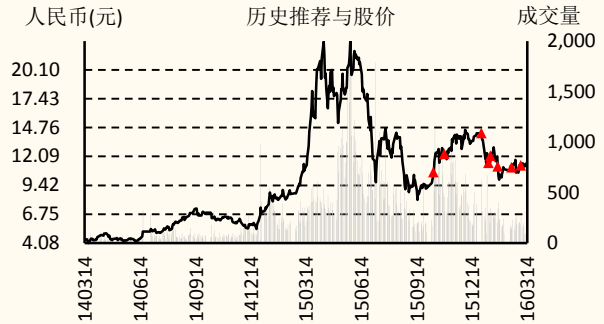
来源：国金证券研究所

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