

隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

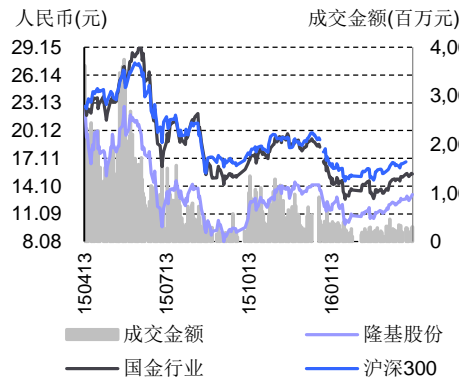
市场价格 (人民币): 13.18 元

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) | 23,385.79 |
| 年内股价最高最低(元) | 22.75/8.08 |
| 沪深 300 指数 | 3264.49 |
| 上证指数 | 3053.07 |



相关报告

- 《行业技术转型引领者, 确定性的持续高成长-隆基股份公司研究暨年...》, 2016.3.25
- 《再获大订单, 增资海外产能, 牵手平煤-隆基股份公司点评》, 2016.3.14
- 《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
- 《国际化战略取得重大突破-隆基股份公司点评》, 2016.2.18
- 《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

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

一季度业绩超预期, 好戏刚刚开始

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.545 | 0.294 | 0.607 | 0.961 | 1.462 |
| 每股净资产(元) | 5.87 | 3.18 | 3.78 | 4.66 | 6.12 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.67 | 0.21 | 0.72 | 0.71 | 1.26 |
| 市盈率(倍) | 38.23 | 41.06 | 19.87 | 12.54 | 8.25 |
| 行业优化市盈率(倍) | 60.02 | 81.23 | 67.47 | 67.47 | 67.47 |
| 净利润增长率(%) | 313.85% | 77.25% | 106.58% | 58.44% | 52.06% |
| 净资产收益率(%) | 9.12% | 9.24% | 16.02% | 20.58% | 23.83% |
| 总股本(百万股) | 538.52 | 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

- 公司发布 2016 年一季度业绩预增公告, 预计 Q1 净利润 2.55~2.7 亿元, 同比增长 245%~265%, 利润高增长主要源于组件和硅片销售增长带来的收入同比增长 169%, 以及毛利率的同比提高, 该业绩超过市场预期。

评论

- 技术和规模优势进一步向盈利能力转化:** 因行业淡季和春节因素, 公司一季度收入环比下降 30%, 然而仍然取得了与上年四季度基本持平的净利润, 单季净利率更是达到近 12%, 创下四年来的新高, 充分反映出公司源于技术工艺进步的持续降本成果、和组件销售放量后带来的规模效应对盈利能力的巨大贡献。
- 组件销售大单不断, 业绩有望持续超预期:** 公司近期公告的组件销售大单和战略合作协议源源不断, 天合等传统组件大厂也在加速将电池片产能向单晶切换, 从而将为公司带来大量新增的硅片订单, 后续将持续转化为逐季增长的收入和利润, 公司业绩有望持续超预期。
- 政策暖风频吹, 业绩释放与估值修复有望形成共振:** 今年以来, 能源局等部门频频出台重磅政策 (配额制、全额保障性收购、就近消纳试点等) 欲改善弃光限电问题, 这一持续压制行业估值的负面因素正逐渐看到边际改善的希望, 公司的业绩释放和板块估值修复有望形成共振。

盈利调整

- 我们小幅上调公司 2016~2018 年 EPS 预测至 0.61, 0.96, 1.46 元, 三年净利润复合增速 71%。

投资建议

- 公司作为我们持续长期看好的未来行业霸主, 在看到单晶替代的验证信号不断出现的情况下, 自今年一月以来, 我们再次以两篇深度报告 (2016.1.11 《单晶大潮势不可挡, 龙头企业霸业将成》、2016.3.25 《行业技术转型引领者, 确定性的持续高成长》) 和多篇点评报告对公司进行重点推荐, 公司目前股价对应 22 倍 2016PE, 维持“买入”评级和 24 元目标价。

图表 1: 三张报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 2,280 | 3,680 | 5,947 | 11,551 | 19,053 | 27,065 |
| 增长率 | | 61.4% | 61.6% | 94.2% | 64.9% | 42.0% |
| 主营业务成本 | -2,001 | -3,054 | -4,736 | -9,280 | -15,645 | -22,289 |
| % 销售收入 | 87.7% | 83.0% | 79.6% | 80.3% | 82.1% | 82.4% |
| 毛利 | 280 | 626 | 1,211 | 2,271 | 3,408 | 4,775 |
| % 销售收入 | 12.3% | 17.0% | 20.4% | 19.7% | 17.9% | 17.6% |
| 营业税金及附加 | -2 | -7 | -10 | -23 | -38 | -54 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -25 | -39 | -133 | -289 | -419 | -541 |
| % 销售收入 | 1.1% | 1.1% | 2.2% | 2.5% | 2.2% | 2.0% |
| 管理费用 | -119 | -172 | -275 | -520 | -781 | -1,056 |
| % 销售收入 | 5.2% | 4.7% | 4.6% | 4.5% | 4.1% | 3.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 133 | 408 | 793 | 1,440 | 2,170 | 3,124 |
| % 销售收入 | 5.8% | 11.1% | 13.3% | 12.5% | 11.4% | 11.5% |
| 财务费用 | -65 | -79 | -90 | -65 | -20 | -20 |
| % 销售收入 | 2.8% | 2.1% | 1.5% | 0.6% | 0.1% | 0.1% |
| 资产减值损失 | 5 | -39 | -135 | -160 | -214 | -149 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | n.a | 0.6% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 73 | 293 | 569 | 1,214 | 1,936 | 2,955 |
| 营业利润率 | 3.2% | 8.0% | 9.6% | 10.5% | 10.2% | 10.9% |
| 营业外收支 | 20 | 27 | 24 | 25 | 25 | 25 |
| 税前利润 | 93 | 319 | 593 | 1,239 | 1,961 | 2,980 |
| 利润率 | 4.1% | 8.7% | 10.0% | 10.7% | 10.3% | 11.0% |
| 所得税 | -21 | -21 | -72 | -161 | -255 | -387 |
| 所得税率 | 22.2% | 6.5% | 12.1% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 净利润 | 72 | 299 | 521 | 1,078 | 1,706 | 2,593 |
| 少数股东损益 | 1 | 5 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 归属于母公司的净利润 | 71 | 294 | 520 | 1,075 | 1,703 | 2,590 |
| 净利率 | 3.1% | 8.0% | 8.7% | 9.3% | 8.9% | 9.6% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 731 | 1,172 | 2,246 | 1,582 | 1,909 | 3,351 |
| 应收款项 | 334 | 726 | 2,288 | 3,652 | 5,651 | 7,591 |
| 存货 | 767 | 1,114 | 1,534 | 2,536 | 4,231 | 6,027 |
| 其他流动资产 | 327 | 329 | 372 | 280 | 471 | 671 |
| 流动资产 | 2,159 | 3,341 | 6,439 | 8,051 | 12,261 | 17,640 |
| % 总资产 | 46.1% | 51.8% | 63.1% | 64.8% | 72.1% | 77.9% |
| 长期投资 | 77 | 67 | 334 | 335 | 334 | 334 |
| 固定资产 | 2,277 | 2,836 | 3,198 | 3,906 | 4,264 | 4,533 |
| % 总资产 | 48.6% | 44.0% | 31.3% | 31.4% | 25.1% | 20.0% |
| 无形资产 | 134 | 160 | 172 | 135 | 136 | 136 |
| 非流动资产 | 2,529 | 3,108 | 3,769 | 4,378 | 4,735 | 5,006 |
| % 总资产 | 53.9% | 48.2% | 36.9% | 35.2% | 27.9% | 22.1% |
| 资产总计 | 4,688 | 6,449 | 10,209 | 12,429 | 16,997 | 22,647 |
| 短期借款 | 374 | 1,065 | 648 | 100 | 100 | 100 |
| 应付款项 | 761 | 1,372 | 2,959 | 4,848 | 7,643 | 10,487 |
| 其他流动负债 | 65 | 259 | 175 | 301 | 503 | 716 |
| 流动负债 | 1,201 | 2,696 | 3,781 | 5,249 | 8,247 | 11,303 |
| 长期贷款 | 209 | 186 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| 其他长期负债 | 286 | 305 | 576 | 250 | 250 | 250 |
| 负债 | 1,695 | 3,187 | 4,555 | 5,697 | 8,695 | 11,751 |
| 普通股股东权益 | 2,963 | 3,218 | 5,634 | 6,709 | 8,277 | 10,867 |
| 少数股东权益 | 30 | 44 | 19 | 22 | 25 | 28 |
| 负债股东权益合计 | 4,688 | 6,449 | 10,209 | 12,429 | 16,997 | 22,647 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.132 | 0.545 | 0.294 | 0.607 | 0.961 | 1.462 |
| 每股净资产 | 5.501 | 5.875 | 3.175 | 3.781 | 4.665 | 6.124 |
| 每股经营现金净流 | 0.106 | 0.671 | 0.205 | 0.720 | 0.711 | 1.264 |
| 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 | 2.39% | 9.12% | 9.24% | 16.02% | 20.58% | 23.83% |
| 总资产收益率 | 1.51% | 4.55% | 5.10% | 8.65% | 10.02% | 11.44% |
| 投入资本收益率 | 2.90% | 8.46% | 10.72% | 17.82% | 21.95% | 24.28% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 33.49% | 61.38% | 61.60% | 94.24% | 64.95% | 42.05% |
| EBIT增长率 | 93.07% | 205.90% | 94.40% | 81.48% | 50.74% | 43.99% |
| 净利润增长率 | N/A | 313.85% | 77.25% | 106.58% | 58.44% | 52.06% |
| 总资产增长率 | -0.85% | 37.58% | 58.29% | 21.75% | 36.76% | 33.24% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 48.5 | 36.9 | 68.0 | 85.0 | 80.0 | 75.0 |
| 存货周转天数 | 139.7 | 112.4 | 102.0 | 105.0 | 105.0 | 105.0 |
| 应付账款周转天数 | 44.4 | 58.2 | 78.9 | 80.0 | 75.0 | 75.0 |
| 固定资产周转天数 | 318.3 | 235.7 | 160.9 | 103.6 | 69.6 | 52.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -4.94% | 2.42% | -24.77% | -19.08% | -19.40% | -28.03% |
| EBIT利息保障倍数 | 2.1 | 5.2 | 8.8 | 22.1 | 109.6 | 157.8 |
| 资产负债率 | 36.16% | 49.41% | 44.62% | 45.84% | 51.15% | 51.89% |

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 | 2015-12-30 | 买入 | 14.24 | 24.00 |
| 2 | 2016-01-11 | 买入 | 12.41 | 24.00~24.00 |
| 3 | 2016-01-14 | 买入 | 11.53 | 24.00 |
| 4 | 2016-01-26 | 买入 | 12.11 | 24.00 |
| 5 | 2016-02-18 | 买入 | 11.09 | 24.00 |
| 6 | 2016-03-04 | 买入 | 11.17 | 24.00 |
| 7 | 2016-03-14 | 买入 | 11.53 | 24.00 |
| 8 | 2016-03-25 | 买入 | 12.06 | 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 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，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