

## 隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

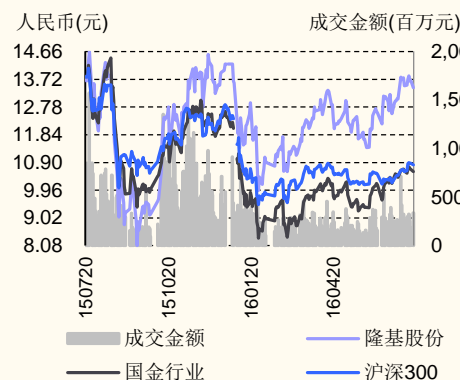
市场价格(人民币): 13.43元

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)	1,749.22
总市值(百万元)	23,829.38
年内股价最高最低(元)	14.67/8.08
沪深300指数	3262.02
上证指数	3043.56



## 相关报告

1. 《与中来股份签战略合作，布局N型高效单晶-隆基股份公司点评》，2016.5.25
2. 《成功推动技术路线格局变化，超额收益突显-隆基股份一季报点评》，2016.4.24
3. 《一季度业绩超预期，好戏刚刚开始-隆基股份公司点评》，2016.4.12
4. 《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
5. 《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

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

## 半年报大超预期，单晶替代红利持续释放

## 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	0.761	1.093	1.571
每股净资产(元)	5.87	3.18	3.94	4.95	6.52
每股经营性现金流(元)	0.67	0.21	0.79	0.87	1.41
市盈率(倍)	38.23	41.53	16.03	11.16	7.76
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%	159.10%	43.63%	43.74%
净资产收益率(%)	9.12%	9.24%	19.31%	22.05%	24.06%
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

## 业绩简评

- 公司发布 2016 年半年度业绩预增公告，预计 1-6 月实现净利润 8.3~8.8 亿元，同比增长 610%~650%，大超市场预期。业绩同比高速增长主要源自主要产品单晶硅片和组件销量的大幅增长，以及工艺技术水平提升带来的成本下降，因此毛利率水平同比有所提高。

## 经营分析

- **Q2 业绩爆发，除抢装外，更因单晶比例提升的红利释放和持续降本能力：**根据公司半年度业绩预告测算，Q2 单季实现净利润 5.6~6.1 亿，环比 Q1 净利润 2.7 亿增长 100% 以上，即使考虑国内 630 抢装的拉动，公司这一业绩增幅也明显超过同业平均水平，充分验证了终端需求结构向单晶切换的大趋势、以及公司持续降本能力所能够带来的大幅超额收益（上半年单晶产业链产品价格显著较多晶更为坚挺）。
- **产品售价和成本同步下降，预计下半年毛利率回撤幅度有限：**近期光伏产品价格因抢装结束出现预期中的明显下跌，但作为公司主要成本构成的硅料价格和电池片外加工费也在同步下降，再叠加公司自身生产效率提高所带来的成本持续下降，预计下半年毛利率的环比降幅将十分有限（根据我们的统计，Q2 以来，公司主要产品单晶硅片和组件的市场售价较高点分别下跌 4% 和 8%，而可看作成本指标的硅料和电池片价格则已分别下跌 6% 和 11%）。
- **产品“高效化”势不可挡，单晶份额提升呈加速之势：**今年以来，无论是规模大幅扩张的“领跑者”基地项目（从 2015 年的 1GW 扩大至 2016 年的 5.5GW），还是各地政府纷纷将光伏组件转化率列为电站配额竞标的第一评分权重，都充分反应出行业高效化大趋势正持续加强，单晶产品市占率的提升无疑将呈加速之势，公司作为单晶产业链绝对龙头将持续受益。

## 盈利调整

- 由于公司上半年业绩大幅超预期，我们上调 2016 年净利润预测至 13.5 亿元（较前次预测上调 25%），对应 2016~2018E 年 EPS 分别为 0.76, 1.09, 1.57 元，未来两年净利润复合增速仍有 44%。

## 投资建议

- 目前公司股价对应 2016 年 18 倍 PE，且后续行业的单晶替代趋势、公司的业绩兑现和业务拓展都有望持续超预期，维持“买入”评级和重点推荐。

图表 1: 分产品销售预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>单晶硅片</b>						
对外销量 (MW)		2,005	1,919	2,600	3,400	5,200
收入 (百万元)	1,861	3,159	2,557	3,052	3,634	5,225
YOY		70%	-19%	19%	19%	44%
毛利率	11.97%	17.49%	21.53%	23.94%	23.16%	22.72%
毛利占比	80%	88%	45%	28%	23%	24%
<b>单晶组件</b>						
销量 (MW)	24	41	721	2,600	4,800	7,000
收入 (百万元)	92	155	2,519	8,541	14,980	20,754
YOY		69%	1527%	239%	75%	39%
毛利率	3.19%	11.32%	19.31%	19.00%	17.00%	16.50%
毛利 (百万元)	3	18	487	1,623	2,547	3,424
毛利占比	1%	3%	40%	63%	70%	69%
<b>收入合计 (百万元)</b>	<b>2,280</b>	<b>3,680</b>	<b>5,947</b>	<b>12,607</b>	<b>19,669</b>	<b>27,120</b>
YOY	33%	61%	62%	112%	56%	38%
<b>综合毛利率</b>	<b>12.26%</b>	<b>17.01%</b>	<b>20.37%</b>	<b>20.51%</b>	<b>18.58%</b>	<b>18.20%</b>
<b>净利润 (百万元)</b>	<b>71</b>	<b>294</b>	<b>520</b>	<b>1,348</b>	<b>1,936</b>	<b>2,783</b>
YOY	NA	314%	77%	159%	44%	44%
<b>净利率</b>	<b>3.11%</b>	<b>7.98%</b>	<b>8.75%</b>	<b>10.69%</b>	<b>9.84%</b>	<b>10.26%</b>

来源: 国金证券研究所

图表 2: 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	12,607	19,669	27,120
增长率		61.4%	61.6%	112.0%	56.0%	37.9%
主营业务成本	-2,001	-3,054	-4,736	-10,021	-16,015	-22,185
% 销售收入	87.7%	83.0%	79.6%	79.5%	81.4%	81.8%
毛利	280	626	1,211	2,586	3,654	4,936
% 销售收入	12.3%	17.0%	20.4%	20.5%	18.6%	18.2%
营业税金及附加	-2	-7	-10	-25	-39	-54
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-25	-39	-133	-277	-413	-542
% 销售收入	1.1%	1.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
管理费用	-119	-172	-275	-517	-767	-1,003
% 销售收入	5.2%	4.7%	4.6%	4.1%	3.9%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	133	408	793	1,767	2,435	3,336
% 销售收入	5.8%	11.1%	13.3%	14.0%	12.4%	12.3%
财务费用	-65	-79	-90	-65	-20	-20
% 销售收入	2.8%	2.1%	1.5%	0.5%	0.1%	0.1%
资产减值损失	5	-39	-135	-173	-211	-138
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	1,528	2,204	3,178
营业利润率	3.2%	8.0%	9.6%	12.1%	11.2%	11.7%
营业外收支	20	27	24	25	25	25
税前利润	93	319	593	1,553	2,229	3,203
利润率	4.1%	8.7%	10.0%	12.3%	11.3%	11.8%
所得税	-21	-21	-72	-202	-290	-416
所得税率	22.2%	6.5%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	72	299	521	1,351	1,939	2,786
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	1,348	1,936	2,783
净利率	3.1%	8.0%	8.7%	10.7%	9.8%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	72	299	521	1,351	1,939	2,786
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	152	251	420	521	657	672
非经营收益	93	65	80	104	-5	-5
营运资金变动	-261	-247	-656	-567	-1,048	-953
经营活动现金净流	57	367	365	1,409	1,544	2,500
资本开支	-319	-495	-963	-995	-779	-780
投资	21	-7	-163	-1	0	0
其他	23	18	-90	0	0	0
投资活动现金净流	-275	-483	-1,216	-996	-779	-780
股权募资	0	97	1,979	0	-135	0
债权募资	-184	446	-7	-873	0	0
其他	-142	-38	-203	-73	-20	-20
筹资活动现金净流	-326	505	1,770	-946	-155	-20
现金净流量	-544	390	918	-533	609	1,701

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	1,713	2,323	4,023
应收款项	334	726	2,288	3,986	5,833	7,607
存货	767	1,114	1,534	2,739	4,331	5,999
其他流动资产	327	329	372	303	482	668
流动资产	2,159	3,341	6,439	8,740	12,969	18,296
% 总资产	46.1%	51.8%	63.1%	66.6%	73.3%	78.5%
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%	29.8%	24.1%	19.5%
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%	33.4%	26.7%	21.5%
资产总计	4,688	6,449	10,209	13,118	17,704	23,302
短期借款	374	1,065	648	100	100	100
应付款项	761	1,372	2,959	5,239	7,831	10,444
其他流动负债	65	259	175	326	517	715
流动负债	1,201	2,696	3,781	5,665	8,448	11,259
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	6,113	8,896	11,707
普通股股东权益	2,963	3,218	5,634	6,982	8,783	11,567
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	13,118	17,704	23,302

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.132	0.545	0.294	0.761	1.093	1.571
每股净资产	5.501	5.875	3.175	3.935	4.950	6.519
每股经营现金净流	0.106	0.671	0.205	0.794	0.870	1.409
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%	19.31%	22.05%	24.06%
总资产收益率	1.51%	4.55%	5.10%	10.28%	10.94%	11.94%
投入资本收益率	2.90%	8.46%	10.72%	21.05%	23.26%	24.40%
增长率						
主营业务收入增长率	33.49%	61.38%	61.60%	111.99%	56.02%	37.88%
EBIT增长率	93.07%	205.90%	94.40%	122.73%	37.81%	37.00%
净利润增长率	N/A	313.85%	77.25%	159.10%	43.63%	43.74%
总资产增长率	-0.85%	37.58%	58.29%	28.50%	34.96%	31.62%
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	94.9	67.5	52.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.94%	2.42%	-24.77%	-20.20%	-22.98%	-32.13%
EBIT利息保障倍数	2.1	5.2	8.8	27.1	123.0	168.5
资产负债率	36.16%	49.41%	44.62%	46.60%	50.24%	50.24%

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	2016-01-26	买入	12.11	24.00
2	2016-02-18	买入	11.09	24.00
3	2016-03-04	买入	11.17	24.00
4	2016-03-14	买入	11.53	24.00
5	2016-03-25	买入	12.06	24.00~24.00
6	2016-04-12	买入	13.18	24.00
7	2016-04-24	买入	12.20	24.00
8	2016-05-25	买入	11.69	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