

## 隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

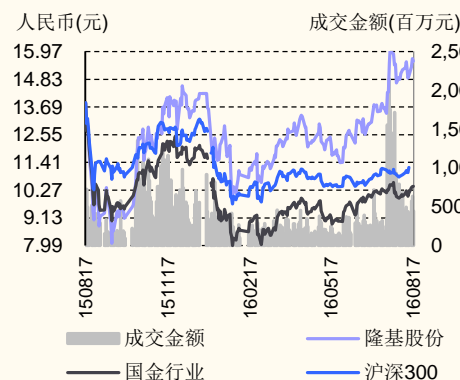
市场价格(人民币): 15.57元

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)	27,626.47
年内股价最高最低(元)	15.98/8.08
沪深300指数	3294.23
上证指数	3050.67



## 相关报告

- 《半年报大超预期, 单晶替代红利持续释放-隆基股份公司点评》, 2016.7.19
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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

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

## 领先优势继续扩大, 海外市场厚积薄发

## 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	0.763	1.089	1.591
每股净资产(元)	5.87	3.18	3.94	4.95	6.54
每股经营性现金流(元)	0.67	0.21	0.75	0.84	1.38
市盈率(倍)	38.23	41.53	20.41	14.29	9.79
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%	159.67%	42.81%	46.07%
净资产收益率(%)	9.12%	9.24%	19.34%	21.98%	24.30%
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 2016 上半年实现收入 64 亿元, 同比增长 283%, 净利润 8.6 亿元, 同比增长 634%, 符合此前业绩预告范围。
- 此外, 公司公告拟投资 16 亿元在马来西亚投建年产 300MW 单晶硅片、1GW 单晶硅片、500MW 单晶电池+组件项目, 并预计 2017Q1 投产。

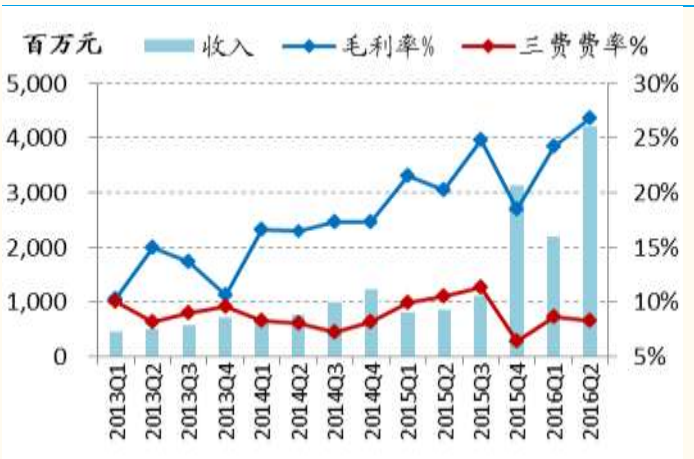
## 经营分析

- 非硅成本持续快速下降铸就远超行业平均水平的毛利率和盈利能力, 巨大领先优势已难被撼动:** 公司近年来通过大手笔的研发投入, 将多项创新工艺技术快速导入量产, 从而在今年上半年实现单晶硅片非硅成本同比下降 33%, 令公司 Q2 单季毛利率较 Q1 进一步提升 2.6 个百分点至 26.8%, 领先同业竞争对手 10 个百分点以上, 且随着公司收入规模和市占率的持续提升, 这种持续研发投入和技术进步速度的优势已经很难被存量或新进的竞争对手追赶, 公司的技术、成本优势将能够在较长时间内维持, 甚至进一步扩大。
- 从电站投资商到主流组件厂商, 转向单晶的比例持续快速提升, 上半年国内终端市场单晶份额已超过 25%:** 随着单晶组件的性价比逐渐获得国内终端电站投资商的认可, 国内从下游电站采购到中游主流组件企业的产能配置, 由多晶向单晶切换的速度超预期的快。根据我们的测算, 公司上半年仅对外销售单晶硅片就超过 2.7GW, 超年初预期一倍以上, 充分说明主流电池组件企业产能切换之快(且由于技术能力原因, 并未同步扩张内部单晶硅片产能), 以及终端市场对单晶需求之旺盛。
- 海外市场厚积薄发, 将支撑公司销售规模持续快速增长:** 公司今年以来先后与 Sunedison、中盛光电签署战略合作协议、与 Solarcity 保持密切合作、并积极与美国各大银行商谈产品认证事宜, 为海外市场销售放量做足准备。公司年初通过收购 Sunedison 马来西亚工厂获得东南亚生产基地, 本次快速布局从硅棒到组件的产能, 将能够为公司明后年向美国、欧洲的销售提供充足的“免税”产品供给。我们认为, 公司凭借高性价比的单晶组件, 将能够很快大面积打开国际市场, 为公司提供新的增长动力。

## 盈利调整与投资建议

- 我们维持此前半年报预告点评时上调的盈利预测, 预计 2016~2018 年净利润分别为 13.5、19.3、28.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.76、1.09、1.59 元。
- 目前公司股价仅对应 2016 年 20 倍 PE, 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。

图表 1: 公司单季度收入、毛利率、费用率情况



来源: 国金证券研究所

图表 2: 公司单季度净利润、净利率情况



来源: 国金证券研究所

图表 3: 分项目收入预测

	2013A	2014A	2015A	2016H1	2016E	2017E	2018E
<b>单晶硅片</b>							
对外销量 (MW)		2,005	1,919	2,760	4,500	5,800	7,300
收入 (百万元)	1,861	3,159	2,557	3,053	4,713	5,410	6,201
YOY		70%	-19%	162%	84%	15%	15%
毛利率	11.97%	17.49%	21.53%	27.73%	25.48%	23.88%	23.45%
毛利占比	80%	88%	45%	51%	42%	34%	29%
<b>单晶组件</b>							
销量 (MW)	24	41	721	873	2,300	4,500	7,000
收入 (百万元)	92	155	2,519	2,972	7,556	14,044	20,754
YOY		69%	1527%	1117%	200%	86%	48%
毛利率	3.19%	11.32%	19.31%	24.26%	20.00%	17.00%	16.50%
毛利占比	1%	3%	40%	43%	53%	63%	68%
<b>收入合计 (百万元)</b>	<b>2,280</b>	<b>3,680</b>	<b>5,947</b>	<b>6,424</b>	<b>12,925</b>	<b>20,130</b>	<b>27,705</b>
YOY		33%	61%	62%	283%	117%	56%
<b>综合毛利率</b>	<b>12.26%</b>	<b>17.01%</b>	<b>20.37%</b>	<b>25.89%</b>	<b>22.00%</b>	<b>18.96%</b>	<b>18.20%</b>
<b>净利润 (百万元)</b>	<b>71</b>	<b>294</b>	<b>520</b>	<b>861</b>	<b>1,351</b>	<b>1,930</b>	<b>2,818</b>
YOY		NA	314%	77%	634%	160%	43%
<b>净利率</b>	<b>3.11%</b>	<b>7.98%</b>	<b>8.75%</b>	<b>13.40%</b>	<b>10.45%</b>	<b>9.59%</b>	<b>10.17%</b>

来源: 国金证券研究所

图表 4：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,280	3,680	5,947	12,925	20,130	27,705	货币资金	731	1,172	2,246	1,664	2,260	3,986
增长率		61.4%	61.6%	117.3%	55.7%	37.6%	应收款项	334	726	2,288	4,087	5,970	7,771
主营业务成本	-2,001	-3,054	-4,736	-10,082	-16,314	-22,664	存货	767	1,114	1,534	2,755	4,411	6,128
% 销售收入	87.7%	83.0%	79.6%	78.0%	81.0%	81.8%	其他流动资产	327	329	372	304	491	682
毛利	280	626	1,211	2,843	3,816	5,041	流动资产	2,159	3,341	6,439	8,810	13,133	18,567
% 销售收入	12.3%	17.0%	20.4%	22.0%	19.0%	18.2%	% 总资产	46.1%	51.8%	63.1%	66.8%	73.5%	78.8%
营业税金及附加	-2	-7	-10	-65	-101	-139	长期投资	77	67	334	335	334	334
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,277	2,836	3,198	3,906	4,264	4,533
营业费用	-25	-39	-133	-414	-503	-610	% 总资产	48.6%	44.0%	31.3%	29.6%	23.9%	19.2%
% 销售收入	1.1%	1.1%	2.2%	3.2%	2.5%	2.2%	无形资产	134	160	172	135	136	136
管理费用	-119	-172	-275	-582	-785	-942	非流动资产	2,529	3,108	3,769	4,378	4,735	5,006
% 销售收入	5.2%	4.7%	4.6%	4.5%	3.9%	3.4%	% 总资产	53.9%	48.2%	36.9%	33.2%	26.5%	21.2%
息税前利润 (EBIT)	133	408	793	1,783	2,427	3,351	<b>资产总计</b>	<b>4,688</b>	<b>6,449</b>	<b>10,209</b>	<b>13,188</b>	<b>17,869</b>	<b>23,573</b>
% 销售收入	5.8%	11.1%	13.3%	13.8%	12.1%	12.1%	短期借款	374	1,065	648	100	100	100
财务费用	-65	-79	-90	-65	-20	-20	应付款项	761	1,372	2,959	5,301	7,988	10,668
% 销售收入	2.8%	2.1%	1.5%	0.5%	0.1%	0.1%	其他流动负债	65	259	175	331	528	730
资产减值损失	5	-39	-135	-175	-217	-142	流动负债	1,201	2,696	3,781	5,732	8,616	11,498
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	209	186	198	198	198	198
投资收益	0	2	1	20	40	80	其他长期负债	286	305	576	250	250	250
% 税前利润	n.a	0.6%	0.1%	1.3%	1.8%	2.4%	<b>负债</b>	<b>1,695</b>	<b>3,187</b>	<b>4,555</b>	<b>6,180</b>	<b>9,064</b>	<b>11,946</b>
营业利润	73	293	569	1,563	2,230	3,270	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,963</b>	<b>3,218</b>	<b>5,634</b>	<b>6,985</b>	<b>8,780</b>	<b>11,598</b>
营业利润率	3.2%	8.0%	9.6%	12.1%	11.1%	11.8%	少数股东权益	30	44	19	22	25	28
营业外收支	20	27	24	30	30	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,688</b>	<b>6,449</b>	<b>10,209</b>	<b>13,188</b>	<b>17,869</b>	<b>23,573</b>
税前利润	93	319	593	1,593	2,260	3,300	<b>比率分析</b>						
利润率	4.1%	8.7%	10.0%	12.3%	11.2%	11.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-21	-21	-72	-239	-328	-478	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.2%	6.5%	12.1%	15.0%	14.5%	14.5%	每股收益	0.132	0.545	0.294	0.763	1.089	1.591
净利润	72	299	521	1,354	1,933	2,821	每股净资产	5.501	5.875	3.175	3.937	4.948	6.537
少数股东损益	1	5	0	3	3	3	每股经营现金净流	0.106	0.671	0.205	0.752	0.837	1.375
归属于母公司的净利润	71	294	520	1,351	1,930	2,818	每股股利	0.000	0.050	0.130	0.000	0.000	0.000
净利率	3.1%	8.0%	8.7%	10.5%	9.6%	10.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.39%	9.12%	9.24%	19.34%	21.98%	24.30%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.51%	4.55%	5.10%	10.25%	10.80%	11.96%
净利润	72	299	521	1,354	1,933	2,821	投入资本收益率	2.90%	8.46%	10.72%	20.75%	22.79%	24.03%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	152	251	420	523	663	676	主营业务收入增长率	33.49%	61.38%	61.60%	117.34%	55.74%	37.63%
非经营收益	93	65	80	79	-50	-90	EBIT 增长率	93.07%	205.90%	94.40%	124.84%	36.08%	38.09%
营运资金变动	-261	-247	-656	-621	-1,060	-967	净利润增长率	N/A	313.85%	77.25%	159.67%	42.81%	46.07%
经营活动现金净流	57	367	365	1,335	1,486	2,440	总资产增长率	-0.85%	37.58%	58.29%	29.19%	35.49%	31.92%
资本开支	-319	-495	-963	-990	-774	-775	<b>资产管理能力</b>						
投资	21	-7	-163	-1	0	0	应收账款周转天数	48.5	36.9	68.0	85.0	80.0	75.0
其他	23	18	-90	20	40	80	存货周转天数	139.7	112.4	102.0	105.0	105.0	105.0
投资活动现金净流	-275	-483	-1,216	-971	-734	-695	应付账款周转天数	44.4	58.2	78.9	80.0	75.0	75.0
股权募资	0	97	1,979	0	-135	0	固定资产周转天数	318.3	235.7	160.9	92.6	65.9	51.4
债权募资	-184	446	-7	-873	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-142	-38	-203	-73	-20	-20	净负债/股东权益	-4.94%	2.42%	-24.77%	-19.49%	-22.29%	-31.72%
筹资活动现金净流	-326	505	1,770	-946	-155	-20	EBIT 利息保障倍数	2.1	5.2	8.8	27.4	122.6	169.3
现金净流量	-544	390	918	-582	596	1,725	资产负债率	36.16%	49.41%	44.62%	46.86%	50.72%	50.68%

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	2016-02-18	买入	11.09	24.00
2	2016-03-04	买入	11.17	24.00
3	2016-03-14	买入	11.53	24.00
4	2016-03-25	买入	12.06	24.00~24.00
5	2016-04-12	买入	13.18	24.00
6	2016-04-24	买入	12.20	24.00
7	2016-05-25	买入	11.69	24.00
8	2016-07-19	买入	13.43	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