

## 隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

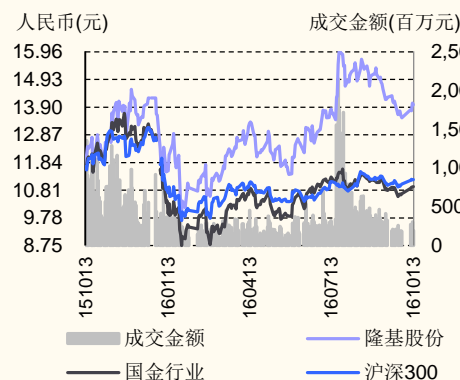
市场价格(人民币): 14.00元

目标价格(人民币): 20.00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)	27,778.78
年内股价最高最低(元)	15.98/9.95
沪深300指数	3302.65
上证指数	3061.35



## 相关报告

- 《领先优势继续扩大, 海外市场厚积薄发-隆基股份半年报点评》, 2016.8.18
- 《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

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

## 行业景气急冻中彰显可贵盈利能力

## 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	0.681	0.972	1.420
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	22.87	16.01	10.96
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	1,984.20	1,984.20	1,984.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司发布 2016 年三季度业绩预增公告, 预计 1-9 月累计净利润同比增长 330%~350%, 即 10.6~11.1 亿元 (折合 EPS 0.53~0.56 元), 对应 Q3 单季净利润 1.96~2.45 亿元。

## 经营分析

■ 上半年装机大跃进造成 Q3 国内需求急冻, 产业链价格急跌: 在上网电价将大幅下调的刺激下, 今年上半年我国演绎了大跃进式的光伏电站建设, 上半年新增装机超过 20GW, 同比增长 150%以上, 这种猛烈的抢装造成了 Q3 国内需求的急冻, 在中国需求占全球 1/3 (上半年甚至超过一半) 的情况下, 需求的突然消失致使整个产业链价格在 Q3 普遍急跌, 各环节产品均价在三个月内的跌幅介于 20%~35%之间。

■ 相对旺盛的单晶产品需求和持续降本能力支撑公司 Q3 业绩表现优于同业: 公司主要产品单晶硅片和单晶组件在 Q3 期间市场均价下跌分别达到 25%和 20%, 然而, 受益于倾向于使用高效产品的领跑者项目规模的扩大等因素, 三季度单晶产品的需求仍相对旺盛 (作为对比, 多晶硅片同期价格跌幅达 35%), 再叠加多晶硅等原材料价格的下跌以及公司自身的降本成果, 令公司毛利率仍能维持较理想水平, Q3 单季净利润虽出现预期中的环比下滑, 但同比仍接近翻倍增长, 我们认为这一业绩表现已显著优于同业平均水平。

■ Q4 价格有望企稳反弹, 预计 2017 年行业将再次洗牌分化: 在季末抛库存效应消退、企业主动减产、需求转暖等因素的共同作用下, 9 月底 10 月初光伏产品价格开始企稳反弹, 近两周硅片、电池片报价均出现不同程度的上涨, 我们判断四季度产业链价格有望维持平稳, 若需求回暖程度好于预期, 则有望延续反弹态势。中期看, 2017 年行业大概率将出现新一轮的洗牌, 而具有成本优势、产品结构占优的企业则仍有望继续提升市占率和盈利。

■ 单晶比例持续提升和海外组件市场突破支撑公司盈利可持续成长: 我们认为, “行业单晶比例提升、绝对龙头优势地位稳固”这两条我们长期看好公司的核心逻辑并未变化, 下游产能调整带来的不断增加的单晶硅片需求、和公司海外组件销售的突破放量, 将支撑公司在行业景气回调、增长放慢脚步的年份里实现自身盈利增长的不停步。

## 盈利调整与投资建议

■ 我们维持盈利预测, 预计 2016~2018 年 EPS 分别为 0.68、0.97、1.42 元, 维持“买入”评级, 目标价 20 元, 对应 20 倍 2017PE。

图表 1: 三张报表摘要

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,280</b>	<b>3,680</b>	<b>5,947</b>	<b>12,925</b>	<b>20,130</b>	<b>27,705</b>	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							
利润率	4.1%	8.7%	10.0%	12.3%	11.2%	11.9%	<b>比率分析</b>						
所得税	-21	-21	-72	-239	-328	-478		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	22.2%	6.5%	12.1%	15.0%	14.5%	14.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	72	299	521	1,354	1,933	2,821	每股收益	0.132	0.545	0.294	0.681	0.972	1.420
少数股东损益	1	5	0	3	3	3	每股净资产	5.501	5.875	3.175	3.937	4.948	6.537
归属于母公司的净利润	71	294	520	1,351	1,930	2,818	每股经营现金净流	0.106	0.671	0.205	0.752	0.837	1.375
净利率	3.1%	8.0%	8.7%	10.5%	9.6%	10.2%	每股股利	0.000	0.050	0.130	0.000	0.000	0.000
							<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%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>57</b>	<b>367</b>	<b>365</b>	<b>1,335</b>	<b>1,486</b>	<b>2,440</b>	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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-275</b>	<b>-483</b>	<b>-1,216</b>	<b>-971</b>	<b>-734</b>	<b>-695</b>	应付账款周转天数	44.4	58.2	78.9	80.0	75.0	75.0
股权筹资	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
债权筹资	-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%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-326</b>	<b>505</b>	<b>1,770</b>	<b>-946</b>	<b>-155</b>	<b>-20</b>	EBIT利息保障倍数	2.1	5.2	8.8	27.4	122.6	169.3
<b>现金净流量</b>	<b>-544</b>	<b>390</b>	<b>918</b>	<b>-582</b>	<b>596</b>	<b>1,725</b>	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	2016-03-04	买入	11.17	24.00
2	2016-03-14	买入	11.53	24.00
3	2016-03-25	买入	12.06	24.00~24.00
4	2016-04-12	买入	13.18	24.00
5	2016-04-24	买入	12.20	24.00
6	2016-05-25	买入	11.69	24.00
7	2016-07-19	买入	13.43	24.00
8	2016-08-18	买入	15.48	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