

## 隆基股份 (601012.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

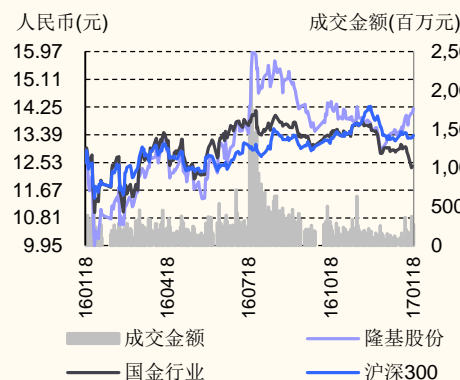
市场价格 (人民币): 14.20 元

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)	1,749.78
总市值(百万元)	28,352.23
年内股价最高最低(元)	15.98/9.95
沪深 300 指数	3339.37
上证指数	3113.01



## 相关报告

- 《云南硅棒项目引入上下游龙头合资意义重大-隆基股份公司点评》, 2017.1.5
- 《单季毛利率创新高, 四季度将迎量价齐升-隆基股份三季报业绩点评》, 2016.10.30
- 《行业景气急冻中彰显可贵盈利能力-隆基股份三季报预增点评》, 2016.10.14
- 《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

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

## 优秀就是当超预期成为习惯

## 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	0.764	1.019	1.293
每股净资产(元)	5.87	3.18	4.04	5.11	6.56
每股经营性现金流(元)	0.67	0.21	0.82	1.02	1.34
市盈率(倍)	38.23	41.53	17.71	13.93	10.98
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%	193.21%	33.41%	26.86%
净资产收益率(%)	9.12%	9.24%	21.31%	22.47%	22.18%
总股本(百万股)	538.52	1,771.38	1,996.64	1,996.64	1,996.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 隆基股份发布业绩预增公告, 预计 2016 年度实现净利润 14~16 亿元, 同比增长 169%~208%, 超过市场预期。

## 经营分析

- 出货量和毛利率超预期只是表象, 单晶的高性价比+高壁垒带来的短期供应紧张和长期份额提升, 才是业绩持续超预期和公司可持续成长的核心动力:
- 根据公告测算, 公司 Q4 单季净利润 3~5 亿元, 环比 Q3 增长 27%~111%, 我们预计公司 Q4 组件出货量的环比大幅提升和产品价格企稳反弹后的毛利率进一步上升, 是 Q4 业绩环比高增长并超预期的直接原因。
- 我们一直以来强调看好公司的两大核心逻辑: 1.单晶相对多晶性价比优势的维持甚至进一步扩大所驱动的单晶应用比例提升; 2.单晶硅棒/硅片环节的高壁垒所确保的龙头企业市占率提升和穿越周期的稳定盈利能力(由众多技术工艺点叠加的低成本生产能力壁垒, 以及远超行业平均水平的毛利率)。近期公司在云南 5GW 硅棒项目上成功引入上下游龙头合资就是对以上逻辑的强有力验证。(详见 1 月 4 日点评)
- 展望 2017 年, 上半年领跑者+抢装维持热度, 下半年分布式+出口接力增长: 我们预计今年上半年国内市场重演 2016 年上半年的抢装是大概率事件, 尤其是领跑者项目从去年的 1GW 扩容到今年的 5.5GW, 将有力支撑单晶市场的景气度; 而下半年随着分布式项目逐渐进入安装高峰(由于补贴不下调, 上半年抢高价组件安装动力不足)以及公司单晶组件出口的提速, 将有效弥补下半年行业景气的走弱, 实现接力增长。
- 超预期的业绩兑现是最好的逻辑验证, 公司作为“周期成长股”的成长属性将加速获得市场认可: 光伏制造业属于比较典型的“周期成长行业”, 但近两年随着行业体量的增大、部分终端市场的政策退坡、行业集中度的提升, 其周期属性和成长属性均有所削弱; 然而, 未来 3~5 年内单晶比例和龙头企业市占率的持续提升, 将能够确保公司的业绩实现可持续增长, 其成长属性将逐步获得市场认可, 并获得与之匹配的估值。

## 盈利调整与投资建议

- 我们上调公司 2016~2018E 年净利润预测至 15.3, 20.4, 25.8 亿元, 对应 EPS 分别为 0.76, 1.02, 1.29 元, 其中 2016/17E 年净利润预测分别较前次预测值上调 13%和 10%, 目前股价对应 14/11 倍 2017/18PE。
- 我们认为, 随着持续的超预期业绩兑现, 公司作为“周期成长股”中的偏成长类属性将逐步被市场认可, 估值也将得到相应体现, 维持“买入”评级和 20 元目标价, 对应 20 倍 2017PE。

**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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,280	3,680	5,947	13,134	18,366	24,582	货币资金	731	1,172	2,246	1,788	2,708	4,378
增长率		61.4%	61.6%	120.9%	39.8%	33.8%	应收款项	334	726	2,288	4,153	5,447	6,895
主营业务成本	-2,001	-3,054	-4,736	-10,068	-14,588	-20,029	存货	767	1,114	1,534	2,752	3,945	5,416
% 销售收入	87.7%	83.0%	79.6%	76.7%	79.4%	81.5%	其他流动资产	327	329	372	304	440	603
毛利	280	626	1,211	3,066	3,778	4,552	流动资产	2,159	3,341	6,439	8,996	12,540	17,292
% 销售收入	12.3%	17.0%	20.4%	23.3%	20.6%	18.5%	% 总资产	46.1%	51.8%	63.1%	67.3%	72.6%	77.5%
营业税金及附加	-2	-7	-10	-66	-92	-123	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	-420	-459	-541	% 总资产	48.6%	44.0%	31.3%	29.2%	24.7%	20.3%
% 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	-591	-716	-836	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%	32.7%	27.4%	22.5%
息税前利润 (EBIT)	133	408	793	1,989	2,511	3,053	<b>资产总计</b>	<b>4,688</b>	<b>6,449</b>	<b>10,209</b>	<b>13,374</b>	<b>17,275</b>	<b>22,298</b>
% 销售收入	5.8%	11.1%	13.3%	15.1%	13.7%	12.4%	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	5,311	7,166	9,433
% 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	333	475	646
资产减值损失	5	-39	-135	-175	-177	-120	流动负债	1,201	2,696	3,781	5,744	7,742	10,180
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%	1.1%	1.7%	2.6%	<b>负债</b>	<b>1,695</b>	<b>3,187</b>	<b>4,555</b>	<b>6,192</b>	<b>8,190</b>	<b>10,628</b>
营业利润	73	293	569	1,768	2,354	2,993	<b>普通股股东权益</b>	2,963	3,218	5,634	7,160	9,060	11,642
营业利润率	3.2%	8.0%	9.6%	13.5%	12.8%	12.2%	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>13,374</b>	<b>17,275</b>	<b>22,298</b>
税前利润	93	319	593	1,798	2,384	3,023	<b>比率分析</b>						
利润率	4.1%	8.7%	10.0%	13.7%	13.0%	12.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-21	-21	-72	-270	-346	-438	<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	0.764	1.019	1.293
净利润	72	299	521	1,529	2,038	2,585	每股净资产	5.501	5.875	3.175	4.035	5.106	6.561
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	0.822	1.020	1.344
归属于母公司的净利润	71	294	520	1,526	2,035	2,582	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%	11.6%	11.1%	10.5%	<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%	21.31%	22.47%	22.18%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.51%	4.55%	5.10%	11.41%	11.78%	11.58%
净利润	72	299	521	1,529	2,038	2,585	投入资本收益率	2.90%	8.46%	10.72%	22.60%	22.88%	21.81%
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	623	654	主营业务收入增长率	33.49%	61.38%	61.60%	120.85%	39.84%	33.84%
非经营收益	93	65	80	79	-50	-90	EBIT 增长率	93.07%	205.90%	94.40%	150.76%	26.24%	21.58%
营运资金变动	-261	-247	-656	-671	-802	-764	净利润增长率	N/A	313.85%	77.25%	193.21%	33.41%	26.86%
经营活动现金净流	57	367	365	1,459	1,809	2,385	总资产增长率	-0.85%	37.58%	58.29%	31.01%	29.17%	29.08%
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	91.1	72.2	58.0
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%	-20.75%	-26.53%	-34.96%
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	30.5	126.8	154.2
现金净流量	-544	390	918	-458	920	1,670	资产负债率	36.16%	49.41%	44.62%	46.30%	47.41%	47.66%

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。

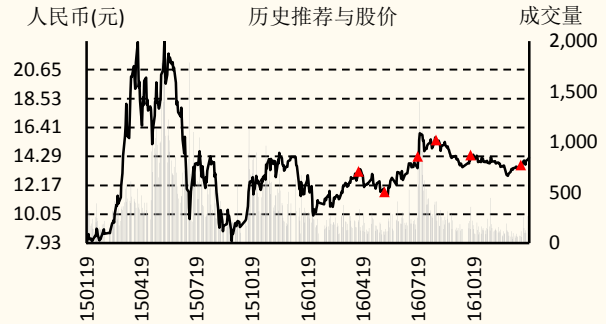
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-04-12	买入	13.18	24.00
2	2016-04-24	买入	12.20	24.00
3	2016-05-25	买入	11.69	24.00
4	2016-07-19	买入	13.43	24.00
5	2016-08-18	买入	15.48	24.00
6	2016-10-14	买入	14.00	20.00
7	2016-10-30	买入	13.95	20.00
8	2017-01-05	买入	13.64	20.00

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