

隆基股份 (601012) \ 电气设备

——产能持续释放，业绩延续高速增长

事件：

隆基股份发布2017年第一季度业绩预增公告，报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润为4亿元—4.5亿元，同比增加50%-70%。

投资要点：

➢ 单晶需求强烈，产能持续释放

虽然2017年一季度光伏产品整体需求比预想中疲弱，但单晶产品的结构性需求依旧强烈，主要受益于行业的高效化趋势，未来领跑者基地以及分布式光伏装机规模的增长将继续提升高效单晶的需求。另一方面，隆基股份的产能持续释放，使得业绩延续高速增长。

➢ 硅料价格下降或使得毛利率进一步提升

3月以来，由于多晶硅料产能的放出以及整体需求的疲弱，使得多晶硅料的价格持续下跌。硅料占单晶硅片总成本的比例约为50%左右，这将使得单晶硅片的成本进一步下降。而在需求端，由于单晶市场依旧强势，因此单晶硅片及组件的毛利率将继续提升，并体现在二季度业绩上。

➢ 竞争对手产能也将陆续放出，公司竞争力依然突出

我们预计二季度以后，中环股份、保利协鑫能源等竞争对手的单晶硅片产能也将陆续放出，因此后续单晶产品的价格也将承压。但我们认为隆基股份在降本增效方面的竞争力非常突出，竞争对手在短期内的成本将高于隆基，公司在近几年的龙头地位并不会改变，且单、多晶产品价格的竞相下降对于公司单W的盈利能力并不会产生较大影响。

➢ 海外市场将成为更大的舞台

除了国内单晶市场需求火热以外，海外市场单晶市占率同样在提升。我们认为，公司产品的竞争力足以在全球大施拳脚。目前公司也正大力开拓海外市场，2016年海外收入同比增41%。马来西亚古晋年产300MW单晶硅棒、1GW切片项目将开始陆续投产。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,947.03	11,530.53	14,980.70	17,512.45	19,517.17
增长率 (%)	61.60%	93.89%	29.92%	16.90%	11.45%
EBITDA (百万元)	956.64	2,303.35	2,969.00	3,537.49	4,324.60
净利润 (百万元)	520.33	1,547.24	2,023.27	2,463.52	2,860.03
增长率 (%)	77.25%	197.36%	30.77%	21.76%	16.10%
EPS (元/股)	0.26	0.78	1.01	1.23	1.43
市盈率 (P/E)	61.99	20.85	15.94	13.09	11.28
市净率 (P/B)	5.72	3.20	2.70	2.28	1.93
EV/EBITDA	29.66	13.83	11.96	10.21	8.89

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**强烈推荐**
 上次建议：**强烈推荐**
 当前价格：16.16元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,996/1,756
流通A股市值 (百万元)	29,068
每股净资产 (元)	5.05
资产负债率 (%)	47.35
一年内最高/最低 (元)	16.97/11.21

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

虞栋 联系人

电话：0510-85611779

邮箱：yudong@glsc.com.cn

顾泉

电话：0510-82835080

邮箱：guquan@glsc.com.cn

相关报告

1、《隆基股份 (601012) \ 电气设备行业》
2017.03.13

2、《隆基股份 (601012) \ 电气设备行业》
2017.01.25

3、《隆基股份 (601012) \ 电气设备行业》
2016.12.05

➤ **维持“强烈推荐”评级。**我们预计公司2017年-2019年将实现收入149.80/175.12/195.17亿元，实现净利20.27/24.63/28.60亿元，对应PE分别为15/13/11倍。考虑到未来单晶替代多晶的趋势明显，公司单晶硅片龙头地位稳固，我们看好公司中长期的发展前景，维持“强烈推荐”评级。

➤ **风险提示**

1.政策风险； 2.产能过剩风险 3.双反风险；

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,056.9	5,405.06	2,996.14	3,502.49	3,903.43
应收账款+票据	2,287.5	3,891.93	2,195.71	4,920.75	3,010.36
预付账款	165.78	727.79	-125.20	843.98	-38.43
存货	1,534.1	1,213.42	3,745.46	2,169.65	4,459.53
其他	206.03	392.30	392.30	392.30	392.30
流动资产合计	6,250.5	11,630.5	9,204.41	11,829.1	11,727.2
长期股权投资	131.14	232.91	232.91	232.91	232.91
固定资产	2,621.0	4,590.66	5,124.23	4,379.65	7,438.39
在建工程	577.42	1,388.15	4,000.00	8,000.00	8,000.00
无形资产	133.78	209.52	204.52	199.52	194.51
其他非流动资产	241.03	587.05	549.39	511.72	474.05
非流动资产合计	3,704.4	7,008.31	10,111.0	13,323.8	16,339.8
资产总计	9,954.9	18,638.8	19,315.4	25,152.9	28,067.0
短期借款	504.31	822.16	1,301.30	1,830.60	3,785.45
应付账款+票据	2,125.8	3,076.79	3,472.97	4,339.79	4,416.13
其他	976.33	2,179.77	74.35	2,216.38	103.34
流动负债合计	3,606.5	6,078.72	4,848.63	8,386.77	8,304.92
长期带息负债	198.00	2,017.13	2,075.85	2,125.07	2,508.72
长期应付款	472.42	366.46	366.46	366.46	366.46
其他	24.23	82.74	82.74	82.74	82.74
非流动负债合计	694.65	2,466.33	2,525.05	2,574.27	2,957.92
负债合计	4,301.1	8,545.06	7,373.68	10,961.0	11,262.8
少数股东权益	19.47	1.06	14.74	31.39	50.72
股本	1,774.3	1,996.64	1,996.64	1,996.64	1,996.64
资本公积	2,456.0	5,232.96	5,232.96	5,232.96	5,232.96
留存收益	1,403.8	2,862.95	4,697.30	6,930.79	9,523.77
股东权益合计	5,653.7	10,093.6	11,941.6	14,191.7	16,804.0
负债和股东权益总	9,954.8	18,638.6	19,315.3	25,152.8	28,066.9

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	534.72	1,515.04	2,021.51	2,442.49	2,827.90
折旧摊销	284.53	426.13	517.25	517.25	783.92
财务费用	87.75	82.64	55.33	102.39	153.20
存货减少	-420.34	300.15	-2,532.0	1,575.81	-2,289.8
营运资金变动	-184.42	-1,970.3	839.97	-685.38	756.09
其它	72.76	199.56	380.00	270.00	200.00
经营活动现金流	375.01	553.22	1,282.03	4,222.57	2,431.24
资本支出	980.04	2,081.83	4,000.00	4,000.00	4,000.00
长期投资	2,536.8	2,217.84	0.00	0.00	0.00
其他	2,301.11	2,147.84	15.44	37.68	51.45
投资活动现金流	-1,215.7	-2,151.8	-3,984.5	-3,962.3	-3,948.5
债权融资	-6.51	2,164.11	537.86	578.52	2,338.50
股权融资	1,978.9	3,036.10	0.00	0.00	0.00
其他	-213.42	-199.11	-244.25	-332.42	-420.25
筹资活动现金流	1,759.0	5,001.09	293.61	246.10	1,918.25
现金净增加额	928.93	3,438.74	-2,408.9	506.35	400.94

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,947.0	11,530.5	14,980.7	17,512.4	19,517.1
营业成本	4,735.7	8,361.43	10,670.8	12,728.5	14,265.1
营业税金及附加	9.87	109.98	142.89	167.04	186.16
营业费用	132.99	467.83	674.13	682.99	702.62
管理费用	275.23	441.10	599.23	647.96	683.10
财务费用	89.99	101.98	135.33	142.39	153.20
资产减值损失	135.18	332.78	380.00	270.00	200.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.06	17.16	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	582.09	1,732.60	2,378.24	2,873.51	3,326.95
营业外净收益	10.49	60.10	18.16	44.33	60.53
利润总额	592.57	1,792.70	2,396.41	2,917.85	3,387.48
所得税	71.84	241.64	359.46	437.68	508.12
净利润	520.73	1,551.06	2,036.95	2,480.17	2,879.36
少数股东损益	0.41	3.82	13.68	16.65	19.33
归属于母公司净利	520.33	1,547.24	2,023.27	2,463.52	2,860.03

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	61.60%	93.89%	29.92%	16.90%	11.45%
EBIT	87.97%	179.30%	30.61%	23.19%	17.23%
EBITDA	61.22%	140.77%	28.90%	19.15%	22.25%
归属于母公司净利	313.85	197.36%	30.77%	21.76%	16.10%
获利能力					
毛利率	20.37%	27.48%	28.77%	27.32%	26.91%
净利率	8.76%	13.45%	13.60%	14.16%	14.75%
ROE	9.24%	15.33%	16.96%	17.40%	17.07%
ROIC	14.61%	29.99%	21.37%	16.68%	16.44%
偿债能力					
资产负债率	43.21%	45.85%	38.18%	43.58%	40.13%
流动比率	1.73	1.91	1.90	1.41	1.41
速动比率	1.25	1.65	1.04	1.10	0.83
营运能力					
应收账款周转率	2.86	3.01	8.27	3.66	7.61
存货周转率	3.09	6.89	2.85	5.87	3.20
总资产周转率	0.60	0.62	0.78	0.70	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.78	1.01	1.23	1.43
每股经营现金流	0.19	0.28	0.64	2.12	1.22
每股净资产	2.82	5.06	5.98	7.09	8.39
估值比率					
市盈率	61.99	20.85	15.94	13.09	11.28
市净率	5.72	3.20	2.70	2.28	1.93
EV/EBITDA	29.66	13.83	11.96	10.21	8.89
EV/EBIT	42.22	16.97	14.48	11.95	10.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

