

## 隆基股份(601012.SH) 太阳能行业

评级：买入 维持评级

公司点评

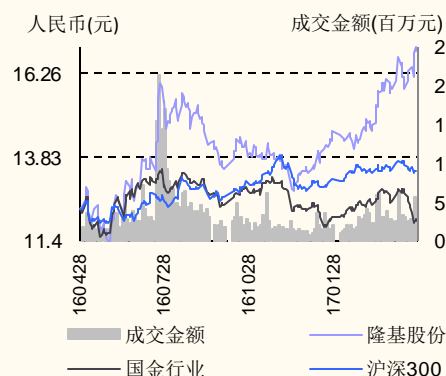
市场价格(人民币)：16.93元

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)	33,790.43
年内股价最高最低(元)	17.03/11.40
沪深300指数	3446.72
上证指数	3152.19



## 相关报告

- 《今日稳坐单晶第一，未来光伏霸主可期-隆基股份年报点评》，2017.3.13
- 《优秀就是当超预期成为习惯-隆基股份年度业绩预告点评》，2017.1.18
- 《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

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

## 利润率维持上升通道，下半年降价不足惧

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.775	1.047	1.400	1.898
每股净资产(元)	3.18	5.05	6.10	7.41	9.31
每股经营性现金流(元)	0.21	0.27	1.78	1.79	2.57
市盈率(倍)	46.47	17.28	14.10	10.54	7.78
行业优化市盈率(倍)	62.42	101.26	101.26	101.26	101.26
净利润增长率(%)	77.25%	197.36%	35.02%	33.73%	35.62%
净资产收益率(%)	9.24%	15.33%	17.15%	18.88%	20.39%
总股本(百万股)	1,771.38	1,996.64	1,995.89	1,995.89	1,995.89

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司发布 2017 年一季报，实现收入 26.9 亿元，同比增长 22%，净利润 4.4 亿元，同比增长 65%，净利润接近业绩预告上限，略超市场预期。

## 经营分析

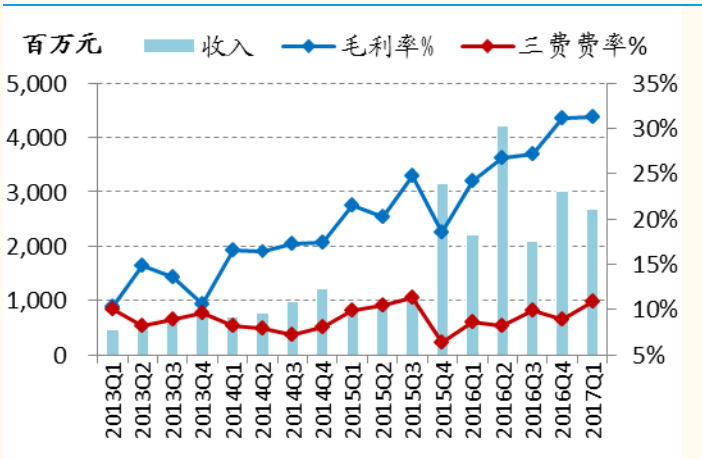
- **盈利能力强势不改，利润率再创新高：**公司在 Q1 收入因季节性因素环比下降 11% 的情况下，毛利率和净利率环比分别提升 0.2 和 1.5 个百分点，达到 31.3% 和 16.4%，再次双双创下近年来新高。
- **硅料跌、硅片涨、非硅降，Q2 毛利率有望环比进一步提升：**年初以来，多晶硅料价格大幅下跌 17%（主要从 3 月下旬开始），而单晶硅片因受下游需求强势拉动，价格逆势上涨约 3%，且这一价格趋势在 630 之前都不会有大变化，考虑公司的非硅成本通过新产能投放、拉晶提速、金刚线国产化等途径仍在持续下降，预计 Q2 公司毛利率仍将维持环比上升趋势。
- **下半年单晶硅片价格出现明显回落是大概率事件，但无伤盈利大雅，且将巩固下游向单晶切换的决心：**受到大比例采用单晶组件的领跑者基地项目需求支撑，上半年单多晶硅片价差持续扩大，目前已超过 30%。我们预计下半年到年底，单晶硅片价格可能会出现 10% 以上的跌幅，但考虑硅料的跌价和公司非硅成本的持续下降，下半年毛利率仍有望维持 25% 以上，不会影响全年盈利预期的兑现。此外，单多晶价差的回归，也将进一步坚定下游电池组件企业以及终端用户向单晶技术路线切换的决心。
- **巨大成本优势既是产业护城河又是盈利能力保障，且这种优势呈扩大趋势：**公司 2016 年硅片业务毛利率相比技术实力并不差的同业第二名竞争对手高出惊人的 15 个百分点（2015 年这一差距为 7 个百分点），正是这种巨大的成本优势，确保了即使在目前单晶替代趋势已如此明朗的情况下，仍未有大规模新进入者出现在单晶硅片领域，同时，也保证了即使未来行业发生景气波动导致全行业盈利水平下滑时，公司仍能维持一个相对健康的利润率。
- **组件技术创新将进一步放大单晶优势：**在近期举行的 SNEC 展会上，我们发现电池组件环节的技术创新及产业化进展更多聚焦于单晶路线，PERC、双面、N 型组件等处于不同产业化阶段的主流新技术，都将在未来进一步放大单晶相比多晶的效率优势，从而实现更高的发电性价比。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 2017~2019E 年净利润预测分别为 21、28、38 亿元，对应 EPS 分别为 1.05、1.40、1.90 元，三年净利润复合增速 35%。
- 目前股价对应 16/12 倍 2017/18PE，维持“买入”评级。

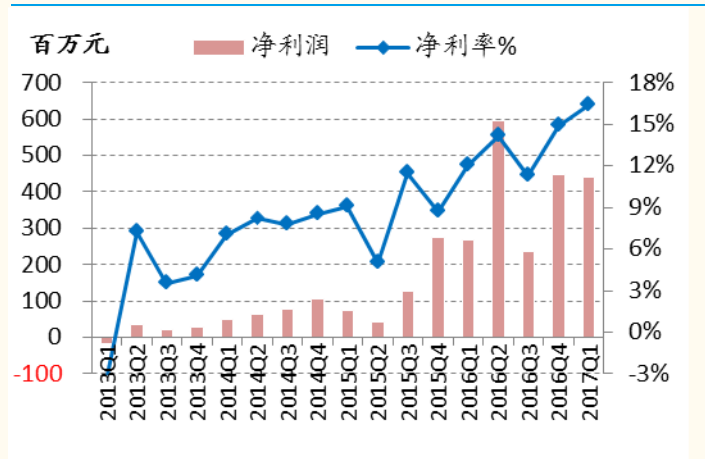
**风险提示：**产品价格跌幅超过预期。

图表 1: 公司季度收入、毛利率、费用率情况



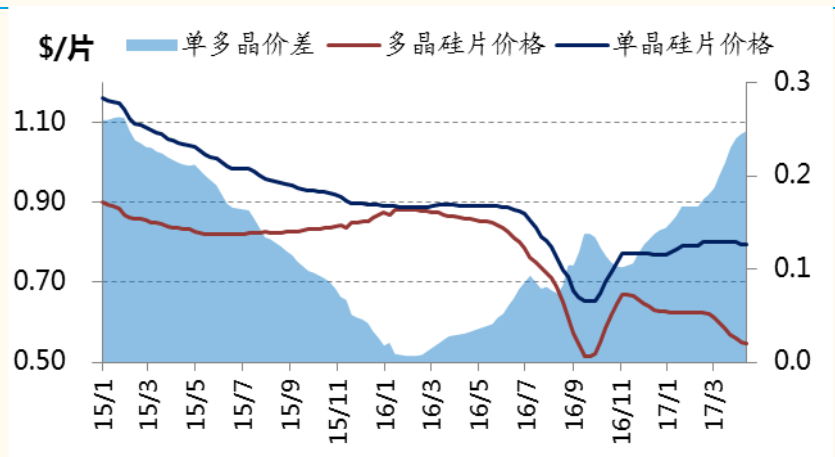
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 公司季度净利润、净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 单多晶硅片价格及价差



来源: PVinsights, 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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,680</b>	<b>5,947</b>	<b>11,531</b>	<b>15,392</b>	<b>19,219</b>	<b>24,999</b>
增长率		61.6%	93.9%	33.5%	24.9%	30.1%
主营业务成本	-3,054	-4,736	-8,361	-11,455	-14,343	-18,710
% 销售收入	83.0%	79.6%	72.5%	74.4%	74.6%	74.8%
毛利	626	1,211	3,169	3,937	4,876	6,289
% 销售收入	17.0%	20.4%	27.5%	25.6%	25.4%	25.2%
营业税金及附加	-7	-10	-110	-154	-192	-250
% 销售收入	0.2%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-39	-133	-468	-585	-673	-750
% 销售收入	1.1%	2.2%	4.1%	3.8%	3.5%	3.0%
管理费用	-172	-275	-441	-569	-692	-825
% 销售收入	4.7%	4.6%	3.8%	3.7%	3.6%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	408	793	2,150	2,629	3,319	4,464
% 销售收入	11.1%	13.3%	18.6%	17.1%	17.3%	17.9%
财务费用	-79	-90	-102	-106	-94	-98
% 销售收入	2.1%	1.5%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-39	-135	-333	-165	-64	-61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	51	60	80	100
% 税前利润	0.6%	0.1%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%
营业利润	293	569	1,766	2,417	3,241	4,405
营业利润率	8.0%	9.6%	15.3%	15.7%	16.9%	17.6%
营业外收支	27	24	26	30	30	30
税前利润	319	593	1,793	2,447	3,271	4,435
利润率	8.7%	10.0%	15.5%	15.9%	17.0%	17.7%
所得税	-21	-72	-242	-355	-474	-643
所得税率	6.5%	12.1%	13.5%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	299	521	1,551	2,092	2,797	3,792
少数股东损益	5	0	4	3	3	3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>294</b>	<b>520</b>	<b>1,547</b>	<b>2,089</b>	<b>2,794</b>	<b>3,789</b>
净利率	8.0%	8.7%	13.4%	13.6%	14.5%	15.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,172	2,246	5,817	6,515	8,525	12,686
应收款项	726	2,288	3,892	3,568	3,890	4,726
存货	1,114	1,534	1,213	1,588	1,808	2,358
其他流动资产	329	372	1,120	918	863	937
流动资产	3,341	6,439	12,042	12,589	15,085	20,707
% 总资产	51.8%	63.1%	62.8%	61.0%	63.3%	70.2%
长期投资	67	334	437	438	437	437
固定资产	2,836	3,198	5,979	7,397	8,090	8,145
% 总资产	44.0%	31.3%	31.2%	35.8%	34.0%	27.6%
无形资产	160	172	592	208	207	206
非流动资产	3,108	3,769	7,130	8,046	8,736	8,790
% 总资产	48.2%	36.9%	37.2%	39.0%	36.7%	29.8%
<b>资产总计</b>	<b>6,449</b>	<b>10,209</b>	<b>19,172</b>	<b>20,634</b>	<b>23,821</b>	<b>29,497</b>
短期借款	1,065	648	1,021	100	100	100
应付款项	1,372	2,959	5,057	5,599	5,971	7,711
其他流动负债	259	175	373	383	479	624
流动负债	2,696	3,781	6,451	6,082	6,551	8,435
长期贷款	186	198	1,024	1,124	1,224	1,224
其他长期负债	305	576	1,603	1,243	1,243	1,243
<b>负债</b>	<b>3,187</b>	<b>4,555</b>	<b>9,079</b>	<b>8,449</b>	<b>9,018</b>	<b>10,902</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,218</b>	<b>5,634</b>	<b>10,093</b>	<b>12,182</b>	<b>14,796</b>	<b>18,585</b>
少数股东权益	44	19	1	4	7	10
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,449</b>	<b>10,209</b>	<b>19,172</b>	<b>20,634</b>	<b>23,821</b>	<b>29,497</b>

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.545	0.294	0.775	1.047	1.400	1.898
每股净资产	5.875	3.175	5.055	6.101	7.410	9.308
每股经营现金净流	0.671	0.205	0.268	1.780	1.792	2.571
每股股利	0.050	0.130	0.045	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.12%	9.24%	15.33%	17.15%	18.88%	20.39%
总资产收益率	4.55%	5.10%	8.07%	10.12%	11.73%	12.85%
投入资本收益率	8.46%	10.72%	14.16%	15.61%	16.58%	18.25%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	61.38%	61.60%	93.89%	33.49%	24.86%	30.08%
EBIT增长率	205.90%	94.40%	171.08%	22.26%	26.26%	34.50%
净利润增长率	313.85%	77.25%	197.36%	35.02%	33.73%	35.62%
总资产增长率	N/A	58.29%	87.80%	7.63%	15.44%	23.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	25.2	68.0	63.4	65.0	55.0	50.0
存货周转天数	66.6	102.0	60.0	55.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	39.9	78.9	74.0	70.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	235.7	160.9	145.3	141.7	126.6	98.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	2.42%	-24.77%	-27.52%	-35.27%	-41.93%	-55.76%
EBIT利息保障倍数	5.2	8.8	21.1	24.7	35.3	45.6
资产负债率	49.41%	44.62%	47.35%	40.95%	37.86%	36.96%

来源: 公司公告, 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	1	5	31
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.14

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。

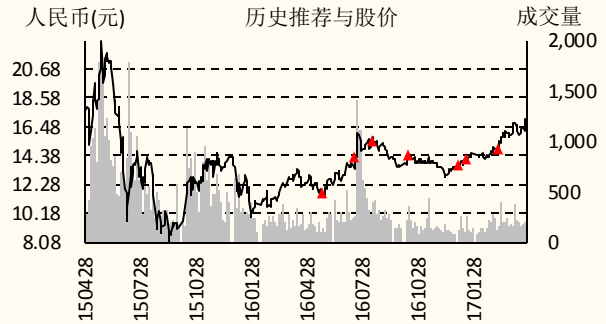
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-05-25	买入	11.69	24.00
2	2016-07-19	买入	13.43	24.00
3	2016-08-18	买入	15.48	24.00
4	2016-10-14	买入	14.00	20.00
5	2016-10-30	买入	13.95	20.00
6	2017-01-05	买入	13.64	20.00
7	2017-01-18	买入	14.20	20.00
8	2017-03-13	买入	14.76	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