

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 隆基股份 (601012.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.12.27

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话: +86 10 83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

#### 相关研究

《隆基股份 (601012.SH) 平价上网新周期, 单晶航母再启航》2018.12

《新能源及电气设备行业 2019 年投资策略: 新周期起步之年》2018.12

《平价上网进程加速, 风光装机有望持续增长》2019.01

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

## Q4 业绩环比大幅增长, 盈利能力有望持续改善

2019 年 01 月 21 日

#### 事件:

公司发布 2018 年业绩预告。公司预计 2018 年实现归属于上市公司股东的净利润 26.61-27.61 亿元, 同比下降 25.36% 至 22.55%; 预计实现归属于上市公司股东的扣非净利润 24.44-25.44 亿元, 同比下降 29.47% 至 26.58%。

#### 点评:

- **2018 全年光伏装机超 43GW, 产品价格下降导致公司净利润同比下滑。** 根据光伏行业协会数据, 2018 年全年国内光伏新增装机规模超 43GW, 同比下降约 18%, 其中集中式装机约 23GW, 同比下降 31%, 分布式装机约 20GW, 同比增长 5%, 其中 531 新政后新增约 20GW 集中式和 10GW 分布式装机, 仍保持较高装机热度。装机规模超预期叠加单晶市场占有率提升带动公司硅片和组件销量增长, 但受 531 新政影响, 产业链价格降幅达 30% 以上, 产品价格大幅下降导致公司毛利率下滑, 叠加计提存货跌价准备影响, 公司净利润同比下滑。
- **Q4 业绩环比大幅增长, 高效产品价格回升。** 公司预计 2018Q4 单季实现归母净利 9.70-10.70 亿元, 同比下降 26.7% 到 19.2%, 降幅较 Q3 单季的 -61.8% 大幅下降, 环比增长 152.6% 到 178.6%; 实现扣非归母净利 8.55-9.55 亿元, 同比下降 32.6% 到 24.7%, 环比增长 155.2% 到 185.1%。Q4 国内领跑者项目开工提升对高效产品需求的同时, 由于供应偏紧, 高效产品价格回升, 与普通产品价差进一步扩大, 一定程度上提升了公司的盈利能力。根据 Pvinfolink 数据, 2018 年 12 月底单晶 PERC 电池片 (21.4%) 均价相较 10 月初提升 11% 至 1.22 元/W、单晶 PERC 电池片 (21.5%+) 提升 12% 至 1.29 元/W, 300W 单晶 PERC 组件提升 2% 至 2.15 元/W。
- **配股申请获证监会审核通过, 加码电池和组件扩产项目。** 2018 年 12 月, 公司配股申请获证监会发审委审核通过。公司拟以每 10 股配售不超过 3 股的比例向原股东配售股份, 募集不超过 39 亿元, 用于宁夏乐叶 5GW/年高效单晶电池 (25.4 亿)、5GW/年高效单晶组件 (10.6 亿) 项目和补充流动资金, 其中, 5GW 高效单晶组件项目采用全自动生产线, 兼容半片、密栅、双面等多种高效电池组件技术, 产品性能全面超越国家能源局关于“技术领跑者”基地计划的指标要求, 完全满足“平价上网”需求, 进一步提升公司电池片和组件产能。
- **平价上网新周期来临, 公司技术、成本及规模化优势有望推动盈利持续改善。** 2019 年是全球共振的平价上网新周期起步之年, 受益国内利好政策落地及制造端价格下降, 我们预计国内及全球装机增速将在 2019 明显提升, 国内装机有望达

38GW，全球装机达 125GW。公司作为硅片及组件龙头，近期公布电池效率打破世界记录达 24.06%，技术优势明显；公司硅片新上项目非硅成本已低于 1 元/片，2019 年硅片及组件产能有望分别达 36 和 15GW，成本及规模优势有望推动盈利持续超预期。

- **盈利预测及评级：**受益 2018 年 4 季度高效组件需求增长、价格企稳回升，公司业绩环比大幅增长。2019 年，全球平价上网周期逐步开启，需求端将重回增长，公司技术、成本优势明显，并将进一步扩大产能提升市占率，鉴于此，我们上调公司盈利预测，按照公司最新股本，我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 218.66、285.66 和 360.02 亿元，归母净利润分别为 27.04、33.40 和 39.28 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.97、1.20 和 1.41 元/股，以 2019 年 1 月 21 日收盘价计算，对应 2018-2020 年 PE 分别为 22.8x、18.5x 和 15.7x，维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**在建产能投产不及预期；光伏行业政策风险；国际贸易摩擦；原材料价格波动等。

#### 公司财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,530.53	16,362.28	21,865.67	28,565.60	36,001.98
增长率 YoY %	93.89%	41.90%	33.63%	30.64%	26.03%
归属母公司净利润(百万元)	1,547.24	3,564.53	2,704.21	3,339.70	3,927.96
增长率 YoY%	197.36%	130.38%	-24.14%	23.50%	17.61%
毛利率%	27.48%	32.27%	22.93%	21.95%	21.74%
净资产收益率 ROE%	19.68%	29.35%	17.39%	17.98%	17.69%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.55	1.28	0.97	1.20	1.41
市盈率 P/E(倍)	39.9	17.3	22.8	18.5	15.7
市净率 P/B(倍)	6.12	4.35	3.65	3.05	2.55

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为 2019 年 1 月 21 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	12,042.0	18,927.40	23,524.35	26,445.85	32,246.30
货币资金	5,816.57	8,546.04	8,815.76	10,019.49	15,104.77
应收票据	1,533.19	2,205.57	2,842.54	3,713.53	2,880.16
应收账款	2,299.70	3,925.76	4,373.13	5,713.12	7,200.40
预付账款	727.79	443.67	1,011.16	1,114.75	1,408.75
存货	1,213.42	2,380.40	5,055.81	4,459.00	4,226.26
其他	451.35	1,425.96	1,425.96	1,425.96	1,425.96
<b>非流动资产</b>	7,130.40	13,956.30	17,716.63	20,065.68	20,006.71
长期投资	232.91	515.19	515.19	515.19	515.19
固定资产	4,590.66	10,803.55	13,799.85	16,930.15	17,680.41
无形资产	209.52	212.88	214.95	216.51	217.56
其他	2,097.30	2,424.69	3,186.64	2,403.83	1,593.55
<b>资产总计</b>	19,172.4	32,883.70	41,240.98	46,511.53	52,253.01
<b>流动负债</b>	6,451.37	12,340.12	16,504.66	18,449.69	20,279.88
短期借款	822.16	1,611.79	1,611.79	1,611.79	1,611.79
应付账款	2,009.34	3,548.41	5,396.25	7,138.88	7,043.77
其他	3,619.87	7,179.92	9,496.63	9,699.02	11,624.32
<b>非流动负债</b>	2,627.42	6,299.44	7,799.42	7,799.42	7,799.42
长期借款	1,023.93	1,655.78	3,155.78	3,155.78	3,155.78
其他	1,603.49	4,643.65	4,643.64	4,643.64	4,643.64
<b>负债合计</b>	9,078.79	18,639.56	24,304.08	26,249.11	28,079.30
少数股东权益	1.06	48.79	37.31	23.14	6.47
归属母公司股东权益	10,092.5	14,195.36	16,899.59	20,239.28	24,167.24
<b>负债和股东权益</b>	19172.40	32883.70	41240.98	46511.53	52253.01

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,530.5	16,362.28	21,865.67	28,565.60	36,001.98
同比	93.89%	41.90%	33.63%	30.64%	26.03%
归属母公司净利润	1,547.24	3,564.53	2,704.21	3,339.70	3,927.96
同比	197.36%	130.38%	-24.14%	23.50%	17.61%
毛利率	27.48%	32.27%	22.93%	21.95%	21.74%
ROE	19.68%	29.35%	17.39%	17.98%	17.69%
每股收益(摊薄, 元)	0.55	1.28	0.97	1.20	1.41
P/E	39.9	17.3	22.8	18.5	15.7
P/B	6.12	4.35	3.65	3.05	2.55
EV/EBITDA	20.51	10.07	14.89	11.80	9.83

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	11,530.53	16,362.28	21,865.67	28,565.60	36,001.98
营业成本	8,361.43	11,081.83	16,852.69	22,295.00	28,175.09
营业税金及附加	109.98	151.65	163.99	214.24	270.01
营业费用	467.83	664.25	962.09	1,256.89	1,584.09
管理费用	441.10	664.42	809.03	1,056.93	1,332.07
财务费用	101.98	197.85	239.93	297.36	285.88
资产减值损失	332.78	207.35	579.39	410.37	355.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.91	581.61	777.93	720.74	421.55
<b>营业利润</b>	1,766.34	3,995.61	3,036.48	3,755.56	4,421.06
营业外收入	47.74	47.43	45.49	45.49	45.49
营业外支出	21.38	25.35	22.05	22.05	21.91
<b>利润总额</b>	1,792.70	4,017.69	3,059.93	3,779.00	4,444.64
所得税	241.64	468.30	367.19	453.48	533.36
<b>净利润</b>	1,551.06	3,549.40	2,692.74	3,325.52	3,911.29
少数股东损益	3.82	-15.13	-11.48	-14.17	-16.67
<b>归属母公司净利润</b>	1,547.24	3,564.53	2,704.21	3,339.70	3,927.96
EBITDA	2,301.47	5,073.14	4,716.63	5,949.55	7,141.93
EPS	0.77	1.79	0.97	1.20	1.41

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	535.76	1,241.91	3,355.92	4,969.98	7,275.90
净利润	1,551.06	3,549.40	2,692.74	3,325.52	3,911.29
折旧摊销	426.13	729.67	1,335.30	1,789.14	2,315.88
财务费用	82.64	325.77	321.41	381.41	381.41
投资损失	-50.91	-581.61	-777.93	-720.74	-421.55
营运资金变动	-1,670.15	-2,220.89	-742.08	-183.10	759.70
其它	196.99	-560.44	526.49	377.75	329.17
<b>投资活动现金流</b>	-2,151.84	-3,774.04	-4,264.79	-3,384.84	-1,809.22
资本支出	-2,077.01	-3,944.81	-5,042.73	-4,105.58	-2,230.77
长期投资	2,098.76	6,649.06	777.93	720.74	421.55
其他	-2,173.58	-6,478.30	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	5,001.09	4,758.67	1,178.59	-381.41	-381.41
吸收投资	3,036.10	62.80	0.00	0.00	0.00
借款	1,172.11	2,199.47	1,500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	126.25	430.83	321.41	381.41	381.41
<b>现金净增加额</b>	3421.28	2170.75	269.72	1203.74	5085.28

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**刘强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

**陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。