

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

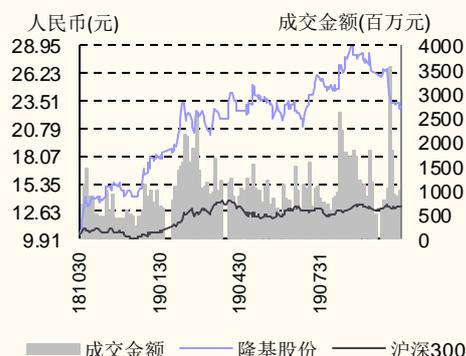
公司点评

市场价格 (人民币): 22.84 元

目标价格 (人民币): 32.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	37.73
已上市流通 A 股(亿股)	37.64
总市值(亿元)	861.64
年内股价最高最低(元)	26.69/22.75
沪深 300 指数	3891
上证指数	2939



相关报告

- 1.《发行转债护航扩产，巩固龙头地位保增长-隆基股份公司事件点评》，2019.10.24
- 2.《千亿市值新起点，扩产提速促增长-隆基股份 2019 半年报点评》，2019.8.29
- 3.《Q2 利润超预期创新高，单晶高景气红利将持续释放-隆基股份 20...》，2019.7.18
- 4.《盈利能力连续两季度回升再次确认景气反转-隆基股份 2018 年报...》，2019.4.30
- 5.《季度盈利拐点确认，大幅上调盈利预测-隆基股份 2018 年度业绩...》，2019.1.17

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

张斯琴

联系人
zhangsiqin@gjzq.com.cn

国内市场延迟启动无碍 Q3 盈利能力持续走高

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.788	0.917	1.374	1.800	2.196
每股净资产(元)	7.12	5.89	6.85	8.73	11.01
每股经营性现金流(元)	0.62	0.42	1.97	2.30	3.01
市盈率(倍)	20.38	19.03	16.96	12.95	10.61
净利润增长率(%)	130.38%	-28.24%	102.68%	30.98%	22.01%
净资产收益率(%)	25.11%	15.55%	20.87%	21.47%	20.76%
总股本(百万股)	1,994	2,791	3,773	3,773	3,773

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 隆基股份 2019 年 1-9 月实现收入 227 亿元 (同比+55%)，净利润 34.84 亿元 (同比+106%)，其中三季度单季净利润 14.75 亿元 (同比+284%，环比+5%)，接近业绩预告上限，符合市场预期。
- 公司同时公告，签订嘉兴年产 5GW 单晶组件项目投资协议。

经营分析

- 国内市场延迟启动无碍 Q3 盈利能力提升，资产减值损失部分抑制业绩表现：今年国内竞价项目指标 7 月中旬才下发，且因时间仓促，部分项目在中报时并未完成建设用地获取，导致 Q3 国内电站市场极度清淡，项目开工及组件需求释放一再推迟，单季新增装机仅 4.6GW (户用占大头)，主要受此影响，令公司 Q3 组件出货量出现环比下滑。然而凭借非硅成本持续下降和良好的海外组件销售，公司 Q3 单季综合毛利率环比上升 1.9pct 至 30%，连续 4 个季度环比上升，且单季净利润再创新高。同时，尽管单晶硅片价格自年初以来始终保持平稳，但单晶电池片和单晶组件的市场价格在三季度期间均出现明显下滑，降幅分别超过 20% 和 15%，令公司 Q3 单季资产减值损失达 1.85 亿元，部分抵消了硅片出货量增长和成本下降创造的利润增长。
- Q4 量增价稳可期，季度盈利有望继续走高：展望 Q4，由于明年上半年 0.01 元/每季度的延迟并网电价惩罚，预计年底前国内仍将有较大规模项目建成并网，组件需求将逐月提升；同时公司云南二期硅棒/硅片产能 9 月开始投产爬坡，预计 Q4 硅片和组件出货量环比都将显著增长，而产品价格在前期较大幅度调整后、以及 Q1 淡季不淡的预期下，预计将以平稳为主，从而推动公司 Q4 盈利继续走高。
- 2020 年硅片及组件预期出货量增幅较大，产品降价对盈利能力影响有限：随着一二梯队企业新产能陆续释放，单晶硅片在进一步蚕食多晶市场份额的过程中，价格下降难免，但我们判断未来这一轮硅片降价趋势将是相对缓和可控的，而依靠非硅成本的持续下降，降价对公司硅片毛利率的负面影响预计也将被出货量的增长轻易弥补。同时随着公司近年来海外渠道建设的持续完善、企业和品牌评级的持续提升，组件业务有望继续呈现厚积薄发之势。

盈利调整&投资建议

- 由于临近年底，公司在年内完成新的大型电站出售的可能性下降，我们小幅调整 2019-21 年净利润预测至 52, 68, 83 亿元，对应 EPS 分别为 1.37, 1.80, 2.20 元，维持“买入”评级，目标价 32.4 元，对应 18 倍 2020PE。

风险提示

- 国内政策低于预期，国际贸易环境恶化，产品价格降幅超预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,531	16,362	21,988	31,649	47,491	58,619
增长率		41.9%	34.4%	43.9%	50.1%	23.4%
主营业务成本	-8,361	-11,082	-17,096	-22,526	-35,263	-43,936
% 销售收入	72.5%	67.7%	77.8%	71.2%	74.3%	75.0%
毛利	3,169	5,280	4,892	9,124	12,228	14,682
% 销售收入	27.5%	32.3%	22.2%	28.8%	25.7%	25.0%
营业税金及附加	-110	-152	-117	-142	-214	-264
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-468	-664	-1,017	-1,266	-1,852	-2,228
% 销售收入	4.1%	4.1%	4.6%	4.0%	3.9%	3.8%
管理费用	-441	-664	-623	-1,203	-1,733	-2,081
% 销售收入	3.8%	4.1%	2.8%	3.8%	3.7%	3.6%
息税前利润（EBIT）	2,150	3,800	3,135	6,513	8,429	10,110
% 销售收入	18.6%	23.2%	14.3%	20.6%	17.7%	17.2%
财务费用	-102	-198	-267	-253	-335	-346
% 销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-333	-207	-728	-426	-276	-174
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	51	582	794	400	400	450
% 税前利润	2.8%	14.5%	27.7%	6.4%	4.9%	4.5%
营业利润	1,766	3,996	2,869	6,303	8,218	10,040
营业利润率	15.3%	24.4%	13.1%	19.9%	17.3%	17.1%
营业外收支	26	22	-2	-35	0	0
税前利润	1,793	4,018	2,867	6,268	8,218	10,040
利润率	15.5%	24.6%	13.0%	19.8%	17.3%	17.1%
所得税	-242	-468	-301	-783	-1,027	-1,255
所得税率	13.5%	11.7%	10.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	1,551	3,549	2,567	5,484	7,191	8,785
少数股东损益	4	-15	9	300	400	500
归属于母公司的净利润	1,547	3,565	2,558	5,184	6,791	8,285
净利率	13.4%	21.8%	11.6%	16.4%	14.3%	14.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,551	3,549	2,567	5,484	7,191	8,785
少数股东损益	4	-15	9	300	400	500
非现金支出	759	937	1,929	2,128	2,677	3,324
非经营收益	-8	-384	-406	416	269	283
营运资金变动	-1,766	-2,860	-2,917	-871	-1,815	-1,482
经营活动现金净流	536	1,242	1,173	7,158	8,321	10,909
资本开支	-2,077	-3,945	-3,823	-6,088	-8,609	-7,310
投资	-79	5	434	-1	0	0
其他	4	165	220	400	400	450
投资活动现金净流	-2,152	-3,774	-3,169	-5,689	-8,209	-6,860
股权募资	3,036	63	308	3,201	0	0
债权募资	2,164	4,962	766	1,407	2,262	204
其他	-163	-322	-768	-464	-619	-683
筹资活动现金净流	5,037	4,703	305	4,143	1,643	-479
现金净流量	3,421	2,171	-1,691	5,612	1,755	3,570

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,817	8,546	7,708	13,320	15,076	18,646
应收款项	3,892	6,426	9,169	11,160	16,937	21,199
存货	1,213	2,380	4,283	4,190	6,649	8,396
其他流动资产	1,120	1,574	1,742	1,128	1,765	2,199
流动资产	12,042	18,927	22,901	29,798	40,427	50,440
% 总资产	62.8%	57.6%	57.7%	59.0%	60.1%	61.9%
长期投资	437	607	869	870	869	869
固定资产	5,979	12,185	14,116	18,671	24,845	28,969
% 总资产	31.2%	37.1%	35.6%	37.0%	36.9%	35.6%
无形资产	592	867	1,197	1,181	1,166	1,153
非流动资产	7,130	13,956	16,758	20,724	26,882	30,993
% 总资产	37.2%	42.4%	42.3%	41.0%	39.9%	38.1%
资产总计	19,172	32,884	39,659	50,522	67,309	81,433
短期借款	1,021	2,172	1,824	4,650	6,712	6,716
应付款项	5,057	9,630	11,880	12,834	19,596	24,381
其他流动负债	373	538	1,174	1,041	1,456	1,694
流动负债	6,451	12,340	14,878	18,525	27,764	32,790
长期贷款	1,024	1,656	2,659	2,659	2,859	3,059
其他长期负债	1,603	4,644	5,297	3,828	3,986	4,098
负债	9,079	18,640	22,834	25,012	34,609	39,947
普通股股东权益	10,093	14,195	16,452	24,837	31,627	39,912
少数股东权益	1	49	373	673	1,073	1,573
负债股东权益合计	19,172	32,884	39,659	50,522	67,309	81,433

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.775	1.788	0.917	1.374	1.800	2.196
每股净资产	5.055	7.119	5.895	6.853	8.727	11.013
每股经营现金净流	0.268	0.623	0.420	1.975	2.296	3.010
每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.33%	25.11%	15.55%	20.87%	21.47%	20.76%
总资产收益率	8.07%	10.84%	6.45%	10.26%	10.09%	10.17%
投入资本收益率	14.16%	15.82%	10.66%	15.79%	16.20%	16.23%
增长率						
主营业务收入增长率	93.89%	41.90%	34.38%	43.94%	50.05%	23.43%
EBIT增长率	171.08%	76.73%	-22.83%	122.07%	29.43%	19.94%
净利润增长率	197.36%	130.38%	-28.24%	102.68%	30.98%	22.01%
总资产增长率	87.80%	71.52%	20.60%	27.39%	33.23%	20.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.4	69.4	68.8	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	60.0	59.2	71.1	73.0	74.0	75.0
应付账款周转天数	74.0	91.5	83.3	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	145.3	241.0	220.1	203.4	179.1	169.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.52%	-11.02%	0.22%	-10.78%	-6.86%	-13.52%
EBIT利息保障倍数	21.1	19.2	11.0	25.7	25.2	29.2
资产负债率	47.35%	56.68%	57.58%	49.51%	51.42%	49.06%

来源：公司年报、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	2	5	22	35	81
增持	1	1	7	12	26
中性	0	0	0	0	7
减持	0	0	0	0	2
评分	1.33	1.17	1.24	1.26	1.40

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	2018-07-19	买入	14.71	N/A
2	2018-08-30	买入	12.98	N/A
3	2018-10-31	买入	12.90	N/A
4	2019-01-17	买入	21.26	29.00
5	2019-04-30	买入	22.70	33.00
6	2019-07-18	买入	23.04	35.00
7	2019-08-29	买入	27.90	38.80
8	2019-10-24	买入	23.30	33.50

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH