

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年11月01日**
**市场数据**

目前股价	22.38
总市值（亿元）	844.29
流通市值（亿元）	842.39
总股本（万股）	377,251
流通股本（万股）	376,403
12个月最高/最低	29.48/12.04

**分析师**

分析师：马晓明 S1070518090003

☎ 021-31829702

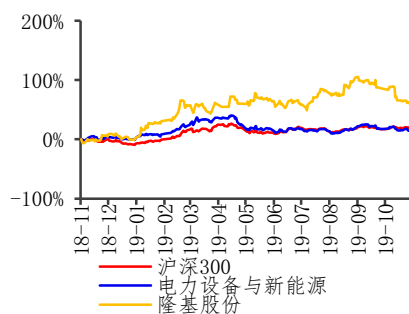
✉ maxiaoming@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡紫豪

S1070118070018

☎ 0755-83667984

✉ caizihao@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;硅料价格下降提升毛利率 需求旺盛促业绩增长&gt;&gt; 2017-04-06

&lt;&lt;硅料价格下降提升毛利率 需求旺盛促业绩增长&gt;&gt; 2017-04-06

&lt;&lt;瑕不掩瑜，长期向好&gt;&gt; 2013-10-30

# 盈利持续增长 现金流改善显著

## ——隆基股份（601012）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	30915	45043	56573
(+/-%)	40.6%	45.7%	25.6%
净利润	4815	5792	7233
(+/-%)	88.2%	20.3%	24.9%
摊薄 EPS	1.28	1.54	1.92
PE	18	15	12

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司发布 2019 年三季报，实现营收 226.93 亿元，同比增长 54.68%；实现归母净利润 34.84 亿元，同比增长 106.03%；扣非归母净利润 34.11 亿元，同比增长 114.62%，加权平均净资产收益率为 17.04%，同比增长 5.68%。其中，三季度实现营收 85.82 亿元，同比增长 83.80%；归母净利润 14.75 亿元，同比增长 283.85%。同时，公司公告拟投资 22 亿元建设嘉兴 5GW 单晶组件项目。
- 盈利能力不断提升：**今年国内政策下发较晚，平价项目名单于 5 月发布，竞价项目于 7 月发布，导致地面电站装机延迟，前三季度国内装机仅完成 15.99GW，Q3 装机仅 4.6GW。产业链价格保持在下降通道内，单晶 M2 硅片较年初 3.15 降低 8 分，单晶电池片行业普遍降幅达 25%，组件环节降低接近 20%。公司凭借非硅成本优势，以及海外业务的前瞻布局，受益于海外需求强劲支撑，依然保持了优异的盈利增长。三季度综合毛利率 29.93%，同比增长 8.61%，环比提升 1.89%，实现四个季度持续提升。
- 现金流和期间费用率持续改善：**前三季度经营活动现金流量净流入 40.14 亿元，较去年同期增长 29.53 亿元，Q3 经营活动现金流量净流入为 15.87 亿元，去年同期现金流入为负值，现金流状况改善明显。Q3 期间费用为 6.42 亿元，同比增长 32.73%，期间费用率为 7.48%，同比下降 2.88%。其中，销售、管理（含研发）、财务费用率为 3.32%、3.80%和 0.36%，分别下降 1.56%、0.83%和 0.49%。
- 产能规模继续扩张：**2018 年底公司发布硅片、电池、组件产能规划，2019~2021 产能规划分别为硅片 36GW、50GW 和 65GW，组件规模为 16GW、25GW 和 30GW。按照当前硅片产能建设进度，2020 年底硅片产能可实现 65GW，提前一年完成规划。本次公司同时公告拟投资 22 亿元建设嘉兴 5GW 单晶组件项目，继续按照规划保持产能扩张速度，产能扩张周期与全球光伏需求周求共振，公司有望实现市占率的持续增长。
- 全球需求稳定，供给端向龙头集中：**需求端来看，2019 年由于指标发放较晚，国内前三季度装机较弱，预计 Q4 至 2020 年上半年装机将会释放。

而组件价格今年已降低约 20%，度电成本的优化将持续刺激海外市场释放需求，我们预计 2020 年全球市场约 150GW 需求。从供给端来看，公司硅片环节的优势早已被市场验证，组件环节海外拓展速度超预期，全球大客户选择供应链会考虑产业链稳定、科技品牌形象、售后保障、企业可靠性等因素，伴随公司渠道建设加速，明年组件业务继续爆发。

- **投资建议：**我们预计 19-21 年公司 EPS 分别为 1.28 元、1.54 元和 1.92 元，对应当前股价 PE 为 17.54、14.57、11.67 倍，继续予以推荐评级。
- **风险提示：**光伏装机不达预期、产能落地不达预期、国际贸易保护风险、颠覆性技术风险、政策性风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16362.28	21987.61	30914.59	45042.55	56573.45	<b>成长性</b>					
营业成本	11081.83	17095.69	22845.88	34322.43	43448.41	营业收入增长	41.9%	34.4%	40.6%	45.7%	25.6%
销售费用	664.25	1017.35	1193.30	1801.70	2093.22	营业成本增长	32.5%	54.3%	33.6%	50.2%	26.6%
管理费用	664.42	622.87	868.70	1396.32	1555.77	营业利润增长	126.2%	-28.2%	90.0%	20.3%	24.4%
研发费用	0.00	201.84	278.23	405.38	509.16	利润总额增长	124.1%	-28.6%	90.8%	20.2%	24.3%
财务费用	197.85	266.88	43.94	104.31	225.13	净利润增长	130.4%	-28.2%	88.2%	20.3%	24.9%
其他收益	27.38	141.92	42.32	52.91	66.13	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	581.61	793.76	356.72	445.75	544.46	毛利率	32.3%	22.2%	26.1%	23.8%	23.2%
营业利润	3995.61	2869.45	5452.86	6561.23	8159.38	销售净利率	21.7%	11.7%	15.6%	12.9%	12.8%
营业外收支	22.08	-2.02	17.59	16.00	13.41	ROE	24.9%	15.3%	22.6%	21.7%	21.6%
利润总额	4017.69	2867.43	5470.45	6577.23	8172.79	ROIC	27.6%	16.1%	26.5%	22.1%	23.0%
所得税	468.30	300.81	653.02	782.08	939.35	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-15.13	8.66	2.84	3.14	0.44	销售费用/营业收入	4.1%	4.6%	3.9%	4.0%	3.7%
净利润	3564.53	2557.96	4814.59	5792.01	7233.01	管理费用/营业收入	4.1%	2.8%	2.8%	3.1%	2.8%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	1.2%	1.2%	0.1%	0.2%	0.4%
						投资收益/营业利润	14.6%	27.7%	6.5%	6.8%	6.7%
流动资产	18927.40	22900.89	30863.36	41856.68	46735.07	所得税/利润总额	11.7%	10.5%	11.9%	11.9%	11.5%
货币资金	8546.04	7707.91	10969.02	11260.64	14143.36	应收账款周转率	3.28	3.02	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款合计	6131.33	8453.46	12522.63	18039.54	20566.20	存货周转率	6.17	5.13	5.13	5.13	5.13
其他应收款	324.21	715.23	746.23	1383.12	1291.34	流动资产周转率	1.06	1.05	1.15	1.24	1.28
存货	2380.40	4282.54	4621.50	8755.46	8178.29	总资产周转率	0.63	0.61	0.67	0.73	0.75
非流动资产	13956.30	16758.36	21462.08	28505.67	33299.78	<b>偿债能力</b>					
固定资产	10803.55	13259.98	17496.12	23848.55	28215.59	资产负债率	56.7%	57.6%	51.6%	56.3%	53.1%
资产总计	32883.70	39659.24	52325.43	70362.35	80034.85	流动比率	1.53	1.54	1.59	1.31	1.32
流动负债	12340.12	14878.48	19368.14	31937.92	35462.43	速动比率	1.22	1.13	1.25	0.96	1.02
短期借款	1611.79	687.67	687.67	3485.87	5856.12	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
应付款项	7350.19	8506.85	11891.26	18269.62	19086.02	EPS	0.94	0.68	1.28	1.54	1.92
非流动负债	6299.44	7956.00	7610.68	7683.50	7056.64	每股净资产	3.60	4.19	5.40	6.83	8.62
长期借款	4803.96	5920.47	5575.15	5647.97	5021.12	每股经营现金流	1.14	0.36	1.41	1.59	2.14
负债合计	18639.56	22834.48	26978.82	39621.42	42519.08	每股经营现金/EPS	1.21	0.53	1.11	1.03	1.12
股东权益	14244.14	16824.76	21363.11	26757.42	33532.27	<b>估值</b>					
股本	1993.99	2790.79	3772.51	3772.51	3772.51	PE	23.69	33.01	17.54	14.58	11.67
留存收益	6239.02	8438.26	12662.79	17788.73	24211.40	PEG	0.18	0.47	0.38	0.82	0.28
少数股东权益	48.79	373.17	376.01	379.15	379.59	PB	6.22	5.34	4.15	3.28	2.60
负债和权益总计	32883.70	39659.24	52325.43	70362.35	80034.85	EV/EBITDA	17.17	20.26	12.37	10.26	8.10
						EV/SALES	5.15	3.93	2.69	1.91	1.51
<b>现金流量表</b>						EV/IC	3.75	3.34	2.74	2.21	1.79
						ROIC/WACC	3.03	1.76	2.91	2.45	2.53
经营活动现金流	1241.91	1173.27	5337.56	5994.60	8066.01	REP	1.24	1.90	0.94	0.90	0.71
其中营运资本减少	582.28	-1925.65	-468.89	-1296.77	-1124.80						
投资活动现金流	-3774.04	-3168.99	-5648.80	-8435.50	-6526.34						
其中资本支出	3945.16	3824.07	4457.55	6793.90	4540.78						
融资活动现金流	4758.67	267.45	3572.36	-65.68	-1027.19						
净现金总变化	2170.75	-1690.56	3261.11	-2506.58	512.48						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>