

隆基股份 (601012) 重大事项点评

**单晶基地再下一城，龙头地位持续巩固**

**事项:**

❖ 11月25日公司发布公告，公司新设立项目公司投资25亿元（含流动资金）于腾冲投资建设年产10GW单晶硅棒项目。

**评论:**

❖ **项目总投资25亿元，对应单晶硅棒产能10GW。**公司新设立项目公司（丙公司）与保山市人民政府（甲方）、腾冲市人民政府（乙方）于11月23日签订项目投资协议，就公司在腾冲投资建设年产10GW单晶硅棒项目达成合作意向。丙公司计划于腾冲市保山工贸园区绿色载能产业示范园腾冲“园中国”投资25亿元（含流动资金）建设年产10GW单晶硅棒项目，项目计划在2020年底前开始逐步投产。

❖ **公司累计投资硅棒项目75GW，持续稳固单晶龙头地位。**截至2019年中，公司共拥有单晶硅棒产能33.9GW，其中：银川基地14GW、中宁基地4.3GW、保山基地7.5GW、丽江基地7.1GW、马来西亚古晋基地1GW。而随着保山二期以及丽江二期项目2019年底的逐步达产以及老产能技改升级，预计2019年底公司单晶产能将逐步攀升至50GW左右。而2020年随着公司银川基地15GW产能的投产，公司产能将有望进一步提升至65GW。考虑到公司此次募投的10GW单晶硅棒项目，保守预计2021年公司单晶硅棒产能将达到75GW以上。而考虑到近年来设备产出超过实际产能，2021年公司有效产出将有望达到80GW甚至更高。此次产能的募投，将进一步巩固公司单晶硅片龙头地位。

❖ **单位投资强度持续下降，成本控制优异。**此次项目预计单GW对应投资额约2.5亿元，相较于2016年丽江、保山一期4.2亿元/GW；2019年丽江二期3.22亿元/GW；2019年保山二期2.92亿元/GW；2019年银川15GW项目3.06元/GW有了较为明显的下降。基于10年期折旧、0.5亿元/GW的投资强度下降测算，对应单片硅片折旧成本下降约0.027元/片。预计随着公司新产能增加以及工艺的持续改良，公司生产成本仍有望保持快速下降，持续增厚公司盈利能力。

❖ **政策呼之欲出，需求有望迎来改善。**年内由于光伏竞价指标下发较晚，三季度国内并网量同比大幅下滑。而预计随着年底竞价项目补贴退坡的开启，竞价项目有望迎来第一批抢并网，国内装机量环比有望迎来改善。而2020年竞价政策有望年底出台，叠加2019年延期的竞价项目，2020年国内并网有望迎来环比改善。

❖ **下调公司盈利预测，维持公司“强推”评级。**三季度国内光伏装机量不及预期导致公司国内组件销量略低于预期，叠加产业链价格的下滑，我们下调公司盈利预测至50.65亿/60.58亿/79.71亿（原值52.10亿/69.68亿/84.03亿），对应EPS分别为1.34元/1.61元/2.11元。考虑到光伏平价逐步打开行业中长期成长空间，以及行业现金流的持续向好，参考行业平均估值中枢水平，我们给予公司2020年20倍估值，调整目标价至32.2元/股。

❖ **风险提示:** 国内需求不及预期，出口量不及预期，价格下滑超预期。

**主要财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	21,988	30,421	50,782	64,166
同比增速(%)	34.4%	38.4%	66.9%	26.4%
归母净利润(百万)	2,558	5,065	6,058	7,971
同比增速(%)	-28.2%	98.0%	19.6%	31.6%
每股盈利(元)	0.68	1.34	1.61	2.11
市盈率(倍)	25	17	14	11
市净率(倍)	4	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月25日收盘价

**强推 (维持)**

目标价：32.2元

当前价：23.25元

华创证券研究所

证券分析师：胡毅

电话：0755-82027731

邮箱：huyi@hcyjs.com

执业编号：S0360517060005

联系人：杨达伟

电话：021-20572572

邮箱：yangdawei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	377,202
已上市流通股(万股)	376,403
总市值(亿元)	876.99
流通市值(亿元)	875.14
资产负债率(%)	51.3
每股净资产(元)	6.8
12个月内最高/最低价	29.48/13.54

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《隆基股份(601012)2019年中报报告点评：组件、硅片毛利率加速修复，单晶龙头再迎新辉煌》  
2019-07-18

《隆基股份(601012)2019年中报点评：降本、扩产推动能源革命，“千亿”隆基起航》  
2019-08-30

《隆基股份(601012)2019年三季报点评：硅片成本控制优异，盈利能力持续提升》  
2019-11-04

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,708	21,347	22,435	26,906
应收票据	4,091	3,955	6,602	8,342
应收账款	4,363	4,736	7,907	9,990
预付账款	609	926	1,653	2,077
存货	4,283	3,969	7,085	8,902
其他流动资产	1,847	2,550	4,241	5,355
流动资产合计	22,901	37,483	49,923	61,572
其他长期投资	136	159	212	248
长期股权投资	733	733	733	733
固定资产	13,260	19,281	20,806	21,500
在建工程	850	1,150	3,930	6,410
无形资产	226	204	183	165
其他非流动资产	1,553	1,361	1,208	1,084
非流动资产合计	16,758	22,888	27,072	30,140
<b>资产合计</b>	<b>39,659</b>	<b>60,371</b>	<b>76,995</b>	<b>91,712</b>
短期借款	688	988	488	888
应付票据	4,721	6,090	10,870	13,657
应付账款	3,786	4,883	8,716	10,951
预收款项	962	1,331	2,223	2,808
其他应付款	2,411	2,411	2,411	2,411
一年内到期的非流动负债	1,137	1,137	1,137	1,137
其他流动负债	1,173	1,686	2,689	3,348
流动负债合计	14,878	18,526	28,534	35,200
长期借款	2,659.00	3,459.00	4,359.00	4,959.00
应付债券	3,262.00	3,262.00	3,262.00	3,262.00
其他非流动负债	2,035	410	410	410
非流动负债合计	7,956	7,131	8,031	8,631
<b>负债合计</b>	<b>22,834</b>	<b>25,657</b>	<b>36,565</b>	<b>43,831</b>
归属母公司所有者权益	16,452	34,324	40,019	47,443
少数股东权益	373	390	411	438
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,825</b>	<b>34,714</b>	<b>40,430</b>	<b>47,881</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,659</b>	<b>60,371</b>	<b>76,995</b>	<b>91,712</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,064</b>	<b>8,249</b>	<b>6,490</b>	<b>8,587</b>
现金收益	4,237	6,608	8,083	10,133
存货影响	-1,902	313	-3,116	-1,817
经营性应收影响	-3,215	-1,116	-7,104	-4,809
经营性应付影响	2,250	2,835	9,504	5,609
其他影响	694	-391	-878	-529
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,169</b>	<b>-7,500</b>	<b>-6,000</b>	<b>-5,000</b>
资本支出	-3,163	-7,676	-6,149	-5,121
股权投资	211	0	0	0
其他长期资产变化	-217	176	149	121
<b>融资活动现金流</b>	<b>267</b>	<b>12,890</b>	<b>598</b>	<b>884</b>
借款增加	769	1,100	400	1,000
股利及利息支付	-669	-551	-549	-722
股东融资	308	0	500	0
其他影响	-141	12,341	247	606

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>21,988</b>	<b>30,421</b>	<b>50,782</b>	<b>64,166</b>
营业成本	17,096	22,051	39,360	49,454
税金及附加	117	162	271	342
销售费用	1,017	1,113	2,031	2,567
管理费用	623	1,129	1,884	2,381
财务费用	267	149	140	169
资产减值损失	728	561	560	561
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	794	460	300	300
其他收益	142	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,071</b>	<b>5,712</b>	<b>6,831</b>	<b>8,989</b>
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>3,069</b>	<b>5,710</b>	<b>6,829</b>	<b>8,987</b>
所得税	301	628	751	989
<b>净利润</b>	<b>2,768</b>	<b>5,082</b>	<b>6,078</b>	<b>7,998</b>
少数股东损益	210	17	20	27
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,558</b>	<b>5,065</b>	<b>6,058</b>	<b>7,971</b>
NOPLAT	3,009	5,214	6,203	8,148
EPS(摊薄)(元)	0.68	1.34	1.61	2.11

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	34.4%	38.4%	66.9%	26.4%
EBIT 增长率	-20.9%	75.6%	19.0%	31.4%
归母净利润增长率	-28.2%	98.0%	19.6%	31.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.2%	27.5%	22.5%	22.9%
净利率	12.6%	16.7%	12.0%	12.5%
ROE	16.4%	14.6%	15.0%	16.6%
ROIC	11.9%	12.8%	13.3%	15.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.6%	42.5%	47.5%	47.8%
债务权益比	58.1%	26.7%	23.9%	22.3%
流动比率	153.9%	202.3%	175.0%	174.9%
速动比率	125.1%	180.9%	150.1%	149.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7
应收账款周转天数	68	54	45	50
应付账款周转天数	77	71	62	72
存货周转天数	70	67	51	58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.68	1.34	1.61	2.11
每股经营现金流	0.55	2.19	1.72	2.28
每股净资产	4.36	9.10	10.61	12.58
<b>估值比率</b>				
P/E	25	17	14	11
P/B	4	2	2	2
EV/EBITDA	28	18	14	11

## 电力设备与新能源组团队介绍

### 首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富上榜团队核心成员。

### 分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富团队成员。

### 分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500