

## 隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

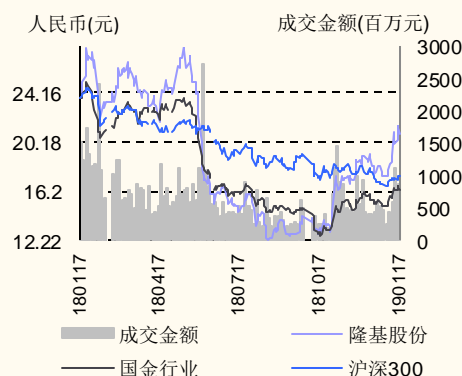
## 公司点评

市场价格 (人民币): 20.85 元

目标价格 (人民币): 29.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	2,781.73
总市值 (百万元)	58,187.94
年内股价最高最低 (元)	27.89/12.22
沪深 300 指数	3111.42
上证指数	2559.64



## 相关报告

- 1.《存货减值拖累短期业绩，经营数据显底部特征-隆基股份 2018 年...》，2018.10.24
- 2.《经营稳健如定海神针，盈利能力望逐步回升-隆基股份 2018 半年...》，2018.8.30
- 3.《组件出口获重大突破，迈向国际化一线供应商-隆基股份公司点评》，2018.7.19
- 4.《最坏时间已经过去，盈利能力将逐季抬升-隆基股份公司点评》，2018.4.26
- 5.《盈利能力创新高，组件业务正复制硅片成功路径-隆基股份年报点评》，2018.2.20

姚遥

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

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 季度盈利拐点确认，大幅上调盈利预测

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.775	1.778	0.974	1.444	1.868
每股净资产 (元)	5.05	7.12	8.48	10.50	13.12
每股经营性现金流 (元)	0.27	0.62	2.45	2.61	2.65
市盈率 (倍)	17.28	20.49	13.25	8.94	6.91
净利润增长率 (%)	197.36%	129.15%	-23.32%	48.27%	29.37%
净资产收益率 (%)	15.33%	24.98%	16.07%	19.24%	19.93%
总股本 (百万股)	1,996.64	1,993.99	2,792.00	2,792.00	2,792.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2018 年业绩预告，净利润 26.6~27.6 亿元，同比降 23%~25%，扣非净利润 24.4~25.4 亿元，同比降 27%~29%，略超市场预期。

## 经营分析

- 单季净利润环比大增，盈利能力向上拐点确认：以预告范围中值计算，公司 2018Q4 单季净利润达到 10.2 亿元（扣非 9.1 亿元），环比 Q3 单季增长约 170%，显示出行业景气复苏过程中强大的盈利弹性，该单季盈利表现仅次于公司历史上 2017Q4 的峰值。我们判断，这一强劲的季度盈利表现主要源于毛利率恢复上升、出货量显著增加、及存货减值减少的共同作用。
- Q1 淡季不淡明确，短期盈利能力有望继续上行：目前看来，随着海外市场需求的持续超预期释放，从去年 10 月以来的单晶及高效产品价格的企稳态势有望延续，甚至可能出现阶段性上调，我们在对公司 2018Q3 业绩点评的标题中提到“经营数据显底部特征”的观点，有望得到公司“连续两个季度毛利率和净利润双升”的强有力验证。
- 公司单晶硅片和高效 PERC 电池组件两项核心业务均为 2019 年产业链上相对高景气环节，盈利有望持续超预期：2019 年的光伏行业，预计在中国市场平稳、海外大幅增长的背景下，将整体呈现复苏趋势，但因产业链各环节的扩产节奏差异、同环节内企业的成本水平和产能结构差异，不同制造环节的景气和不同企业的盈利表现都将出现显著的分化（详见年度策略报告）。公司的单晶硅片/组件业务，在受益终端需求进一步向单晶转移的同时，还将因行业内单晶 PERC 电池的高速扩产和自身电池组件全产能结构高效，而享受额外的超额利润空间。
- 硅片持续降本和电池持续提效，保障公司长期竞争力和超额利润空间：随着公司云南硅棒硅片产能的逐步爬坡，以及拉晶速度、薄片化等领域的持续技术进步，硅片业务有望在基本形成双寡头的市场格局中保持领先；电池组件环节公司近日又一次以 24.06% 的效率打破单晶 PERC 电池效率纪录，则进一步证明公司在该环节的领头羊地位和 PERC 技术路线的发展潜力。

## 盈利调整与投资建议

- 我们较大幅度上调公司盈利预测，以体现行业景气复苏和近期产品价格表现的超预期，预计 2018~2020E 年净利润分别为 27、40、52 亿元（含电站出售投资收益），较前次预测分别上调 11%、28%、28%，对应 EPS 分别为 0.97、1.44、1.87 元。维持“买入”评级，6~12 个月目标价 29 元。

## 风险提示

- 国内政策落地及执行效果不及预期；国际贸易环境进一步恶化。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,947</b>	<b>11,531</b>	<b>16,362</b>	<b>22,167</b>	<b>29,280</b>	<b>36,831</b>
增长率		93.9%	41.9%	35.5%	32.1%	25.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,736</b>	<b>-8,361</b>	<b>-11,082</b>	<b>-17,402</b>	<b>-22,405</b>	<b>-28,075</b>
%销售收入	79.6%	72.5%	67.7%	78.5%	76.5%	76.2%
<b>毛利</b>	<b>1,211</b>	<b>3,169</b>	<b>5,280</b>	<b>4,765</b>	<b>6,875</b>	<b>8,756</b>
%销售收入	20.4%	27.5%	32.3%	21.5%	23.5%	23.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-110</b>	<b>-152</b>	<b>-111</b>	<b>-264</b>	<b>-331</b>
%销售收入	0.2%	1.0%	0.9%	0.5%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-133</b>	<b>-468</b>	<b>-664</b>	<b>-975</b>	<b>-1,259</b>	<b>-1,547</b>
%销售收入	2.2%	4.1%	4.1%	4.4%	4.3%	4.2%
<b>管理费用</b>	<b>-275</b>	<b>-441</b>	<b>-664</b>	<b>-732</b>	<b>-937</b>	<b>-1,142</b>
%销售收入	4.6%	3.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>793</b>	<b>2,150</b>	<b>3,800</b>	<b>2,947</b>	<b>4,415</b>	<b>5,736</b>
%销售收入	13.3%	18.6%	23.2%	13.3%	15.1%	15.6%
<b>财务费用</b>	<b>-90</b>	<b>-102</b>	<b>-198</b>	<b>-174</b>	<b>-195</b>	<b>-285</b>
%销售收入	1.5%	0.9%	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-135</b>	<b>-333</b>	<b>-207</b>	<b>-506</b>	<b>-171</b>	<b>-157</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>51</b>	<b>582</b>	<b>700</b>	<b>500</b>	<b>600</b>
%税前利润	0.1%	2.8%	14.5%	22.8%	10.9%	10.1%
<b>营业利润</b>	<b>569</b>	<b>1,766</b>	<b>3,977</b>	<b>2,967</b>	<b>4,549</b>	<b>5,894</b>
营业利润率	9.6%	15.3%	24.3%	13.4%	15.5%	16.0%
<b>营业外收支</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>100</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>税前利润</b>	<b>593</b>	<b>1,793</b>	<b>3,999</b>	<b>3,067</b>	<b>4,569</b>	<b>5,914</b>
利润率	10.0%	15.5%	24.4%	13.8%	15.6%	16.1%
<b>所得税</b>	<b>-72</b>	<b>-242</b>	<b>-468</b>	<b>-359</b>	<b>-548</b>	<b>-710</b>
所得税率	12.1%	13.5%	11.7%	11.7%	12.0%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>521</b>	<b>1,551</b>	<b>3,530</b>	<b>2,709</b>	<b>4,021</b>	<b>5,205</b>
少数股东损益	0	4	-15	-10	-10	-10
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>520</b>	<b>1,547</b>	<b>3,545</b>	<b>2,719</b>	<b>4,031</b>	<b>5,215</b>
净利率	8.7%	13.4%	21.7%	12.3%	13.8%	14.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>521</b>	<b>1,551</b>	<b>3,549</b>	<b>2,709</b>	<b>4,021</b>	<b>5,205</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>420</b>	<b>759</b>	<b>937</b>	<b>1,843</b>	<b>2,008</b>	<b>2,494</b>
非经营收益	80	-10	-382	-330	-325	-335
<b>营运资金变动</b>	<b>-656</b>	<b>-1,766</b>	<b>-2,860</b>	<b>664</b>	<b>-502</b>	<b>-2,073</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>365</b>	<b>534</b>	<b>1,244</b>	<b>4,885</b>	<b>5,202</b>	<b>5,290</b>
<b>资本开支</b>	<b>-963</b>	<b>-2,077</b>	<b>-3,945</b>	<b>-5,047</b>	<b>-5,189</b>	<b>-5,190</b>
投资	-163	-79	5	-1	0	0
其他	-90	4	165	700	500	600
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,216</b>	<b>-2,152</b>	<b>-3,774</b>	<b>-4,348</b>	<b>-4,689</b>	<b>-4,590</b>
<b>股权募资</b>	<b>1,979</b>	<b>3,036</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
债务募资	-7	2,164	4,962	-2,235	1,790	1,850
其他	-203	-163	-322	-174	-195	-285
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,770</b>	<b>5,037</b>	<b>4,703</b>	<b>-2,409</b>	<b>1,597</b>	<b>1,565</b>
<b>现金净流量</b>	<b>918</b>	<b>3,419</b>	<b>2,173</b>	<b>-1,872</b>	<b>2,110</b>	<b>2,265</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>2,246</b>	<b>5,817</b>	<b>8,546</b>	<b>6,674</b>	<b>8,784</b>	<b>11,049</b>
<b>应收款项</b>	<b>2,288</b>	<b>3,892</b>	<b>6,426</b>	<b>7,616</b>	<b>9,025</b>	<b>10,489</b>
<b>存货</b>	<b>1,534</b>	<b>1,213</b>	<b>2,380</b>	<b>2,417</b>	<b>3,131</b>	<b>3,923</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>372</b>	<b>1,120</b>	<b>1,574</b>	<b>1,046</b>	<b>1,346</b>	<b>1,686</b>
<b>流动资产</b>	<b>6,439</b>	<b>12,042</b>	<b>18,927</b>	<b>17,753</b>	<b>22,285</b>	<b>27,148</b>
%总资产	63.1%	62.8%	57.6%	50.4%	51.7%	53.4%
<b>长期投资</b>	<b>334</b>	<b>437</b>	<b>607</b>	<b>608</b>	<b>607</b>	<b>607</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,198</b>	<b>5,979</b>	<b>12,185</b>	<b>16,013</b>	<b>19,382</b>	<b>22,252</b>
%总资产	31.3%	31.2%	37.1%	45.5%	45.0%	43.8%
<b>无形资产</b>	<b>172</b>	<b>592</b>	<b>867</b>	<b>827</b>	<b>831</b>	<b>834</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,769</b>	<b>7,130</b>	<b>13,956</b>	<b>17,451</b>	<b>20,823</b>	<b>23,696</b>
%总资产	36.9%	37.2%	42.4%	49.6%	48.3%	46.6%
<b>资产总计</b>	<b>10,209</b>	<b>19,172</b>	<b>32,884</b>	<b>35,204</b>	<b>43,108</b>	<b>50,843</b>
<b>短期借款</b>	<b>648</b>	<b>1,021</b>	<b>2,172</b>	<b>500</b>	<b>2,090</b>	<b>3,740</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,959</b>	<b>5,057</b>	<b>9,630</b>	<b>11,627</b>	<b>13,548</b>	<b>14,039</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>199</b>	<b>455</b>	<b>720</b>	<b>570</b>	<b>741</b>	<b>930</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,806</b>	<b>6,534</b>	<b>12,522</b>	<b>12,697</b>	<b>16,379</b>	<b>18,709</b>
<b>长期贷款</b>	<b>198</b>	<b>1,024</b>	<b>1,656</b>	<b>2,156</b>	<b>2,356</b>	<b>2,556</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>551</b>	<b>1,521</b>	<b>4,462</b>	<b>3,398</b>	<b>3,398</b>	<b>3,398</b>
<b>负债</b>	<b>4,555</b>	<b>9,079</b>	<b>18,640</b>	<b>18,251</b>	<b>22,133</b>	<b>24,663</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,634</b>	<b>10,093</b>	<b>14,195</b>	<b>16,914</b>	<b>20,947</b>	<b>26,161</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	<b>19</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,209</b>	<b>19,172</b>	<b>32,884</b>	<b>35,204</b>	<b>43,108</b>	<b>50,843</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.294	0.775	1.778	0.974	1.444	1.868
每股净资产	3.175	5.055	7.119	8.482	10.505	13.120
每股经营现金净流	0.205	0.268	0.623	2.450	2.609	2.653
每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.24%	15.33%	24.98%	16.07%	19.24%	19.93%
总资产收益率	5.10%	8.07%	10.78%	7.72%	9.35%	10.26%
投入资本收益率	10.72%	14.16%	15.81%	11.44%	13.60%	14.17%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	61.60%	93.89%	41.90%	35.48%	32.09%	25.79%
EBIT增长率	94.40%	171.08%	76.73%	-22.45%	49.81%	29.92%
净利润增长率	77.25%	197.36%	129.15%	-23.32%	48.27%	29.37%
总资产增长率	57.09%	87.80%	71.52%	7.05%	22.45%	17.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	68.0	63.4	69.4	70.0	65.0	60.0
存货周转天数	102.0	60.0	59.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	78.9	74.0	91.5	80.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	160.9	145.3	241.0	238.3	219.9	201.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.77%	-27.52%	-11.02%	-5.13%	-5.67%	-6.13%
EBIT利息保障倍数	8.8	21.1	19.2	17.0	22.6	20.1
资产负债率	44.62%	47.35%	56.68%	51.84%	51.34%	48.51%

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	5	10	25	53
增持	0	1	1	7	15
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.17	1.09	1.22	1.27

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	2017-01-18	买入	14.08	20.00
2	2017-03-13	买入	14.76	20.00
3	2017-05-01	买入	16.95	20.00
4	2017-08-30	买入	21.69	30.00~30.00
5	2017-10-31	买入	32.46	40.00~40.00
6	2018-01-21	买入	35.27	50.00
7	2018-01-25	买入	38.96	50.00
8	2018-02-06	买入	33.98	50.00

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，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。

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