

2015年01月28日

隆基股份 (601012)

——野百合也有春天，引入巨无霸战略投资者国开新能源，打开想象空间无限

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2015年01月27日

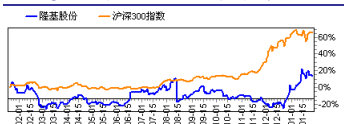
收盘价(元)	24.37
一年内最高/最低(元)	26.8/11.95
上证指数/深证成指	3353/11552
市净率	4.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7580

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	5.8
资产负债率%	39.85
总股本/流通A股(百万)	548/311
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《隆基股份(601012)——前次募投项目推进顺利 2015年稳健成长可期 维持“买入”评级》 2015/01/26

《隆基股份(601012)——高送转预案彰显管理层信心，重视国内市场组件产能扩张》 2014/12/28

证券分析师

孔凌飞 A0230512060003
konglf@swsresearch.com
武夏 A0230513070010
wuxia@swsresearch.com
余文俊 A0230513070005 BAMB599
yuwj@swsresearch.com

研究支持

韩启明 A0230114090001
hanqm@swsresearch.com

联系人

何婧雯
(8621)23297818×7467
hejw@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **维持评级为“买入”，维持盈利预测不变。**在不考虑增发摊薄股本的情况下，我们预计公司14-16年EPS分别为0.52元、0.98元和1.29元，目前股价对应PE分别为15年25倍和16年19倍，维持“买入”评级不变，未来六个月目标价35-40元。
- **合作国开新能源，变更增资方案，资金和资源优势互补。**公司合作国开新能源，共同对同心隆基和隆基天华两个电站进行增资，有利于提高光伏电站建设开发能力和运营效益，缓解上市公司的资金压力，加速在建电站项目的并网建设。公司原有增资方案是：对隆基天华增资3030万元，其中中国开瑞明持股比例49%，宁夏隆基持股比例51%，对同心隆基增资1.2亿元，其中中国开瑞明持股比例49%，无锡隆基持股比例3.68%，宁夏隆基持股比例47.32%。变更后的方案是：对隆基天华增资3030万元，国开新能源持股比例51%，宁夏隆基持股比例49%，对同心隆基增资10125万元，国开新能源持股比例51%，无锡隆基持股比例47%，宁夏隆基持股比例2%。**本次变更方案完成后，同心隆基和隆基天华将不再纳入公司合并报表范围。**
- **制造业的“野百合”牵手巨无霸战投国开新能源，打开想象空间无限。**尽管国开新能源的注册成立时间很晚(2014年12月17日)，但是主要股东背景深厚，主要股东为国开金融有限责任公司、珠海普罗中欧新能源股权投资合伙企业(有限合伙)、杭州长堤股权投资合伙企业(有限合伙)、北京红杉尚业投资管理中心(有限合伙)、天津光大金控新能源投资中心(有限合伙)、中日节能环保创业投资有限公司及杭州青域践行创业投资合伙企业(有限合伙)。国开新能源的法人樊海滨先后任职于水电部、国家能源投资公司及国开行；长堤股权的股东之一是摩根斯坦利；珠海普罗股权的多名法人中包括上海市慈善基金会下属的投资公司上海盛大投资，还包括国开裕华产业投资基金，该基金的首席投资官是原上海市国资委下属的国盛集团董事长施德容；此外知名风投青云创投和红杉资本都参与其中。**公司是珠海普罗中欧新能源股权投资合伙企业(有限合伙)的有限合伙人，并认缴珠海普罗投资额的19.35%，这是公司首次公告与国开新能源的间接股权关系，打开巨大的合作想象空间。**

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,280	2,450	3,877	5,928	7,830
同比增长率(%)	33.49	57.30	70.02	52.89	32.09
归属于母公司的净利润(百万元)	71	189	282	530	697
同比增长率(%)	-	356.58	297.93	87.66	31.61
每股收益(元/股)	0.13	0.35	0.52	0.98	1.29
毛利率(%)	12.3	16.8	14.9	16.0	16.1
ROE(%)	2.4	6.0	8.7	14.0	15.6
市盈率	188		47	25	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,708	2,280	3,877	5,928	7,830
单晶硅片	1,408	1,861	3,390	4,394	5,211
单晶硅棒	49	172	309	494	692
多晶硅料	153	110	121	139	167
太阳能组件	0	92	615	923	1,308
其他业务	98	46	(558)	(23)	452
营业总成本	1,865	2,207	3,584	5,347	7,055
营业成本	1,485	2,001	3,300	4,977	6,572
单晶硅片	1,229	1,638	2,949	3,779	4,429
单晶硅棒	45	140	253	405	567
多晶硅料	130	103	113	130	156
太阳能组件	0	89	566	849	1,203
其他业务	80	31	(581)	(186)	217
营业税金及附加	2	2	6	9	12
销售费用	22	25	39	59	78
管理费用	131	119	136	207	274
财务费用	89	65	42	59	84
资产减值损失	137	(5)	61	36	35
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	46	(0)	5	5	5
营业利润	(111)	73	299	586	780
营业外收支	36	20	28	28	28
利润总额	(75)	93	327	614	808
所得税	(22)	21	39	73	96
净利润	(53)	72	288	541	711
少数股东损益	2	1	6	11	14
归属于母公司所有者的净利润	(55)	71	282	530	697

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	(53)	72	288	541	711
加: 折旧摊销减值	310	152	223	259	337
财务费用	94	83	42	59	84
非经营损失	(86)	12	(5)	(5)	(5)
营运资本变动	(342)	(5)	(231)	(297)	(278)
其它	0	0	195	0	0
经营活动现金流	(77)	57	513	555	850
资本开支	161	319	220	700	900
其它投资现金流	(77)	35	0	0	0
投资活动现金流	(229)	(275)	(220)	(700)	(900)
吸收投资	1,524	0	0	0	0
负债净变化	(210)	(184)	110	263	379
支付股利、利息	102	46	42	59	84
其它融资现金流	(93)	(88)	0	0	0
融资活动现金流	1,119	(318)	68	204	295
净现金流	813	(544)	361	60	245

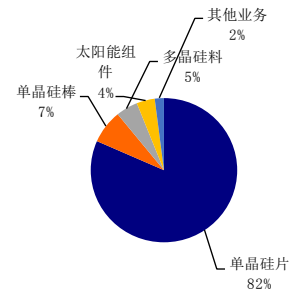
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
硅片出货量(万片)	26811	54292	79760	100163
组件出货量(MW)	24	180	300	450

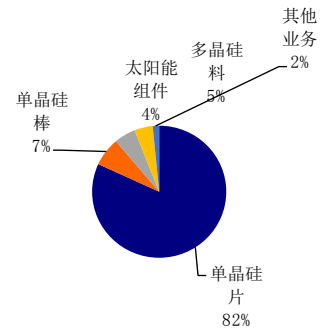
收入结构

2013年收入结构

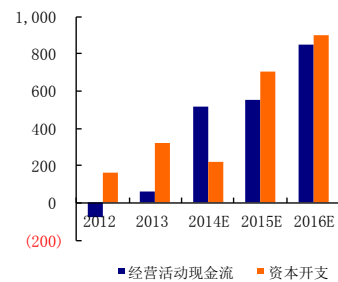


成本结构

2013年成本结构



资本开支与经营活动现金流

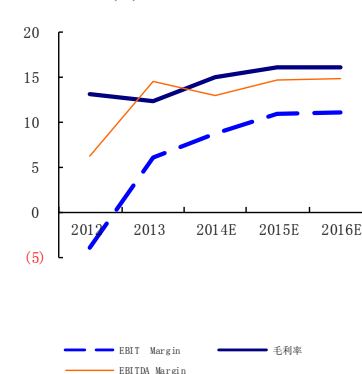


合并资产负债表

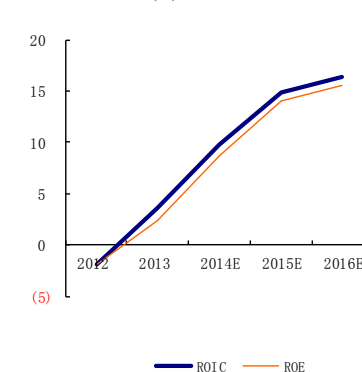
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,614	2,159	2,947	3,852	4,895
现金及等价物	999	731	1,092	1,152	1,397
应收款项	604	415	581	793	990
存货净额	765	767	1,224	1,857	2,458
其他流动资产	245	245	50	50	50
长期投资	77	77	82	87	92
固定资产	1,858	2,277	2,335	2,812	3,409
无形资产及其他资产	179	175	175	175	175
资产总计	4,728	4,688	5,538	6,925	8,571
流动负债	1,415	1,201	1,584	2,212	2,837
短期借款	712	374	306	350	420
应付款项	516	696	1,148	1,732	2,287
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	393	495	674	893	1,202
负债合计	1,809	1,695	2,258	3,104	4,038
股本	539	539	539	539	539
资本公积	1,460	1,460	1,460	1,460	1,460
盈余公积	20	22	28	40	56
未分配利润	873	942	1,218	1,736	2,418
少数股东权益	28	30	36	46	61
股东权益	2,920	2,992	3,280	3,821	4,532
负债和股东权益合计	4,728	4,688	5,538	6,925	8,571

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

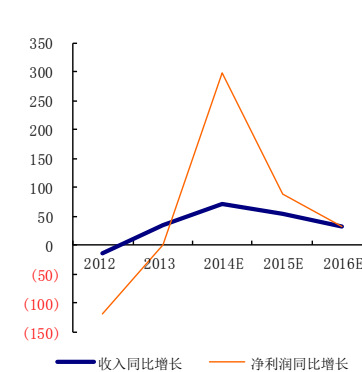


重要财务指标

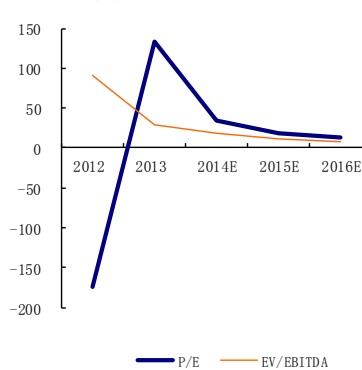
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	-0.10	0.13	0.52	0.98	1.29
每股经营现金流	-0.14	0.11	0.95	1.03	1.58
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.37	5.50	6.03	7.01	8.30
关键运营指标(%)					
ROIC	(1.9)	3.5	9.7	14.8	16.3
ROE	(1.9)	2.4	8.7	14.0	15.6
毛利率	13.1	12.3	14.9	16.0	16.1
EBITDA Margin	6.2	14.5	12.9	14.5	14.8
EBIT Margin	(4.0)	6.1	8.7	10.8	11.0
收入同比增长	(15.3)	33.5	70.0	52.9	32.1
净利润同比增长	(119.3)	#VALUE!	297.9	87.7	31.6
资产负债率	38.3	36.2	40.8	44.8	47.1
净资产周转率	0.59	0.77	1.19	1.57	1.75
总资产周转率	0.36	0.49	0.70	0.86	0.91
有效税率	18.6	22.1	12.0	12.0	12.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-173.8	133.9	33.7	17.9	13.6
P/B	3.3	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/Sale	5.6	4.2	2.4	1.6	1.2
EV/EBITDA	90.2	29.1	18.7	11.1	8.3

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等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人作出邀请。

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,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波动。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

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。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。