

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

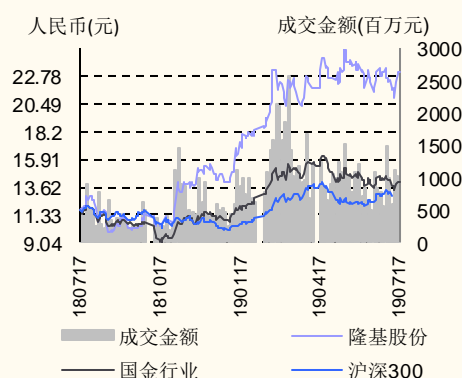
公司点评

市场价格 (人民币): 23.04 元

目标价格 (人民币): 35.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	3,615.35
总市值 (百万元)	83,506.46
年内股价最高最低 (元)	25.06/9.84
沪深 300 指数	3802.79
上证指数	2933.36



相关报告

- 1.《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...》, 2019.1.20
- 2.《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
- 3.《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...》, 2018.10.31
- 4.《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
- 5.《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》, 2018.7.10

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

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

Q2 利润超预期创新高, 单晶高景气红利将持续释放

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	1.413	1.768	2.145
每股净资产 (元)	7.12	5.89	6.85	8.62	10.76
每股经营性现金流 (元)	0.62	0.42	1.83	2.13	2.67
市盈率 (倍)	20.38	19.03	16.07	12.84	10.58
净利润增长率 (%)	130.38%	-28.24%	100.14%	25.18%	21.29%
净资产收益率 (%)	25.11%	15.55%	20.63%	20.52%	19.93%
总股本 (百万股)	1,993.99	2,790.79	3,624.22	3,624.22	3,624.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2019 年半年度业绩预增公告, 预计净利润 19.61~20.91 亿元, 同比增加 50%~60%, 预计扣非净利润 19.41~20.71 亿元, 同比增加 55%~65%, 超过市场预期。

经营分析

- **量增、价稳、成本降, 推升单季盈利创历史新高:** 测算公司 2019Q2 单季净利润 13.5~14.8 亿元, 同比增长 77%~94%, 环比 Q1 增长 121%~142%, 创历史新高。公司过去几年对海外终端市场的大力布局 (银行认证、渠道建设、品牌宣传等), 在今年海外市场需求大幅增长的背景下取得了突出的回报, 我们估算公司 Q2 组件出货量达到 2GW 左右, 环比 Q1 增长近 60%, 同时由于硅料价格的走低和公司非硅成本的持续下降, 预计 Q2 毛利率环比 Q1 也有显著提升, 估算平均毛利率水平达到约 28%, 环比提升 4pct 以上。
- **单晶高景气+组件市占率提升红利将持续释放, 支撑业绩持续增长:** 展望下半年以及明年, 在单晶 PERC 电池产能持续释放、以及作为“边际产能”的多晶产能成本线对产品价格形成支撑的共同作用下, 单晶硅片环节有望在较长时间内维持高景气度。尽管这种高景气不可避免的会吸引一些行业新进入者, 但考虑到单晶环节相对较高的技术壁垒, 以及公司在成本水平、研发投入能力、扩产效率等方面的领先优势, 我们预计公司硅片业务在维持较高利润率的同时仍有能力保持绝对领先的市占率。
- 组件业务方面, 今年只是公司海外布局“厚积薄发”的第一年, 随着海外仓库等渠道布局的进一步完善、内部管理效率的提升、以及国际市场累计销售业绩增长带来的正循环效应, 我们预计公司在全球光伏组件市场的占有率还将继续提升。同时, 考虑到公司组件业务在未来一段时间内仍需要从外部采购/代加工电池片 (即内部电池片产能小于组件出货量), 近期单晶电池片价格的大幅下跌或将对公司组件业务的短期盈利能力带来额外贡献。

盈利调整与投资建议

- 基于公司最新经营情况, 我们小幅上调全年硅片出货量预测、小幅下调硅片及组件业务非硅成本预测、小幅下调全年电站转让收益预测, 调整后的公司 2019~21E 净利润预测为 51.2 (+7%)、64.1 (+7%)、77.8 (+5%) 亿元, 对应 EPS 分别为 1.41、1.77、2.15 元, 维持“买入”评级, 6~12 个月目标价相应上调至 35 元 (+6%), 对应 25x2019PE 或 20x2020PE。

风险提示

- 竞价项目需求释放进度不及预期; 行业新进入者扩产速度超预期; 国际贸易环境恶化。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,531	16,362	21,988	31,746	42,732	53,431	货币资金	5,817	8,546	7,708	13,507	13,488	17,004
增长率		41.9%	34.4%	44.4%	34.6%	25.0%	应收款项	3,892	6,426	9,169	11,224	15,240	19,323
主营业务成本	-8,361	-11,082	-17,096	-22,929	-31,728	-40,221	存货	1,213	2,380	4,283	4,356	6,047	7,686
%销售收入	72.5%	67.7%	77.8%	72.2%	74.2%	75.3%	其他流动资产	1,120	1,574	1,742	1,148	1,588	2,013
毛利	3,169	5,280	4,892	8,817	11,005	13,210	流动资产	12,042	18,927	22,901	30,236	36,363	46,026
%销售收入	27.5%	32.3%	22.2%	27.8%	25.8%	24.7%	%总资产	62.8%	57.6%	57.7%	59.3%	58.8%	60.8%
营业税金及附加	-110	-152	-117	-159	-214	-267	长期投资	437	607	869	870	869	869
%销售收入	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	5,979	12,185	14,116	18,671	23,420	27,694
营业费用	-468	-664	-1,017	-1,429	-1,923	-2,404	%总资产	31.2%	37.1%	35.6%	36.6%	37.9%	36.6%
%销售收入	4.1%	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	592	867	1,197	1,181	1,166	1,153
管理费用	-441	-664	-623	-1,111	-1,389	-1,656	非流动资产	7,130	13,956	16,758	20,724	25,457	29,718
%销售收入	3.8%	4.1%	2.8%	3.5%	3.3%	3.1%	%总资产	37.2%	42.4%	42.3%	40.7%	41.2%	39.2%
息税前利润 (EBIT)	2,150	3,800	3,135	6,119	7,479	8,882	资产总计	19,172	32,884	39,659	50,960	61,821	75,744
%销售收入	18.6%	23.2%	14.3%	19.3%	17.5%	16.6%	短期借款	1,021	2,172	1,824	4,805	4,067	5,026
财务费用	-102	-198	-267	-365	-428	-423	应付款项	5,057	9,630	11,880	13,047	17,638	22,319
%销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	其他流动负债	373	538	1,174	921	1,200	1,393
资产减值损失	-333	-207	-728	-310	-260	-234	流动负债	6,451	12,340	14,878	18,773	22,905	28,738
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,024	1,656	2,659	3,159	3,359	3,559
投资收益	51	582	794	300	400	500	其他长期负债	1,603	4,644	5,297	3,829	3,939	4,046
%税前利润	2.8%	14.5%	27.7%	5.2%	5.5%	5.7%	负债	9,079	18,640	22,834	25,761	30,203	36,343
营业利润	1,766	3,996	2,869	5,743	7,192	8,725	普通股股东权益	10,093	14,195	16,452	24,816	31,225	38,998
营业利润率	15.3%	24.4%	13.1%	18.1%	16.8%	16.3%	少数股东权益	1	49	373	383	393	403
营业外收支	26	22	-2	20	20	20	负债股东权益合计	19,172	32,884	39,659	50,960	61,821	75,744
税前利润	1,793	4,018	2,867	5,763	7,212	8,745							
利润率	15.5%	24.6%	13.0%	18.2%	16.9%	16.4%	比率分析						
所得税	-242	-468	-301	-634	-793	-962		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	13.5%	11.7%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%	每股指标						
净利润	1,551	3,549	2,567	5,130	6,419	7,783	每股收益	0.775	1.788	0.917	1.413	1.768	2.145
少数股东损益	4	-15	9	10	10	10	每股净资产	5.055	7.119	5.895	6.847	8.616	10.760
归属于母公司的净利润	1,547	3,565	2,558	5,120	6,409	7,773	每股经营现金净流	0.268	0.623	0.420	1.834	2.130	2.669
净利率	13.4%	21.8%	11.6%	16.1%	15.0%	14.5%	每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.33%	25.11%	15.55%	20.63%	20.52%	19.93%
净利润	1,551	3,549	2,567	5,130	6,419	7,783	总资产收益率	8.07%	10.84%	6.45%	10.05%	10.37%	10.26%
少数股东损益	4	-15	9	10	10	10	投入资本收益率	14.16%	15.82%	10.66%	14.95%	15.73%	15.43%
非现金支出	759	937	1,929	2,012	2,585	3,233	增长率						
非经营收益	-8	-384	-406	419	143	56	主营业务收入增长率	93.89%	41.90%	34.38%	44.38%	34.61%	25.04%
营运资金变动	-1,766	-2,860	-2,917	-912	-1,426	-1,399	EBIT增长率	171.08%	76.73%	-22.83%	108.64%	22.24%	18.76%
经营活动现金净流	536	1,242	1,173	6,648	7,720	9,673	净利润增长率	197.36%	130.38%	-28.24%	100.14%	25.18%	21.29%
资本开支	-2,077	-3,945	-3,823	-5,983	-7,039	-7,240	总资产增长率	87.80%	71.52%	20.60%	28.50%	21.31%	22.52%
投资	-79	5	434	-1	0	0	资产管理能力						
其他	4	165	220	300	400	500	应收账款周转天数	63.4	69.4	68.8	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-2,152	-3,774	-3,169	-5,684	-6,639	-6,740	存货周转天数	60.0	59.2	71.1	73.0	74.0	75.0
股权募资	3,036	63	308	3,245	0	0	应付账款周转天数	74.0	91.5	83.3	78.0	78.0	78.0
债权募资	2,164	4,962	766	2,062	-538	1,159	固定资产周转天数	145.3	241.0	220.1	202.7	186.9	177.3
其他	-163	-322	-768	-471	-563	-576	偿债能力						
筹资活动现金净流	5,037	4,703	305	4,835	-1,100	583	净负债/股东权益	-27.52%	-11.02%	0.22%	-9.06%	-8.86%	-13.09%
现金净流量	3,421	2,171	-1,691	5,800	-19	3,516	EBIT利息保障倍数	21.1	19.2	11.0	16.8	17.5	21.0
							资产负债率	47.35%	56.68%	57.58%	50.55%	48.86%	47.98%

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	6	11	20	42	77
增持	0	0	1	10	22
中性	0	0	2	7	11
减持	0	0	1	2	2
评分	1.00	1.00	1.33	1.49	1.45

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。

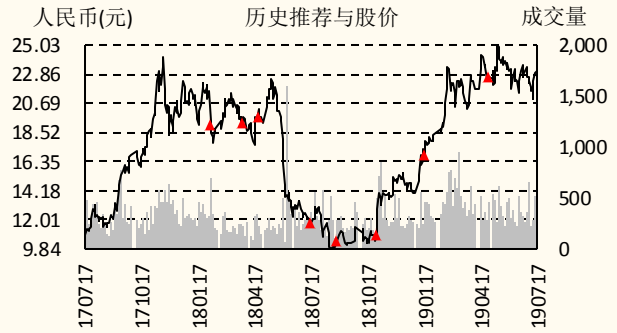
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-02-06	买入	33.98	50.00
2	2018-03-29	买入	33.28	50.00
3	2018-04-26	买入	35.17	50.00
4	2018-07-19	买入	14.71	N/A
5	2018-08-30	买入	12.98	N/A
6	2018-10-31	买入	12.90	N/A
7	2019-01-17	买入	21.26	29.00
8	2019-04-30	买入	22.70	33.00

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，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH