

隆基股份 (601012.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.90 元

目标价格 (人民币): 46.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	37.72
已上市流通 A 股(亿股)	37.68
总市值(亿元)	1,278.71
年内股价最高最低(元)	33.90/28.00
沪深 300 指数	4149
上证指数	3040



海外产能布局再下一城，避贸易壁垒提升盈利

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	1.374	1.860	2.330
每股净资产(元)	7.12	5.89	6.85	8.79	11.22
每股经营性现金流(元)	0.62	0.42	1.97	2.33	3.12
市盈率(倍)	20.38	19.03	24.67	18.22	14.55
净利润增长率(%)	130.38%	-28.24%	102.68%	35.39%	25.27%
净资产收益率(%)	25.11%	15.55%	20.87%	22.03%	21.63%
总股本(百万股)	1,994	2,791	3,773	3,773	3,773

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告, 拟现金收购宁波江北宜则新能源科技有限公司 100% 股权, 交易基准定价暂定为 17.8 亿元, 并根据标的公司业绩实现情况支付浮动对价或由业绩承诺方支付业绩补偿。各方力争 2020.8.30 前完成资产交割。

评论:

- 高效获得优质海外产能, 充分摄取高价值美国市场红利: 标的公司主营光伏电池及组件的生产销售, 生产基地位于越南, 目前拥有超 3GW 电池和超 7GW 组件的年产能, 主要经营模式为代工。通过本次收购, 公司将快速获得继马来西亚之后的第二处海外低成本生产基地, 将快速提升公司在以美国为代表的高价值海外市场份额, 显著提升盈利水平。
- 美国市场因存在显著贸易壁垒, 其光伏组件价格大幅高于国内和欧洲等其他海外市场。东南亚作为中国大陆以外最具成本优势的光伏组件产地, 其输美产品因免缴双反关税 (若出口双面组件则同时免缴 201 关税), 或是所有供应美国市场的光伏产能中盈利能力最强的产地。
- 收购对上市公司的实际利润贡献增量或显著超过标的公司利润承诺: 标的公司为东南亚规模较大的光伏电池组件代工企业, 长期为一线品牌代工产品并销往美国、欧洲市场。据公告披露, 标的公司 2019-2021 年扣非净利润承诺分别为 2.2、2.41、2.51 亿元, 而 2019 年前三季度净利润已达 2.48 亿元, 我们认为在叠加隆基品牌溢价之后, 本次收购对上市公司的实际利润贡献有望显著超过该利润承诺水平。隆基曾在 2019 年 7 月与标的公司签署三年 13 亿片硅片销售长单, 前期密切的购销合作关系或也为本次收购埋下伏笔。
- 短期受益美国市场, 长期完善国际化布局: 美国市场最重要的新能源扶持政策, 联邦投资税收抵免 ITC 将从 2020 年开始进入三年退坡期, 期间美国光伏市场将保持充足的抢装动力和较高的装机增速。公司通过收购快速获得优质东南亚产能, 中短期内将有助于充分发挥品牌优势摄取美国市场红利, 长期看, 随着光伏玻璃等核心辅材产业链向东南亚转移, 越南生产基地或将成为公司国际化布局的重要一环, 辐射印度、中东等潜力巨大的新兴市场。

盈利调整与投资建议

- 考虑本次收购的影响, 我们上调公司 2019~2021 年净利润预测至 52, 70 (+3%), 88 (+6%) 亿元, 对应 EPS 分别为 1.37, 1.86, 2.33 元; 同时我们认为光伏平价上网逐步实现、以及行业集中度持续提升带来的竞争格局改善, 将有助于板块估值提升, 我们上调目标价至 46 元 (+28%), 对应 25 倍 2020PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 收购事项的不确定性; 国内政策低于预期; 产品价格低于预期。

相关报告

1. 《Q4 盈利再创新高, 2020 年业绩有望超预期-隆基股份 2019...》, 2020.1.17
2. 《国内市场延迟启动无碍 Q3 盈利能力持续走高-隆基股份 2019 三...》, 2019.10.30
3. 《发行转债护航扩产, 巩固龙头地位保增长-隆基股份公司事件点评》, 2019.10.24
4. 《千亿市值新起点, 扩产提速促增长-隆基股份 2019 半年报点评》, 2019.8.29
5. 《Q2 利润超预期创新高, 单晶高景气红利将持续释放-隆基股份 20...》, 2019.7.19

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

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,531	16,362	21,988	31,649	48,822	61,225
增长率	41.9%	34.4%	43.9%	54.3%	25.4%	
主营业务成本	-8,361	-11,082	-17,096	-22,526	-36,203	-45,736
% 销售收入	72.5%	67.7%	77.8%	71.2%	74.2%	74.7%
毛利	3,169	5,280	4,892	9,124	12,619	15,489
% 销售收入	27.5%	32.3%	22.2%	28.8%	25.8%	25.3%
营业税金及附加	-110	-152	-117	-142	-220	-276
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-468	-664	-1,017	-1,266	-1,904	-2,327
% 销售收入	4.1%	4.1%	4.6%	4.0%	3.9%	3.8%
管理费用	-441	-664	-623	-1,203	-1,782	-2,174
% 销售收入	3.8%	4.1%	2.8%	3.8%	3.7%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	2,150	3,800	3,135	6,513	8,713	10,713
% 销售收入	18.6%	23.2%	14.3%	20.6%	17.8%	17.5%
财务费用	-102	-198	-267	-253	-340	-352
% 销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-333	-207	-728	-426	-295	-192
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	51	582	794	400	400	450
% 税前利润	2.8%	14.5%	27.7%	6.4%	4.7%	4.2%
营业利润	1,766	3,996	2,869	6,303	8,479	10,620
营业利润率	15.3%	24.4%	13.1%	19.9%	17.4%	17.3%
营业外收支	26	22	-2	-35	0	0
税前利润	1,793	4,018	2,867	6,268	8,479	10,620
利润率	15.5%	24.6%	13.0%	19.8%	17.4%	17.3%
所得税	-242	-468	-301	-783	-1,060	-1,328
所得税率	13.5%	11.7%	10.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	1,551	3,549	2,567	5,484	7,419	9,293
少数股东损益	4	-15	9	300	400	500
归属于母公司的净利润	1,547	3,565	2,558	5,184	7,019	8,793
净利率	13.4%	21.8%	11.6%	16.4%	14.4%	14.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,551	3,549	2,567	5,484	7,419	9,293
少数股东损益	4	-15	9	300	400	500
非现金支出	759	937	1,929	2,128	2,695	3,341
非经营收益	-8	-384	-406	416	278	301
营运资金变动	-1,766	-2,860	-2,917	-871	-1,950	-1,638
经营活动现金净流	536	1,242	1,173	7,158	8,442	11,297
资本开支	-2,077	-3,945	-3,823	-6,088	-8,609	-7,310
投资	-79	5	434	-1	0	0
其他	4	165	220	400	400	450
投资活动现金净流	-2,152	-3,774	-3,169	-5,689	-8,209	-6,860
股权募资	3,036	63	308	3,201	0	0
债权募资	2,164	4,962	766	1,407	2,582	233
其他	-163	-322	-768	-464	-628	-701
筹资活动现金净流	5,037	4,703	305	4,143	1,954	-468
现金净流量	3,421	2,171	-1,691	5,612	2,187	3,969

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,817	8,546	7,708	13,320	15,507	19,476
应收款项	3,892	6,426	9,169	11,160	17,412	22,142
存货	1,213	2,380	4,283	4,190	6,826	8,740
其他流动资产	1,120	1,574	1,742	1,128	1,812	2,289
流动资产	12,042	18,927	22,901	29,798	41,557	52,647
% 总资产	62.8%	57.6%	57.7%	59.0%	60.7%	62.9%
长期投资	437	607	869	870	869	869
固定资产	5,979	12,185	14,116	18,671	24,845	28,969
% 总资产	31.2%	37.1%	35.6%	37.0%	36.3%	34.6%
无形资产	592	867	1,197	1,181	1,166	1,153
非流动资产	7,130	13,956	16,758	20,724	26,882	30,993
% 总资产	37.2%	42.4%	42.3%	41.0%	39.3%	37.1%
资产总计	19,172	32,884	39,659	50,522	68,440	83,640
短期借款	1,021	2,172	1,824	4,650	7,032	7,065
应付款项	5,057	9,630	11,880	12,834	20,121	25,389
其他流动负债	373	538	1,174	1,041	1,499	1,781
流动负债	6,451	12,340	14,878	18,525	28,652	34,235
长期贷款	1,024	1,656	2,659	2,659	2,859	3,059
其他长期负债	1,603	4,644	5,297	3,828	4,000	4,124
负债	9,079	18,640	22,834	25,012	35,511	41,418
普通股股东权益	10,093	14,195	16,452	24,837	31,856	40,648
少数股东权益	1	49	373	673	1,073	1,573
负债股东权益合计	19,172	32,884	39,659	50,522	68,440	83,640

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.775	1.788	0.917	1.374	1.860	2.330
每股净资产	5.055	7.119	5.895	6.853	8.790	11.216
每股经营现金净流	0.268	0.623	0.420	1.975	2.329	3.117
每股股利	0.130	0.045	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.33%	25.11%	15.55%	20.87%	22.03%	21.63%
总资产收益率	8.07%	10.84%	6.45%	10.26%	10.26%	10.51%
投入资本收益率	14.16%	15.82%	10.66%	15.79%	16.54%	16.86%
增长率						
主营业务收入增长率	93.89%	41.90%	34.38%	43.94%	54.26%	25.41%
EBIT增长率	171.08%	76.73%	-22.83%	122.07%	33.79%	22.96%
净利润增长率	197.36%	130.38%	-28.24%	102.68%	35.39%	25.27%
总资产增长率	87.80%	71.52%	20.60%	27.39%	35.47%	22.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.4	69.4	68.8	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	60.0	59.2	71.1	73.0	74.0	75.0
应付账款周转天数	74.0	91.5	83.3	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	145.3	241.0	220.1	203.4	174.3	162.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.52%	-11.02%	0.22%	-10.78%	-7.15%	-14.43%
EBIT利息保障倍数	21.1	19.2	11.0	25.7	25.7	30.5
资产负债率	47.35%	56.68%	57.58%	49.51%	51.89%	49.52%

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	2	3	20	30	90
增持	1	2	7	9	32
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.67	1.32	1.28	1.28

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	2018-10-31	买入	12.90	N/A
2	2019-01-17	买入	21.26	29.00
3	2019-04-30	买入	22.70	33.00
4	2019-07-18	买入	23.04	35.00
5	2019-08-29	买入	27.90	38.80
6	2019-10-24	买入	23.30	33.50
7	2019-10-30	买入	22.75	32.40
8	2020-01-17	买入	28.45	36.00

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,不作为或被视为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