

拟收购宜则越南产能，内生外延扩张持续加码

公司 23 日发布公告,其全资子公司隆基乐叶拟以现金收购宁波宜则 100% 股权,基准定价为 17.8 亿元。标的生产基地处于越南,包括 3GW 电池和 7GW 组件产能,盈利能力较好。

核心观点

- **布局越南利于组件出口,利润承诺增厚公司业绩。**考虑到美国等国家对中国出口的额外关税,本次收购完成后,越南将成为继马来西亚古晋后公司第二个海外工厂,在快速获得产能的同时进一步完善产业布局,规避海外贸易壁垒,优先获取特定市场的高质量订单。同时出售方承诺 2019-2021 年实现调整扣非后净利润分别不低于 2.2、2.41 和 2.51 亿元,2020 年对应基准定价 PE 低于 7.4 倍,对应 PB 为 1.3 倍,显著低于公司实际估值水平。根据框架协议,双方不晚于 2020 年 6 月 30 日签署正式协议,不晚于 8 月 30 日完成资产交割,若收购顺利预计将在今年下半年实现并表。
- **内生外延加速产能扩张,建设进度或再超预期。**根据公司公告,截止 2020 年底公司硅棒/电池/组件的产能预计将分别超过 67/30/36GW,再次超出 2019 年年底规划进度;届时,公司有望在硅片、电池和组件三个环节均实现全球最大产能,成为光伏产业链的绝对龙头。
- **2020 年产销两旺,成长空间进一步打开。**硅片方面,虽然行业性的产能扩张导致预计在二季度出现供需宽松,但公司通过以量补价的战略,工艺积累和规模效应获取的非硅成本优势,仍能保证合理毛利水平和利润增长;组件方面,公司 2019 年及时调整经营战略,强化品牌协同,优化销售渠道,2020 年将迎来显著改善;本次收购后,公司海外组件产能大幅增加至 8GW 以上,基本满足公司在关税地区的订单需求,成长空间进一步打开。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.39、1.60、1.85 元(原预测为 1.39/1.63/1.96 元,主要根据装机预期和产能情况更新了产品价格;由于收购尚未完成,未考虑并购标的业绩并表因素),结合可比公司 2020 年的 25 倍市盈率,对应目标价为 40 元,维持买入评级。

风险提示: 装机受疫情和政策影响不及预期;价格下降超预期;收购失败。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,362	21,988	30,532	49,088	59,658
同比增长(%)	41.9%	34.4%	38.9%	60.8%	21.5%
营业利润(百万元)	3,996	2,869	6,199	6,921	7,872
同比增长(%)	126.2%	-28.2%	116.0%	11.6%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	3,565	2,558	5,247	6,020	6,988
同比增长(%)	130.4%	-28.2%	105.1%	14.7%	16.1%
每股收益(元)	0.94	0.68	1.39	1.60	1.85
毛利率(%)	32.3%	22.2%	29.1%	22.9%	22.0%
净利率(%)	21.8%	11.6%	17.2%	12.3%	11.7%
净资产收益率(%)	29.4%	16.7%	25.0%	21.1%	19.9%
市盈率	35.9	50.0	24.4	21.2	18.3
市净率	9.0	7.8	5.0	4.0	3.3

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算,



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年02月21日)	33.9元
目标价格	40元
52周最高价/最低价	33.9/20.98元
总股本/流通A股(万股)	377,202/376,755
A股市值(百万元)	127,871
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2020年02月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.34	14.30	47.39	25.70
相对表现	1.28	13.44	40.71	5.17
沪深300	4.06	0.86	6.68	20.53



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师 彭海涛
021-63325888-5098
penghaitao@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519010001

联系人 郑浩
021-63325888-6078
zhenghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩预告略超预期,龙头成长仍在持续: 2020-01-17
业绩符合预期,扩张仍在持续: 2019-11-01
量利齐升加速扩张,业绩高增静待兑现: 2019-08-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：可比公司估值表（截止 2020 年 2 月 21 日收盘价）

	每股收益			市盈率		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
通威股份	0.52	0.73	0.99	36.49	26.07	19.25
中环股份	0.23	0.46	0.67	84.27	41.73	28.62
福斯特	1.44	1.58	1.87	36.13	32.96	27.83
晶盛机电	0.45	0.52	0.76	62.67	55.03	37.14
阳光电源	0.56	0.65	0.92	24.75	21.16	14.95
调整后平均					34.00	25.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,546	7,708	11,810	17,181	20,880	营业收入	16,362	21,988	30,532	49,088	59,658
应收账款	3,926	4,363	6,106	9,818	11,932	营业成本	11,082	17,096	21,660	37,855	46,529
预付账款	444	609	824	1,325	1,611	营业税金及附加	152	117	153	245	298
存货	2,380	4,283	5,848	10,599	13,028	营业费用	664	1,017	1,130	1,806	2,183
其他	3,632	5,939	7,848	12,912	16,642	管理费用	664	623	1,136	1,806	2,166
流动资产合计	18,927	22,901	32,437	51,836	64,093	财务费用	198	267	239	414	541
长期股权投资	515	733	850	1,000	1,250	资产减值损失	207	728	500	600	700
固定资产	10,804	13,260	19,757	24,436	26,035	公允价值变动收益	0	0	(2)	0	0
在建工程	1,359	850	449	316	228	投资净收益	582	794	300	360	432
无形资产	213	226	251	257	250	其他	19	(64)	187	200	200
其他	1,066	1,688	1,514	1,384	1,254	营业利润	3,996	2,869	6,199	6,921	7,872
非流动资产合计	13,956	16,758	22,821	27,393	29,017	营业外收入	47	8	8	8	8
资产总计	32,884	39,659	55,258	79,229	93,109	营业外支出	25	10	50	10	10
短期借款	1,612	688	700	5,654	4,768	利润总额	4,018	2,867	6,157	6,919	7,870
应付账款	3,548	3,786	5,415	9,464	11,632	所得税	468	301	634	713	811
其他	7,180	10,405	12,852	19,274	23,132	净利润	3,549	2,567	5,523	6,207	7,059
流动负债合计	12,340	14,878	18,967	34,391	39,533	少数股东损益	(15)	9	276	186	71
长期借款	1,656	2,659	5,149	7,489	9,169	归属于母公司净利润	3,565	2,558	5,247	6,020	6,988
应付债券	3,148	3,262	3,261	3,261	3,261	每股收益(元)	0.94	0.68	1.39	1.60	1.85
其他	1,495	2,036	1,663	1,663	1,663						
非流动负债合计	6,299	7,956	10,072	12,412	14,092	主要财务比率					
负债合计	18,640	22,834	29,040	46,804	53,625		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	49	373	649	836	906	成长能力					
股本	1,994	2,791	3,772	3,772	3,772	营业收入	41.9%	34.4%	38.9%	60.8%	21.5%
资本公积	5,335	4,589	7,479	7,479	7,479	营业利润	126.2%	-28.2%	116.0%	11.6%	13.7%
留存收益	6,239	8,438	13,685	19,706	26,694	归属于母公司净利润	130.4%	-28.2%	105.1%	14.7%	16.1%
其他	627	633	633	633	633	获利能力					
股东权益合计	14,244	16,825	26,218	32,425	39,484	毛利率	32.3%	22.2%	29.1%	22.9%	22.0%
负债和股东权益总计	32,884	39,659	55,258	79,229	93,109	净利率	21.8%	11.6%	17.2%	12.3%	11.7%
						ROE	29.4%	16.7%	25.0%	21.1%	19.9%
						ROIC	21.6%	12.3%	18.9%	15.2%	14.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	56.7%	57.6%	52.6%	59.1%	57.6%
净利润	3,549	2,567	5,523	6,207	7,059	净负债率	0.0%	0.2%	0.0%	1.3%	0.0%
折旧摊销	659	1,083	2,359	3,399	4,253	流动比率	1.53	1.54	1.71	1.51	1.62
财务费用	198	267	239	414	541	速动比率	1.34	1.25	1.40	1.20	1.29
投资损失	(582)	(794)	(300)	(360)	(432)	营运能力					
营运资金变动	652	(1,985)	(1,374)	(3,557)	(2,531)	应收账款周转率	5.3	5.3	5.8	6.2	5.5
其它	(3,235)	36	(358)	0	0	存货周转率	6.1	5.1	4.3	4.6	3.9
经营活动现金流	1,242	1,173	6,089	6,102	8,890	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(7,083)	(3,204)	(8,314)	(7,821)	(5,627)	每股指标(元)					
长期投资	(190)	(236)	(117)	(150)	(250)	每股收益	0.94	0.68	1.39	1.60	1.85
其他	3,499	270	298	360	432	每股经营现金流	0.33	0.31	1.61	1.62	2.36
投资活动现金流	(3,774)	(3,169)	(8,133)	(7,611)	(5,445)	每股净资产	3.76	4.36	6.78	8.37	10.23
债权融资	3,436	2,354	2,547	2,340	1,680	估值比率					
股权融资	47	(2)	3,825	0	0	市盈率	35.9	50.0	24.4	21.2	18.3
其他	1,275	(2,084)	(226)	4,540	(1,426)	市净率	9.0	7.8	5.0	4.0	3.3
筹资活动现金流	4,759	267	6,146	6,880	254	EV/EBITDA	24.1	27.7	13.3	10.9	9.2
汇率变动影响	(56)	38	0	0	0	EV/EBIT	27.9	37.3	18.2	16.0	13.9
现金净增加额	2,171	(1,691)	4,102	5,371	3,699						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有隆基股份(601012)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

