

隆基股份 (601012)

并购充实海外产能，瞄准美国等高价市场

——隆基股份系列报告 14

	徐云飞 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880517120001

本报告导读:

隆基股份计划收购越南光伏产能，增厚海外光伏电池及组件的生产能力，有利于在美国等高价市场销售产品。维持“增持”评级。

投资要点:

维持“增持”评级。维持 2019-2021 年 EPS 1.33、2.19、2.65 元的预测，由于光伏行业估值中枢上移，考虑隆基股份作为行业龙头享有估值溢价，给予 2020 年 20 倍 PE 较为合理，上调目标价至 43.80 元 (+8.33 元)。

隆基股份近日公告称，计划以 17.8 亿元收购宁波宜则新能源。

并购充实海外产能，瞄准美国等高价市场。宜则生产基地位于越南，目前拥有光伏电池年产能 3GW+、组件年产能 7GW+，盈利能力较好，公告称 2019-2021 年扣非净利润承诺不低于 2.2、2.41、2.51 亿元，累计不低于 7.12 亿元，海外产能目前拥有重要优势就是可以有效规避海外贸易壁垒，部分国家如美国对中国的光伏产品征收高额双反及其他附加税率，保护本土产能，阻碍中国大陆产能对其出口，但由于高额税率的存在，也客观上抬高了本地的终端产品价格，美国同类型组件价格可比欧洲高 80%，通过建设或并购海外产能，能够规避贸易壁垒，实现对高价市场的出口，从而增厚盈利。同时相比于自建产能，并购速度更快，更能规避前期风险。

2020 年组件端发力，BIPV 业务有望成为新增长级。我们预计 2020 年组件整体出货目标达 20GW，超出 2019 年 110%+，并且其中 15GW+ 为新型 166 组件。隆基股东大会披露，2020 年上半年组件订货量已达到产能的 80%。2020 年隆基开拓新的 BIPV 业务领域，重点推广光伏工业屋顶产品，能通过发电收益回收建筑物投资，备受潜在客户关注，有望成为新增长极。

催化剂。硅片价格长期维持高位，BIPV 产品销售良好。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,362	21,988	30,163	52,018	63,068
(+/-)%	42%	34%	37%	72%	21%
经营利润 (EBIT)	3,656	2,386	6,017	9,055	11,187
(+/-)%	98%	-35%	152%	50%	24%
净利润 (归母)	3,565	2,558	5,013	8,247	10,002
(+/-)%	130%	-28%	96%	65%	21%
每股净收益 (元)	0.94	0.68	1.33	2.19	2.65
每股股利 (元)	0.18	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	22.3%	10.8%	19.9%	17.4%	17.7%
净资产收益率 (%)	25.1%	15.5%	23.7%	28.3%	25.7%
投入资本回报率 (%)	26.8%	13.3%	17.5%	19.9%	22.3%
EV/EBITDA	15.1	26.4	12.3	8.6	6.4
市盈率	35.9	50.0	25.5	15.5	12.8
股息率 (%)	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **43.80**

上次预测: 35.47

当前价格: 34.00

2020.02.24

交易数据

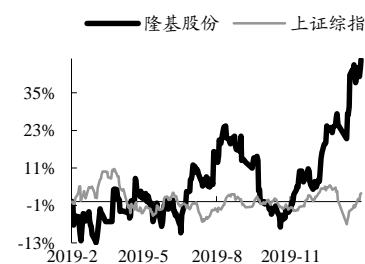
52 周内股价区间 (元)	20.37-35.40
总市值 (百万元)	128,249
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,772/3,768
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	47.87
日均成交值 (百万元)	1366.15

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	25,793
每股净资产	6.84
市净率	5.0
净负债率	-42.07%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.14	0.16
Q2	0.20	0.37
Q3	0.10	0.39
Q4	0.23	0.41
全年	0.68	1.33

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	0%	46%
相对指数	15%	-5%	43%

相关报告

《Q4 业绩超预期，166 组件占比快速提升》
2020.01.20

《组件出货有望翻倍，BIPV 产品值得期待》
2020.01.10

《Q3 业绩符合预期，盈利提升现金流增长》
2019.10.30

《三季度业绩符合预期，继续扩充优势产能》
2019.10.16

《成本下降扩产提速，业绩有望加速增长》
2019.08.29

模型更新时间: 2020.02.24

股票研究

工业
资本货物

隆基股份 (601012)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **43.80**

上次预测: 35.47

当前价格: 34.00

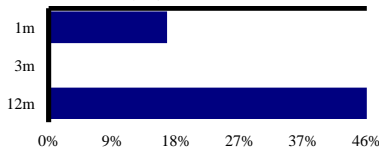
公司网址

www.longigroup.com

公司简介

公司是全球最大的单晶硅生产制造商。公司始终专注于单晶硅棒、硅片的研发、生产和销售,经过十多年的发展,目前已成为*全球最大的太阳能单晶硅光伏产品制造商。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

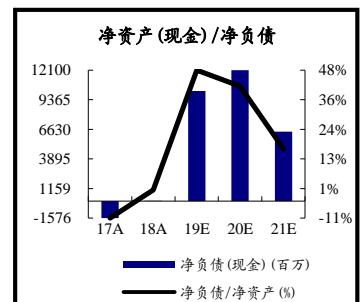
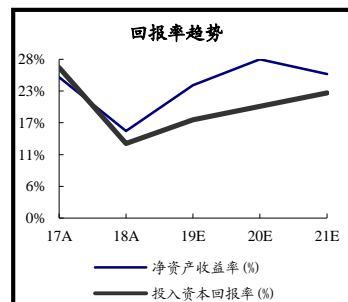
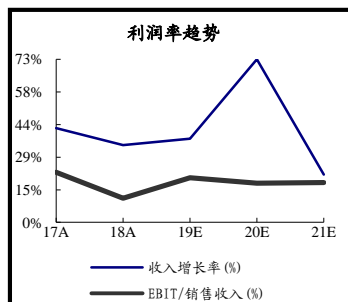
20.37-35.40

市值 (百万)

128,249

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	16,362	21,988	30,163	52,018	63,068
营业成本	11,082	17,096	21,929	38,515	46,615
税金及附加	152	117	166	286	347
销售费用	664	1,017	1,146	2,601	3,027
管理费用	500	623	905	1,561	1,892
EBIT	3,656	2,386	6,017	9,055	11,187
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	582	794	600	600	600
财务费用	198	267	237	572	468
营业利润	3,996	2,869	5,570	9,215	11,175
所得税	468	301	557	968	1,173
少数股东损益	-15	9	0	0	0
净利润	3,565	2,558	5,013	8,247	10,002
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	8,546	7,708	10,969	10,678	10,374
其他流动资产	1,131	1,154	1,363	1,363	1,363
长期投资	607	869	869	869	869
固定资产合计	12,159	14,121	24,134	27,232	28,751
无形及其他资产	893	1,457	227	217	208
资产合计	32,884	39,665	54,610	72,499	80,436
流动负债	12,340	14,878	26,313	36,234	34,448
非流动负债	6,299	7,956	6,731	6,731	6,731
股东权益	14,195	16,452	21,188	29,156	38,879
投入资本(IC)	12,066	16,040	30,887	40,770	44,820
现金流量表					
NOPLAT	3,230	2,135	5,415	8,105	10,012
折旧与摊销	730	1,202	2,492	3,411	4,491
流动资金增量	1,311	-2,401	-440	-6,793	-2,541
资本支出	-3,945	-3,823	-11,275	-6,500	-6,000
自由现金流	1,326	-2,887	-3,809	-1,777	5,962
经营现金流	1,328	1,173	2,237	5,173	12,151
投资现金流	-3,774	-3,169	-10,675	-5,900	-5,400
融资现金流	4,672	267	11,699	435	-7,055
现金流净增加额	2,227	-1,728	3,261	-291	-303
财务指标					
成长性					
收入增长率	41.9%	34.4%	37.2%	72.5%	21.2%
EBIT 增长率	98.0%	-34.8%	152.2%	50.5%	23.5%
净利润增长率	130.4%	-28.2%	96.0%	64.5%	21.3%
利润率					
毛利率	32.3%	22.2%	27.3%	26.0%	26.1%
EBIT 率	22.3%	10.8%	19.9%	17.4%	17.7%
净利润率	21.8%	11.6%	16.6%	15.9%	15.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	25.1%	15.5%	23.7%	28.3%	25.7%
总资产收益率(ROA)	10.8%	6.4%	9.2%	11.4%	12.4%
投入资本回报率(ROIC)	26.8%	13.3%	17.5%	19.9%	22.3%
运营能力					
存货周转天数	59	71	90	90	90
应收账款周转天数	69	69	65	70	70
总资产周转天数	581	602	570	446	443
净利润现金含量	0.37	0.46	0.45	0.63	1.21
资本支出/收入	24%	17%	37%	12%	10%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	57.6%	60.5%	59.3%	51.2%
净负债率	-11.1%	0.2%	48.0%	41.5%	16.5%
估值比率					
PE	35.9	50.0	25.5	15.5	12.8
PB	4.8	5.8	4.5	3.2	2.4
EV/EBITDA	15.1	26.4	12.3	8.6	6.4
P/S	4.1	4.3	3.1	1.8	1.5
股息率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		