

隆基股份(601012)/电源设备

迎光伏高效化机遇, 单晶龙头持续发力

评级: 买入(维持)

市场价格: 14.76

目标价格: 21

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,996
流通股本(百万股)	1,756
市价(元)	14.76
市值(百万元)	29,459
流通市值(百万元)	25,924

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 毛利率维持高位, 三季报业绩符合预期
- 2 中报业绩靓丽, 定增已获核准批复
- 3 预增 6 倍超预期, 全年高增长趋势确定

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,947.03	11,530.53	15,419.75	19,516.61	24,661.75
增长率 yoy%	61.60%	93.89%	33.73%	26.57%	26.36%
净利润	520.33	1,547.24	2,093.84	2,619.69	3,377.95
增长率 yoy%	77.25%	197.36%	35.33%	25.11%	28.94%
每股收益(元)	0.31	0.85	1.05	1.31	1.69
每股现金流量	0.21	0.27	1.13	1.56	1.97
净资产收益率	9.24%	15.33%	17.18%	17.94%	18.78%
P/E	44.03	15.75	14.07	11.25	8.72
PEG	0.57	0.08	0.40	0.45	0.30
P/B	4.30	2.65	2.42	2.02	1.64

备注: 2015 和 2016 年每股收益取自公司年报

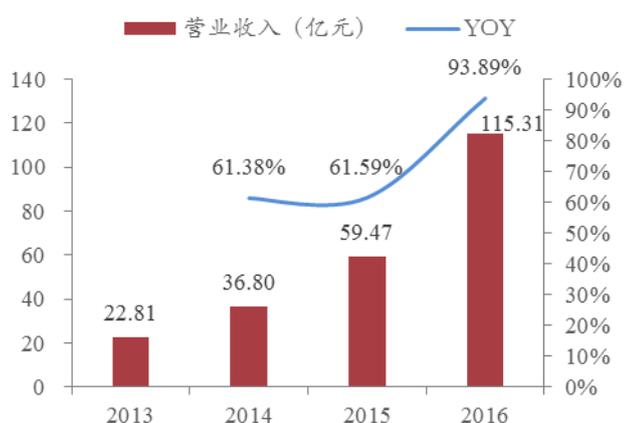
投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 全年实现营业收入 115.31 亿元, 同比增长 93.89%; 归属于上市公司股东的净利润为 15.47 亿元, 较上年同期增长 197.36%。公司同时还披露利润分配预案: 以 19.96 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。
- **单晶组件和硅片贡献主要业绩, 盈利能力强。** 公司全年单晶太阳能组件业务实现营业收入 57.01 亿元, 同比增长 126.29%; 单晶硅片业务实现营业收入 50.75 亿元, 同比增长 98.45%; 单晶组件和硅片业务占全年营收的 93%。从盈利能力来看, 公司全年毛利率达到 27.48%, 净利率达到 13.42%, 盈利能力强。
- **技术迭代、成本下降、产能布局, 单晶业务持续发力。** 2016 年公司推出 Hi-MO1 低衰高效单晶组件, 解决了困扰行业多年的光伏电池初始衰减问题。乐叶“LR6-60PE-315M”型单晶组件、60 片 P 型 PERC 单晶 156*156mm 电池组件、P 型硅片、N 型硅片等产品的技术指标领先。另外, 截至报告期末, 年度硅片产品非硅成同比降低 33.98%, 拉晶和切片成本快速下降。公司全年单晶硅片出货 15.18 亿片, 单晶硅片出货继续保持全球第一; 单晶电池组件出货 2,340.8MW, 单晶电池对外销售 212.03MW。此外, 公司在建单晶硅片产能 16GW、单晶组件产能 2GW, 这些产能将于 2017 年陆续投产, 公司继续保持全球高效单晶产能的龙头地位。
- **积极拓展海外市场, 加快电站业务开发。** 由于国内全社会用电增速趋缓、加之各种电源装机增速维持高位, 我国光伏装机的增速趋缓。在此背景下, 公司积极开拓海外市场, 以实现国内市场的均衡发展。同时, 公司在硅片和组件业务的基础上, 继续深化产业链向下游电站业务的延伸, 在稳步推进地面电站开发的同时, 紧抓分布式市场机遇, 积极布局分布式电站业务。报告期内, 公司累计获取电站备案量超过 1GW。
- **投资建议:** 预计 2017-2019 年分别实现净利 20.94、26.20 和 33.78 亿元, 同比分别增长 35.33%、25.11%、28.94%, 当前股价对应三年 PE 分别为 14、11、9 倍, 给予目标价 21 元, “买入”评级。
- **风险提示事件:** 宏观经济下行, 光伏装机不及预期, 项目进展不及预期, 公司产能投放不及预期。

业绩增长超预期

- 全年业绩超预期。**公司在 2016 年度全年实现营业收入 115.31 亿元，同比增长 93.89%；归属于上市公司股东的净利润为 15.47 亿元，较上年同期增长 197.36%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15.03 亿元，同比增长 185.04%；基本每股收益 0.86 元，同比增长 177.42%。公司同时还披露利润分配预案：以 19.96 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

图表 1: 2013-2016 年营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2013-2016 年归母净利润



来源: Wind, 中泰证券研究所

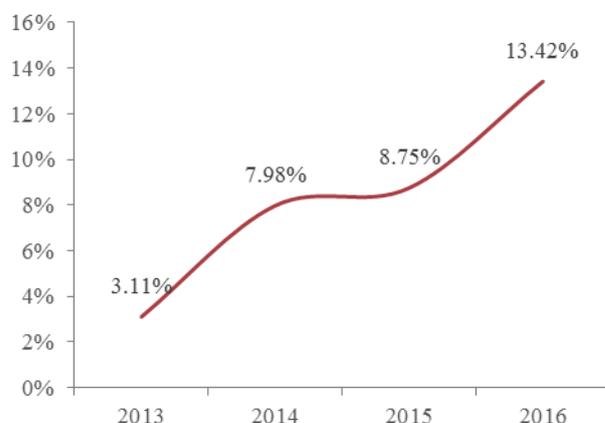
- 盈利能力持续增强。**从毛利率来看，2013-2016 年公司毛利率一直持续稳定增加，2016 年综合毛利率大幅提升 7.12 个百分点达到 27.48%。从净利率来看，2013-2016 年公司净利率同样保持稳定增长，2016 年公司净利率提升 4.67 个百分点至 13.42%。相较于同类型单晶硅片和组件公司，公司盈利能力强，竞争优势明显。

图表 3: 2013-2016 年毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2013-2016 年净利率

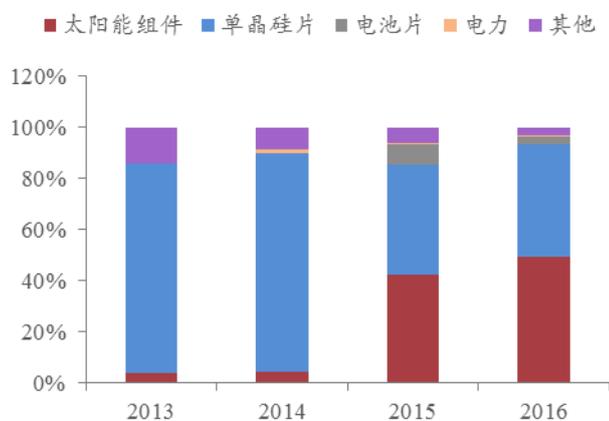


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **单晶产品成为营收主要来源，主营业务高度集中。**2016 年公司单晶太阳能组件业务实现营业收入 57.01 亿元，同比增长 126.29%；单晶硅片业务实现营业收入 50.75 亿元，同比增长 98.45%；单晶电池片业务实现营业收入 3.29 亿元，同比减少 32.53%；电力业务实现营业收入 0.59 亿元，同比增长 923.7%。

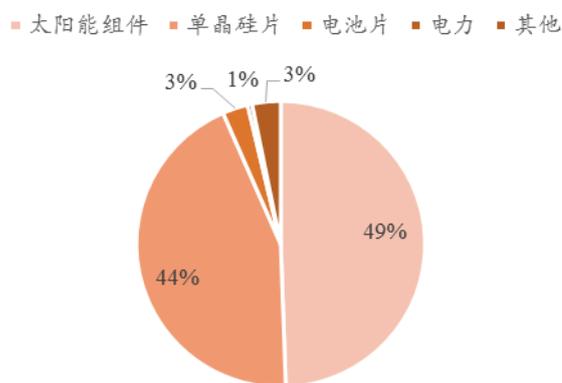
从营收占比来看，公司业务已逐步转向以单晶太阳能组件业务和单晶硅片业务为主，其次为单晶电池片、电力等其他业务。其中单晶太阳能组件、单晶硅片业务占 2016 年营收的 93%，主营业务高度集中。

图表 5：2013-2016 年主营构成



来源：中泰证券研究所

图表 6：2016 年主营构成

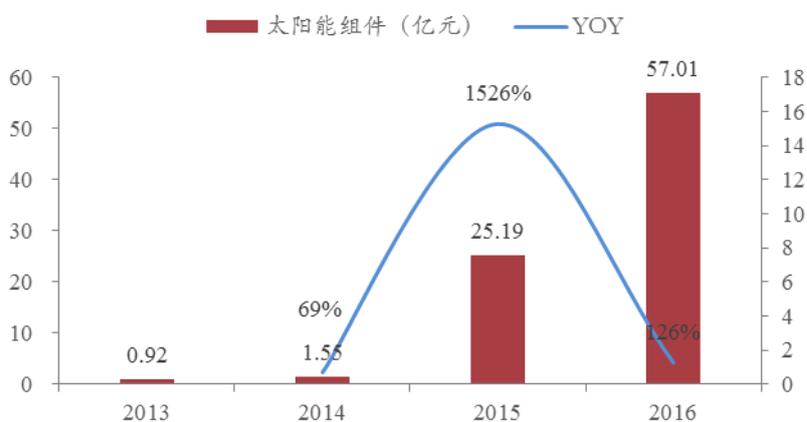


来源：中泰证券研究所

单晶硅片龙头地位强化，单晶组件业务发力

- **单晶业务持续扩产，单晶硅片龙头地位不断强化，单晶组件业务发力。**公司以优良的产品品质获得行业内广泛认可，获得 PVTECH 组织评选的“全球十大最具市场影响力光伏制造商”。2016 年单晶硅片出货 15.18 亿片，较 2015 年同比增长 121.89%，单晶硅片出货继续保持全球第一，其中对外销售 9.89 亿片，自用 5.29 亿片，单晶硅片产销率达到 106.71%。2016 年单晶电池组件出货 2,340.8MW，其中单晶组件对外销售 1,847.45MW，自用 281.32MW，单晶组件产销率达到 97.68%，单晶电池对外销售 212.03MW。此外，单晶电池组件业务持续发力，2015 年和 2016 年营收增速分别高达 1526%和 126%。

目前，单晶硅片市场供求关系持续偏紧，市场有效产能供给不足已成为制约单晶产品市场份额提升的主要因素之一。为了满足市场对单晶产品的需求，报告期内，公司自有产能加快提升，并开拓业界产能合作，优势互补。西安 1.15GW 单晶切片项目、银川隆基 1.2GW 单晶硅棒项目和无锡 850MW 单晶切片项目全面达产，泰州乐叶年产 2GW 高效单晶 PERC 电池和组件项目部分产能陆续投产，银川隆基 5GW 单晶硅棒/片项目、云南保山 5GW 单晶硅棒项目前期工作稳步推进。同时公司通过业界合资合作方式，发挥协同效应，推进产业进步。与平煤集团合作增加高效电池产能，与常州天合和通威股份合资建设云南丽江 5GW 单晶硅棒产能。

图表 7：2013-2016 年单晶太阳能组件营收


来源：Wind，中泰证券研究所

- 技术不断进步，硅片成本下降，产品竞争力增强。**2016 年公司推出 Hi-MO1 低衰高效单晶组件，解决了困扰行业多年的光伏电池初始衰减问题。乐叶“LR6-60PE-315M”型单晶组件通过 TÜV 莱茵测试，基于 60 片 P 型 PERC 单晶 156*156mm 电池组件，在标准测试条件下的组件最高功率达到 316.6W。P 型硅片平均少子寿命为 388us，氧含量为 14.5ppma，碳含量为 0.5ppma；N 型硅片平均少子寿命为 5676us，氧含量为 14ppma，碳含量为 0.4ppma，硅片技术指标领先。截至报告期末，年度硅片产品非硅成同比降低 33.98%，拉晶和切片成本快速下降。

公司在生产制造环节中，始终坚持为客户提供具有优良品质的高效产品，并不断将研发成果导入量产环节，通过金刚线切片技术推广、PERC 电池技术的应用等方法，保证了公司产品的高品质，在行业内中拥有良好的知名度和美誉度。公司产品的高品质持续获得客户的认可和信赖。报告期内，公司当选国家工信部首批制造业单项冠军示范企业，主要产品单晶硅片被授予“陕西省名牌产品”；组件产品已通过了 TÜV、UL、CQC、JET-PVm、以色列 SII 等权威机构的检测认证，并首批通过中国质量认证中心晶体硅光伏组件(单晶硅)“领跑者”一级认证和二级认证及 CQC 质量、环境、职业健康安全管理体系认证。

图表 8：单晶产品关键技术指标

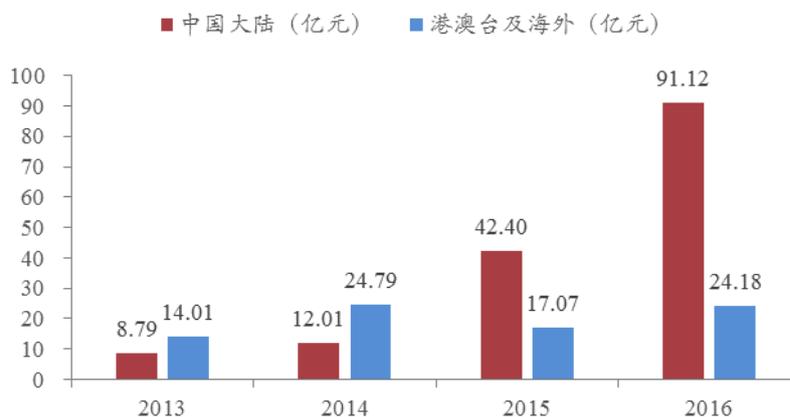
产品类别	技术指标	
	平均少子寿命	碳、氧、金属等杂质平均含量
单晶硅片	P 型：388μs N 型：5676μs	P 型：碳含量 0.5ppma；氧含量 14.5ppma N 型：碳含量 0.4ppma；氧含量：14ppma；总金属杂质含量 1.1ppbw
晶体硅电 池	量产平均组件功率	研发最高组件功率
	普通电池组件：60 型 280W， 72 型 335W PERC 电池组件：60 型 295W，72 型 355W	60 型：316.6W，72 型：380W

来源：公司公告，中泰证券研究所

积极拓展海外市场，加快电站业务开发

- 积极拓展海外市场，实现国内外市场均衡发展。**2015 年之前，公司的营收主要来自于港澳台及海外，2014 年港澳台及海外营收占比达 67%。随后由于国内光伏装机大幅增加，2015 年中国光伏总装机量达 44GW，超过德国的 40GW，占世界总装机容量的 19%，来自国内的营收急剧增加，2015 年国内营收达 42.40 亿元，同比增加 253%。但是由于国内全社会用电增速趋缓、加之各种电源装机增速维持高位，我国光伏装机的增速趋缓，在此背景下，公司积极开拓海外市场，以实现国内市场的均衡发展。在收购 SunEdison 马来西亚古晋工厂切片资产的基础上，投资扩建马来西亚 300MW 单晶硅棒、1GW 单晶硅片、500MW 单晶电池及 500MW 单晶组件产业链项目，目前已开始陆续投产。印度 500MW 电池和 500MW 组件项目也在积极推进中，为实现海外产能的快速提升、形成单晶产品在海外市场持续稳定的供货能力提供了有效保障。

图表 9：2013-2016 年海外营收占比



来源：Wind，中泰证券研究所

- 加快开发电站业务，布局单晶光伏全产业链。**公司在硅片和组件业务的基础上，继续深化产业链向下游电站业务的延伸，在稳步推进地面电站开发的同时，紧抓分布式市场机遇，积极布局分布式电站业务。2016 年，公司实现电力营收 0.59 亿元，电力毛利率达 65.91%；同时报告期内，公司累计获取电站备案量超过 1GW。此外，为满足公司全资子公司乐叶能源的分布式业务的快速发展，经公司第三届董事会 2016 年第十五次会议审议通过，公司以现金方式向乐叶能源增资 5 亿元；经公司第三届董事会 2016 年第十六次会议审议通过，公司同意以自有资金不超过 3 亿元认购复成和帆一号契约型基金劣后级份额，该投资基金计划募集金额 12 亿元，主要投资于乐叶能源的股权及债权。通过这些努力，公司旨在实现 2017 年度地面电站开发并网量 500MW，分布式开发并网量 560MW。

投资建议

- 预计 2017-2019 年分别实现净利 20.94、26.20 和 33.78 亿元，同比分别增长 35.33%、25.11%、28.94%，当前股价对应三年 PE 分别为 14、11、9 倍，给予目标价 21 元，“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行
- 光伏装机不及预期
- 项目进展不及预期
- 公司产能投放不及预期

图表 10: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,680	5,947	11,531	15,420	19,517	24,662
增长率	61.38%	61.6%	93.9%	33.7%	26.6%	26.4%
营业成本	-3,054	-4,736	-8,361	-11,850	-14,953	-18,868
% 销售收入	83.0%	79.6%	72.6%	76.8%	76.6%	76.5%
毛利	626	1,211	3,169	3,570	4,564	5,794
% 销售收入	17.0%	20.4%	27.5%	23.2%	23.4%	23.5%
营业税金及附加	-7	-10	-110	-86	-148	-162
% 销售收入	0.2%	0.2%	1.0%	0.6%	0.8%	0.7%
营业费用	-39	-133	-468	-485	-703	-832
% 销售收入	1.1%	2.2%	4.1%	3.1%	3.6%	3.4%
管理费用	-172	-275	-441	-652	-786	-1,018
% 销售收入	4.7%	4.6%	3.8%	4.2%	4.0%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	408	793	2,150	2,346	2,927	3,782
% 销售收入	11.1%	13.3%	18.6%	15.2%	15.0%	15.3%
财务费用	-79	-90	-102	8	32	50
% 销售收入	2.1%	1.5%	0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-39	-135	-333	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	51	26	38	32
% 税前利润	0.6%	0.1%	2.8%	1.1%	1.3%	0.8%
营业利润	293	569	1,766	2,381	2,997	3,864
营业利润率	8.0%	9.6%	15.3%	15.4%	15.4%	15.7%
营业外收支	27	24	26	25	26	25
税前利润	319	593	1,793	2,406	3,023	3,890
利润率	8.7%	10.0%	15.5%	15.6%	15.5%	15.8%
所得税	-21	-72	-242	-308	-397	-505
所得税率	6.5%	12.1%	13.5%	12.8%	13.1%	13.0%
净利润	299	521	1,551	2,098	2,626	3,385
少数股东损益	5	0	4	4	6	7
归属于母公司的净利润	294	520	1,547	2,094	2,620	3,378
净利率	8.0%	8.7%	13.4%	13.6%	13.4%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	299	521	1,551	2,098	2,626	3,385
少数股东损益	0	0	0	4	6	7
非现金支出	251	420	759	572	715	874
非经营收益	65	80	-8	16	-14	-8
营运资金变动	-247	-656	-1,766	-423	-204	-312
经营活动现金净流	367	365	536	2,267	3,128	3,946
资本开支	495	963	2,077	1,372	2,240	1,806
投资	-7	-163	-79	0	0	0
其他	18	-90	4	26	38	32
投资活动现金净流	-483	-1,216	-2,152	-1,346	-2,201	-1,774
股权募资	97	1,979	3,036	-1	0	0
债权募资	446	-7	2,164	-822	0	0
其他	-38	-203	-163	-68	-50	-249
筹资活动现金净流	505	1,770	5,037	-891	-50	-249
现金净流量	390	918	3,421	30	877	1,923

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,172	2,246	5,817	5,842	6,713	8,629
应收账款	726	2,288	3,892	4,547	5,983	7,417
存货	1,114	1,534	1,213	2,631	2,888	3,916
其他流动资产	329	372	1,120	1,115	1,499	1,666
流动资产	3,341	6,439	12,042	14,135	17,084	21,628
% 总资产	51.8%	63.1%	62.8%	64.0%	64.3%	67.4%
长期投资	67	334	437	437	437	437
固定投资	2,836	3,198	5,979	6,955	8,378	9,350
% 总资产	44.0%	31.3%	31.2%	31.5%	31.5%	29.1%
无形资产	160	172	592	441	568	554
非流动资产	3,108	3,769	7,130	7,955	9,506	10,463
% 总资产	48.2%	36.9%	37.2%	36.0%	35.7%	32.6%
资产总计	6,449	10,209	19,172	22,091	26,590	32,091
短期借款	1,065	648	1,021	199	199	199
应付款项	1,372	2,959	5,057	6,591	8,342	10,517
其他流动负债	113	175	373	482	804	745
流动负债	2,550	3,781	6,451	7,273	9,346	11,462
长期贷款	186	198	1,024	1,024	1,024	1,024
其他长期负债	451	576	1,603	1,603	1,603	1,603
负债	3,187	4,555	9,079	9,900	11,973	14,089
普通股股东权益	3,218	5,634	10,093	12,186	14,606	17,984
少数股东权益	44	19	1	5	11	18
负债股东权益合计	6,449	10,209	19,172	22,091	26,590	32,091

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.536	0.293	0.775	1.049	1.313	1.692
每股净资产 (元)	5.875	3.175	5.055	6.105	7.318	9.010
每股经营现金净流 (元)	0.671	0.205	0.268	1.134	1.564	1.974
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.000
回报率						
净资产收益率	9.12%	9.24%	15.33%	17.18%	17.94%	18.78%
总资产收益率	4.55%	5.10%	8.07%	9.48%	9.85%	10.53%
投入资本收益率	11.66%	17.79%	27.04%	25.17%	26.25%	29.51%
增长率						
营业总收入增长率	61.38%	61.60%	93.89%	33.73%	26.57%	26.36%
EBIT增长率	205.90%	94.40%	171.08%	9.12%	24.75%	29.21%
净利润增长率	313.85%	77.25%	197.36%	35.33%	25.11%	28.94%
总资产增长率	37.58%	58.29%	87.80%	15.22%	20.37%	20.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.9	68.0	63.4	65.7	64.6	65.1
存货周转天数	112.4	102.0	60.0	81.0	70.5	75.7
应付账款周转天数	58.2	78.9	74.0	76.4	75.2	75.8
固定资产周转天数	216.5	153.4	114.1	115.1	103.9	91.8
偿债能力						
净负债/股东权益	2.42%	-24.77%	-27.52%	-29.75%	-30.77%	-35.62%
EBIT利息保障倍数	5.2	8.8	21.1	-279.0	-91.6	-75.6
资产负债率	49.41%	44.62%	47.35%	44.82%	45.03%	43.90%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。