

隆基股份 (601012.SH)

高增长验证单晶趋势，控成本铸就光伏龙头

● 2016 年业绩远超行业增速，有望跻身下一代光伏龙头

公司 2016 年营业收入 115.31 亿元，同比增长 93.89%，归母净利润 15.47 亿元，同比增长近 2 倍。2016 年全国光伏新增装机 35GW，同比增长 133.5%，公司业绩增长远高于行业增速，好于市场预期，2014 年并购乐叶光伏以来的组件战略成效显著，有望跻身下一代光伏龙头标杆企业。

● 公司扩张验证单晶趋势，加速扩产超越行业增长

经过去年 630 抢装后，三季度组件及硅片价格下滑 3 成左右，经过新一轮扩产周期后行业洗牌在即，四季度以来受到 2017 年抢装因素影响，价格有所企稳回升。同时单晶与多晶产品价差大幅缩小，单晶电池组件以高性价比优势快速提升市场份额，根据 EnergyTrend 数据显示，国内单晶渗透率从 2015 年的 15% 提高到 2016 年的 27%，预计 2017 年将超过 35%。随着行业单晶趋势逐渐明朗，公司逆周期加速扩产，已实现 7.5GW 硅片产能以及 5GW 组件产能，把握单晶路线的结构性景气机会。

● 毛利率再创新高，成本优势出类拔萃

公司单季度综合毛利率连续攀升，全年达到 27.48%，远高于行业水平，其中单晶硅片毛利率 28.16%，组件毛利率 27.20%，综合毛利率达 25.89%，前三季度进一步提高至 26.20%。公司引用金刚线切割、PERC 等技术，非硅成本近三年复合下降速度约 4 成，60 片 P 型 PERC 单晶电池组件最高功率已达到 316.6W，2017 年成本仍然有望加速下行。

● 单晶龙头受益高效化趋势，维持买入评级

在标杆电价退坡背景下，采用高效产品可以提高发电效率及发电量，从而有效降低 LCOE、提高电站收益率。作为全球单晶龙头，公司将利用成本控制优势受益行业高效化发展趋势。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.94、1.13 和 1.26 元/股，对应估值 16X、13X 和 12X，维持买入评级。

● 风险提示：产能投产进度低于预期；价格下行风险

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,947.03	11,530.53	17,441.24	22,959.49	26,342.68
增长率(%)	61.60%	93.89%	51.26%	31.64%	14.74%
EBITDA(百万元)	1,077.73	2,576.33	2,789.32	3,285.56	3,654.60
净利润(百万元)	520.33	1,547.24	1,872.57	2,257.18	2,515.87
增长率(%)	77.25%	197.36%	21.03%	20.54%	11.46%
EPS (元/股)	0.293	0.775	0.938	1.130	1.260
市盈率 (P/E)	46.55	17.28	15.74	13.06	11.71
市净率 (P/B)	4.30	2.65	2.46	2.07	1.76
EV/EBITDA	21.17	9.30	9.18	7.29	5.85

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格 14.76 元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-13

相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：王理廷 S0260516040001

0755-82534784

wangliting@gf.com.cn

相关研究：

隆基股份 (601012.SH)：全 2017-01-19
年业绩超预期，单晶高效产品
空间打开

隆基股份 (601012.SH)：单 2016-08-18
晶路线优势凸显，抢装支撑业
绩爆发

隆基股份 (601012.SH)：单 2016-07-22
晶龙头用业绩说话，抢装带来
强大支撑

联系人：华鹏伟 010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

纪成炜 021-60750617

jichengwei@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

2016 年业绩远超行业增速，有望跻身下一代光伏龙头	4
公司扩张验证单晶趋势，加速扩产超越行业增长	4
毛利率再创新高，成本优势出类拔萃	6
单晶龙头受益高效化趋势，维持买入评级	6
风险提示	6

图表索引

图 1: 公司历年归母净利润 (百万元)	4
图 2: 公司历年营业总收入 (百万元)	4
图 3: 2015 年公司收入结构	4
图 4: 2016 年公司收入结构	4
图 5: 国内多晶硅/单晶硅电池组件价格及价差 (元/瓦)	4
图 6: 国内单晶硅渗透率	5
图 7: 公司产能扩张进度 (MW)	5
图 8: 公司主营业务毛利率	6
图 9: 公司非硅单位平均成本逐年降低	6

2016 年业绩远超行业增速，有望跻身下一代光伏龙头

公司2016年营业收入115.31亿元，同比增长93.89%，归母净利润15.47亿元，同比增长近2倍。2016年全国光伏新增装机35GW，同比增长133.5%，公司业绩增长远高于行业增速，好于市场预期，2014年并购乐叶光伏以来的组件战略成效显著，有望跻身下一代光伏龙头标杆企业。

图1：公司历年归母净利润（百万元）



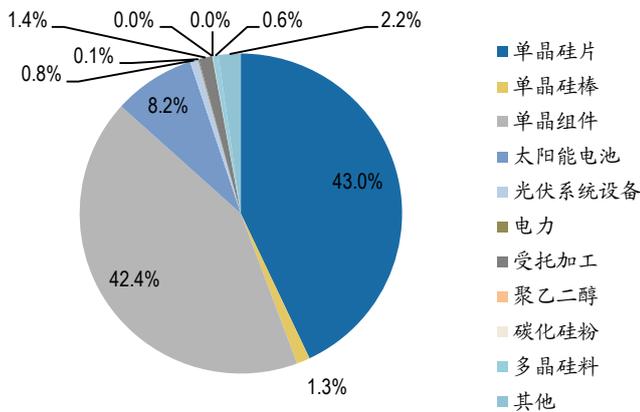
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：公司历年营业总收入（百万元）



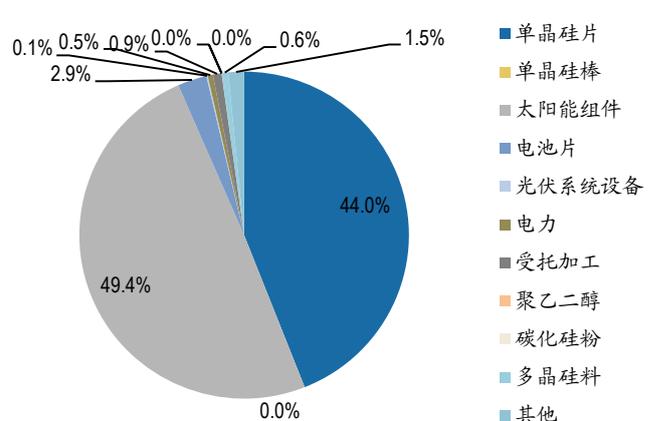
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：2015年公司收入结构



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：2016年公司收入结构

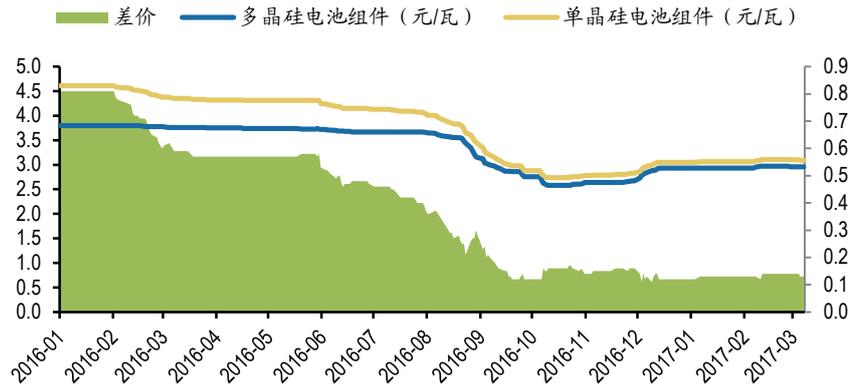


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司扩张验证单晶趋势，加速扩产超越行业增长

经过去年630抢装后，三季度组件及硅片价格下滑3成左右，经过新一轮扩产周期后行业洗牌在即，四季度以来受到2017年抢装因素影响，价格有所企稳回升。

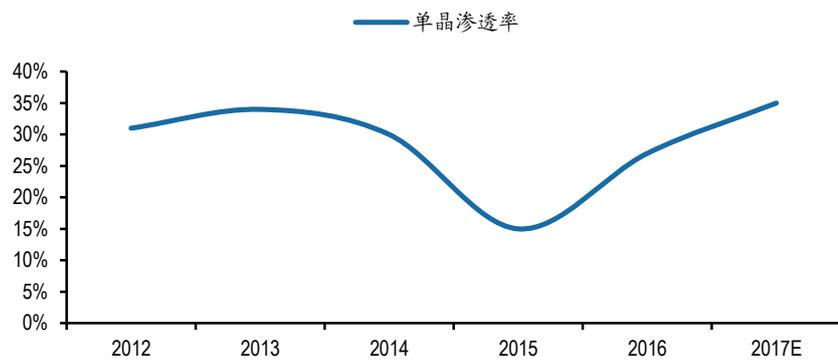
图5：国内多晶硅/单晶硅电池组件价格及价差（元/瓦）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

同时单晶与多晶产品价差大幅缩小,单晶电池组件以高性价比优势快速提升市场份额,根据EnergyTrend数据显示,国内单晶渗透率从2015年的15%提高到2016年的27%,预计2017年将超过35%。

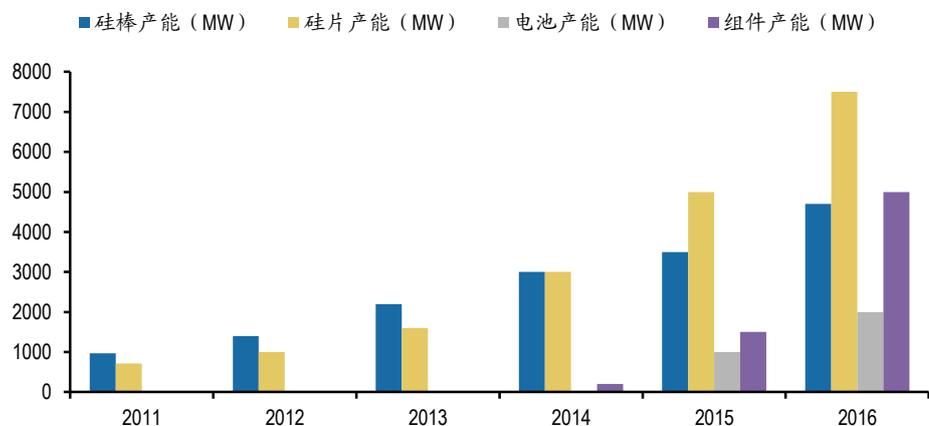
图6: 国内单晶硅渗透率



数据来源: EnergyTrend、广发证券发展研究中心

随着行业单晶趋势逐渐明朗,公司逆周期加速扩产,已实现7.5GW硅片产能以及5GW组件产能,把握单晶路线的结构性景气机会。

图7: 公司产能扩张进度 (MW)

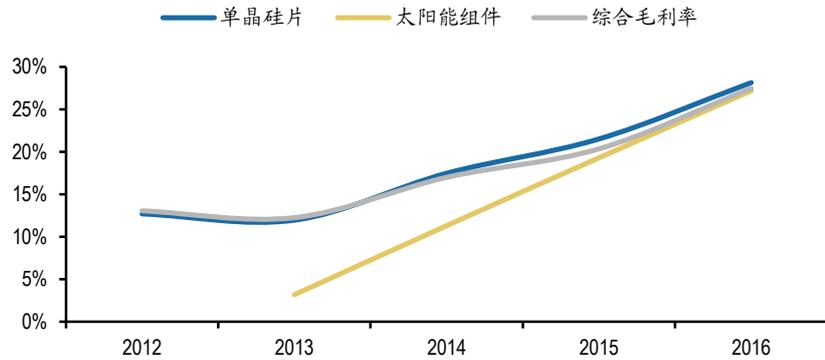


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

毛利率再创新高，成本优势出类拔萃

公司单季度综合毛利率连续攀升，全年达到27.48%，远高于行业水平，其中单晶硅片毛利率28.16%，组件毛利率27.20%，综合毛利率达25.89%，前三季度进一步提高至26.20%。

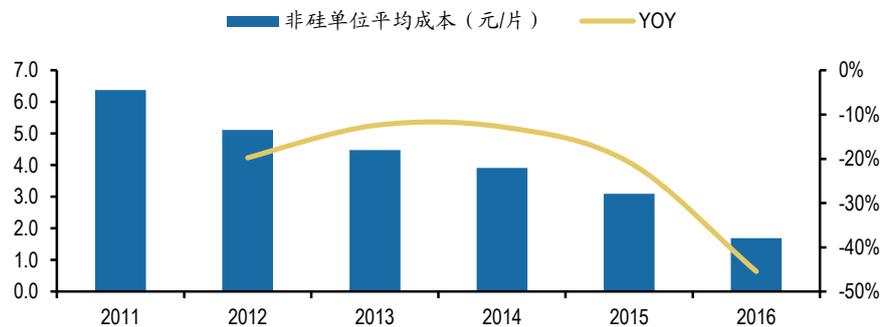
图8：公司主营业务毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司引用金刚线切割、PERC等技术，非硅成本近三年复合下降速度约4成，60片P型PERC单晶电池组件最高功率已达到316.6W，2017年成本仍然有望加速下行。

图9：公司非硅单位平均成本逐年降低



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

单晶龙头受益高效化趋势，维持买入评级

在标杆电价退坡背景下，采用高效产品可以提高发电效率及发电量，从而有效降低LCOE、提高电站收益率。作为全球单晶龙头，公司将利用成本控制优势受益行业高效化发展趋势。预计公司2017-2019年EPS为0.94、1.13和1.26元/股，对应估值16X、13X和12X，维持买入评级

风险提示

产能投产进度低于预期；价格下行风险

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6439	12042	14112	18653	22605
货币资金	2246	5817	6625	8544	11456
应收及预付	2453	4620	3096	4115	4550
存货	1534	1213	4091	5644	6220
其他流动资产	206	392	300	350	380
非流动资产	3769	7130	6776	6904	7023
长期股权投资	131	233	233	233	233
固定资产	2621	4658	4512	4440	4371
在建工程	577	1321	1521	1711	1901
无形资产	172	592	236	236	234
其他长期资产	268	326	274	284	284
资产总计	10209	19172	20888	25557	29629
流动负债	3781	6452	5695	7816	8994
短期借款	504	822	0	0	0
应付及预收	3132	5381	5435	7553	8699
其他流动负债	145	248	260	263	295
非流动负债	774	2627	3217	3497	3867
长期借款	198	1024	1524	1774	2074
应付债券	0	993	993	993	993
其他非流动负债	576	610	700	730	800
负债合计	4555	9079	8912	11313	12861
股本	1774	1997	1997	1997	1997
资本公积	2546	5384	5384	5384	5384
留存收益	1406	2874	4746	7004	9519
归属母公司股东权	5634	10093	11965	14222	16738
少数股东权益	19	1	10	22	29
负债和股东权益	10209	19172	20888	25557	29629

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5947	11531	17441	22959	26343
营业成本	4736	8361	13574	17915	20638
营业税金及附加	10	110	174	230	263
销售费用	133	468	698	918	1054
管理费用	275	441	698	1148	1317
财务费用	90	102	127	165	192
资产减值损失	135	333	57	18	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	51	50	50	50
营业利润	569	1766	2162	2616	2917
营业外收入	65	48	30	25	20
营业外支出	41	21	4	3	3
利润总额	593	1793	2188	2638	2934
所得税	72	242	306	369	411
净利润	521	1551	1882	2269	2523
少数股东损益	0	4	9	11	8
归属母公司净利润	520	1547	1873	2257	2516
EBITDA	1078	2576	2789	3286	3655
EPS (元)	0.29	0.77	0.94	1.13	1.26

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	365	536	1230	2387	3340
净利润	521	1551	1882	2269	2523
折旧摊销	285	426	492	537	584
营运资金变动	-656	-1766	-1303	-519	97
其它	215	325	159	101	137
投资活动现金流	-1216	-2152	-114	-583	-636
资本支出	-963	-2077	-164	-633	-686
投资变动	-149	-70	50	50	50
其他	-104	-5	0	0	0
筹资活动现金流	1770	5037	-308	115	208
银行借款	719	2095	-322	250	300
债券融资	-726	69	143	30	100
股权融资	1979	3036	0	0	0
其他	-203	-163	-128	-165	-192
现金净增加额	918	3421	808	1919	2912
期初现金余额	1172	2246	5817	6625	8544
期末现金余额	2091	5667	6625	8544	11456

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	61.6	93.9	51.3	31.6	14.7
营业利润增长	94.3	210.6	22.4	21.0	11.5
归属母公司净利润增长	77.3	197.4	21.0	20.5	11.5
获利能力(%)					
毛利率	20.4	27.5	22.2	22.0	21.7
净利率	8.8	13.5	10.8	9.9	9.6
ROE	9.2	15.3	15.7	15.9	15.0
ROIC	17.8	27.0	25.7	28.6	32.1
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	47.4	42.7	44.3	43.4
净负债比率	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	1.70	1.87	2.48	2.39	2.51
速动比率	1.25	1.57	1.66	1.56	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.78	0.87	0.99	0.95
应收账款周转率	5.37	5.75	12.17	12.17	12.17
存货周转率	3.58	6.09	3.32	3.17	3.32
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.77	0.94	1.13	1.26
每股经营现金流	0.21	0.27	0.62	1.20	1.67
每股净资产	3.18	5.05	5.99	7.12	8.38
估值比率					
P/E	46.5	17.3	15.7	13.1	11.7
P/B	4.3	2.6	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	21.2	9.3	9.2	7.3	5.8

广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。