

一季报业绩再超预期，盈利能力有望持续提升

公司简报

◆一季度净利大幅增长，单晶龙头彰显稳健盈利能力

公司发布2017年一季度业绩预告，累计实现净利润4亿-4.5亿，同比增长50%-70%，主要受益于光伏行业高效单晶产品需求旺盛，公司单晶硅片以及组件营业收入大幅增长以及公司产能释放形成规模效应推动的成本下降。

◆非硅成本下降叠加上游多晶硅价格下行，公司盈利能力持续提升

产能释放叠加研发成果导入生产推动公司非硅成本持续下降。根据我们测算，2016年中期公司硅片非硅成本为6美分/瓦，至去年年底降至5美分/瓦，考虑今年上半年硅片价格与去年同期相比仅略有下降，则非硅成本下降推动毛利率提升至少4个百分点，公司一季度毛利率有望超过30%。

抢装效应下单晶硅片价格维持坚挺，上游原材料降价推动毛利率进一步提升。进入二季度，“630”抢装效应显现，我们预计单晶产品价格将至少维持目前水平，单晶产品销量持续提升。自今年2月下旬，上游多晶硅价格持续下跌，至三月底多晶硅料价格跌至120元/千克，跌幅超过15%。单晶产品价格坚挺原材料价格下跌，公司毛利率水平将进一步提升。我们预计二季度公司硅片毛利率有望超过35%，公司将长期保持行业领先盈利水平。

◆高效单晶产品需求增长，“领跑者”有力支撑“630”后单晶价格

高效单晶需求旺盛，2016年新增装机中单晶组件占比已超过25%，我们认为2017年该比例有望提升至35%。我们预计今年光伏新增装机规模在30GW左右，受“630”抢装影响，上半年装机有望超过20GW；“630”后大部分推迟至3季度建设的“领跑者”项目将有力支撑单晶产品价格。

◆看好公司长期发展，维持公司“买入”评级。

我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.08、1.46、1.91元，上调公司目标价20元，对应17年19倍PE水平，维持公司“买入”评级。

◆风险提示：

公司产能释放不达预期；单晶产品市场需求增长不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,947	11,531	17,070	24,675	32,997
营业收入增长率	61.60%	93.89%	48.04%	44.56%	33.73%
净利润(百万元)	520	1,547	2,163	2,909	3,812
净利润增长率	77.25%	197.36%	39.81%	34.48%	31.03%
EPS(元)	0.26	0.77	1.08	1.46	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.24%	15.33%	17.72%	19.53%	20.69%
P/E	57	19	14	10	8
P/B	5	3	2	2	2

买入(维持)

当前价/目标价：16.16/20.00元

目标期限：6个月

分析师

刘锐(执业证书编号：S0930517030002)

021-22169116

liur@ebsecn.com

联系人

唐雪雯

021-22169102

tangxw@ebsecn.com

市场数据

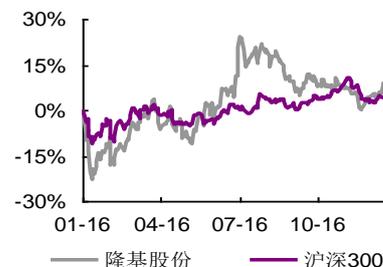
总股本(亿股)：19.96

总市值(亿元)：294.59

一年最低/最高(元)：11.21/16.97

近3月换手率：46.80%

股价表现(一年)



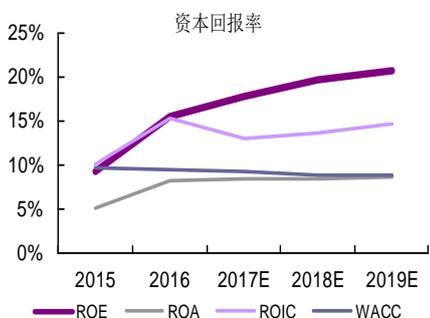
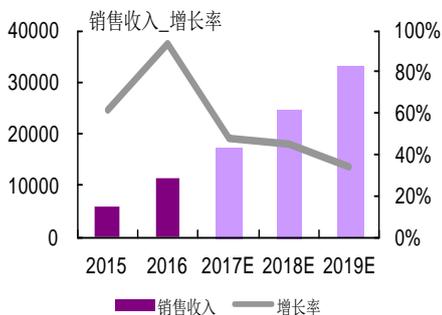
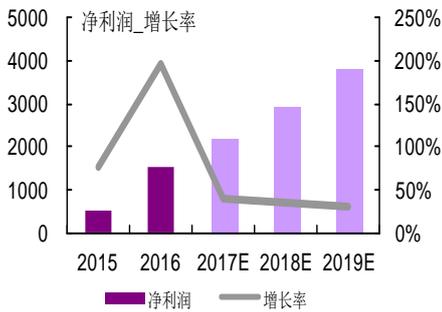
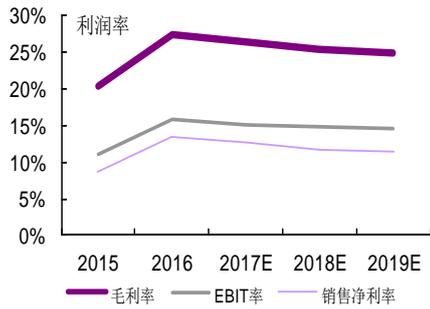
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.11	11.01	16.36
绝对	9.49	16.25	25.00

相关研报

产能释放业绩增长，单晶龙头势不可挡
.....2017-03-12

单晶龙头，乱世方显真章
.....2016-10-29



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,947	11,531	17,070	24,675	32,997
营业成本	4,736	8,361	12,563	18,391	24,781
折旧和摊销	285	426	107	313	520
营业税费	10	110	163	235	315
销售费用	133	468	853	1,184	1,419
管理费用	275	441	853	1,184	1,584
财务费用	90	102	75	300	479
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	51	1	1	1
营业利润	569	1,766	2,491	3,348	4,386
利润总额	593	1,793	2,491	3,348	4,386
少数股东损益	0	4	4	4	4
归属母公司净利润	520.33	1,547.24	2,163.23	2,909.18	3,811.98

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	10,209	19,172	25,771	35,254	44,175
流动资产	6,439	12,042	15,368	22,163	29,602
货币资金	2,246	5,817	5,121	7,403	9,899
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,708	2,300	3,537	5,112	6,837
应收票据	373	1,533	1,357	1,961	2,623
其他应收款	207	59	321	464	621
存货	1,534	1,213	3,506	5,133	6,916
可供出售投资	152	152	152	152	152
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	131	233	233	233	233
固定资产	2,621	4,591	6,729	8,981	10,723
无形资产	134	210	199	189	180
总负债	4,555	9,079	13,559	20,346	25,742
无息负债	3,709	6,040	8,093	11,335	14,891
有息负债	846	3,038	5,466	9,012	10,851
股东权益	5,654	10,094	12,212	14,908	18,433
股本	1,774	1,997	1,997	1,997	1,997
公积金	2,684	5,574	5,791	6,081	6,382
未分配利润	1,268	2,683	4,431	6,832	10,052
少数股东权益	19	1	5	9	13

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	365	536	500	2,252	3,426
净利润	520	1,547	2,163	2,909	3,812
折旧摊销	285	426	107	313	520
净营运资金增加	1,056	1,411	3,629	3,553	3,883
其他	-1,496	-2,848	-5,399	-4,524	-4,789
投资活动产生现金流	-1,216	-2,152	-3,499	-2,999	-1,999
净资本支出	-963	-2,077	-3,500	-3,000	-2,000
长期投资变化	131	233	0	0	0
其他资产变化	-384	-308	1	1	1
融资活动现金流	1,759	5,001	2,303	3,028	1,069
股本变化	1,227	222	0	0	0
债务净变化	-406	2,193	2,427	3,546	1,840
无息负债变化	1,774	2,331	2,053	3,242	3,556
净现金流	918	3,421	-696	2,282	2,497

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	61.60%	93.89%	48.04%	44.56%	33.73%
净利润增长率	77.25%	197.36%	39.81%	34.48%	31.03%
EBITDA/EBITDA 增长率	55.73%	138.03%	19.11%	48.23%	35.94%
EBITEBIT 增长率	78.12%	176.20%	41.15%	42.20%	33.35%
估值指标					
PE	57	19	14	10	8
PB	5	3	2	2	2
EV/EBITDA	28	13	13	10	7
EV/EBIT	40	16	13	10	8
EV/NOPLAT	46	19	15	12	9
EV/Sales	4	3	2	2	1
EV/IC	5	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.37%	27.48%	26.40%	25.47%	24.90%
EBITDA 率	15.85%	19.46%	15.65%	16.05%	16.32%
EBIT 率	11.06%	15.76%	15.03%	14.78%	14.74%
税前净利润率	9.96%	15.55%	14.59%	13.57%	13.29%
税后净利润率 (归属母公司)	8.75%	13.42%	12.67%	11.79%	11.55%
ROA	5.10%	8.09%	8.41%	8.26%	8.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.24%	15.33%	17.72%	19.53%	20.69%
经营性 ROIC	10.05%	15.14%	12.91%	13.48%	14.64%
偿债能力					
流动比率	1.70	1.87	1.29	1.18	1.23
速动比率	1.30	1.68	0.99	0.91	0.94
归属母公司权益/有息债务	6.66	3.32	2.23	1.65	1.70
有形资产/有息债务	11.79	6.07	4.61	3.85	4.02
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.26	0.77	1.08	1.46	1.91
每股红利	0.04	0.10	0.11	0.15	0.19
每股经营现金流	0.18	0.27	0.25	1.13	1.72
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-0.58	-2.36	-1.52	-0.55
每股净资产	2.82	5.05	6.11	7.46	9.23
每股销售收入	2.98	5.77	8.55	12.36	16.53

资料来源：光大证券、上市公司

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	