

单晶王者 产业链协同发力

——隆基股份（601012）调研报告

分析师： 伊晓奕

SAC NO: S1150512100001

2017年06月23日

电力设备——新能源设备

证券分析师

伊晓奕

022-23861673

yixy@bhzq.com

评级:

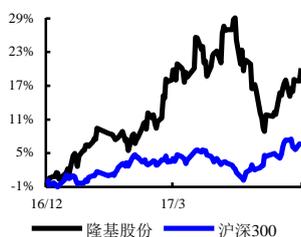
增持

上次评级:

目标价格:

最新收盘价: 15.93

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 单晶龙头 业绩持续向好

隆基股份是全球最大的单晶硅片制造商，产品包括：单晶硅片、单晶电池与组件、分布式光伏电站及地面电站。近年来随着单晶市场的逐步发展，业绩快速增长，盈利能力持续提升，2016年一季度综合毛利率达到了31.33%的历史高位，这主要得益于公司优异的成本控制能力（工艺改善和效率提升）以及下游市场对单晶光伏的需求量增长支撑。

● 光伏单晶迎来市场空间增长

全球光伏产业稳步增长，据GTM预测，2017年全球太阳能市场将增长9%，增长至85.4吉瓦，到2020年，全球的光伏装机容量将达到96.4GW。由于单晶产品高转换率和成本的大幅下滑，愈加受到投资商欢迎，市场份额逐年提升。2015年全球光伏单晶产品占比为18%，2016年已进一步攀升至20%以上。预计2017年全球光伏装机中，单晶占比有望提升至32%，2020年有望超50%。从我国来看，分布式光伏的快速建设和追求高效率的“领跑者”计划对单晶产品更是推动了单晶产品需求，预计2017年我国单晶产品占整个光伏装机的比例将达到35%。

● 单晶硅片龙头 发挥产业链协同效应

公司是全球单晶硅片的龙头企业，单晶硅片占全球45%左右市场份额。截止到2016年底产能7.5GW，2017年预计达到年产能达到12GW，产量10GW。电池方面，2016年底公司已具备1GW高效PERC单晶电池生产能力，公司应用PERC单晶技术的量产转换率有望达到23%，公司预计明年一季度完成所有产品线的PERC设备加装，进一步提升利润率水平。

组件方面，2016年单晶组件产量2.2GW，出货2.3GW。截止到2016年底，公司已经形成5GW产能，预计19年有望达到10GW。从市场需求来看，公司还是以国内销售为主，下半年领跑者计划和扶贫计划的规模较大，市场需求强劲。海外市场团队从16年下半年开始组建，目前日本、韩国等重要市场完成认证，美国市场预计三季度内完成。公司主推大功率单晶组件，产品定位高端，预计三季度实现海外销售。

电站建设方面，公司采取自营和转让相结合的方式，规划到2019年底电站开发量达到2GW，电站卖出能快速回笼现金流，优质电站的持有也将提升公司的利润率水平。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司2017-2019年的营业收入分别为：144.45亿元、187.78亿元和235.18亿元，实现净利润分别为：20.47亿元，24.34亿元和29.01亿元，对应

EPS 分别为 1.02、1.22 和 1.45 元/股，我们看好公司的发展前景和不可撼动的龙头地位，充分享受行业增长带来的红利，给予公司 2017 年 20-25 倍的市盈率水平，对应价格为 20.4-25.5 元。

风险提示：单晶光伏产品降价幅度超预期，公司海外业务进展不及预期

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5947	11531	14445	18778	23518
(+/-)%	61.60%	93.89%	25.27%	30.00%	25.24%
经营利润 (EBIT)	659	1868	2170	2595	3145
(+/-)%	77.35%	183.67%	16.13%	19.61%	21.18%
净利润	521	1551	2047	2434	2901
(+/-)%	4.39%	197.6%	31.94%	18.94%	19.19%
每股收益 (元)	0.26	0.78	1.02	1.22	1.45

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6439	12042	29521	25104	44371	营业收入	5947	11531	14445	18778	23518
应收票据及账款	1708	2300	3510	4152	5457	营业成本	4736	8361	10625	14160	17954
预付款项	166	728	741	1069	1321	营业税金及附加	10	110	138	179	224
其他应收款	207	59	209	208	289	销售费用	133	468	586	753	922
存货	1534	1213	1589	2093	2656	管理费用	275	441	611	782	971
其他流动资产	579	1925	1806	2559	2900	财务费用	90	102	91	66	82
长期股权投资	131	233	233	233	233	资产减值损失	135	333	333	333	333
固定资产	2621	4591	4156	3720	3285	投资收益	1	51	18	23	31
无形资产	134	210	210	210	210	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他	883	2097	2095	2096	2095	营业利润	569	1766	2078	2529	3062
资产总计	10209	19172	36214	31362	50195	其他非经营损益	24	26	269	274	271
短期借款	504	822	12834	3313	17103	利润总额	593	1793	2347	2802	3334
应付票据及账款	1379	2009	2734	3563	4552	减：所得税	72	242	300	368	432
其他流动负债	1898	3620	3885	4829	5812	净利润	521	1551	2047	2434	2901
长期借款	198	1024	1443	2065	2586	归属于母公司的净利润	520	1547	2043	2432	2898
其他非流动负债	576	1603	1226	1346	1321	少数股东损益	0	4	3	2	3
负债合计	4555	9079	22121	15116	31374	基本每股收益	0.29	0.77	1.02	1.22	1.45
少数股东权益	19	1	4	7	10	稀释每股收益	0.29	0.77	1.02	1.22	1.45
股本	1774	1997	1996	1996	1996	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	2546	5384	7386	7386	7386	成长性					
留存收益	1406	2874	4707	6858	9429	营收增长率	61.6%	93.9%	25.3%	30.0%	25.2%
归属母公司股东						EBIT 增长率					
权益	5634	10093	14088	16240	18811		94.3%	210.6%	17.7%	21.7%	21.1%
股东权益合计	10209	19172	36214	31362	50195	净利润增长率					
							77.3%	197.4%	32.1%	19.0%	19.2%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	盈利性					
净利润	521	1551	2047	2434	2901	销售毛利率	20.4%	27.5%	26.4%	24.6%	23.7%
折旧与摊销	285	426	435	435	435	销售净利率	8.7%	13.4%	14.1%	12.9%	12.3%
经营活动现金流	365	536	1902	2458	2835	ROE	9.2%	15.3%	14.5%	15.0%	15.4%
投资活动现金流	-1216	-2152	20	22	31	ROIC	16.40%	25.26%	28.74%	34.21%	40.77%
融资活动现金流	1759	5001	13929	-9125	13861	估值倍数					
现金净变动	908	3385	15850	-6645	16727	PE	52.3	19.8	15.0	12.6	10.6
期初现金余额	1172	2246	5817	5817	21667	P/B	4.83	3.04	2.17	1.89	1.63
期末现金余额	2537	6237	4849	21667	15022	EV/EBITDA	29.1	12.0	10.5	9.1	7.7

目 录

1.单晶龙头 业绩持续向好.....	6
2.光伏单晶迎来市场空间增长.....	7
2.1 全球光伏市场稳健发展.....	7
2.2 光伏单晶硅片优势凸显 需求强劲.....	8
3.单晶硅片龙头 发挥产业链协同效应.....	9
4.盈利预测与投资评级	11

图 目 录

图 1: 隆基股份近年来业绩情况	6
图 2: 隆基股份近年来业绩情况	7
图 3: 隆基股份 2016 年分业务营收占比	7
图 4: 隆基主要产品毛利率走势 (%)	7
图 5: GTM 预测全球光伏发电装机容量	8
图 6: 近年来单晶、多晶硅片价格走势	8
图 7: 预估 2016 年单晶硅片市场占有率情况	10
图 8: 单晶硅片厂商产能情况 (GW)	10

表 目 录

表 1: 领跑者计划门坎	9
--------------------	---

1.单晶龙头 业绩持续向好

隆基股份是全球最大的单晶硅片制造商，产业覆盖隆基单晶硅、隆基乐叶光伏、隆基新能源、隆基清洁能源光伏全产业链，公司的主要产品为：单晶硅片、单晶电池与组件、分布式光伏电站及地面电站。

公司一贯坚持高转换率的单晶技术路线，近年来随着单晶市场的逐步发展，业绩快速增长。

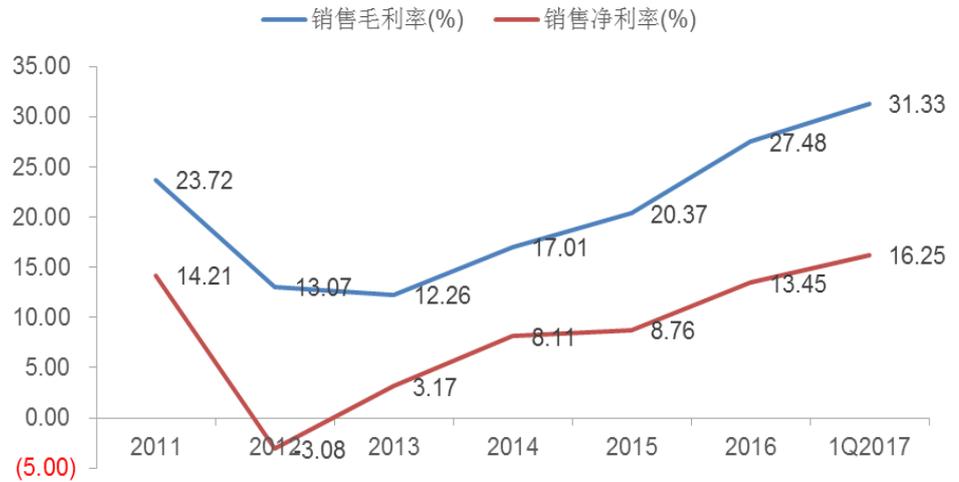
图 1：隆基股份近年来业绩情况



资料来源：渤海证券研究所

公司盈利能力持续提升，2016年一季度的综合毛利率达到了31.33%的历史高位，净利率达到16.25%。这主要是得益于公司优异的成本控制能力（工艺改善和效率提升）以及下游市场对单晶光伏的认可度提高，需求量增长支撑单晶产品价格坚挺。

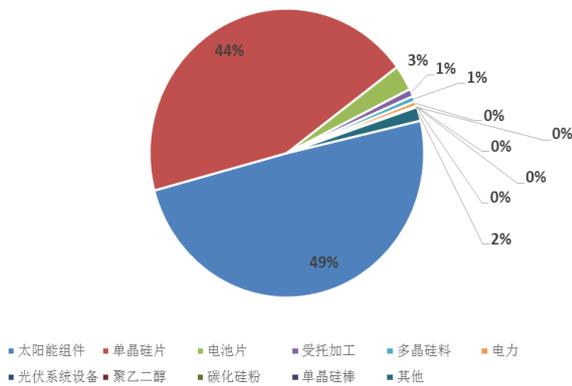
图 2: 隆基股份近年来业绩情况



资料来源: 渤海证券研究所

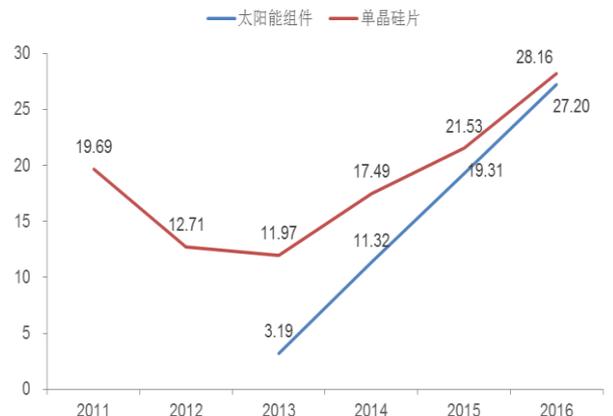
分产品来看, 单晶硅片和太阳能组件基本上各占营收的半壁江山, 从利润率来看, 硅片的利润率高于组件, 且持续攀升。

图 3: 隆基股份 2016 年分业务营收占比



资料来源: 渤海证券研究所

图 4: 隆基主要产品毛利率走势 (%)



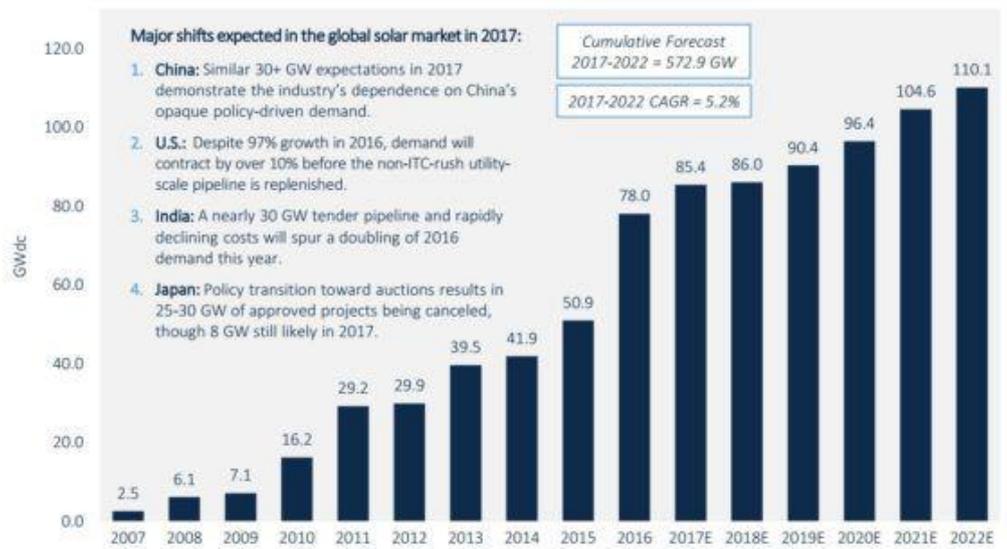
资料来源: 渤海证券研究所

2. 光伏单晶迎来市场空间增长

2.1 全球光伏市场稳健发展

全球光伏产业稳步增长, 据 GTM 预测, 2017 年全球太阳能市场将增长 9%, 增长至 85.4 吉瓦, 到 2020 年, 全球的光伏装机容量将达到 96.4GW。除了中国, 美国、日本和印度等国仍然是全球光伏装机的主要贡献国, 预计中东、南美地区都有较快增长。

图 5: GTM 预测全球光伏发电装机容量



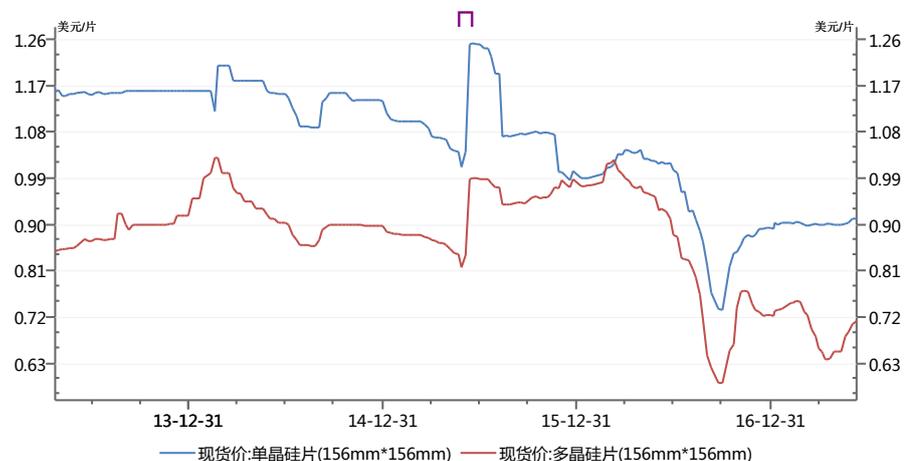
资料来源: GTM 渤海证券研究所

从我国来看,一季度,全国光伏发电保持较快增长,新增装机达到 721 万千瓦,其中集中式光伏电站新增装机 478 万千瓦,同比下降 23%;分布式光伏新增装机 243 万千瓦,同比增长 151%。分布式光伏发电装机容量发展继续提速,主要集中于浙江、山东、安徽和江苏四省。

2.2 光伏单晶硅片优势凸显 需求强劲

目前的 8 寸单晶硅片价格维持在 0.91 美元/片,而 8 寸的多晶硅片价格为 0.71 美元/片,相差 0.2 美元/片,今年来由于单晶市场需求旺盛,终端价格坚挺,与多晶硅片价差拉大。

图 6: 近年来单晶、多晶硅片价格走势



资料来源: solarzoom 渤海证券研究所

近年来，随着光伏设备价格的不断下滑，光伏电站项目中的电池成本占比已经下滑至 45% 左右，而高转换率优势愈加突出，需求旺盛。

2015 年全球光伏单晶产品占比为 18%，2016 年，单晶占比已进一步攀升至 20% 以上。我们预计 2017 年全球光伏装机中，单晶占比有望提升至 32%，2020 年有望超 50%。

在国内，领跑者计划为单晶产品发展提供助力，在行业内起到风向标的作用。“领跑者”先进技术产品要求中，组件要达到以下指标：多晶硅电池组件和单晶硅电池组件的光电转换效率分别达到 16.5% 和 17% 以上，换算到电池环节，对应单晶电池的效率高在 19.6% 以上，多晶电池的效率高在 18.6% 以上。而目前常规普通单晶电池之效率高在 19.5%-19.8%、普通多晶电池效率高在 18.15-18.6%，因此大部分的单晶产品都能满足要求，而多晶组件达到标准就存在较大难度。

表 1：领跑者计划门坎

指标	多晶组件	单晶组件
光电转换效率	16.5%（含）以上	17% 以上
衰减率	一年内不高于 2.5%，之后每年衰减率小于 0.7%	一年内不高于 3%，之后每年衰减率小于 0.7%

资料来源：国家能源局

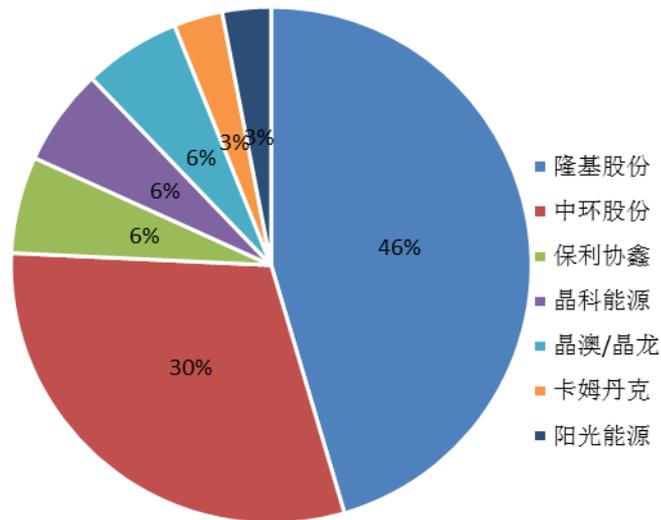
3. 单晶硅片龙头 发挥产业链协同效应

公司是全球单晶硅片的龙头企业，单晶硅片占全球 45% 左右市场份额。截止到 2016 年底产能 7.5GW，2017 年预计达到年产能达到 12GW，产量 10GW。

目前单晶产品供不应求，因此终端价格坚挺，虽然以隆基、中环为代表的单晶硅片企业正在扩产，但产能仍存在爬坡过程，而多晶硅片企业转战单晶，需要更多的时间做设备、工艺的调整，因此预计单晶硅片供应紧张状态仍将持续。终端价格坚挺，加之公司的生产成本逐步下滑，利润率持续上涨，2017 年一季度公司的硅片毛利率在 34-35% 左右，二季度有望升至 38%。

由于单晶硅片处于卖方市场，供不应求，因此我们用 2016 年底产能来估计 2016 年的市场格局，由于达产时间存在差异，因此本方法存在一定误差，但可以看出，全球单晶硅片是个寡头垄断市场，隆基作为绝对龙头，在全球的市占率达到 45% 左右，第二名的中环股份市占率约 30%。

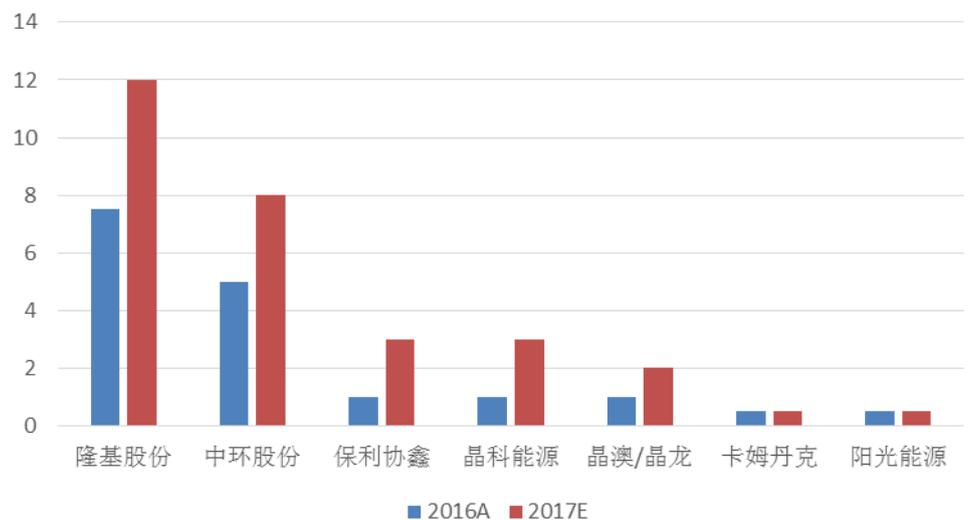
图 7: 预估 2016 年单晶硅片市场占有率情况



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

目前以隆基为首的单晶企业正逐步扩大产能, 许多多晶硅片企业也跃跃欲试, 但单晶硅片产能扩产需要大量资金投入, 且设备到位后存在一定产能爬坡期, 因此先发优势非常明显, 市场新进入者也会比较谨慎。

图 8: 单晶硅片厂商产能情况 (GW)



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

电池方面, 2016 年底公司已具备 1GW 高效 PERC 单晶电池生产能力, 公司应用 PERC 单晶技术的量产转换率有望达到 23%, PERC 单晶电池组件最高功率已达到 316.6W, 进一步提升发电效率。成本方面, 目前 PERC 单晶硅片比普通 P 型电池贵 0.4 元/W, 由于功率的提升, PERC 的每瓦成本增幅较少, 公司预计明年一季度完成所有产品线的 PERC 设备加装, 进一步提升利润率水平。

组件方面，2016 年单晶组件产量 2.2GW，出货 2.3GW。截止到 2016 年底，公司已经形成 5GW 产能，预计 19 年有望达到 10GW。从市场需求来看，公司还是以国内销售为主，下半年领跑者计划和扶贫计划的规模较大，市场需求强劲。海外市场团队从 16 年下半年开始组建，目前日本、韩国等重要市场完成认证，美国市场预计三季度内完成。公司主推大功率单晶组件，产品定位高端，预计三季度实现海外销售。

电站建设方面，公司采取自营和转让相结合的方式，规划到 2019 年底电站开发量达到 2GW，电站卖出能快速回笼现金流，优质电站的持有也将提升公司的利润率水平。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设：

1. 硅片毛利率上半年稳步上涨，从三季度开始假设降价 10-15%，从而影响利润率水平，四季度维持不变。
2. 电池片三季度假设调价幅度为 10-15%，四季度维持不变。2018 年一季度完成全部产品线 perc 设备加装，毛利率保持稳定，略有上涨。
3. 组件价格三季度下降幅度为 10-15%，四季度维持不变。
4. 公司 2017 年下半年出售电站 300-500MW，由于是出售股权形式，计入营业外收入。

我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为：144.45 亿元、187.78 亿元和 235.18 亿元，实现净利润分别为：20.47 亿元，24.34 亿元和 29.01 亿元，对应 EPS 分别为 1.02、1.22 和 1.45 元/股，我们看好公司的发展前景和不可撼动的龙头地位，充分享受行业增长带来的红利，给予公司 20-25 倍的市盈率水平，对应价格为 20.4-25.5 元。

风险提示：单晶光伏产品降价幅度超预期，公司海外业务进展不及预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券”，请务必阅读正文之后的免责条款部分

证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

+86 22 2845 1845

+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明

+86 10 6878 4238

刘蕾

+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕

+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 10 6878 4256

通信&电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6878 4235

高峰

+86 10 6878 4251

宋敬祎

杨青海

+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜

+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥

+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华

+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

洪程程

+86 10 6878 4260

金融工程研究&部门经理

崔健

+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红

+86 22 2845 1684

李莘泰

衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

CTA策略研究

郝惊

+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞

+86 22 2845 1802

流动性、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

杜乃璇

+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究

+86 22 2845 1605

朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控&部门经理

郭靖

+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn