

**强烈推荐-A (维持)**

**隆基股份 601012.SH**

目标估值: 20-21 元

当前股价: 16.95 元

2017 年 06 月 27 日

**美国抢装与竞争格局优化, 光伏高效产品将一枝独秀**

**基础数据**

上证综指	3185
总股本(万股)	199589
已上市流通股(万股)	175638
总市值(亿元)	338
流通市值(亿元)	298
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	51.8%
主要股东	李振国
主要股东持股比例	14.95%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	27	33
相对表现	12	17	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《隆基股份(601012)——以量补价,向产业链下游延伸》2017-06-01
- 2、《隆基股份(601012)——毛利率略有上升,先行指标保持强势增长》2017-04-28
- 3、《隆基股份(601012)——硅料价格下降,公司短期盈利能力将上台阶》2017-04-07

**游家训**

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

**陈术子**

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

近期我们对产业公司进行了一系列调研,发现受益于国内抢装潮的延续、领跑者计划、美国 201 法案和欧洲抢装潮的影响,三季度行业情况将好于预期;此外此次行业需求明显偏向于高效产品,结合高效产品供应能力有限,我们判断光伏高效产品产能利用率将一枝独秀。

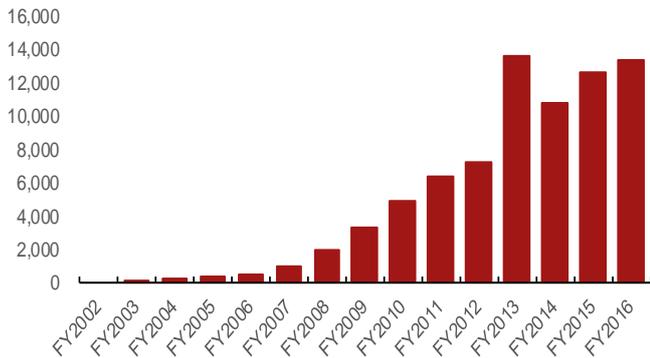
- **201 法案导致美国抢装:**美国准备对非美国本土生产组件、电池采取贸易管制,201 法案预计将会 9 月份落地(实施或者不实施要届时才能知道),具体实施将会是 2018 年初,所以美国抢装潮带动行业三、四季度情况好于预期。目前推测可能的形式将会是限价,对于高效产品有促进作用;同时由于此次 201 法案并不涉及硅片,所以预计硅片板块受影响的程度将小于组件、硅片。
- **欧洲装机旺季如期到来, Solarworld 缺席, 导致国内高效组件抢占市场:**欧洲旺季是三季度,今年 Solarworld 宣布破产,导致 Solarworld 的高效组件供应难以为继,国内厂商的 PERC 开始受到关注。
- **国内抢装和领跑者推移导致三季度好于去年:**今年抢装潮启动较去年略晚,原本 630 之前的领跑者也由于组件供不应求导致提货往后推移,三季度较好。
- **单晶取代多晶趋势明显, 单晶硅片扩张难度大:**在目前的工艺水平下,单晶电池的转换效率比多晶电池转换效率高 1.5%,价格多晶转化效率为 20%,则单晶电池转换效率比多晶电池高 7.5%,按照目前多晶组件 34 美分/瓦计算,7.5%的效率提升价值 2.55 美分/瓦,单多晶之间除了拉晶有一定差异,则后端制造成本完全一致。目前以隆基为代表单晶企业,将拉晶成本下降至 40-50 元/kg,即每瓦仅 1.9-2.3 美分/瓦,多晶即使完成金刚线和黑硅改造,成本优势依旧不明显。单晶硅片对工人和管理的要求明显高于多晶硅片,所以产能的扩张爬坡具有一定的难度,协鑫 2016 年年中产能已经投入,但是成本尚与隆基有一定的差距。另,之前多晶的格局导致具有实力的单晶硅片企业已经不多,双龙头的格局有利于提高企业的议价能力。
- **投资建议:**给予强烈推荐评级,2017 年净利润上调至 21.6 亿。
- **风险提示:**硅料双反导致国内价格暴涨,海外战略不及预期

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5947	11531	13952	18835	23544
同比增长	62%	94%	21%	35%	25%
营业利润(百万元)	569	1766	2495	3022	3594
同比增长	94%	211%	41%	21%	19%
净利润(百万元)	520	1547	2168	2620	3112
同比增长	77%	197%	40%	21%	19%
每股收益(元)	0.29	0.77	1.09	1.31	1.56
PE	57.8	21.9	15.6	12.9	10.9
PB	5.3	3.4	2.8	2.3	1.9

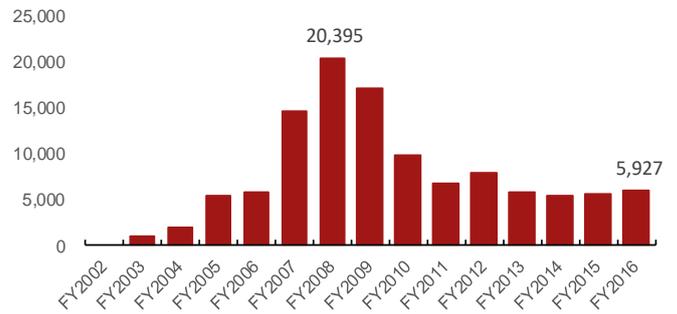
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1 美国光伏历年新增装机量 (MW)



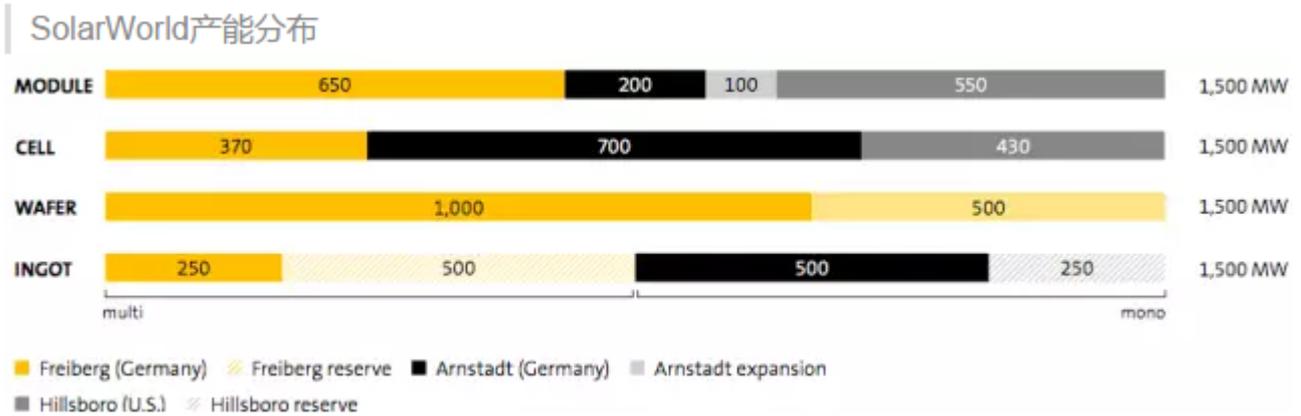
资料来源: WIND 招商证券

图 2 欧盟光伏历年新增装机量 (MW)



资料来源: WIND 招商证券

图 3 SolarWorld 产能情况



资料来源: Solarworld 招商证券

图4 单多晶成本比较

单晶硅片效率的提升已经完全覆盖了成本的提升



资料来源：招商证券

图5：隆基股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图6：隆基股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6439	12042	13013	17587	22723
现金	2246	5817	5328	7103	9564
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	373	1533	2093	2825	3532
应收款项	1708	2300	2762	3729	4662
其它应收款	207	59	71	96	121
存货	1534	1213	1427	1995	2528
其他	372	1120	1331	1838	2317
<b>非流动资产</b>	3769	7130	8801	9804	10429
长期股权投资	131	233	61	61	61
固定资产	2621	4591	6274	8356	9045
无形资产	134	210	189	170	153
其他	883	2097	2279	1218	1170
<b>资产总计</b>	<b>10209</b>	<b>19172</b>	<b>21815</b>	<b>27391</b>	<b>33152</b>
<b>流动负债</b>	3781	6451	6322	8572	10701
短期借款	504	822	479	661	833
应付账款	1379	2009	2364	3304	4187
预收账款	513	1161	1366	1909	2419
其他	1384	2459	2113	2698	3261
<b>长期负债</b>	774	2627	3377	4277	5027
长期借款	198	1024	1774	2674	3424
其他	576	1603	1603	1603	1603
<b>负债合计</b>	<b>4555</b>	<b>9079</b>	<b>9699</b>	<b>12850</b>	<b>15728</b>
股本	1774	1997	1997	1997	1997
资本公积金	2454	5222	5222	5222	5222
留存收益	1406	2874	4908	7342	10228
少数股东权益	19	1	(11)	(19)	(23)
归属于母公司所有者权益	5634	10093	12127	14561	17447
<b>负债及权益合计</b>	<b>10209</b>	<b>19172</b>	<b>21815</b>	<b>27391</b>	<b>33152</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	365	536	1816	2760	3380
净利润	520	1547	2168	2620	3112
折旧摊销	285	426	657	797	876
财务费用	88	83	83	115	154
投资收益	(1)	(51)	(49)	(49)	(50)
营运资金变动	(501)	(1414)	(1075)	(740)	(729)
其它	(26)	(55)	33	16	17
<b>投资活动现金流</b>	(1216)	(2152)	(2345)	(1814)	(1511)
资本支出	(980)	(2082)	(2500)	(1800)	(1500)
其他投资	(236)	(70)	155	(14)	(11)
<b>筹资活动现金流</b>	1759	5001	41	829	593
借款变动	(468)	1080	208	1082	922
普通股增加	1227	222	0	0	0
资本公积增加	1014	2769	0	0	0
股利分配	(49)	(45)	(133)	(186)	(225)
其他	36	975	(34)	(67)	(104)
<b>现金净增加额</b>	<b>908</b>	<b>3385</b>	<b>(488)</b>	<b>1774</b>	<b>2461</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5947	11531	13952	18835	23544
营业成本	4736	8361	9836	13750	17422
营业税金及附加	10	110	133	180	225
营业费用	133	468	587	811	963
管理费用	275	441	534	739	924
财务费用	90	102	83	115	154
资产减值损失	135	333	333	267	311
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	51	49	49	50
<b>营业利润</b>	569	1766	2495	3022	3594
营业外收入	65	48	30	30	30
营业外支出	41	21	10	10	10
<b>利润总额</b>	593	1793	2515	3042	3614
所得税	72	242	342	415	494
<b>净利润</b>	521	1551	2173	2627	3120
少数股东损益	0	4	5	6	8
<b>归属于母公司净利润</b>	520	1547	2168	2620	3112
<b>EPS (元)</b>	0.29	0.77	1.09	1.31	1.56

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	62%	94%	21%	35%	25%
营业利润	94%	211%	41%	21%	19%
净利润	77%	197%	40%	21%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.4%	27.5%	29.5%	27.0%	26.0%
净利率	8.7%	13.4%	15.5%	13.9%	13.2%
ROE	9.2%	15.3%	17.9%	18.0%	17.8%
ROIC	8.9%	13.3%	15.5%	15.1%	14.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.6%	47.4%	44.5%	46.9%	47.4%
净负债比率	8.3%	10.7%	10.3%	12.2%	12.8%
流动比率	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.3	1.7	1.8	1.8	1.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.6	6.1	7.4	8.0	7.7
应收帐款周转率	5.4	5.8	5.5	5.8	5.6
应付帐款周转率	4.6	4.9	4.5	4.9	4.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.29	0.77	1.09	1.31	1.56
每股经营现金	0.21	0.27	0.91	1.38	1.69
每股净资产	3.18	5.05	6.07	7.29	8.74
每股股利	0.03	0.07	0.09	0.11	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	57.8	21.9	15.6	12.9	10.9
PB	5.3	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA					

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**陈术子：**上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

**赵智勇：**曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。