

2019年06月19日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

25

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2019/6/18)	21.77
上证指数(2019/6/18)	2890.16
股价 12 个月高/低	25.48/9.47
总发行股数(百万)	3624.22
A 股数(百万)	3615.17
A 市值(亿元)	787.02
主要股东	李振国(15.02%)
每股净值(元)	5.49
股价/账面净值	3.97
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.9 4.4 68.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

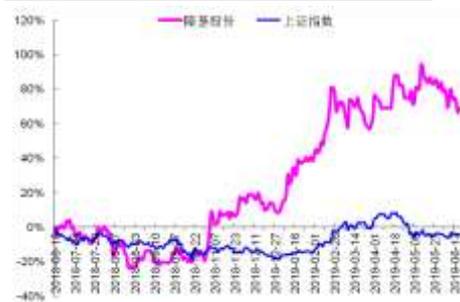
产品组合

太阳能组件	63.76%
单晶硅片	20.34%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.4%
一般法人	3.9%

股价相对大盘走势



隆基股份 (601012.SH)

买入 (BUY)

单晶龙头，坚定扩产盈利回升

结论与建议：

公司是全球最大的单晶产品生产商，截止18年底公司拥有28GW单晶硅片产能、4GW单晶电池产能和8.85GW单晶组件产能。公司仍在坚定扩产，预计19年底将拥有36GW单晶硅片产能、10GW单晶电池产能以及16GW单晶组件产能。

短期来看，公司业绩弹性主要由扩产贡献；中长期来看，光伏系统成本持续下降，中国市场在2021年将实现光伏发电平价，政策扰动对公司业绩影响将逐渐减轻直至消除。预计公司2019/2020年净利润为41.35/53.15亿，同比增长61.64%/28.55%，EPS分别为1.141/1.467元，对应当前股价PE为19和15倍，给予“买入”建议。

- **盈利能力企稳回升：**2018年营业收入220亿，同比增长34%，归母净利润25.6亿元，同比下滑28%。主要因行业“531”政策变化，产业链价格出现大幅下滑影响盈利水平。2018年三季度以来，海外市场需求的爆发，叠加国内政策修正，光伏市场持续回暖。2019年一季度实现营业收入57.1亿元，同比增长65%，实现归母净利润6.1亿元，同比增长12.5%。毛利率18年下滑到22%，19年以来产品价格企稳，公司持续降本增效，毛利率开始回升，19年一季度毛利率达到24%。
- **海外需求放量，国内需求正式启动：**光伏系统成本的显著下降刺激了海外需求的爆发，从18年10月以来组件海外出口量快速提升。2018年11-12月累计出口8.2GWW，同比增长59%，2018年合计出口组件量达到39.3GW，同比增长超50%。19年以来，海外出口持续高增，1-5月全国累计出口26.2GW，同比增长84%。预计全年组件出口量将超过60GW，同比将超过53%。国内方面，19年5月底中国光伏政策正式落地，预计七月初获得补贴的项目将正式公布，下半年国内需求将迅速启动。
- **单晶硅片份额提升，供应偏紧：**单晶硅片环节呈现双寡头格局，2018年底隆基产能28GW，中环股份产能23GW，合计占比达77%。隆基计划19/20年扩产至36GW/50GW，中环股份19年底计划达到30GW，预计两大厂商今年新增产能13GW。需求端来看，随着单晶硅片的市场份额快速提升，预计单晶市场规模增长35%，新增18GW。今年单晶硅片环节产能供应整体偏紧，预计下半年价格仍将维持，且有涨价基础。
- **成本优势显著，硅片毛利率迅速回升：**公司生产成本持续下降，18年硅片非硅成本下降20.75%，达到1元/内，19年计划下降至少10%。公司硅片毛利率水平18年下滑至16%，目前随着硅片价格企稳以及持续降本，2019年一季度硅片毛利率升至21.5%，以目前价格估算硅片毛利率以达30%以上，盈利水平可观。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2019/2020年净利润为41.35/53.15亿，同比增长61.64%/28.55%，EPS分别为1.141/1.467元，对应当前股价PE为19和15倍，给予“买入”建议。
- **风险提示：**海外装机不及预期，国内政策波动。

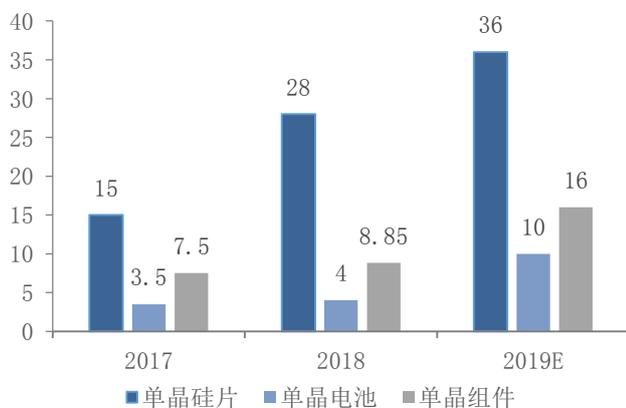
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1547.24	3564.53	2557.96	4134.70	5315.31
同比增减	%	197.36%	130.38%	-28.24%	61.64%	28.55%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.427	0.984	0.706	1.141	1.467
同比增减	%	197.36%	130.38%	-28.24%	61.64%	28.55%
市盈率(P/E)	X	51.97	22.56	31.44	19.45	15.13
股利 (DPS)	RMB 元	0.055	0.099	0.071	0.114	0.147
股息率 (Yield)	%	0.25%	0.45%	0.32%	0.51%	0.66%

一、营运分析

隆基股份成立于 2000 年，于 2012 年上市，目前已发展成为全球最大的单晶产品生产厂商，主要生产单晶硅棒、硅片、电池和组件。公司生产基地从西安、宁夏逐渐扩展到云南楚雄、丽江等，并走出国门，在马来西亚建立生产基地。截止 18 年底公司拥有 28GW 单晶硅片产能、4GW 单晶电池产能和 8.85GW 单晶组件产能。公司仍在坚定扩产，预计 19 年底将拥有 36GW 单晶硅片产能、10GW 单晶电池产能以及 16GW 单晶组件产能。

图 1、公司产能单位：GW



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 2、生产基地分布图



资料来源：公司宣传资料，群益金鼎证券

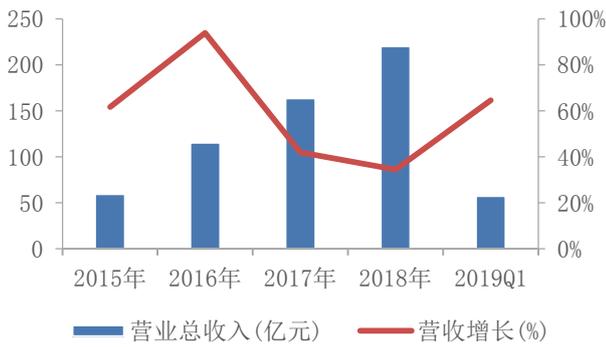
1、历年业务增速快，18 年受政策扰动出现下滑

公司上市以来营收及净利润快速增长，2018 年因行业“531”政策变化，产业链价格出现大幅下滑影响盈利水平，同时公司硅片、组件出货量大幅增长抵消部分影响，最终录得营业收入 220 亿，同比增长 34%，归母净利润 25.6 亿元，同比下滑 28%。2018 年三季度以来，海外市场需求的爆发，叠加国内政策修正，光伏市场持续回暖。2019 年一季度实现营业收入 57.1 亿元，同比增长 65%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比增长 12.5%。毛利率方面，18 年产品价格跌幅大导致毛利率从 17 年的 32% 下滑到 22%，19 年以来产品价格企稳，公司持续降本增效，毛利率开始回升，19 年一季度毛利率达到 24%。

分产品来看，18 年硅片收入 61.2 亿元，同比增长 6.3%。主要来自于产能扩张出货量达 35 亿片，同比增长 58.5%，同时因全年硅片价格下降约 43%，毛利率 16.3%，下滑 16.4 个百分点。18 年组件收入 130.9 亿元，同比增长 42.7%，全年出货量 6.58GW，同增 48%，毛利率 23.8% 下滑 6.9 个百分点。

图 3、公司收入增长情况

图 4、公司归母净利润增长情况

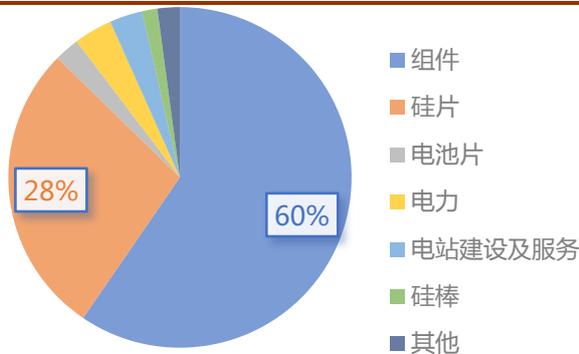


资料来源: Choice, 群益金鼎证券



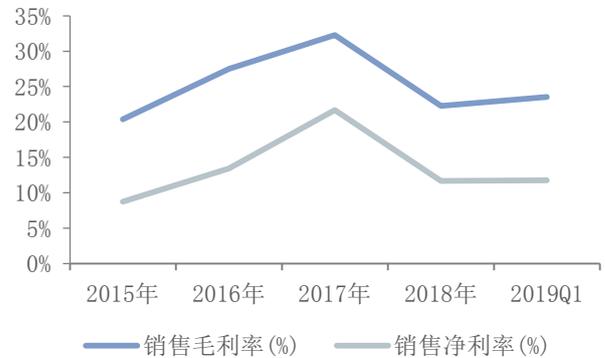
资料来源: Choice, 群益金鼎证券

图5、18年公司各项业务营收构成单位: %



资料来源: Choice, 群益金鼎证券

图6、公司毛利率净利率情况单位: %



资料来源: Choice, 群益金鼎证券

2、研发优势强，转化效率屡创新高

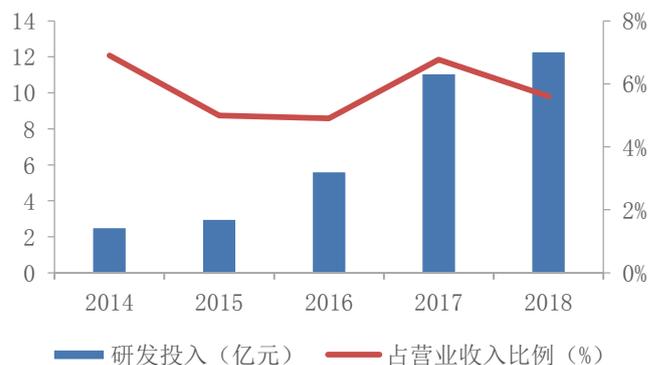
公司秉承科技驱动生产力原则，坚持高研发投入，研发投入占营收比例始终保持在 5%-7%，2018 年研发投入达 12.3 亿元，占比 5.6%，始终引领行业。公司在单晶生长、硅片切割和新型电池组件工艺等方面持续突破，目前已经拥有完美晶格单晶硅生长、大装料高拉速、单晶改性、低衰 PERC 电池等核心技术优势。其中，单晶 PERC 电池正面转化效率两年内六破世界纪录，19 年 1 月达到 24.06%。

图7、公司单晶 PERC 电池效率屡破世界纪录



资料来源: 公开资料, 群益金鼎证券

图8、研发投入金额及比例



资料来源: Choice, 群益金鼎证券

二、海外持续放量，国内需求正式启动

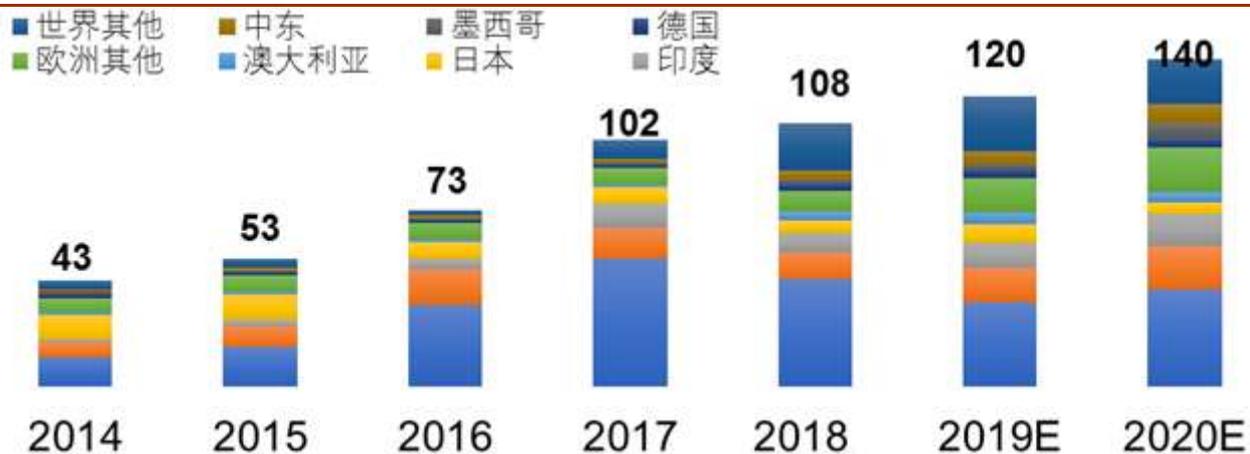
1、海外出口持续高增

18年中国装机规模受到国内531政策影响，18年新增装机44.3GW，同比下降16.3%，然而光伏系统成本的显著下降刺激了海外需求的爆发，呈现主要市场和新兴市场多元化发展的局面，年内新增装机超过1GW的国家从17年的8个快速增长到18年的13个，预计2019年全球光伏市场需求将在120GW以上，年度装机规模超过1GW的国家将超过15个。

表2：18年全球主要国家新增装机，GW

2018装机量>1GW国家	中国	美国	印度	日本	澳大利亚	墨西哥	德国	土耳其	埃及	巴西	韩国	荷兰	法国
2018增量 (GW)	44.26	11	8	5.5	3.78	1.96	2.96	2.42	1.7	1.5	1.3	1.33	1.1
较2017增幅	-16%	4%	-17%	-8%	182%	1876%	69%	35%	1366%	65%	8%	56%	21%

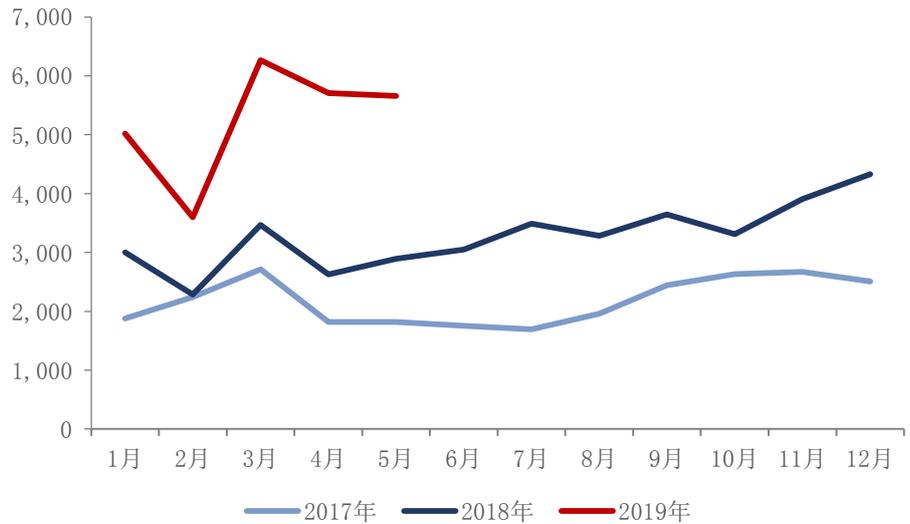
图9、历年全球新增装机情况及预测，GW



资料来源：CPIA、BNEF 等，群益金鼎证券

从国内组件出口情况可以看出，18年10月起海外出口量明显提升，2018年11-12月累计出口8.2GWW，同比增长59%，2018年合计出口组件量达到39.3GW，同比增长超50%。19年以来，海外出口持续高增，1-5月累计出口26.2GW，同比增长84%。预计全年组件出口量将超过60GW，同比将超过53%。

图10：中国光伏组件出口情况单位：MW

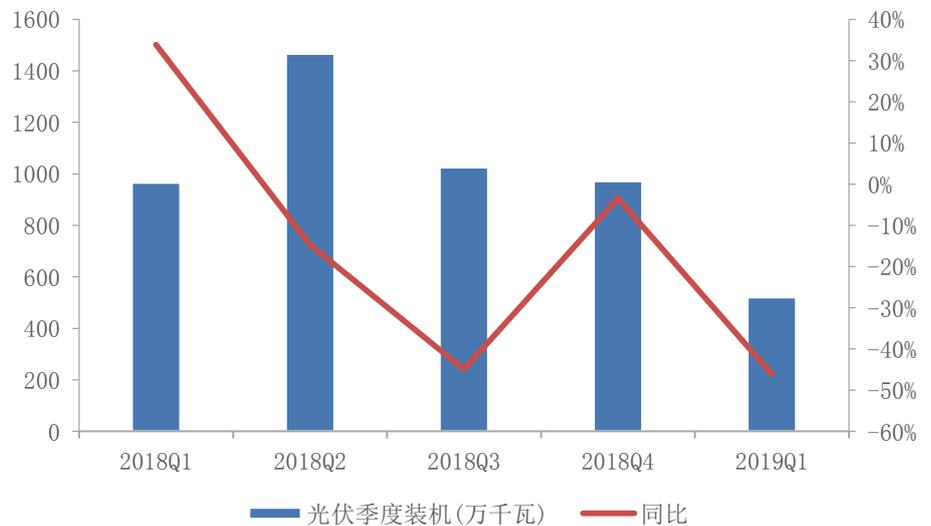


资料来源: WIND, 群益金鼎证券

2、国内政策终落地，需求正式启动

国内市场来看，因为19年政策一直没有明确，市场观望情绪浓厚，19年一季度新增装机仅为5.2GW，同比下降46%，料今年上半年装机数据都不会理想。

图 11: 国内季度装机规模单位: 万千瓦



资料来源: 国家能源局, 群益金鼎证券

19年5月底，19年光伏政策才正式落地。19年安排新建光伏项目补贴总额为30亿元，其中7.5亿元用于户用光伏折合装机约3.5GW，22.5亿元将用于集中式和分布式光伏竞价装机。根据修正后的申报电价全国排名，由低到高排序遴选纳入补贴项目，直到22.5亿元规模出清。预计2019年总体装机规模在35-40GW左右，主要集中在下半年启动。

时间来到6月，各省已经开始出台并下发省内的实施细则，将在7月1日前报送国家能源局，预计七月初获得补贴的项目将正式公布。由于最晚并网时间为2019

年 12 月 31 日，延期并网电价将逐季降低，所以下半年国内需求将迅速启动。此外，5 月底发布了 19 年第一批风、光平价上网项目，光伏平价规模在 14.78GW，其中 2019 年并网规模在 4.57GW，是今年竞价规模以外的重要补充，也是未来全面平价时代的铺垫。

三、单晶硅片短期供应偏紧，毛利率快速回升

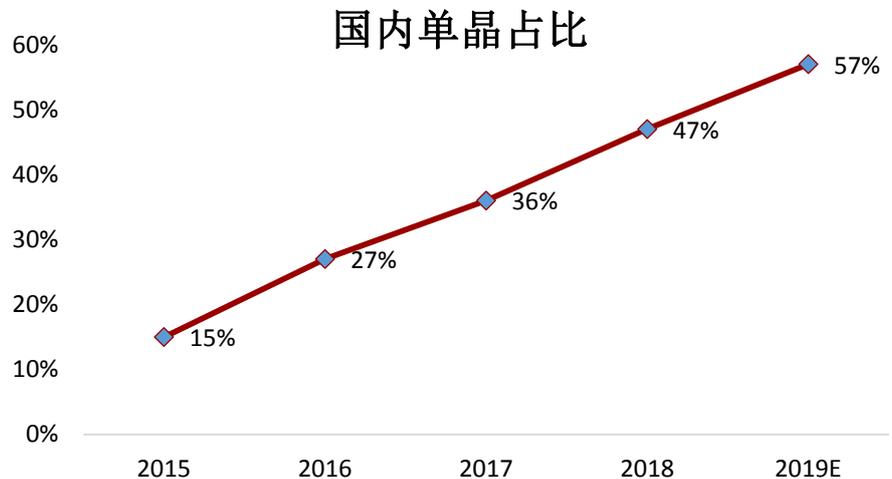
1、单晶份额快速扩大，今年供应偏紧

去年光伏新政后，龙头企业开工情况仍占优，二三线厂商产能则大幅出清。截止 2018 年底，隆基单晶产能 28GW，中环股份单晶产能 23GW，双寡头格局稳定，两家产能份额合计占 77%。隆基计划 19/20 年扩产至 36GW/50GW，中环股份 19 年底计划达到 30GW，预计两大厂商今年新增产能 13GW。

从需求端来看，单晶硅片的市场份额仍将快速提升，国内单晶市场将从 18 年的 47% 上升至 19 年的 57%，国际市场单晶份额也将从 46% 提升至 56%，以 19 年全球装机规模 120GW 估算，19 年单晶新增市场份额 18GW，同比增长 35%。

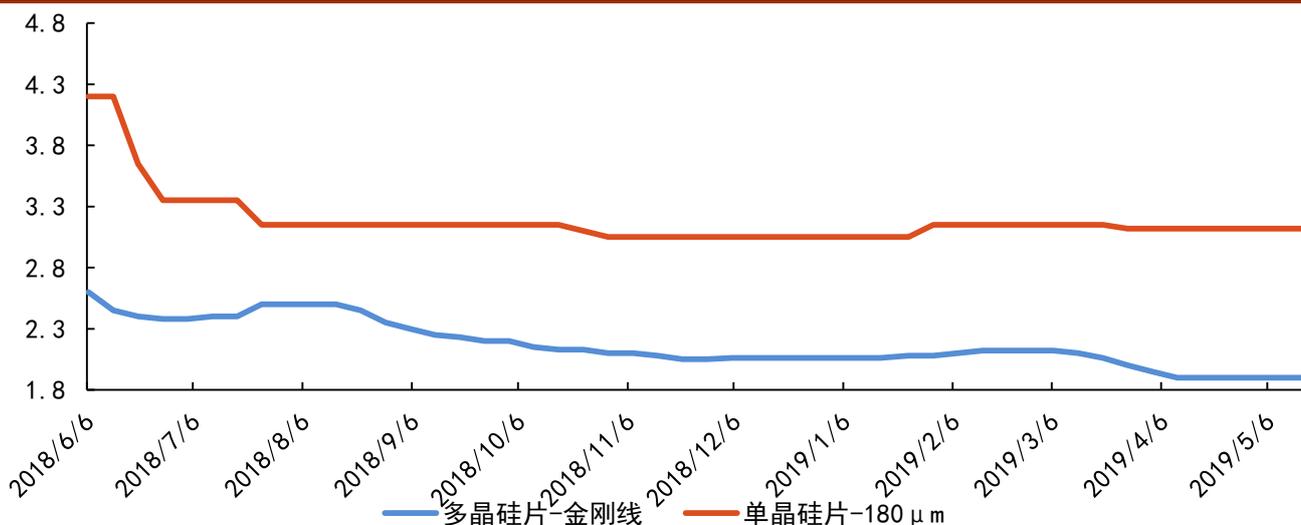
由此看来今年单晶硅片环节产能供应将偏紧，价格在今年 2 月小幅提升后目前较为稳定，预计下半年价格仍将维持，且有涨价基础。

图 12：单晶渗透率单位：%



资料来源：《中国光伏产业发展路线图》，群益金鼎证券

图13、硅片价格走势单位：元/片



资料来源: PVInfolink, 群益金鼎证券

2、持续降本，毛利率快速回升

公司成本优势明显,单位成本保持快速下降态势,18年硅片非硅成本下降 20.75%,18年底非硅成本以达 1 元/片,19 年计划至少下降 10%。公司硅片毛利率水平也领先同业,18 年下滑至 16%,仍然领先中环股份一个百分点。目前随着硅片价格企稳以及持续降本,2019 年一季度硅片毛利率升至 21.5%,以目前价格估算硅片毛利率以达 30%以上,盈利水平可观。

图 14、公司单晶硅片单位成本单位: 元/片

图 15、硅片毛利率对比



资料来源: Choice, 群益金鼎证券

资料来源: Choice, 群益金鼎证券

四、盈利预测

公司 18 年实现营业收入 220 亿,同比增长 34%,归母净利润 25.6 亿元,同比下滑 28%。2019 年一季度实现营业收入 57.1 亿元,同比增长 65%,实现归母净利润 6.1 亿元,同比增长 12.5%。毛利率企稳回升,19 年一季度毛利率达到 24%。

短期来看，公司业绩弹性主要由扩产贡献，公司规划 2019/2020 年硅片产能分别提升至 36/45GW，组件产能提升至 16/25GW；中长期来看，光伏系统成本持续下降，中国市场在 2021 年将实现光伏发电平价，政策扰动对公司业绩影响将逐渐减轻直至消除。以公司 19 年计划单晶硅片 60 亿片和单晶组件 9.5GW 出货量估算，预计公司 2019/2020 年净利润为 41.35/53.15 亿，同比增长 61.64%/28.55%，EPS 分别为 1.141/1.467 元，对应当前股价 PE 为 19 和 15 倍，给予“买入”建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018F	2019E	2020E
营业收入	11,531	16,362	21,988	30,543	36,927
经营成本	8,361	11,082	17,096	23,479	28,171
营业税金及附加	110	152	117	183	222
销售费用	468	664	1,017	1,222	1,477
管理费用	441	664	714	1,222	1,477
财务费用	102	198	267	305	369
资产减值损失	333	207	728	400	400
投资收益	51	582	794	800	1,000
营业利润	1,766	3,996	2,869	4,632	5,911
营业外收入	48	47	8	10	50
营业外支出	21	25	10	25	25
利润总额	1,793	4,018	2,867	4,617	5,936
所得税	242	468	301	462	594
少数股东损益	4	(15)	9	21	27
归属于母公司所有者的净利润	1,547	3,565	2,558	4,135	5,315

附二: 合并资产负债表 6

百万元	2016	2017	2018F	2019E	2020E
货币资金	5,817	8,546	7,708	8,479	9,327
应收账款	3,892	6,426	9,169	10,086	11,094
存货	1,213	2,380	4,283	4,925	5,664
流动资产合计	12,042	18,927	22,901	24,170	26,841
长期股权投资	233	515	733	515	515
固定资产	4,591	10,804	13,260	17,901	21,481
在建工程	1,321	1,359	856	984	1,131
非流动资产合计	986	1,279	1,910	2,038	2,481
资产总计	19,172	32,884	39,659	45,608	52,449
流动负债合计	6,451	12,340	14,878	17,110	19,677
非流动负债合计	2,627	6,299	7,956	8,274	8,605
负债合计	9,079	18,640	22,834	25,384	28,282
少数股东权益	1	49	373	56	78
股东权益合计	10,093	14,195	16,452	20,168	24,089
负债及股东权益合计	19,172	32,884	39,659	45,608	52,449

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018F	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	536	1,242	1,173	3,126	4,698
投资活动产生的现金流量净额	-2,152	-3,774	-3,169	-4,103	-4,526
筹资活动产生的现金流量净额	5,001	4,759	267	1,748	676
现金及现金等价物净增加额	3,385	2,227	-1,728	771	848

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。