

电气设备

全球单晶龙头，持续加强竞争优势

2020年12月18日

——隆基股份（601012）深度研究报告

公司评级：增持（首次）

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **公司二十年发展成为全球单晶龙头。**公司以半导体技术起家，以单晶硅片为成长支点，目前已发展成为全球单晶光伏全产业链龙头。目前公司硅片出货量全球第一，2020年市场率可望达约50%；单晶组件出货量位居第一，总组件出货量2020年可望升至行业第二。2014-2019年，公司营业收入CAGR达56%，净利润CAGR达79%，实现了快速增长。
- 2) **公司具备规模、技术、成本及品牌等优势。**公司专注单晶领域，坚决扩大硅片、电池片及组件产能，规模优势显著。公司持续保持收入5-7%的研发支出，研发支出规模行业第一，引领技术发展及产品标准。公司非硅成本持续下降，硅片非硅成本从2011年至今累计下降近90%。公司不断提升全球品牌影响力，获得了PV ModuleTech及彭博新能源财经（BNEF）等第三方机构的评级认可，助力公司以优质的产品和服务开拓全球市场。
- 3) **垂直一体化战略打开成长空间，提升竞争力。**公司从硅片业务开始，拓展到硅片、电池片、组件、电站EPC、BIPV等光伏产业环节，打开成长空间。垂直一体化带来对关键原材料、渠道等的掌控，使得公司更有利于灵活应对各种外部市场环境。各业务的协同更有利于新产品技术的推进，带来经营效率的提升，同时也有更大的盈利空间和盈利能力，竞争力将持续提升。
- 4) **盈利预测与投资评级。**根据我们的盈利预测，公司2020-2022动态市盈率分别为32.6/25.7/21.4倍。公司为硅片龙头，同时在垂直一体化战略下积极向组件、电池片、电站建设服务等环节拓展，在规模优势、技术优势及成本控制优势下，竞争力不断加强，市占率将持续提升。首次覆盖，我们给予公司“增持”的投资评级。
- 5) **风险提示：**产业政策及国际贸易风险；疫情导致的需求下滑风险；市场竞争加剧风险等。

隆基股份（601012）与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	292,877.86
流通市值（百万）	292,871.21
总股本（百万股）	3,771.77
流通股本（百万股）	3,771.68
日成交额（百万）	3,794.21
当日换手率（%）	1.31
第一大股东	李振国
请务必阅读文后重要声明及免责声明	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32897.46	51083.21	69019.65	83710.59
收入同比	49.62%	55.28%	35.11%	21.29%
净利润（百万元）	5279.55	8986.28	11409.52	13705.18
净利润同比	106.4%	70.2%	27.0%	20.1%
毛利率	28.90%	27.98%	27.16%	26.59%
净利率	16.05%	17.59%	16.53%	16.37%
EPS（元）	1.40	2.38	3.02	3.63
PE（倍）	55.5	32.6	25.7	21.4

正文目录

一、 公司为垂直一体化单晶光伏制造龙头	3
1.1 二十年发展成为全球单晶龙头	3
1.2 公司业绩实现快速增长，盈利能力较强	4
1.3 公司股权关系稳定，管理层专业素养较高	5
二、 单晶硅片领导者，市占率将进一步提升	6
2.1 光伏产品单晶化趋势明确，单晶产品将持续增长	6
2.2 公司具备单晶硅片技术及成本优势	7
2.3 公司产能持续扩张，市占率持续提升巩固龙头地位	10
三、 组件业务拓展发展空间，垂直一体化优势明显	11
3.1 公司逐步发展成为组件龙头	11
3.2 公司组件业务在技术产品、品牌及渠道等方面具备竞争优势	13
3.3 公司垂直一体化战略提升竞争优势	17
四、 盈利预测与投资评级	18
4.1 关键假设	18
4.2 盈利预测与投资评级	19
五、 风险因素	21
5.1 产业政策及国际贸易保护风险	21
5.2 新冠病毒疫情导致的需求下滑风险	21
5.3 市场竞争加剧风险	21

图表目录

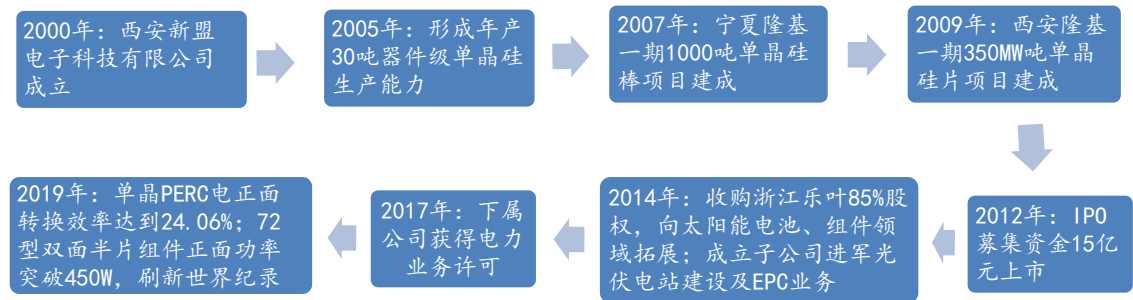
Figure 1 公司发展历程重大事项	3
Figure 2 公司所处太阳能光伏产业链中的位置	3
Figure 3 公司各产品收入情况（百万元）	4
Figure 4 公司产品收入结构（2019）	4
Figure 5 公司营业收入持续增长	4
Figure 6 公司净利润持续增长	4
Figure 7 公司毛利率情况	5
Figure 8 公司费用率情况	5
Figure 9 公司 ROE 情况	5
Figure 10 目前公司前十大股东情况	6
Figure 11 单晶电池平均转换效率要高于多晶	7
Figure 12 单晶硅片市场占比将持续提升	7
Figure 13 多晶硅片市场在 2030 年将萎缩至约 5%	7
Figure 14 典型的单晶硅片成本结构	9
Figure 15 公司非硅成本下降情况	9
Figure 16 历年全球硅片产能 Top10 企业	10
Figure 17 单晶硅片产能情况（GW）	11
Figure 18 近年全球光伏组件出货量 Top 10 企业	12
Figure 19 近年全球 TOP10 光伏组件企业出货量（GW）	12
Figure 20 全球 TOP10 光伏组件企业 2019 年出货量情况	12
Figure 21 公司组件业务收入规模情况	12
Figure 22 国内光伏组件产能情况	13
Figure 23 PV ModuleTech 组件供应商可融资性评级 2020Q3	14
Figure 24 彭博新能源财经对光伏组件企业的可融资价值评价	15
Figure 25 年度新增光伏装机容量超过 1GW 的国家（2016-2019）	15
Figure 26 2019 年我国光伏组件出口市场结构	16
Figure 27 我国光伏产品出口市场趋于分散	16
Figure 28 隆基乐叶的全球布局	16
Figure 29 公司产能扩张情况	17
Figure 30 公司组件业务毛利率显著高于同行	18
Figure 31 公司收入及毛利率预测	19
Figure 32 隆基股份与可比公司估值情况	20
Figure 33 隆基股份历史 PE 估值	20

一、公司为垂直一体化单晶光伏制造龙头

1.1 二十年发展成为全球单晶龙头

公司前身为 2000 年成立的西安新盟有限公司，携半导体技术在硅片原料供给中觅得先机，2005 年形成了年产 30 吨器件级单晶硅的能力。2006 年开始，虽然当时多晶技术线路成为主流，但隆基凭借专业底蕴，深入洞察行业趋势，确立单晶战略方向，聚焦硅片业务，不断进行技术创新和效率提升，领跑全球单晶硅片时代。公司 2012 年上市，从 2014 年开始，布局组件及电站业务，打造单晶全产业链，凭借技术创新，不断推动行业发展和产业升级，目前为全球单晶光伏产业的领导者。

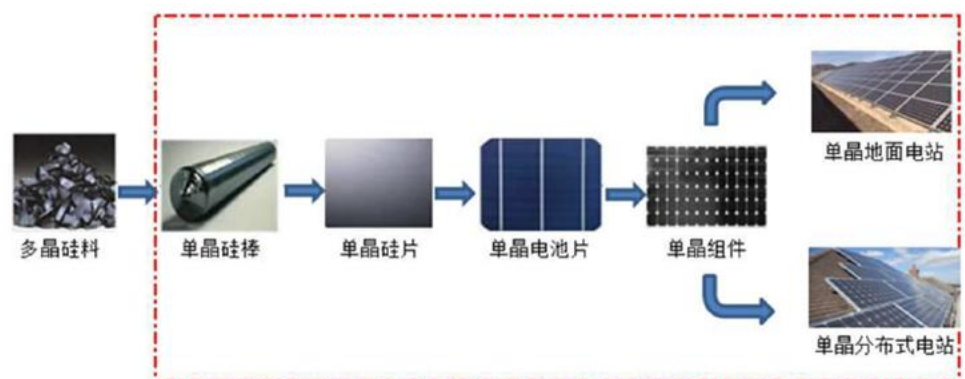
Figure 1 公司发展历程重大事项



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

公司已形成了从单晶硅棒/硅片、单晶电池/组件到下游单晶光伏电站应用的完整产业链。其中，单晶硅棒/硅片和单晶电池/组件业务是公司的核心制造业务，目前公司已发展成为全球最大的单晶硅片制造商，组件业务已连续两年跻身全球前五大组件企业行列，单晶 PERC 电池和组件转换效率连续多次刷新世界记录。

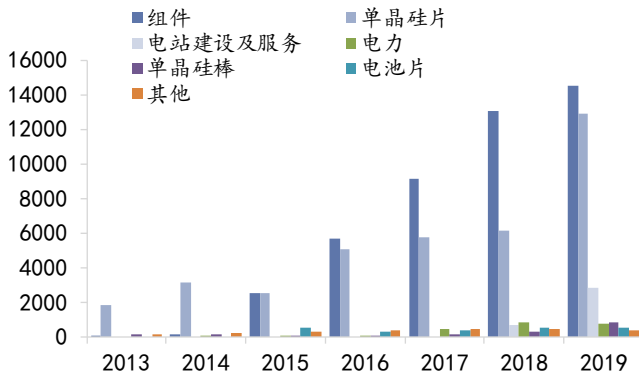
Figure 2 公司所处太阳能光伏产业链中的位置



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

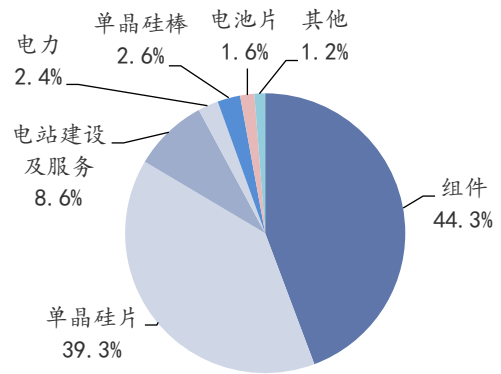
硅片及组件业务为公司主要收入来源。公司产品及业务已涉及光伏全产业链，收入按产品分为单晶硅片、太阳能组件、电站建设、电力、硅棒、电池片等，其中硅片及组件业务是公司目前主要收入来源，2019年公司总营收为329亿元，其中硅片及组件收入分别为129亿元及146亿元，占公司总收入比例分别为39.3%及44.3%。

Figure 3 公司各产品收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司产品收入结构（2019）

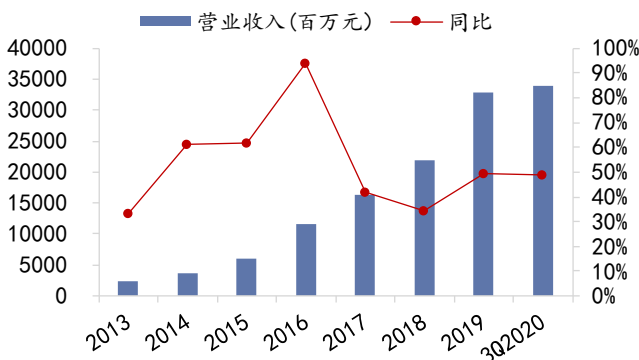


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.2 公司业绩实现快速增长，盈利能力较强

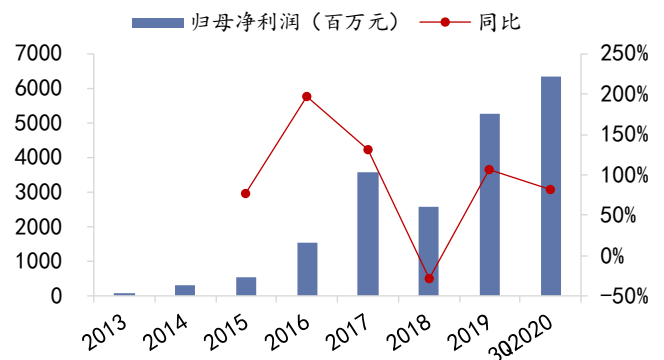
公司近年业绩持续快速增长。随着近年太阳能发电技术的进步带来行业不断的发展，以及公司单晶战略及垂直产业链拓展的成功，公司业绩近年实现了快速增长。2013-2019年，公司营业收入从23亿元增长至329亿元，年复合增速达到56%；公司归母净利润从2.9亿元（2014）增长至52.8亿元（2019），年复合增速为78%。2020前三季度，光伏行业需求受疫情影响有限，公司营业收入及归母净利润同比增速分别达49%及82%，保持高速增长。

Figure 5 公司营业收入持续增长



资料来源：wind、世纪证券研究所

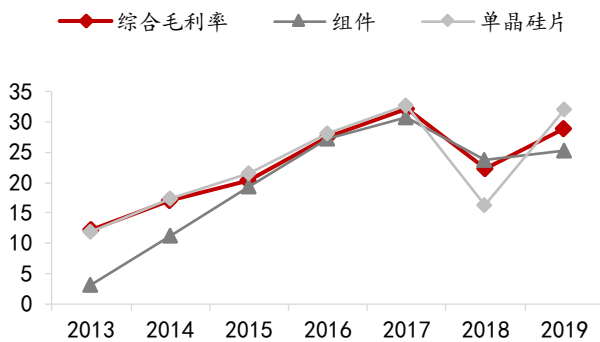
Figure 6 公司净利润持续增长



资料来源：wind、世纪证券研究所

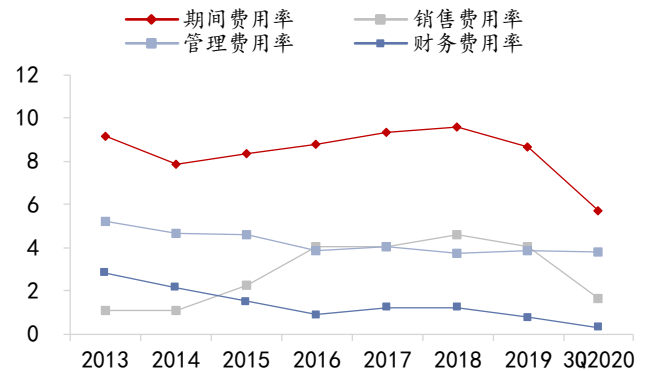
公司毛利率受多因素影响，费用率较为稳定。公司毛利率近年呈现出一定的波动性，主要受几个因素影响，包括外部市场需求的变化以及国内外光伏政策，以及自身技术进步推动成本下降速度等。2018年前，主要由于单晶光伏产品需求提升，公司产品毛利成上升态势，而2018年的“531新政”对光伏行业形成了较大冲击，光伏产品价格大幅下滑，公司毛利率也出现明显下滑。新政后中小落后产能被淘汰，行业集中度提升，产品价格下行也激发了海外市场需求，供需趋于平衡下价格趋于稳定；同时公司研发投入持续增加，通过先进研发成果的率先导入生产，非硅成本持续降低，取得成本领先优势。2019年，公司毛利率明显回升。公司费用率也整体保持了较为稳定的水平，近几年基本保持在9%附近。

Figure 7 公司毛利率情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 8 公司费用率情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

公司 ROE 有所波动，主要受毛利率/净利率的影响。近年公司 ROE 持续提升，最高至 2017 年的 30.1%，主要是公司单晶产品盈利能力较强，当年毛利率及净利率分别达到 32.3% 及 21.7% 的高点。2018 年受“531 新政”影响，公司毛利率/净利率分别下滑了 10 个百分点至 22.3% 及 11.7%。公司产品技术领先，控制成本能力强，将能维持较高盈利能力。

Figure 9 公司 ROE 情况

指标比率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利率 (%)	3.17	8.11	8.76	13.45	21.69	11.67	16.89
总资产周转率 (倍)	0.48	0.66	0.71	0.78	0.63	0.61	0.66
资产负债率 (%)	36.16	49.41	44.62	47.35	56.68	57.58	52.29
ROE (加权, %)	2.42	9.48	11.81	21.77	30.14	16.71	23.93

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.3 公司股权关系稳定，管理层专业素养较高

公司股权关系稳定。李振国与李喜燕夫妻为公司的控股股东与实控人，分别

持有公司 14.44%及 5.15%的股份，为公司第一、三大股东。第二大股东李春安持有公司 10.55%的股份，2011 年 7 月，李春安出具与李振国、李喜燕一致行动的承诺，维持了股权结构的稳定性，促使公司持续稳定发展。另外，董事长钟宝申持有公司 1.7%的股份，也为公司前十大股东。

管理层专业性强。大股东李振国先生为公司创始人，半导体材料专业出身，横向磁场单晶知名专家，具备较高专业素养。早在 2006 年，公司管理层就洞察到单晶技术路线优势并确立战略方向，聚焦光伏主营，专注技术创新和产品领先，为公司不断发展奠定了基础。

Figure 10 目前公司前十大股东情况

股东	持股比例	说明
李振国	14.44%	董事、实控人
李春安	10.55%	为李振国夫妻一致行动人
香港中央结算公司	5.51%	陆股通
李喜燕	5.15%	李振国之妻、实控人
陕西煤业	3.88%	机构投资者
陈发树	2.12%	个人投资者
钟宝申	1.70%	董事长
中央汇金	1.52%	机构投资者
广发科技先锋混合基金	0.85%	机构投资者
广发双擎升级混合基金	0.73%	机构投资者

资料来源：公司公告、世纪证券研究所（截止 2020 年三季度末）

二、单晶硅片领导者，市占率将进一步提升

2.1 光伏产品单晶化趋势明确，单晶产品将持续增长

光伏产品单晶化趋势明确。虽然单晶产品相比多晶产品具备转换效率更高的优势，但由于在过去较长一段时期内的成本劣势，多晶产品一直占据市场主导地位。2015 年以来随着大装料量热场、连续投料、金刚线切割等一系列新技术的大规模应用，单、多晶产品的成本差距迅速缩小，同时以 PERC 等为代表的高效电池技术对单晶产品转换效率提升的效果更为显著，又进一步拉大了单晶效率优势，成本的下降和转换效率优势相互叠加，使得单晶产品在度电成本方面具备了更高的性价比，目前产品单晶化以及电池高效化已成为光伏行业的主流趋势。

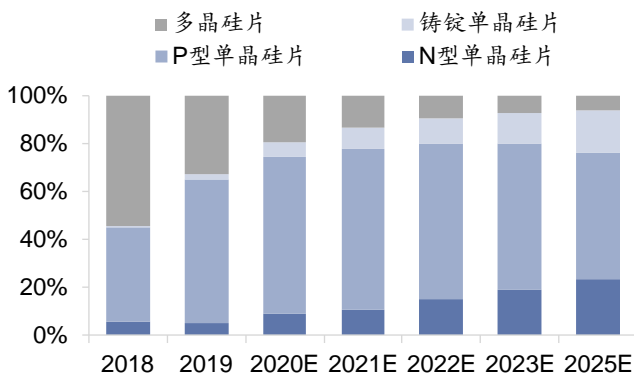
Figure 11 单晶电池平均转换效率要高于多晶

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2025E
多晶	BSF P 型多晶黑硅电池	19.3%	19.4%	19.5%			
	PERC P 型多晶黑硅电池	20.5%	20.8%	21.0%	21.2%	21.5%	21.7%
	PERC P 型铸锭单晶电池	22.0%	22.3%	22.5%	22.7%	22.9%	23.2%
P 型单晶	PERC P 型单晶电池	22.3%	22.7%	23.0%	23.2%	23.4%	24.0%
N 型单晶	N-PERT/TOPCon 电池	22.7%	23.3%	23.5%	23.8%	24.0%	24.5%
	异质结电池	23.0%	23.5%	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%
	背接触电池	23.6%	23.8%	24.1%	24.3%	25.0%	25.5%

资料来源：CPIA、世纪证券研究所

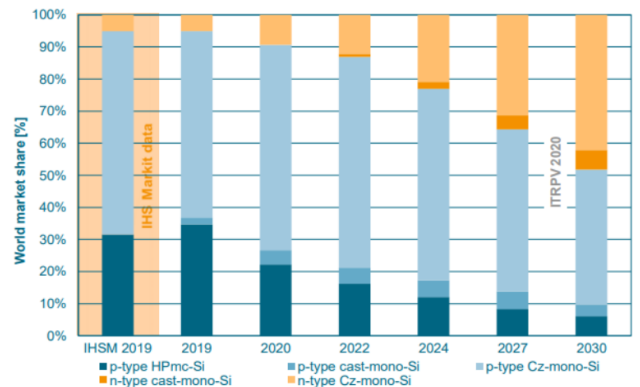
单晶硅片出货量已经在 2019 年超过多晶硅片，并将持续增长。2019 年，单晶硅片市场（不含铸锭单晶）占比约 65%，超过了多晶市场的 32.5%。其中 P 型单晶硅片市场占比由 2018 年的 39.5% 增长到 60%，N 型单晶硅片保持约 5%。随着下游对单晶产品的需求增大，单晶硅片市场占比也将逐年增高，预计 2022 年单晶硅片（P 型+N 型）市场占比将达到 80%。多晶硅片的市场份额由 2018 年的 55% 下降至 2019 年的 32.5%，未来呈逐步下降趋势。据国际光伏技术路线图，单晶硅片的市场份额 2020 年将接近 75%，并将继续增长；而多晶的市场份额将从 2020 年的 20% 左右萎缩到 2030 年的 5%。

Figure 12 单晶硅片市场占比将持续提升



资料来源：CPIA、世纪证券研究所

Figure 13 多晶硅片市场在 2030 年将萎缩至约 5%



资料来源：ITRPV、世纪证券研究所

2.2 公司具备单晶硅片技术及成本优势

公司具备领先的拉晶技术。公司通过大装料、高拉速、多次拉晶等工艺及配套装备的改良技术，以及一些新材料及自动控制系统的引入等，提升了硅棒质量的同时，也大幅降低了拉晶成本。公司引入 RCZ（多次装料拉晶技术），减少了停、拆炉时间，从而降低了分摊到每公斤晶棒的拉晶时间和坩埚成本，

能源利用率也提高。2018年，隆基股份与爱旭太阳能高签署 CCZ（连续直拉单晶技术）高效单晶合作协议，积极布局新的拉晶技术。CCZ 技术生产效率提升 20%以上，综合生产成本降低 10%以上。公司目前已部分使用 CCZ 拉晶工艺，积极的研发布局将持续巩固拉晶技术优势。

公司拥有世界领先的金刚线切割工艺和薄片化制造技术。之前金刚线切割技术仅掌握在少数日本厂商手中，并且起初并未应用于光伏行业，国内从金刚线到切割液、切割机均处于空白状态。公司持续推广金刚线切割工艺，培养国内金刚线供应商，并让他们进行良性竞争，直至下游设备、辅材供应商均被培育起来，金刚线直径不断细化，硅片厚度更薄，切片成本不断降低。公司于 2015 年在行业内率先实现单晶硅 100%金刚线切割，降低了硅片生产成本，提升了生产效率。

公司不断推出新产品，引领市场高效发展。2013年12月，隆基联合业内五家中国单晶硅硅片企业共同发布了 M1 和 M2(156.75mm)单晶硅片的标准，影响了全球光伏业，并最终在 2015 年成为全球单晶硅片尺寸标准。2019 年 6 月，隆基股份在不改变现有组件尺寸以及不新增设备的考虑下，推出 M6(166mm)大硅片产品，提升了组件效率，降低了制造及电站建设成本。2020 年 6 月，针对市场上各企业采用硅片尺寸不统一问题，隆基股份联合晶科、晶澳、阿特斯等六家企业，共同倡议和推出了 M10 尺寸硅片，将 182 规格作为研发下一代硅片、电池、组件产品的标准，以推动整个行业建立基于统一标准的供应链体系，实现装备制造体系和客户应用体系的标准化，减少资源浪费，推动整个行业的良性发展。

公司通过布局生产基地，降低了电力能耗等生产成本。在典型的单晶硅片生产中，非硅成本接近 50%，而其中电力成本占总成本约 11.9%，占非硅成本约 26.5%；电力成本看，拉棒环节电力成本占拉棒环节成本比例为 28.5%，切片环节电力成本占切片环节成本比例为 28.2%。公司单晶硅片生产基地布局银川、中宁、无锡、楚雄、保山、丽江和马来西亚等地，在电力成本方面具备一定竞争力。

Figure 14 典型的单晶硅片成本结构

成本类别	占总成本比例	生产环节	占总成本比例	成本项	占总成本比例
硅料	55%	-	55%	-	55%
非硅	45%	拉棒	25.6%	电力	7.3%
				坩埚	6.4%
				石墨热场	5.3%
				折旧	2.3%
				氩气	2.2%
				人工	0.2%
				其他制造费用	1.8%
		开方	3.1%	开方线	0.9%
				折旧	0.7%
其他制造费用	1.5%				
切片	16.3%	冷却液	6.4%		
		电力	4.6%		
		折旧	2.4%		
		金刚线	2.4%		
		人工	0.6%		
合计	100%	合计	100%	合计	100%

资料来源：Solarzoom、世纪证券研究所

公司单晶硅片非硅成本持续下降。拉晶切片方面，公司持续优化提升工艺水平、积极在能耗控制、细线化应用、薄片化切割、辅材国产化替代及智能制造等方面不断取得进展，单晶硅片非硅成本持续降低。2019年，公司硅片拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 25.46%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 26.5%，核心关键品质指标持续优化改善，硅片质量和成本继续领先行业。2011年公司硅片非硅成本为 6.38 元/片，而目前硅片非硅成本不到 1 元/片，预计在 0.7-0.8 元/片，累计下降了近 90%。

Figure 15 公司非硅成本下降情况

时间	非硅成本下降情况
2019	产品非硅成本进一步降低，其中 拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 25.46% ， 切片环节平均单位非硅成本同比下降 26.5% ，核心关键品质指标持续优化改善，硅片质量和成本继续领先行业。
2018	公司通过实施精细化管理，加快研发成果导入和量产，加强生产经营的过程控制和效率提升，产品非硅成本进一步降低，其中 拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 10.49% ， 切片环节平均单位非硅成本同比下降 27.81% 。
2017	公司已在单晶生长技术、单晶硅材料薄片化研究等方面拥有较强的技术积累和项目储备， 新上项目标准硅片非硅成本不高于 1 元/片 ，进一步巩固行业成本领先优势。
2016	公司通过金刚线切割工艺、PERC 电池技术等行业先进技术的产业化应用，使得 2016

	年硅片产品非硅成本已较 2012 年下降 67%。
2015	公司通过技术创新和管理创新，全面推行金刚线切割工艺、PERC 技术等行业先进技术的产业化应用，深入挖掘成本下降潜力，2015 年全年硅片产品非硅成本同比降低 20.78%。
2014	多次拉晶技术、金刚线切割技术、细线化和薄片化等技术的应用使公司的非硅成本同比降低 12.79%，形成了明显的成本优势。
2013	2013 年拉晶非硅成本同比降低 18%，切片非硅成本同比降低 6.9%。
2012	期间单晶硅片的非硅单位平均成本为 5.12 元/片，较 2011 年度下降了 19.75%。

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2.3 公司产能持续扩张，市占率持续提升巩固龙头地位

全球硅片产能集中在国内，单晶加速替代多晶。2019 年全球硅片有效产能约为 185.3GW，前十产能全部在国内，合计约 158.3GW，约占全球总产能的 85.4%。2019 年，我国大陆硅片产能约 173.7GW，产量约 134.7GW，同比增长 25.8%，占全球硅片产量的 97.4%，同比提升了 4.3 个百分点，在全球硅片领域占据绝对主导地位。2019 年硅片环节的产能提升主要是单晶硅片扩产，其产能达到 117.4GW，同比增长 62.8%；多晶硅片产能 67.9GW，同比下降 23.8%，多晶硅片产能加速退出。

Figure 16 历年全球硅片产能 Top10 企业

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019 产 能 (GW)
1	保利协鑫	保利协鑫	保利协鑫	保利协鑫	保利协鑫	保利协鑫	保利协鑫	西安隆基	42
2	赛维 LDK	英利集团	英利集团	西安隆基	西安隆基	西安隆基	西安隆基	保利协鑫	35
3	英利集团	浙江昱辉	浙江昱辉	晶科能源	晶科能源	晶科能源	中环光伏	中环光伏	33
4	晶澳科技	晶科能源	晶科能源	晶澳科技	晶澳科技	中环光伏	晶科能源	晶科能源	15
5	浙江昱辉	西安隆基	西安隆基	台湾绿能	中环光伏	旭阳雷迪	晶澳科技	晶澳科技	11.5
6	韩国 Neolon	台湾绿能	台湾绿能	浙江昱辉	赛维 LDK	英利集团	荣德新能 源	荣德新能 源	7.8
7	荣德新能 源	赛维 LDK	赛维 LDK	英利集团	英利集团	环太集团	英利集团	阿特斯	5.3
8	台湾绿能	天合光能	天合光能	赛维 LDK	浙江昱辉	晶澳科技	环太集团	环太集团	4.1
9	美国 MEMC	韩国 Neolon	韩国 Neolon	旭阳雷迪	台湾绿能	天合光能	阿特斯	京运通	2.5
10	晶科能源	环太集团	环太集团	中环光伏	旭阳雷迪	镇江荣德	天合光能	无锡荣能	2.1

资料来源：CPIA、世纪证券研究所

公司硅片产能 2019 年首次跃居全球第一位，且单晶产能已保持多年第一。2019 年公司硅片产能达到 42GW，同比增长 50%，约占全球硅片总产能的 22.7%，首次跻身硅片产能第一的位置。公司硅片产能均为单晶产能，新扩产能全部集中在云南和宁夏。从单晶硅片产能看，公司已多年位居第一，目

前和中环股份分居前两位，2019 年分别占单晶硅片总产能的 36%及 28%。而从出货量来看，据中国光伏行业协会统计，2019 年单晶硅片出货量为 90GW,隆基及中环出货量分别为 65 亿片及 51 亿片,折合 36GW 及 28GW,市场份额分别为 40%及 31%，Top2 合计市场份额达 71%。

Figure 17 单晶硅片产能情况 (GW)

	2016	2017	2018	2019	2020E
隆基	7.5	15	28	42	75
中环	3.3	12	23	33	56
晶科	1	3	5.7	12	20
晶澳	2	2.5	3.9	5.5	18
协鑫	1	1	2	3	8
锦州阳光	1	1	1.8	2.5	5
京运通				3	6.5
上机数控				5	12
其他	5.5	8.7	7.7	11.4	12
合计	21.3	43.2	72.1	117.4	222.5

资料来源：公司公开资料、世纪证券研究所

公司单晶硅片将持续保持龙头优势。在单晶产品渗透率持续提升的行业趋势下，隆基持续积极扩张产能。同时，公司积极与通威等上下游企业合作巩固优势，预计公司 2020 年末单晶硅片产能可达约 75GW，而市占率将持续提升至约 50%。

三、组件业务拓展发展空间，垂直一体化优势明显

3.1 公司逐步发展成为组件龙头

公司组件出货量快速提升，目前已成为光伏组件龙头企业。基于光伏产业链整合战略，公司在 2014 年底收购了浙江乐叶光伏科技有限公司，将产业链从硅片拓展到了组件业务。此后公司不断推进组件业务，出货量从 2015 年的不到 1GW 提升到了 2019 年的 9GW，居全球第四。而根据 PV InfoLink 数据统计，2020 上半年，公司组件出货量超过 7GW，首次仅次于晶科位居第二，而全年出货量有望达约 20GW 保持行业第二。

Figure 18 近年全球光伏组件出货量 Top 10 企业

排名	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	无锡尚德	英利集团	英利集团	天合光能	天合光能	晶科能源	晶科能源	晶科能源	晶科能源
2	FS	FS	天合光能	英利集团	阿特斯	天合光能	天合光能	晶澳	晶澳
3	英利集团	无锡尚德	阿特斯	阿特斯	晶科能源	晶澳	晶澳	韩华	天合光能
4	天合光能	天合光能	晶科能源	晶澳	晶澳	阿特斯	阿特斯	隆基	隆基
5	阿特斯	阿特斯	FS	晶科能源	韩华	韩华	韩华	天合光能	阿特斯
6	夏普	晶澳	韩华	FS	英利集团	英利集团	协鑫集成	阿特斯	韩华
7	Sunpower	夏普	晶澳	韩华	FS	FS	隆基	协鑫集成	东方日升
8	晶科能源	韩华	Sunpower	夏普	协鑫集成	协鑫集成	英利集团	东方日升	FS
9	韩华	Sunpower	京瓷	Sunpower	东方日升	隆基	FS	FS	协鑫集成
10	京瓷	晶科能源	FS	京瓷	亿晶光电	中利腾辉	东方日升	越南光伏	顺风光电

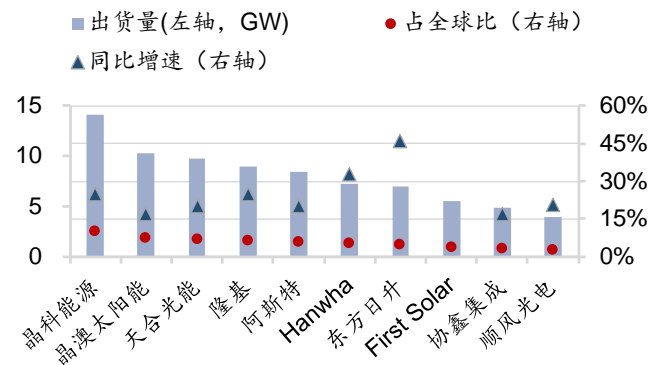
资料来源: GlobalData、世纪证券研究所 (FS 为美国 First Solar)

Figure 19 近年全球 TOP10 光伏组件企业出货量 (GW)

	2016	2017	2018	2019
晶科	6.65	9.7	11.4	14.2
晶澳	5.1	7.5	8.8	10.3
天合	6.43	9.1	8.1	9.7
隆基	2.18	4.53	7.28	8.9
阿斯特	5.07	6.85	7.1	8.5
韩华	4.9	5.4	5.5	7.3
东方日升		2.5	4.8	7
First Solar	2.85	2.6	2.7	5.5
协鑫	4.8	4.6	4.1	4.8
顺风光电	1.5	2.5	3.3	4

资料来源: GlobalData、世纪证券研究所

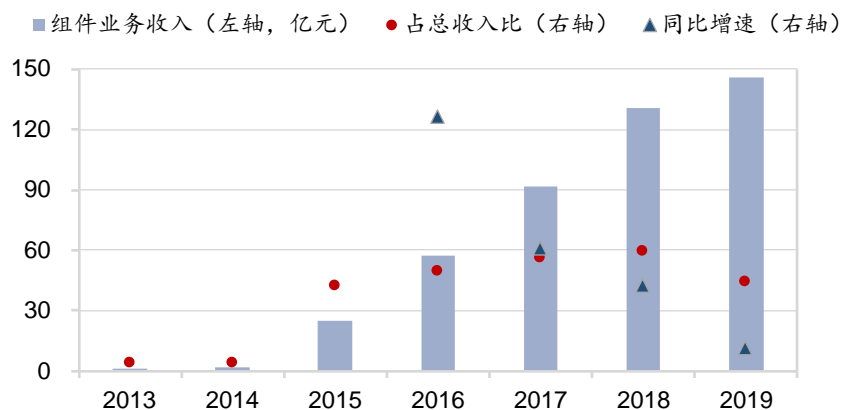
Figure 20 全球 TOP10 光伏组件企业 2019 年出货量情况



资料来源: GlobalData、世纪证券研究所

公司组件业务收入快速增长，已经成为收入规模最大的业务。公司组件业务收入从 2015 年的 25.2 亿元快速增长至 2019 年的 145.7 亿元，年复合增速达 55%。目前公司组件业务收入占公司总收入比约 50%左右，是公司收入规模最大的业务。

Figure 21 公司组件业务收入规模情况



资料来源: 各公司公告、世纪证券研究所

公司组件产能业务持续扩张，规模优势提升龙头地位。拓展光伏产业链后，公司光伏组件产能从2015年末的1.5GW扩张到了2019年末的14GW，仅次于晶科的16GW。根据公司产能建设情况，预计2020年末公司组件产能可达35GW以上，成为业内龙头。

Figure 22 国内光伏组件产能情况

	2018	2019	2020E
隆基股份	9	14	35
晶科	11	16	25
天合	7	12	18
晶澳	8	11	18
阿斯特	8	13	16
东方日升	7	11	12
韩华	10	11	11
顺风光电	3	5	10
协鑫集成	6	6	6
赛拉弗	4	4	6
其他	52	68	80
合计	126	171	232

资料来源：北极星太阳能光伏网、各公司公告、世纪证券研究所

3.2 公司组件业务在技术产品、品牌及渠道等方面具备竞争优势

(1) 公司的组件产品技术领先

公司组件产品技术领先。公司组件产品基于大尺寸硅片、双面、半片等技术，不断提高产品转换效率与产品性能，2018年以来组件研发最高转化效率多次突破记录，量产功率也持续攀升。根据中国光伏行业协会数据，光伏行业2019年60片PERC单晶组件平均功率为320W，采用166尺寸PERC单晶组件功率约360W，而公司采用166尺寸硅片技术的60型和72型PERC组件量产功率分别达365W-375W、435W-450W，高于行业平均水平。

Hi-MO 5 将引领行业全面进入大电站高效能模式。2020年9月8日，隆基新一代超高功率组件Hi-MO 5首块产品在咸阳隆基乐叶厂区正式下线。Hi-MO 5基于M10标准硅片打造，转换效率超过21%，72型量产功率高达540W。在功率大幅提升的基础上做到了组件尺寸的最优化，为客户实现更大价值增益。隆基不断加快新建产能的落地速度，Hi-MO 5产能预计今年可达到12GW。

(2) 公司组件业务具备品牌优势

光伏组件产品寿命较长，下游客户对品牌要求较高。光伏组件产品使用时间一般长达 20 年以上，电站投资周期一般也在 15 年以上，因而下游客户出于对产品质量及后续服务考虑，在选择组件供应商时比较看重品牌。

公司产品及品牌获得客户及第三方机构的认可。公司组件产品通过了 TÜV、UL、CQC、JET-PVm、SII 等权威机构认证，并获得了 PV ModuleTech 及彭博新能源财经 (BNEF) 等第三方机构的评级认可。凭借良好的品牌和品质优势，隆基在行业内树立了良好的知名度和美誉度，获得了海内外众多客户的认可和信赖。

公司为 PV ModuleTech 全球唯一 2020 年连续四个季度 AAA 级组件制造商。PV ModuleTech 可融资性评级系统是业内的权威分析工具，结合企业的制造能力和财务健康评分得出所有光伏组件制造商的投资风险(或可融资性)评分。根据 PV ModuleTech 发布的组件制造商可融资性评级报告，隆基凭借稳健的经营和财务业绩成为 2020 年全球唯一一家连续四个季度登顶的 AAA 级组件制造商。

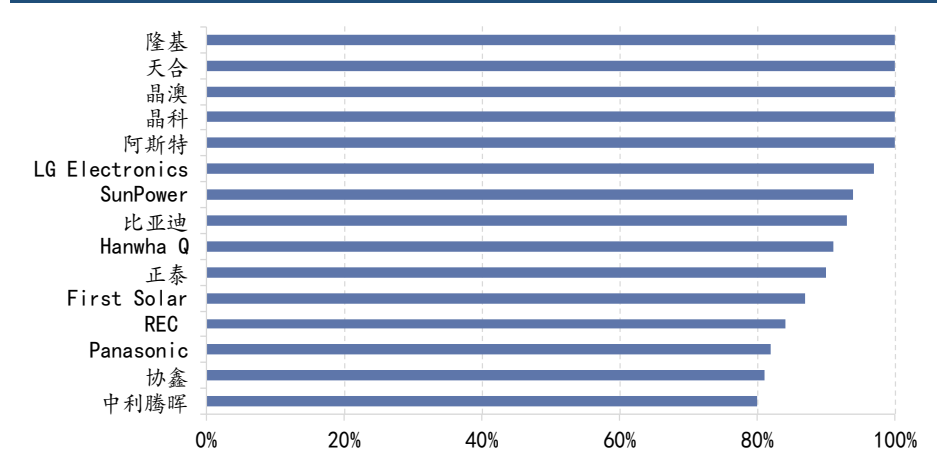
Figure 23 PV ModuleTech 组件供应商可融资性评级 2020Q3

评级	组件供应商
AAA	隆基
AA	晶澳、晶科、阿斯特、天合、First Solar
A	Hanwha Q、东方日升
BBB	正泰
BB	协鑫、中利腾辉
B	Boviet Solar、比亚迪、赛拉弗等
CCC	SunPower、LG Electronics 等

资料来源：PV Tech、世纪证券研究所

公司获评彭博新能源财经 (BNEF) 100%可融资价值组件品牌。BNEF 是全球新能源市场最具公信力的第三方研究机构之一，其融资价值报告无论对电站开发企业还是金融机构来说，都具有重要的参考意义。BNEF 发布的《2020 年组件与逆变器融资价值报告》中，光伏组件领域的具有 100%可融资价值组件品牌有隆基股份、晶科能源、晶澳科技、阿特斯、天合。全球光伏电站项目采购光伏组件时，考虑到更容易获得银行融资和无追索权贷款的因素，评级高的品牌光伏组件企业将更具备吸引力。

Figure 24 彭博新能源财经对光伏组件企业的可融资价值评价



资料来源：BNEF、世纪证券研究所

(3) 公司组件业务渠道优势逐步加强

全球光伏下游市场已呈现多元化发展。2011 年前全球光伏市场的发展主要集中在以德国为代表的欧洲，2013 年后随着中国、日本、美国、印度等新兴光伏国家的快速发展，光伏市场开始在全球各个区域发展。近几年看，年度新增光伏装机容量超过 1GW 的国家数量，从 2016 年的 6 个增加到 2019 年的 13 个，涉及亚洲、欧洲、中北美、南美、澳洲等区域。

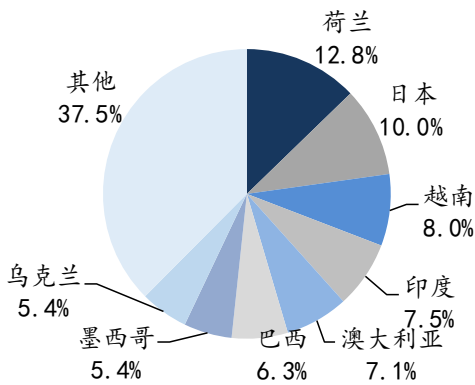
Figure 25 年度新增光伏装机容量超过 1GW 的国家 (2016-2019)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	中国	美国	日本	印度	英国	德国							
2017	中国	美国	印度	日本	土耳其	德国	韩国	澳大利亚	巴西	巴基斯坦			
2018	中国	美国	印度	日本	澳大利亚	德国	土耳其	韩国	荷兰	埃及	墨西哥	巴西	
2019	中国	美国	日本	印度	越南	西班牙	澳大利亚	德国	墨西哥	韩国	乌克兰	荷兰	巴西

资料来源：国际能源网、世纪证券研究所

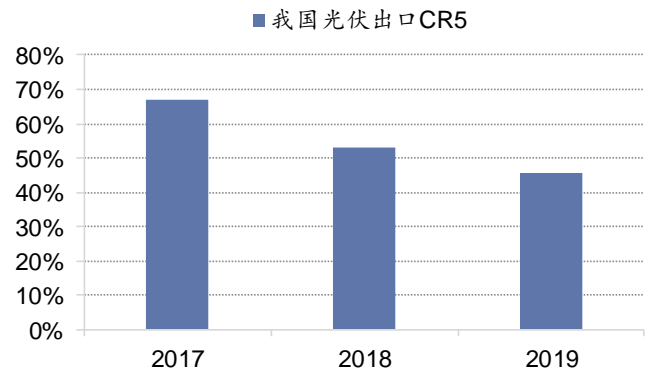
从我国出口情况看，全球光伏需求市场也呈区域分散态势。2019 年我国光伏产品出口总额 207.8 亿美元，同比增长 31%，规模仅次于“双反”前的高点。其中组件出口额 173.1 亿美元，出口量超过 65GW，出口量同比增长近 60%，创历史新高。光伏组件出口市场呈多元化发展，荷兰、越南等国家成为海外市场增长的亮点。

Figure 26 2019 年我国光伏组件出口市场结构



资料来源：CPIA、世纪证券研究所

Figure 27 我国光伏产品出口市场趋于分散



资料来源：CPIA、世纪证券研究所

除了市场区域呈分散化趋势外，组件业务的客户也较为分散化。组件业务靠近产业链下游，客户主要为 EPC 建设方和电站业主，相对上游而言市场更为分散。分散化的市场区域及客户，对渠道要求也就更高。

公司持续增强海外销售力量和服务保障能力，海外市场拓展成效显著。公司全球销售区域持续拓展，海外收入增长明显，组件业务规模快速增长，产品市场占有率快速提升。2019 年公司组件产品对外销售 7.4GW，其中海外销售达到 5.0MW，同比增长 154%，占单晶组件对外销售总量的 67%。2019 年，隆基组件出口前 5 名的国家是美国、西班牙、墨西哥、挪威、澳大利亚，而美国、印度、南欧、北非以及中东等地区都是公司拓展的重点区域，预计 2020 年，组件海外市场销售占比将超过 2019 年。

Figure 28 隆基乐叶的全球布局



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

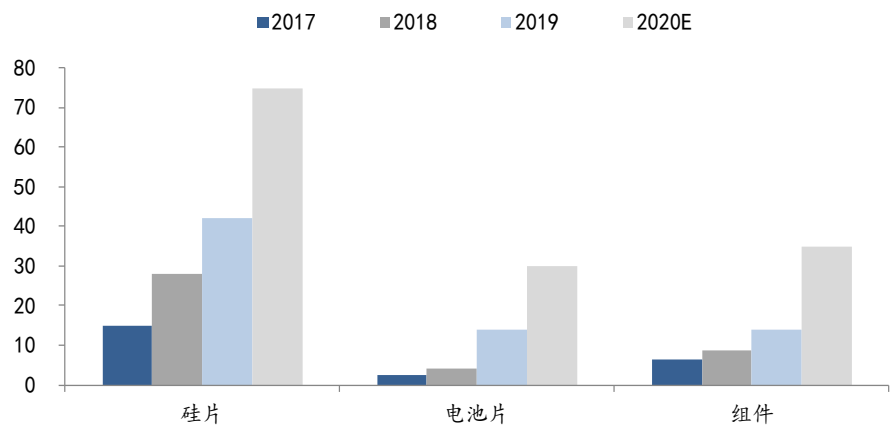
收购宁波宜则完善全球化布局。公司正推进收购宁波宜则 100% 股权，宁波宜则主营业务为光伏电池及组件的生产、销售以及现有厂房租赁业务，生产

基地位于越南。目前宁波宜则拥有光伏电池年产能超 3GW，光伏组件年产能超 7GW。隆基对宁波宜则越南产能的未来定位是国际加工厂，收购后将进一步提升公司的电池、组件海外产能，辐射印度、中东等市场，有利于规避光伏行业海外贸易壁垒，增强公司的整体竞争力。

3.3 公司垂直一体化战略提升竞争优势

公司垂直一体化打开了更大的成长空间。公司从硅片业务开始，拓展到硅片、电池片、组件、电站 EPC、BIPV 等光伏产业环节，产业链一体化态势逐步形成。其组件业收入规模已经和硅片业务相当，对业绩的贡献已见卓越成效。从产能规模看，公司持续扩大各环节产能，预计 2020 年末，公司硅片、电池片及组件产能可分别达 75GW、30GW 及 35GW，打开成长空间。

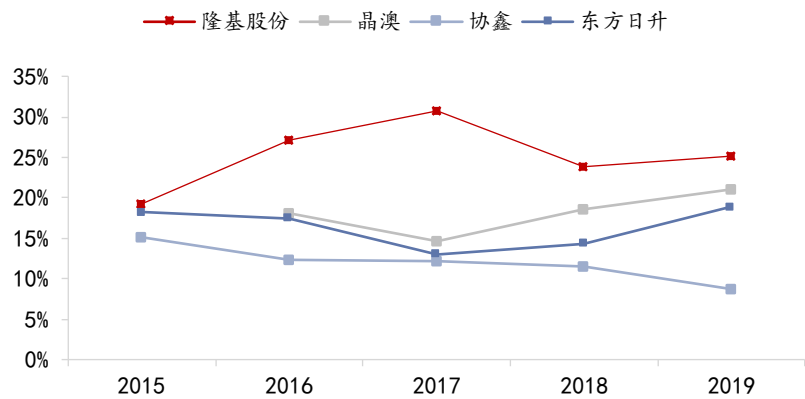
Figure 29 公司产能扩张情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

产业垂直一体化带来的业务协同提升竞争力。公司垂直一体化带来对关键原材料、渠道等的掌控，使得更有利于灵活应对各种外部市场环境。各业务的协同更有利于新产品技术的推广，比如单晶技术、大尺寸硅片标准的推广等。同时，一体化提升效率，带来更大的盈利空间和盈利能力。从毛利率看，公司组件产品的毛利率水平明显高于同业对手，硅片、电池片的自产自销是重要因素。

Figure 30 公司组件业务毛利率显著高于同行



资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

四、盈利预测与投资评级

4.1 关键假设

(1) 收入假设：

硅片业务：我们预计公司2020-2022年硅片产能达75GW、100GW及120GW，随着公司产能扩张及释放，公司市占率将进一步提升，继续维持龙头地位。考虑公司硅片业务量价趋势因素，我们预计公司2020-2022年硅片业务收入分别为192亿元、257亿元及309亿元，同比增速分别为48.6%、34.2%及20%。

组件业务：公司从2015年切入组件业务后快速发展，2020年出货量有望仅次于晶科位居第二。我们预计公司2020-2022年组件产能达35GW、40GW及45GW，随着产能释放，公司组件市占率有望持续提升。考虑公司组件业务量价趋势因素，我们预计公司2020-2022年组件业务收入分别为249亿元、343亿元及415亿元，同比增速分别达70.6%、37.9%及21%。

其他业务：下游电站业务，公司重点放在电站建设服务EPC方面，同时积极布局光伏建筑一体化BIPV；公司电池片产能也在扩张，主要是配套自身组件业务。根据公司各项业务发展情况，我们预计2020-2022年，电站建设及服务业务收入同比增速分别为30%/30%/30%，电力业务收入同比增速分别为15%/15%/15%，电池片收入同比增速分别为15%/15%/15%，单晶硅棒收入增速分别为60%/40%/30%，其他收入增速分别为15%/15%/15%。

(2) 毛利率假设：

公司整体毛利率主要由产品结构、价格及成本等因素决定。价格方面，虽然2020年由于硅料供应等因素出现产业链价格波动，但由于成本下降趋势，我们谨慎假设2020年后公司产品价格随行业保持下降趋势。成本方面，公司一直保持技术领先及规模优势，非硅成本持续下降，同时垂直一体化的协同效应也有助于提升效率降低成本。我们预计2020-2022年，公司综合毛利率分别为28%/27.2%/26.6%，其中硅片业务毛利率分别为31.5%/30.5%/30%，组件业务毛利率分别为24.5%/24%/23.5%。

Figure 31 公司收入及毛利率预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）								
硅片	2557	5075	5753	6116	12913	19184	25737	30876
同比		98.5%	13.4%	6.3%	111.1%	48.6%	34.2%	20.0%
组件	2519	5701	9175	13091	14570	24859	34288	41483
同比		126.3%	60.9%	42.7%	11.3%	70.6%	37.9%	21.0%
电站建设及服务				682	2831	3680	4784	6219
同比					315.1%	30.0%	30.0%	30.0%
电力	6	59	447	797	773	889	1023	1176
同比		923.2%	657.5%	78.2%	-3.0%	15.0%	15.0%	15.0%
单晶硅棒	79	1	127	318	864	1383	1936	2517
同比				150.2%	171.5%	60.0%	40.0%	30.0%
电池片	488	329	389	522	540	621	714	822
同比		-32.5%	18.4%	34.1%	3.4%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	298	366	471	462	407	468	538	618
同比		22.9%	28.5%	-1.9%	-11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
合计收入	5947	11531	16362	21988	32897	51083	69020	83711
同比		93.9%	41.9%	34.4%	49.6%	55.3%	35.1%	21.3%
毛利率								
硅片	21.5%	28.2%	32.7%	16.3%	32.2%	31.5%	30.5%	30.0%
组件	19.3%	27.2%	30.7%	23.8%	25.2%	24.5%	24.0%	23.5%
电站建设及服务				10.0%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
电力	66.4%	65.9%	71.6%	63.1%	65.1%	65.0%	65.0%	65.0%
单晶硅棒	23.9%	-76.0%	33.4%	12.6%	24.9%	24.5%	24.0%	23.0%
电池片	19.1%	22.1%	23.8%	9.4%	8.1%	22.0%	21.0%	20.0%
其他	19.6%	21.3%	26.9%	25.5%	42.0%	40.0%	35.0%	30.0%
综合毛利率	20.4%	27.5%	32.3%	22.3%	28.9%	28.0%	27.2%	26.6%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

4.2 盈利预测与投资评级

根据假设条件，我们预测公司 2020/2021/2022 年实现的营业收入分别为 511 亿元/690 亿元/837 亿元，同比增速分别为 55.3%/35.1%/21.3%；实现的归属母公司净利润分别为 3.7 亿元、4.8 亿元和 6.3 亿元，同比增速分别为 70.2%/27%/20.1%；实现的 EPS 分别为 2.38 元、3.02 元及 3.63 元。

根据我们的盈利预测，公司 2020-2022 动态市盈率分别为 32.6/25.7/21.4 倍。我们选取光伏产业各环节主要上市公司做对比，隆基股份的估值与硅片企业中环股份以及晶硅生长设备企业晶盛机电相当，高于组件企业晶澳科技及东方日升，低于电池片设备捷佳伟创、迈为股份以及逆变器企业阳光电源。公司为硅片龙头，同时在垂直一体化战略下积极向组件、电池片、电站建设服务等环节拓展，在规模优势、技术优势及成本控制优势下，竞争力不断加强，市占率将持续提升。首次覆盖，我们给予公司“增持”的投资评级。

Figure 32 隆基股份与可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600438.SH	通威股份	33.64	1,514	0.59	1.01	1.20	1.48	57	33	28	23
002129.SZ	中环股份	25.15	763	0.30	0.46	0.67	0.85	84	55	38	30
002459.SZ	晶澳科技	38.36	612	0.78	0.99	1.42	1.77	49	39	27	22
300118.SZ	东方日升	24.01	216	1.08	1.06	1.40	1.76	22	23	17	14
300316.SZ	晶盛机电	32.15	413	0.50	0.63	0.86	1.09	65	51	37	30
300274.SZ	阳光电源	61.38	894	0.61	1.24	1.74	2.19	100	50	35	28
300724.SZ	捷佳伟创	144.75	465	1.19	1.84	2.68	3.51	122	79	54	41
300751.SZ	迈为股份	643.00	334	4.76	6.99	9.71	12.98	135	92	66	50
	平均							79	53	38	30
601012.SH	隆基股份	77.65	2929	1.40	2.38	3.02	3.63	55	33	26	21

资料来源：公司公告、世纪证券研究所（可比公司相关数据为 wind 一致性预期）

Figure 33 隆基股份历史 PE 估值



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

五、风险因素

5.1 产业政策及国际贸易保护风险

由于目前光伏发电尚未实现完全平价上网，行业仍然需要政府的补贴政策支持，太阳能光伏产业受政策的影响较大。同时，随着公司国际化战略步伐加快，海外收入占比快速提升，虽然公司已通过实施海外生产布局等措施规避相关贸易壁垒，但仍面临严峻的国际贸易壁垒及贸易政策变化带来的不确定风险。

5.2 新冠病毒疫情导致的需求下滑风险

若新冠疫情持续发酵且得不到有效控制，将会引起宏观经济的持续波动，宏观经济环境的变化将影响光伏下游系统运营商的融资安排以及融资成本，从而影响终端市场的投资回报率，并最终影响光伏产业链的终端需求。若电力需求出现衰退，可能会导致全球光伏终端装机需求的减少，部分客户订单可能被延迟或取消，公司经营将受到影响。

5.3 市场竞争加剧风险

在光伏行业持续的技术变革中，行业竞争是常态，目前竞争焦点也由原来的规模和成本转向企业的综合竞争力，包括商业模式创新、技术研发、融资能力、运营管理、市场营销等，市场竞争更加激烈。公司作为太阳能单晶硅领域的龙头企业，虽然具有较强的规模优势、技术产品优势、成本优势以及品牌优势，但如果未来不能在技术研发、产品拓展及渠道建设等方面巩固竞争优势和提升市场地位，将面临竞争优势丧失和市场份额下降的风险。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	32897	51083	69020	83711
每股收益	1.40	2.38	3.02	3.63	营业成本	23389	36790	50277	61451
每股净资产	7.33	9.98	13.31	17.29	毛利率%	28.9%	28.0%	27.2%	26.6%
每股经营现金流	2.16	2.21	2.70	4.21	营业税金及附加	178	277	374	454
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1330	1379	2209	2679
P/E	55.47	32.59	25.67	21.37	营业费用率%	4.0%	2.7%	3.2%	3.2%
P/B	483.85	441.41	469.73	474.28	管理费用	971	1532	2071	2428
P/S	8.90	5.73	4.24	3.50	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%
EV/EBITDA	9.77	23.60	18.47	15.09	研发费用	304	562	690	837
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%
盈利能力指标 (%)					财务费用	250	241	223	132
毛利率	28.9%	28.0%	27.2%	26.6%	财务费用率%	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%
净利润率	16.0%	17.6%	16.5%	16.4%	资产减值损失	-501	-660	-730	-810
净资产收益率	19.1%	23.9%	22.7%	21.0%	投资收益	240	741	690	837
资产回报率	8.9%	11.3%	11.3%	11.0%	营业利润	6298	10518	13346	16025
投资回报率	17.5%	19.9%	19.7%	18.8%	营业外收支	-51	-50	-55	-60
盈利增长 (%)					利润总额	6247	10468	13291	15965
营业收入增长率	49.6%	55.3%	35.1%	21.3%	所得税	690	1204	1528	1836
EBIT 增长率	129.3%	56.8%	27.1%	18.4%	有效所得税率%	11.0%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润增长率	106.4%	70.2%	27.0%	20.1%	少数股东损益	278	278	353	424
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5280	8986	11410	13705
资产负债率	52.3%	51.5%	49.2%	46.2%					
流动比率	1.52	1.52	1.59	1.70	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.22	1.18	1.22	1.32	货币资金	19336	25000	30000	40000
现金比率	0.79	0.72	0.69	0.78	应收款项	8379	13016	19855	24081
经营效率指标 (%)					存货	6356	10079	13775	16836
应收帐款周转天数	42.45	48.00	55.00	55.00	其它流动资产	3295	4411	5409	6163
存货周转天数	99.19	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	37367	52506	69039	87080
总资产周转率	0.55	0.64	0.68	0.67	长期股权投资	1074	1074	1074	1074
固定资产周转率	2.13	2.54	2.79	2.85	固定资产	15467	20112	24747	29361
					在建工程	2882	3382	3882	4382
					无形资产	245	262	280	297
					非流动资产合计	21937	27099	32251	37383
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总计	59304	79605	101290	124463
净利润	5280	8986	11410	13705	短期借款	854	3345	3470	2710
少数股东损益	278	278	353	424	应付账款	13714	18647	23417	28621
非现金支出	2050	1824	2025	2225	预收账款	3680	3984	5522	6697
非经营收益	104	-358	-237	-395	其它流动负债	6372	8665	10992	13101
营运资金变动	447	-2384	-3379	-62	流动负债合计	24620	34642	43400	51129
经营活动现金流	8158	8347	10171	15897	长期借款	2509	2509	2509	2509
资产	-2684	-5581	-5587	-5592	其它长期负债	3881	3881	3881	3881
投资	183	0	0	0	非流动负债合计	6389	6389	6389	6389
其他	-252	741	690	837	负债总计	31009	41031	49790	57519
投资活动现金流	-2753	-4841	-4897	-4755	实收资本	3772	3772	3772	3772
债权募资	2709	2491	125	-759	归属于母公司所有者权益	27629	37630	50204	65224
股权募资	4594	0	0	0	少数股东权益	666	944	1297	1721
其他	-2742	-333	-398	-382	负债和所有者权益合计	59304	79605	101290	124463
融资活动现金流	4560	2158	-274	-1142					
现金净流量	9895	5664	5000	10000					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和個人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。