

能源革命开启 公司乘风而上

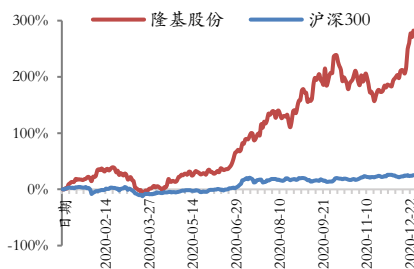
—隆基股份系列报告之一

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2020-12-26

收盘价 (元)	93.45
近 12 个月最高/最低 (元)	93.45/21.56
总股本 (百万股)	3,772
流通股本 (百万股)	3,772
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	3,525
流通市值 (亿元)	3,525

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 陈晓

执业证书号: S0010520050001

电话: 13564766086

邮箱: chenxiao@hazq.com

联系人: 盛炜

执业证书号: S0010120070044

电话: 15202169908

邮箱: shengwei@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源策略报告_2021 年光伏行业策略报告》2020-12-05
- 《华安证券新能源周报_如何看待明年硅片价格下降?》2020-11-22
- 《华安证券新能源周报_海外光伏需求或超预期, 行业高景气贯穿明年》2020-10-12

主要观点:

● 公司深耕光伏行业, 历史业绩高增长

公司发展 20 年至今保持主业不变, 目前是从硅棒到组件的一体化企业。公司历史业绩表现优异。2010-2019 年公司营收 CAGR 39%, 归母净利润 CAGR 32%, 是少有的常年保持高增速的上市公司。

● 硅片卡位优势明显, 低成本+规模优势巩固龙头地位

公司依靠自身的单晶硅片技术, 早期卡位硅片环节。根据已公开的财报数据, 公司目前的毛利率位于全行业第一。从产能规模来看, 预计今年年底公司硅片产能将达到 75GW, 明年 110GW, 保持行业第一。

● 组件行业集中度提升, 公司今年出货量有望冲击第一

组件环节由于技术门槛偏低, 盈利情况较差, 行业集中度目前正处于提升阶段。随着公司产能不断扩张, 公司在组件端的市占率不断提升。公司 2018 年组件出货量全球第四, 今年有望冲击第一。

● 公司护城河深厚, 行业话语权逐渐增强

我们认为公司核心优势有四点: 1) 公司在任高管合作关系稳固。公司长期的经营表现足以说明管理层能力; 2) 公司研发投入在过去几年一直保持行业第一。公司积极储备先进技术, 为后续发展做准备; 3) 我们认为一体化一体化能平滑企业的盈利, 同时能加速行业降本; 4) 组件渠道先发优势明显。以上四点优势相辅相成, 形成了公司的护城河。

● 投资建议

预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 553/918/1093 亿元, 净利润 85/112/154 亿元。作为行业龙头我们给予公司 2021 年 PE 为 37x, 对应市值 4147 亿元。给予“买入”评级。

● 风险提示

疫情恶化; 贸易保护主义加剧; 装机规模不及预期; 扩产不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	32897	55331	91825	109344
收入同比	49.6%	68.2%	66.0%	19.1%
归属母公司净利润	5280	8547	11209	15368
净利润同比	106.4%	61.9%	31.1%	37.1%
毛利率	28.9%	26.9%	22.6%	24.5%
ROE	19.1%	23.6%	23.4%	24.1%
每股收益 (元)	1.40	2.27	2.97	4.07
P/E	17.74	41.24	31.44	22.94
P/B	3.39	9.71	7.35	5.54
EV/EBITDA	9.77	31.04	25.94	17.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

投资建议.....	5
1 大行业孕育大公司，成长属性正式开启.....	6
1.1 行业需求持续增长，发电量占比仍低.....	6
1.2 能源转型、收益率提升、能源替代，共同推动行业成长.....	7
1.3 可再生能源发电占比提升，未来空间巨大.....	8
2 公司概况.....	10
2.1 公司深耕光伏行业，专注单晶路线.....	10
2.2 历史业绩长期高速增长，通过收购切入下游环节.....	11
2.3 降本增效提升利润率，高 CAPEX 下负债率维持稳定.....	12
2.4 公司股权结构稳定.....	12
3 硅片：成本优势+扩产，龙头地位加固.....	14
3.1 单晶加速替代多晶，单晶硅片环节需求高增长.....	14
3.2 硅片主要成本来自硅料，其次来自电力.....	15
3.3 当前硅片环节寡头垄断，公司市占率全球第一.....	15
3.4 公司成本优势保持领先，龙头地位稳固.....	16
4 组件：厚积薄发，大尺寸+一体化提高市占率.....	19
4.1 组件环节技术门槛偏低，盈利情况较差.....	19
4.2 公司通过收并购快速切入电池组件，通过自建发展迅速.....	20
4.3 行业集中度迅速提升，公司市占率有望成为第一.....	20
4.4 先发制人，渠道布局具备先发优势.....	21
5 公司护城河深厚，行业话语权逐渐增强.....	23
5.1 管理层优秀，长期合作关系稳固.....	23
5.2 行业内研发投入领先，积极储备先进技术.....	23
5.3 一体化逐渐完善，多年布局将迎来收获期.....	24
5.4 海外布局具备先发优势.....	26
6 盈利预测与投资建议.....	27
6.1 盈利预测.....	27
6.2 估值与投资建议.....	28

图表目录

图表 1 2012-2019 年国内光伏装机 CAGR 39%	6
图表 2 2010-2019 年中国光伏发电量占比提升至 3.13%	6
图表 3 2012-2019 年全球光伏装机 CAGR 21%	6
图表 4 2010-2019 年全球光伏发电量占比提升至 2.68%	6
图表 5 多个国家通过优惠政策推动行业发展	7
图表 6 组件价格每下降 0.01 元/W, 项目收益率提升 0.07PCT	7
图表 7 历次五年计划均超额完成	8
图表 8 非化石能源消费占比和可再生能源发电占比的差额减少	8
图表 9 国内光伏装机 2019-2050 年 CAGR 8.3%	8
图表 10 海外光伏发电量占比仍然较低	9
图表 11 全球光伏装机 2019-2050 年 CAGR 8.6%	9
图表 12 公司发展历程	10
图表 13 公司股价复盘	10
图表 14 2010-2019 年营收 CAGR 39.4%	11
图表 15 2010-2019 年归母净利润 CAGR 31.8%	11
图表 16 公司下游组件、电站业务占比逐渐提升	11
图表 17 近几年海外业务占比逐渐提升	11
图表 18 公司利润率长期维持较高水平	12
图表 19 今年前三季度期间费用率为 5.7%	12
图表 20 公司扩产速度快, 近几年资本开支维持较高水平	12
图表 21 资产负债率稳定在 60% 以下	12
图表 22 公司股权结构稳定	13
图表 23 2012-2019 全球光伏装机 CAGR 21%	14
图表 24 2012-2019 中国光伏装机 CAGR 39%	14
图表 25 单晶硅片占比持续提升	14
图表 26 硅片主要成本为硅料, 占比 67%	15
图表 27 全球硅片产能基本集中在国内	15
图表 28 当前硅片产能 CR2=64% (GW)	15
图表 29 今明两年行业扩产速度加快 (GW)	16
图表 30 公司硅片环节非硅成本持续下降	16
图表 31 隆基硅片环节毛利率高于中环	17
图表 32 硅片环节净利率差距加大	17
图表 33 新进入者利润率水平目前和公司有一定差距	17
图表 34 公司期间费用率长期维持较低水平	18
图表 35 组件生产成本组成 (元/W)	19
图表 36 下半年组件环节盈利较差	19
图表 37 通过收并购的方式切入下游、布局海外	20
图表 38 公司目前产能以及产能规划 (GW)	20
图表 39 行业未来集中度呈不断集中的趋势	21
图表 40 公司的产能和市占率逐年提升	21
图表 41 公司实现全球化布局	21

图表 42 公司外销占比逐渐提升 (亿元)	22
图表 43 公司管理层任职多年, 合作关系稳固	23
图表 44 公司的研发投入在行业领先 (亿元)	24
图表 45 公司硅片自供比例逐渐提升 (GW)	24
图表 46 一体化组件的盈利情况较好	25
图表 47 一体化组件的盈利情况较好	25
图表 48 各环节盈利预测	27
图表 49 相关公司估值	28

投资建议

我们认为，公司作为行业龙头，具备较深的护城河。在行业未来大发展的背景下，公司具备穿越周期的能力。本篇报告是公司系列深度报告的首篇，主要介绍对于公司业务和优势的概括理解。我们主要梳理了公司的四大优势：

- 1) **管理层优秀。**公司目前在任的高管，大部分任职时间超过 10 年。其中核心管理层曾是大学校友，长期合作关系稳固。优秀的管理层领导公司选择了正确的单晶技术路线，并在多次决策中做出正确判断。公司长期的经营表现足以说明管理层具备较强的领导能力；
- 2) **不断的研发投入。**从研发投入的绝对值来看，隆基在过去几年一直保持行业领先的地位，2019 年公司累计研发投入达到 16.77 亿元。同时，公司积极储备先进技术，为后续发展做准备；
- 3) **一体化布局。**我们认为一体化是未来的趋势，今年以来多家企业向上下游扩产也从侧面证明了这一点。一体化能平滑企业的盈利，减少波动性。同时能加速行业降本，压缩中间环节的利润，有助于产品降价刺激需求。公司在一体化上的布局领先，未来有望加固自身的护城河。
- 4) **海外布局。**目前行业 70% 的需求基本来自于海外，布局海外渠道是公司发展的必要一环。另外，部分海外地区售价偏高，利于公司盈利。公司在越南、马来西亚布局产能，有利于应对超额关税。

预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 553/918/1093 亿元，同比增长 68%/66%/19%；净利润 85/112/154 亿元，同比增长 62%/31%/37%。

光伏行业是一个既快又慢的行业。光伏行业的“快”在于，成本下降快、光伏产品的价格受变化快，导致企业阶段性盈利不可预测。光伏行业的“慢”在于，行业格局逐渐趋于稳定，龙头公司市占率已经提升到一定比例，在行业中具备话语权，能影响行业的变化。隆基作为行业的龙头公司，在制造端具备领先优势，同时公司向下游延伸。公司的一体化布局有助于降低成本、及时改善产品性能，而全球化布局顺应行业发展、及时响应客户需求。公司在近几年所做的布局，将在未来 2-3 年进入收获期，我们看好公司长期的竞争实力。

从光伏行业中挑选可比公司，2020/2021/2022 年平均 PE 分别为 49.7x/33.9x/26.5x。考虑到公司管理层优秀，作为行业龙头长期保持高增速、高盈利，我们认为公司估值应该具有一定溢价。给予公司 2021 年 PE 为 37x，对应市值 4147 亿元。给予“买入”评级。

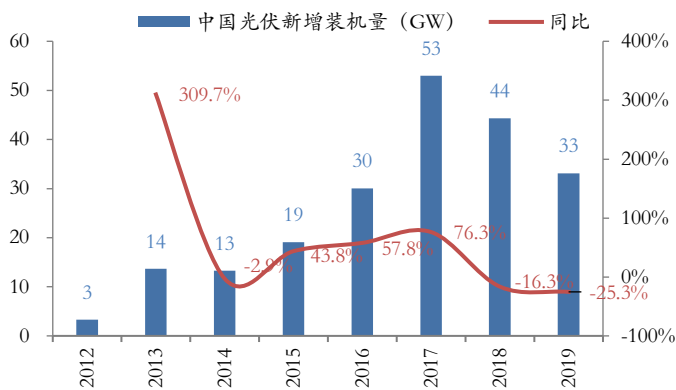
1 大行业孕育大公司，成长属性正式开启

1.1 行业需求持续增长，发电量占比仍低

光伏历史装机持续增长。中国光伏装机在近两年出现下滑，2018年因为“531”政策补贴收紧，2019年因为竞价项目下发时间较晚、装机时间短，项目延期。整体来看2012-2019年国内光伏装机 CAGR 39%。作为一个制造行业，光伏的历史增速快。

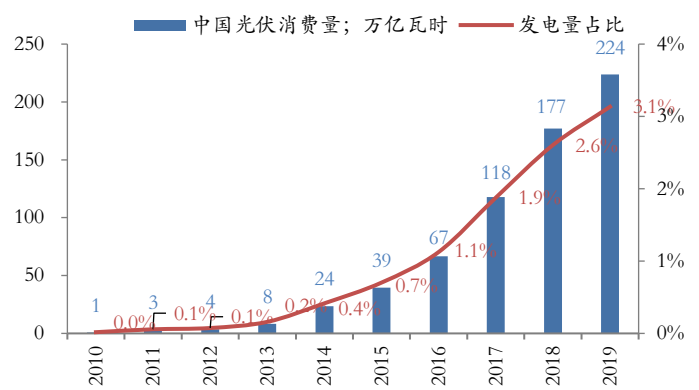
发电量占比持续提升。2019年中国光伏发电量占比已经达到3.13%，从过去十年的数据来看，光伏发电占比每年持续提升，平均每年提升0.35pct。

图表 1 2012-2019 年国内光伏装机 CAGR 39%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 2 2010-2019 年中国光伏发电量占比提升至 3.13%

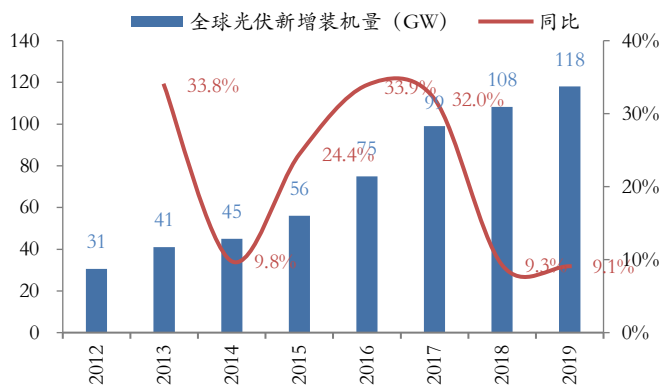


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

从全球需求来看，行业增速依然较高。2012-2019年，在经历了各个国家退补、欧美“双反”等负面影响，全球光伏需求依然保持每年正增长。2012-2019年 CAGR 21%。

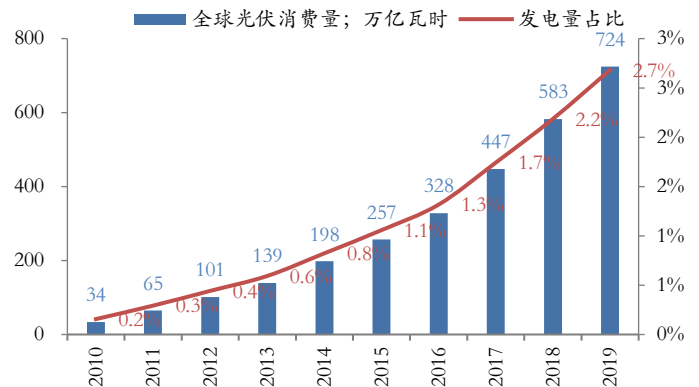
2010-2019年，全球光伏发电量占比持续提升，目前全球光伏发电占比约为2.6%。平均每年提升0.28pct。从目前全球光伏发展来看，历史行业需求表现较好，当前时点的装机占比仍然较低，未来提升空间较大。

图表 3 2012-2019 年全球光伏装机 CAGR 21%



资料来源：彭博新能源，BP，华安证券研究所

图表 4 2010-2019 年全球光伏发电量占比提升至 2.68%



资料来源：彭博新能源，BP，华安证券研究所

1.2 能源转型、收益率提升、能源替代，共同推动行业成长

光伏的最初发展来自于全球对于能源转型的需求。随着用电量的增加，能源危机逐渐凸显。由于石油煤炭不可再生、核电水电发展受限，能源转型是全球的必然趋势。在光伏发展初期，大多数国家采取补贴的手段来推动行业的发展。目前仍然有部分国家通过补贴等优惠政策推动行业的发展。

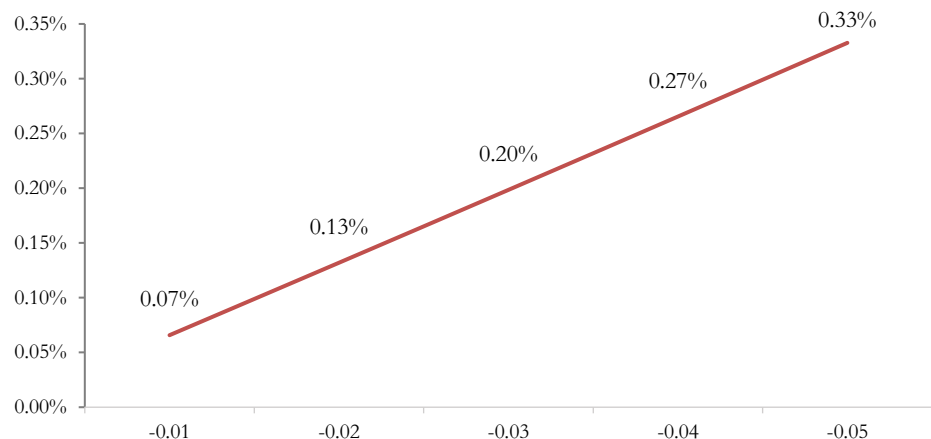
图表 5 多个国家通过优惠政策推动行业发展

国家	时间	发布机构/文件	内容
德国	2000	《可再生能源法》	为分布式光伏产生的电能提供时限为 20 年的 0.99 马克/千瓦时补贴
美国	2010	联邦政府	为可再生能源提供“投资税赋减免（减免设备成本 30% 的税负）”以及“产品税赋减免（每使用一度可再生能源发电可获一定税赋减免）”的补贴
日本	2012	《可再生能源特别措施法案》	采取全量固定价格收购制度（FiT），通过事前制定高价格，推动光伏电站在家用住宅和工商企业屋顶的普及
中国	2012	《太阳能光伏产业“十二五”发展规划》	指出，需通过合理的电价标准、适度的财政补贴和积极的金融扶持，积极扩大国内光伏市场。
印度	2014	莫迪政府《太阳能振兴计划》	通过调整上网电价、提高 30% 补贴予设备制造等方式，计划在 2022 年实现装机量达 100GW。

资料来源：国家工业和信息化部，日本经济产业省资源能源厅，美国太阳能产业协会，德国联邦经济与能源部，印度新能源与可再生能源部，华安证券研究所

同时，随着光伏产品价格逐渐下降，退补之后的项目收益率依然可观。在前期，光伏项目具备政府补贴，导致光伏电站的收益率/性价比较高。目前各个国家的补贴力度都在逐年减弱，我国明年起实行平价上网。随着发电效率的提升、成本的下降，光伏项目在退补之后的收益率仍然能保持在 7%-9%，具有一定的吸引力。

图表 6 组件价格每下降 0.01 元/W，项目收益率提升 0.07pct

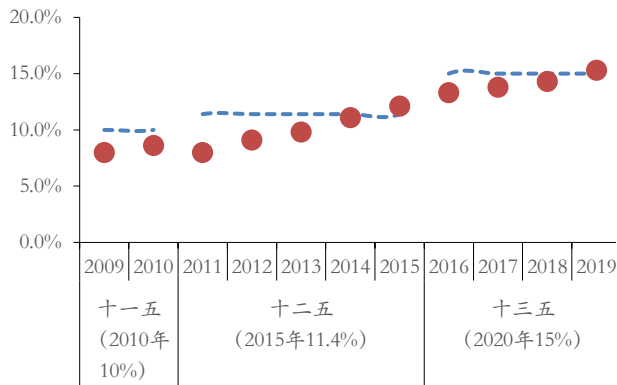


资料来源：华安证券研究所整理

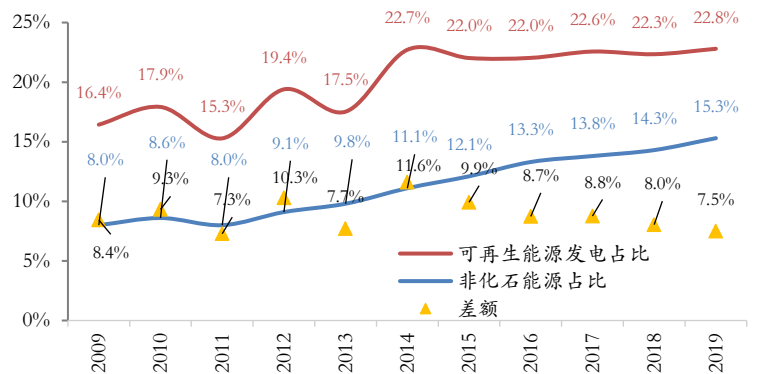
1.3 可再生能源发电占比提升，未来空间巨大

从国内来说，在过往的几次五年计划中，我国对于非化石能源消费占比都提出了阶段性目标，并且实际都超额完成目标。今年 12 月 12 日，习近平在气候峰会上提到，2030 年我国非化石能源消费占比达到 25%。根据历史数据，非化石能源占比和可再生能源发电占比具有一定的相关性。可再生能源发电占比一般高于非化石能源占比，并且二者差额有逐渐缩小的趋势。

图表 7 历次五年计划均超额完成



图表 8 非化石能源消费占比和可再生能源发电占比的差额减少



资料来源：国家能源局，华安证券研究所

资料来源：国家能源局，wind，华安证券研究所

假设 2025 年非化石能源消费占比 27%，可再生能源发电占比达到 10%，对应光伏国内每年新增需求约为 107GW。假设 2050 年非化石能源消费占比达到 65%，可再生能源发电占比达到 70%，对应光伏国内每年新增装机的复合增速预计能达到 8.3%。

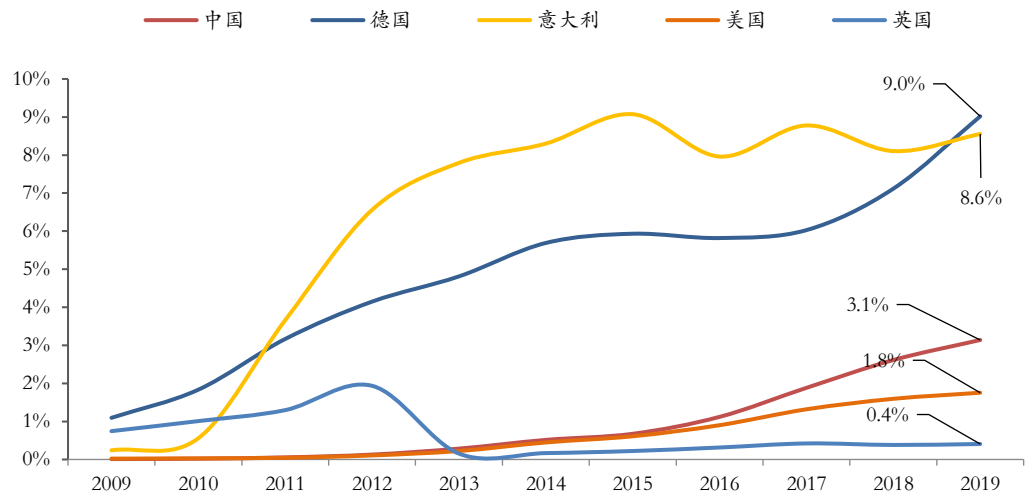
图表 9 国内光伏装机 2019-2050 年 CAGR 8.3%

	发电量	增速	可再生能源发电占比	可再生能源发电量	假设光伏占比	其中光伏发电量	发电小时	装机量	新增装机量	较 2019 年 CAGR
单位	亿千瓦时			亿千瓦时		亿千瓦时	h	GW	GW	
2019	71422		22.8%	16284	3.1%	2238	1051	213	33	
2020E	73779	3.3%	23.0%	16969	3.7%	2693	1060	254	41	24.5%
2025E	86783	3.3%	27.0%	23431	10.0%	8678	1100	789	107	21.1%
2050E	195408	3.3%	70.0%	136785	60.0%	117245	1100	10659	395	8.3%

资料来源：华安证券研究所整理

目前全球光伏装机占比为 2.68%，低于中国占比。相对于中国，海外更适合发展光伏。主要原因是：1)海外居民用电价格较高，对于光伏产品价格的容忍度更高；2)海外发达国家的投资回报率趋于稳态且偏低，光伏电站的收益率具有一定的吸引力；3)海外住宅集中度较为分散，更适合分布式供电。我们认为，未来海外需求的爆发性可能更强。

图表 10 海外光伏发电量占比仍然较低



资料来源: wind, 华安证券研究所

假设 2025 年全球光伏发电量占比提升至 10%，对应光伏国内每年新增需求约为 411GW。预计 2050 年，全球光伏发电占比将达到 70%。到 2050 年，光伏全球每年新增装机的复合增速预计能达到 8.6%。

图表 11 全球光伏装机 2019-2050 年 CAGR 8.6%

	发电量	增速	假设光伏占比	其中光伏发电量	发电小时	装机量	新增装机量	较 2019 年 CAGR
单位	亿千瓦时			亿千瓦时	h	GW	GW	
2019	270047		2.7%	7241	1124	644	118	
2020E	278418	3.1%	3.1%	8603	1124	765	121	2.7%
2025E	324333	3.1%	10.0%	32433	1150	2820	411	27.7%
2050E	695757	3.1%	70.0%	487030	1200	40586	1511	8.6%

资料来源: 华安证券研究所整理

2 公司概况

2.1 公司深耕光伏行业，专注单晶路线

隆基股份成立于 2000 年 2 月份，公司成立之初主要从事半导体材料（单晶硅棒、单晶硅片）、太阳能电池、电子元器件等产品的研发、制造和销售。公司发展 20 年至今，依然保持主业不变，成为了全球最大的单晶硅片龙头企业，并且布局了从硅棒到组件的一体化生产制造。

图表 12 公司发展历程

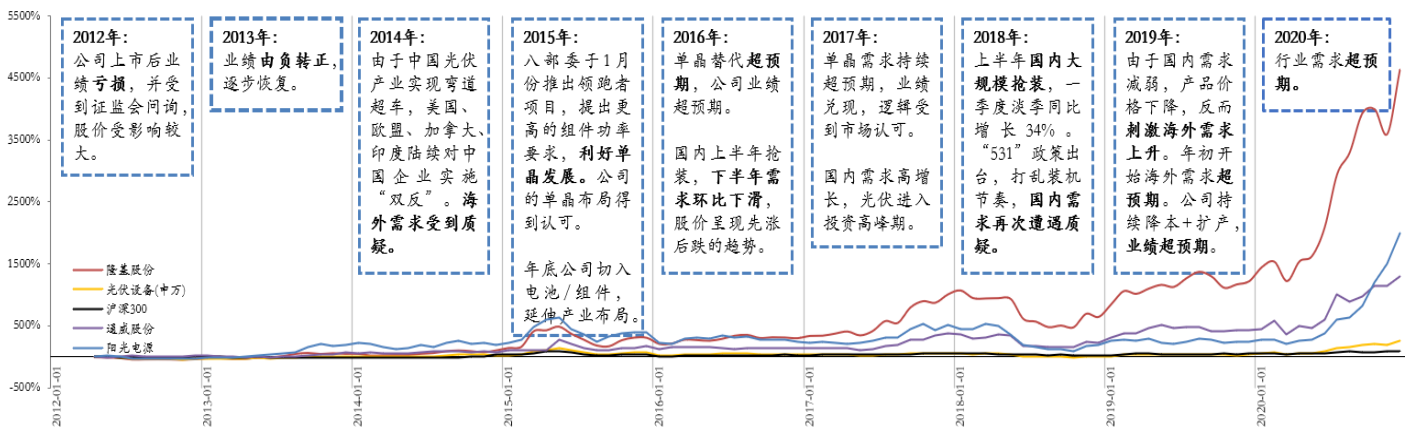


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司长期专注于单晶硅片的生产与研发，2014 年通过收购乐叶光伏迅速切入电池/组件环节。公司目前是光伏行业龙头，历史业绩靓丽，上市以来股价上涨近 43 倍，是光伏行业中的大牛股。

我们复盘公司上市以来的表现，总结出以下两点：**1) 光伏行业变化较快。**光伏行业需求的季节波动较大，经常出现某个季节抢装，而透支下个季度需求的情况；**2) 公司股价和行业需求（或预期需求）、公司业绩相关性较高。**除 2016 年外，其他年份公司的股价涨跌和业绩都呈现正相关的关系。

图表 13 公司股价复盘

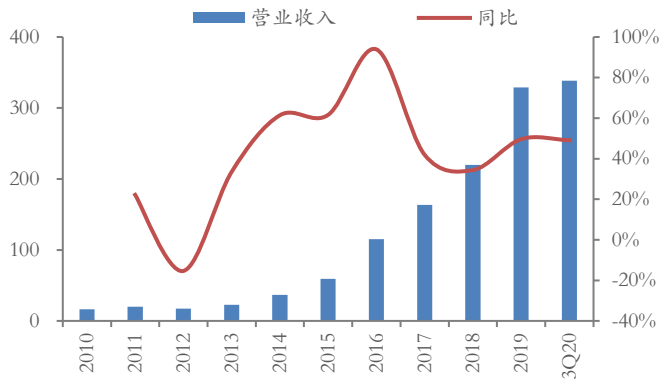


资料来源：华安证券研究所整理

2.2 历史业绩长期高速增长，通过收购切入下游环节

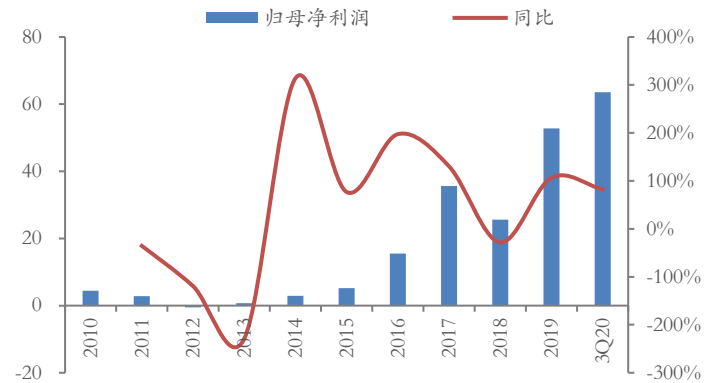
公司历史业绩表现优异。2010-2019 年公司营收 CAGR 39.4%，归母净利润 CAGR 31.8%，是少有的常年保持高增速的上市公司。2019 年公司实现营收 329 亿元，同比增长 49.6%；归母净利润 53 亿元，同比增长 106.4%。2020 年前三季度，公司实现营收 338 亿元，同比增长 82.5%。

图表 14 2010-2019 年营收 CAGR 39.4%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 2010-2019 年归母净利润 CAGR 31.8%

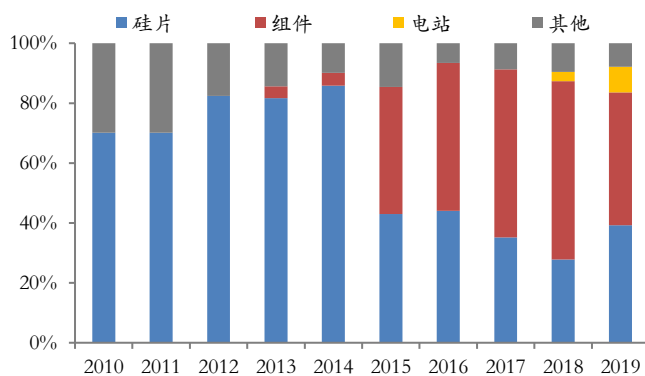


资料来源: wind, 华安证券研究所

从业务分类来看，公司始终坚持光伏事业。2014 年公司通过收购乐叶光伏迅速切入组件环节，2015 年公司组件业务占比迅速提升，近几年公司往下游发展，组件和电站的占比逐渐提升。

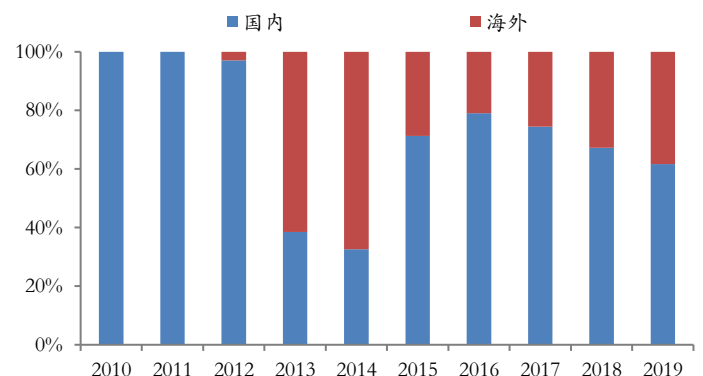
从销售区域来看，公司经历了多个阶段。2010-2012 年公司主要在国内销售。2013 年开始，公司加大海外市场拓展，主要原因是当时单晶产品价格较高，海外接受度较好。随后单晶产品价格下降，叠加国内光伏行业大发展，公司的内销占比提升。近几年国内光伏发展趋于理性，海外新兴市场需求爆发，公司的外销占比又进一步提高。目前公司已经形成了海外多国布局、内外销兼顾的渠道铺设。

图表 16 公司下游组件、电站业务占比逐渐提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 近几年海外业务占比逐渐提升

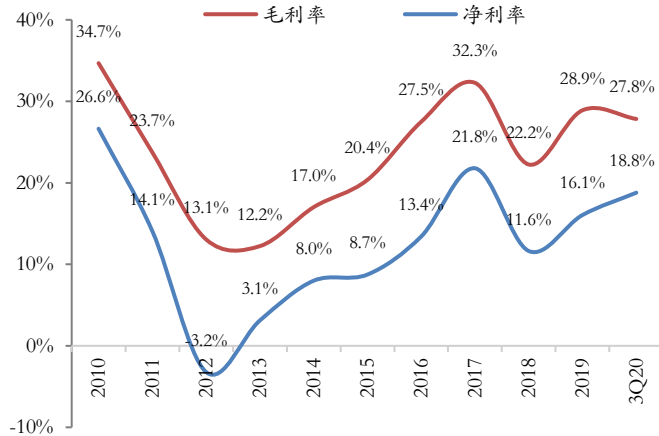


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 降本增效提升利润率，高 capex 下负债率维持稳定

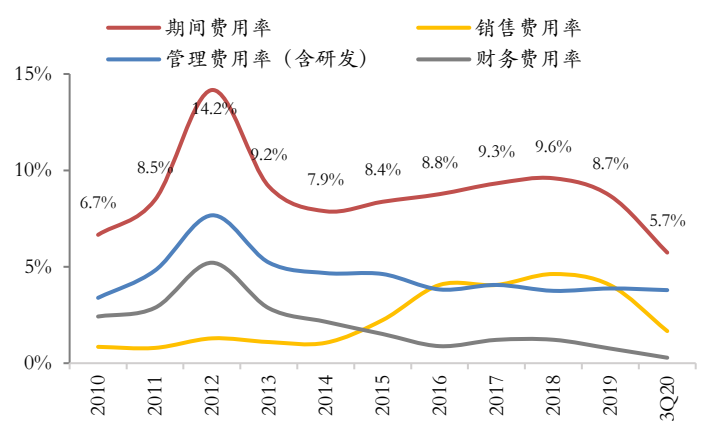
公司整体利润率水平在制造业中偏高。2012 年，公司受到下游客户破产重组影响计提坏账准备，导致当年利润率水平降低。2013-2017 年，公司不断降本增效，毛利率稳步回升。2018 年受到国内“531”政策影响，光伏产品价格大跌影响公司毛利率和净利率，最近几年公司利润率水平企稳回升。

图表 18 公司利润率长期维持较高水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

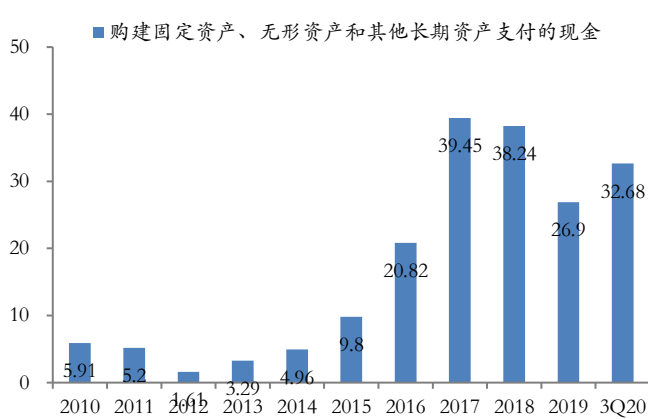
图表 19 今年前三季度期间费用率为 5.7%



资料来源: wind, 华安证券研究所

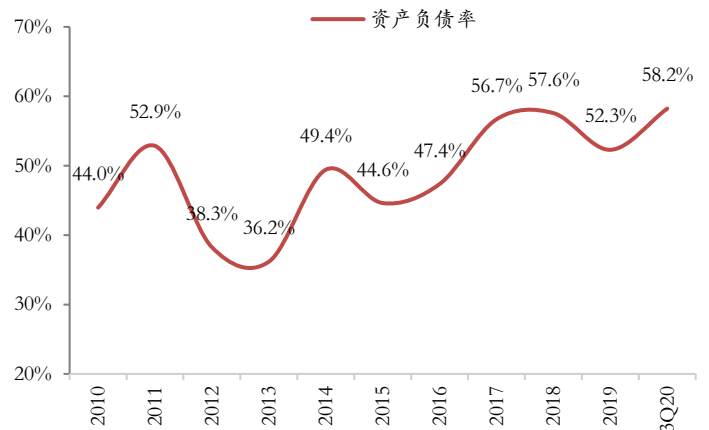
公司近几年扩产加速，每年的资本开支在 30-40 亿元左右。公司的资产负债率长期维持在 60% 以下，在行业中处于偏低水平。

图表 20 公司扩产速度快，近几年资本开支维持较高水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 资产负债率稳定在 60% 以下



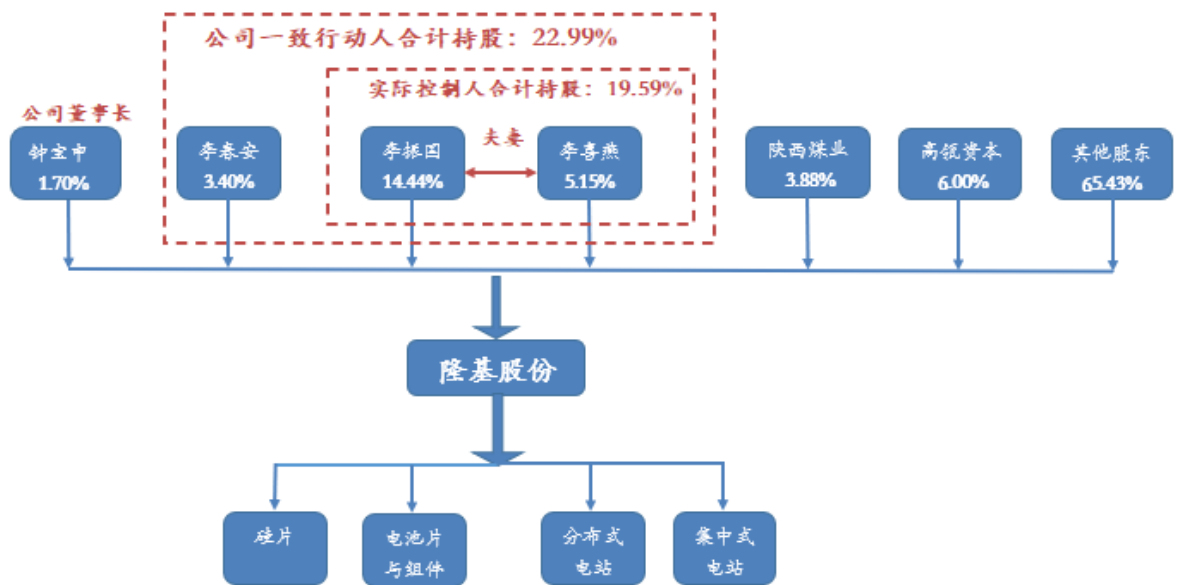
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 公司股权结构稳定

截至 2020 年 12 月 16 日，公司最大股东李振国持 14.44% 股权，李喜燕为李振国的妻子，持 5.15% 股份，两人合计持股 19.59%。李振国、李春安、钟宝申系兰州大学校友，钟宝申持公司 1.70% 股份并担任公司董事长。12 月 20 日，公司发布公告，股东李春安拟通过协议转让的方式向高瓴资本转让 2.26 亿股公司股份，占总股本的 6%。李振国、李喜燕、李春安为公司的一致行动人，股权变动后三人合计持股

22.99%。

图表 22 公司股权结构稳定



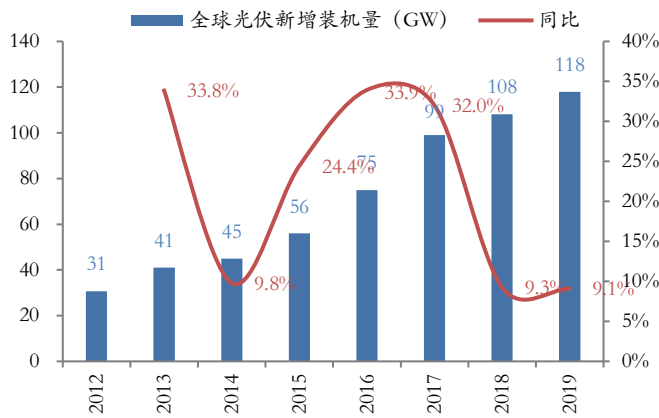
资料来源: wind, 华安证券研究所

3 硅片：成本优势+扩产，龙头地位加固

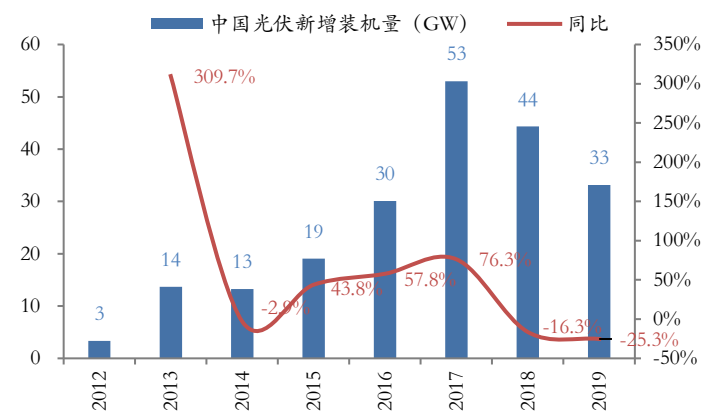
3.1 单晶加速替代多晶，单晶硅片环节需求高增长

从装机数据来看，光伏行业历史装机高速发展。2012-2019 年全球光伏装机 CAGR 21%，中国 CAGR 39%。从光伏发电占比来看，2019 年光伏发电占全球总量的 2.7%，国内光伏发电占比为 3.1%，目前整体占比仍然较低。未来随着新能源发电占比提升，光伏装机有望进一步提升，当前光伏行业仍然处于高速增长的高级阶段。

图表 23 2012-2019 全球光伏装机 CAGR 21%



图表 24 2012-2019 中国光伏装机 CAGR 39%

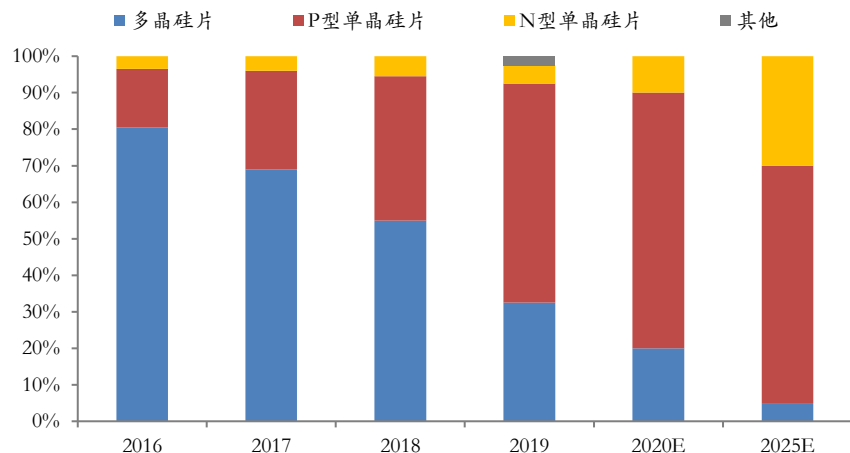


资料来源：彭博新能源，华安证券研究所

资料来源：彭博新能源，华安证券研究所

根据中国光伏协会数据，2016 年多晶硅片是市场主流，占比高达 80.5%。2019 年多晶硅片占比下降至 33%左右，预计今年进一步下降至 20%。近几年单晶替代多晶的趋势明显，预计 2025 年单晶硅片占比将提升至 95%。随着光伏行业不断增长，单晶硅片渗透率提升，预计未来单晶硅片的增速较行业更快一些。

图表 25 单晶硅片占比持续提升

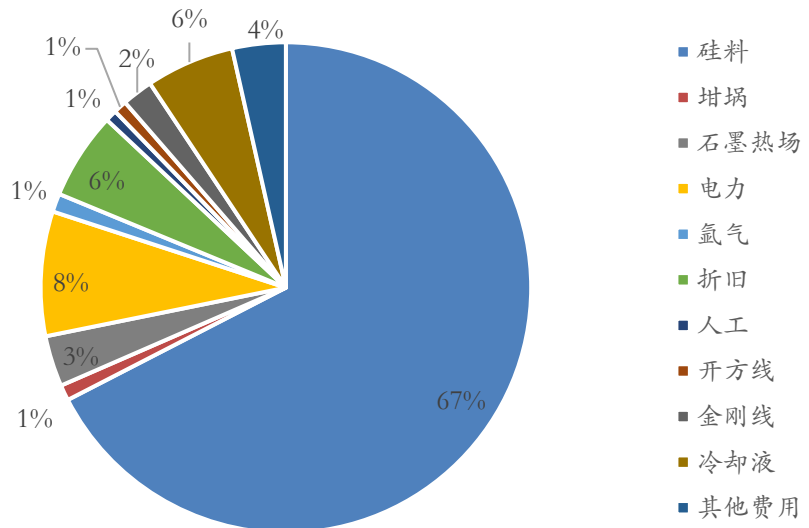


资料来源：CPIA，华安证券研究所

3.2 硅片主要成本来自硅料，其次来自电力

硅片生产中，原材料占比最高。以当前硅料价格 88 元/kg 的含税价格计算，硅料成本占比约为 67%，其次是电费占比约为 8%。预计硅片行业目前平均非硅成本为 2.17 元/片。

图表 26 硅片主要成本为硅料，占比 67%

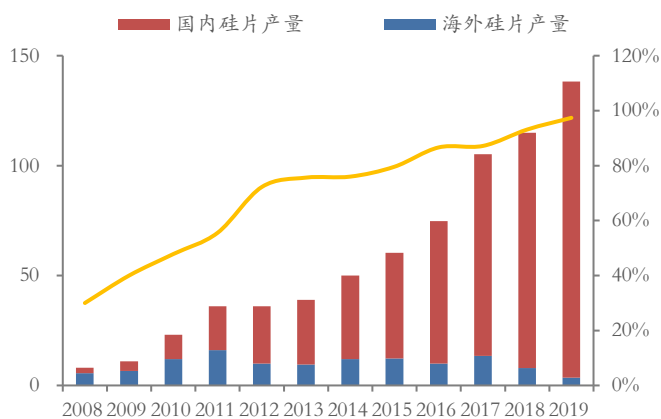


资料来源: solarzoom, 华安证券研究所

3.3 当前硅片环节寡头垄断，公司市占率全球第一

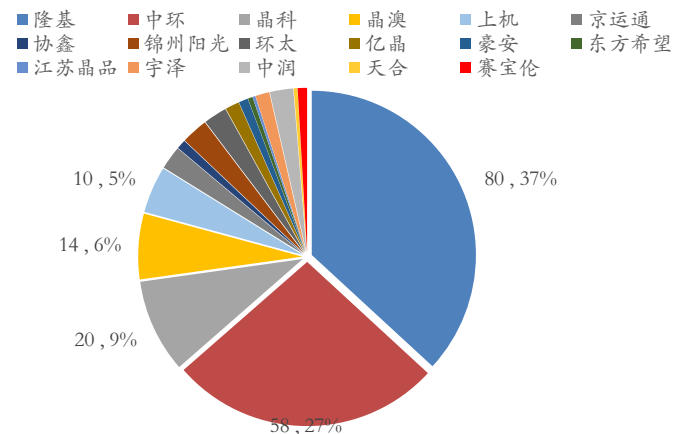
硅片的扩产周期大概在半年到一年，单位投资额在 3-5 亿元。硅片的主要产能集中在国内，行业目前处于寡头垄断的竞争格局。隆基和中环的硅片产能占单晶产能的 64%。

图表 27 全球硅片产能基本集中在国内



资料来源: 可再生能源协会, 华安证券研究所

图表 28 当前硅片产能 CR2=64% (GW)

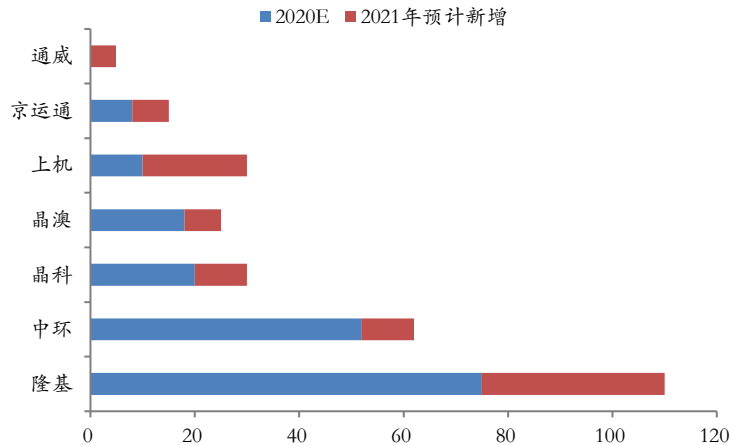


资料来源: solarzoom, 华安证券研究所

由于硅片在去年和今年的盈利情况较好，行业今明两年的扩产计划较为激进，硅片环节涌现出部分新进入者。从目前的产能规划来看，预计明年年底硅片一线厂商的产能

合计约为 260-270GW, 全行业产能预计在 310GW 左右。按照新增产能在当年贡献 40% 的产量计算, 预计明年全行业产量在 250-260GW 左右, 一线厂商的产量在 210-220GW。我们预测, 公司年底硅片产能将达到 75GW, 全球市占率将达到 35% 左右。明年年底预计产能将达到 110GW。

图表 29 今明两年行业扩产速度加快 (GW)



资料来源: wind, solarzoom, 华安证券研究所

3.4 公司成本优势保持领先, 龙头地位稳固

从上市至今, 公司的非硅成本每年保持一定的降幅。2012-2019 年, 公司非硅成本每年下降幅度超过 10%。公司预计未来两年非硅成本仍然能保持每年 10% 左右的降幅。公司的非硅成本下降, 主要受益于生产环节的技术进步、效率提升等。

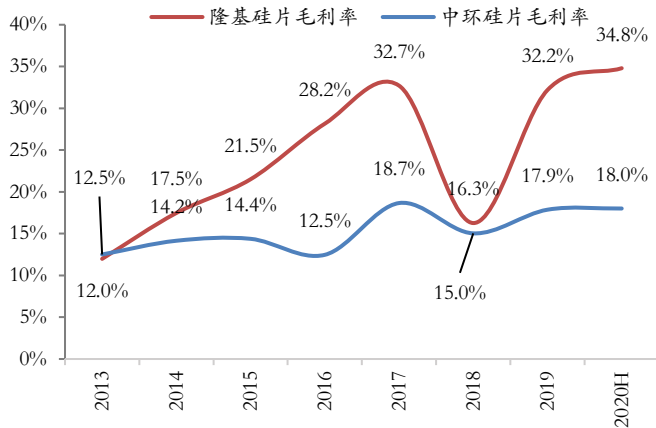
图表 30 公司硅片环节非硅成本持续下降

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
拉晶环节非硅成本	-	-	-	-	-10%	-25%
切片环节非硅成本	-	-	-	-	-28%	-27%
硅片环节非硅成本	-13%	-21%	-34%	-	-	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

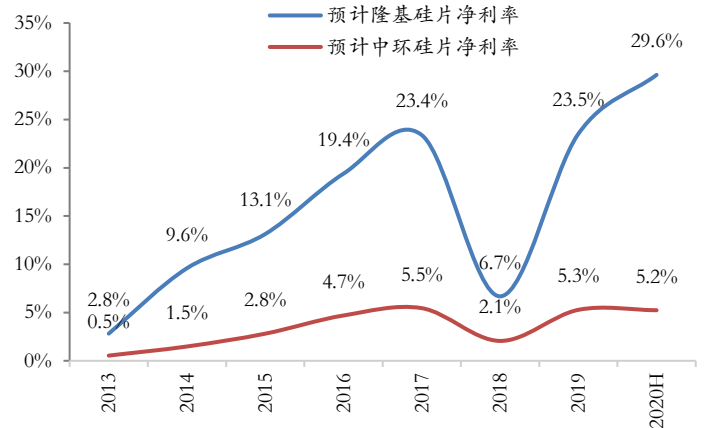
从产能规模来看, 目前隆基最大的竞争对手是中环, 而隆基在硅片环节的毛利率和净利率均高于中环。从历史数据可以看出, 早期公司毛利率和中环相差不大, 由于期间费用率略低而在净利率方面稍有优势。随后几年公司毛利率快速提升, 与中环的差距越来越大, 2020 年上半年公司硅片毛利率高于中环 16.8 个百分点, 预计硅片净利率高出 24.4 个百分点。

图表 31 隆基硅片环节毛利率高于中环



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 硅片环节净利率差距加大

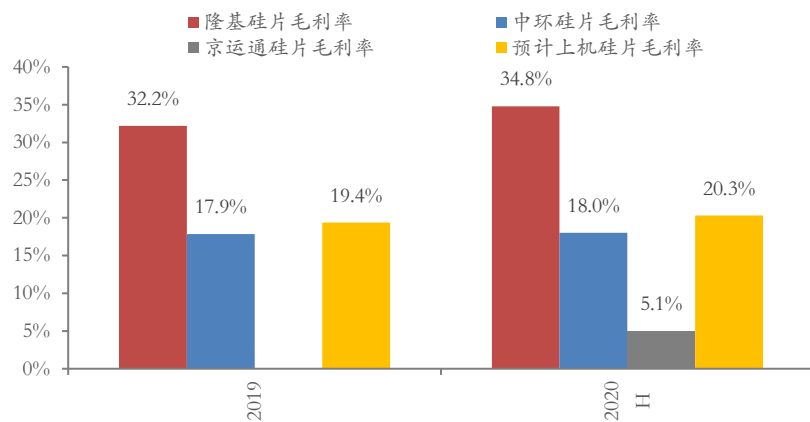


资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 硅片环节净利率为硅片毛利率减去期间费用率所得

目前来看, 除中环外, 新竞争者进入硅片环节对公司造成了较大的挑战。根据上市公司已经公布的数据, 目前新竞争者的利润率水平和公司仍然有一定差距。我们认为, 新竞争者进入行业时间较短, 短时间内隆基的成本优势仍然能保持。同时, 隆基的市占率已经具备一定规模, 新竞争者在短期很难超越。

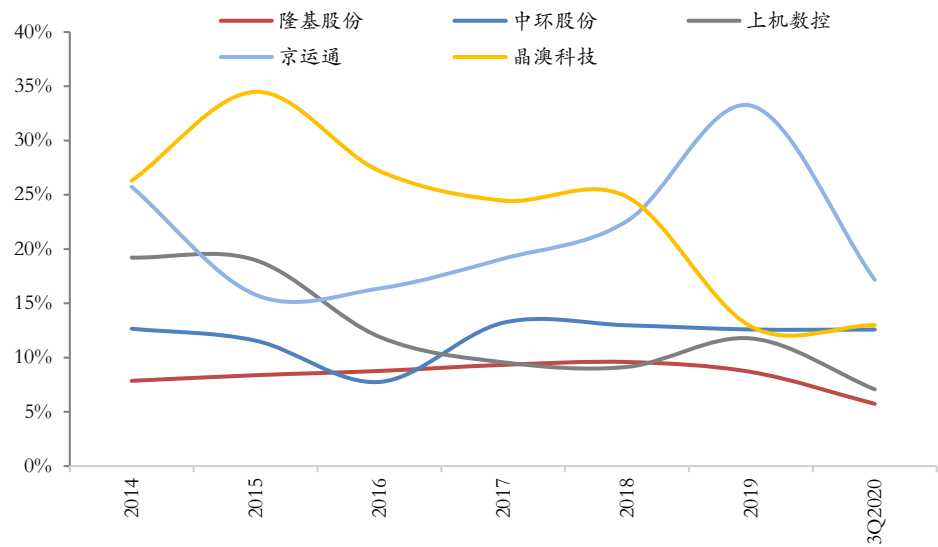
图表 33 新进入者利润率水平目前和公司有一定差距



资料来源: wind, 华安证券研究所

除了生产端的成本优势, 公司在费用端的也极力做到控制。过去几年, 公司的期间费用率一直在行业保持较低的水平。2020 年前三季度公司期间费用率合计 5.74%, 在可比公司中占比最低。

图表 34 公司期间费用率长期维持较低水平



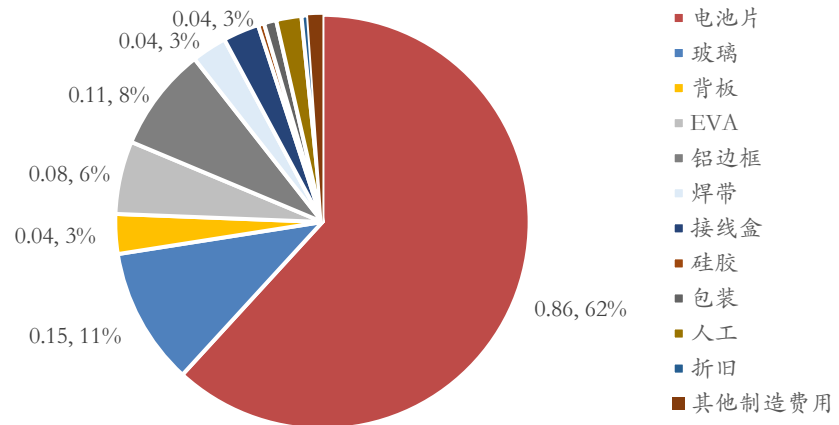
资料来源: wind, 华安证券研究所

4 组件：厚积薄发，大尺寸+一体化提高市占率

4.1 组件环节技术门槛偏低，盈利情况较差

组件环节属于光伏产业链的偏下游，终端客户一般是发电企业。组件是通过串并联电池片，再以密封的方式加工而成，生产过程中需要外采多种原材料，加工过程中的技术壁垒较低。所以长期以来，单个组件环节的盈利情况较差。

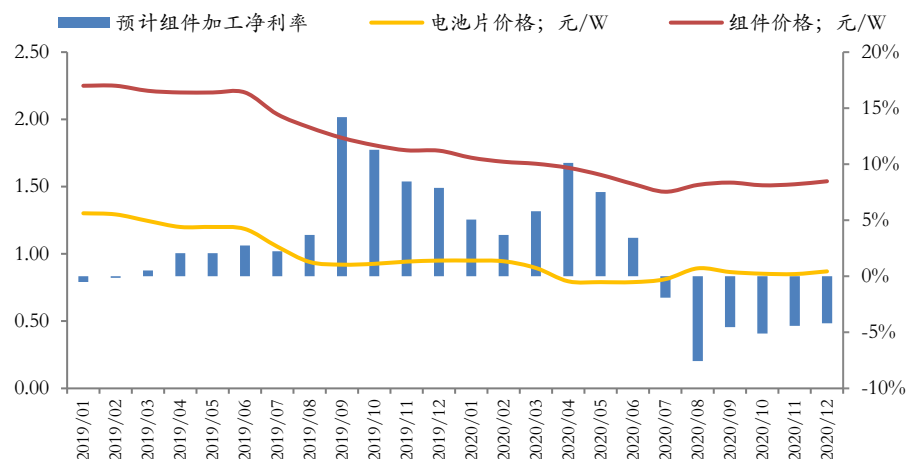
图表 35 组件生产成本组成 (元/W)



资料来源: solarzoom, 华安证券研究所

经过我们测算，今年下半年以来，由于上游硅料、硅片接连涨价，偏下游的电池、组件环节盈利的压力较大。四季度以来，银浆价格较高、玻璃持续涨价，导致组件价格进一步被压缩。

图表 36 下半年组件环节盈利较差



资料来源: PVinfolink, 华安证券研究所

4.2 公司通过收并购快速切入电池组件，通过自建发展迅速

由于 2014 年 10 月，公司通过收购乐叶光伏切入下游赛道，迅速解决产能和组件认证的问题。2020 年 2 月，公司通过收购宁波宜则，迅速在越南实现产能扩张，为后续出口做铺垫。

图表 37 通过收并购的方式切入下游、布局海外

	时间	交易对价; 亿元	股权比例	标的主营
乐叶光伏	2014/10/23	0.46	85%	拥有 4 条组件产线，能建设 400MW 产能。具备齐全的组件认证
宁波宜则	2020/2/24	17.80	100%	越南电池产能 3GW，组件产能 7GW

资料来源：公司公告，华安证券研究所

自公司通过收购的方式切入下游环节后，公司又通过自建的方式进行扩产。目前公司已经在国内外多个地区投建产能。根据目前已投产产能，和已经公告的产能规划，未来公司电池产能将达到 64GW 左右，组件产能将达到 36GW。随着产品的尺寸变大，预计实际产能较公告产能更大。

图表 38 公司目前产能以及产能规划 (GW)

地区	地点	电池产能	地区	地点	组件产能
马来西亚	古晋	2.75	马来西亚	古晋	0.50
江苏	泰州	2.00	陕西	西安	0.50
宁夏	银川	11.00	陕西	咸阳	5.00
陕西	西安	15.00	安徽	滁州	10.00
越南		3.00	江苏	泰州	7.00
云南	曲靖	30.00	浙江	衢州	1.00
合计		63.75	浙江	嘉兴	5.00
			越南		7.00
			合计		36.00

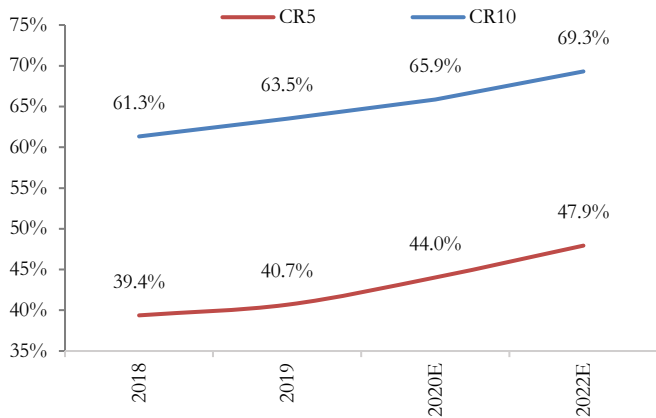
资料来源：公司公告，华安证券研究所（按公告产能统计，和实际产能有一定差异）

4.3 行业集中度迅速提升，公司市占率有望成为第一

由于技术壁垒偏低，此前组件环节的格局一直较为分散。2019 年 CR5 40.7%。从过去几年以及未来产能规划来看，组件环节的集中度不断提升。预计到 2022 年底，组件环节的集中度将提升至 CR5 47.9%，CR10 69.3%。

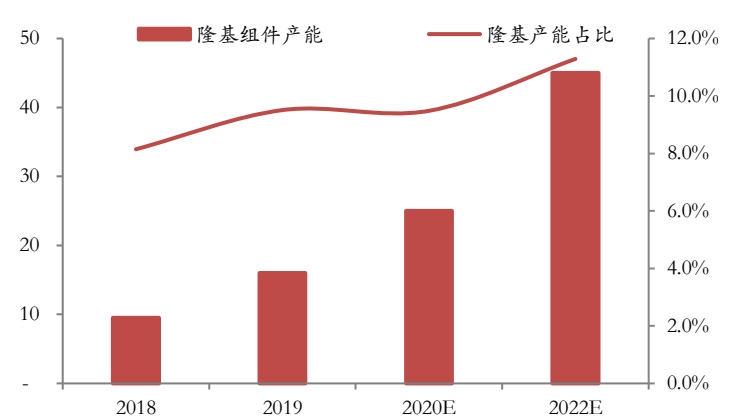
随着公司的产能不断扩张，公司在组件环节的市占率稳步提升。从出货排名来看，公司 2018 年和 2019 年出货排名均为第 4，预计今年公司出货量排名可能并列第一，超过 20GW。

图表 39 行业未来集中度呈不断集中的趋势



资料来源: solarzoom, CPIA, 华安证券研究所

图表 40 公司的产能和市占率逐年提升



资料来源: solarzoom, 华安证券研究所

4.4 先发制人，渠道布局具备先发优势

组件的下游客户是电站业主。目前光伏发展呈现多点开花的局面，海外越来越多的国家实现光伏平价，组件的销售渠道布局显得更为重要。从产能端，公司在马来西亚和越南拥有建设基地，用于应对部分欧美国家的“双反”政策等。

图表 41 公司实现全球化布局

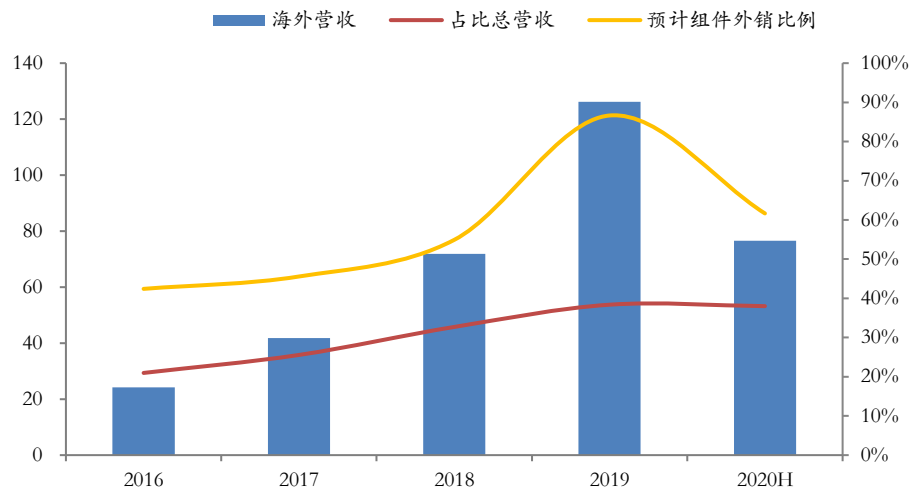


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

从销售端，公司的产品销往多个国家和地区。主要销售地有美国、德国等。2020年上半年公司海外收入达到 76.5 亿元，占比 38%。其中海外销售产品主要是组件，预计公司生产的组件有 60% 以上外售至海外地区。

目前光伏已经形成了多点开花的局面。尽管目前中国占据了全球约三分之一的市场，但新兴国家的增速在近几年迅速爆发，未来有望成为光伏行业新的增长点。同时，对于成熟市场，部分国家和地区的售价偏高，利润空间更大。公司在各个国家和地区的完善布局，为未来发展打下了良好的基础。

图表 42 公司外销占比逐渐提升 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 公司护城河深厚，行业话语权逐渐增强

5.1 管理层优秀，长期合作关系稳固

公司的主要发起人是李振国先生、李喜燕女士和李春安先生。李振国先生和李喜燕女士是夫妻关系。公司目前管理层中，钟宝申、李振国、刘学文、胥大鹏、戚承军、贺婧均从公司上市前在公司任职，目前任职时间超过 10 年。其中核心管理人员钟宝申、李振国同为兰州大学的校友；刘学文、胥大鹏、戚承军分别从上市前开始分管财务、生产和人力部门。

公司实控人李振国先生毕业于兰州大学物理系，毕业后在国企从事单晶硅棒拉制工作，并一直从事相关工作。2000 年，李振国先生创办西安新盟电子科技有限公司，即隆基的前身。2006 年同为校友的钟宝申先生加入隆基。在多年的合作中，李振国主要负责公司的重点客户和市场，钟宝申负责经营管理等。

图表 43 公司管理层任职多年，合作关系稳固

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	年薪；万
钟宝申	董事长、董事	2014/6/14	本科	1967	222
李振国	董事	2010/6/20	硕士	1968	211
刘学文	董事	2010/6/20	本科	1967	200
胥大鹏	董事	2013/2/22	本科	1974	181
白忠学	董事	2019/11/11	专科	1987	142
戚承军	监事会主席	2013/6/17	硕士	1970	77
李香菊	监事	2014/6/10	本科	1962	10
贺婧	职工监事	2010/6/20	专科	1980	33

资料来源：wind，华安证券研究所

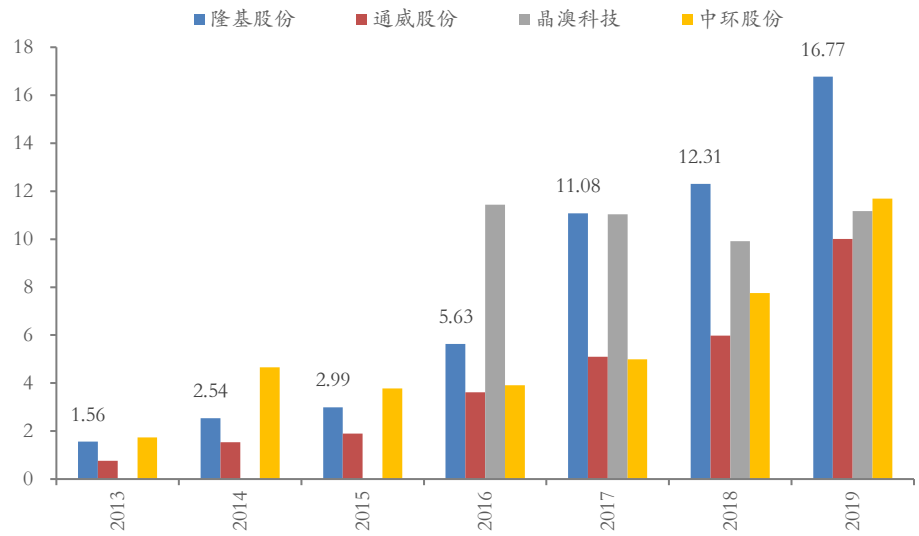
公司成立之初选择了单晶的技术路线，当时多晶技术是市场主流，但管理层认为单晶硅片效率更高，未来单晶硅片的成本也会越来越低。正确的技术路线是公司成功的因素之一。除此之外，公司管理层在经营过程中的多项正确的决策，也决定了公司现在的龙头地位。比如，2008 年对多晶硅料价格走势预测准确、在行业产能过剩的时期坚持扩产。

我们认为，一个公司的管理层能力无法被量化。对于隆基来说，公司从成立至今已经 20 年，从上市至今已经 8 年，公司管理层长期展现出来的能力，和目前呈现的结果，足以证明管理层的实力。

5.2 行业内研发投入领先，积极储备先进技术

从研发投入的绝对值来看，隆基在过去几年一直保持行业领先。2019 年公司研发投入达到 16.77 亿元。2020 年上半年，公司研发投入累计 10.66 亿元。公司在上半年发布了《隆基掺镓单晶硅片全面解决 PERC 组件光衰问题》的白皮书，解决了掺镓硅片成本偏高的问题，助力行业发展。同时，公司 perC 电池量产效率已经突破 23%，行业领先。同时，公司积极储备先进技术。对于 topcon、异质结等新技术，公司保持开放的态度。

图表 44 公司的研发投入在行业领先 (亿元)

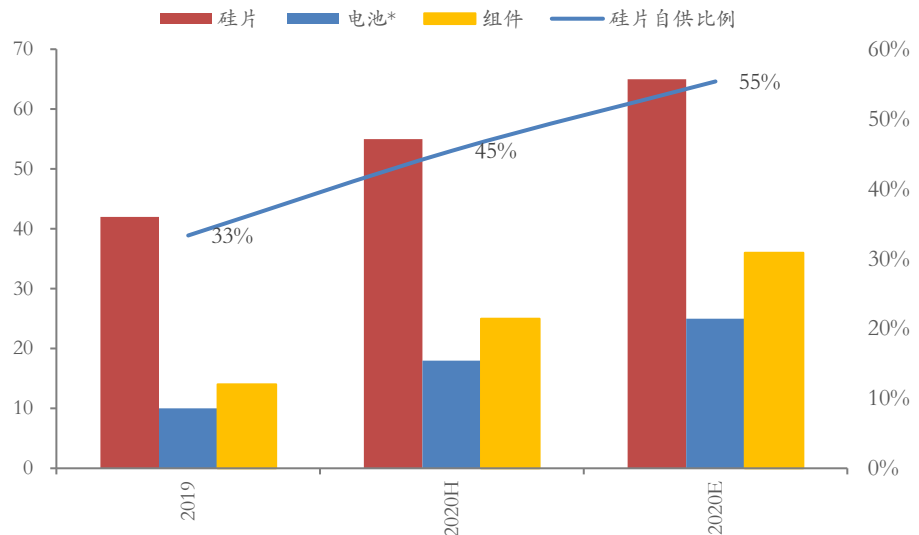


资料来源: wind, 华安证券研究所

5.3 一体化逐渐完善, 多年布局将迎来收获期

2014年10月公司切入电池/组件环节, 进行一体化布局。随着下游组件产能逐渐提升, 硅片自供比例将越来越高。预计2020年底组件产能和硅片产能分别为36/65GW。

图表 45 公司硅片自供比例逐渐提升 (GW)



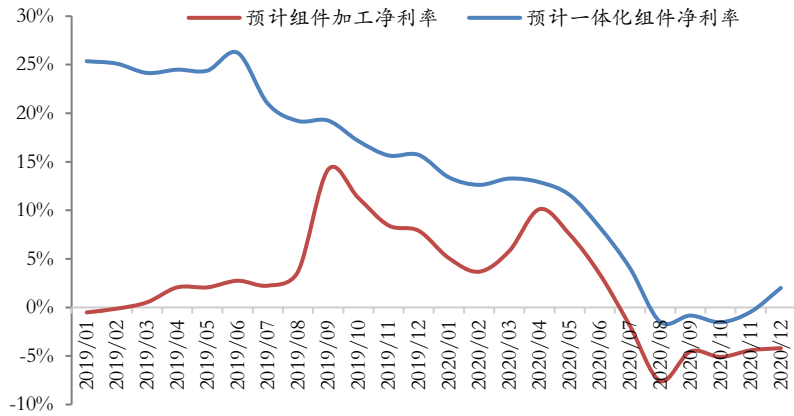
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

*电池产能来自华安证券研究所预测

我们认为, 一体化是行业未来的趋势。今年以来, 隆基和通威的合作关系加深, 在硅料布局上, 隆基增加了投资比例。同时, 通威和天合共同投建硅片、电池和组件产能。纵观目前的光伏行业龙头公司, 一体化布局的公司越来越多。我们认为, 一体化的主要优势在于:

1) **平滑企业盈利。**光伏作为典型的周期成长型行业，在扩产周期、季节性周期上具有波动性，导致产品价格波动较大，影响公司阶段性盈利。作为一体化企业，所有环节的盈利最终对应到组件端体现，能有效平滑行业的周期性。

图表 46 一体化组件的盈利情况较好



资料来源：华安证券研究所整理（以 158mm 数据作测算）

2) **利于行业降本。**光伏发展的主要动力来自于终端产品的不断降价，价格下降将提高电站的收益率，刺激需求增长。一体化企业将各个环节的利润压缩至组件端，价格上比单组件厂商更有优势，长期来说，有利于行业降本。以下是我们对于一体化组件厂商和单加工组件厂商的价格推算。假设各个环节的费用率和净利率均为 10%、其他非硅成本一致的情况下，推算出一体化组件的除税价格为 1.41 元/W，单加工组件的除税价格为 1.70 元/W，单加工组件的价格高出一体化 20.7%。

图表 47 一体化组件的盈利情况较好

一体化组件		单加工组件	
假设硅料价格为；元/KG	80	假设硅料价格为；元/KG	80
硅片成本；元/W	0.19	硅片含硅成本；元/W	0.19
硅片非硅成本；元/W	0.13	硅片非硅成本；元/W	0.13
电池非硅成本；元/W	0.20	假设费用率	10%
组件非硅成本；元/W	0.60	假设净利率	10%
假设费用率	10%	硅片价格（除税）；元/W	0.41
假设净利率	10%	电池非硅成本；元/W	0.20
组件价格（除税）；元/W	1.41	假设费用率	10%
		假设净利率	10%
		电池价格（除税）；元/W	0.76
		组件非硅成本；元/W	0.60
		假设费用率	10%
		假设净利率	10%
		组件价格（除税）；元/W	1.70

资料来源：华安证券研究所整理

- 3) 有利于改善产品性能。光伏产品需要经过四个环节的生产和加工，组件端可以直接接触客户，了解客户需求，为产品改良提供意见，并且迅速做出调整。

5.4 海外布局具备先发优势

从销售端，公司的产品销往多个国家和地区。主要销售地有美国、德国等。2020年上半年公司海外收入达到 76.5 亿元，占比 38%。其中海外销售产品主要是组件，预计公司生产的组件有 60%以上外售至海外地区。

我们认为，全球化布局具备以下好处：**1) 部分海外国家售价较高，盈利情况较好。**以美国为例，美国市场组件售价一般高出 50%，并且年需求高达 15-20GW，市场空间可观；**2) 全球化布局顺应行业发展。**目前中国需求占比 30%，未来行业“多点开花”。提前布局新兴市场有利于市场拓展；**3) 海外产能规避超额关税。**公司在马来西亚、越南的生产基地有利于规避加征关税，应对各种贸易风险。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

公司未来两年的业绩增长主要来自：1) 产能扩张，出货量增长；2) 公司非硅成本的不断下降；3) 产品效率提高，售价增速低于行业；4) 调整外销结构，提升整体单价。

假设硅片 2020/2021/2022 年出货量分别为 59.4/111.5/127.0 亿片，售价(除税)分别为 2.69/2.59/2.37 元/片，预计营收分别为 160/289/301 亿元。假设组件 2020/2021/2022 年出货量分别为 20.7/42.0/55.0GW，售价(除税)分别为 1.66/1.38/1.35 元/W，预计营收 553/918/1093 亿元。具体盈利预测如下：

图表 48 各环节盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
硅片				
出货量；亿片	47.0	59.4	111.5	127.0
单片售价(除税)；元/片	2.75	2.69	2.59	2.37
单片成本；元/片	1.86	1.85	1.86	1.76
含硅成本；元/片	1.06	1.05	1.16	1.06
非硅成本；元/片	0.80	0.80	0.7	0.7
单片毛利；元/片	0.88	0.84	0.73	0.61
营收；亿元	129.1	159.89	288.65	300.94
毛利；亿元	41.56	50.02	81.24	77.20
组件				
出货量；GW	7.39	20.68	42.00	55.00
单片售价(除税)；元/W	1.97	1.66	1.38	1.35
单片成本；元/W	1.47	1.26	1.12	1.03
含硅成本；元/W	0.40	0.33	0.31	0.28
电池非硅成本；元/W	0.32	0.27	0.21	0.19
组件非硅成本；元/W	0.75	0.66	0.60	0.56
单片毛利；元/W	0.50	0.41	0.26	0.32
营收；亿元	145.70	343.42	579.60	742.50
毛利；亿元	36.69	83.79	111.29	176.18
其他				
营收；亿元	54.17	50.00	50.00	50.00
毛利；亿元	16.83	15.00	15.00	15.00
合计				
营收；亿元	328.97	553.31	918.25	1093.44
毛利；亿元	95.08	148.81	207.53	268.38

资料来源：华安证券研究所整理

预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 553/918/1093 亿元，同比增长 68%/66%/19%；归母净利润 85/112/154 亿元，同比增长 62%/31%/37%。

6.2 估值与投资建议

光伏行业是一个既快又慢的行业。光伏行业的“快”在于，成本下降快、光伏产品的价格受变化快，导致企业阶段性盈利不可预测。光伏行业的“慢”在于，行业格局逐渐趋于稳定，龙头公司市占率已经提升到一定比例，在行业中具备话语权，能影响行业的变化。隆基作为行业的龙头公司，在制造端具备领先优势，同时公司向下游延伸。公司的一体化布局有助于降低成本、及时改善产品性能，而全球化布局顺应行业发展、及时响应客户需求。公司在近几年所做的布局，将在未来 2-3 年进入收获期，我们看好公司长期的竞争实力。

从光伏行业中挑选可比公司，2020/2021/2022 年平均 PE 分别为 49.7x/33.9x/26.5x。考虑到公司管理层优秀，作为行业龙头长期保持高增速、高盈利，我们认为公司估值应该具有一定溢价。给予公司 2021 年 PE 为 37x，对应市值 4147 亿元。给予“买入”评级。

图表 49 相关公司估值

代码	公司名称	EPS (元)			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002129.SZ	中环股份	0.46	0.67	0.85	58.64	40.13	31.41
600438.SH	通威股份*	1.07	1.20	1.57	35.55	31.63	24.26
002459.SZ	晶澳科技	0.99	1.42	1.77	47.93	33.52	26.76
300274.SZ	阳光电源	1.24	1.74	2.19	56.58	40.13	31.92
600732.SH	爱旭股份	0.36	0.74	0.99	49.74	24.12	17.98
平均值					49.69	33.91	26.47

资料来源：华安证券研究所整理（*通威股份盈利预测来自华安证券研究所，其他来自 wind 一致预期）

风险提示：

疫情恶化，全球经济活动受到重挫。疫情加剧可能影响光伏装机进度；

世界贸易保护主义加剧，中国产品出口受阻。目前光伏产品的出口比例较高，如果贸易保护主义越演越烈，产品出口可能受到影响；

国内外装机规模不及预期。光伏行业装机对公司业绩有直接影响，装机不及预期可能会导致公司订单减少。

公司扩产不及预期。公司扩产由多方面因素决定，资金、土地批复等问题可能影响公司扩产速度，进而影响公司出货量。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37367	57061	88585	116151	营业收入	32897	55331	91825	109344
现金	19336	27823	38798	61136	营业成本	23389	40450	71072	82506
应收账款	3826	6064	9560	10785	营业税金及附加	178	254	298	352
其他应收款	296	1131	1907	984	销售费用	1330	1937	3673	3827
预付账款	1031	1614	2832	3638	管理费用	971	1715	3030	3488
存货	6356	9938	18559	22421	财务费用	250	-531	-826	-1356
其他流动资产	6521	10491	16929	17187	资产减值损失	-501	-31	-21	-97
非流动资产	21937	25338	28436	32497	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1074	1324	1624	1904	投资净收益	240	55	404	109
固定资产	15467	17436	19523	22237	营业利润	6298	10517	13373	18429
无形资产	245	327	343	353	营业外收入	8	2	13	16
其他非流动资产	5151	6251	6945	8003	营业外支出	59	203	24	145
资产总计	59304	82400	117021	148647	利润总额	6247	10316	13373	18229
流动负债	24620	37511	58943	73608	所得税	690	1278	1511	2042
短期借款	854	961	567	67	净利润	5557	9038	11862	16187
应付账款	5602	10533	16380	19761	少数股东损益	278	491	652	819
其他流动负债	18163	26017	41996	53780	归属母公司净利润	5280	8547	11209	15368
非流动负债	6389	6816	7087	6950	EBITDA	8212	10920	12638	17335
长期借款	2509	2935	3207	3070	EPS (元)	1.40	2.27	2.97	4.07
其他非流动负债	3881	3881	3881	3881					
负债合计	31009	44327	66030	80558					
少数股东权益	666	1157	1809	2628					
股本	3772	3856	3856	3856					
资本公积	10462	10490	10949	11282					
留存收益	13395	21942	33152	48520					
归属母公司股东权	27629	36288	47957	63658					
负债和股东权益	59304	82400	117021	148647					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8158	12243	13947	27384
净利润	5280	8547	11209	15368
折旧摊销	1488	1273	1025	941
财务费用	181	162	165	142
投资损失	-240	-55	-404	-109
营运资金变动	447	1577	1278	9937
其他经营现金流	5835	7709	10605	6536
投资活动现金流	-2753	-4239	-3143	-4579
资本支出	-2684	-4424	-3447	-4732
长期投资	183	250	242	278
其他投资现金流	-252	-65	62	-125
筹资活动现金流	4560	483	171	-468
短期借款	167	107	-394	-500
长期借款	-150	426	272	-137
普通股增加	981	84	0	0
资本公积增加	5827	28	459	333
其他筹资现金流	-2265	-162	-165	-164
现金净增加额	9895	8488	10975	22338

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	49.6%	68.2%	66.0%	19.1%
营业利润	119.5%	67.0%	27.2%	37.8%
归属于母公司净利	106.4%	61.9%	31.1%	37.1%
获利能力				
毛利率 (%)	28.9%	26.9%	22.6%	24.5%
净利率 (%)	16.0%	15.4%	12.2%	14.1%
ROE (%)	19.1%	23.6%	23.4%	24.1%
ROIC (%)	17.5%	19.2%	18.4%	20.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.3%	53.8%	56.4%	54.2%
净负债比率 (%)	109.6%	118.4%	132.7%	121.5%
流动比率	1.52	1.52	1.50	1.58
速动比率	1.22	1.21	1.14	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.67	0.78	0.74
应收账款周转率	8.60	9.13	9.61	10.14
应付账款周转率	4.18	3.84	4.34	4.18
每股指标 (元)				
每股收益	1.40	2.27	2.97	4.07
每股经营现金流	2.16	3.25	3.70	7.26
每股净资产	7.33	9.62	12.71	16.88
估值比率				
P/E	17.74	41.24	31.44	22.94
P/B	3.39	9.71	7.35	5.54
EV/EBITDA	9.77	31.04	25.94	17.59

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行研经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融复合背景，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。