

# 签订硅料大单，保障需求增长

2018年7月30日

## 事项

❖ 公司公告，与隆基股份附属公司签署销售多晶硅料框架协议，约定将于2019年1月至2021年12月期间向隆基附属公司销售原生多晶硅91080吨，隆基附属公司将按月根据其需求订立个别订单采购原生多晶硅料，订单价格每月协商确定。对此，我们点评如下。

## 评论

❖ 延续锁量不锁价长单模式，公司规模优势凸显。此前隆基股份分别于今年2月、4月和5月，与OCI、大全新能源和通威股份各自签订为期三年左右的长单，销售总量分别为6.46万吨、3.96万吨和5.5万吨。此次公司与隆基附属公司订单硅料总销售规模达91080吨，其中，2019年合计销售数量25080吨，2020年合计销售数量30000吨，2021年合计销售数量36000吨，延续了此前锁量不锁价的订单模式，且在隆基同各家供应商签订的长单中销售数量最大，进一步验证了公司的产品竞争优势与下游客户认可度。

❖ 硅料需求确定，强力支撑产能扩张。按中国有色金属工业协会硅业分会公布的7月第二周多晶硅一级致密料均价8.81万元/吨（含税）测算，本次销售协议总金额预计80.24亿元（含税），占公司2017年度营业收入70.1%。目前公司多晶硅实际产能接近3.5万吨/年，位列全国第二、全球第四；同时，公司持续推进3.6万吨新产能投资建设，计划于2019年中建成投产，届时总产能将增至7万吨左右，生产成本有望降至4万元/吨以下，成本与质量优势将进一步提升。我们预计本次合同销售数量将占公司未来三年多晶硅料产能的40%左右，占单晶用料产能约70%，产能需求将得到充分支撑。

❖ 硅料需求回稳，公司作为行业龙头将受益于行业洗牌。“531”光伏新政以来，国内光伏需求出现断崖式下跌，硅料价格迅速触底，行业由粗放式增长进入深度调整期。随着光伏成本加速下降，国内平价与海外项目需求逐步放量，以及政策补丁陆续出台，目前行业已现触底回暖迹象。据Solarzoom统计，截至7月27日，国产多晶硅一级致密料均价首次出现周度同比回升，报96元/kg，较上周上升1元/kg。此次公司签订硅料大单，在保障自身增长动力同时，释放行业企稳积极信号，光伏行业仍具备长期内生竞争力和高成长空间。公司作为行业一梯队龙头企业，具备显著的成本和技术优势，有望受益于行业洗牌，享受未来全球需求空间和市占率的双重提升。

❖ 风险提示：光伏增长不及预期，成本下降不及预期，硅料价格持续下降等。

❖ 盈利预测及估值：受光伏新政出台后行业需求及产品价格下滑影响，我们调整公司2018-20年EPS预测为1.06/1.28/1.55元（原为1.30/1.57/1.90元），对应PE为6/5/4倍，2018年8倍PE对应目标价8.48元（9.73港元），维持公司“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,033	11,510	12,518	14,361	16,436
营业收入增长率	26.75%	-4.35%	8.76%	14.72%	14.45%
净利润(百万元)	801	1,071	1,106	1,336	1,615
净利润增长率	30.94%	33.64%	3.29%	20.79%	20.89%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.77	1.02	1.06	1.28	1.55
毛利率%	16.85%	22.44%	21.92%	22.74%	23.51%
净资产收益率 ROE%	9.70%	11.63%	10.96%	11.96%	12.94%
每股净资产(元)	7.95	8.86	9.72	10.75	12.02
PE	9	7	6	5	4
PB	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年7月27日收盘价



## 买入（维持）

当前价：7.88 港元

目标价：9.73 港元

## 中信证券研究部

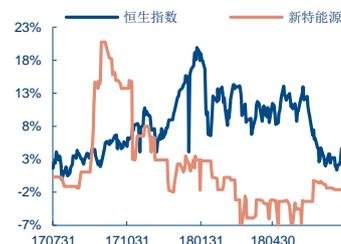
弓永峰

电话：010-60836758

邮件：gongyongfeng@citics.com

执业证书编号：S1010517070002

## 相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 主要数据

恒生指数	28781.14 点
总股本/港股流通股本	1,045.01/313.48 百万股
近12月最高/最低价	9.98 港元/7.68 港元
近1月绝对涨幅	-1.01%
近6月绝对涨幅	-4.36%
今年以来绝对涨幅	-0.86%
12个月日均成交额	0.04 百万港元

## 相关研究

1. 新特能源 (01799.HK) 投资价值分析 报告—多晶硅龙头发力，拓展风光资源运营(2018-05-04)
2. 新特能源 (01799.HK) 2017 年年报点评—业绩符合预期，硅料利润大增 (2018-03-29)

## 利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,033	11,510	12,518	14,361	16,436
营业成本	10,005	8,928	9,774	11,096	12,572
毛利率	16.85%	22.44%	21.92%	22.74%	23.51%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	364	403	375	416	476
营业费用率	3.03%	3.50%	2.99%	2.89%	2.89%
管理费用	594	654	624	717	820
管理费用率	4.93%	5.69%	4.99%	4.99%	4.99%
财务费用	222	270	514	610	712
财务费用率	1.85%	2.34%	4.11%	4.25%	4.33%
投资收益	2	(4)	0	(1)	(2)
营业利润	862	1,218	1,207	1,495	1,818
营业利润率	7.16%	10.58%	9.64%	10.41%	11.06%
营业外收入	86	0	75	54	43
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	948	1,218	1,282	1,549	1,860
所得税	142	144	168	206	237
所得税率	14.93%	11.85%	13.12%	13.30%	12.75%
少数股东损益	5	3	8	7	8
归属于母公司股东的净利润	801	1,071	1,106	1,336	1,615
净利率	6.66%	9.30%	8.83%	9.30%	9.83%

## 现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	948	1,218	1,282	1,549	1,860
所得税支出	-142	-144	-168	-206	-237
折旧和摊销	562	628	1,241	1,241	1,241
营运资金的变化	-1,622	-1,014	-44	-1,023	-871
其他经营现金流	29	1,077	538	637	749
经营现金流合计	-225	1,764	2,849	2,198	2,742
资本支出	-2,677	-1,828	-2,326	-5,045	-2,143
投资收益	2	-4	0	-1	-2
其他投资现金流	324	3,132	0	0	0
投资现金流合计	-2,351	1,300	-2,326	-5,046	-2,145
发行股票	149	0	0	0	0
负债变化	14,575	13,632	658	3,736	1,016
股息支出	-188	-219	-219	-261	-301
其他融资现金流	-12,929	-12,445	-514	-610	-712
融资现金流合计	1,607	968	-75	2,865	3
现金及现金等价物净增加额	-969	4,032	448	17	600

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,898	2,317	2,765	2,782	3,382
存货	4,401	3,875	4,641	4,981	5,690
应收账款	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,610	9,761	9,879	11,076	12,701
流动资产	13,909	15,952	17,286	18,839	21,773
固定资产	11,984	13,059	13,818	14,577	18,337
长期股权投资	94	114	114	114	114
无形资产	547	558	884	929	1,072
其他长期资产	1,278	1,983	1,983	4,983	1,983
非流动资产	13,903	15,713	16,798	20,603	21,505
资产总计	27,813	31,665	34,084	39,442	43,279
短期借款	3,432	4,794	5,453	9,189	10,205
应付账款	6,935	7,277	8,101	8,644	10,154
其他流动负债	2,435	3,388	3,430	3,427	3,415
流动负债	12,803	15,459	16,984	21,260	23,774
长期借款	6,337	6,488	6,488	6,488	6,488
其他长期负债	362	457	457	457	457
非流动性负债	6,698	6,945	6,945	6,945	6,945
负债合计	19,501	22,404	23,929	28,205	30,719
股本	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
资本公积	7,215	8,162	8,162	8,162	8,162
归属于母公司所有者权益合计	8,260	9,207	10,094	11,169	12,483
少数股东权益	51	53	61	68	76
股东权益合计	8,312	9,260	10,155	11,237	12,559
负债股东权益总计	27,813	31,665	34,084	39,442	43,279

## 主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	26.75%	-4.35%	8.76%	14.72%	14.45%
营业利润	51.40%	41.34%	-0.92%	23.91%	21.54%
净利润	30.94%	33.64%	3.29%	20.79%	20.89%
毛利率	16.85%	22.44%	21.92%	22.74%	23.51%
EBITDA Margin	11.90%	15.67%	-37.96%	12.01%	12.17%
净利率	6.66%	9.30%	8.83%	9.30%	9.83%
净资产收益率	9.70%	11.63%	10.96%	11.96%	12.94%
总资产收益率	2.88%	3.38%	3.24%	3.39%	3.73%
资产负债率	64.89%	63.44%	70.21%	71.51%	70.98%
所得税率	14.93%	11.85%	13.12%	13.30%	12.75%
股利支付率	23.49%	20.50%	23.59%	22.53%	22.21%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的行业指数相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。