



Research and
Development Center

路线明确坚定扩产，盈利能力不断回升

—— 隆基股份（601012.SH）跟踪报告

2019年5月10日

刘 强 分析师
陈 磊 研究助理

路线明确坚定扩产，盈利能力不断回升

2019年5月10日

本期内容提要：

- ◆ **产能释放推动业绩增长，毛利率水平持续改善。**2018年，得益产能释放，公司硅片和组件产能分别达28和8.8GW，出货量增长推动公司实现营收219.9亿元，同比增长34%，在政策变化导致产品价格大幅下降背景下，公司持续降本增效，硅片拉晶和切片环节非硅成本同比下降10%和28%，一定程度对冲了产品价格下降，最终实现归母净利润25.6亿元，同比下降28%。2019Q1，海外需求推动公司产品出货量持续增长，实现营收57.1亿元，同比增长64.6%，毛利率延续2018Q4以来回升趋势，扣除电站转让等投资收益对归母净利润的影响，公司调整后归母净利润同比增长83.6%。
- ◆ **一季度现金流向好，产能建设充实资产负债表。**2019Q1公司实现经营活动现金流9.38亿元，同比环比均大幅改善，主要受：一季度公司净利润稳步增长；国内组件订单增长，预收账款增加；以及产能建设提速，设备及工程款等导致应付项目增长所致。随着云南、银川硅棒/硅片项目逐步转固，公司固定资产规模增长。
- ◆ **海外强劲需求拉动组件销量增长，政策落地国内装机逐步启动。**2018全球光伏装机108GW，在国内装机下滑约9GW背景下，全球装机同比增长9.3%。2019Q1海外装机推动国内需求淡季不淡，一季度我国组件出口约15GW，环比增长29%，全年全球装机有望实现125GW，增长16%。同时，国内2019补贴政策逐步落地，技术领跑及部分有指标未建项目仍有630抢装动力。针对竞价项目，我们测算度电补贴在0.07元/KWh时项目收益率可达8%，对应约30GW装机规模，加上平价、户用及扶贫项目，预计全年装机规模仍在40GW左右。
- ◆ **单晶趋势确立，公司作为行业龙头持续降本增效同时坚定扩充产能。**我们认为，目前单晶PERC路线在转换效率方面仍有提升空间，同时下一代电池路线在成本、技术及专利等方面仍有瓶颈，单晶PERC仍是近几年主流路线。同时，行业部分老产能、技改产能等在成本、效率及良率方面与优质产能仍有差距，在国内补贴不按季度退坡背景下，需求旺季高端产能供应仍趋紧张。公司坚定产能扩充，2021年规划硅片、电池片和组件产能分别达65、20和30GW，持续巩固产业链龙头地位。
- ◆ **盈利预测与估值。**我们预计公司2019-2021年分别实现营收307.46、430.63和527.32亿元，同比分别增长39.8%、40.1%和22.5%，实现归母净利润39.60、57.16和65.94亿元，同比分别增长54.8%、44.3%和15.4%，摊薄每股收益为1.09、1.58和1.82元/股。以2019年5月9日收盘价计算，对应PE分别为20、14和12倍。下半年国内、国外光伏装机需求共振，叠加平价时代到来，公司作为光伏行业龙头坚定扩产固定自身优势，维持对公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**政策支持不及预期风险；产能建设不及预期风险；海外市场需求不及预期风险等。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

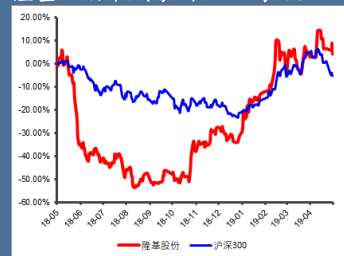
公司研究——跟踪报告

隆基股份（601012.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.02.25

隆基股份相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.05.09）

收盘价(元)	22.36
52周内股价波动区间(元)	9.51-25.50
最近一月涨跌幅(%)	2.05
总股本(亿股)	36.24
流通A股比例(%)	99.75
总市值(亿元)	810.38

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005
联系电话：+86 10 83326707
邮箱：liuqiang1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326706
邮箱：chenleia@cindasc.com

相关研究

《隆基股份（601012.SH）平价上网新周期，单晶航母再启航》
2018.12

《隆基股份（601222）：Q4业绩环比大幅增长，盈利能力有望持续改善》
2019.01

《隆基股份（601012.SH）：提价扩产，彰显寡头地位》
2019.02

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	16,362.28	21,987.61	30,746.24	43,063.24	52,731.99
增长率 YoY %	41.90%	34.38%	39.83%	40.06%	22.45%
归属母公司净利润(百万元)	3,564.53	2,557.96	3,960.17	5,715.84	6,594.30
增长率 YoY%	130.38%	-28.24%	54.82%	44.33%	15.37%
毛利率%	32.27%	22.25%	25.51%	25.50%	25.16%
净资产收益率 ROE%	29.35%	16.69%	21.65%	24.86%	22.63%
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.71	1.09	1.58	1.82
市盈率 P/E(倍)	23	32	20	14	12
市净率 P/B(倍)	5.71	4.93	4.03	3.14	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2019年05月09日收盘价

目录

一、路线明确坚定扩产，盈利能力不断回升.....	1
二、一季度现金流向好，产能建设充实资产负债表.....	5
三、国内外需求共振，公司持续降本增效，坚定产能扩充.....	8
3.1 海外强劲需求拉动国内组件销量增长.....	8
3.2 国内政策落地符合预期，装机逐步放量.....	9
3.3 硅片环节单晶趋势确立，行业龙头持续降本增效，格局清晰.....	10
3.4 硅料价格企稳，对硅片价格形成支撑.....	12
四、盈利预测及估值.....	13
五、风险因素.....	13

表目录

表 1: 公司重要在建工程及投产时间.....	8
表 2: 2019 年光伏申报电价竞价折算办法.....	9
表 3: 光伏电站全投资收益率对单位投资及度电补贴敏感性分析.....	10
表 4: 不同电池片发展路线对比.....	11

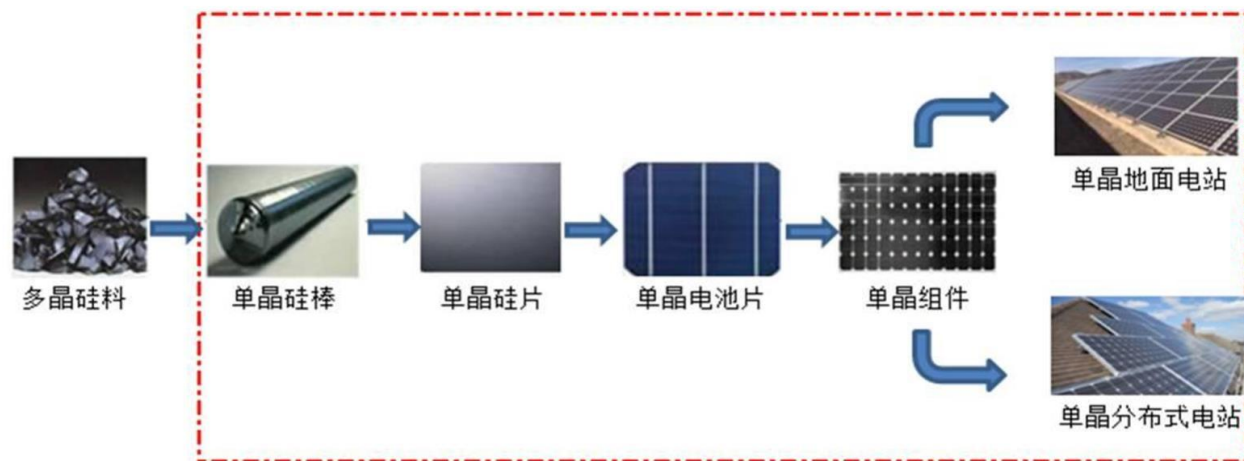
图目录

图 1: 公司在产业链中所从事业务范围.....	1
图 2: 公司历年营收及同比变化情况.....	2
图 3: 公司历年归母净利润及同比变化情况.....	2
图 4: 公司历年毛利率及净利率变化情况.....	2
图 5: 公司历年期间费用率变化情况.....	2
图 6: 公司分业务营收占比情况.....	3
图 7: 公司分业务毛利率变化情况.....	3
图 8: 公司历年硅片销量及同比变化.....	3
图 9: 公司历年组件销量及同比变化.....	3
图 10: 公司国内及海外营收及变化情况.....	4
图 11: 公司分季度营收及同比变化.....	4
图 12: 公司分季度归母净利润及同比变化.....	4
图 13: 公司分季度毛利率及净利率变化情况.....	5
图 14: 公司分季度 ROE 及 ROA 变化情况.....	5
图 15: 公司分季度期间费用率变化情况.....	5
图 16: 公司应收账款及票据变化情况.....	6
图 17: 公司应付账款和票据变化情况.....	6
图 18: 公司预收账款变化情况.....	6
图 19: 公司预付账款变化情况.....	6
图 20: 公司存货变化情况.....	7
图 21: 公司分季度存货周转天数变化情况.....	7
图 22: 公司经营活动现金流变化情况.....	7
图 23: 公司货币资金变化情况.....	7
图 24: 公司在建工程变化情况.....	8
图 25: 公司固定资产变化情况.....	8
图 26: 我国分月份光伏组件出口数量 (单位: GW).....	9
图 27: 全球光伏装机规模预测 (单位: GW).....	9
图 28: 硅片龙头扩产计划 (单位: GW).....	11
图 29: 公司各业务扩产计划 (单位: GW).....	11
图 30: 公司历年硅片非硅成本下降路径 (元/片).....	12
图 31: 国产一级硅料主流价 (美元/千克, 含税).....	13
图 32: 公司硅片价格变化.....	13

一、路线明确坚定扩产，盈利能力不断回升

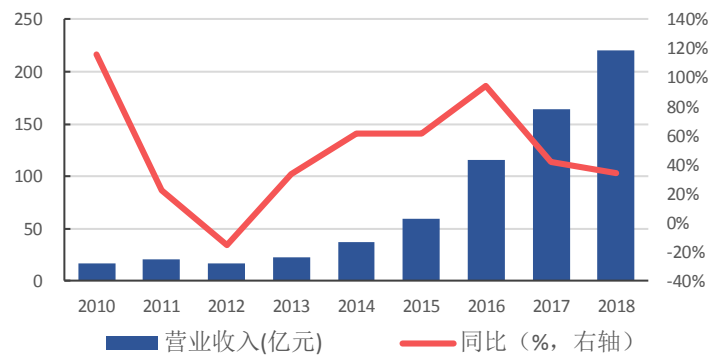
公司 2006 年确定专业化太阳能单晶硅片生产商的战略定位，并在 2006-2014 年间专注于单晶硅片技术突破及成本管控，2015 年成长为全球最大的单晶硅片制造商。之后，公司开始向下游电池片、组件和光伏电站领域拓展，引领单晶市占率提升。目前，公司业务已覆盖产业链中制造端的硅片、电池片、组件和下游光伏电站等环节，截至 2018 年底硅片、电池和组件产能分别达 28.6、4.0 和 8.9GW。并持有电站 975MW。

图 1：公司在产业链中所从事业务范围

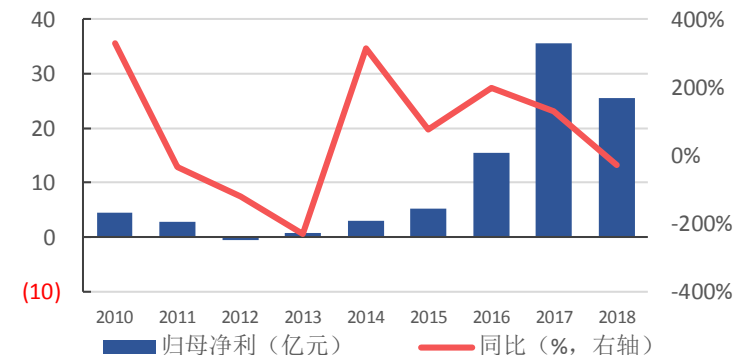


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

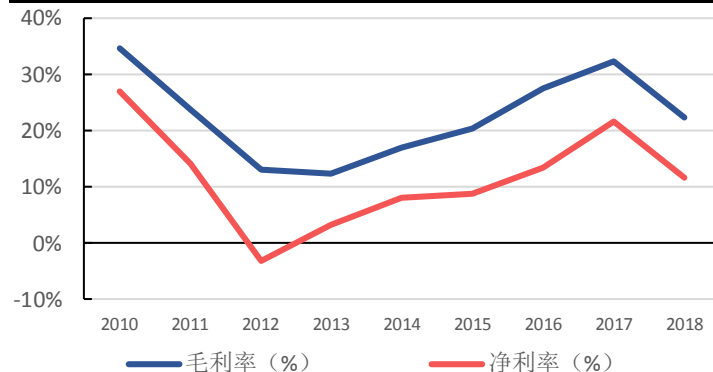
2018 年，公司主要产品硅片、组件出货量大幅增长，推动公司实现营收 219.88 亿元，同比增长 34.38%，公司持续推进降本增效，但受行业政策变化影响，产品价格出现较大幅度下降，公司整体毛利率由 32.27% 下降至 22.25%。公司期间费用率小幅增长，主要受运杂费、质保金等增加导致销售费用率提升所致。最终公司实现归母净利 25.58 亿元，同比下降 28.24%。

图 2：公司历年营收及同比变化情况


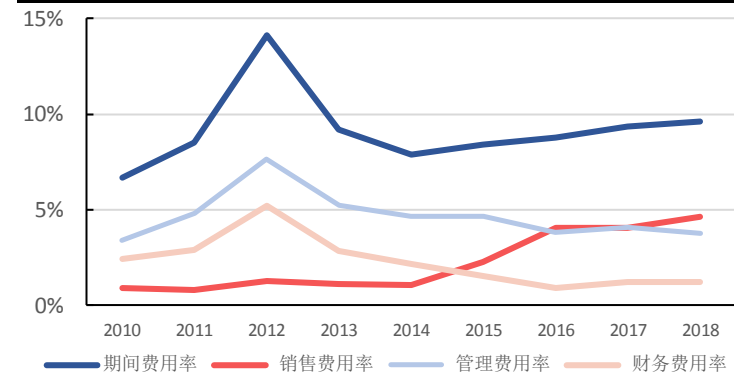
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司历年归母净利润及同比变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

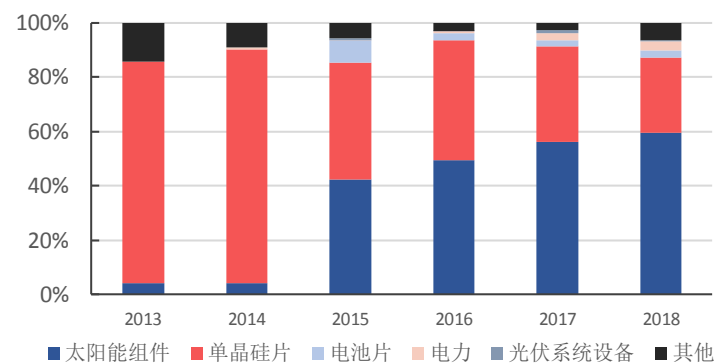
图 4：公司历年毛利率及净利率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

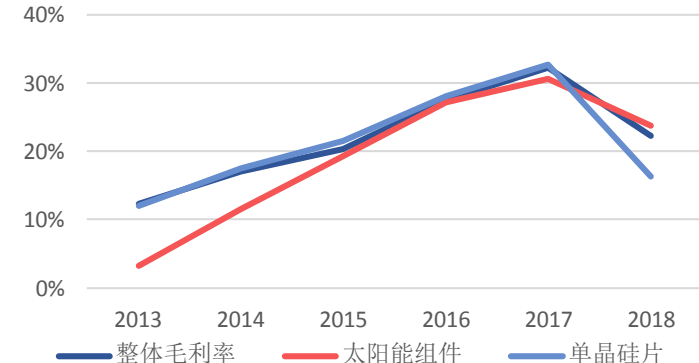
图 5：公司历年期间费用率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

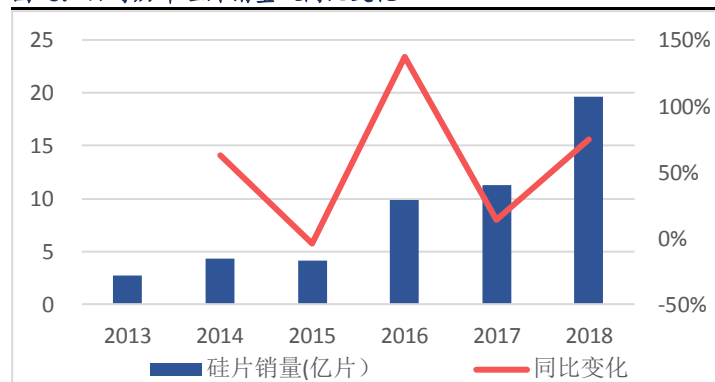
分业务来看，得益新增产能释放及技改项目完成，公司硅片和组件产能在2018年底分别达到28GW和8.8GW。2018年公司硅片出货34.83亿片，同比增长59%，其中对外销售19.66亿片，同比增长75%。单晶电池组件出货7GW，同比增长50%，其中对外销售5.99GW，同比增长71%。2018年受政策变化，光伏产业链产品价格出现较大幅度下跌，对公司盈利能力产生一定影响，但公司持续推进降本增效，拉晶环节平均单位非硅成本同比下降10.49%，切片环节平均单位非硅成本同比下降27.81%，PERC电池平均转换效率达22.2%，一定程度上缓解了产品价格下降的压力。公司硅片业务实现营收61.16亿元，同比增长6.31%，毛利率16.27%，同比下降16.44ppt；组件业务营收130.91亿元，同比增长42.68%，毛利率23.83%，同比下降6.87ppt。

图 6：公司分业务营收占比情况


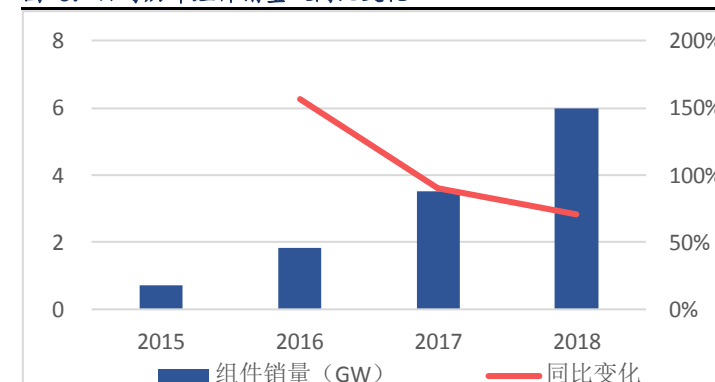
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司分业务毛利率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

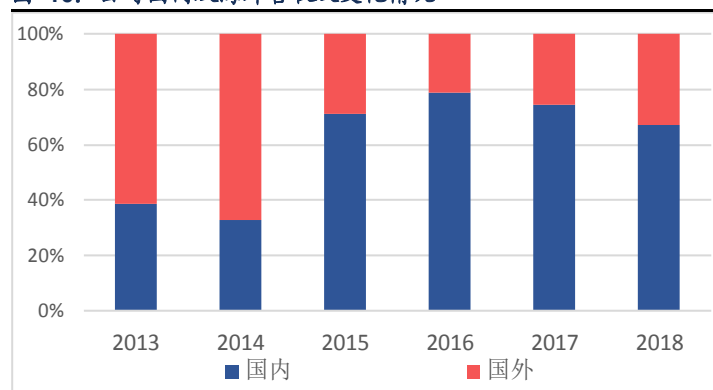
图 8：公司历年硅片销量及同比变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司历年组件销量及同比变化


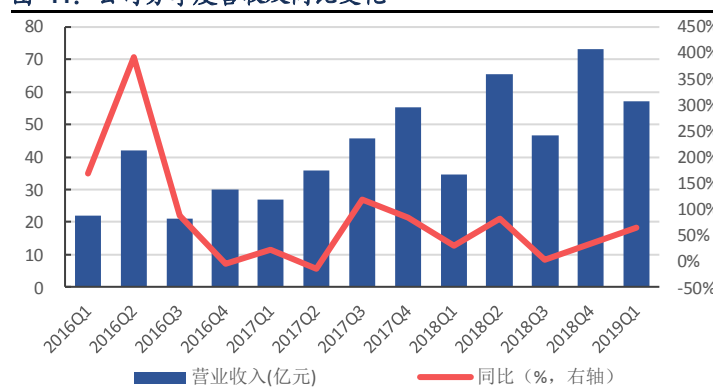
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着公司组件业务规模扩大并在海外市场开拓，以及 2018 年下半年海外市场支撑光伏制造端需求，公司在海外市场营收规模逐年扩大，2018 年公司海外市场实现营收 71.90 亿元，同比增长 72%，占总营收的比重由 2016 年的 21% 提升至 33%。

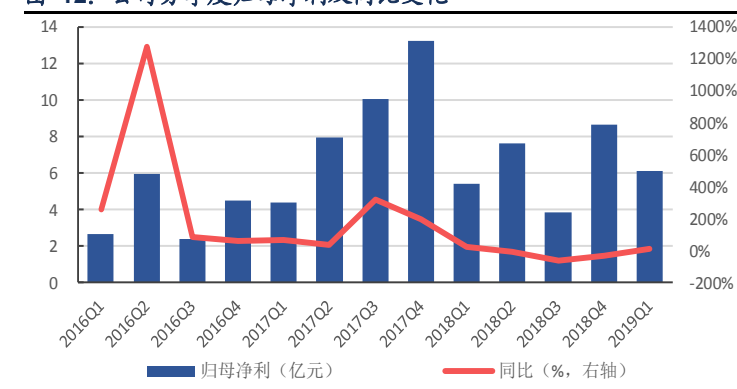
图 10: 公司国内及海外营收及变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

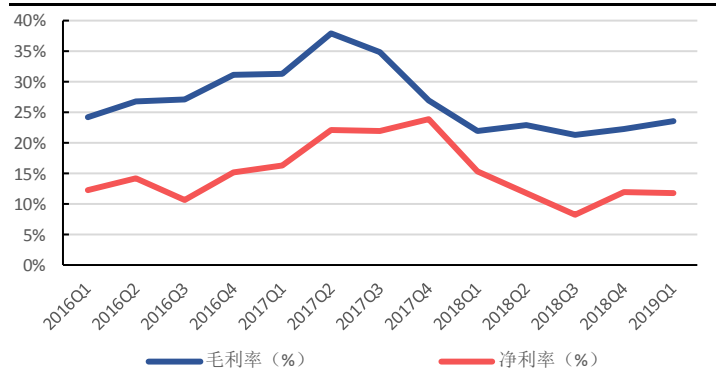
2019 年一季度, 海外市场装机支撑需求淡季不淡, 公司硅片和组件出货量持续增长, 推动公司实现营收 57.11 亿元, 同比增长 64.56%, 实现毛利率 23.54%, 自 2018Q4 以来持续回升, 环比增长 1.29ppt。公司一季度实现投资收益 1.08 亿元, 环比减少 60%, 我们认为主要受公司电站转让节奏影响。最终公司实现归母净利 6.11 亿元, 同比增长 12.54%。

图 11: 公司分季度营收及同比变化


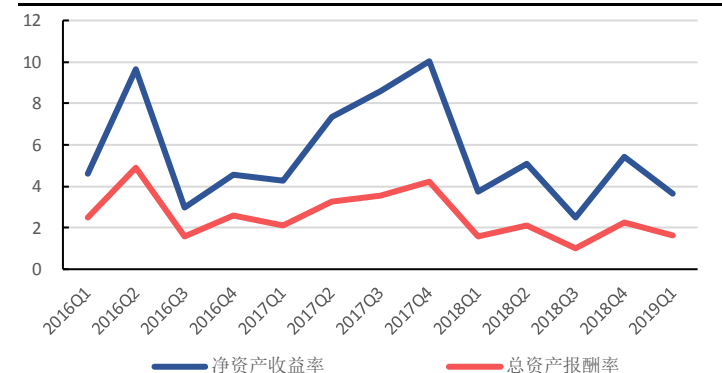
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 公司分季度归母净利及同比变化


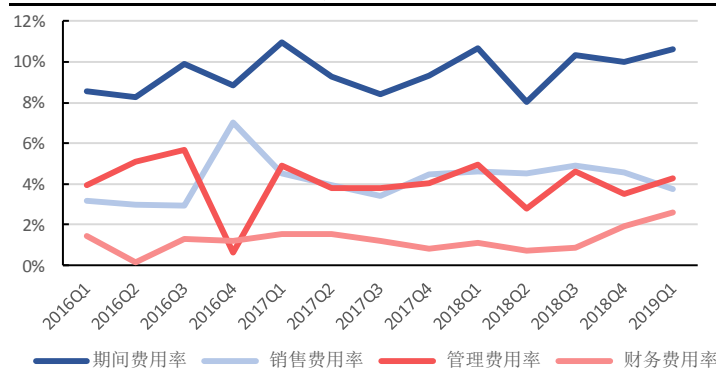
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 公司分季度毛利率及净利率变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司分季度 ROE 及 ROA 变化情况


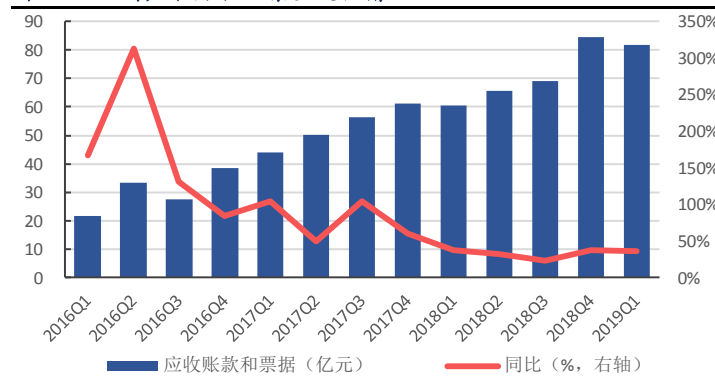
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 公司分季度期间费用率变化情况


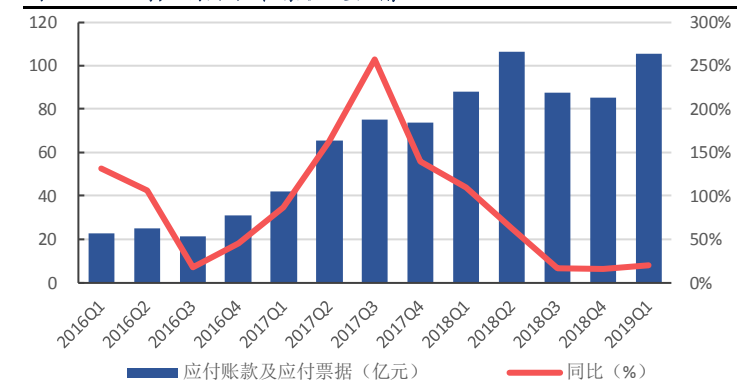
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、一季度现金流向好，产能建设充实资产负债表

随着组件销售规模扩大，特别是 2018Q4-2019Q1 海外市场组件销售规模扩大，海外收入确认周期长于国内收入确认周期，导致公司应收账款规模有所增长。公司持续扩大硅片及组件产能，设备及工程款等增加导致应付项目增长。

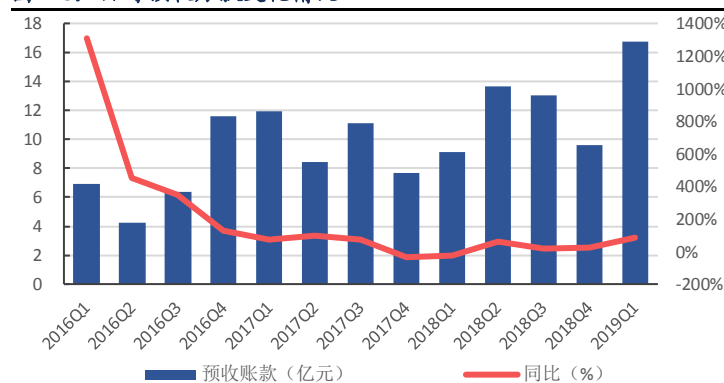
图 16: 公司应收账款及票据变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

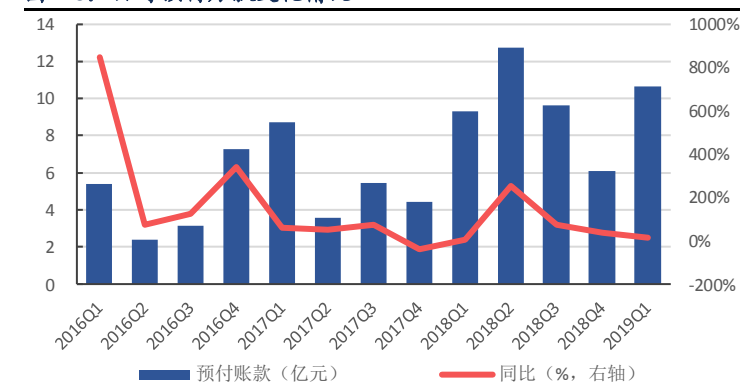
图 17: 公司应付账款和票据变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着 2019 年下半年国内市场装机启动, 组件订单增长, 公司预收账款在 2019Q1 有所增长; 公司为保障原材料硅料等供应, 长单合同预付增长, 预付账款有所增长。

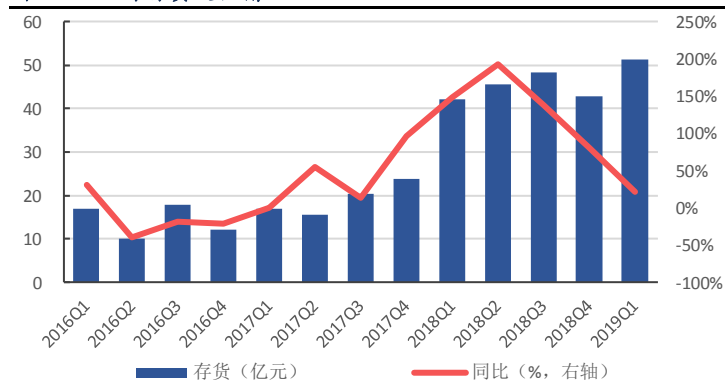
图 18: 公司预收账款变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

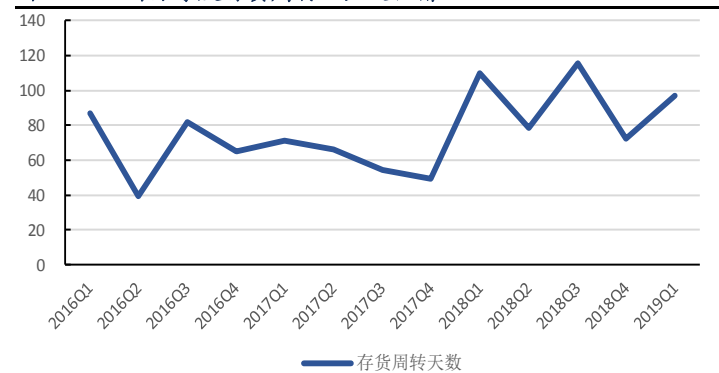
图 19: 公司预付账款变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受组件海外市场销售占比提升影响, 收入确定时点晚于国内, 库存商品及发出商品规模扩大导致存货规模扩大, 2019Q1 存货周转天数环比小幅提升至 97 天, 但同比有一定下降。

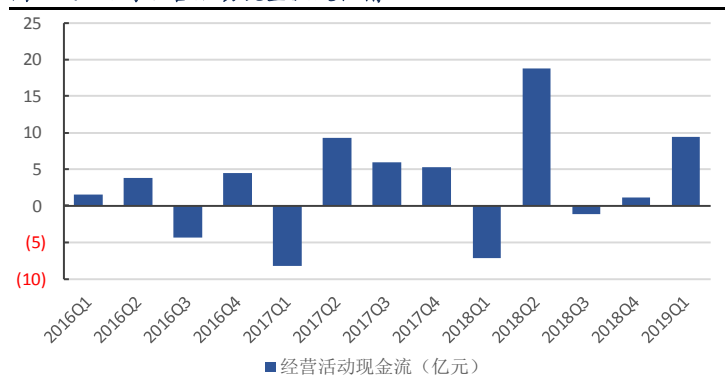
图 20: 公司存货变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

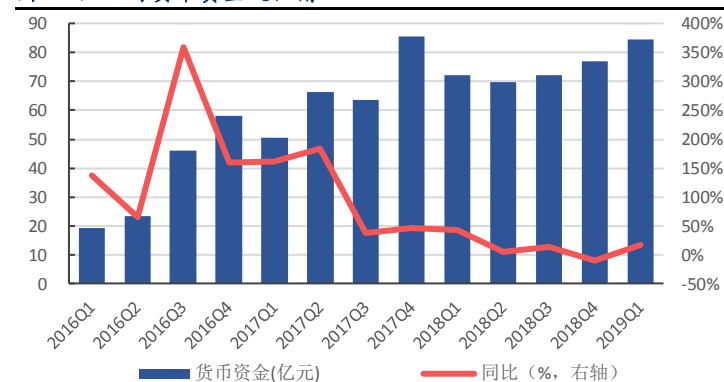
图 21: 公司分季度存货周转天数变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

整体来看, 2019Q1 公司净利润稳步增长, 应付账款及票据、预收账款等项目环比增长, 公司 2019 年一季度实现经营活动现金流 9.38 亿元, 环比大幅提升, 货币资金余额提升至 84.39 亿元。

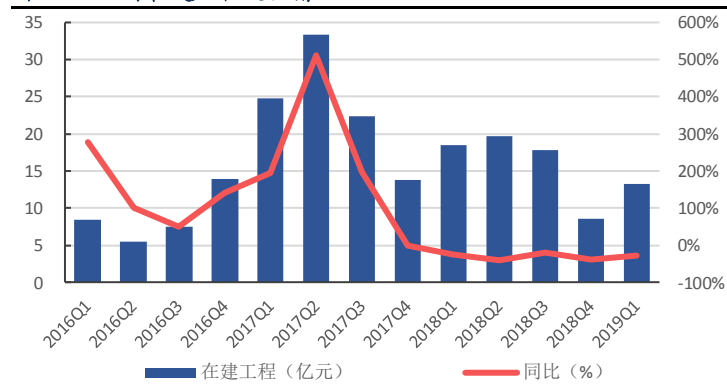
图 22: 公司经营活动现金流变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

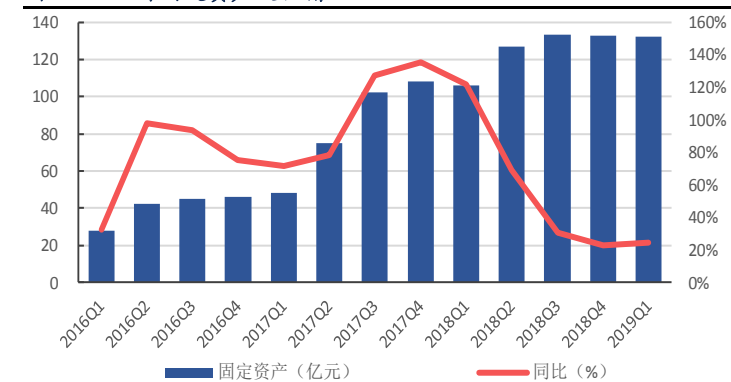
图 23: 公司货币资金变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着公司云南硅棒/硅片项目、银川硅棒/硅片项目及部分电站项目逐步转固, 公司在建工程规模在 2018Q4 下降, 2019Q1 有所回升。公司持续推进硅片及组件产能扩张, 固定资产规模同比增长。

图 24: 公司在建工程变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 公司固定资产变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1: 公司重要在建工程及投产时间

产品	在建项目	投产/达产日期
硅棒/硅片		
	保山 6GW 单晶硅棒项目	2020Q2 达产
	丽江 6GW 单晶硅棒项目	2020.05 达产
	楚雄 10GW 单晶硅片项目	2020.03 达产
	银川 15GW 单晶硅棒、硅片项目	2020H2 投产
电池		
	宁夏乐叶 5GW 电池项目	2019.06 投产
	古晋电池二期 1GW 项目	2019.09 投产
	银川 3GW 单晶电池项目	2020H1 投产
组件		
	滁州乐叶 5GW 组件项目	2019.03 投产

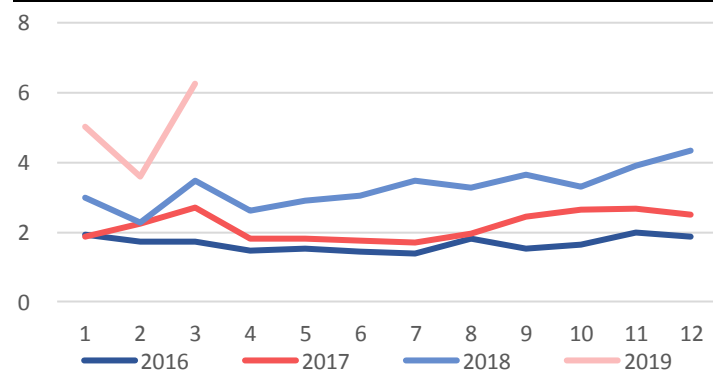
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三、国内外需求共振, 公司持续降本增效, 坚定产能扩充

3.1 海外强劲需求拉动国内组件销量增长

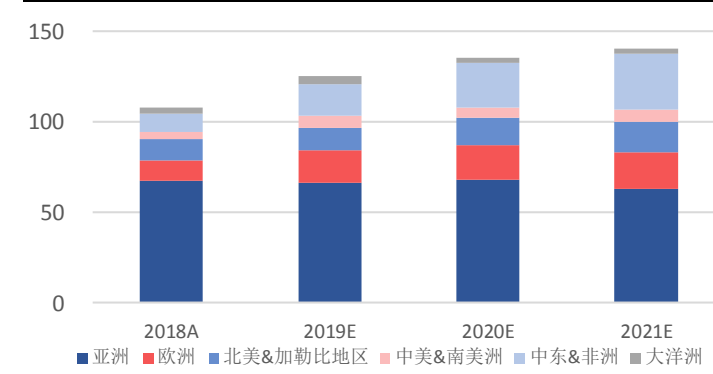
2018年，受国内531政策等因素影响，光伏制造端产品价格大幅下降，装机成本下降推动海外光伏装机规模增长。据彭博新能源财经数据，2018年全球光伏装机108GW，在国内装机同比下滑约9GW背景下，全球光伏装机规模同比增长9.3%。2018Q4-2019Q1，海外市场装机规模增长推动国内组件需求淡季不淡。2019年一季度，我国组件出口14.9GW，同比增长70.1%，环比增长28.9%。随着平价时代来临，新兴市场装机启动及传统市场稳步增长，2019-2021年中性情形下全球光伏装机有望分别达125、135和140GW，年复合增速9%。

图 26: 我国分月份光伏组件出口数量 (单位: GW)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 全球光伏装机规模预测 (单位: GW)



资料来源: BNEF, 信达证券研发中心

3.2 国内政策落地符合预期，装机逐步放量

国内来看，2019年光伏装机将按平价项目和竞价项目并行配置，针对竞价项目，意见稿明确将光伏装机项目分为五类，分别为光伏扶贫、户用光伏、普通电站、工商业分布式、专项及示范项目，安排30亿元对新建光伏项目进行补贴。其中光伏扶贫不占补贴；户用光伏占7.5亿元补贴，折合3.5GW；其余项目在全国竞价，将申报电价折算为统一电价在全国排序，合计占用22.5亿元补贴。

表 2: 2019 年光伏申报电价竞价折算办法

项目类型	类别	竞价电价确定方式
普通电站与全额上网分布式电站		
	I类资源区	申报电价
	II类资源区	申报电价-0.05元/千瓦时
	III类资源区	申报电价-0.15元/千瓦时

自发自用、余电上网分布式电站

所在省燃煤电价小于 0.3 元/KWh	申报电价
所在省燃煤电价大于等于 0.3 元/KWh	申报电价-燃煤标杆电价+0.3

资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

我们建立光伏电站全投资收益率模型对补贴强度进行测算，假设电站单位投资 4 元/W，利用小时数为 1100h，无弃光，无补贴拖欠，度电补贴在 0.07 元/KWh 时，项目收益率在 8%。以此利用小时数及补贴水平测算，22.5 亿元对应约 30GW 装机规模。

表 3：光伏电站全投资收益率对单位投资及度电补贴敏感性分析

		单位投资				
8.0%		4.4	4.2	4	3.8	3.6
度	0.02	5.3%	5.8%	6.3%	6.9%	7.6%
电	0.04	5.9%	6.5%	7.0%	7.6%	8.3%
补	0.06	6.6%	7.1%	7.7%	8.3%	9.0%
贴	0.08	7.2%	7.8%	8.4%	9.0%	9.7%

资料来源：信达证券研发中心

从光伏扶贫项目来看，目前国家共下达两批“十三五”光伏扶贫项目计划，其中第一批于 2017 年尾下达，涉及装机规模 4.19GW；第二批于 2019 年 4 月下达，涉及装机规模 1.67GW，同时政策规定第一批应于 2019 年二季度末全容量并网，第二批应于 2019 年底前全容量并网。

从平价项目来看，2019 年平价项目分为直接申报平价项目和老项目转平价项目两类，针对申报的平价项目，目前行业内已有 7GW 以上的平价项目申报；针对老项目转平价项目，政策明确电网将按第一优先级消纳，在明确未来弃光率低于 5% 背景下，部分建造成本较低，提前并网的项目仍有一定动力转为平价项目。

2019 年光伏电价政策文件中提到，已纳入财政补贴规模并确定业主，尚未确定上网电价的集中式光伏电站在 2019 年 6 月底前并网可享受 2018 年下半年光伏电价政策，叠加技术领跑者需求，国内光伏装机有望在 6 月起逐步起量。

3.3 硅片环节单晶趋势确立，行业龙头持续降本增效，格局清晰

根据光伏行业协会数据，2018 年国内单晶 PERC 电池片市占率为 33.5%，2019 年占比将超过一半，达 50.6%，2021 年进一步提升至 60.8%。我们认为目前在全产业链降本提效背景下，单晶趋势确立。同时，由于单晶 PERC 路线目前量产效率在 22% 左右，距其理论效率仍有提升空间，且异质结、IBC 等路线目前存在成本、技术、专利等瓶颈，暂不具备大规模取代 PERC

路线能力，单晶路线近几年仍为行业发展主流路线。

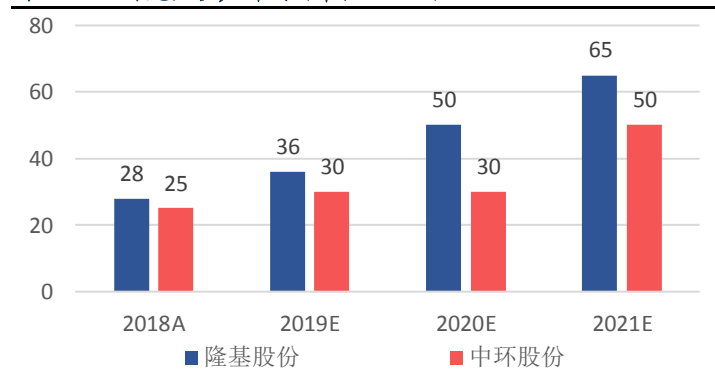
表 4: 不同电池片发展路线对比

对比项目	P 型单晶 PERC	N-Pert	N-Pert + TOPCon	异质结	IBC
电池片效率	21.3%-21.8%	21-21.5%	22-23.5%	22-23.5%	22.5-25%
现有产能	约 80GW	约 1.7GW	约 1.1GW	约 2.2GW	约 1.3GW
目前主要量产企业	多数企业实现量产	中来股份等	LG	松下、晋能等	Sunpower、LG 等
优点	从现有产线升级简单	可从现有产线升级	可从 PERT 再升级	工序少	效率高
量产性	非常成熟	已可量产	只有 LG 量产	已可量产	国内尚未实现量产
技术难度	容易	容易	难度高	难度高	难度极高
工序	少	少	多	最少	非常多
设备投资	少	少	设备贵	设备贵	非常贵
与现有产线兼容性	已有许多现有产线	可用现有设备升级	可从 PERT 再升级	完全不兼容	几乎不兼容

资料来源: 信达证券研发中心

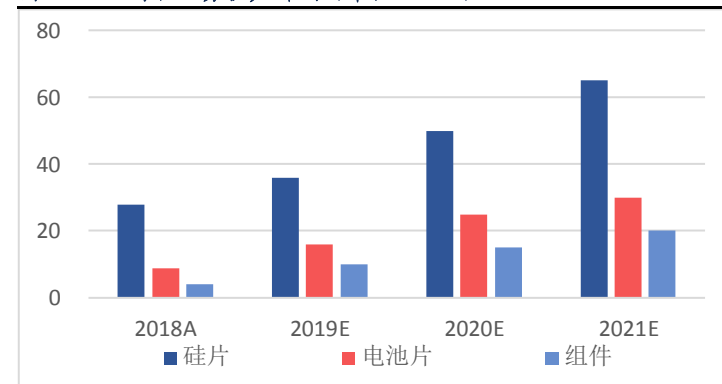
在此基础上，硅片行业龙头加速产能扩张，巩固自身行业优势地位。公司截至 2018 年底拥有 28GW 产能，计划 2019 年提升至 36GW，至 2021 年达到 65GW。同时，中环股份在 2018 年 25GW 产能基础上，2019 年计划通过技改将产能提升至 30GW，并启动中环五期项目建设，形成累计 50GW 硅片产能。

图 28: 硅片龙头扩产计划 (单位: GW)



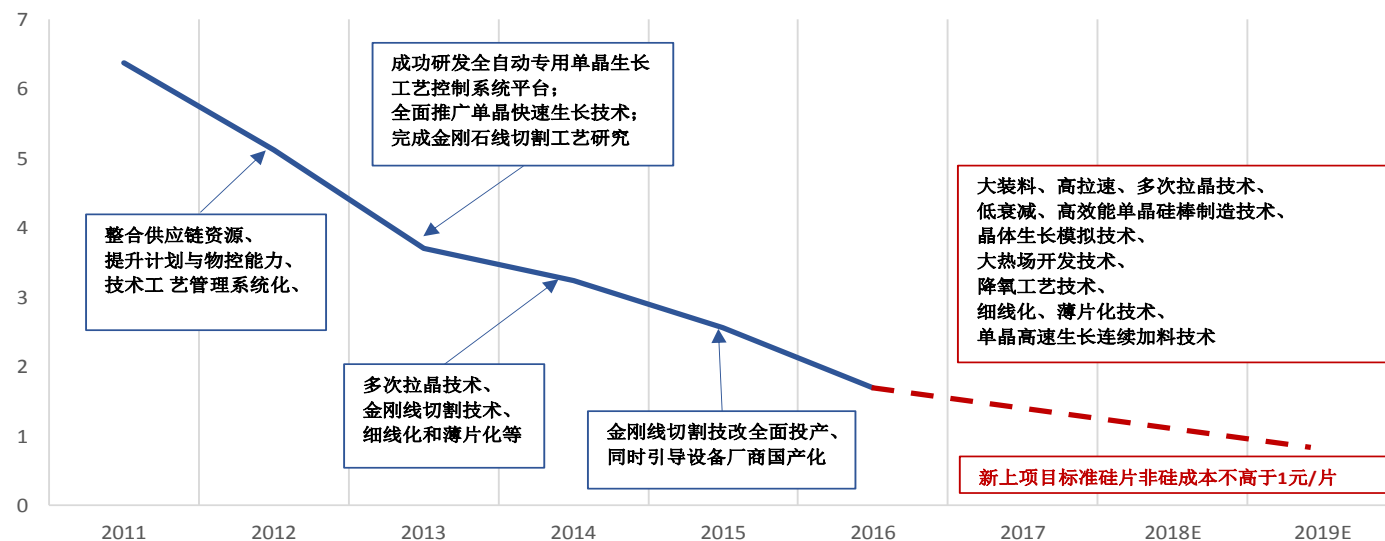
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 公司各业务扩产计划 (单位: GW)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

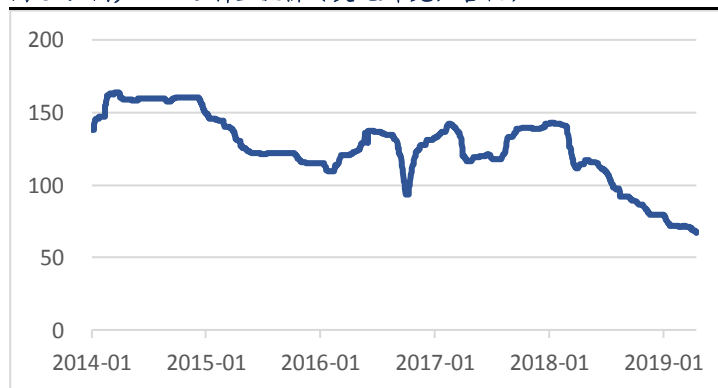
在加速产能扩张的同时，公司持续推进降本增效优化非硅成本，通过单晶快速生长、多次拉晶等技术及产线自动化等手段，公司硅片非硅成本已由 2016 年的 1.7 元/片下降至 2018 年底的 1 元/片。

图 30: 公司历年硅片非硅成本下降路径 (元/片)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.4 硅料价格企稳, 对硅片价格形成支撑

根据硅业分会数据, 近期单晶用致密料均价在 7.47 万元/吨, 自 4 月份以来回升 0.3%, 多晶料均价 6.31 万元/吨, 4 月份以来回升 0.5%。价格回升一方面在当前价格水平下, 除近 1-2 年行业扩产的新产能外, 大多数二、三线企业产能几乎都处于亏损状态; 另一方面, 企业通过停产检修应对价格下行带来的生产压力, 导致硅料供应压力减小。我们认为, 随着下半年国内需求启动、全球需求持续增长, 硅料价格在经历调整后有望触底回升, 对硅片价格形成较好支撑。

图 31: 国产一级硅料主流价 (美元/千克, 含税)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 公司硅片价格变化

发布日期	产品名称	人民币(CNY)	价格涨幅(CNY)	美元(USD)	价格涨幅(USD)
2019-03-22	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.07(增值税税率13%)	2.54% ↓	\$0.415	5.06% ↑
2019-02-22	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.15	3.28% ↑	\$0.395	3.95% ↑
2018-10-22	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.05	3.17% ↓	\$0.380	3.80% ↓
2018-07-25	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.15	5.97% ↓	\$0.395	11.24% ↓
2018-06-25	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.35	8.22% ↓	\$0.445	10.10% ↓
2018-06-14	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 3.65	14.12% ↓	\$0.495	14.66% ↓
2018-05-25	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 4.25	4.49% ↓	\$0.580	4.92% ↓
2018-04-26	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 4.45	1.11% ↓	\$0.610	1.61% ↓
2018-03-26	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 4.50	1.10% ↓	\$0.620	1.59% ↓
2018-02-23	单晶硅片P型M2 180μm厚度	¥ 4.55	5.21% ↓	\$0.630	5.97% ↓

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、盈利预测及估值

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 307.46、430.63 和 527.32 亿元, 同比分别增长 39.8%、40.1%和 22.5%, 实现归母净利润 39.60、57.16 和 65.94 亿元, 同比分别增长 54.8%、44.3%和 15.4%, 摊薄每股收益为 1.09、1.58 和 1.82 元/股。以 2019 年 5 月 9 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 20、14 和 12 倍。下半年国内、国外光伏装机需求共振, 叠加平价时代到来, 公司作为光伏行业龙头坚定扩产固定自身优势, 维持对公司“买入”评级。

五、风险因素

政策支持不及预期风险; 产能建设不及预期风险; 海外市场需求不及预期风险等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18,927.40	22,900.89	27,077.61	34,652.63	41,758.65
货币资金	8,546.04	7,707.91	7,656.71	8,190.94	9,719.25
应收票据	2,205.57	4,090.82	4,919.40	6,890.12	8,437.12
应收账款	3,925.76	4,362.64	6,100.47	8,544.33	10,462.74
预付账款	443.67	608.69	815.45	1,142.27	1,405.13
存货	2,380.40	4,282.54	5,737.29	8,036.67	9,886.12
其他	1,425.96	1,848.29	1,848.29	1,848.29	1,848.29
非流动资产	13,956.30	16,758.36	19,854.98	23,359.09	27,152.93
长期股权投资	515.19	733.17	733.17	733.17	733.17
固定资产(合计)	10,803.55	13,259.98	16,067.05	19,738.38	23,147.05
无形资产	212.88	226.40	255.98	268.88	285.23
其他	2,424.69	2,538.80	2,798.78	2,618.67	2,987.48
资产总计	32,883.70	39,659.24	46,932.59	58,011.72	68,911.58
流动负债	12,340.12	14,878.48	18,457.33	23,801.26	28,084.49
短期借款	1,611.79	687.67	687.67	687.67	687.67
应付票据	3,801.77	4,721.15	6,324.89	8,859.77	10,898.63
应付账款	3,548.41	3,785.70	5,071.67	7,104.28	8,739.16
其他	3,378.14	5,683.96	6,373.10	7,149.53	7,759.03
非流动负债	6,299.44	7,956.00	7,956.00	7,956.00	7,956.00
长期借款	1,655.78	2,658.90	2,658.90	2,658.90	2,658.90
其他	4,643.65	5,297.10	5,297.10	5,297.10	5,297.10
负债合计	18,639.56	22,834.48	26,413.33	31,757.26	36,040.49
少数股东权益	48.79	373.17	386.58	405.93	428.26
归属母公司股东权益	14,195.36	16,451.59	20,132.68	25,848.52	32,442.83
负债和股东权益	32,883.70	39,659.24	46,932.59	58,011.72	68,911.58

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	16,362.28	21,987.61	30,746.24	43,063.24	52,731.99
同比(%)	41.90%	34.38%	39.83%	40.06%	22.45%
归属母公司净利润	3,564.53	2,557.96	3,960.17	5,715.84	6,594.30
同比(%)	130.38%	-28.24%	54.82%	44.33%	15.37%
毛利率(%)	32.27%	22.25%	25.51%	25.50%	25.16%
ROE%	29.35%	16.69%	21.65%	24.86%	22.63%
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.71	1.09	1.58	1.82
P/E	23	32	20	14	12
P/B	5.71	4.93	4.03	3.14	2.50
EV/EBITDA	10.16	15.80	13.45	9.79	8.42

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	16,362.28	21,987.61	30,746.24	43,063.24	52,731.99
营业成本	11,081.83	17,095.69	22,902.97	32,081.98	39,464.87
营业税金及附加	151.65	117.18	163.86	229.50	281.03
销售费用	664.25	1,017.35	1,260.60	1,765.59	2,162.01
管理费用	664.42	622.87	922.39	1,291.90	1,581.96
研发费用	0.00	201.84	245.97	344.51	421.86
财务费用	197.85	266.88	344.58	383.47	390.12
减值损失合计	207.35	727.73	863.89	994.18	1,435.28
投资净收益	581.61	793.76	475.43	616.93	628.71
其他	19.07	137.61	141.92	141.92	141.92
营业利润	3,995.61	2,869.45	4,659.33	6,730.96	7,765.49
营业外收支	22.08	-2.02	15.47	16.32	18.78
利润总额	4,017.69	2,867.43	4,674.80	6,747.29	7,784.27
所得税	468.30	300.81	701.22	1,012.09	1,167.64
净利润	3,549.40	2,566.62	3,973.58	5,735.19	6,616.63
少数股东损益	-15.13	8.66	13.41	19.35	22.33
归属母公司净利润	3,564.53	2,557.96	3,960.17	5,715.84	6,594.30
EBITDA	5,073.14	4,440.16	6,599.36	9,070.52	10,541.74
EPS(当年)(元)	1.79	0.92	1.09	1.58	1.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,241.91	1,173.27	4,656.69	5,606.54	7,244.78
净利润	3,549.40	2,566.62	3,973.58	5,735.19	6,616.63
折旧摊销	729.67	1,201.54	1,540.99	1,924.56	2,366.35
财务费用	325.77	371.19	383.57	398.67	391.12
投资损失	-581.61	-793.76	-475.43	-616.93	-628.71
营运资金变动	-2,220.89	-1,646.44	-1,512.96	-2,691.03	-2,729.77
其它	-560.44	-525.88	746.93	856.08	1,229.16
投资活动现金流	-3,774.04	-3,168.99	-4,045.23	-4,673.63	-5,325.35
资本支出	-3,944.81	-3,823.39	-4,520.65	-5,290.57	-5,954.06
长期投资	6,649.06	13,637.86	475.43	616.93	628.71
其他	-6,478.30	-12,983.46	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,758.67	267.45	-662.65	-398.67	-391.12
吸收投资	62.80	307.84	0.00	0.00	0.00
借款	2,199.47	267.59	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	430.83	669.47	662.65	398.67	391.12
现金流净增加额	2,170.75	-1,690.56	-51.19	534.23	1,528.31

研究团队简介

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。