



隆基股份

增发加码组件产能，进一步延伸单晶产业链布局

公司动态

公司近况

隆基股份公告拟以不低于 12.46 元/股的价格向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 2.39 亿股股票，募集不超过 29.8 亿元资金。其中 24 亿元用于建设 2GW 高效单晶 PERC 电池生产线以及 2GW 高效单晶光伏组件生产线；其余 5.8 亿元用于补充流动资金。

评论

单晶组件业务经营情况好于预期。2014 年底，公司收购浙江乐叶光伏科技有限公司开始向产业链下游单晶电池、组件环节延伸。依托于“隆基”品牌的优势和影响力，公司单晶电池及组件业务发展情况良好。截至目前，公司 2015 年单晶组件累计订单量已超过 1,500MW（含已中标尚未签订合同 200MW 订单，合同含税金额约 60 亿元），根据中国光伏行业协会统计数据，上述订单量已跻身 2014 年中国组件出货量排名前十。

加码组件产能，捕捉行业机遇。我们认为本次增发建设 2GW 高效单晶 PERC 电池以及 2GW 高效单晶光伏组件项目可于 2017 年完工并达产，届时可有效提升公司单晶组件的生产能力以及交付能力，并进一步撬动规模效益以提升公司的成本优势，帮助公司捕捉未来中国单晶应用占比提升带来的行业机遇。根据项目可行性分析，我们预计项目达产后可增厚公司净利润逾 6 亿元。

估值建议

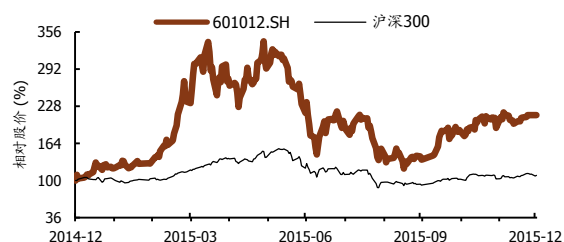
我们看好公司行业领先的研发实力以及全产业链一体化的布局。我们预计公司有望成为未来中国单晶应用提升的最大受益者。我们维持 2015/16 年盈利预测以及“推荐”评级，上调目标价 7% 至 17.40 元/股，基于 45 倍 2016 年市盈率或 0.9 倍 PEG。

风险

单晶硅片及股价价格下跌超预期。

维持推荐

股票代码	601012.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 14.24
目标价	人民币 17.40
52 周最高价/最低价	人民币 23.29~6.79
总市值(亿)	人民币 252
30 日日均成交额(百万)	人民币 502.52
发行股数(百万)	1,771
其中：自由流通股(%)	92
30 日日均成交量(百万股)	36.21
主营行业	新能源



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,280	3,680	6,241	8,743
增速	33.5%	61.4%	69.6%	40.1%
归属母公司净利润	71	294	409	686
增速	N.M.	313.9%	39.3%	67.8%
每股净利润	0.13	0.54	0.23	0.39
每股净资产	5.50	5.87	3.14	3.53
每股股利	0.02	0.04	0.05	0.08
每股经营现金流	0.11	0.67	0.34	0.52
市盈率	108.1	26.6	61.7	36.8
市净率	2.6	2.4	4.5	4.0
EV/EBITDA	22.5	13.1	26.5	18.7
股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%
平均总资产收益率	3.1%	10.4%	12.8%	20.6%
平均净资产收益率	2.4%	9.5%	9.3%	11.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李超

分析师

chao.ji@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515030001

SFC CE Ref: BFA993

李敏

联系人

min3.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080114110026

SFC CE Ref: ASU506



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,280	3,680	6,241	8,743	营业收入	33.5%	61.4%	69.6%	40.1%
营业成本	2,001	3,054	5,291	7,395	营业利润	N.M.	297.3%	38.5%	63.8%
营业税金及附加	2	7	12	17	EBITDA	88.2%	80.2%	42.5%	39.9%
营业费用	25	39	100	140	净利润	N.M.	313.9%	39.3%	67.8%
管理费用	119	172	300	393	盈利能力				
财务费用	65	79	71	46	毛利率	12.3%	17.0%	15.2%	15.4%
其他	-5	39	65	92	营业利润率	3.2%	7.9%	6.4%	7.5%
营业利润	73	291	402	659	EBITDA 利润率	15.3%	17.1%	14.3%	14.3%
营业外收支	20	29	65	125	净利润率	3.1%	8.0%	6.6%	7.8%
利润总额	93	319	467	784	偿债能力				
所得税	21	21	51	86	流动比率	1.80	1.31	1.87	1.79
少数股东损益	1	5	7	12	速动比率	1.16	0.87	1.30	1.18
归属母公司净利润	71	294	409	686	现金比率	0.38	0.33	0.74	0.63
EBITDA	349	628	895	1,253	资产负债率	67.0%	102.5%	123.0%	147.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	456	845	2,502	2,786	回报率分析				
应收账款及票据	334	726	1,234	1,728	总资产收益率	3.1%	10.4%	12.8%	20.6%
预付款项	82	55	94	131	净资产收益率	2.4%	9.5%	9.3%	11.6%
存货	767	1,114	1,929	2,697	每股指标				
其他流动资产	521	601	601	601	每股净利润 (元)	0.13	0.54	0.23	0.39
流动资产合计	2,159	3,341	6,360	7,943	每股净资产 (元)	5.50	5.87	3.14	3.53
固定资产及在建工程	2,277	2,836	2,982	3,059	每股股利 (元)	0.05	0.13	0.05	0.08
无形资产及其他长期资产	134	228	202	198	每股经营现金流 (元)	0.11	0.67	0.34	0.52
非流动资产合计	2,529	3,108	3,264	3,407	估值分析				
资产合计	2,529	3,108	3,264	3,407	市盈率	108.1	26.6	61.7	36.8
短期借款	306	820	830	850	市净率	2.6	2.4	4.5	4.0
应付账款及票据	882	1,719	2,553	3,568	EV/EBITDA	22.5	13.1	26.5	18.7
其他流动负债	12	11	16	22	股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%
流动负债合计	1,201	2,550	3,399	4,440					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	495	637	614	591					
负债合计	1,695	3,187	4,013	5,031					
股东权益合计	2,963	3,218	5,559	6,256					
少数股东权益	30	44	51	63					
负债及股东权益合计	4,688	6,449	9,623	11,350					
现金流量表									
净利润	71	294	409	686					
折旧和摊销	192	235	364	435					
营运资本变动	282	-54	-277	-278					
其他	-549	-227	0	0					
经营活动现金流	57	367	605	922					
投资活动现金流入	54	13	-8	-8					
投资活动现金流出	-329	-496	-500	-500					
投资活动现金流	-275	-483	-508	-508					
股权融资	0	97	1,960	0					
银行借款	-236	833	-258	-3					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-318	505	1,561	-130					
汇率变动对现金的影响	-8	0	0	0					
现金净增加额	-544	390	1,657	284					

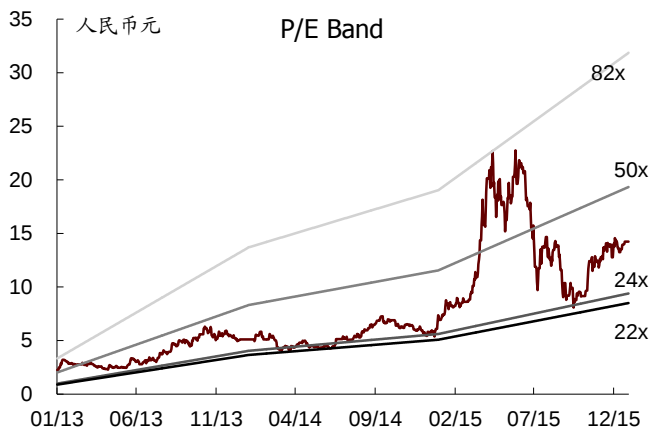
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

西安隆基硅材料股份有限公司成立于 2000 年，始终专注于单晶硅棒、硅片的研发、生产和销售，坚持“专业化、规模化、品牌化”的发展路线，经过十多年的发展，目前已成为全球最大的单晶硅生产制造商，市场份额逾 20%。截至 2014 年末，公司单晶硅片及单晶硅棒产能均为 3 吉瓦。

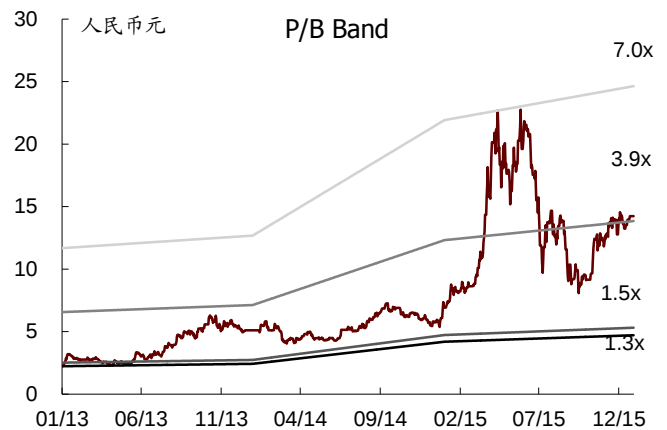


图表 1: 历史滚动市盈率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史滚动市净率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 行业估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (本币)	市值 (百万人民币)	市盈率		市净率		净资产收益率		股息收益率		净利润	净债务 /
												复合增长率	股东权益
				(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)		
				15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	14-16E	13A
硅料 / 硅片													
601012	隆基股份	14.24	25,224	61.7	36.8	4.5	4.0	7.4	11.0	0.4	0.6	52.9	5.6
002129	中环股份	12.05	31,863	126.6	63.1	1.7	1.7	3.2	6.4	0.2	0.5	82.1	142.0
3800 HK	保利协鑫	1.16	31,600	9.7	6.1	0.9	0.9	9.3	13.6	0.0	0.0	23.0	180.6
QD US	大全新能源	17.61	1,667	5.6	3.8	0.7	0.7	14.1	16.8	0.0	0.0	54.0	179.1
电池片 / 组件													
600537	亿晶光电	14.83	8,723	48.0	26.7	5.0	4.3	10.3	15.9	0.6	1.1	50.0	131.2
600401	*ST海润*	3.00	14,175	不适用	不适用	不适用	不适用	0.0	0.0	0.0	0.0	不适用	268.2
300118	东方日升*	14.40	9,714	37.5	22.8	3.2	2.8	9.0	13.6	0.0	0.0	不适用	42.2
002218	拓日新能*	10.50	6,491	92.8	38.3	2.4	2.3	2.6	5.9	0.0	0.0	不适用	25.7
002506	协鑫集成*	11.41	28,793	89.9	66.1	42.3	26.0	51.5	39.1	0.1	0.1	不适用	净现金
300111	向日葵*	6.47	7,245	117.6	86.3	不适用	不适用	0.0	0.0	0.0	0.0	不适用	70.6
JKS US	晶科太阳能	28.09	5,590	32.1	29.2	6.4	6.4	17.8	19.2	0.0	0.0	6.6	93.1
逆变器													
300274	阳光电源	26.36	17,352	31.0	22.3	5.5	4.2	17.9	19.0	0.6	0.9	65.7	净现金
EVA胶膜 / 背板													
603806	福斯特	46.61	18,737	34.5	27.2	4.5	3.9	13.0	14.4	0.4	0.5	26.3	净现金
300393	中来股份*	54.25	6,482	48.7	26.8	不适用	不适用	16.2	24.3	0.0	0.0	不适用	15.7
电站开发 / 建设													
600151	航天机电	12.53	15,665	50.3	26.7	3.9	3.4	7.7	12.8	0.2	0.4	428.8	55.2
002309	中利科技	20.21	11,565	24.9	17.2	2.2	1.8	9.0	11.0	1.2	1.7	54.9	183.4
19-Jan-02	兴业太阳能	5.61	11,626	4.4	3.4	0.8	0.8	20.6	22.1	2.3	3.0	26.8	11.9
电站运营													
002610	爱康科技	11.91	8,635	27.0	11.4	1.7	1.5	5.9	13.1	0.0	0.0	104.8	127.3
601222	林洋电子	39.00	15,857	26.9	18.7	3.9	3.3	15.2	18.5	1.2	1.7	37.2	净现金
000862	银星能源*	9.27	5,021	不适用	不适用	不适用	不适用	0.0	0.0	0.0	0.0	不适用	2014.3
其他设备													
300316	晶盛机电	14.62	12,916	128.4	68.2	3.3	3.0	6.0	10.3	0.6	1.0	69.3	净现金

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 注: *表示未正式覆盖, 数据基于市场一致预期



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

