



隆基股份

2 季度业绩预告超预期，重申“推荐”

业绩预览

1H16 预测盈利同比增长约 608~651%

隆基股份公告 1H16 归属上市公司净利润预计介于 8.3~8.8 亿元，同比增长 608~651%。即 2 季度的净利润预计介于 5.64~6.14 亿元，同比增长 1203~1319%。我们预计 2 季度业绩的高增长主要来自于：1) 受益于国内光伏抢装潮以及单晶应用占比持续提升，组件出货量迅猛增长；2) 公司制造工艺持续改进，毛利率进一步提升。

关注要点

上半年产品出货量增长迅猛。 受益于 6 月末前全国性的光伏抢装潮以及国内单晶技术性价比的不断提升，我们预计公司上半年硅片及组件出货量有望分别超过 2.5GW/800MW。6 月初，国家能源局下达 16 年全国新增光伏电站建设规模 18.1GW。尽管近期由于国内抢装潮结束而开始出现组件价格回调，我们预计 3 季度随着新增电站路条陆续下发行业价格有望开始企稳。

工艺不断提升，毛利率进一步扩展。 我们预计随着规模扩张公司产能的规模效益不断提升，加上工艺流程的持续升级，公司上半年毛利率进一步扩张。我们预计公司的单晶硅片/组件产能有望于年底分别达到 7.5GW/2GW，届时有望进一步撬动规模效益。

估值与建议

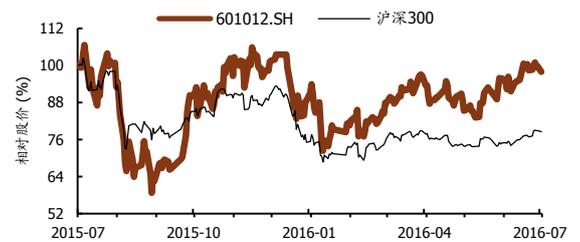
为反映强劲的组件出货量，我们上调 **16/17 年盈利预测 14%/9%至 9.45/11.55 亿元**。维持目标价 17.4 元/股，基于 27 倍 2017 年市盈率，维持“推荐”评级。

风险

组件价格下跌超预期。

维持推荐

股票代码	601012.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 13.43
目标价	人民币 17.40
52 周最高价/最低价	人民币 15.48~8.02
总市值(亿)	人民币 238
30 日均成交额(百万)	人民币 301.40
发行股数(百万)	1,774
其中：自由流通股(%)	99
30 日均成交量(百万股)	22.64
主营行业	新能源



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3,680	5,947	11,296	14,390
增速	61.4%	61.6%	89.9%	27.4%
归属母公司净利润	294	520	945	1,155
增速	313.9%	77.3%	81.7%	22.2%
每股净利润	0.54	0.29	0.53	0.65
每股净资产	5.87	3.18	3.79	4.51
每股股利	0.13	0.05	0.11	0.13
每股经营现金流	0.67	0.21	0.60	0.83
市盈率	25.1	45.7	25.2	20.6
市净率	2.3	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	12.4	23.7	14.5	11.6
股息收益率	0.3%	0.3%	0.8%	1.0%
平均总资产收益率	10.4%	15.1%	24.4%	29.8%
平均净资产收益率	9.5%	11.8%	15.3%	15.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

季超

分析员
 chao.ji@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080515030001
 SFC CE Ref: BFA993

李敏

联系人
 min3.li@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080114110026
 SFC CE Ref: ASU506



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	3,680	5,947	11,296	14,390	营业收入	61.4%	61.6%	89.9%	27.4%
营业成本	3,054	4,736	9,067	11,518	营业利润	297.3%	95.4%	86.2%	28.3%
营业税金及附加	7	10	19	24	EBITDA	80.2%	53.5%	60.8%	19.4%
营业费用	39	133	282	374	净利润	313.9%	77.3%	81.7%	22.2%
管理费用	172	275	565	748	盈利能力				
财务费用	79	90	48	41	毛利率	17.0%	20.4%	19.7%	20.0%
其他	39	135	257	327	营业利润率	7.9%	9.6%	9.4%	9.4%
营业利润	291	568	1,058	1,357	EBITDA 利润率	17.1%	16.2%	13.7%	12.9%
营业外收支	29	25	110	70	净利润率	8.0%	8.7%	8.4%	8.0%
利润总额	319	593	1,168	1,427	偿债能力				
所得税	21	72	222	271	流动比率	1.31	1.70	1.55	1.62
少数股东损益	5	0	1	1	速动比率	0.87	1.30	1.09	1.16
归属母公司净利润	294	520	945	1,155	现金比率	0.33	0.47	0.32	0.40
EBITDA	628	964	1,550	1,851	资产负债率	102.5%	120.8%	183.3%	237.1%
资产负债表					净债务资本比率				
货币资金	845	1,764	2,066	3,229	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	726	2,288	4,043	5,149	回报率分析				
预付款项	55	166	315	401	总资产收益率	10.4%	15.1%	24.4%	29.8%
存货	1,114	1,534	2,937	3,731	净资产收益率	9.5%	11.8%	15.3%	15.7%
其他流动资产	601	688	688	688	每股指标				
流动资产合计	3,341	6,439	10,050	13,199	每股净利润 (元)	0.54	0.29	0.53	0.65
固定资产及在建工程	2,836	3,198	3,373	3,100	每股净资产 (元)	5.87	3.18	3.79	4.51
无形资产及其他长期资产	228	375	335	334	每股股利 (元)	0.13	0.05	0.11	0.13
非流动资产合计	3,108	3,769	3,974	3,770	每股经营现金流 (元)	0.67	0.21	0.60	0.83
资产合计	3,108	3,769	3,974	3,770	估值分析				
短期借款	1,065	648	524	544	市盈率	25.1	45.7	25.2	20.6
应付账款及票据	1,719	2,762	5,000	6,351	市净率	2.3	4.2	3.5	3.0
其他流动负债	-234	372	977	1,244	EV/EBITDA	12.4	23.7	14.5	11.6
流动负债合计	2,550	3,781	6,501	8,139	股息收益率	0.3%	0.3%	0.8%	1.0%
长期借款和应付债券	186	198	210	222					
非流动负债合计	637	774	786	798					
负债合计	3,187	4,555	7,286	8,937					
股东权益合计	3,218	5,634	6,717	8,010					
少数股东权益	44	19	20	21					
负债及股东权益合计	6,449	10,209	14,023	16,969					
现金流量表									
净利润	294	520	945	1,155					
折旧和摊销	235	282	335	384					
营运资本变动	-54	-451	-458	-368					
其他	-227	-212	0	0					
经营活动现金流	367	365	1,058	1,471					
投资活动现金流入	13	-236	-9	-9					
投资活动现金流出	-496	-980	-500	-100					
投资活动现金流	-483	-1,216	-509	-109					
股权融资	97	1,979	0	0					
银行借款	833	-281	-111	32					
其他	0	0	0	1					
筹资活动现金流	505	1,759	-247	-198					
汇率变动对现金的影响	0	11	0	0					
现金净增加额	390	918	302	1,163					

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: 盈利预测调整

	调整后		调整前		变化	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
损益表						
营业收入	11,296	14,390	9,948	13,536	13.5%	6.3%
毛利	2,210	2,848	1,944	2,674	13.7%	6.5%
营业费用	-282	-374	-249	-352	13.5%	6.3%
管理费用	-565	-748	-497	-704	13.5%	6.3%
财务费用	-48	-41	-50	-49	-3.9%	-15.4%
营业利润	1,058	1,357	922	1,262	14.8%	7.6%
税前利润	1,168	1,427	1,032	1,332	13.2%	7.2%
所得税	-222	-271	-206	-266	7.5%	1.8%
净利润	945	1,155	825	1,065	14.4%	8.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表4: 估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 2016/7/18	市值 (百万)	P/E			P/B			ROE		
					15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E
硅料/硅片													
隆基股份	601012.SH	RMB	13.4	23,829	45.7	25.3	20.7	4.2	3.5	3.0	9.2	12.6	13.7
中环股份	002129.SZ	RMB	8.3	21,868	108.2	49.4	31.4	0.8	0.8	0.8	2.0	4.2	6.2
保利协鑫	3800.HK	HKD	1.1	19,889	6.2	6.6	6.6	0.9	0.8	0.7	16.0	13.5	11.0
大全新能源	DQ.N	USD	22.0	229	17.7	5.1	4.9	1.0	0.8	0.7	5.8	17.1	15.1
平均值					44.5	21.6	15.9	1.7	1.5	1.3			
中值					31.7	16.0	13.6	0.9	0.8	0.7			
电池片/组件													
亿晶光电	600537.SH	RMB	7.8	9,140	19.6	14.5	12.1	1.4	1.2	1.1	8.5	10.3	10.8
东方日升*	300118.SZ	RMB	19.3	12,993	40.1	24.1	18.0	4.3	3.9	3.3	10.7	15.1	16.6
拓日新能*	002218.SZ	RMB	9.6	5,922	191.6	41.7	28.2	2.3	2.2	1.9	1.2	5.6	6.9
协鑫集成*	002506.SZ	RMB	6.6	33,508	26.6	36.9	27.7	9.4	7.5	6.0	17.8	16.7	19.2
向日葵*	300111.SZ	RMB	4.9	5,487	61.3	32.7	25.8	4.3	3.8	3.3	6.9	12.0	12.9
晶科太阳能	JKS.N	USD	18.4	577	3.5	3.3	3.1	0.9	0.7	0.6	5.0	4.0	3.8
CSIQ	CSIQ.O	USD	14.6	815	5.1	5.9	4.8	1.1	0.8	0.7	4.6	3.1	3.4
平均值					49.7	22.7	17.1	3.4	2.9	2.4			
中值					26.6	24.1	18.0	2.3	2.2	1.9			
逆变器													
阳光电源	300274.SZ	RMB	24.1	18,801	37.6	22.7	17.7	5.3	4.1	3.1	12.0	14.9	18.3
平均值					37.6	22.7	17.7	5.3	4.1	3.1			
中值					37.6	22.7	17.7	5.3	4.1	3.1			
BVA胶膜/背板													
福斯特	603806.SH	RMB	49.2	19,778	30.6	24.2	18.5	4.6	4.0	3.3	15.2	16.6	17.8
中来股份*	300393.SZ	RMB	35.3	6,327	39.2	28.9	19.0	5.1	2.2	2.1	12.9	14.3	17.4
平均值					34.9	26.6	18.7	4.8	3.1	2.7			
中值					34.9	26.6	18.7	4.8	3.1	2.7			
电站开发/建设													
航天机电	600151.SH	RMB	11.7	14,677	86.9	38.4	30.2	3.6	3.6	3.3	4.3	7.1	7.2
中利科技	002309.SZ	RMB	17.1	9,774	23.4	17.1	11.9	2.1	1.7	1.4	9.1	10.1	11.8
兴业太阳能	0750.HK	HKD	3.2	2,627	3.3	3.5	2.6	0.6	0.5	0.4	20.4	15.8	18.6
平均值					37.9	19.6	14.9	2.1	1.9	1.7			
中值					23.4	17.1	11.9	2.1	1.7	1.4			
电站运营													
爱康科技	002610.SZ	RMB	18.4	20,692	120.1	59.2	41.0	8.6	3.3	3.1	4.6	5.5	7.5
林洋能源	601222.SH	RMB	38.7	19,262	31.8	20.1	14.2	2.8	2.5	2.1	9.9	14.0	17.2
平均值					75.9	39.7	27.6	5.7	2.9	2.6			
中值					75.9	39.7	27.6	5.7	2.9	2.6			
其他设备													
晶盛机电	300316.SZ	RMB	12.2	10,771	106.9	56.8	43.3	2.7	2.5	2.3	3.8	5.6	9.7
平均值					106.9	56.8	43.3	2.7	2.5	2.3			
中值					106.9	56.8	43.3	2.7	2.5	2.3			

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



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。

V150902
编辑：杨梦雪



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

