

## 盈利能力提升新增产能释放，全年业绩高成长可期

公司简报

### ◆事件

公司发布2017年半年报，上半年实现营收62.76亿，同比增长-2.3%；实现归母净利润12.4亿，同比增长43.6%。公司营收较去年同期略有下降主要由于约800MW组件用于自有电站建设，未形成对外销售收入。公司归母净利润大幅增长主要由于上半年多晶硅料价格下跌叠加非硅成本下降，综合毛利率由去年同期25.9%提升至35.1%。

### ◆非硅成本下降叠加多晶硅料价格下跌，毛利率实现大幅提升

2016年中期公司硅片非硅成本为6美分/瓦，至今年中期降至4.9美分/瓦；多晶硅料自今年二月以来一度下跌至110元/千克，截至6月底回升至124元/千克，仍大幅低于去年同期148元/千克水平。受“630”抢装影响，上半年高效单晶供不应求，需求支撑下单晶价格保持坚挺，一线厂商稳定维持在6.2元/片，一、二线厂商价格一度出现倒挂。上半年单晶产品价格坚挺而成本下跌，公司毛利率大幅领先同行业公司，盈利能力处于领先地位。

### ◆淡季不淡需求稳定，产能释放保障营收增长

上半年国内光伏新增装机24GW，“630”后光伏装机仍然火热，7月实现新增装机10GW，行业需求大幅超预期。下游装机需求形成对上游硅片和组件价格有力支撑，7月以来单晶硅片和组件价格仅有小幅调整，优于此前市场预期。今年年初公司硅片、组件产能分别达到7.5GW、5GW，今年将有中宁1GW硅片项目、银川5GW硅片项目（部分），以及马来西亚古晋500MW组件项目、西安隆基500MW组件项目和银川500MW组件项目建成投产，至年底硅片、组件产能将分别达到12GW、6.5GW。我们预计产能释放将进一步保障公司营收增长。

### ◆看好公司长期发展，维持公司“买入”评级。

考虑三季度光伏装机超预期，单晶产品价格坚挺且公司盈利水平大幅提升，我们上调公司2017-2019年EPS至1.28、1.66、2.14元，给予17年20倍PE水平，目标价上调至25元，维持公司“买入”评级。

### ◆风险提示：

公司产能释放不达预期；单晶产品市场需求增长不达预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,947	11,531	17,345	24,675	32,997
营业收入增长率	61.60%	93.89%	50.42%	42.27%	33.73%
净利润(百万元)	520	1,547	2,565	3,324	4,268
净利润增长率	77.25%	197.36%	65.78%	29.60%	28.40%
EPS(元)	0.26	0.77	1.28	1.66	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.24%	15.33%	20.34%	21.21%	21.76%
P/E	83	28	17	13	10
P/B	8	4	3	3	2

### 买入(维持)

当前价/目标价：21.69/25.00元

目标期限：6个月

### 分析师

刘锐(执业证书编号：S0930517030002)

021-22169116

[liur@ebsecn.com](mailto:liur@ebsecn.com)

### 联系人

唐雪雯

021-22169102

[tangxw@ebsecn.com](mailto:tangxw@ebsecn.com)

### 市场数据

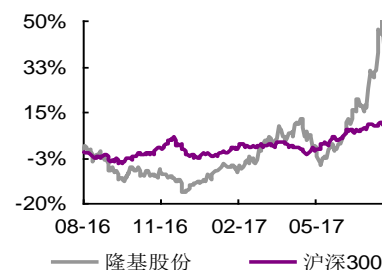
总股本(亿股)：19.96

总市值(亿元)：432.91

一年最低/最高(元)：12.81/23.09

近3月换手率：59.64%

### 股价表现(一年)



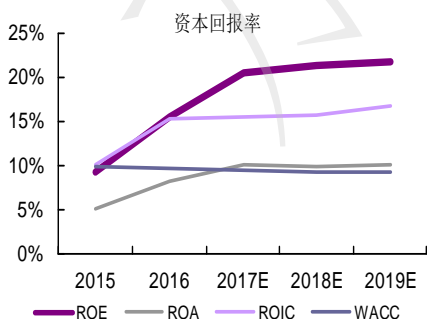
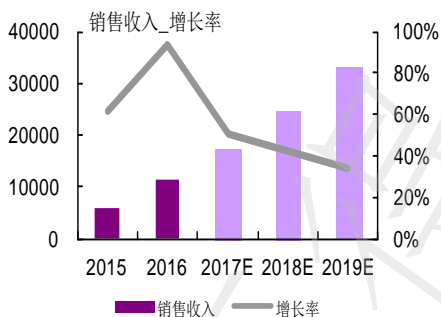
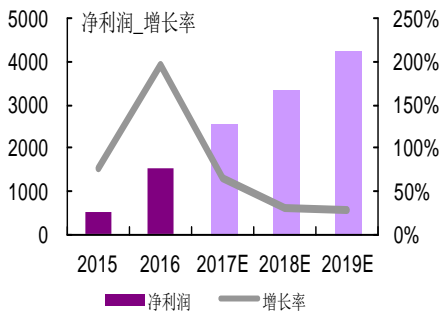
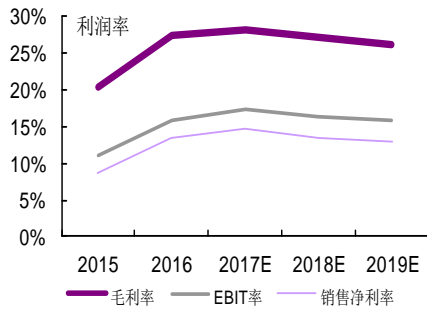
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.31	36.09	29.16
绝对	3.33	46.26	45.11

### 相关研报

产能释放业绩增长，单晶龙头势不可挡  
.....2017-03-12

单晶龙头，乱世方显真章  
.....2016-10-29



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,947</b>	<b>11,531</b>	<b>17,345</b>	<b>24,675</b>	<b>32,997</b>
营业成本	4,736	8,361	12,429	17,983	24,384
折旧和摊销	285	426	602	808	1,015
营业税费	10	110	165	235	315
销售费用	133	468	867	1,184	1,419
管理费用	275	441	867	1,184	1,584
财务费用	90	102	52	221	338
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	51	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>569</b>	<b>1,766</b>	<b>2,953</b>	<b>3,825</b>	<b>4,910</b>
<b>利润总额</b>	<b>593</b>	<b>1,793</b>	<b>2,953</b>	<b>3,825</b>	<b>4,910</b>
少数股东损益	0	4	4	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>520.33</b>	<b>1,547.24</b>	<b>2,565.00</b>	<b>3,324.22</b>	<b>4,268.19</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>10,209</b>	<b>19,172</b>	<b>25,430</b>	<b>34,165</b>	<b>42,613</b>
流动资产	6,439	12,042	15,522	22,063	29,525
货币资金	2,246	5,817	5,203	7,403	9,899
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,708	2,300	3,592	5,110	6,834
应收票据	373	1,533	1,379	1,961	2,623
其他应收款	207	59	326	464	621
存货	1,534	1,213	3,504	5,071	6,875
可供出售投资	152	152	152	152	152
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	131	233	233	233	233
固定资产	2,621	4,591	6,235	7,991	9,238
无形资产	134	210	199	189	180
<b>总负债</b>	<b>4,555</b>	<b>9,079</b>	<b>12,816</b>	<b>18,480</b>	<b>22,989</b>
无息负债	3,709	6,040	8,066	11,166	14,728
有息负债	846	3,038	4,750	7,314	8,261
<b>股东权益</b>	<b>5,654</b>	<b>10,094</b>	<b>12,614</b>	<b>15,685</b>	<b>19,624</b>
股本	1,774	1,997	1,997	1,997	1,997
公积金	2,684	5,574	5,831	6,163	6,382
未分配利润	1,268	2,683	4,792	7,527	11,244
少数股东权益	19	1	5	9	13

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>365</b>	<b>536</b>	<b>1,275</b>	<b>3,113</b>	<b>4,219</b>
净利润	520	1,547	2,565	3,324	4,268
折旧摊销	285	426	602	808	1,015
净营运资金增加	1,056	1,411	3,810	3,441	3,900
其他	-1,496	-2,848	-5,702	-4,460	-4,964
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,216</b>	<b>-2,152</b>	<b>-3,499</b>	<b>-2,999</b>	<b>-1,999</b>
净资本支出	-963	-2,077	-3,500	-3,000	-2,000
长期投资变化	131	233	0	0	0
其他资产变化	-384	-308	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,759</b>	<b>5,001</b>	<b>1,611</b>	<b>2,085</b>	<b>276</b>
股本变化	1,227	222	0	0	0
债务净变化	-406	2,193	1,712	2,563	947
无息负债变化	1,774	2,331	2,025	3,101	3,561
<b>净现金流</b>	<b>918</b>	<b>3,421</b>	<b>-613</b>	<b>2,199</b>	<b>2,497</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	61.60%	93.89%	50.42%	42.27%	33.73%
净利润增长率	77.25%	197.36%	65.78%	29.60%	28.40%
EBITDA/EBITDA 增长率	55.73%	138.03%	60.70%	34.63%	29.03%
EBIT/EBIT 增长率	78.12%	176.20%	65.26%	34.70%	29.72%
<b>估值指标</b>					
PE	83	28	17	13	10
PB	8	4	3	3	2
EV/EBITDA	41	19	13	10	8
EV/EBIT	59	24	16	12	10
EV/NOPLAT	67	28	18	14	11
EV/Sales	6	4	3	2	2
EV/IC	7	4	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	20.37%	27.48%	28.34%	27.12%	26.10%
EBITDA 率	15.85%	19.46%	20.79%	19.67%	18.98%
EBIT 率	11.06%	15.76%	17.32%	16.40%	15.90%
税前净利润率	9.96%	15.55%	17.02%	15.50%	14.88%
税后净利润率 (归属母公司)	8.75%	13.42%	14.79%	13.47%	12.94%
ROA	5.10%	8.09%	10.10%	9.74%	10.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.24%	15.33%	20.34%	21.21%	21.76%
经营性 ROIC	10.05%	15.14%	15.39%	15.56%	16.60%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.70	1.87	1.39	1.31	1.38
速动比率	1.30	1.68	1.07	1.01	1.06
归属母公司权益/有息债务	6.66	3.32	2.65	2.14	2.37
有形资产/有息债务	11.79	6.07	5.23	4.59	5.09
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.26	0.77	1.28	1.66	2.14
每股红利	0.04	0.10	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.18	0.27	0.64	1.56	2.11
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-0.58	-2.04	-1.04	-0.14
每股净资产	2.82	5.05	6.31	7.85	9.82
每股销售收入	2.98	5.77	8.69	12.36	16.53

资料来源：光大证券、上市公司

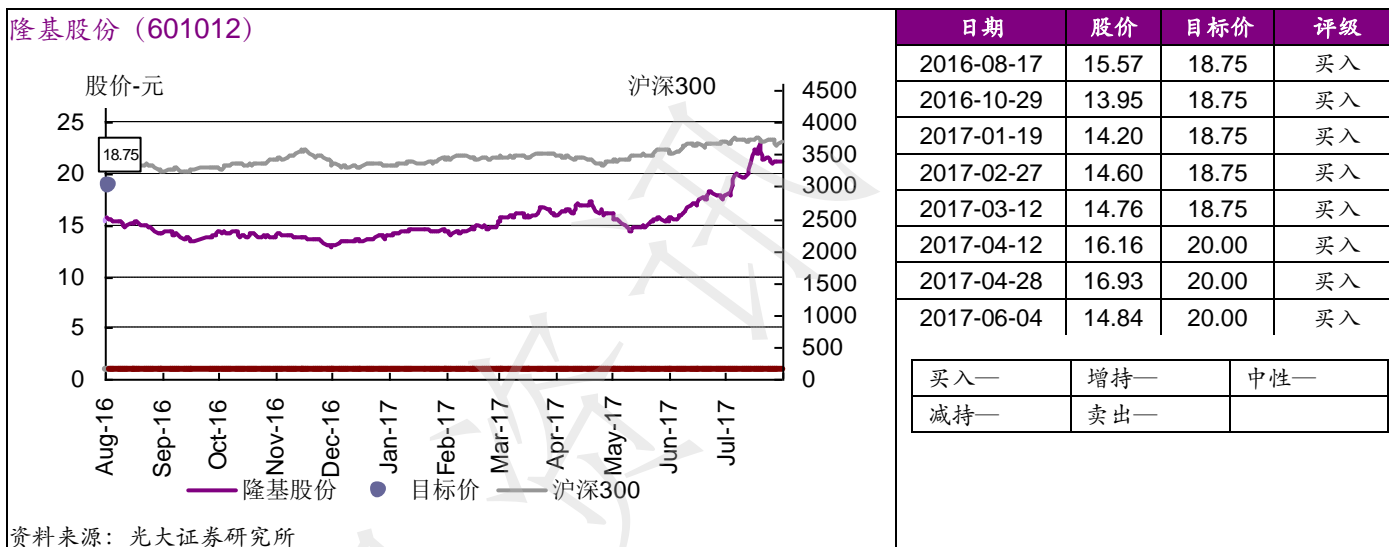
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

刘锐，清华大学电机系博士，实业（国家电网公司中国电力科学研究院，负责电力设备研究和行业管理）和券商（电力设备与新能源行业研究）累计 9 年的工作经验，2015 年加盟光大证券，负责电力设备与新能源行业研究。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

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 15%；

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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com