

YGE.US 英利绿色能源

未评级

双玻组件电站并网，积极布局海外市场

2016年09月02日

市场数据

报告日期	2016.09.02
收盘价(美元)	3.81
总股本(百万股)	182
总市值(百万美元)	69
净资产(百万元)	-4,712
总资产(百万元)	17,640
每股净资产(元)	-25.89

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	11,392	13,418	12,927	9,966
同比增长(%)	-22.39	17.79	-3.66	-22.91
净利润(百万元)	-3,064	-1,944	-1,300	-5,601
同比增长(%)	4.50	36.55	33.15	-330.87
毛利率(%)	-3.24	10.87	17.31	11.91
净利润率(%)	-28.02	-15.31	-10.84	-59.19
净资产收益率(%)	-81.38	-135.13	-894.40	181.92
每股收益(元)	-19.59	-12.41	-7.49	-30.81

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **业绩符合预期，630抢装带动二季度出货量增长。**公司2016Q2总出货量为662MW，其中包括公司自身电站开发的50MW组件，环比增长30.3%，同比下降9.1%。二季度收入约为2,524.1百万元，环比增长7.4%，同比下降7.1%；毛利率为18.2%（2016Q1: 20%，2015Q2: 6.3%）；归属股东净利润为71.8百万元，环比下降9.7%，同比增长112%。每股ADS收益为4元。由于二季度公司组件价格降低，公司二季度收入略微增长，毛利略有下降。但公司净利润已连续两个季度为正，上半年盈利状况明显好于去年同期。
- **政策助力，公司双玻组件应用于光伏领跑者计划。**能源局2016年6月3日下达《2016年光伏发电建设实施方案的通知》，对各类电站规模进行了规定。2016年7月，财政部、税务总局联合下达《关于继续执行光伏发电增值税政策的通知》，规定三年内对纳税人销售自产的太阳能电力产品，实行增值税即征即退50%的政策。政策的支持有助于维持国内光伏市场的稳定发展。公司于2016年6月并网了50MW大同领跑者项目，此项目全部使用公司的熊猫双玻组件，该组件采用行业领先的熊猫N型单晶硅电池技术，具有双面发电、高效率、可进行商业化大规模生产的优点，能使组件效率提高至18.8%。
- **积极布局海外市场。**日本市场是公司最重要的海外市场，二季度光伏组件出货量占总出货量的32.4%，已经连续7个季度超过120MW。二季度美国市场的组件出货量占比为6.3%，欧洲二季度的组件出货量占比为1.7%。
- **我们的观点。**英利绿色能源(YGEN)是全球领先的光伏组件生产商，受益于中国630光伏抢装的影响，公司二季度出货量环比大幅增长。公司6月并网了大同50MW领跑者项目，国内连续出台的利好政策使得公司中国光伏仍可期，同时公司亦在积极布局海外市场。我们认为公司产品具有相当的竞争力，但由于630后光伏组件价格下降剧烈，最近的招标价格已降至约3元/瓦，我们对公司能否完成全年出货目标维持谨慎态度。由于上半年业绩较佳，我们预计公司全年业绩将出现同比增长，建议投资者一般关注。
- **风险提示：**全球光伏市场增速放缓，光伏组件价格继续下降，更高的反倾销、反补贴关税。

海外新能源研究

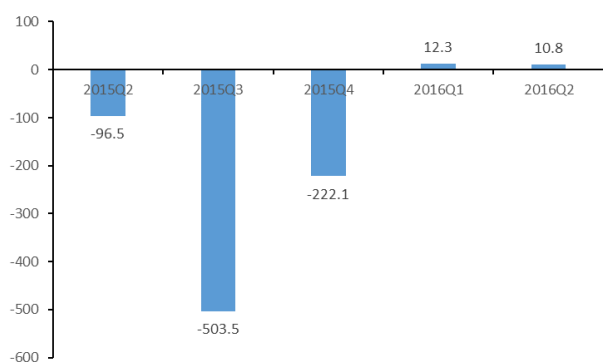
分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

报告正文

2016 年二季度业绩点评

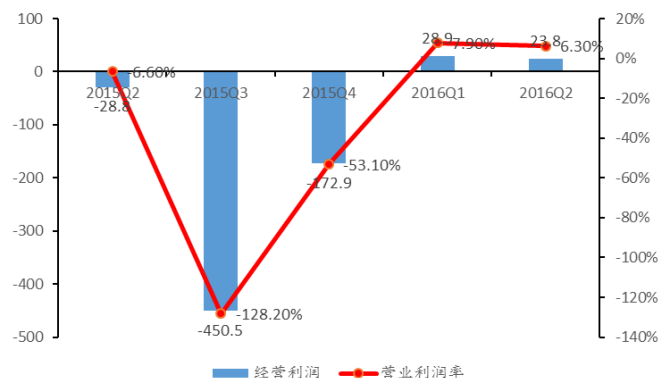
- **业绩符合预期，630 抢装带动二季度出货量增长。**公司 2016Q2 总出货量为 662MW，其中包括公司自身电站开发的 50 MW 组件，环比增长 30.3%，同比下降 9.1%。二季度收入约为 2,524.1 百万元人民币，环比增长 7.4%，同比下降 7.1%；毛利率为 18.2%（2016Q1: 20%，2015Q2: 6.3%）；归属股东净利润为 71.8 百万元，环比下降 9.7%，同比增长 112%。每股 ADS 收益为 4 元人民币。公司出货量增长主要受中国市场 630 光伏抢装影响，公司二季度中国的光伏组件出货量占总出货量的 66.5%，环比增长超 100%。由于二季度公司组件价格降低，尤其中国市场组件售价最低，公司二季度收入略微增长，毛利略有下降。但公司净利润已连续两个季度为正，上半年盈利状况明显好于去年同期。基于目前的市场和经营状况，公司 2016Q3 组件出货指引为 300-400MW，2016 年全年的出货量目标为 2,600-3,000MW。

图 1、15Q2 至 16Q2 公司净利润(百万美元)



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、15Q2-16Q2 经营利润(百万美元)、营业利润率

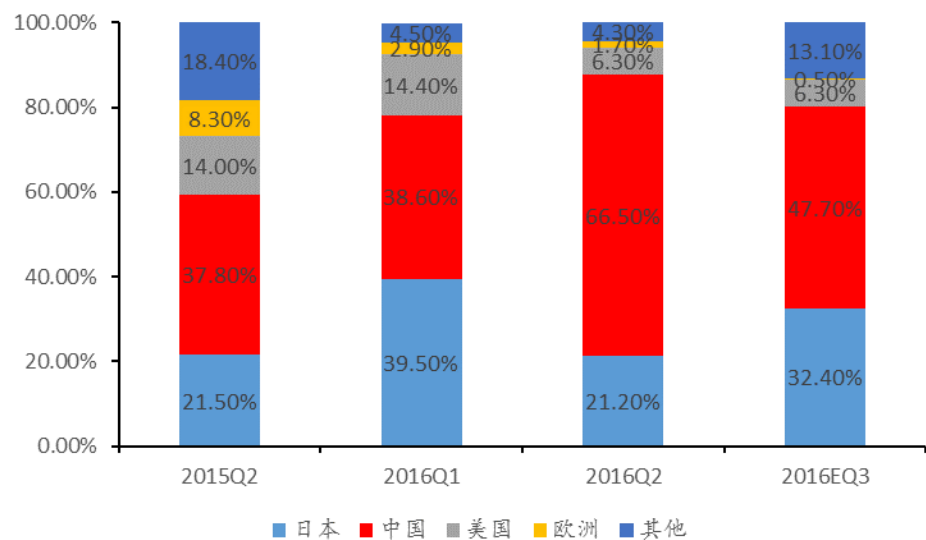


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **政策助力，公司双玻组件应用于自身领跑者项目。**能源局 2016 年 6 月 3 日下达《2016 年光伏发电建设实施方案的通知》，要求 2016 年全国新增光伏电站建设规模 8.1GW，其中普通光伏电站项目 12.6 GW，光伏领跑技术基地规模 5.5 GW。但对固定建筑物屋顶、墙面等光伏发电项目以及自发自用的地面光伏项目不设限制。2016 年 7 月，财政部、税务总局联合下达《关于继续执行光伏发电增值税政策的通知》，规定自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的太阳能电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。政策的支持有助于维持国内光伏市场的稳定发展，同时公司通过加强与国有 EPC 客户以及与财务安全的民营企业签订供货协议来保障收入安全。公司于 2016 年 6 月并网了 50MW 大同领跑者项目，此项目全部使用公司的熊猫双玻组件，该组件采用行业领先的熊猫 N 型单晶硅电池技术，具有双面发电、高效率、可进行商业化大规模生产的优点，能使组件效率提高至 18.8%。
- **积极布局海外市场。**日本市场是公司最重要的海外市场，二季度光伏组件出货量占总出货量的 32.4%，已经连续 7 个季度超过 120MW。二季度美国市场

的组件出货量占比为 6.3%，其中包括美国东南地区的 6 MW 分布式发电项目和亚利桑那州 14 MW 的光伏电站项目。由于美国 ITC 政策延期，有利于美国光伏市场维持稳定增长。ITC 政策为美国光伏产业核心政策之一，获得 ITC 支持的太阳能项目可享受最高 30% 的税收减免优惠，2015 年底美国国会决议将原定 2016 年底结束的 ITC 延长 5 年，直至 2021 年底为止，因此美国市场未来几年仍是公司重要的海外市场。欧洲第二季度的组件出货量占比为 1.7%，目前公司位于波兰的 17 MW 电站项目已经获得了预先批准，将进入竞价阶段；位于英国的 5 MW 项目接近完成财务结算，接下来是交换合同。在加纳，公司正在谈判 30 个共计 10.3 MW 的商业屋顶项目以及开发 50 MW 的电站项目。

图 3、2015Q2 至 2016Q3 公司出货量分区域情况



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- 组件价格下降或将进一步影响毛利。** 630 后光伏组件价格出现了快速下降，7 月末晶科能源以 3.167 元/瓦的价格报价竞标中广核 900MW 集中组件招标；8 月中又有多家企业报价 3.07-3.09 元/瓦竞标国电投第五十四批光伏组件集中招标，同比今年 3 月份组件价格约 3.8 元/瓦，下降幅度在 20% 以上。国内组件价格下降主要由于国内光伏装机需求出现下降，但预计三季度淡季过后组件价格将企稳。公司预计三季度日本市场的组件出货量占比将提高至 32.4%，这在一定程度上能缓解中国市场 630 后组件出货量的下降对公司收入的影响。同时公司亦将积极降低生产和运营成本，以减少组件价格下降对公司毛利的影响。由于组件价格下降，公司三季度毛利率指引为 12.5% -14%。
- 我们的观点。** 英利绿色能源（YGE.US）是全球领先的光伏组件生产商，受益于中国 630 光伏抢装的影响，公司二季度出货量环比大幅增长。公司的双玻组件在大同 50MW 领跑者项目得到应用，国内连续出台的利好政策使得公司中国光伏仍可期，同时公司亦在积极布局海外市场。我们认为公司产品具有相当的竞争力，但由于 630 后光伏组件价格下降剧烈，最近的招标价格已降至约 3 元/瓦，我们对公司能否完成全年出货目标维持谨慎态度。由于上半

年业绩较佳，我们预计公司全年业绩将出现同比增长，建议投资者一般关注。

- **风险提示：**全球光伏市场增速放缓，光伏组件价格继续下降，更高的反倾销、反补贴关税。

表 1：英利绿色能源 2016Q2 主要财务指标变动情况

单位：人民币，千元	For the Three Months Ended			Change		点评
	2016 Q2	2016 Q1	2015 Q2	QoQ	YoY	
收入	2,524,056	2,351,050	2,716,101	7.4%	-7.1%	组件出货量上升，但价格同比环比下降
成本	(2,063,929)	(1,881,769)	(2,545,094)	9.7%	-18.9%	
毛利	460,127	469,281	171,007	-2.0%	169.1%	毛利率同比上升，环比下降，主要是价格下降及成本下降综合影响
毛利率	18.2%	20.0%	6.3%			
经营费用						二季度研发费用增加，去年同期研发双玻组件
销售费用	(154,556)	(182,854)	(257,077)	-15.5%	-39.9%	
管理费用	(70,512)	(85,550)	(140,100)	-17.6%	-49.7%	
研发费用	(42,183)	(21,030)	(90,585)	100.6%	-53.4%	
处置长期资产和土地所有权收益			138,441			
库存购买协议储备拨备	(34,623)	6,598				
总经营费用	(301,874)	(282,836)	(349,321)	6.7%	-13.6%	
经营利润	158,253	186,445	(178,314)	-15.1%	188.7%	贷款余额同比下降
利息费用	(158,568)	(176,131)	(242,145)	-10.0%	-34.5%	
利息收入	1,017	1,069	7,396	-4.9%	-86.2%	
外汇收益/(损失)	26,954	55,491	(10,281)			
其他	51,716	12,536	30,220			
税前利润	79,372	79,410	(393,124)	-0.05%	120.2%	
税收	(1,120)	(13,935)	(232,593)			
净利润	78,252	65,475	(625,717)	19.5%	112.5%	
少数股东利润	(6,428)	14,092	27,591			
归属母公司净利	71,824	79,567	(598,126)	-9.7%	112.0%	
每股净利						
基本	0.4	0.44	(3)	-9.1%	112.2%	
摊薄	0.4	0.44	(3)	-9.1%	112.2%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。