

跟踪评级公告

联合〔2019〕1480号

隆基绿能科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

隆基绿能科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

隆基绿能科技股份有限公司发行的“隆基转债”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

隆基绿能科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
隆基转债	27.94	6年	AA+	AA+	2018.05.28

转股期：自 2018 年 5 月 8 日至 2023 年 11 月 2 日

初始转股价格：32.35 元/股

当前转股价格：18.66 元/股

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	191.72	328.84	396.59	431.65
所有者权益 (亿元)	100.94	142.44	168.25	175.59
长期债务 (亿元)	23.77	58.58	71.45	75.84
全部债务 (亿元)	44.65	118.32	141.89	163.82
营业收入 (亿元)	115.31	163.62	219.88	57.10
净利润 (亿元)	15.51	35.49	25.67	6.70
EBITDA (亿元)	23.38	50.17	44.78	--
经营性净现金流 (亿元)	5.36	13.28	11.73	9.38
营业利润率 (%)	26.53	31.35	21.72	23.07
净资产收益率 (%)	19.7	29.17	16.52	--
资产负债率 (%)	47.35	56.68	57.58	59.32
全部债务资本化比率 (%)	30.67	45.37	45.75	53.42
流动比率 (倍)	1.87	1.53	1.54	1.49
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.42	0.32	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.66	18.58	10.95	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.84	1.80	1.60	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告已将其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，将长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债计入长期债务；4、2019 年一季度数据未经审计，且相关财务指标未年化。

评级观点

跟踪期内，隆基绿能科技股份有限公司（以下简称“公司”或“隆基股份”）作为全球最大的单晶硅生产制造商，其规模进一步扩张，国内外市场占有率进一步提升。2018 年，公司组件业务迅速发展，全年营业收入同比大幅增长且经营性现金流维持在较好水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到光伏行业竞争激烈、国内行业政策收紧、公司主要产品价格大幅下降使得其盈利能力下降、产能扩张迅速等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司在建项目的完工投产，公司产能有望大幅增长，资产规模及盈利能力将进一步提升，整体竞争力有望增强。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“隆基转债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司硅片及组件业务板块产能迅速扩张，主要产品生产及销售规模随之增加，收入规模快速增长。

2. 跟踪期内，公司光伏产品保持较强的技术优势以及较高的市场认可度，其主要产品的产能利用率及产销率均保持在高水平。

3. 跟踪期内，公司营业收入同比大幅增长，且经营性现金流维持在较好水平。

关注

1. 2018 年，光伏行业竞争进一步加剧，补贴退坡进一步挤压公司的利润空间。

2. 2018年,为提升市场占有率及竞争优势,公司主动大幅降低产品售价,使利润规模下降,公司盈利能力出现下滑。

3. 2018年,公司主要产品产能扩张速度较快,且仍有较大规模的在建项目,对资金需求较大。此外,未来光伏行业下游市场增量需求尚有不不确定性,公司或将面临产能难以被市场完全消化的风险。

4. 跟踪期内,公司计提较大规模的存货跌价准备,且随着公司生产规模的扩张和海外市场拓展,存货规模进一步增加,未来存在一定的跌价风险,或将在一定程度上对公司利润造成侵蚀。

分析师

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangyue@unitedratings.com.cn

于彤昆

电话: 010-85172818

邮箱: yutk@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



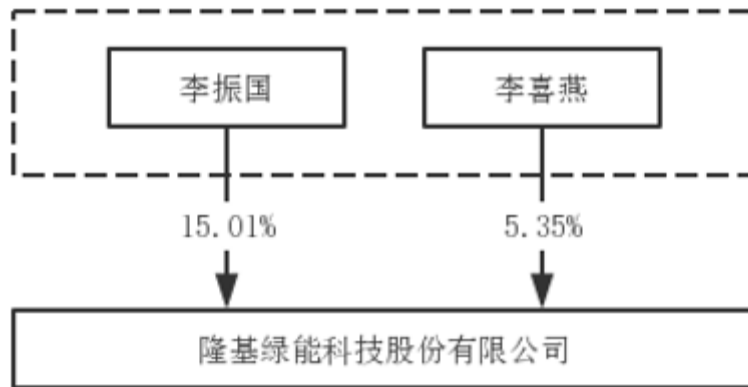
于彤昆

联合信用评级有限公司

一、主体概况

隆基绿能科技股份有限公司（以下简称“公司”或“隆基股份”）前身为2000年2月成立的西安新盟电子科技有限公司，由李葛卫、李振国和徐志松三位自然人共同出资成立，初始注册资本50万元。2007年12月，公司更名为“西安隆基硅材料有限公司”。历经多次增资及股权变更，2008年7月，李振国等48位股东作为发起人签订《发起人协议》，同意整体变更设立股份公司，更名为“西安隆基硅材料股份有限公司”¹，注册资本20,000.00万元；2009年及2010年公司进行两次增资，注册资本变更为22,418.00万元。2012年3月，经中国证监会证监许可〔2012〕346号文核准，公司向社会公开发行7,500.00万A股，发行后总股本变更至29,918.00万股，并于同年4月在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“隆基股份”，证券代码为“601012.SH”）。历经多次分红送股、资本公积转增股本、配股、限制性股票激励计划、非公开发行股票以及可转换债券的转股，截至2018年底，公司股本为27.91亿股。公司控股股东及实际控制人为李振国先生和李喜燕女士，其合计持有公司股份占公司总股本的20.36%。截至2019年5月底，李振国共计质押公司股份数为2.73亿股，占公司总股本的7.52%，占其持有股份数的50.09%。李喜燕共计质押公司股份数为0.36亿股，占公司总股本的0.99%，占其持有股份数的18.54%

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围较上年无变化。

截至2018年底，公司下设总裁办、财务管理中心、硅片事业部、支持服务中心、流程IT等部门（见附件1）；截至2018年底，公司拥有217家子公司，在职员工21,056名。

截至2018年底，公司合并资产总额396.59亿元，负债合计228.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.25亿元，其中归属于母公司所有者权益合计164.52亿元。2018年，公司实现营业收入219.88亿元，净利润（含少数股东损益）25.67亿元，其中归属于母公司净利润25.58亿元。经营活动产生的现金流量净额11.73亿元，现金及现金等价物净增加额-16.91亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额431.65亿元，负债合计256.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）175.59亿元，其中归属于母公司所有者权益170.50亿元。2019年1~3月公司实现营业收入57.10亿元，净利润（含少数股东损益）6.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.11

¹ 2017年2月，通过公司董事会和股东大会表决，同意将公司更名为现名。

亿元。经营活动现金流量净额为 9.38 亿元，现金及现金等价物增加额 5.19 亿元。

公司注册地址：西安市长安区航天中路 388 号；法定代表人：李振国。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕1594 号文核准，公司于 2017 年 11 月 2 日公开发行了 2,800 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 28 亿元，债券简称“隆基转债”，债券代码“113015.SH”。本次可转债的票面利率第一年为 0.3%、第二年为 0.5%、第三年为 1%、第四年为 1.3%、第五年为 1.5%、第六年为 1.8%，付息方式为每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。转股期起止日期为自 2018 年 5 月 8 日至 2023 年 11 月 1 日，初始转股价格为 32.35 元/股。

“隆基转债”募集资金扣除发行费用后，募集资金净额 276,126.00 万元，分别用于建设“保山隆基年产 5GW 单晶硅棒项目”和“银川隆基年产 5GW 单晶硅棒和 5GW 单晶硅片项目”。截至 2018 年底，“银川隆基年产 5GW 单晶硅棒和 5GW 单晶硅片项目”已于 2018 年 9 月全部建成并达到预定可使用状态；“保山隆基年产 5GW 单晶硅棒项目”于 2018 年 12 月建设完毕并达到预定可使用状态。公司已于 2018 年 11 月 8 日支付自 2017 年 11 月 2 日至 2018 年 11 月 1 日期间的利息。

截至 2019 年 3 月 31 日，累计 2,473,000 元“隆基转债”已转换成公司股票，累计转股数为 81,287 股，占“隆基转债”转股前公司已发行股份总额的 0.004%。

自“隆基转债”发行以来，经多次价格调整，截至本报告出具日，“隆基转债”的转股价格已由 32.35 元/股调整为 18.66 元/股。截至 2018 年 5 月 31 日，“隆基转债”剩余本金约 27.94 亿元。

三、行业分析

1. 行业概况

太阳能光伏产业链的上游为太阳能级多晶硅原料。中国仍然是全球最大的多晶硅生产国。2018 年，我国多晶硅产量超过 25 万吨，同比增长超 3.3%。在产能不断扩张以及技术升级的驱动下，多晶硅料价格不断下降，加速了太阳能光伏发电成本接近传统能源的进程；目前多晶硅仍然产能过剩，预计多晶硅的价格处于下行通道。

原材料价格方面，自 2018 年 1 月起，多晶硅价格太阳能级多晶硅料震荡下跌，主要系进入 2018 年以来，由于国内新增装机规模受限，多晶硅下游需求降温所致。

原材料进口方面，随着国内多晶硅产业的技术进步和产能提升，目前我国太阳能级多晶硅产品可以满足国内多晶硅片和单晶硅片的品质需求，我国对多晶硅的进口需求有所减少。2018 年，我国共进口多晶硅料 12.5 万吨，同比下降 20%。

下游需求方面，2018 年，我国硅片产量 109.2GW，同比增长 19.1%；电池片产量 87.2GW，同比增长 21.1%；组件产量 85.7GW，同比增长 14.3%。产业链各环节生产规模全球占比均超过 50%，继续保持全球首位。出口方面，2018 年，我国仍为光伏产品（硅片、电池片、组件）第一出口大国，光伏产品（硅片、电池片、组件）出口总额达到 161.1 亿美元，同比增长 10.9%，主要系由于国内市场增量减少导致产品价格大幅下降，刺激海外市场需求增长所致。

下游产品价格方面，2018 年以来，国内光伏行业政策收紧，导致国内需求短期急冻，产品价格大幅下降。根据 PV InfoLink 数据统计，2018 年初至年末，多晶硅片均价下降幅度 55%；单晶硅片均价下降幅度 43%；多晶电池片（转化效率 18.7%）均价下降幅度 47%；单晶电池片（转化效率 21.4%）

均价下降幅度 31%；多晶组件（275W）均价下降幅度 31%，单晶组件（300/305W）均价下降幅度 26%。

总体看，2018 年以来，行业上游多晶硅料产量增速较慢且价格持续下跌，由于国内光伏市场遇冷及政策收紧，下游产品价格亦出现大幅下降。但得益于海外市场增量较大，产品端产量仍可保持稳健增长。

2. 行业政策

2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部、国家能源局发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》(发改能源〔2018〕823 号，即“531 新政”)，对我国 2018 年的补贴金额和补贴规模进行了大幅下调，旨在促进行业健康可持续发展，尽早实现“平价上网”目标，并加速落后产能淘汰进程，促进行业资源向优质企业集中。在光伏发电新增建设规模方面，要求在国家未下发文件启动普通电站建设工作前，各地不得以任何形式安排需国家补贴的普通电站建设；安排 10GW 左右规模用于支持分布式光伏项目建设。在光伏补贴强度方面，地面电站与分布式光伏标杆上网电价均下调 0.05/kWh，仅村级光伏扶贫电站仍维持 0.42/kWh 的补贴。

2019 年 2 月 26 日，国家电网有限公司向社会公开发布《国家电网有限公司 2018 社会责任报告》，承诺完成售电量 4.5 万亿千瓦时，省间交易电量 1.07 万亿千瓦时；力争市场化交易电量达到 1.8 万亿千瓦时，力争新能源省间交易电量突破 700 亿千瓦时，确保弃风弃光率控制在 5% 以内，力争全年替代电量超过 1,400 亿千瓦时；完成除青海、西藏外“三区两州”（不含云南怒江州）和中西部贫困地区电网建设任务。

2019 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出，要持续推进污染防治。持续开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染防治攻坚，加强工业、燃煤、机动车三大污染源治理。壮大绿色环保产业。加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。推进煤炭清洁化利用，加快解决风、光、水电消纳问题。加大城市污水管网和处理设施建设力度。此外，李克强总理还指出，2019 年将实施更大规模的减税，制造业 16% 的税率降至 13%，交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%。根据上述内容，弃光限电问题将在 2019 年进一步改善，且随着减税的推行，光伏发电成本也将进一步下降。

2019 年 4 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（以下简称“本通知”）。集中式光伏电站方面，将纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.40 元（含税，下同）、0.45 元、0.55 元。新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。国家能源主管部门已经批复的纳入财政补贴规模且已经确定项目业主，但尚未确定上网电价的集中式光伏电站（项目指标作废的除外），2019 年 6 月 30 日（含）前并网的，上网电价按照《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》（发改能源〔2018〕823 号）规定执行；7 月 1 日（含）后并网的，上网电价按照本通知规定的指导价执行。扶贫电站方面，纳入国家可再生能源电价附加资金补助目录的村级光伏扶贫电站（含联村电站），对应的 I~III 类资源区上网电价保持不变，仍分别按照每千瓦时 0.65 元、0.75 元、0.85 元执行。分布式电站方面，纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.10 元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.10 元；纳入 2019 年财政补贴规模，采

用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.18 元。

2019 年 5 月 30 日，国家能源局正式公布《关于 2019 年风电、光伏发电建设管理有关事项的通知》以及《2019 年光伏发电项目建设工作方案》，明确在落实平价上网项目的电力送出和消纳条件基础上，优先推进平价上网项目建设。严格规范补贴项目竞争配置，优先建设补贴强度低、退坡力度大的项目。对需要补贴的新建光伏项目进行分类管理：（1）光伏扶贫项目按照国家相关政策执行；（2）户用光伏项目单独管理，采用固定补贴方式，补贴总额度 7.5 亿元（折合 3.5GW）；（3）普通光伏电站、工商业分布式光伏发电项目、国家组织实施的专项工程或示范项目均将通过竞争性配置方式参与竞价，补贴总额度 22.5 亿元。

总体看，未来，国家的光伏电价补贴标准不断降低，但国家亦通过各项政策确保光伏发电的消纳和成本控制，光伏发电平价上网实现可期。

3. 行业关注

（1）部分技术瓶颈限制了光伏产业的大规模发展

目前光伏产业仍存在一定的技术瓶颈，如发电功率密度低、大规模储能技术尚未解决、大规模应用没有自身调节能力、小规模应用依赖于蓄电池（昂贵且寿命短）等，上述技术瓶颈限制了产业的大规模应用发展，有待不断改进提升。

（2）行业竞争激烈对企业成本控制的考验

近年来，国家出台的各类相关政策除控制补贴以外，亦间接控制装机容量的过快增长，平价上网对发电企业的成本控制能力带来考验，不具备核心竞争优势的企业，面临难以持续扩张的风险。

4. 未来发展

从整体上来看，太阳能光伏行业将呈现三种发展趋势，一是成本将会进一步降低，对于补贴的依赖性将会不断减小，乃至消失；二是行业模式将会发生变化，“光伏+”模式将会成为行业的主流发展模式；三是新兴市场的市场份额将持续提升，随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏行业成本的不断下降，新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

（1）成本将会进一步降低

可再生能源将在全球范围内对化石能源发起成本大战。最近 RMI 的一项综合分析显示，在美国的一些地区，公用事业级大规模光伏的成本已经比燃煤和燃气的火电厂还要便宜。而在我国，随着技术进步和产业规模的不断扩大，光伏度电成本持续快速下降，光伏平价上网可期。

（2）“光伏+”模式将会成为行业的主流发展方式

这一模式在 2016~2017 年已有很大的发展，如光伏与扶贫、农业、环境、气候结合等。一直以来，我国光伏发电呈现“发电在西部、用电在东部”的局面，消纳限电问题日益严重。而东部地区建设传统地面电站，又面临着人多地少，建设用地不足的问题。但是我国拥有 1.35 亿公顷农用地，超过 200 万公顷的设施大棚，且多数分布在中东部地区。在这种情况下，光伏与农业的跨界联姻应运而生，最近一两年光伏农业大棚规模迅速扩张。除此之外，光伏行业与互联网行业，消费品行业也已经实现结合，“光伏+”模式必将成为行业的主流发展方式。

（3）新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”

随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏度电成本的不断下降，新兴市场需求快速提升。新兴市场国家中泰国计划到 2021 年可再生能源比重达到 25%。在东非和非洲南部的一些国家，

计划到 2030 年将可再生能源的比重提高到 40%。根据中国机电产品进出口商会数据显示，2019 年一季度我国光伏组件出口市场已由美国、印度等传统市场向越南、乌克兰、墨西哥、巴基斯坦等新兴市场转移，今后新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

总体看，在未来一段时间，太阳能光伏行业将更沿着技术驱动的方向发展，粗放式的发展方式已成为过去；在单晶硅成本、硅片加工技术、光伏电站建设等领域的技术竞争将成为行业发展的新动力。同时随着成本的进一步降低，以及技术的提升，太阳能光伏行业受到行业政策影响程度将减小。

四、公司管理

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化。

2019年5月24日，公司董事邹宗海因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事及董事会下设专业委员会相关职务，辞职后邹宗海不再担任公司任何职务。

总体看，跟踪期内，公司核心管理人员变动不大，管理制度变化不大，经营管理状况稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入构成仍以组件和硅片的销售为主。2018 年，公司营业收入为 219.88 亿元，同比大幅增长 34.38%，主要系公司太阳能组件销售规模大幅增加所致。2018 年，公司净利润为 25.67 亿元，同比大幅减少 27.69%，主要系受行业“5.31 新政”影响，公司产品单晶硅片及组件价格大幅下降，毛利率下降，导致利润空间被大幅压缩，同时计提的存货减值准备增加。

从收入构成来看，公司销售收入仍主要来自于硅片和太阳能组件的销售，其他业务收入总体占比较低。2018 年，公司硅片业务收入为 61.16 亿元，同比增长 6.31%，随着电价的持续下调，光伏行业下游对产品端的成本要求和技术要求趋严，得益于公司硅片产品在行业内具有较为突出的技术及成本优势，因此市场需求较大，硅片业务规模有所增长；硅片收入占比为 27.81%，同比下降 7.35 个百分点。太阳能组件业务收入 130.91 亿元，同比大幅增长 42.68%，主要系公司大规模扩张组件产能，产量及销量随之增长所致；组件收入占比为 59.54%，同比上升 3.46 个百分点，占比进一步扩大。

从毛利率情况来看，公司综合毛利率主要受单晶硅片、太阳能组件和电池片业务毛利率影响。2018年，公司业务综合毛利率为22.25%，较上年下降10.02个百分点，硅片和太阳能组件的毛利率均大幅下降，主要系销售价格下降所致。具体来看，2018年，硅片业务毛利率为16.27%，较上年下降16.44个百分点；公司太阳能组件毛利率为23.83%，较上年下降6.87个百分点。

表 1 2017~2018 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
太阳能组件	91.75	56.07	30.70	130.91	59.54	23.83
硅片	57.53	35.16	32.71	61.16	27.81	16.27
电池片	3.89	2.38	23.80	5.22	2.38	9.43
受托加工	0.67	0.41	28.77	0.97	0.44	31.32
多晶硅料	0.53	0.32	38.98	0.82	0.37	4.35
电力	4.47	2.73	71.55	7.97	3.62	63.11

光伏系统设备	1.55	0.95	31.65	0.72	0.33	22.40
电站建设及服务	--	--	--	6.82	3.10	10.02
硅棒	1.27	0.78	33.40	3.18	1.45	12.55
其他	1.96	1.20	19.20	2.12	0.96	31.95
合计	163.62	100.00	32.27	219.88	100.00	22.25

资料来源：公司提供

注：表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

从销售区域的分布来看，2018年，公司境内销售收入占比67.30%，较上年下降7.15个百分点，主要系公司海外新兴市场业务规模扩大所致，销售收入仍以境内市场为主。考虑到公司海外销售占比规模增加，存在一定的汇率变动及贸易摩擦风险。

表2 2016~2018年公司销售区域分布（单位：亿元、%）

名称	2016年		2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	91.12	79.03	121.81	74.45	147.98	67.30
境外	24.18	20.97	41.81	25.55	71.90	32.70
合计	115.31	100.00	163.62	100.00	219.88	100.00

资料来源：公司年报

注：表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

2019年1~3月，公司实现营业收入57.10亿元，同比增长64.56%；实现净利润6.70亿元，同比增长25.31%，主要系公司营业规模不断扩大以及非硅成本不断下降所致。

总体看，跟踪期内，硅片以及太阳能组件的销售仍是公司主要收入来源，且收入均有所增长。由于受国内需求减少的影响，公司产品价格持续走低，公司主营业务毛利率大幅下降，盈利能力有所下降。此外，随着国内市场的竞争加剧，公司积极布局海外业务，2018年海外销售规模快速增长。

2. 硅片业务

（1）产品生产

从产品产能、产量来看，2018年，公司单晶硅片年产能达45.00亿片，大幅增长，主要系公司依托其产品竞争力优势，市场占比提升而不断扩张产能所致。随着公司产能扩大和市场份额的开拓，单晶硅片产量大幅增长，2018年达到36.42亿片。

表3 2016~2018年公司太阳能级硅材料产品产能和产量（单位：万片/年、万片）

产品	2016年		2017年		2018年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
单晶硅片	155,000.00	142,265.18	233,000.00	220,680.61	450,000.00	364,247.08

资料来源：公司提供

注：1、产能为太阳能级单晶产品产能；由于公司产能处于持续增加中，故上述产能小于年末时点产能；2、产量均指最终入产成品库的产量，不含半成品。

总体看，2018年公司太阳能级硅片产量仍处于较高水平，规模优势较为明显，运营状况良好。

（2）原材料采购

公司原材料以多晶硅料为主。2018年，多晶硅料采购总额为54.45亿元，同比增长40.15%，主要系产能扩张迅速，原材料需求快速增加所致。其他各类原材料主要是生产辅料，占比不大。

从原材料采购价格来看，2018年，多晶硅料采购单价较2017年有所下降，主要系原材料价格

下降所致。

从采购的区域来看，2018年，公司境内采购占比79.59%，仍以境内采购为主，但同时公司存在一定的境外采购比例，有一定的汇率波动风险。从供应商集中度来看，2018年，公司前5名原材料供应商的采购金额合计占当期采购总额的比重为23.19%，最大供应商采购量占比为6.31%。采购集中度尚可。

总体看，2018年，公司以境内采购为主，产量的扩张带动采购总额的大幅增长，目前原材料价格走低，公司生产成本得到进一步控制。此外，公司采购存在一定的汇率波动风险。

(3) 产品销售

从产品的销量来看，2018年，单晶硅片的销量为19.66亿片，较上年大幅增长，主要系公司产品市场份额拓展，随着产能释放，产量及销量随之增长所致。

从产品自用量来看，2018年，公司单晶硅片自用量大幅增加，主要系公司太阳能组件业务快速发展，消耗自产的单晶硅片不断增加所致。

从产品的销售价格来看，2018年，公司单晶硅片平均销售单价（不含受托加工，折合为标准片）为3.14元/片，较上年的5.17元/片大幅下降，主要受国内“5.31新政”的影响，需求减少，产品价格下降明显。

从产销率来看，2018年，公司单晶硅片的产销率为95.63%，较上年有所下降，但仍保持较高水平。

表4 2016~2018年公司太阳能级硅材料主要产品销售情况

产品名称	项目	2016年	2017年	2018年
单晶硅片	销售单价（元/片）	5.46	5.17	3.14
	销量（万片）	98,946.30	112,639.82	196,609.24
	销售收入（万元）	517,283.36	576,388.21	614,363.23
	自用量（万片）	52,857.79	107,100.00	151,707.22
	产销率（%）	106.71	99.57	95.63

资料来源：公司提供

注：1、产销率=（对外销量+自用量）/（产量）；2、上表中的片已统一折合为标准片，销量和销售收入包括太阳能级单晶硅片直接销售和受托加工业务销售的数量和收入；3、上表中的单晶硅片销售单价为单晶硅片直接销售业务（不含受托加工）的销售单价。

总体看，2018年，公司单晶硅片产能产量快速增长，且销售规模进一步扩大，但销售价格大幅下降；公司下游客户集中度尚可，集中销售风险尚可。

3. 太阳能电池片和组件业务

2018年，公司单晶电池片和单晶组件的年产能分别为3,880MW和6,340MW，均较上年有明显增长，且随着产能释放，上述两产品产量亦大幅增长，分别为3,727.70MW和5,902.36MW。由于公司产品下游需求规模较大，公司电池片及组件的委外加工产量均大幅增长，分别为3,946.04MW和1,373.26MW。

表5 2016~2018年公司组件业务产能和产量（单位：MW/年、MW）

产品		2016年	2017年	2018年
电池片	自有产能	1,050.00	3,000.00	3,880.00
	自产产量	1,074.42	2,980.55	3,727.70
	委外加工量	1,576.52	1,906.74	3,946.04

	产量合计	2,650.94	4,887.28	7,673.73
单晶太阳能组件	自有产能	1,700.00	4,300.00	6,340.00
	自产产量	1,358.54	3,919.95	5,902.36
	委外加工量	820.87	610.88	1,373.26
	产量合计	2,179.42	4,530.83	7,275.63

资料来源：公司提供

注：此表产能根据期间平均产能计算，小于年末时点产能。

销售情况方面，受“531新政”影响，国内需求下降，公司电池片和组件的销售价格面临下行压力，2018年，上述两产品的销售价格均较上年有所下降，但公司产品仍有极高的市场认可度和市场地位，得益于此，公司组件业务产品销量和销售收入均明显增长，且产销率均保持在90%以上的较高水平。此外，公司单晶电池片自用量大幅增长，主要系组件生产线快速扩张，带动电池片的内需所致。

表6 2016~2018年公司组件业务销售情况

产品名称	项目	2016年	2017年	2018年
单晶电池片	销售单价（元/瓦）	1.51	1.49	1.02
	销量（MW）	212.03	252.35	491.12
	销售收入（万元）	32,118.52	37,605.14	50,289.91
	自用量（MW）	2,314.01	4,588.09	7,514.22
	产销率（%）	93.27	99.04	96.02
单晶太阳能组件	销售单价（元/瓦）	3.09	2.63	2.19
	销量（MW）	1,847.45	3,507.48	5,990.72
	销售收入（万元）	570,120.82	923,087.61	1,309,086.45
	自用量（MW）	281.32	941.81	590.36
	产销率（%）	97.68	98.20	90.45

资料来源：公司提供

注：1、销量和销售收入包括单晶太阳能组件直接销售和受托加工业务销售；自用量是指组件生产环节使用量；2、产销率=（对外销量+自用量）/产量；3、电池片销售收入中剔除了无效电池片和镀膜硅片。

从组件订单情况来看，截至2018年底，公司尚有2,155.17MW已签订未履行完毕的订单。公司存量业务规模较大，可为公司未来销售收入的增长带来保障。

总体看，2018年，受“531新政”影响，国内需求下降，公司组件产品销售价格出现下降，但得益于公司产品的市场优势，单晶电池片及组件的销量和销售收入仍能保持较高的增长速度，且产销率持续保持在高水平。公司已签订订单规模较大，未来收入规模有望进一步扩大。

4. 在建项目

截至2018年底，公司主要在建项目共计6个，计划总投资合计67.01亿元，累计投资金额32.53亿元，根据预算尚需投资34.48亿元。

表7 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程累计投资 占预算比例	累计投资	尚需投资	资金来源
古晋隆基拉晶一期	14.97	93.91	14.05	0.92	自筹资金
古晋隆基拉晶二期	4.22	62.98	2.66	1.56	自筹资金

丽江隆基年产 5GW 硅棒项目	13.62	58.45	7.96	5.66	自筹资金
楚雄隆基年产 10GW 单晶硅片	5.49	73.18	4.02	1.47	自筹资金
滁州乐叶年产 5GW 高效单晶组件项目	22.62	10.69	2.42	20.20	自筹资金
古晋电池二期项目	6.09	23.35	1.42	4.67	自筹资金
合计	67.01	--	32.53	34.48	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建项目投资规模较大，面临一定程度的资金需求；未来随着公司在建项目的完工投产，将进一步扩张公司产能，有助于提升公司竞争力。

5. 经营关注

(1) 经营规模扩大风险

随着公司资产规模和业务规模的不断扩大，公司将在管理方面面临较大的风险与挑战，在经营管理、科学决策、资源整合、内部控制、市场开拓、人力资源等诸多方面对公司管理团队提出了更新和更高的要求。面对复杂多变的经营环境和日趋激烈的市场竞争，公司如不能有效地进行风险控制和内控管理，进一步提升管理水平和市场应变能力，将对公司的综合竞争能力和经营效益造成较大不利影响。

(2) 在建及拟建项目的收益不确定风险

公司未来规划了较多的单晶硅棒、切片及电池组件等产能，但未来收益是否可达预期存在一定不确定性。

(3) 海外业务规模扩张风险

公司海外销售占比规模增加，存在一定的汇率变动及贸易摩擦风险。

(4) 行业政策变动风险

光伏行业政策波动较大，国内新增装机规模受限及发电价格不断下调均将在一定程度上影响公司的国内市场拓展。

6. 未来发展

2019年，公司将继续以客户价值为核心，抓住行业新一轮发展机遇，推动国际能源变革和绿色能源的应用，扩大光伏应用场景和规模，全面提升内部管理水平，完成全球化布局，打造全面领先优势。公司持续巩固全球硅片龙头和组件领先厂商地位。整合现有技术优势，加速新技术研发储备，不断提升研发管理水平，保持核心技术领先、产品领先和成本优势；加大市场营销资源和职能支持资源投入，加强基于市场与技术的产品策划能力，提高海外市场拓展能力与支持能力、系统集成计划能力和国际化能力；强化内部管理能力，提升成本及质量控制水平。

2019年，公司计划单晶硅片年产能达到 36GW，单晶组件产能达到 16GW；单晶硅片出货量目标 60 亿片（含自用），组件出货量目标 9.5GW（含自用）。

总体看，公司将继续以单晶硅片的生产为核心，大力培育组件业务；公司将继续扩大产能，持续进行技术研发，使得产品处于行业内领先地位，并不断拓展国内和海外市场；公司整体战略符合行业发展趋势，密切结合自身特点，对未来几年公司的生产经营提供了切实可行的指引。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司根据财政部于 2018 年 6 月 15 日发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）中的相关要求对财务报表列报项目进行了调整。本报告 2018 年期初数据采用最新会计准则调整后数据。合并范围方面，公司 2018 年纳入合并范围的公司共 217 户，比上年度增加 24 户，减少 106 户，合并范围变动的子公司主要为电站公司，因此公司财务数据仍具有较强可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 396.59 亿元，负债合计 228.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 164.52 亿元。2018 年，公司实现营业收入 219.88 亿元，净利润（含少数股东损益）25.67 亿元，其中归属于母公司净利润 25.58 亿元。经营活动产生的现金流量净额 11.73 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 431.65 亿元，负债合计 256.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）175.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 170.50 亿元。2019 年 1~3 月公司实现营业收入 57.10 亿元，净利润（含少数股东损益）6.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.11 亿元。经营活动现金流量净额为 9.38 亿元，现金及现金等价物增加额 5.19 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 396.59 亿元，较年初增长 20.60%。其中，流动资产占 57.74%，非流动资产占 42.26%，公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 229.01 亿元，较年初大幅增长 20.99%，主要系应收票据、应收账款和存货大幅增长所致；公司流动资产以货币资金（占 33.66%）、应收票据（占 17.86%）、应收账款（占 19.05%）和存货（占 18.70%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 77.08 亿元，较年初减少 9.81%，主要系公司生产规模迅速扩张原材料采购需求随之增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 73.50%）和其他货币资金（占 26.50%）构成，其他货币资金全部使用受限，为办理银行承兑汇票、信用证、保函等业务缴存的保证金。公司货币资金中受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据 40.91 亿元，较年初大幅增长 85.48%，主要系组件销售规模增加所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票；其中已质押的受限票据金额为 32.86 亿元，受限部分占比高。

截至 2018 年底，应收账款账面价值 43.63 亿元，较年初增长 11.13%，主要系组件销售规模增加所致。公司应收账款计提坏账准备 1.50 亿元，计提比例 3.32%。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额合计 44.72 亿元，占 99.10%。从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款余额占 87.94%、1~2 年内的占 10.32%；2 年期以上应收账款占 1.74%；整体账龄较短。从集中度看，应收账款前五大企业欠款余额 11.15 亿元，占应收账款总额的 24.72%，集中度尚可。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 42.83 亿元，较年初大幅增长 79.91%，主要系公司扩大生产规模，相关原材料及库存商品增加所致。公司存货余额以原材料（占 25.43%）、库存商品（占 56.80%）、在产品（占 7.95%）和委托加工物资（占 7.13%）为主。公司参考产品的售价及市场变动趋势，对期

末存货进行减值测试，计提存货跌价准备 0.49 亿元。考虑到光伏行业上游原料及下游产品价格整体处于下行中，公司存货未来仍将持续面临一定的减值压力。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 167.58 亿元，较年初增长 20.08%，主要系产能扩张较快，固定资产规模增加所致；公司非流动资产以固定资产（占 79.12%）、在建工程（占 5.11%）和长期待摊费用（占 5.72%）为主。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 132.60 亿元，较年初增长 22.74%，主要系公司在建的生产线完工转固所致。公司固定资产主要为机器设备（占 58.21%）、房屋建筑物（占 10.21%）、光伏电站（占 30.73%）；公司设备主要以国产设备为主，部分进口。公司近年来逐步扩大产能，设备价值较高，同时由于公司具有较强研发能力，可实现设备的升级，因此淘汰率较低。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 26.55 亿元，固定资产成新率 83.13%，成新率较高。截至 2018 年底，公司固定资产中所有权或使用权受到限制的固定资产账面价值 16.24 亿元（占 12.25%），为用于办理融资租赁业务的生产线、房屋建筑物及光伏电站，公司固定资产受限比率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程 8.50 亿元，较年初大幅减少 36.19%，主要系公司新增产能完工转固规模较大所致；公司在建工程主要为分布式光伏电站项目，硅棒、硅片以及电池组件新增产能项目等。2018 年公司转固在建工程中，转固或部分转固的生产线主要包括：宁夏 1GW 单晶硅棒建设项目、银川 5GW 单晶硅棒/硅片建设项目、古晋隆基拉晶一、二期项目、丽江隆基年产 5GW 硅棒项目、保山年产 5GW 单晶硅棒项目、楚雄隆基年产 10GW 单晶硅片项目等；转固电站主要包括：灵武 228MW 电站项目、大同市云州区 30MW 集中式光伏扶贫项目、广灵县 30MW 集中式光伏扶贫项目、华坪水子坪 80MW 特色农业光伏发电项目和肇州县 80MW 单晶光伏发电项目。公司生产线的完工投产及电站完工转固均有助于公司收入规模的增长。但公司生产线扩张速度较快，产能提升规模较大，未来下游市场需求是否仍可确保公司新建产能的消化仍存在一定不确定性。

截至 2018 年底，公司长期待摊费用合计 9.59 亿元，较年初大幅增长 49.12%，主要系装修改造费用增长所致。

截至 2018 年底，公司受限资产总额达 70.64 亿元，占总资产比例的 17.81%，占比尚可。受限资产主要为货币资金、应收票据以及固定资产。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 431.65 亿元，较年初增长 8.84%，主要系货币资金、应收票据、存货和在建工程增长所致；其中流动资产占 59.27%，非流动资产占 40.73%，资产结构变化不大。

总体看，2018 年，随着经营规模的扩大及项目投资力度的加大，公司资产规模增长较快。公司货币资金规模较大，但随着原材料采购的增加和产能扩张而明显减少；存货规模增长较快，存在跌价风险；应收账款规模较大，但账龄短且集中度尚可，回收风险较小；存货和应收账款的迅速增长形成一定的资金占用，影响公司短期流动性。非流动资产以固定资产为主，固定资产成新率较高。此外，公司在建工程当期转固规模较大，公司生产线扩张速度较快。整体看，公司资产流动性尚可，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 228.34 亿元，较年初大幅增长 22.51%；其中，流动负债占 65.16%，非流动负债占 34.84%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 148.78 亿元，较年初增长 20.57%，主要系公司采购规模增加使得各类应付款项增加，以及部分长期债务将于一年内到期而重分类至流动负债所致。公司流动负债主要由应付票据（占 31.73%）、应付账款（占 25.44%）、预收款项（占 6.47%）、其他应付款（占 16.21%）和一年内到期的非流动负债（占 7.64%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 47.21 亿元，较年初大幅增长 24.18%；应付账款 37.86 亿元，较年初增长 6.69%，上述两科目的增长主要系应付各类原材料款项增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项为 9.62 亿元，较年初大幅增长 24.72%，主要系预收销售货款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 24.11 亿元，较年初大幅增长 59.88%，主要系公司产能扩张，投资大幅增加导致应付设备款及工程款大幅增长所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.37 亿元，较年初大幅增长 102.93%，主要系一年内到期的长期借款增加而重分类进此科目所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 79.56 亿元，较年初大幅增长 26.30%，主要系长期借款和长期应付款大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.42%）、应付债券（占 41.00%）和长期应付款（占 16.42%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 26.59 亿元，较年初大幅增长 60.58%，主要系公司为进行固定资产投资增加了长期融资的规模所致。从到期时间来看，截至 2019 年 3 月 31 日，公司长期借款中，1~2 年到期的有 8.69 亿元、2~3 年到期的有 18.16 亿元，3 年以上到期的有 1.70 亿元，存在一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券为 32.62 亿元，较年初增长 3.60%。

公司长期应付款主要为应付融资租赁款，截至 2018 年底，公司长期应付款为 13.06 亿元，较年初大幅增长 102.44%，主要系应付融资租赁款增加所致。从到期时间来看，公司应付融资租赁款中，1~2 年到期的有 2.54 亿元、2~3 年到期的有 2.70 亿元，3~5 年到期的有 5.42 亿元，5 年以上到期的有 0.62 亿元，集中偿还压力尚可。

截至 2018 年底，公司全部债务为 141.89 亿元，较年初增长 19.92%，主要系短期债务及长期债务均大幅增长所致；公司全部债务中，短期债务为 70.44 亿元，较年初增长 17.91%，占比为 49.64%；长期债务为 71.45 亿元，较年初增长 21.97%，占比为 50.36%，公司长短期债务占比较为合理。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.58%、45.75% 和 29.81%，分别较年初上升 0.89 个百分点、0.38 个百分点和 0.67 个百分点，债务负担保持稳定。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 256.05 亿元，较年初增长 12.13%。其中，流动负债占比 66.88%，非流动负债占比 33.12%，流动负债占比较年初上升 1.72 个百分点。公司全部债务为 163.82 亿元，较年初增长 15.46%，其中短期债务占比 53.71%，长期债务占比 46.29%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.32%、48.27% 和 30.16%，分别较年初上升 1.74 个百分点、2.52 个百分点和 0.36 个百分点，债务负担小幅上升。

总体看，随着公司产能的扩张以及产业链的延伸，公司融资需求增加，债务规模快速增长；但资产增速与负债增速保持协同，且债务期限结构较为合理，公司整体债务负担未明显加重。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 168.25 亿元，较年初增长 18.12%，主要系公司股本及未分配利润大幅增长所致。截至 2018 年底，公司股本共计 27.91 亿元，较年初大幅增长 39.96%，主要系跟踪期内公司进行资本公积转股本所致。2018 年，公司向全体股东每 10 股派发现金股利 1.8 元

(含税)，同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，资本公积转股本使得公司股本增加 7.98 亿元。截至 2018 年底，公司资本公积较年初减少 14.70%，主要系公司以资本公积转增股本所致，公司资本公积以股本溢价为主。截至 2018 年底，公司未分配利润为 79.75 亿元，较年初大幅增长 35.24%，主要系公司经营规模增加，净利润随之增长所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计占 97.78%。归属于母公司所有者权益中，股本占 16.96%，资本公积占 28.17%，盈余公积占 2.82%，未分配利润占 48.47%。公司所有者权益主要由股本、资本公积和未分配利润构成，且未分配利润占比比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 175.59 亿元，较年初增长 4.37%，其中归属于母公司的所有者权益占比 97.10%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，得益于盈利能力的增强，以及公司股本的增长，公司所有者权益逐年快速增长，但权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司大规模扩张组件及硅片的产能，且得益于公司产品的市场地位较高，下游客户对产品的认可度较好等因素影响，公司新产能释放情况较好，产量及销量均随之增长，得益于此，公司收入规模大幅增长，2018 年公司营业收入 219.88 亿元，同比增长 34.38%；2018 年公司营业成本 170.96 亿元，同比增长 54.27%，增速高于收入增速，主要系公司主要光伏产品降价幅度较大所致。2018 年，公司实现净利润 25.67 亿元，同比大幅减少 27.69%；公司营业利润率为 21.72%，同比下降 9.63 个百分点。

2018 年，公司期间费用总额 21.09 亿元，同比增长 38.15%；公司期间费用中，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别占比 48.24%、29.53%、12.65%和 9.57%。受销售规模增长以及融资规模增长影响，公司各类费用均有所增长。具体来看，2018 年，公司销售费用为 10.17 亿元，同比增长 53.16%；管理费用为 6.23 亿元，同比增长 24.55%；研发费用为 2.02 亿元，同比增长 22.83%；财务费用为 2.67 亿元，同比增长 34.89%。2018 年，公司费用收入比为 9.59%，较上年小幅上升 0.26 个百分点，公司费用控制能力较好。

2018 年，公司资产减值损失 7.28 亿元，同比大幅增长 250.96%，主要系当期计提存货跌价准备规模较大所致。2018 年，公司资产减值损失中存货跌价损失共计 6.29 亿元，较上年同期的 0.85 亿元大幅增长。由于光伏行业竞争加剧及平价上网的加速，未来光伏产品及原材料价格仍存在较大不确定性，加之公司产能扩张速度加快，原材料及产成品的库存量亦随之增长，存货规模快速增长。受上述因素综合影响，公司资产减值损失规模有进一步扩大风险，公司未来盈利能力的稳定增长或将因此受到影响。

2018 年，公司投资收益为 7.94 亿元，同比大幅增长 36.48%，主要为转让电站而获得的投资收益。公司投资收益占当年营业利润的 27.66%，对当年利润贡献较大。

从盈利指标看，2018 年，虽然公司产品销量增加且销售收入大幅增长，但由于产品降价幅度较大，公司各项盈利指标均明显下滑。2018 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.42%、9.03%和 16.52%，分别较上年下降 8.37 个百分点、7.44 个百分点和 12.65 个百分点。

2019 年 1~3 月，随着公司新建产能的陆续投产，公司产品产销规模进一步扩张，实现营业收入 57.10 亿元，同比增长 64.56%；实现净利润 6.70 亿元，同比增长 25.31%，投资收益 1.08 亿元，同比减少 59.78%，占当期营业利润的 14.62%。

总体看，2018 年，公司收入规模随产品销售量增长而快速增长，但由于公司产品价格下降幅度

较大，公司收入增长速度不及成本增速，以及存货跌价的影响，利润空间受到挤压，盈利能力较上年下滑。但公司生产活动具有规模化优势，期间费用对公司利润侵蚀较小，公司费用控制能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，得益于公司业务规模的扩大，2018年公司经营活动产生的现金流入为199.08亿元，同比大幅增长70.82%；公司经营活动产生的现金流出为187.35亿元，同比增长81.43%且增长速度大于流入量的增速；受此影响，公司经营活动现金流量净额为11.73亿元，同比减少11.67%，主要系销售规模增长，但应收款项规模较大，且随着公司进行产能扩张，原材料采购支出增加所致。从收入实现质量上来看，2018年，公司的现金收入比率为81.44%，较上年大幅上升14.55个百分点，收入实现质量明显好转，但仍属较低水平，主要系票据结算及应收款项规模较大所致。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动产生的现金流入为142.31亿元，同比大幅增加105.99%，主要系公司收到股权转让款增加以及委托理财到期收回所致；公司投资活动流出的现金为174.00亿元，同比大幅增长62.88%，主要系固定资产投资增加以及委托理财增加所致。2018年，公司投资活动现金净流量为-31.69亿元，呈持续净流出状态。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动流入的现金为31.13亿元，同比减少54.94%，主要系上年同期收到可转债融入资金规模较大所致；公司筹资活动流出的现金为28.46亿元，同比增长27.23%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2018年，公司筹资活动产生的现金净流量为2.67亿元，仍呈持续净流入状态。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额9.38亿元，上年同期为-7.17亿元，主要系产品销售规模同比大幅增加，经营活动现金流入增加所致；投资活动现金流量净额-9.56亿元，上年同期为-9.85亿元；筹资活动现金流量净额5.78亿元，上年同期为-2.35亿元，主要系融资规模同比增加所致。

总体看，2018年，随着公司经营规模的扩大，公司经营活动现金流入流出规模扩大，公司经营活动现金净流量呈持续净流入状态，但因应收款项增长较快，且原材料采购增加较快，公司现金流量净额明显同比下降；2018年，公司投资活动现金净流量呈持续流出状态，公司经营活动产生现金净流入量不能满足公司投资需求，同时，考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来仍存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年公司流动比率和速动比率分别为1.54倍和1.25倍，上年同期分别为1.53倍和1.34倍；同期，公司现金短期债务比由2017年1.80倍小幅下降至1.68倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降，但仍属较高水平；公司经营现金流动负债比率为7.89%，较上年下降2.88个百分点。整体看，公司短期偿债能力虽有小幅下滑，但仍属较强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为44.78亿元，同比减少10.75%，主要系公司产品价格下降幅度较大，利润总额同比减少所致；公司EBITDA主要以利润总额（占64.04%）、折旧（占23.56%）和计入财务费用的利息支出（占9.13%）为主。2018年，公司EBITDA利息倍数为10.95倍，较上年的18.58明显下滑；EBITDA全部债务比为0.32倍，较上年的0.42倍有所下滑，但公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度仍较强。整体看，公司长期偿债能较强。

截至2018年底，公司获得银行各类授信总额度合计144.99亿元，其中已使用额度60.07亿元，未使用额度为84.92亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为A股上市公司，具有在资本市场融资

的便利条件，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对参股公司的担保共 3.46 亿元，规模较小。担保未有逾期担保以及涉及诉讼的担保，担保相关的或有风险较小。具体情况如下。

表 8 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	保证类型	保证金额	担保内容
同心隆基	连带责任保证担保	12,201.00	为同心隆基向国家开发银行宁夏分行申请的同心隆基（一期）30MW 光伏电站项目贷款提供担保
同心隆基	连带责任保证担保	11,221.00	为同心隆基向国家开发银行宁夏分行申请的同心隆基（二期）30MW 光伏电站项目贷款提供担保
同心隆基	连带责任保证担保	3,724.00	为同心隆基向国家开发银行宁夏分行申请的同心隆基 10MW 光伏电站项目贷款提供担保
隆基天华	连带责任保证担保	7,448.00	为隆基天华向国家开发银行宁夏分行申请的隆基天华 20MW 光伏电站项目贷款提供担保
合计	--	34,594.00	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1061011600362370R），截至 2019 年 6 月 13 日，公司未结清业务中无不良/违约类和关注类记录；已结清业务中，有 5 笔欠息记录。其中 3 笔金额为 0 的欠息记录经中国民生银行核查，均为正常扣息，并无欠息情况；另外 2 笔欠息记录，均系贷款行未及时划转资金所致，并均于次日划转成功。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力均较强；公司现金类资产较为充足，并考虑到公司作为全球领先的单晶硅生产制造商，在产业链配置、经营规模等方面具有优势，公司整体偿债能力很强。

七、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 137.46 亿元，约为“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的 4.92 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度强；净资产达 175.59 亿元，约为“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的 6.28 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“隆基转债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 44.78 亿元，约为“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的 1.60 倍，公司 EBITDA 对“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的覆盖程度强。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 199.08 亿元，约为“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的 7.13 倍，公司经营活动现金流入量对“隆基转债”本金合计（27.94 亿元）的覆盖程度强。

“隆基转债”已进入转股期，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，公司对“隆基转债”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

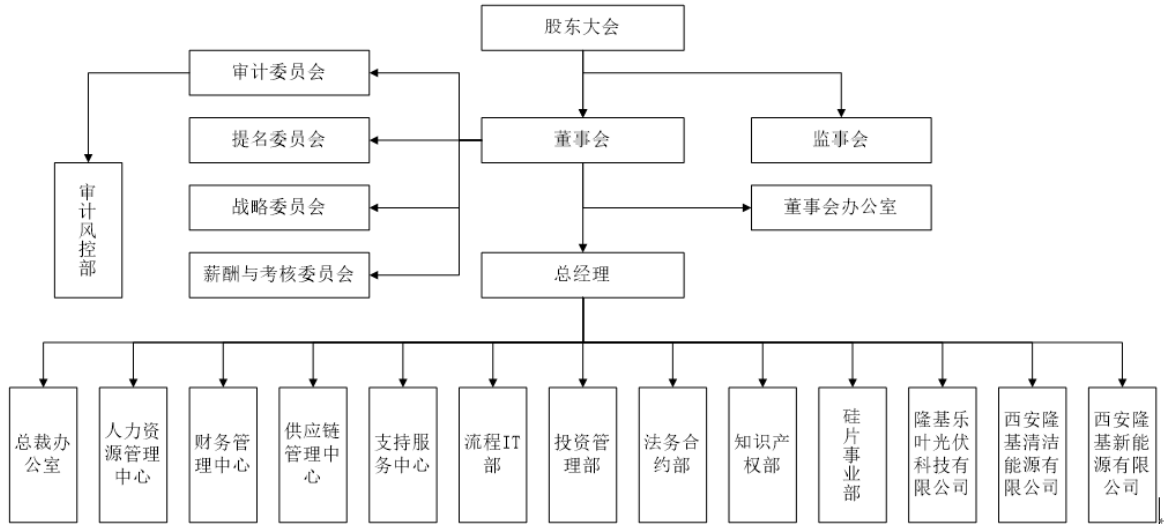
公司作为全球最大的单晶硅生产制造商，其规模进一步扩张，产业链进一步完善，国内外市场

占有率进一步提升。2018年，公司组件业务迅速发展，全年营业收入同比大幅增长且经营性现金流维持在较好水平。同时，联合评级也关注到光伏行业竞争激烈、国内行业政策收紧、公司主要产品价格大幅下降使得其盈利能力下降、产能扩张迅速等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。光伏行业竞争激烈、行业政策收紧、公司主要产品价格大幅下降使得其盈利能力下降、产能扩张过于迅速等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“隆基转债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 隆基绿能科技股份有限公司

组织结构图



附件 2 隆基绿能科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	191.72	328.84	396.59	431.65
所有者权益 (亿元)	100.94	142.44	168.25	175.59
短期债务 (亿元)	20.89	59.74	70.44	87.98
长期债务 (亿元)	23.77	58.58	71.45	75.84
全部债务 (亿元)	44.65	118.32	141.89	163.82
营业收入 (亿元)	115.31	163.62	219.88	57.10
净利润 (亿元)	15.51	35.49	25.67	6.70
EBITDA (亿元)	23.38	50.17	44.78	--
经营性净现金流 (亿元)	5.36	13.28	11.73	9.38
应收账款周转次数 (次)	5.65	5.10	5.13	--
存货周转次数 (次)	5.97	6.07	5.08	--
总资产周转次数 (次)	0.78	0.63	0.61	0.14
现金收入比率 (%)	64.83	66.89	81.44	71.91
总资本收益率 (%)	14.99	18.80	10.42	--
总资产报酬率 (%)	13.01	16.47	9.03	--
净资产收益率 (%)	19.70	29.17	16.52	3.90
营业利润率 (%)	26.53	31.35	21.72	23.07
费用收入比 (%)	8.77	9.33	9.59	10.60
资产负债率 (%)	47.35	56.68	57.58	59.32
全部债务资本化比率 (%)	30.67	45.37	45.75	48.27
长期债务资本化比率 (%)	19.06	29.14	29.81	30.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.66	18.58	10.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.42	0.32	--
流动比率 (倍)	1.87	1.53	1.54	1.49
速动比率 (倍)	1.68	1.34	1.25	1.19
现金短期债务比 (倍)	3.52	1.80	1.68	1.56
经营现金流动负债比率 (%)	8.30	10.76	7.89	5.48
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.84	1.80	1.60	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告已将其其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，将长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债计入长期债务；4、2019 年一季度数据未经审计，且相关财务指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量偿债倍数	经营活动产生的现金流量/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。