

隆基股份 - A (601012 CH)

海外扩张意在海外市场

隆基宣布了对宁波宜则的 100% 股权收购。宁波宜则在越南拥有 3GW 电池及 7GW 组件产能。交易将以全现金方式进行，初始对价人民币 17.8 亿元，并对 2019-21 年业绩附加对赌条款。我们认为交易估值低于 7 倍 2019 年市盈率。考虑到该收购将提升隆基的组件销售均价潜力，我们认为交易估值非常吸引。在尽调完成后，管理层预期在 2020 年 7-8 月完成并购。交易完成后，我们认为隆基将有望获取更多美国组件市场销售份额，进而提升短期盈利能力及长期的竞争力。

- **扩张速度是并购的主要考量。**目标公司，宁波江北宜则新能源（宁波宜则），在越南拥有 3GW PERC 电池及 7GW 双面半片组件产能，并在过去数年主要为客户提供组件 OEM 代工作为主要的业务。根据隆基管理层介绍，宁波宜则拥有先进的 PERC 电池产线，良好的成本结构，以及充足的订单足以支持 2020-21 年的代工生产。隆基管理层解释扩张速度是本次并购交易的主要考量，通过收购实现海外产能扩张能够节省 18 个月产能建设周期，并且在资本方面与自行建设投入相近。
- **意在海外市场。**美国光伏组件目前有显著溢价（较欧洲组件价格高 82%），溢价主要受美国 ITC 税务优惠政策下调周期（具体分析见第 2-3 页）所驱动。在越南获得额外产能将帮助隆基 1) 提升对美组件销售量；2) 避开对美组件销售的 301 关税（25%）及双反税（4.1%）；以及更重要的是 3) 对美销售双面组件仍将获得 201 关税豁免（2020 年税率 20%）。对美组件销售将相助提升隆基整体的组件销售均价及盈利能力。管理层希望将对美销售的组件量自 2019 年 1.1GW 水平提升至 2020 年 3GW。我们测算对美组件出口将使隆基组件销售均价整体提升至少 5.8%。
- **交易估值吸引，付款条件良好。**收购初始交易估值为人民币 17.8 亿元，附带业绩对赌估值调整机制，2019-21 年业绩条件分别为人民币 2.20/2.41/2.51 亿元。宁波宜则在 9M19 实现净利润人民币 2.47 亿，隐含交易估值将低于 7 倍 2019 年市盈率。考虑到产能并购将对隆基对美销售带来收益，我们认为交易估值吸引，我们同时注意到交易的支付条款为 2020-22 年间根据业绩对赌分期支付，支付比例分别为 30%/30%/40%，对公司并不产生财务压力。
- **巩固市场领先地位。**我们认为并购交易将加速隆基对于下游组件销售的扩张步伐，同时进一步巩固公司的盈利能力及目前领先的市场地位。我们将公司 2020/21 年每股盈利预测分别上调 2.0%/3.8% 以反映交易带来的积极影响。基于 2020 年 21.5 倍市盈率，我们将公司目标价上调至每股人民币 34.62 元。维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	16,362	21,988	32,611	52,771	61,445
同比增长 (%)	41.9	34.4	48.3	61.8	16.4
净收入(百万元人民币)	3,565	2,558	5,171	6,077	6,990
每股盈利(元人民币)	1.29	0.93	1.50	1.61	1.85
每股盈利变动 (%)	50.0	(27.9)	61.0	7.5	15.0
市盈率(倍)	17.9	24.8	22.4	20.8	18.1
市净率(倍)	3.2	3.9	4.5	3.8	3.2
股息率 (%)	0.8	0.4	0.6	0.7	0.8
股本回报率 (%)	18.1	15.8	20.2	18.3	17.8
净负债 (%)	净现金	0.2	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有（维持）

目标价	RMB34.62
此前目标价	RMB32.40
潜在升幅	+6.3%
当前股价	RMB32.57

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	122,855
3 月平均流通量(百万港元)	1,396.8
52 周内股价高/低(港元)	35.40/19.75
总股本(百万)	3,772

资料来源：彭博

股东结构

李振国	15.0%
李春安	11.0%
流通股	50.4%

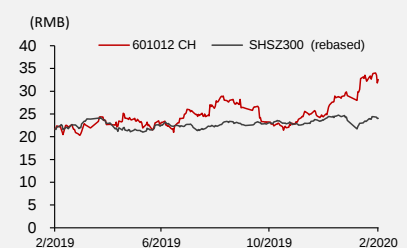
资料来源：Wind 及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.5%	7.7%
3-月	36.9%	30.8%
6-月	21.2%	12.1%
12-月	37.4%	24.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

美国组件销售溢价

美国组件销售具有显著的溢价。我们认为对美销售溢价是隆基发起这一起并购的主要原因。根据“NREL 2Q/3Q 2019 太阳能行业动态”信息，美国单晶光伏组件价格较全球平均高出 52%。美国市场的高额溢价部分能被 201 关税所解释（2020 年 2 月至 2021 年 2 月关税幅度为 20%），而余下的部分则主要受美国光伏项目 ITC 30% 的税务优惠条款带来的项目抢装所驱动。根据 PVinfolink 单晶组件价格数据，美国光伏组件的溢价水平在 2020 年 2 月进一步扩大至 82.2%（美国含关税价格：每瓦 0.410 美元 vs. 欧洲 FOB 价格每瓦 0.225 美元）。

图 1: 对美组件出口的关税比较

贸易关税	中国	越南	
	单晶组件	单晶组件	单晶双面组件
Section 201	20%	20%	豁免
Section 301	25%	nil	nil
双反税	4.06%	nil	nil
合计	49%	20%	0%

资料来源: 美国 ITC, 招银国际证券

溢价的水平因何而定？我们认为边际供应决定价格。基于近期不同区域的单晶组件定价，我们将 201 关税，以及中国组件出口所涉及的双反及 301 关税进行了还原比较。我们发现美国组件销售溢价水平可以由中国组件出口所附带的额外关税水平所大致解释。根据 NREL 测算，截止 2019 年 3 季度末，东南亚地区的双面单晶组件产能约 11-15GW，低于目前市场预期的 18GW 组件需求水平。我们认为来自中国市场的边际供应将持续支持美国市场的组件销售溢价水平。

图 2: 我们认为美国组件的溢价水平可以被边际供应的价格所解释

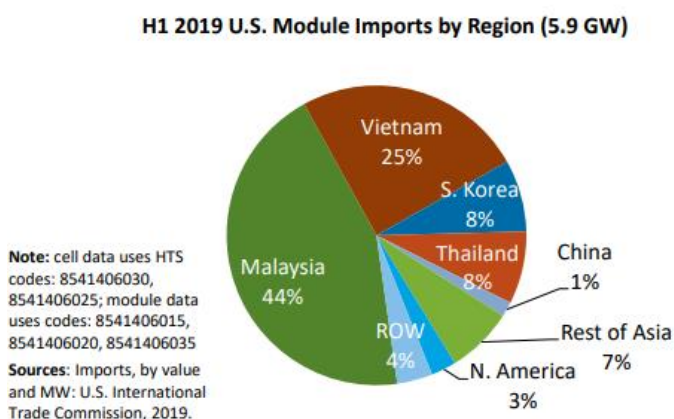
销售区域	价格构成	Pvinfolink 现货价格	美国 溢价水平	除 Sec.201 影响后	美国 溢价水平	除所有 关税影响后	美国 溢价水平
		(美元/瓦)	(%)	(美元/瓦)	(%)	(美元/瓦)	(%)
美国	FOB+关税	0.410	0	0.342	0	0.229	0
中国	VAT excl	0.216	89.9%	0.216	58.2%	0.216	6.2%
欧洲	FOB	0.225	82.2%	0.225	51.9%	0.225	1.9%
澳大利亚	FOB	0.223	83.9%	0.223	53.2%	0.223	2.8%

资料来源: PVinfolink, 招银国际测算

注: PVinfolink 现货价格数据截取在 2020 年 2 月 19 日

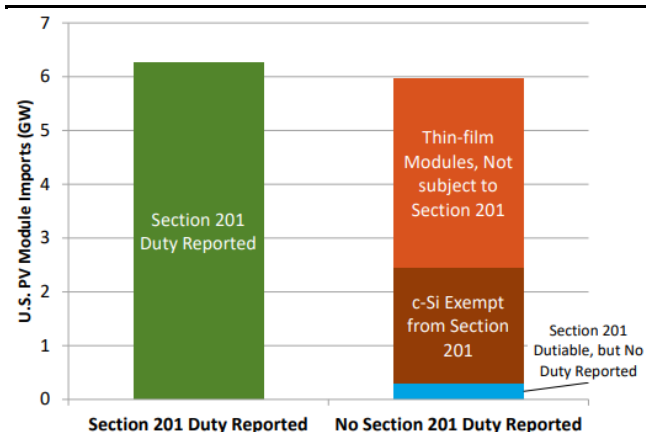
销售溢价将大致持续至 2021 年末。由于美国光伏 ITC 税务政策正在执行按年退坡，到 2022 年工商业项目将退税优惠退坡至 10%，而户用项目则退坡至 0，我们预期美国的光伏装机将在 2020-21 年持续扩张。受税务优惠退坡节奏支持，我们认为美国的组件销售溢价将在 2020/21 年得以持续。

图 3: 2019 年上半年, 越南对美出口组件数量占比美国进口量的 25%



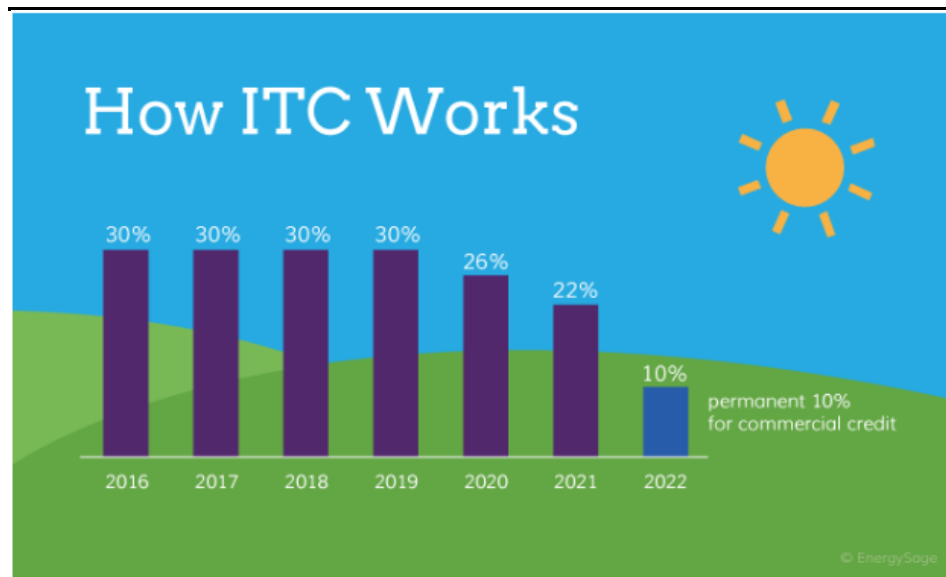
资料来源: NREL 1Q/2Q 2019 Solar Industry Update

图 4: 9M19 美国组件进口按关税结构分布



资料来源: NREL 2Q/3Q 2019 Solar Industry Update

图 5: 美国光伏 ITC 退坡时间表



资料来源: Energysage

图 6: 盈利预测调整

	原预测			调整后			变化(%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
收入(百万人民币)	32,611	52,771	61,445	32,611	52,771	61,445	0.0%	0.0%	0.0%
净利润(百万人民币)	5,171	5,956	6,737	5,171	6,077	6,990	0.0%	2.0%	3.8%
每股盈利(人民币)	1.50	1.58	1.79	1.50	1.61	1.85	0.0%	2.0%	3.8%

资料来源: 招银国际测算

财务分析

利润表

年结:12/31(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	16,362	21,988	32,611	52,771	61,445
单晶组件	9,175	13,091	16,493	30,069	38,054
单晶硅片	5,753	6,116	13,111	18,727	19,000
其它	1,434	2,781	3,007	3,974	4,391
销售成本	(5,280)	(4,892)	(8,941)	(11,760)	(13,578)
毛利	5,280	4,892	8,941	11,760	13,578
营业成本	1,688	2,687	3,343	5,312	6,140
税金及附加	152	117	262	398	429
销售费用	664	1,017	1,385	2,275	2,701
管理费用	500	623	913	1,478	1,720
研发费用	164	202	326	528	614
资产减值损失	207	728	457	633	676
营业利润	87	61	2,205	5,598	6,447
其它收益	27	142	147	237	184
投资收益	582	794	570	570	570
资产处置收益/(损失)	(8)	(4)	-	-	-
财务费用净额	-	-	(352)	(398)	(437)
其它	-	-	-	-	-
营业外收入,净额	22	(2)	15	12	8
税前利润	4,018	2,867	5,978	6,869	7,764
所得税费用	(468)	(301)	(658)	(756)	(854)
减: 少数股东损益	15	(9)	(149)	(157)	(170)
净利润	3,565	2,558	5,171	6,077	6,990

现金流量表

年结:12/31(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	3,565	2,558	5,171	6,077	6,990
折旧和摊销	802	1,129	1,523	1,921	2,085
运营资金变动	1,680	(1,558)	(724)	(1,605)	(1,992)
调整所得税	(83)	85	75	187	22
其它	(4,635)	(1,040)	(1,232)	(2,410)	(1,955)
经营活动所得现金流	1,328	1,173	4,814	4,169	5,150
资本开支	(7,447)	(3,652)	(7,088)	(6,002)	(2,657)
其它	3,673	483	10	-	-
投资活动所得现金净额	(3,774)	(3,169)	(7,078)	(6,002)	(2,657)
股份发行	685	-	6,645	-	-
净借贷	3,937	769	2,049	2,049	1,049
股息	(200)	(359)	(362)	(776)	(911)
其它	249	(143)	149	157	170
融资活动所得现金净额	4,672	267	8,480	1,430	307
现金增加净额	2,227	(1,728)	6,216	(403)	2,800
年初现金及现金等价物	5,185	7,356	5,665	11,881	11,478
汇兑	(56)	38	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,356	5,665	11,881	11,478	14,278
受限现金	1,190	2,043	2,935	4,749	5,530
资产负债表现金	8,546	7,708	14,816	16,227	19,808

资产负债表

年结:12/31(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	13,956	16,758	22,377	26,535	27,197
固定资产	10,804	13,260	17,991	22,354	22,582
在建工程	1,355	856	1,311	671	671
长期待摊费用	643	959	1,243	1,498	1,728
其它	1,154	1,683	1,832	2,011	2,217
流动资产	18,927	22,901	36,713	51,813	61,309
货币资金	8,546	7,708	14,816	16,227	19,808
应收账款	6,131	8,453	12,229	19,951	23,298
存货	2,380	4,283	5,870	9,499	11,060
其它	1,870	2,457	3,798	6,136	7,143
流动负债	12,340	14,878	20,457	30,675	33,837
应付账款	7,350	8,507	11,414	17,414	19,048
预收账款	772	962	2,098	2,996	3,040
短期借贷	1,612	688	979	1,184	1,289
一年内到期长期借贷	560	1,137	1,469	1,776	1,934
其它	2,046	3,585	4,497	7,304	8,526
非流动负债	6,299	7,956	9,872	12,940	14,386
长期应付款	645	1,306	1,631	2,639	3,072
长期借贷	1,656	2,659	4,045	5,582	6,368
应付债券	3,148	3,262	3,300	3,300	3,300
其它	850	729	896	1,420	1,646
净资产总额	14,244	16,825	28,762	34,733	40,284
少数股东权益	49	373	522	679	849
股东权益	14,195	16,452	27,951	33,252	39,330

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
单晶组件	56.1%	59.5%	50.6%	57.0%	61.9%
单晶硅片	35.2%	27.8%	40.2%	35.5%	30.9%
其它	8.8%	12.6%	9.2%	7.5%	7.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
毛利率	32.3%	22.2%	27.4%	22.3%	22.1%
运营利润率	22.0%	10.0%	17.2%	12.2%	12.1%
净利润率	21.8%	11.6%	15.9%	11.5%	11.4%
有效税率	11.7%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.53	1.54	1.79	1.69	1.81
平均存货周转天数	59.2	71.1	78.3	68.4	78.4
平均应付周转天数	116.3	131.6	111.5	99.7	108.3
平均应收款周转天数	111.1	121.1	115.7	111.3	128.5
资产负债率(%)	56.7	57.6	51.3	55.7	54.5
净负债/股东权益比率(%)	净现金	0.22	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	25.11	15.55	18.50	18.27	17.77
资产回报率	10.84	6.45	8.75	7.76	7.90
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.29	0.93	1.50	1.61	1.85
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.21	0.24	0.28
每股账面价值(人民币)	7.12	5.89	7.41	8.81	10.42

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。