招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

隆基股份 - A（601012 CH）

上半年盈利同比預增 50-60%

概要。隆基發佈了中期業績盈喜，2019 年上半年盈利料同比增長 50-60%，主要歸因於 1）矽片和高效組件銷售高速增長，以及 2）產品成本進一步下降。我們認為盈利預增數據顯示公司上半年的盈利超出市場預期。隨著中國光伏市場需求釋放，我們判斷下半年公司的組件銷售將進一步提速。

- **二季度盈利較一季增長一倍以上。**隆基的盈利預增公告顯示，公司上半年盈利同比大增 50-60%，整體達到 19.61 億至 20.91 億元人民幣，意味二季盈利錄得約人民幣 13.5 億至 14.8 億元，是一季度盈利 6.11 億元人民幣的一倍多。我們認為尚未公佈的上半年業績將超出市場預期，因為 1）上半年盈利已達市場一致預期人民幣 40.77 億的一半左右，同時我們預期下半年高效組件出貨量將進一步加速，較上半年相比增長 49.7%；2）矽片及高效組件的銷售毛利率似乎好於我們預期。

- **上半年出貨量強勁；下半年高效組件銷售或再登高位。**矽片和高效組件的出貨量分別為 21.51 億片和 3.2 吉瓦，分別同比增長 183.8%和 21.4%。基於我們的 2019 年預測（41.77 億件矽片和 8 吉瓦高效組件銷售），隆基的矽片和高效組件出貨量已分別達到預測值的 51.5%和 40.1%。我們仍然看好隆基在 2019 下半年的單晶矽產品的銷售情況，主要考慮 1）管理層透露隆基已確定三季度高效組件的七成訂單，以及 2）國家能源局近期項目投標結果反映中國將在 2019 下半年釋放超過 25 吉瓦的光伏安裝需求。我們相信隆基的銷售目標並不難實現。

- **簽訂長期矽片銷售合同。**在宣佈盈喜消息之前，隆基公佈與寧波江北宜則新能源達成銷售協議，於 2019-21 年出售 13.1 億件矽片予對方。以目前矽片市價計算，合同價值 5.4 億美元，我們估計合同矽片出貨量將分別佔 2019-21 年隆基矽片對外出貨量約 6%/ 10%/ 9%。

- **上調 2019 年盈利預測 5.9%。**考慮到隆基對矽片和高效組件生產成本控制較預期理想，毛利率前景有所改善，我們將 2019-21 年每股盈利預測分別上調 5.9%/ 7.3%/ 11.8%至 1.30 / 1.53 / 1.99 元人民幣。我們相信隆基 2019 上半年表現將有助提升其在光伏產品供應鏈中的領先地位。**重申買入評級，目標價維持在每股 28.00 元人民幣。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	16,362	21,988	29,706	44,015	61,163
同比增長 (%)	41.9	34.4	35.1	48.2	39.0
淨收入 (百萬元人民幣)	3,565	2,558	4,344	5,544	7,225
每股盈利 (元人民幣)	1.29	0.93	1.30	1.53	1.99
每股盈利變動 (%)	50.0	(27.9)	39.3	18.1	30.3
市盈率 (倍)	17.9	24.8	17.8	15.1	11.6
市淨率 (倍)	3.2	3.9	3.4	2.9	2.3
股息率 (%)	0.8	0.4	0.8	1.0	1.3
股本回報率 (%)	18.1	15.8	19.3	19.0	20.3
淨負債 (%)	淨現金	0.2	淨現金	1.6	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	RMB28.00
潛在升幅	+21.5%
當前股價	RMB23.04

中國光伏行業

蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	78,541
3 月平均流通量 (百萬港元)	711
52 周內股價高/低 (港元)	25.60/9.51
總股本 (百萬)	3,615

資料來源：彭博

股東結構

李振國	15.0%
李春安	11.0%
李喜燕	5.4%
流通股	50.4%

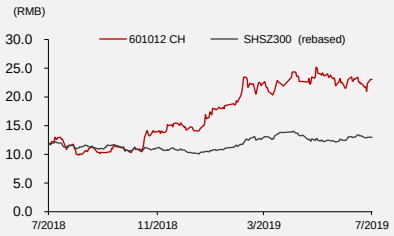
資料來源：Wind 及彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.6%	-0.5%
3-月	5.4%	13.1%
6-月	34.3%	10.4%
12-月	90.8%	74.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：中瑞岳華

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：
https://euromoney.com/brokers

財務分析

利潤表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	**16,362**	**21,988**	**29,706**	**44,015**	**61,163**
單晶組件	9,175	13,091	15,420	28,118	42,702
單晶矽片	5,753	6,116	11,419	12,343	14,084
其它	1,434	2,781	2,868	3,554	4,377
銷售成本	**(5,280)**	**(4,892)**	**(7,675)**	**(10,456)**	**(14,029)**
毛利	5,280	4,892	7,675	10,456	14,029
營業成本	**1,688**	**2,687**	**3,046**	**4,431**	**6,112**
稅金及附加	152	117	239	332	427
銷售費用	664	1,017	1,262	1,898	2,688
管理費用	500	623	832	1,232	1,713
研發費用	164	202	297	440	612
資產減值損失	207	728	416	528	673
營業利潤	**1,817**	**3,593**	**2,205**	**4,629**	**6,025**
其它收益	27	142	89	132	183
投資收益	582	794	570	570	570
資產處置收益/(損失)	(8)	(4)	-	-	-
財務費用淨額	-	-	-	-	-
其它	-	-	-	-	-
營業外收入,淨額	22	(2)	15	12	8
稅前利潤	**4,018**	**2,867**	**4,922**	**6,275**	**8,169**
所得稅費用	468	301	541	690	899
減: 少數股東損益	(15)	9	37	41	45
淨利潤	**3,565**	**2,558**	**4,344**	**5,544**	**7,225**

現金流量表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	**3,565**	**2,558**	**4,344**	**5,544**	**7,225**
折舊和攤銷	802	1,129	1,523	1,921	2,085
運營資金變動	1,680	(1,558)	(761)	(1,738)	(2,575)
調整所得稅	(83)	85	37	111	132
其它	(4,635)	(1,040)	(1,099)	(2,075)	(2,486)
經營活動所得現金流	**1,328**	**1,173**	**4,044**	**3,762**	**4,381**
資本開支	(7,447)	(3,652)	(7,088)	(6,002)	(2,657)
其它	3,673	483	10	-	-
投資活動所得現金淨額	**(3,774)**	**(3,169)**	**(7,078)**	**(6,002)**	**(2,657)**
股份發行	685	-	3,851	-	-
淨借貸	3,937	769	2,049	2,049	1,049
股息	(200)	(359)	(362)	(652)	(832)
其它	249	(143)	37	41	45
融資活動所得現金淨額	**4,672**	**267**	**5,575**	**1,438**	**262**
現金增加淨額	**2,227**	**(1,728)**	**2,540**	**(802)**	**1,986**
年初現金及現金等價物	5,185	7,356	5,665	8,205	7,403
匯兌	(56)	38	-	-	-
年末現金及現金等價物	**7,356**	**5,665**	**8,205**	**7,403**	**9,389**
受限制現金	1,190	2,043	2,674	3,961	5,505
資產負債表現金	**8,546**	**7,708**	**10,879**	**11,365**	**14,894**

資產負債表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	**13,956**	**16,758**	**22,377**	**26,535**	**27,197**
固定資產	10,804	13,260	17,991	22,354	22,582
在建工程	1,355	856	1,311	671	671
長期待攤銷費用	643	959	1,243	1,498	1,728
其它	1,154	1,683	1,832	2,011	2,217
流動資產	**18,927**	**22,901**	**30,827**	**41,049**	**56,205**
貨幣資金	8,546	7,708	10,879	11,365	14,894
應收賬款	6,131	8,453	11,140	16,640	23,191
存貨	2,380	4,283	5,347	7,923	11,009
其它	1,870	2,457	3,461	5,121	7,110
流動負債	**12,340**	**14,878**	**18,813**	**25,635**	**32,926**
應付帳款	7,350	8,507	10,397	14,525	18,960
預收賬款	772	962	1,827	1,975	2,253
短期借貸	1,612	688	979	1,184	1,289
一年內到期長期借貸	560	1,137	1,469	1,776	1,934
其它	2,046	3,585	4,141	6,175	8,489
非流動負債	**6,299**	**7,956**	**9,651**	**12,275**	**14,365**
長期應付款	645	1,306	1,485	2,201	3,058
長期借貸	1,656	2,659	4,045	5,582	6,368
應付債券	3,148	3,262	3,300	3,300	3,300
其它	850	729	820	1,192	1,638
淨資產總額	**14,244**	**16,825**	**24,740**	**29,673**	**36,112**
少數股東權益	**49**	**373**	**410**	**452**	**497**
股東權益	**14,195**	**16,452**	**24,329**	**29,222**	**35,615**

主要比率

年結:12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
單晶組件	56.1%	59.5%	51.9%	63.9%	69.8%
單晶矽片	35.2%	27.8%	38.4%	28.0%	23.0%
其它	8.8%	12.6%	9.7%	8.1%	7.2%
合計	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
盈利能力比率					
運營利潤率	**22.0%**	**10.0%**	**15.6%**	**13.7%**	**12.9%**
稅前利潤率	24.6%	13.0%	16.6%	14.3%	13.4%
淨利潤率	21.8%	11.6%	14.6%	12.6%	11.8%
有效稅率	11.7%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.53	1.54	1.64	1.60	1.71
平均存貨周轉天數	59.2	71.1	79.8	72.2	73.3
平均應付周轉天數	116.3	131.6	116.1	103.3	99.9
平均應收款周轉天數	111.1	121.1	120.4	115.2	118.9
資產負債率 (%)	56.7	57.6	53.5	56.1	56.7
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	0.22	淨現金	1.63	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	25.11	15.55	17.85	18.97	20.29
資產回報率	10.84	6.45	8.16	8.20	8.66
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.29	0.93	1.30	1.53	1.99
每股股息 (人民幣)	0.18	0.10	0.18	0.23	0.30
每股賬面價值 (人民幣)	7.12	5.89	6.71	8.06	9.83

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為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為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。