

隆基股份 - A (601012 CH)

二季度盈利勝預期; 下半年通過順價轉移成本壓力

在面臨較為混亂的上下游價格關係及市場環境背景下，隆基二季度及上半年業績表現超出我們預期。公司成功通過系列提價將上游成本上漲壓力實現轉移，同時多晶矽庫存儲備也幫助公司維持上半年毛利率水準（二季度整體毛利率僅環比下跌 0.9PCT）。管理層對於下半年持謹慎展望。結合目前矽片價格處於年內高點，我們仍舊認為公司能夠繼續通過順價轉移成本壓力。我們將目標價自人民幣 110 元略微下調至人民幣 105 元，對應 2022 年市盈率 39.6 倍。維持買入評級。

- **二季度表現超預期。**隆基上半年實現收入人民幣 350 億，同比增長 67%。收入增長主要受元件銷量增長所驅動，組件銷售量實現同比增長 152.4%。銷售費用呈顯著提升態勢，主要受海外元件出貨航運成本大幅增加所致。而其他費用方面則維持大致穩定態勢。公司上半年實現淨利潤人民幣 49.93 億元，同比增長 21%，隱含二季度淨利潤實現人民幣 24.91 億元，與一季度利潤水準大致持平。結合供應鏈價格關係不順及下游需求不振，我們認為公司能夠實現如此成績殊為不易，業績表現超出我們預期。
- **成本壓力向下游轉移。**隆基上半年在矽片業務實現了較好的毛利表現，主要通過 1) 釋放低價多晶矽庫存支持利潤率；2) 上調價格實現成本壓力轉移。上半年價格上調六次，我們測算矽片銷售均價可增加 42%，支援公司矽片業務維持較好的利潤水準。展望下半年，由於矽片銷量仍然受制於矽料供應量，我們預期順價轉移成本壓力機制仍將持續，直到電池片端產生負反饋。我們認為這樣的局面將繼續支持矽片業務維持較好毛利率水準。
- **全年目標仍按計劃進行。**隆基維持全年矽片/組件出貨量分別為 80GW/40GW 目標不變，並且上半年已分別實現全年目標的 48%/43%。管理層認為元件銷售端將面臨挑戰，因目前元件價格已達到下游可接受價格臨界水準，每瓦人民幣 1.8 元。在此基礎上價格進一步上漲將影響平價光伏專案開發意欲。上半年元件銷售業務受去年四季度簽下的低價訂單影響擠壓的毛利率。展望下半年，隨著元件價格逐步提升，將逐步反映上游價格漲幅，我們預期元件端的毛利率壓力將有所緩解。依託於公司一體化產能優勢，我們認為公司將能夠實現其全年頗具雄心的元件銷售目標。
- **略微下調目標價至每股人民幣 105 元。**隆基目前估值水準為 2021/22 年預測市盈率 38/34 倍。儘管估值水準領先於同業，我們認為公司仍處於快速擴張軌道上。我們的目標價為人民幣 105 元，基於 2022 年 39.6 倍預測市盈率。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	32,897	54,583	90,817	127,861	132,103
同比增長 (%)	49.6	65.9	66.4	40.8	3.3
淨收入(百萬元人民幣)	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453
每股盈利(元人民幣)	1.47	2.27	2.35	2.65	3.22
每股盈利變動 (%)	58.1	54.2	3.7	12.8	21.6
行業平均預測 (人民幣)	N/A	N/A	2.34	3.09	3.65
市盈率(倍)	61.1	39.6	38.2	33.9	27.9
市淨率(倍)	12.3	9.7	10.8	8.4	6.6
股息率 (%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
股本回報率 (%)	20.1	24.4	28.2	24.7	23.6
淨負債 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	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	RMB105.0
此前目標價	RMB110.0
潛在升幅	+16.8%
當前股價	RMB89.86

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元港元)	484,243
3 月平均流通量(百萬元)	8562.63
52 周內股價高/低(港元)	98.58/42.45
總股本(百萬)	5,413

資料來源：彭博

股東結構

李振國	15.0%
李春安	11.0%
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	4.1%	4.2%
3-月	22.9%	36.4%
6-月	20.2%	33.5%
12-月	98.9%	99.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬德資訊

審計師：普華永道

- **氫能設備將成新的發展方向。**隆基就氫能業務建立了團隊。公司近期就氫能業務的定位為氫氣製備設備及解決方案供應商，以技術立業來探索新業務的發展潛力。管理層希望通過將光伏技術和制氫設備相結合，以打造綜合性解決方案為目標，並預期到 2022 年底擁有 1.5-2 吉瓦制氫設備產能。
- **上調 2021-23 年盈利預測 4.3-6.5%。**基於矽片和元件價格展望調整，以及隆基高於預期的順價能力，我們將公司 2021-23 年的盈利預測分別上調 4.3%/5.2%/6.5% 至人民幣 107.94/143.53/174.53 億元。
- **主要風險：**1) 光伏裝機 4 季度需求轉弱；2) 潛在矽片價格戰將扭轉順價機制及預期。

財務分析

利潤表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	32,897	54,583	90,817	127,861	132,103
單晶組件	14,570	35,213	61,600	92,055	98,069
單晶矽片	12,913	14,097	22,020	26,724	24,876
其它	5,415	5,273	7,197	9,082	9,158
銷售成本	(9,508)	(13,438)	(18,675)	(25,171)	(28,995)
毛利	9,508	13,438	18,675	25,171	28,995
營業成本	3,405	4,437	7,017	9,494	9,803
稅金及附加	178	282	482	677	694
銷售費用	1,330	1,073	1,816	2,557	2,642
管理費用	971	1,466	2,166	2,666	2,755
研發費用	304	499	826	1,164	1,202
資產減值損失	621	1,117	1,726	2,429	2,510
營業利潤	6,104	9,001	11,659	15,677	19,192
其它收益	204	283	471	663	685
投資收益	240	1,078	570	570	570
資產處置收益/(損失)	-	(12)	-	-	-
財務費用淨額	(250)	(378)	(213)	(269)	(222)
其它	-	-	-	-	-
營業外收入,淨額	(51)	(59)	(37)	(49)	(49)
稅前利潤	6,247	9,912	12,449	16,592	20,176
所得稅費用	(690)	(1,212)	(1,469)	(1,991)	(2,421)
減: 少數股東損益	(278)	(147)	(187)	(248)	(302)
淨利潤	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453

資產負債表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	21,937	32,534	39,149	43,580	48,637
固定資產	15,467	24,506	29,522	33,249	36,286
在建工程	2,882	2,400	3,325	3,325	3,325
長期待攤銷費用	1,074	1,456	1,674	1,925	2,214
其它	2,514	4,172	4,628	5,081	6,811
流動資產	37,367	55,101	68,499	95,002	110,224
貨幣資金	19,336	26,963	26,463	35,824	49,083
應收賬款	8,379	11,535	13,623	19,179	19,815
存貨	6,356	11,452	17,709	24,933	25,760
其它	3,295	5,151	10,704	15,066	15,566
流動負債	24,620	43,092	48,886	63,460	66,388
應付帳款	13,714	22,144	25,429	31,965	33,026
預收賬款	-	5,018	5,449	7,672	7,926
短期借貸	854	2,416	2,643	3,124	3,605
一年內到期長期借貸	1,571	2,786	3,231	3,819	4,407
其它	8,480	10,728	12,134	16,880	17,424
非流動負債	6,389	8,944	12,865	16,084	17,610
長期應付款	1,528	889	1,816	2,557	2,642
長期借貸	2,509	1,125	2,828	4,135	5,441
應付債券	996	4,351	4,351	4,351	4,351
其它	1,357	2,579	3,869	5,040	5,176
淨資產總額	28,295	35,598	45,897	59,039	74,863
少數股東權益	666	492	849	934	1,027
股東權益	27,629	35,106	45,048	58,105	73,836

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
淨利潤	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453
折舊和攤銷	1,488	2,120	3,208	3,936	4,657
運營資金變動	8,184	4,472	(3,748)	(137)	297
調整所得稅	150	340	263	237	(1,470)
其它	(6,943)	(4,470)	299	(1,733)	70
經營活動所得現金流	8,158	11,015	10,815	16,657	21,008
資本開支	(6,015)	(12,096)	(9,643)	(8,155)	(8,193)
其它	3,262	6,925	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,753)	(5,171)	(9,643)	(8,155)	(8,193)
股份發行	6,215	(358)	115	2	3
淨借貸	(1,815)	4,749	2,375	2,375	2,375
股息	(362)	(754)	(967)	(1,295)	(1,722)
其它	522	157	170	85	93
融資活動所得現金淨額	4,560	2,810	1,694	1,167	749
現金增加淨額	9,965	8,654	2,866	9,668	13,565
年初現金及現金等價物	5,665	15,560	23,905	26,463	35,824
匯兌	(70)	(309)	(308)	(307)	(306)
年末現金及現金等價物	15,560	23,905	26,463	35,824	49,083
受限制現金	3,775	3,775	9,564	8,549	3,639
資產負債表現金	19,336	27,681	36,027	44,374	52,721

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
單晶組件	44.3%	64.5%	67.8%	72.0%	74.2%
單晶矽片	39.3%	25.8%	24.2%	20.9%	18.8%
其它	16.5%	9.7%	7.9%	7.1%	6.9%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
	28.9%	24.6%	20.6%	19.7%	21.9%
	18.6%	16.5%	12.8%	12.3%	14.5%
	16.0%	15.7%	11.9%	11.2%	13.2%
	11.0%	12.2%	11.8%	12.0%	12.0%
資產負債比率					
流動比率(x)	1.52	1.28	1.40	1.50	1.66
平均存貨周轉天數	83.0	79.0	73.8	75.8	89.7
平均應付周轉天數	123.3	119.9	95.6	81.9	89.8
平均應收款周轉天數	93.4	66.6	50.6	46.8	53.9
資產負債率(%)	52.3	59.4	57.4	57.4	52.9
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	19.11	24.36	23.96	24.70	23.64
資產回報率	8.90	9.76	10.03	10.36	10.99
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.47	2.27	2.35	2.65	3.22
每股股息(人民幣)	0.20	0.26	0.24	0.32	0.39
每股帳面價值(人民幣)	7.32	9.31	8.32	10.73	13.64

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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。招銀國際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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。