

隆基股份 - A (601012 CH)

2020 年将面临价格压力

隆基发布了业绩快报，2019 年全年净利润预料同比增长 95.5%-107.2%至人民币 50-53 亿。强劲的盈利数据隐含 2019 年四季度净利润实现约人民币 17 亿，刷新历史新高。展望 2020 年，我们预见一季度硅片供应将维持偏紧态势，但随后则逐渐转向供应过剩，并于 2020 年下半年带来潜在价格战可能性。我们预测硅片销售均价同比下降 11.0%，同时组件价格降同比下降 17.2%。由于硅片和组件端销售竞争趋于激烈，我们对隆基的股价表现观点趋于谨慎，尽管我们将 2020 年每股盈利预测上调 7.4%，我们将公司的投资评级下调至“持有”。

■ **19 年四季度盈利创历史记录。**强劲的季度盈利表现不仅隐含了公司的主要销售出货量呈显著增长，同时也体现了公司产品卓越的盈利能力。截止至 2019 年四季度末，我们测算隆基的硅片产能已上升至 40.8GW，同比上升 45.7%，同时组件产能也增加至 16GW，同比增长 81.8%。根据管理层透露，公司硅片和组件 2019 年全年的毛利率分别达到约 32%及 25% 我们认为这两项数据均显著高于同业，显示出公司卓越的成本控制及运营效率。隆基的 2019 年业绩显著高于我们预期，主要由于硅片和组件出货量分别较我们此前预期高 9.3% 及 4.2%。

■ **硅片和组件价格面临压力。**基于隆基的产能扩张计划，我们预期公司的硅片/组件对外出货量在 2020 年将分别同比增长 60.5%/121.5% 至 74.9 亿片/18.45GW，但销售均价则分别同比下跌 11.0%/17.2%。我们认为一季度的单晶硅片供应仍然呈偏紧状态，足以支持硅片价格在高位运行，但价格恐随着新建产能的释放而面临压力，新增产能将使得 2020 年下半年单晶硅片供应转向过剩。我们预期降价将使公司 2020 年的硅片及组件毛利率分别下降至 25.1%/21.1%。

■ **硅片和组件尺寸向大型化发展。**为了应对天津中环（002129 CH，未评级）所推广的 M12 硅片（210mm）新品所带来的挑战，隆基也推出了 166mm 的 M6 规格的硅片以作应对。根据管理层透露，2019 年 M6 规格硅片出货量占比低于出货量的 10%。展望 2020 年，公司预期 M6 产品的产出比例将达到约 40%，其中一半将供公司内部乐叶组件生产。在目前阶段，M6 系列产品的售价在硅片和组件端分别较传统 M2 产品高人民币 0.4/片及人民币 5 分/瓦，足以支持隆基较同业获得更好的利润水平。随着更多的大尺寸产品供应市场，我们认为这种溢价将会逐步收窄。

■ **下调至持有评级。**基于运营和预测更新，我们将隆基 2019-21 年每股盈利预测分别调整 19.6%/7.4%/-4.9%至人民币 1.50/1.62/1.84 元。由于市场竞争趋于激烈，我们对隆基的观点偏向谨慎。我们将公司目标价略微调升至人民币 32.40 元，对应 2020 年 20 倍市盈率，评级下调至持有。

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	52,965	61,690
同比增长(%)	41.9	34.4	48.3	62.4	16.5
净收入(百万元人民币)	3,565	2,558	5,171	6,105	6,927
每股盈利(元人民币)	1.29	0.93	1.50	1.62	1.84
每股盈利变动(%)	50.0	(27.9)	61.0	8.0	13.5
市盈率(倍)	17.9	24.8	19.9	18.5	16.3
市净率(倍)	3.2	3.9	4.0	3.4	2.9
股息率(%)	0.8	0.4	0.7	0.8	0.9
股本回报率(%)	18.1	15.8	20.2	18.3	17.6
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(下调)

目标价	RMB32.40
此前目标价	RMB32.37
潜在升幅	+11.53%
当前股价	RMB29.05

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)	109,577
3 月平均流通量(百万港元)	982.0
52 周内股价高/低(港元)	30.23 / 17.32
总股本(百万)	3,624.4

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%

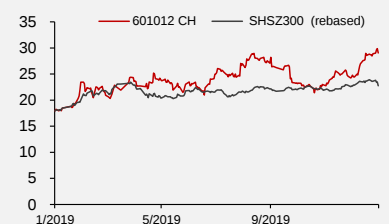
资料来源：Wind 及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	19.9%	18.8%
3-月	24.7%	20.5%
6-月	16.4%	10.2%
12-月	62.5%	27.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

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	52,965	61,690
单晶组件	9,175	13,091	16,493	30,254	38,288
单晶硅片	5,753	6,116	13,111	18,727	19,000
其它	1,434	2,781	3,007	3,984	4,402
销售成本	(5,280)	(4,892)	(8,941)	(11,945)	(13,813)
毛利	5,280	4,892	8,941	11,945	13,813
营业成本	1,688	2,687	3,343	5,332	6,165
税金及附加	152	117	262	400	430
销售费用	664	1,017	1,385	2,284	2,712
管理费用	500	623	913	1,483	1,727
研发费用	164	202	326	530	617
资产减值损失	207	728	457	636	679
营业利润	87	61	2,205	5,598	6,613
其它收益	27	142	147	238	185
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	7,036	7,974
所得税费用	(468)	(301)	(658)	(774)	(877)
减: 少数股东损益	15	(9)	(149)	(157)	(170)
净利润	3,565	2,558	5,171	6,105	6,927

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	6,105	6,927
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)	(1,624)	(2,002)
调整所得税	(83)	85	75	189	23
其它	(4,635)	(1,040)	(1,232)	(2,421)	(1,958)
经营活动所得现金流	1,328	1,173	4,814	4,171	5,075
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)	(916)
其它	249	(143)	149	157	170
融资活动所得现金净额	4,672	267	8,480	1,430	303
现金增加净额	2,227	(1,728)	6,216	(402)	2,721
年初现金及现金等价物	5,185	7,356	5,665	11,881	11,480
汇兑	(56)	38	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,356	5,665	11,881	11,480	14,201
受限现金	1,190	2,043	2,935	4,767	5,552
资产负债表现金	8,546	7,708	14,816	16,247	19,753

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
长期待摊摊销费用	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	51,963	61,420
货币资金	8,546	7,708	14,816	16,247	19,753
应收账款	6,131	8,453	12,229	20,024	23,391
存货	2,380	4,283	5,870	9,534	11,104
其它	1,870	2,457	3,798	6,159	7,171
流动负债	12,340	14,878	20,457	30,764	33,945
应付账款	7,350	8,507	11,414	17,478	19,124
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	7,329	8,558
非流动负债	6,299	7,956	9,872	12,955	14,405
长期应付款	645	1,306	1,631	2,648	3,085
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	1,425	1,652
净资产总额	14,244	16,825	28,762	34,779	40,268
少数股东权益	49	373	522	679	849
股东权益	14,195	16,452	27,951	33,280	39,292

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%	57.1%	62.1%
单晶硅片	35.2%	27.8%	40.2%	35.4%	30.8%
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%	22.6%	22.4%
运营利润率	22.0%	10.0%	17.2%	12.5%	12.4%
净利润率	21.8%	11.6%	15.9%	11.5%	11.2%
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	68.5	78.7
平均应付周转天数	116.3	131.6	111.5	99.6	108.3
平均应收款周转天数	111.1	121.1	115.7	111.1	128.4
资产负债率(%)	56.7	57.6	51.3	55.7	54.6
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	18.34	17.63
资产回报率	10.84	6.45	8.75	7.78	7.82
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.29	0.93	1.50	1.62	1.84
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	8.82	10.41

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。