

# 隆基股份 - A (601012 CH)

## 2020年將面臨價格壓力

隆基發布了業績快報，2019年全年淨利潤預料同比增長95.5%-107.2%至人民幣50-53億。強勁的盈利數據隱含2019年四季度淨利潤實現約人民幣17億，刷新歷史新高。展望2020年，我們預見一季度矽片供應將維持偏緊態勢，但隨後則逐漸轉向供應過剩，並於2020年下半年帶來潛在價格戰可能性。我們預測矽片銷售均價同比下降11.0%，同時組件價格降同比下降17.2%。由於矽片和組件端銷售競爭趨於激烈，我們對隆基的股價表現觀點趨於謹慎，儘管我們將2020年每股盈利預測上調7.4%，我們將公司的投資評級下調至“持有”。

■ **19年四季度盈利創歷史記錄。**強勁的季度盈利表現不僅隱含了公司的主要銷售出貨量呈顯著增長，同時也體現了公司產品卓越的盈利能力。截止至2019年四季度末，我們測算隆基的矽片產能已上升至40.8GW，同比上升45.7%，同時組件產能也增加至16GW，同比增長81.8%。根據管理層透露，公司矽片和組件2019年全年的毛利率分別達到約32%及25%。我們認為這兩項數據均顯著高於同業，顯示出公司卓越的成本控制及運營效率。隆基的2019年業績顯著高於我們預期，主要由於矽片和組件出貨量分別較我們此前預期高9.3%及4.2%。

■ **矽片和組件價格面臨壓力。**基於隆基的產能擴張計劃，我們預期公司的矽片/組件對外出貨量在2020年將分別同比增長60.5%/121.5%至74.9億片/18.45GW，但銷售均價則分別同比下跌11.0%/17.2%。我們認為一季度的單晶矽片供應仍然呈偏緊狀態，足以支持矽片價格在高位運行，但價格恐隨著新建產能的釋放而面臨壓力，新增產能將使得2020年下半年單晶矽片供應轉向過剩。我們預期降價將使公司2020年的矽片及組件毛利率分別下降至25.1%/21.1%。

■ **矽片和組件尺寸向大型化發展。**為了應對天津中環（002129 CH，未評級）所推廣的M12矽片（210mm）新品所帶來的挑戰，隆基也推出了166mm的M6規格的矽片以作應對。根據管理層透露，2019年M6規格矽片出貨量占比低於出貨量的10%。展望2020年，公司預期M6產品的產出比例將達到約40%，其中一半將供公司內部的樂葉組件生產。在目前階段，M6系列產品的售價在矽片和組件端分別較傳統M2產品高人民幣0.4/片及人民幣5分/瓦，足以支持隆基較同業獲得更好的利潤水平。隨著更多的大尺寸產品供應市場，我們認為這種溢價將會逐步收窄。

■ **下調至持有評級。**基於運營和預測更新，我們將隆基2019-21年每股盈利預測分別調整19.6%/7.4%/-4.9%至人民幣1.50/1.62/1.84元。由於市場競爭將趨於激烈，我們對隆基的觀點偏向謹慎。我們將公司目標價略微調升至人民幣32.40元，對應2020年20倍市盈率，評級下調至持有。

### 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 | 32,611 | 52,965 | 61,690 |
| 同比增長(%)      | 41.9   | 34.4   | 48.3   | 62.4   | 16.5   |
| 淨收入(百萬元人民幣)  | 3,565  | 2,558  | 5,171  | 6,105  | 6,927  |
| 每股盈利(元人民幣)   | 1.29   | 0.93   | 1.50   | 1.62   | 1.84   |
| 每股盈利變動(%)    | 50.0   | (27.9) | 61.0   | 8.0    | 13.5   |
| 市盈率(倍)       | 17.9   | 24.8   | 19.9   | 18.5   | 16.3   |
| 市淨率(倍)       | 3.2    | 3.9    | 4.0    | 3.4    | 2.9    |
| 股息率(%)       | 0.8    | 0.4    | 0.7    | 0.8    | 0.9    |
| 股本回報率(%)     | 18.1   | 15.8   | 20.2   | 18.3   | 17.6   |
| 淨負債(%)       | 淨現金    | 0.2    | 淨現金    | 淨現金    | 淨現金    |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 持有（下調）

|       |          |
|-------|----------|
| 目標價   | RMB32.40 |
| 此前目標價 | RMB32.37 |
| 潛在升幅  | +11.53%  |
| 當前股價  | RMB29.05 |

### 中國光伏行業

#### 蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

#### 公司數據

|               |             |
|---------------|-------------|
| 市值(百萬元)       | 109,577     |
| 3月平均流通量(百萬元)  | 982.0       |
| 52周內股價高/低(港元) | 30.23/17.32 |
| 總股本(百萬)       | 3,624.4     |

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% |

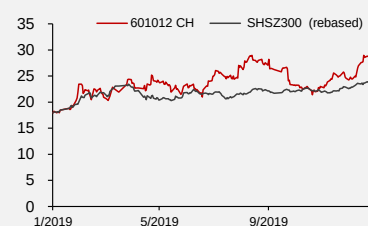
資料來源：Wind及彭博

#### 股價表現

|      | 絕對回報  | 相對回報  |
|------|-------|-------|
| 1-月  | 19.9% | 18.8% |
| 3-月  | 24.7% | 20.5% |
| 6-月  | 16.4% | 10.2% |
| 12-月 | 62.5% | 27.5% |

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

## 財務分析

## 利潤表

| 年結:12/31(百萬人民幣) | FY17A          | FY18A          | FY19E          | FY20E           | FY21E           |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>       | <b>16,362</b>  | <b>21,988</b>  | <b>32,611</b>  | <b>52,965</b>   | <b>61,690</b>   |
| 單晶組件            | 9,175          | 13,091         | 16,493         | 30,254          | 38,288          |
| 單晶矽片            | 5,753          | 6,116          | 13,111         | 18,727          | 19,000          |
| 其它              | 1,434          | 2,781          | 3,007          | 3,984           | 4,402           |
| <b>銷售成本</b>     | <b>(5,280)</b> | <b>(4,892)</b> | <b>(8,941)</b> | <b>(11,945)</b> | <b>(13,813)</b> |
| 毛利              | 5,280          | 4,892          | 8,941          | 11,945          | 13,813          |
| <b>營業成本</b>     | <b>1,688</b>   | <b>2,687</b>   | <b>3,343</b>   | <b>5,332</b>    | <b>6,165</b>    |
| 稅金及附加           | 152            | 117            | 262            | 400             | 430             |
| 銷售費用            | 664            | 1,017          | 1,385          | 2,284           | 2,712           |
| 管理費用            | 500            | 623            | 913            | 1,483           | 1,727           |
| 研發費用            | 164            | 202            | 326            | 530             | 617             |
| 資產減值損失          | 207            | 728            | 457            | 636             | 679             |
| <b>營業利潤</b>     | <b>87</b>      | <b>61</b>      | <b>2,205</b>   | <b>5,598</b>    | <b>6,613</b>    |
| 其它收益            | 27             | 142            | 147            | 238             | 185             |
| 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          | -              | -              | (352)          | (398)           | (437)           |
| 其它              | -              | -              | -              | -               | -               |
| 營業外收入,淨額        | 22             | (2)            | 15             | 12              | 8               |
| <b>稅前利潤</b>     | <b>4,018</b>   | <b>2,867</b>   | <b>5,978</b>   | <b>7,036</b>    | <b>7,974</b>    |
| 所得稅費用           | (468)          | (301)          | (658)          | (774)           | (877)           |
| 減: 少數股東損益       | 15             | (9)            | (149)          | (157)           | (170)           |
| <b>淨利潤</b>      | <b>3,565</b>   | <b>2,558</b>   | <b>5,171</b>   | <b>6,105</b>    | <b>6,927</b>    |

## 資產負債表

| 年結:12/31(百萬人民幣) | FY17A         | FY18A         | FY19E         | FY20E         | FY21E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>    | <b>13,956</b> | <b>16,758</b> | <b>22,377</b> | <b>26,535</b> | <b>27,197</b> |
| 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         |
| <b>流動資產</b>     | <b>18,927</b> | <b>22,901</b> | <b>36,713</b> | <b>51,963</b> | <b>61,420</b> |
| 貨幣資金            | 8,546         | 7,708         | 14,816        | 16,247        | 19,753        |
| 應收賬款            | 6,131         | 8,453         | 12,229        | 20,024        | 23,391        |
| 存貨              | 2,380         | 4,283         | 5,870         | 9,534         | 11,104        |
| 其它              | 1,870         | 2,457         | 3,798         | 6,159         | 7,171         |
| <b>流動負債</b>     | <b>12,340</b> | <b>14,878</b> | <b>20,457</b> | <b>30,764</b> | <b>33,945</b> |
| 應付帳款            | 7,350         | 8,507         | 11,414        | 17,478        | 19,124        |
| 預收賬款            | 772           | 962           | 2,098         | 2,996         | 3,040         |
| 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         | 4,497         | 7,329         | 8,558         |
| <b>非流動負債</b>    | <b>6,299</b>  | <b>7,956</b>  | <b>9,872</b>  | <b>12,955</b> | <b>14,405</b> |
| 長期應付款           | 645           | 1,306         | 1,631         | 2,648         | 3,085         |
| 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           | 896           | 1,425         | 1,652         |
| <b>淨資產總額</b>    | <b>14,244</b> | <b>16,825</b> | <b>28,762</b> | <b>34,779</b> | <b>40,268</b> |
| <b>少數股東權益</b>   | <b>49</b>     | <b>373</b>    | <b>522</b>    | <b>679</b>    | <b>849</b>    |
| <b>股東權益</b>     | <b>14,195</b> | <b>16,452</b> | <b>27,951</b> | <b>33,280</b> | <b>39,292</b> |

## 現金流量表

| 年結:12/31(百萬人民幣)   | FY17A          | FY18A          | FY19E          | FY20E          | FY21E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>淨利潤</b>        | <b>3,565</b>   | <b>2,558</b>   | <b>5,171</b>   | <b>6,105</b>   | <b>6,927</b>   |
| 折舊和攤銷             | 802            | 1,129          | 1,523          | 1,921          | 2,085          |
| 運營資金變動            | 1,680          | (1,558)        | (724)          | (1,624)        | (2,002)        |
| 調整所得稅             | (83)           | 85             | 75             | 189            | 23             |
| 其它                | (4,635)        | (1,040)        | (1,232)        | (2,421)        | (1,958)        |
| <b>經營活動所得現金流</b>  | <b>1,328</b>   | <b>1,173</b>   | <b>4,814</b>   | <b>4,171</b>   | <b>5,075</b>   |
| 資本開支              | (7,447)        | (3,652)        | (7,088)        | (6,002)        | (2,657)        |
| 其它                | 3,673          | 483            | 10             | -              | -              |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>(3,774)</b> | <b>(3,169)</b> | <b>(7,078)</b> | <b>(6,002)</b> | <b>(2,657)</b> |
| 股份發行              | 685            | -              | 6,645          | -              | -              |
| 淨借貸               | 3,937          | 769            | 2,049          | 2,049          | 1,049          |
| 股息                | (200)          | (359)          | (362)          | (776)          | (916)          |
| 其它                | 249            | (143)          | 149            | 157            | 170            |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>4,672</b>   | <b>267</b>     | <b>8,480</b>   | <b>1,430</b>   | <b>303</b>     |
| <b>現金增加淨額</b>     | <b>2,227</b>   | <b>(1,728)</b> | <b>6,216</b>   | <b>(402)</b>   | <b>2,721</b>   |
| 年初現金及現金等價物        | 5,185          | 7,356          | 5,665          | 11,881         | 11,480         |
| 匯兌                | (56)           | 38             | -              | -              | -              |
| <b>年末現金及現金等價物</b> | <b>7,356</b>   | <b>5,665</b>   | <b>11,881</b>  | <b>11,480</b>  | <b>14,201</b>  |
| 受限現金              | 1,190          | 2,043          | 2,935          | 4,767          | 5,552          |
| <b>資產負債表現金</b>    | <b>8,546</b>   | <b>7,708</b>   | <b>14,816</b>  | <b>16,247</b>  | <b>19,753</b>  |

## 主要比率

| 年結:12月31日      | FY17A         | FY18A         | FY19E         | FY20E         | FY21E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>銷售組合(%)</b> |               |               |               |               |               |
| 單晶組件           | 56.1%         | 59.5%         | 50.6%         | 57.1%         | 62.1%         |
| 單晶矽片           | 35.2%         | 27.8%         | 40.2%         | 35.4%         | 30.8%         |
| 其它             | 8.8%          | 12.6%         | 9.2%          | 7.5%          | 7.1%          |
| <b>合計</b>      | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>盈利能力比率</b>  |               |               |               |               |               |
| 毛利率            | 32.3%         | 22.2%         | 27.4%         | 22.6%         | 22.4%         |
| 運營利潤率          | 22.0%         | 10.0%         | 17.2%         | 12.5%         | 12.4%         |
| 淨利潤率           | 21.8%         | 11.6%         | 15.9%         | 11.5%         | 11.2%         |
| 有效稅率           | 11.7%         | 10.5%         | 11.0%         | 11.0%         | 11.0%         |
| <b>資產負債比率</b>  |               |               |               |               |               |
| 流動比率(x)        | 1.53          | 1.54          | 1.79          | 1.69          | 1.81          |
| 平均存貨周轉天數       | 59.2          | 71.1          | 78.3          | 68.5          | 78.7          |
| 平均應付周轉天數       | 116.3         | 131.6         | 111.5         | 99.6          | 108.3         |
| 平均應收款周轉天數      | 111.1         | 121.1         | 115.7         | 111.1         | 128.4         |
| 資產負債率(%)       | 56.7          | 57.6          | 51.3          | 55.7          | 54.6          |
| 淨負債/股東權益比率(%)  | 淨現金           | 0.22          | 淨現金           | 淨現金           | 淨現金           |
| <b>回報率(%)</b>  |               |               |               |               |               |
| 資本回報率          | 25.11         | 15.55         | 18.50         | 18.34         | 17.63         |
| 資產回報率          | 10.84         | 6.45          | 8.75          | 7.78          | 7.82          |
| <b>每股數據</b>    |               |               |               |               |               |
| 每股盈利(人民幣)      | 1.29          | 0.93          | 1.50          | 1.62          | 1.84          |
| 每股股息(人民幣)      | 0.18          | 0.10          | 0.21          | 0.24          | 0.28          |
| 每股賬面價值(人民幣)    | 7.12          | 5.89          | 7.41          | 8.82          | 10.41         |

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并無直接或間接關係。

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 | : 招銀國際并未給予投資評級                 |

### 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，并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，并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责任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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)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

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。接收本報告之行爲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士。

#### 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，并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編寫的報告。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。