

隆基股份 - A (601012 CH)

無懼風浪，穩舵前行

在 2021 年一季度混亂的市場環境下，隆基的盈利表現意外般穩健。公司一季度實現淨利潤人民幣 25 億元，再度刷新歷史新高，超出市場預期。公司 2020 年實現淨利潤人民幣 85.52 億，較此前盈利預告指引略高，顯示出公司優秀的成本競爭力以及銷售能力。對於 2021 年餘下的季度，管理層承認業務運營環境極具挑戰性，但依舊維持戰略定力。我們相信隆基面對前路顛簸具備成熟的市場計畫。我們預期 2021 年 2-3 季度潛在毛利擠壓或對股價帶來一定壓力，但也恰恰提供了較好的股票買入時點。我們對於公司長期發展趨勢維持樂觀，上調目標價 22.2% 至人民幣 110 元，維持買入評級。

- **2020 年業績優秀。**隆基在 2020 年進一步鞏固了其在光伏產業鏈中的優勢地位。收入同比增長 66% 至人民幣 546 億元。毛利潤錄得人民幣 134 億，季度趨勢上持續上升。全年毛利率實現 24.6%，較 2019 年同期下降了 4.3 個百分點，主要受公司將運費重新劃歸至營業成本所致。公司淨利潤實現人民幣 85.5 億元，同比增長 62%。公司全年派發股息每股人民幣 0.25 元，並同時宣佈每 10 股轉贈 4 股紅股。
- **硅片和組件 2021 年將面臨毛利率壓力。**公司 2020 年銷售 58GW/24.5GW 單晶硅片/元件，毛利率分別為 30.5%/20.6%。銷售量以及毛利資料兩端，公司均領先同業，並且已成為全球最大的光伏組件供應商。展望 2021 年，公司將面臨具有挑戰性的運營環境，主因 1) 多晶硅及其它輔材價格上漲影響顯著超過了光伏玻璃價格下降；以及 2) 下游光伏項目運營商由於第一年進入平價時期，對於元件價格上漲具備的承受能力將非常有限。在一季度，隆基尚能通過將多晶硅成本通過順價方式來實現較好的硅片利潤，但組件端較去年全年水準已下降 5 百分點至 15% 左右的毛利率水準。對於一季度計畫交付的元件出貨，由於去年簽訂了部分低價訂單，管理層承認部分訂單的順價非常困難。我們認為公司將在 2-3 季度持續面臨毛利率壓力。
- **維持策略定力。**對於 2021 年，隆基對全年的收入展望為人民幣 850 億元，同時對硅片和元件的出貨量目標分別為 80GW/40GW。對於目前異常高企的多晶硅料價格，管理層持謹慎態度，並對硅片產量進行了適當調減。由於部分同行採取了激進的原材料購置策略，公司透露目前停產了 2000 台長晶爐。我們認為公司的硅片製造業務將在短期內面臨一定的影響，但長期維度來看，公司的決策將在 2022 年矽料供應提升後為公司帶來更高的靈活性。

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	93,899	119,392	127,021
同比增長 (%)	49.6	65.9	72.0	27.1	6.4
淨收入(百萬元人民幣)	5,280	8,552	10,352	13,644	16,380
每股盈利(元人民幣)	1.47	2.27	2.71	3.53	4.24
每股盈利變動 (%)	58.1	54.2	19.6	30.2	20.1
行業平均預測 (人民幣)	N/A	1.76	2.98	3.76	4.72
市盈率(倍)	63.8	41.3	34.6	26.6	22.1
市淨率(倍)	12.8	10.1	8.1	6.4	5.1
股息率 (%)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5
股本回報率 (%)	20.1	24.4	23.5	23.9	22.8
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	RMB110.0
此前目標價	RMB90.0
潛在升幅	+16.9%
當前股價	RMB94.10

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)	350,334
3 月平均流通量(百萬元)	7,620.41
52 周內股價高/低(港元)	125.68/26.90
總股本(百萬)	3,866

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%

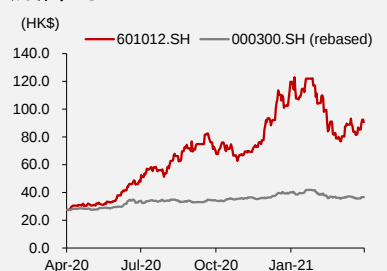
資料來源：Wind 及彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	13.2%	12.5%
3-月	-24.3%	-17.2%
6-月	28.9%	21.0%
12-月	224.8%	145.0%

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

- **成本優勢將幫助公司跨越前路顛簸。**我們認為目前較為混亂的產業鏈波動主要受短期多晶矽料結構性供應緊張，以及下游需求低於預期所致。隨著新增矽料產能在 2022 年逐步被釋放，我們認為兩方面的問題將逐步得到緩解。對比同行，我們認為隆基毛利率水準較高，在硅片和元件兩端面對市場態勢的波動具備更強的緩衝能力，將幫助公司在目前極具挑戰的市場環境下獲得更好的表現。
- **長期展望維持樂觀。**我們認為全球光伏發展潮流在目前碳中和的指導思路之下無可逆轉。基於公司目前的成本和技術優勢，隆基勢將成為光伏發展浪潮中的關鍵力量。我們認為目前短期的波動將無礙公司長期發展的競爭力。我們將 2021 年盈利預測下調 9.9%，並將 2022 年盈利預測上調 7.5%。基於 2022 年 31 倍前瞻市盈率，我們將隆基的目標價上調 22.2%至每股人民幣 110 元。維持買入評級。
- **主要風險：**1) 多晶矽價格持續上漲影響裝機需求；以及 2) 地緣政治事件影響產業鏈。

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	93,899	119,392	127,021
單晶組件	14,570	35,213	64,260	89,201	95,028
單晶硅片	12,913	14,097	22,292	21,766	23,156
其它	5,415	5,273	7,347	8,425	8,837
銷售成本	(9,508)	(13,438)	(18,672)	(24,496)	(28,193)
毛利	9,508	13,438	18,672	24,496	28,193
營業成本	3,405	4,437	7,536	9,581	10,188
稅金及附加	178	282	498	632	668
銷售費用	1,330	1,073	1,878	2,388	2,540
管理費用	971	1,466	2,522	3,206	3,411
研發費用	304	499	854	1,086	1,156
資產減值損失	621	1,117	1,784	2,268	2,413
營業利潤	6,104	9,001	11,136	14,914	18,005
其它收益	204	283	487	619	659
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)	(215)	(281)	(249)
其它	-	-	-	-	-
營業外收入,淨額	(51)	(59)	(37)	(49)	(49)
稅前利潤	6,247	9,912	11,940	15,773	18,936
所得稅費用	(690)	(1,212)	(1,409)	(1,893)	(2,272)
減:少數股東損益	(278)	(147)	(179)	(236)	(283)
淨利潤	5,280	8,552	10,352	13,644	16,380

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	69,660	89,758	105,651
貨幣資金	19,336	26,963	26,197	34,499	46,861
應收賬款	8,379	11,535	14,085	17,909	19,053
存貨	6,356	11,452	18,310	23,281	24,769
其它	3,295	5,151	11,067	14,069	14,968
流動負債	24,620	43,092	50,329	59,750	64,162
應付帳款	13,714	22,144	26,292	29,848	31,755
預收賬款	-	5,018	5,634	7,164	7,621
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	12,529	15,795	16,773
非流動負債	6,389	8,944	13,024	15,646	17,348
長期應付款	1,528	889	1,878	2,388	2,540
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	3,967	4,773	5,015
淨資產總額	28,295	35,598	45,455	57,942	72,779
少數股東權益	666	492	849	934	1,027
股東權益	27,629	35,106	44,606	57,008	71,751

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	10,352	13,644	16,380
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	(3,440)	(1,036)	534
調整所得稅	150	340	300	97	(1,429)
其它	(6,943)	(4,470)	129	(1,097)	(116)
經營活動所得現金流	8,158	11,015	10,550	15,544	20,027
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)	(1,242)	(1,637)
其它	522	157	170	85	93
融資活動所得現金淨額	4,560	2,810	1,694	1,220	834
現金增加淨額	9,965	8,654	2,600	8,608	12,668
年初現金及現金等價物	5,665	15,560	23,905	26,197	34,499
匯兌	(70)	(309)	(308)	(307)	(306)
年末現金及現金等價物	15,560	23,905	26,197	34,499	46,861
受限制現金	3,775	3,775	9,829	9,875	5,860
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%	68.4%	74.7%	74.8%
單晶硅片	39.3%	25.8%	23.7%	18.2%	18.2%
其它	16.5%	9.7%	7.8%	7.1%	7.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
	28.9%	24.6%	19.9%	20.5%	22.2%
	18.6%	16.5%	11.9%	12.5%	14.2%
	16.0%	15.7%	11.0%	11.4%	12.9%
	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	1.38	1.50	1.65
平均存貨周轉天數	83.0	79.0	72.2	80.0	88.7
平均應付周轉天數	123.3	119.9	94.1	85.8	88.5
平均應收款周轉天數	93.4	66.6	49.8	48.9	53.1
資產負債率(%)	52.3	59.4	58.2	56.5	52.8
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	23.21	23.93	22.83
資產回報率	8.90	9.76	9.51	10.23	10.62
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.47	2.27	2.71	3.53	4.24
每股股息(人民幣)	0.20	0.26	0.32	0.42	0.51
每股帳面價值(人民幣)	7.32	9.31	11.54	14.74	18.56

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。