

隆基股份 - A (601012 CH)

海外擴張意在美國市場

隆基宣佈了對寧波宜則的 100% 股權收購。寧波宜則在越南擁有 3GW 電池及 7GW 組件產能。交易將以全現金方式進行，初始對價人民幣 17.8 億元，並對 2019-21 年業績附加對賭條款。我們認為交易估值低於 7 倍 2019 年市盈率。考慮到該收購將提升隆基的組件銷售均價潛力，我們認為交易估值非常吸引。在盡調完成後，管理層預期在 2020 年 7-8 月完成並購。交易完成後，我們認為隆基將有望獲取更多美國組件市場銷售份額，進而提升短期盈利能力及長期的競爭力。

- **擴張速度是並購的主要考量。**目標公司，寧波江北宜則新能源（寧波宜則），在越南擁有 3GW PERC 電池及 7GW 雙面半片組件產能，並在過去數年主要為客戶提供組件 OEM 代工作為主要的業務。根據隆基管理層介紹，寧波宜則擁有先進的 PERC 電池產線，良好的成本結構，以及充足的訂單足以支持 2020-21 年的代工生產。隆基管理層解釋擴張速度是本次並購交易的主要考量，通過收購實現海外產能擴張能夠節省 18 個月產能建設週期，並且在資本方面與自行建設投入相近。
- **意在美國市場。**美國光伏組件目前有顯著溢價（較歐洲組件價格高 82%），溢價主要受美國 ITC 稅務優惠政策下調週期（具體分析見第 2-3 頁）所驅動。在越南獲得額外產能將幫助隆基 1) 提升對美組件銷售量；2) 避開對美組件銷售的 301 關稅（25%）及雙反稅（4.1%）；以及更重要的是 3) 對美銷售雙面組件仍將獲得 201 關稅豁免（2020 年稅率 20%）。對美組件銷售將相助提升隆基整體的組件銷售均價及盈利能力。管理層希望將對美銷售的組件量自 2019 年 1.1GW 水平提升至 2020 年 3GW。我們測算對美組件出口將使隆基組件銷售均價整體提升至少 5.8%。
- **交易估值吸引，付款條件良好。**收購初始交易估值為人民幣 17.8 億元，附帶業績對賭估值調整機制，2019-21 年業績條件分別為人民幣 2.20/2.41/2.51 億元。寧波宜則在 9M19 實現淨利潤人民幣 2.47 億，隱含交易估值將低於 7 倍 2019 年市盈率。考慮到產能並購將對隆基對美銷售帶來收益，我們認為交易估值吸引，我們同時注意到交易的支付條款為 2020-22 年間根據業績對賭分期支付，支付比例分別為 30%/30%/40%，對公司並不產生財務壓力。
- **鞏固市場領先地位。**我們認為並購交易將加速隆基對於下游組件銷售的擴張步伐，同時進一步鞏固公司的盈利能力及目前領先的市場地位。我們將公司 2020/21 年每股盈利預測分別上調 2.0%/3.8% 以反映交易帶來的積極影響。基於 2020 年 21.5 倍市盈率，我們將公司目標價上調至每股人民幣 34.62 元。維持持有評級。

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	52,771	61,445
同比增長 (%)	41.9	34.4	48.3	61.8	16.4
淨收入(百萬元人民幣)	3,565	2,558	5,171	6,077	6,990
每股盈利(元人民幣)	1.29	0.93	1.50	1.61	1.85
每股盈利變動 (%)	50.0	(27.9)	61.0	7.5	15.0
市盈率(倍)	17.9	24.8	22.4	20.8	18.1
市淨率(倍)	3.2	3.9	4.5	3.8	3.2
股息率 (%)	0.8	0.4	0.6	0.7	0.8
股本回報率 (%)	18.1	15.8	20.2	18.3	17.8
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（維持）

目標價	RMB34.62
此前目標價	RMB32.40
潛在升幅	+6.3%
當前股價	RMB32.57

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	122,855
3 月平均流通量(百萬元港元)	1,396.8
52 周內股價高/低(港元)	35.40/19.75
總股本(百萬)	3,772

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%

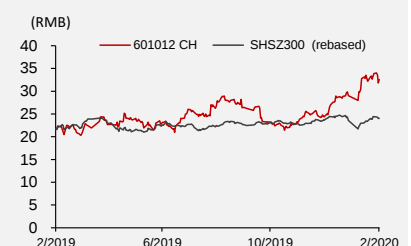
資料來源：Wind 及彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.5%	7.7%
3-月	36.9%	30.8%
6-月	21.2%	12.1%
12-月	37.4%	24.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

美國組件銷售溢價

美國組件銷售具有顯著的溢價。我們認為對美銷售溢價是隆基發起這一起並購的主要原因。根據“NREL 2Q/3Q 2019 太陽能行業動態”信息，美國單晶光伏組件價格較全球平均高出 52%。美國市場的高額溢價部分能被 201 關稅所解釋（2020 年 2 月至 2021 年 2 月關稅幅度為 20%），而餘下的部分則主要受美國光伏項目 ITC 30% 的稅務優惠條款帶來的項目搶裝所驅動。根據 PVinfolink 單晶組件價格數據，美國光伏組件的溢價水平在 2020 年 2 月進一步擴大至 82.2%（美國含關稅價格：每瓦 0.410 美元 vs. 歐洲 FOB 價格每瓦 0.225 美元）。

圖 1: 對美組件出口的關稅比較

貿易關稅	中國	越南	
	單晶組件	單晶組件	單晶雙面組件
Section 201	20%	20%	豁免
Section 301	25%	nil	nil
雙反稅	4.06%	nil	nil
合計	49%	20%	0%

資料來源：美國 ITC, 招銀國際證券

溢價的水平因何而定？我們認為邊際供應決定價格。基於近期不同區域的單晶組件定價，我們將 201 關稅，以及中國組件出口所涉及的雙反及 301 關稅進行了還原比較。我們發現美國組件銷售溢價水平可以由中國組件出口所附帶的額外關稅水平所大致解釋。根據 NREL 測算，截止 2019 年 3 季度末，東南亞地區的雙面單晶組件產能約 11-15GW，低於目前市場預期的 18GW 組件需求水平。我們認為來自中國市場的邊際供應將持續支持美國市場的組件銷售溢價水平。

圖 2: 我們認為美國組件的溢價水平可以被邊際供應的價格所解釋

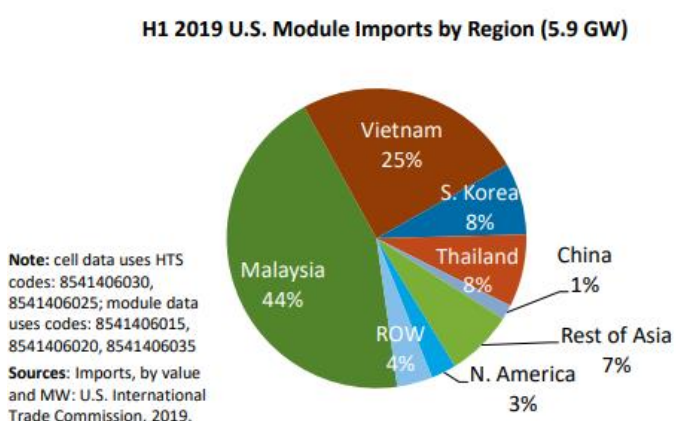
銷售區域	價格構成	Pvinfolink 現貨價格 (美元/瓦)	美國 溢價水平 (%)	除 Sec.201 影響後 (美元/瓦)	美國 溢價水平 (%)	除所有 關稅影響後 (美元/瓦)	美國 溢價水平 (%)
美國	FOB+關稅	0.410	0	0.342	0	0.229	0
中國	VAT excl	0.216	89.9%	0.216	58.2%	0.216	6.2%
歐洲	FOB	0.225	82.2%	0.225	51.9%	0.225	1.9%
澳大利亞	FOB	0.223	83.9%	0.223	53.2%	0.223	2.8%

資料來源：PVinfolink, 招銀國際測算

注：PVinfolink 現貨價格數據截取自 2020 年 2 月 19 日

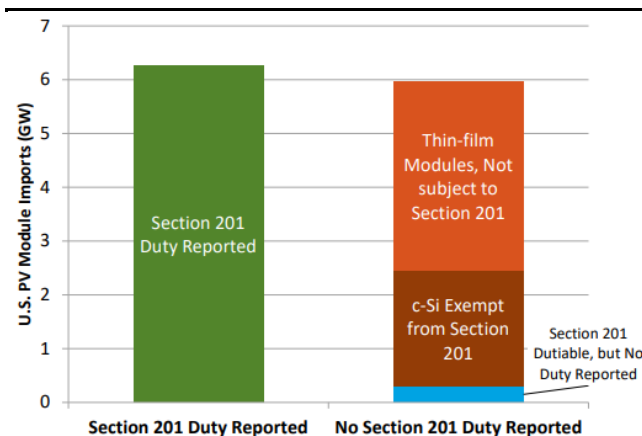
銷售溢價將大致持續至 2021 年末。由於美國光伏 ITC 稅務政策正在執行按年退坡，到 2022 年工商業項目將退稅優惠退坡至 10%，而戶用項目則退坡至 0，我們預期美國的光伏裝機將在 2020-21 年持續擴張。受稅務優惠退坡節奏支持，我們認為美國的組件銷售溢價將在 2020/21 年得以持續。

圖 3: 2019 年上半年, 越南對美出口組件數量占比美國進口量的 25%



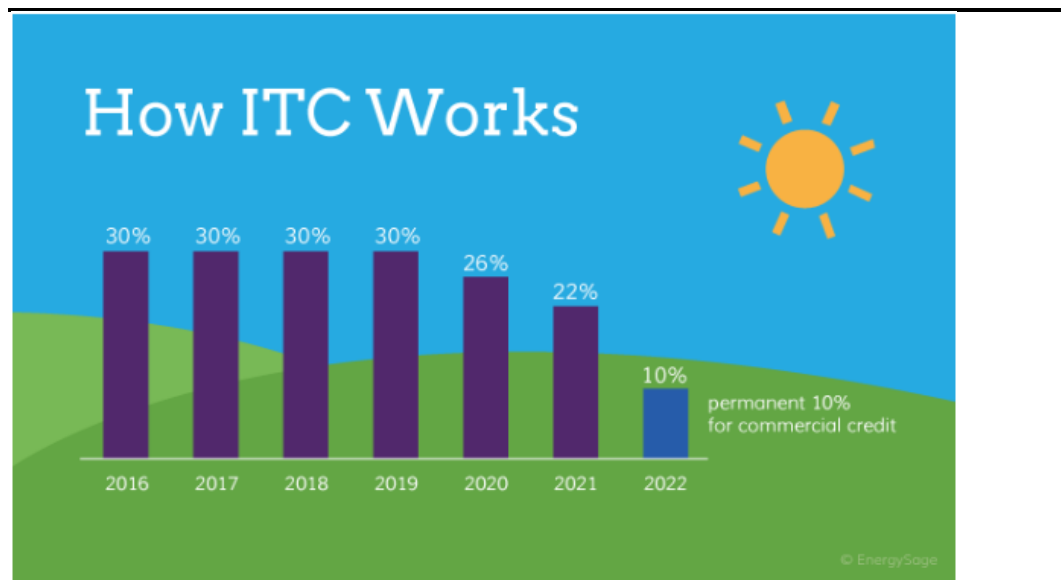
資料來源: NREL 1Q/2Q 2019 Solar Industry Update

圖 4: 9M19 美國組件進口按關稅結構分佈



資料來源: NREL 2Q/3Q 2019 Solar Industry Update

圖 5: 美國光伏 ITC 退坡時間表



資料來源: Energysage

圖 6: 盈利預測調整

	原預測			調整后			变化(%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
收入(百万人民币)	32,611	52,771	61,445	32,611	52,771	61,445	0.0%	0.0%	0.0%
净利润(百万人民币)	5,171	5,956	6,737	5,171	6,077	6,990	0.0%	2.0%	3.8%
每股盈利(人民币)	1.50	1.58	1.79	1.50	1.61	1.85	0.0%	2.0%	3.8%

資料來源: 招銀國際測算

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	32,611	52,771	61,445
單晶組件	9,175	13,091	16,493	30,069	38,054
單晶矽片	5,753	6,116	13,111	18,727	19,000
其它	1,434	2,781	3,007	3,974	4,391
銷售成本	(5,280)	(4,892)	(8,941)	(11,760)	(13,578)
毛利	5,280	4,892	8,941	11,760	13,578
營業成本	1,688	2,687	3,343	5,312	6,140
稅金及附加	152	117	262	398	429
銷售費用	664	1,017	1,385	2,275	2,701
管理費用	500	623	913	1,478	1,720
研發費用	164	202	326	528	614
資產減值損失	207	728	457	633	676
營業利潤	87	61	2,205	5,598	6,447
其它收益	27	142	147	237	184
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
稅前利潤	4,018	2,867	5,978	6,869	7,764
所得稅費用	(468)	(301)	(658)	(756)	(854)
減: 少數股東損益	15	(9)	(149)	(157)	(170)
淨利潤	3,565	2,558	5,171	6,077	6,990

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	5,171	6,077	6,990
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)	(1,605)	(1,992)
調整所得稅	(83)	85	75	187	22
其它	(4,635)	(1,040)	(1,232)	(2,410)	(1,955)
經營活動所得現金流	1,328	1,173	4,814	4,169	5,150
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	-	6,645	-	-
淨借貸	3,937	769	2,049	2,049	1,049
股息	(200)	(359)	(362)	(776)	(911)
其它	249	(143)	149	157	170
融資活動所得現金淨額	4,672	267	8,480	1,430	307
現金增加淨額	2,227	(1,728)	6,216	(403)	2,800
年初現金及現金等價物	5,185	7,356	5,665	11,881	11,478
匯兌	(56)	38	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,356	5,665	11,881	11,478	14,278
受限現金	1,190	2,043	2,935	4,749	5,530
資產負債表現金	8,546	7,708	14,816	16,227	19,808

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	36,713	51,813	61,309
貨幣資金	8,546	7,708	14,816	16,227	19,808
應收賬款	6,131	8,453	12,229	19,951	23,298
存貨	2,380	4,283	5,870	9,499	11,060
其它	1,870	2,457	3,798	6,136	7,143
流動負債	12,340	14,878	20,457	30,675	33,837
應付帳款	7,350	8,507	11,414	17,414	19,048
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	7,304	8,526
非流動負債	6,299	7,956	9,872	12,940	14,386
長期應付款	645	1,306	1,631	2,639	3,072
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	1,420	1,646
淨資產總額	14,244	16,825	28,762	34,733	40,284
少數股東權益	49	373	522	679	849
股東權益	14,195	16,452	27,951	33,252	39,330

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%	50.6%	57.0%	61.9%
單晶矽片	35.2%	27.8%	40.2%	35.5%	30.9%
其它	8.8%	12.6%	9.2%	7.5%	7.1%
合計	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%	22.3%	22.1%
運營利潤率	22.0%	10.0%	17.2%	12.2%	12.1%
淨利潤率	21.8%	11.6%	15.9%	11.5%	11.4%
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	1.79	1.69	1.81
平均存貨周轉天數	59.2	71.1	78.3	68.4	78.4
平均應付周轉天數	116.3	131.6	111.5	99.7	108.3
平均應收款周轉天數	111.1	121.1	115.7	111.3	128.5
資產負債率(%)	56.7	57.6	51.3	55.7	54.5
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	0.22	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	25.11	15.55	18.50	18.27	17.77
資產回報率	10.84	6.45	8.75	7.76	7.90
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.29	0.93	1.50	1.61	1.85
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	8.81	10.42

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，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，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。