

隆基股份 - A (601012 CH)

二季度将开始面临阻力

公司2019及20年一季盈利52.8亿及18.64亿，同比分别上升106.4/205.1%，业绩表现强劲。我们认为强劲的盈利增长势头将在2季度开始受到阻力，主要因为新冠疫情对海外主要的光伏市场美国和欧洲的影响将在2季度开始显现。目前光伏产业链上产品价格持续下跌是需求受扰动影响的例证。我们认为2020年盈利能见度较差，有较高的出货和销售均价的不确定性。我们对公司的目标价下调9.8%至人民币31.23元以反映销售均价所面临的压力。目前公司接近合理估值，我们建议观望以待复苏信号明确。维持持有评级。

- **2019年业绩表现优秀。**公司19年录得收入同比增长49.6%至人民币329亿元。强劲的应收增速由单晶硅片组件销售量同比增长139.3%/23.4%所驱动。公司整体毛利率同比上升6.7个百分点至28.9%，板块毛利表现惊艳，硅片毛利高达32.2%及组件毛利25.2%。净利润实现人民币52.8亿，同比上升106.4%，接近此前业绩预告上限。
- **一季度盈利表现超预期。**公司强劲的增长势头在1季度依旧持续，收入同比增长50.6%至人民币86亿元，并且季度净利润实现人民币18.6亿元，再创历史新高。一季度公司维持组件出货环比稳定增长，组件出货则环比显著下滑，但公司通过增加组件对美出口实现了较好的组件销售价格均价。管理层透露一季度对美组件出口量达450兆瓦，占组件出货的24%，同时美国组件销售对其它地区享有较高的溢价。一季度硅片和组件毛利分别高达39.1%及22.5%，反映了公司在成本下降及效率提升两方面所作出的努力。
- **二季度将开始面临阻力。**管理层维持全年硅片/组件出货量58GW/20GW（含内部出货）指引不变，基于1）目前约8GW组件订单已经锁定，同时2）对于海外市场复苏持乐观预期，料对美国及欧洲的组件出口将在封城措施逐步解封后逐步恢复。我们认为公司快速增长的势头恐被疫情影响下的需求波动所打断。自3月25日开始，我们观测到硅片和组件价格已下跌14.7/4.1%。目前市场能见度依旧较差，我们认为仍有进一步价格下跌可能。我们将全年的不含税硅片/组件价格下调4.4/6.8%至人民币2.39/片及1.52/瓦，并预期全年硅片和组件毛利分别为29.1%/17.4%。
- **20年盈利增速将放缓。**基于我们对于成本和销售均价的调整，我们将20/21年的EPS分别下调7.6/2.7%至人民币1.49/1.80元。基于21倍的20年市盈率，我们将目标价下调9.8%至31.23元。维持持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	21,988	32,897	46,407	59,390	63,764
同比增长(%)	34.4	49.6	41.1	28.0	7.4
净收入(百万元人民币)	2,558	5,280	5,610	6,798	7,603
每股盈利(元人民币)	0.93	1.47	1.49	1.80	2.02
每股盈利变动(%)	(27.9)	58.1	1.7	21.6	11.7
行业平均预测(人民币)	N/A	N/A	18.6	15.4	13.7
市盈率(倍)	29.9	18.9	3.2	2.7	2.3
市净率(倍)	4.7	3.8	0.8	0.9	1.0
股息率(%)	0.4	0.7	17.0	17.5	16.7
股本回报率(%)	15.8	20.1	18.6	15.4	13.7
净负债(%)	0.2	净现金	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(维持)

目标价	RMB31.23
此前目标价	RMB34.62
潜在升幅	+12.7%
当前股价	RMB27.71

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)	104,523
3月平均流通量(百万港元)	1,785.55
52周内股价高/低(港元)	35.4/20.37
总股本(百万)	3,772

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%

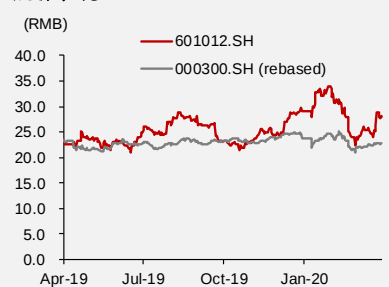
资料来源：Wind及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	23.2%	17.6%
3-月	-4.6%	0.6%
6-月	19.8%	22.1%
12-月	17.8%	25.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：普华永道

- **2019 年硅片成本加速下降。**公司在年内加速了硅片端成本降幅节奏。管理层透露非硅长晶成本同比降低 25.46%，同时非硅切片成本亦同比降低了 26.5%。我们测算 2019 硅片端整体非硅成本为人民币 0.91/片。管理层预期 2020 年全年将实现非硅成本端进一步下降 10%，并解释进一步成本节约的空间将来自于 1) 更薄的硅片规格及金刚线细线化，预料硅片厚度将从 180 μ m 逐步下降至 160 μ m，以及 2) 出片率从目前 93% 上升至 95%。我们认为公司在目前硅片降本赛道上领先同业，一季度惊艳的毛利表现是成本领先的最佳实证，将帮助公司在激烈价格竞争中维持较稳定的盈利表现。
- **运营现金流表现强劲，但应付账款同时也有所增加。**公司 2019 年实现了强劲的运营现金流达人民币 81.6 亿，较 2018 年人民币 11.7 亿水平显著增加。我们分析应付账款的增长是驱动运营现金流增长的其中一项主要因素，该项下同比增长人民币 52 亿元。管理层解释与光伏制造相关的应付账款仅增加人民币 13 亿，反应的是与公司的业务规模同步扩张。但其余增加则来自于项目扩张所带来的设备和材料应付款的增加。我们认为公司在 2019 年因其较多的新建项目计划略微拖长了对设备及材料供应商的应付账期，同时根据市场理解这样的做法在未来的财年内将难以维持较高的运营现金流表现。

财务分析

利润表

年结:12/31(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	21,988	32,897	46,407	59,390	63,764
单晶组件	13,091	14,570	24,838	33,458	36,888
单晶硅片	6,116	12,913	17,731	21,606	22,395
其它	2,781	5,415	3,838	4,327	4,481
销售成本	(4,892)	(9,508)	(10,621)	(13,323)	(14,325)
毛利	4,892	9,508	10,621	13,323	14,325
营业成本	2,687	3,405	4,809	6,139	6,277
税金及附加	117	178	310	345	381
销售费用	1,017	1,330	1,969	2,556	2,676
管理费用	623	971	1,370	1,753	1,882
研发费用	202	304	464	594	638
资产减值损失	728	621	696	891	701
营业利润	3,593	2,205	6,104	5,812	-
其它收益	142	204	278	356	383
投资收益	794	240	570	570	570
资产处置收益/(损失)	(4)	-	-	-	-
财务费用净额	(267)	(250)	(151)	(214)	-
其它	-	-	(1)	-	-
营业外收入,净额	(2)	(51)	(10)	(21)	14
税前利润	2,867	6,247	6,498	7,875	8,807
所得税费用	(301)	(690)	(715)	(866)	(969)
减: 少数股东损益	(9)	(278)	(174)	(210)	(235)
净利润	2,558	5,280	5,610	6,798	7,603

现金流量表

年结:12/31(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	2,558	5,280	5,610	6,798	7,603
折旧和摊销	1,129	1,488	2,000	2,162	2,315
运营资金变动	(1,558)	8,184	(4,605)	(55)	(475)
调整所得税	85	150	41	16	(98)
其它	(1,040)	(6,943)	(1,086)	(2,012)	(678)
经营活动所得现金流	1,173	8,158	1,961	6,909	8,666
资本开支	(3,652)	(6,015)	(7,019)	(2,355)	(2,366)
其它	483	3,262	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,169)	(2,753)	(7,019)	(2,355)	(2,366)
股份发行	-	6,215	438	-	-
净借贷	769	(1,815)	2,549	1,049	1,049
股息	(359)	(362)	(754)	(802)	(972)
其它	(143)	522	157	170	85
融资活动所得现金净额	267	4,560	2,389	416	161
现金增加净额	(1,728)	9,965	(2,669)	4,970	6,461
年初现金及现金等价物	7,356	5,665	15,560	12,891	17,861
汇兑	38	(70)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,665	15,560	12,891	17,861	24,322
受限现金	2,043	3,775	4,641	5,939	6,376
资产负债表现金	7,708	19,336	17,532	23,800	30,699

资产负债表

年结:12/31(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	16,758	21,937	27,056	27,369	27,564
固定资产	13,260	15,467	21,816	21,925	21,894
在建工程	856	2,882	1,468	1,468	1,468
长期待摊销售费用	959	971	986	998	1,009
其它	1,683	2,617	2,786	2,977	3,194
流动资产	22,901	37,367	42,623	55,907	65,169
货币资金	7,708	19,336	17,532	23,800	30,699
应收账款	8,453	8,379	11,602	14,848	15,941
存货	4,283	6,356	9,049	11,581	12,434
其它	2,457	3,295	4,440	5,678	6,095
流动负债	14,878	24,620	25,659	31,265	32,870
应付账款	8,507	13,714	13,922	16,629	17,216
预收账款	962	3,680	2,837	3,457	3,583
短期借贷	688	854	848	953	1,058
一年内到期长期借贷	1,137	1,571	1,272	1,429	1,586
其它	3,585	4,801	6,781	8,797	9,427
非流动负债	7,956	6,389	10,395	12,221	13,357
长期应付款	1,306	1,528	2,320	2,970	3,188
长期借贷	2,659	2,509	5,364	6,150	6,937
应付债券	3,262	996	996	996	996
其它	729	1,357	1,716	2,106	2,237
净资产总额	16,825	28,295	33,624	39,790	46,506
少数股东权益	373	666	679	849	934
股东权益	16,452	27,629	32,945	38,941	45,572

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
单晶组件	59.5%	44.3%	53.5%	56.3%	57.9%
单晶硅片	27.8%	39.3%	38.2%	36.4%	35.1%
其它	12.6%	16.5%	8.3%	7.3%	7.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
毛利率	22.2%	28.9%	22.9%	22.4%	12.6%
运营利润率	10.0%	18.6%	12.5%	12.1%	13.8%
净利润率	11.6%	16.0%	12.1%	11.4%	11.9%
有效税率	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.54	1.52	1.66	1.79	1.98
平均存货周转天数	71.1	83.0	78.6	81.7	88.6
平均应付周转天数	131.6	123.3	108.7	93.9	96.9
平均应收款周转天数	121.1	93.4	78.6	81.3	88.1
资产负债率(%)	57.6	52.3	51.7	52.2	49.8
净负债/股东权益比率(%)	0.22	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
回报率(%)					
资本回报率	15.55	19.11	17.03	17.46	16.68
资产回报率	6.45	8.90	8.05	8.16	8.20
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.93	1.47	1.49	1.80	2.02
每股股息(人民币)	0.10	0.20	0.21	0.26	0.29
每股账面价值(人民币)	5.89	7.32	8.73	10.32	12.08

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于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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

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。