

隆基股份 - A (601012 CH)

全球最大单晶硅产品制造商

概要。隆基是全球最大的单晶硅片、电池以及高效组件制造商。公司广获 A 股市场投资人认可，是全球光伏同业中市值最高的企业。经过我们对市场趋势、产品供需情况、产品价格的研判，我们相信隆基将进一步提升其市场的领先地位，并有望成为太阳能平价时代的光伏巨头。

- **光伏平价上网浪潮来临，单晶硅产品需求显著增加。**近年来，随着光伏电站开发中非组件成本占比日益提升，下游电站开发商对于组件的效率要求也随之提升。由于单晶电池技术效率高达 26.7%，我们相信单晶电池技术是目前最佳技术以回应目前市场对于电池效率的要求。CPIA 及 ITRPV 的市场信息也显示市场需求对于单晶产品的需求呈更加青睐的趋势，2018 年单晶组件的市场份额已达 40-45%。
- **高效率单晶硅片供应将持续偏紧。**我们认为 2019-21 年单晶硅片的供应将呈持续偏紧状态，主要是由于电池片技术想 PERC 电池产能切换所致。我们测算 2019-21 年单晶硅片的需求为 69/88/109 吉瓦，而 PERC 电池产能在 2019 年已达 100 吉瓦以上。我们预期 PERC 电池产能增速将快于单晶硅片的产能释放速度，因此将导致 2019-21 年单晶硅片供应偏紧。基于上述原因，我们预期领先的单晶硅片供应商将在 2019-21 年维持满产满销状态。
- **后发优势明显，并在最佳时机扩产。**与光伏同业相比，我们认为隆基属后起之秀。基于 1) 上游多晶硅料成本不断明显下降，2) 光伏产品未来价格趋向稳定的预期，以及 3) 公司有能力组织较低成本的扩产计划，我们预期隆基将在本轮扩产周期享受较好的回报，同时销售均价和毛利水平平均保持稳定状态。我们认为隆基将具备较高的盈利能见度。
- **首次覆盖给予买入评级，目标价每股人民币 28.0 元。**我们预期隆基将在 2019-21 年实现每股盈利人民币 1.22/1.42/1.78 元，对应期间符合增长率为 20.7%。基于公司目前领先同业的产品成本结构，以及公司强劲的融资能力用以支持未来产能扩张，我们认为公司对同业 17.4 倍平均前瞻市盈率应有合理的估值溢价。我们的目标估值为 2019 年预测市盈率 23.0 倍，对应目标价每股人民币 28.00 元。首次覆盖隆基，给予买入推荐。

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	29,821	44,139	61,302
同比增长 (%)	41.9	34.4	35.6	48.0	38.9
净收入(百万元人民币)	3,565	2,558	4,102	5,164	6,461
每股盈利(元人民币)	1.29	0.93	1.22	1.42	1.78
每股盈利变动 (%)	50.0	(27.9)	31.6	16.5	25.1
市盈率(倍)	17.4	24.1	18.3	15.7	12.6
市净率(倍)	3.1	3.8	3.4	2.8	2.4
股息率 (%)	0.8	0.4	0.8	1.0	1.2
股本回报率 (%)	18.1	15.8	18.4	18.0	18.8
净负债 (%)	净现金	0.2	净现金	3.7	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	RMB28.00
潜在升幅	+29.2%
当前股价	RMB21.67

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)	78,541
3 月平均流通量(百万港元)	711
52 周内股价高/低(港元)	25.60/9.51
总股本(百万)	3,615

资料来源：彭博

股东结构

李振国	15.0%
李春安	11.0%
李喜燕	5.4%
流通股	50.4%

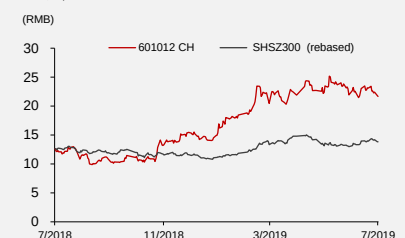
资料来源：Wind 及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	-6.6%
3-月	-0.3%	6.4%
6-月	46.0%	17.0%
12-月	75.8%	55.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：中瑞岳华

请登录 2019 年亚洲货币券商投票
网址，投下您对招银国际研究团队
信任的一票：

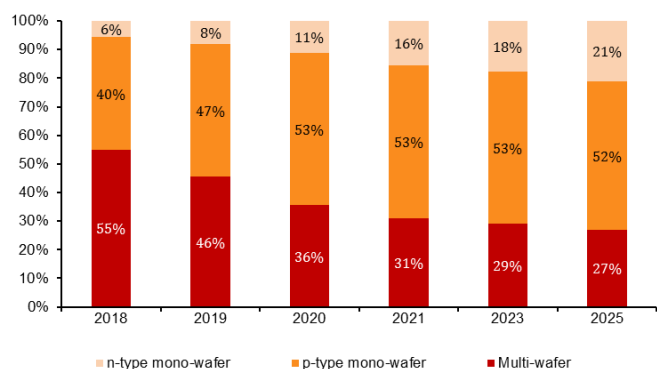
<https://euromoney.com/brokers>

目录

焦点图表.....	3
全球最大的单晶硅产品生产商	4
平价上网趋势推动单晶硅需求增长	7
竞争格局.....	10
投资亮点.....	11
盈利及财务分析.....	16
财务分析.....	20
估值.....	21
主要风险因素	23

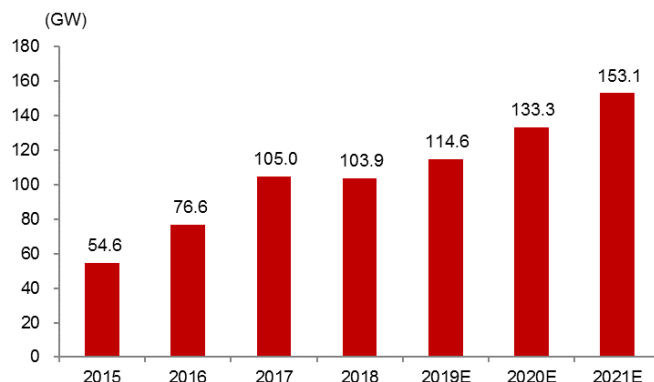
焦点图表

图 1: CPIA 预测单晶硅片的市场份额未来几年将持续扩大



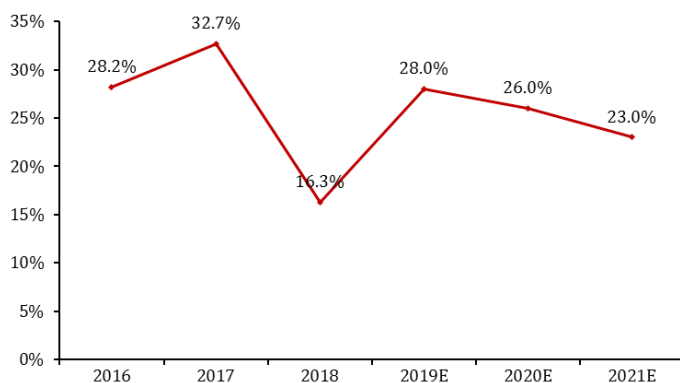
资料来源: CPIA, 招银国际证券

图 2: 全球新增光伏装机将维持快速增长



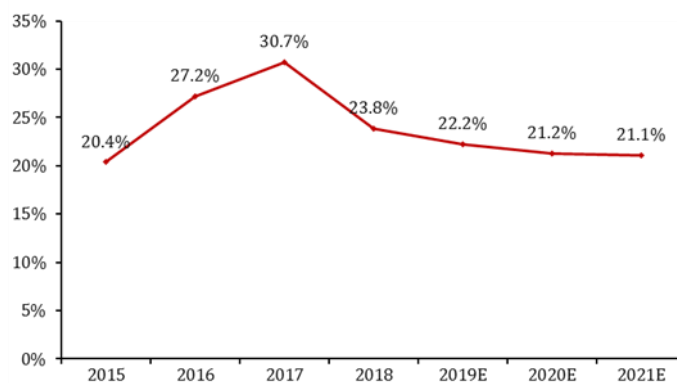
资料来源: IRENA, 招银国际预测

图 3: 我们预期隆基的硅片毛利率将在 2019 年明显恢复, 并在 2020-21 年缓步下降



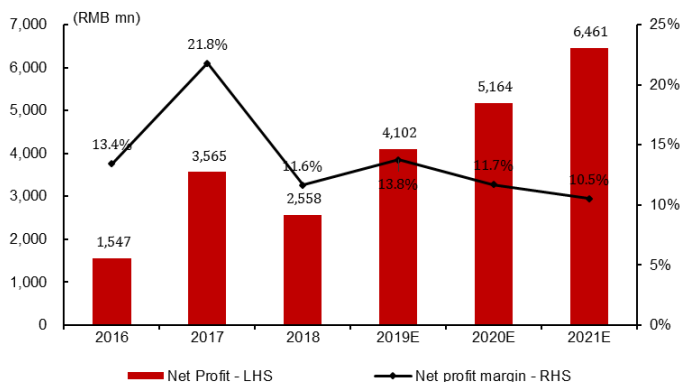
资料来源: 公司信息及招银国际预测

图 4: 我们预期 2019-21 年, 隆基的组件销售毛利率将维持稳定约 22% 左右水平



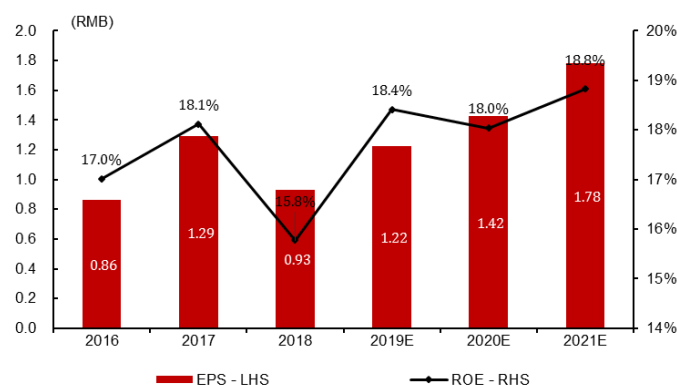
资料来源: 公司信息及招银国际预测

图 5: 我们预测隆基 2019-21 年净利润复合增长率为 25.5%



资料来源: 公司信息及招银国际预测

图 6: 隆基的每股盈利及股本回报率



资料来源: 公司信息及招银国际预测

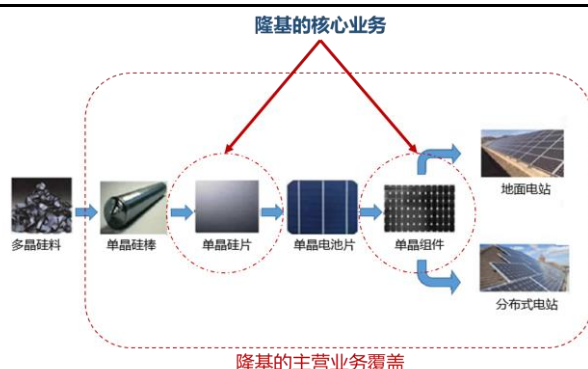
全球最大的单晶硅产品生产商

隆基绿色能源（下文称隆基，601012 CH）是全球最大的光伏单晶硅片、电池片和组件生产商。公司于 2000 年成立，专注于 P 型单晶产品的开发超过 19 年。历经多年的发展，隆基在低成本单晶硅片以及高效单晶组件的发展逐步建立了技术优势。截止 2018 年，隆基已将旗下单晶硅片和组件产能分别扩张至 28 吉瓦及 8.8 吉瓦，同时在单晶硅片市场获得了超过 40% 的市场份额。公司在 2012 年在上交所上市，上市后逐渐获得了市场认可。目前公司的市值超过 800 亿人民币，在全球光伏制造同业中排行第一。

业务覆盖范围从单晶硅棒开始，一直延伸至光伏电站

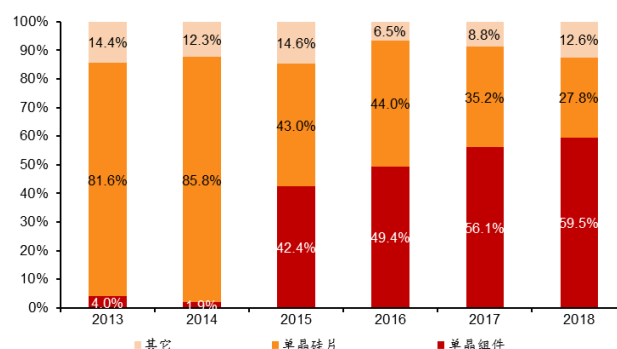
隆基的单晶硅制造业务涵盖单晶硅棒、硅片、电池片以及高效单晶组件。公司同时将其业务进一步向下游延伸，包括地面及分布式电站项目开发，EPC 服务，以及提供各种光伏电站解决方案。单晶硅片和组件销售是隆基的核心业务，两者销售额合计占公司 2018 年销售额的 87.4%。

图 7: 隆基的营业范围及核心业务



资料来源: 公司信息

图 8: 隆基的历史营收结构



资料来源: 公司信息

业务扩张路径及生产设施布局

隆基的总部设立于陕西省西安市，早期业务起始于晶硅半导体材料，随后向太阳能光伏单晶硅片生产逐步转型。公司 2006 年在宁夏设立宁夏隆基专注于生产单晶硅片。在隆基的业务扩张过程中，公司实现了几大突破，包括 1) 公司将硅棒及硅片产能布局于低电价地区；2) 与长晶炉设备厂商形成了长期战略合作伙伴关系；以及 3) 公司率先实现了金刚线切割硅片技术，使得单晶硅片的生产效率自 2014 年开始获得了极大提高。

隆基的生产设施随之在多个生产基地实现快速扩张，这些地区包括西安、宁夏、云南、浙江、安徽以及马来西亚古晋，每一个生产设施的定位和销售布局均有不同侧重。西安基地是隆基的总部专注于硅片切割、电池片及组件的生产制造；宁夏和云南生产基地专注于利用当地低廉的电价生产耗能较高的硅棒以及硅片切割；江苏、安徽和浙江生产基地则负责单晶组件的生产以利用当地较好的物流海运区位优势；至于马来西亚古晋，则是为应对潜在海外销售贸易纷争所作布局。截止 2018 年末，隆基已建成投运了 28 吉瓦的单晶硅片，4 吉瓦电池片，8.8 吉瓦单晶组件产能。根据公司的 2019-21 年 3 年发展规划，未来 3 年，隆基计划 1) 将单晶硅片产能分别扩张至 36/50/65 吉瓦；2) 单晶电池片产能扩张至 10/15/20 吉瓦；3) 单晶组件产能扩张至 16/25/30 吉瓦。公司计划通过上述产能扩张以巩固其目前在单晶产品的领先优势地位。

图 9: 隆基的生产设施布局

(单位: GW)	硅棒	硅片	电池	组件
宁夏	16.9	8.0	-	0.5
银川	13.0	8.0	-	0.5
中宁	3.9			
云南	11.6	7.9	-	-
丽江	5.3			
楚雄		7.9		
保山	6.3			
陕西	-	5.1	0.5	0.3
西安		5.1	0.5	0.3
咸阳				-
山西	-	-	-	0.5
大同				0.5
安徽	-	-	0.7	-
合肥			0.7	
滁州				
江苏	-	6.6	2.6	4.0
泰州			2.6	4.0
无锡		6.6		
浙江	-	-	2.0	2.7
衢州			2.0	2.7
河南	-	-	2.0	-
许昌			2.0	
马来西亚	1.0	1.0	0.7	0.9
古晋	1.0	1.0	0.7	0.9
合计	29.5	28.6	8.5	8.9

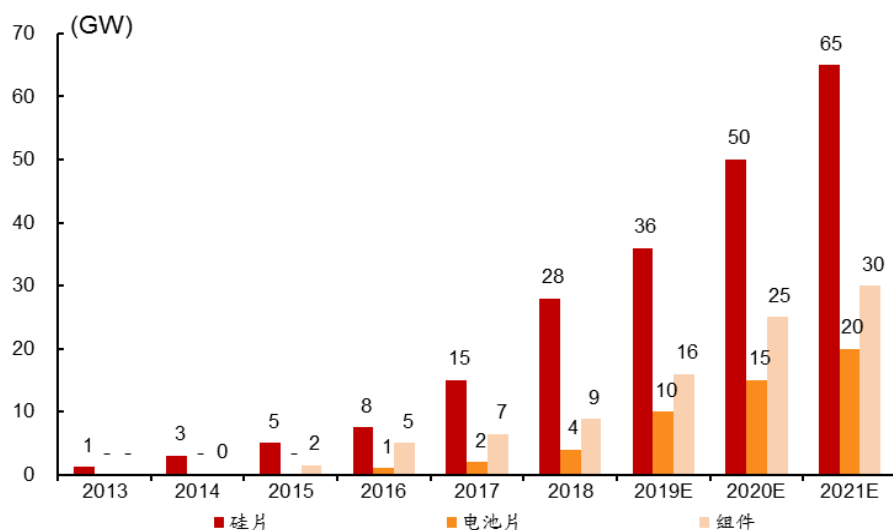
资料来源：公司信息，招银国际证券

图 10: 隆基的产能扩张计划

(单位: GW)	硅棒	硅片	电池	组件	投资预算(百万人民币)
宁夏	15.0	15.0	8.0	-	8,900
银川	15.0	15.0	8.0	-	8,900
中宁					
云南	12.0	10.0	-	-	7,200
丽江	6.0				3,000
楚雄		10.0			1,200
保山	6.0				3,000
陕西	-	-	-	5.0	2,550
西安					
咸阳				5.0	2,550
山西	-	-	-	-	0
大同					
安徽	-	-	-	5.0	1,950
合肥					
滁州				5.0	1,950
江苏	-	-	-	5.0	2,400
泰州				5.0	2,400
无锡					
浙江	-	-	-	-	0
衢州					
河南	-	-	-	-	0
许昌					
马来西亚	-	-	2.3	-	1,797
古晋			2.3		1,797
合计	27.0	25.0	10.3	15.0	24,797

资料来源: 公司信息, 招银国际证券

图 11: 隆基的产能扩张历史及 2019-21E 扩张计划



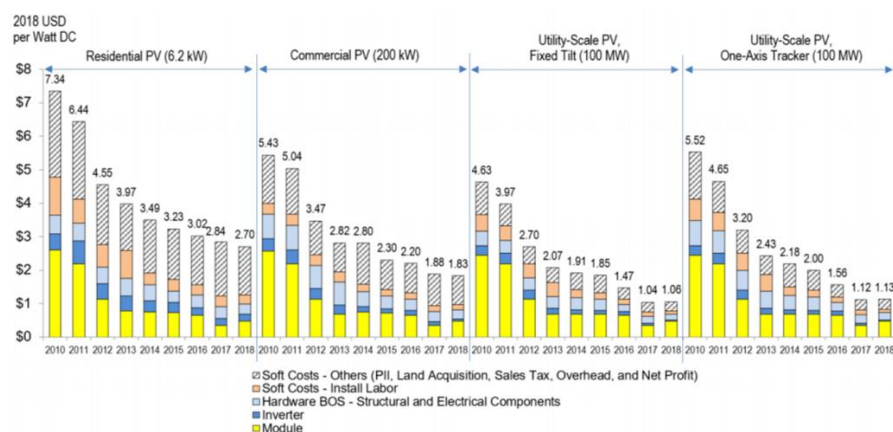
资料来源: 公司信息, 招银国际证券

平价上网趋势推动单晶硅需求增长

近几年来光伏项目非组件成本变得日益显著

最近几年，在光伏技术领域一系列技术突破以及日益激烈的市场竞争推动下，光伏组件成本快速下降，并确立了对单晶硅产品需求日益提升的趋势。根据彭博价格数据历史，多晶组件和单晶组件价格自 2015-2018 年期间每年平均下跌幅度分别为 28.2% 及 27.6%。结合美国国家可再生能源实验室基于 2018 年 1 季度数据研究，光伏组件在美国光伏电站系统中所占成本，在大型地面电站及分布式商业项目中占比已分别低于 50% 及 30%。这种显著的成本结构变化促使光伏产业努力探寻更加有效的方案以进一步降低项目开发的系统成本，而解决方案的核心显然是组件效率。组件效率的提升有助于摊薄整体系统开发的成本，包括光伏电站安装的土地成本及人工安装费用等。光伏项目的进一步发展需要在目前的成本效益基础上寻找合适的技术以进一步增加光伏组件的光电转换效率。

图 12: 美国不同光伏系统的成本比较

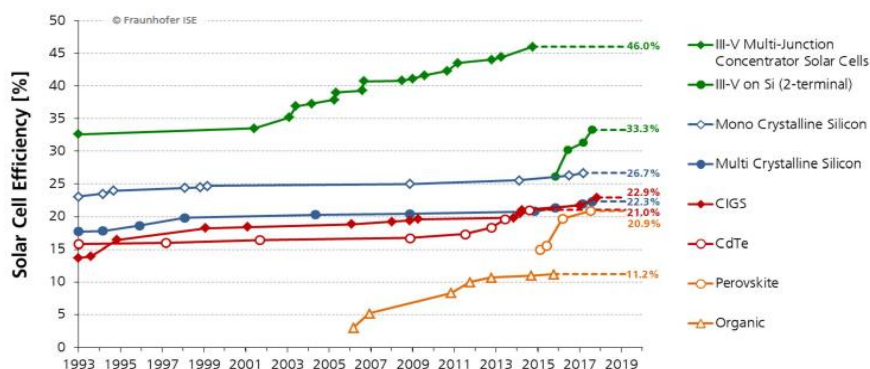


资料来源：NREL

单晶硅电池是目前最佳技术以回应光伏行业对于效率的需求

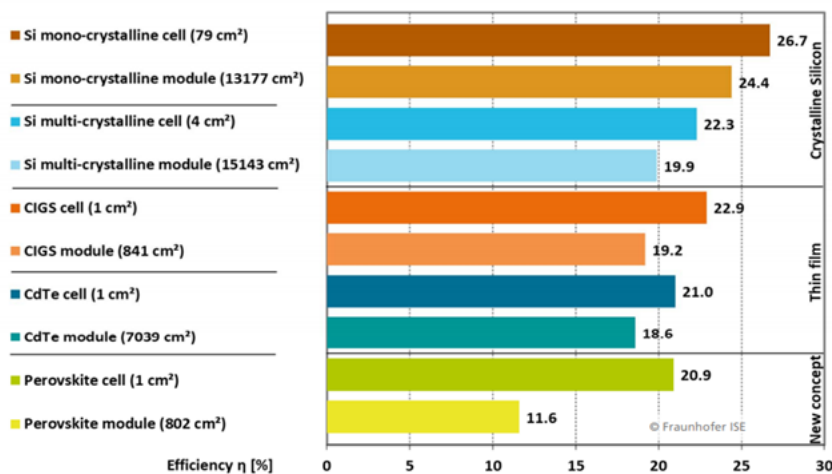
根据弗劳恩霍夫 ISE 研究所信息，截止 2019 年初，对比多项成本效益具备可行性的技术（包括多晶硅、碲化铜铟镓薄膜、碲化镉薄膜以及钙钛矿技术）当中，单晶电池及组件均获得了最高的实验室效率，分别为 26.7% 及 24.4%。在过去 10 年当中，市场和产业均将多晶硅组件和单晶硅组件作为近似技术进行了匹配比较。根据 HIS-Markit 数据，单晶硅组件较多晶硅组件在效率上维持 1-1.5 百分点优势。此外，过去 5 年，我们也观察到单晶产品成本下降的步伐要显著快于多晶硅产品。据此，市场逐步开启了以高效单晶组件对传统多晶组件的替换之势。

图 13: 太阳能电池效率的实验室发展情况



资料来源: 弗劳恩霍夫 ISE 2019

图 14: 我们认为通过对电池及组件效率的对比, 显示单晶硅产品是目前最具成本效益和高效率的光伏技术



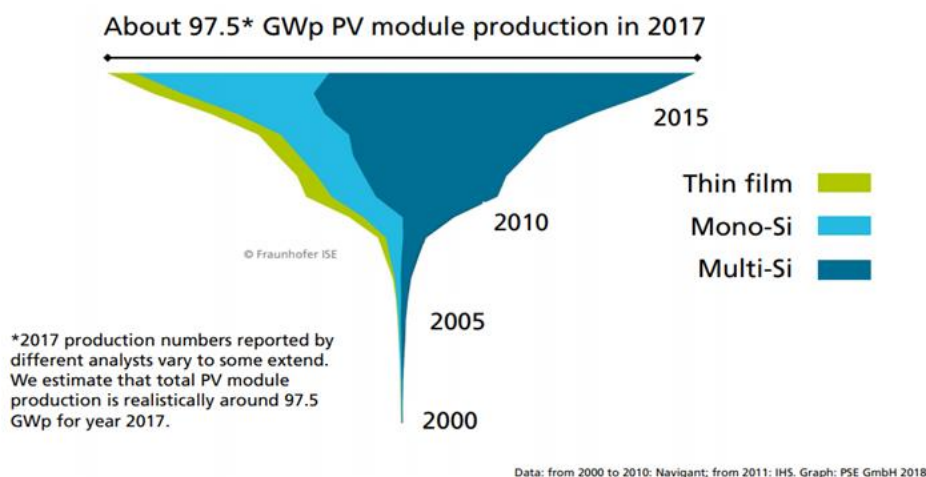
Data: Green et al.: Solar Cell Efficiency Tables (Version 53), Progress in PV: Research and Applications 2018. Graph: Fraunhofer ISE 2019

资料来源: 弗劳恩霍夫 ISE 2019

单晶硅产品自 2015 年开始逐步扩大市场份额

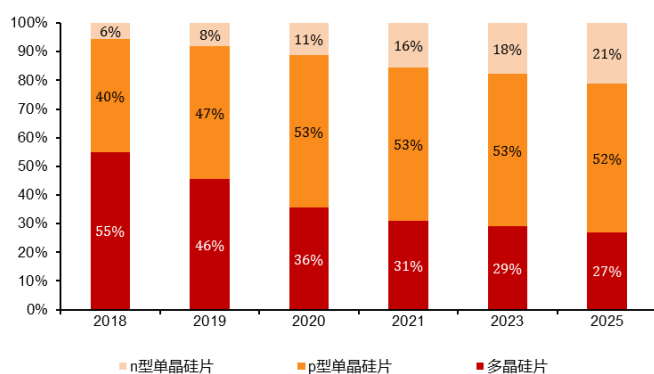
随着光伏项目非组件成本变得越来越重要, 组件效率所带来的经济价值是显而易见的。光伏组件的效率越高, 意味着单位面积固定的组件所纳入的功率越高, 这将有助于光伏电站开发商从 BOS 成本, 土地和屋顶的租用及收购费用, 安装的劳力成本, 以及其它的固定成本上实现可观的节约。根据我们的理解, 我们认为非组件成本越高的地区, 项目开发商更倾向于选择具备高效率的单晶组件, 同时这些开发商也更愿意为高校组件支付额外溢价。根据 PSE GmbH 数据, 单晶硅组件自 2015 年开始逆转日益下降的市场占有率, 并随后获得了非常显著的市场空间。CPIA 和 ITRPV 的数据也显示单晶组件 2018 年的市场占有率为 40-45%, 同时预期单晶组件的市场份额将在 2019-21E 年期间进一步上升至 53-55%。

图 15: 单晶组件的市场份额趋势自 2015 年开始实现逆转



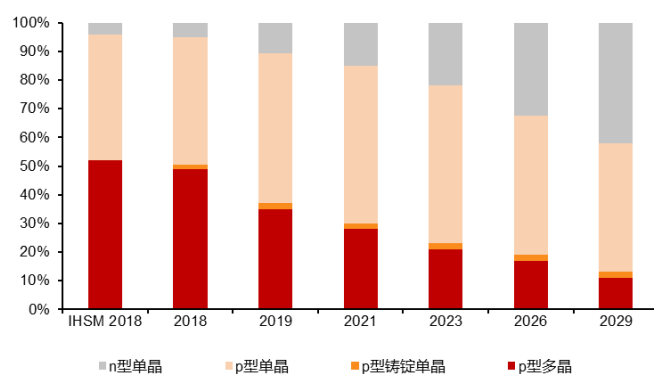
资料来源: 弗劳恩霍夫 ISE 2019

图 16: CPIA 对于不同类型硅片的市场份额预测



资料来源: CPIA, 招银国际证券

图 17: ITRPV 对于不同类型硅片的市场份额预测



资料来源: ITRPV, 招银国际证券

竞争格局

在历经多年的竞争及行业整合后，太阳能硅片市场目前以寡头竞争的市场形态运行。目前市场上有三大硅片供应商，分别为隆基，天津中环半导体（中环股份，002129 CH），保利协鑫（3800 HK, 持有），以及数家垂直整合组件企业如晶科能源（JKS US）和阿特斯阳光电力（CSIQ US）拥有其自身的内部硅片供应。在单晶硅片的细分市场，隆基和中环股份则形成了双寡头住到了单晶硅片市场供应，而保利协鑫则专注于多晶硅片的制造和销售。我们测算隆基、中环和保利协鑫 3 家 2019 年有效的硅片产出量分别为 31.6 吉瓦，25 吉瓦，以及 25 吉瓦，而其它垂直整合的组件制造上将产出约 30 吉瓦以满足内部组件生产对于硅片的需求。根据我们对于全球光伏装机需求约 115 吉瓦的判断，我们认为全球硅片的需求将大致由三大硅片厂以及垂直整合组件供应商来满足，使得市场对于传统的其它第三方硅片制造商存在较为明显的产能过剩状况。

高效单晶硅片的供应将呈偏紧状态

我们对于硅片市场的整体产能过剩并不担心，当我们将观察的终点由终端需求转为 PERC 电池片产能时，我们反而认为单晶硅片的供应将在 2019-20E 年呈偏紧状态。PERC 技术，即钝化发射极和背面电池技术，是目前最具成本效益及高效的电池片技术，自 2017 年开始在光伏电池片环节开始大规模应用。根据我们的渠道访问信息，PERC 电池片产能每吉瓦资本开支约人民币 3 亿元。基于目前较为可观的单晶对多晶产品的溢价水平，我们预期 PERC 电池生产商将更愿意选用单晶硅片导入他们新投用的 PERC 电池产能，这将提升市场对于单晶硅片的需求。

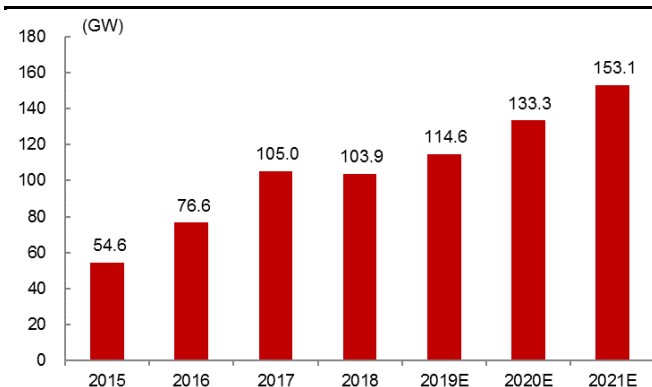
我们预测 2019-21E 年的全球光伏装机分别为 115/133/153 吉瓦，对应 2018-21 年的年均复合增长率为 13.7%。基于 10%左右的光伏组件渠道库存假设，以及 2019-21 年间单晶硅片的市场渗透率分别为 55%/60%/65%假设，我们测算 2019-21 年市场对于单晶硅片的需求分别为 69/88/109 吉瓦，对应 2018-21 年的年均复合增长率为 34.3%。在 PERC 电池片产能端，我们预期截止 2018 年末产能已达 60 吉瓦，而市场预期截止 2019 年末 PERC 电池产能将超过 100 吉瓦，显著高于我们对于单晶硅片的需求预期。由于 PERC 电池片产能释放显著快于单晶硅片的产能增长，我们认为单晶硅片的供应将在 2019-20 年持续呈偏紧状态，而供应紧张的局面将随着新建产能的投放在 2021 年开始逐步缓解。基于上述判断，我们预期行业领先的单晶硅片厂商将在 2019-21 年维持满产满销状态。

图 18: 我们对于单晶硅片需求预测及相关假设

单位: GW	2018	2019E	2020E	2021E
全球光伏装机	103.9	114.6	133.3	153.1
全球光伏需求含10%的渠道库存预期	114.3	126.1	146.6	168.4
单晶硅片市场份额	39.5%	55.0%	60.0%	65.0%
隐含单晶硅片市场规模	45.14	69.33	87.98	109.47
主要单晶硅厂商产量预测				
隆基	18.6	31.6	42.3	56.8
中环	15.1	25.0	30.0	35.0
小计	33.7	56.6	72.3	91.8
其它硅片厂商产量				
保利协鑫	24.0	25.0	25.0	25.0
隐含其它单晶硅片供应量	11.5	12.7	15.7	17.7
隐含对剩余其它硅片供应需求	56.63	44.46	49.33	51.66
PERC电池片产能估计	60.0	>100	>100	>100

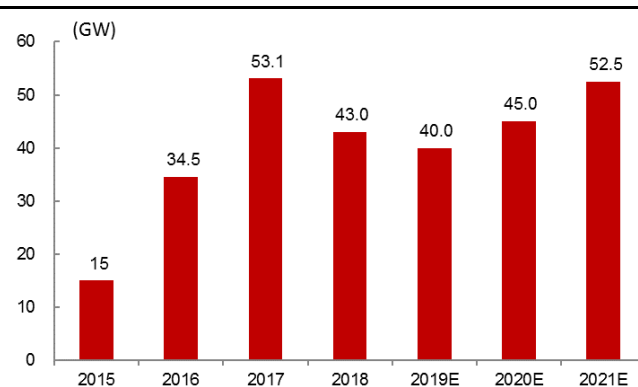
资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 19: 全球年光伏装机需求



资料来源: IRENA, 招银国际预测

图 20: 中国年光伏装机需求



资料来源: 国家能源局, 招银国际预测

投资亮点

成本领先水平确保公司维持卓越的盈利能力

我们认为隆基对于生产成本的持续关注是公司维持盈利能力和实现其长期成功的关键。我们总结了几项隆基对于成本控制的措施, 包括

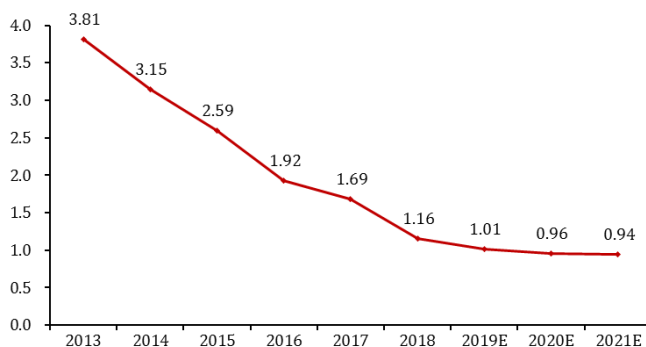
- 1) 在电价成本低廉地区设置单晶硅棒产能设施: 隆基是行业内率先将产能布置于宁夏和云南, 利用当地低廉的电价成本用于单晶硅棒拉制生产的企业;
- 2) 与主要的生产设备供应商结成战略合作伙伴关系, 以降低产能扩张的成本, 同时降低单位产品的折旧费用;
- 3) 持续研发投入实现技术突破, 在 2015 年成功实现金刚线切割技术革命, 为单晶产品的扩张打下坚实基础;
- 4) 制定长期产能扩张规划以提升产能规模效应: 公司自 2018 年开始发布 3 年产能规划并持续滚动更新, 我们预期公司颇具雄心的产能扩张目标将帮助公司进一步增加规模效应并巩固领先的成本水平, 同时也为行业设立更高的进入门槛

在公司成本控制措施的支持下，我们观察到公司在两个阶段实现了快速成本下降。第一阶段是 2014-16 年，当隆基率先引入金刚线切割并成功将单晶硅片的生产效率实现大幅度提高。我们测算公司的非硅成本自 2014 年的人民币 3.15 元/片下降 38.9%至 2016 年人民币 1.92 元/片。我们认为隆基的第二阶段成本下降期间为 2017 到 2021 年，主要由公司的产能扩张计划逐步兑现驱动。随着公司产能不断提升，规模效应已开始逐步体现，2018 年我们测算公司的非硅成本进一步下降 31.2%至人民币 1.16 元/片，我们预期 2019-21 年，公司硅片的非硅成本将进一步分别下降至 1.01/0.96/0.94 元/片。

领先同业的成本控制水平帮助隆基获得了卓越的盈利能力。根据与同业天津中环及保利协鑫的财报数据对比，隆基的毛利率显著较高，即便是遇到了“5.31”政策冲击，隆基的毛利率水平依然维持了较强的韧性。基于 2019 年上游多晶硅材料价格下降，我们预期隆基的多晶硅片毛利率将在 2019 年恢复至 28%，并在 2020-21 年受硅片售价下跌影响缓步下降。

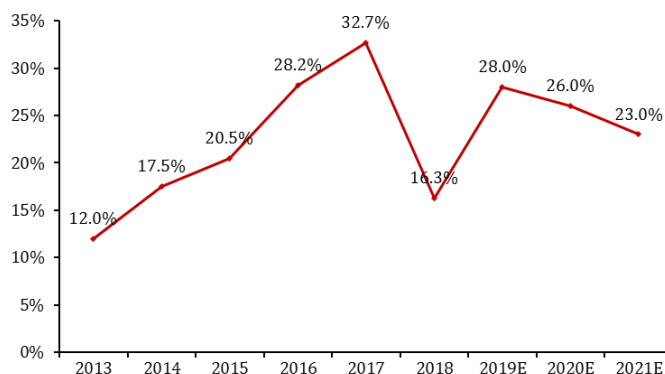
图 21: 隆基硅片的非硅生产成本

(人民币/片)



资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 22: 隆基硅片销售的毛利率水平

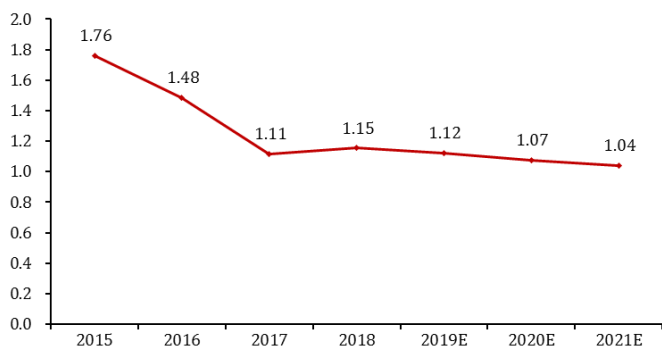


资料来源: 公司信息, 招银国际预测

隆基的单晶组件业务于 2014 年收购自浙江乐叶光伏科技有限公司，完成收购后隆基乐叶实现了快速发展。有别于公司单晶硅片业务专注于降低生产成本，我们认为隆基的组件业务发展聚焦于提升产品的光电转换效率。除公司内部低成本的硅片支持以外，隆基乐叶组件在 2015-17 年间同样实现了快速的成本降幅。我们测算非硅片生产成本在 2015 年每瓦 1.76 元人民币下跌 36.9%至 2017 年每瓦 1.11 元人民币。由于隆基采用更多的单晶 PERC 电池片用于供应高效组件生产，我们测算 2018 年非硅片成本部分呈微小上升。根据市场对于高效组件的需求偏好，以及目前高效组件对其它组件显著的溢价水平，我们认为非硅片成本略有上涨可以理解。隆基的组件盈利水平同样较同业高出一筹，隆基乐叶组件的毛利水平在过去几年均高于同业。展望未来，我们预期隆基的光伏组件毛利率将维持稳定。

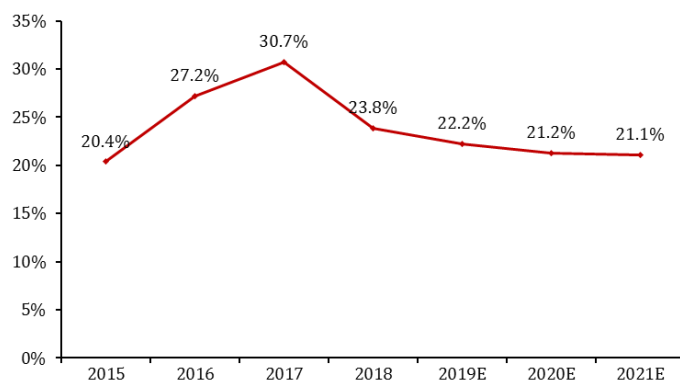
图 23: 隆基组件的非硅片生产成本

(人民币/瓦)



资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 24: 隆基单晶组件的毛利率水平



资料来源: 公司信息, 招银国际预测

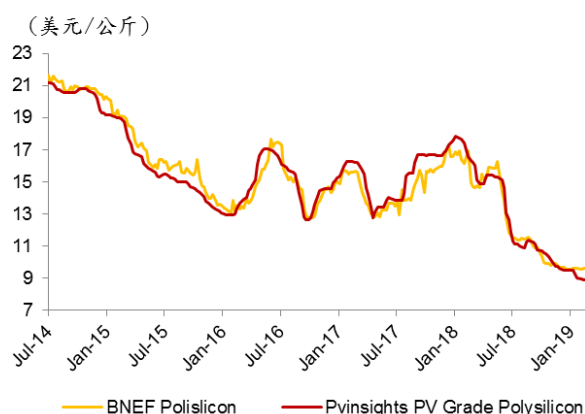
具备后发优势，并于最佳时机实施产能扩张

在光伏制造领域，隆基与同业相比是后起之秀。基于光伏组件技术发展快速迭代的特点，我们认为拥有技术和资金实力，并具备后发优势的企业将处于更有利的竞争地位，选择最具竞争力的技术路线，同时以较低的产能成本进行投资。隆基的资本开支扩张周期始于 2015 年，并在 2017 年呈加速状态。公司为硅片制造环节引入了金刚线切割后，在单晶硅片产能扩张的路径选择上具备了明显的后发优势。与同业比较，我们认为公司的借贷水平明显较低，同时历史固定资产投资包袱也较少，使公司在面对目前光伏平价需求来临时具备极佳的竞争地位。此外，由于单晶硅片和 PERC 电池技术组合带来了更多的电池效率增益，PERC 电池技术的快速应用也扩大了市场对于公司单晶硅片的市场需求。

在上游晶硅材料端，多晶硅料是隆基单晶硅棒和硅片最重要的原料。过去隆基的多晶硅料依赖于进口，承受较大的市场价格波动以及贸易纷争影响。由于国内多晶硅厂商开始实施积极的产能扩张以实现进口替代，多晶硅料价格在过去的两年间显著下跌，而隆基也通过签署长期框架采购协议的方式与国内多晶硅厂商签署了多份长期采购协议。由于 2019-20 年我们预期将有大量的新建多晶硅产能陆续陆续释放产量，我们认为多晶硅料价格将呈下降并维持低位，多晶硅料厂商毛利率将处于 20-30% 区间。综上，我们预期隆基 2019-21 年在上游生产材料获得较为稳定低廉的材料成本。

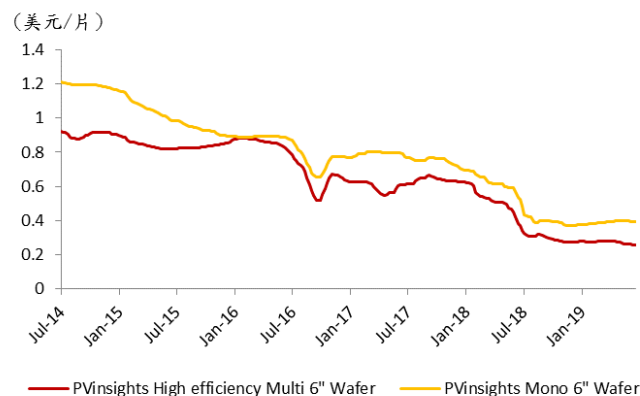
在单晶产品销售端，我们认为目前光伏电站在全球范围内已非常接近大规模平价水平，我们预期光伏组件的销售价格将趋于稳定。我们预期光伏组件的销售均价在未来仍会有一定下降，但未来价格将不会像过往几年一样呈现大幅下降的趋势。因此，我们预期隆基将随产能扩张享受较好的回报，在销售价格及产品毛利率水平相对稳定，同时具备较高的盈利可见性。

图 25: 过去 5 年多晶硅料价格变动情况



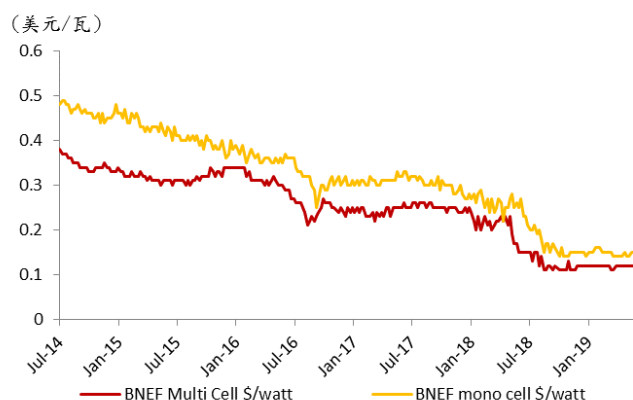
资料来源：彭博，招银国际证券

图 26: 过去 5 年硅片价格变动情况



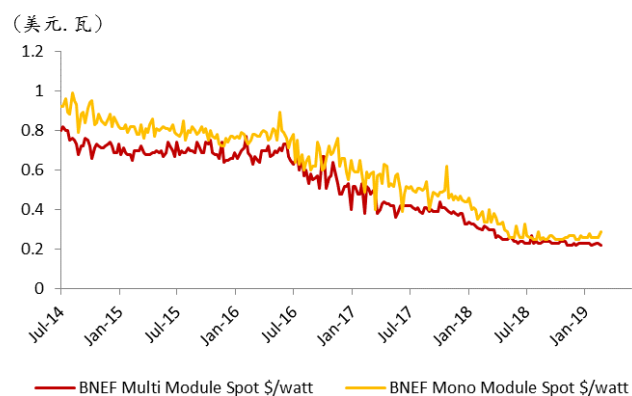
资料来源：彭博，招银国际证券

图 27: 过去 5 年电池片价格变动情况



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 28: 过去 5 年光伏组件价格变动情况



资料来源: 彭博, 招银国际证券

稳健的财务指标及强大的融资能力

隆基 2012 年在上交所上市。上市以来, 公司通过其单晶产品的技术路线布局, 卓越的成本控制, 以及审慎的财务管理获得了资本市场的认可。管理层结合光伏行业的发展情况, 维持较低的杠杆率作为财务管理的主要原则, 同时以股权融资作为主要的融资手段用以支持隆基的资本开支计划, 隆基据此与同业比较之下拥有较低的财务负债水平。此外, 由于公司在 A 股市场上市, A 股投资人更愿意投资与公司的长远发展, 隆基也因此具备了持续股权融资的能力。站在平价时代的大门口, 我们认为隆基较在香港和美国上市的同业相比有更加强劲的融资能力有助于其快速扩张并巩固其领先优势。

图 29: 隆基的负债率水平显著低于同业

公司名称	代码	2018	1Q19	2018			2018	
		毛利率	毛利率	硅片产量	硅片出货量	组件出货量	净负债率	资产负债率
		%	%	GW	GW	GW	%	%
隆基股份	601012 CH	22.2%	23.5%	18.6*	10.0	5.99	0.22%	57.6%
中环股份	002129 CH	17.4%	15.9%	15.6*	15.2	n/a	34.2%	63.2%
保利协鑫	3800 HK	6.9%	n/a	24.2	24.8	n/a	221.4%	76.1%
晶科能源	JKS US	14.0%	16.6%	9.7	1.2	11.17	Net Cash	76.4%
阿特斯能源	CSIQ US	20.7%	22.2%	5.0	N/A	6.82	41.9%	74.0%

资料来源: 公司信息、招银国际证券

注: *硅片的出货量数据, 招银国际证券以每片 5.2 瓦进行换算所得

图 30: 隆基近几年的股本及可转债融资情况

日期	类型	增发股票数量 百万股	发行/转股价 人民币	融资金额 百万人民币	备注
29-Apr-19	配股	833	4.65	3,875	10配3增发
20-Nov-17	可转债	150	18.66	2,800	1-6年的可转债利率分别为: 0.3%, 0.5%, 1%, 1.3%, 1.5%, 以及 1.8%
8-Sep-16	定向增发	210	14.20	2,980	向8名投资者定向配售
12-Jun-15	定向增发	128	15.30	1,960	向8名投资者定向配售
合计				11,615	

资料来源: 公司资料、招银国际证券

注: *可转债转股价基于隆基股份 2019 年 4 月 30 日公告数据

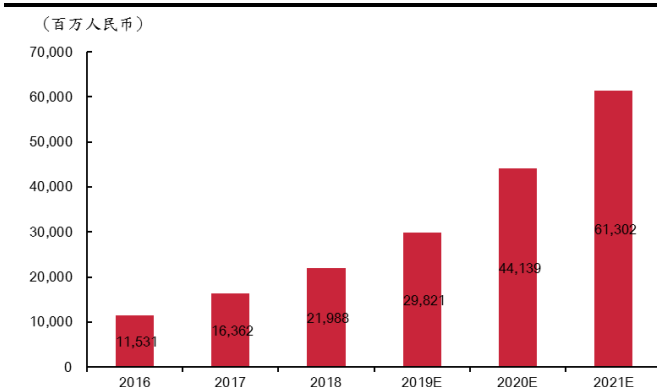
盈利及财务分析

我们预测 2019-21 年收入年均复合增长达 43.4%

隆基在 2013-18 年间收入增长令人印象深刻，年均复合增长率达 57.3%。在由市场需求驱动及产能扩张的支持下，单晶硅片及组件均保持较快增速增长，公司 2019 年一季度收入同比增长 64.6%。基于目前海外市场较高的光伏组件订单能见度，我们预期公司强劲的销售增长在 2019 年二季度及三季度能够持续。由于中国市场订单将于 2019 年下半年集中释放，我们预期公司的硅片和组件销售及产品价格将维持稳定。

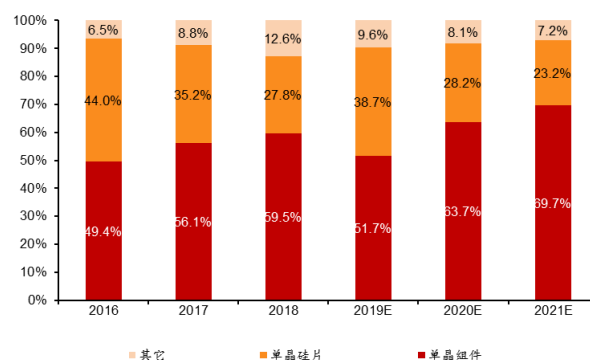
我们预测隆基的销售收入在 2019-21 年分别实现同比增长 35.6%/48.0%/38.9%，销售增长主要由光伏组件及单晶硅片期间分别年化复合增长 66.4%及 11.1%所驱动。随着新的单晶组件产能是否，我们预期单晶组件的收入贡献占比将自 2018 年 59.5%分别演变为 2019-21 年的 51.7%/63.7%/67.9%。单晶硅片方面，由于 2019 年产能增速显著快于组件端，收入贡献比重将会明显增加。我们预测单晶组件的收入贡献占比将自 2018 年的 27.8%上升至 2019 年的 38.7%，随后在 2020-21 年降低至 28.2%和 23.2%。

图 31: 隆基的销售收入



资料来源：公司信息，招银国际预测

图 32: 隆基的销售收入占比

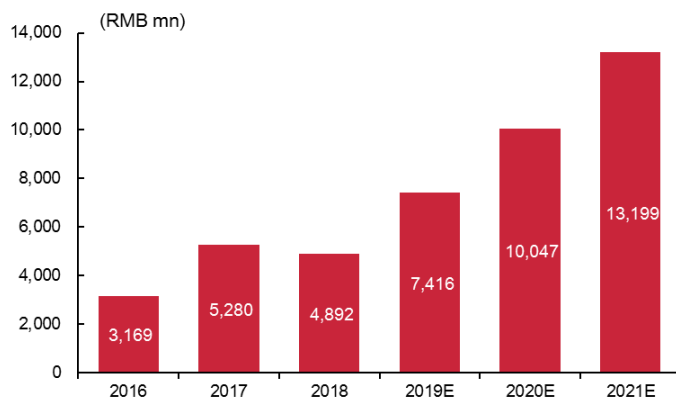


资料来源：公司信息，招银国际预测

毛利及毛利率具较高韧性

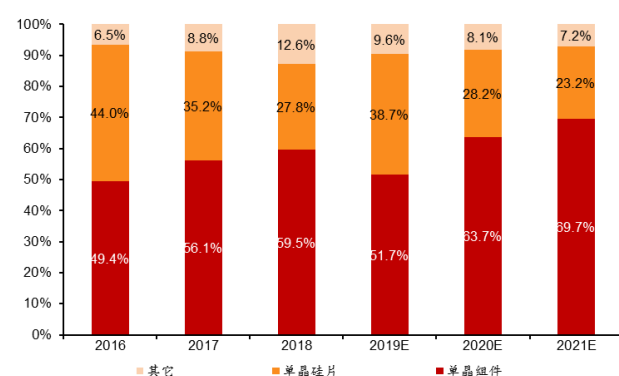
隆基的整体毛利率水平与公司实现金刚线突破及取得显著规模效应步伐一致。整体毛利率水平自 2013 年 12.3% 上升至 2017 年高位 32.3%，随后受到中国政府 2018 年下半年出台“5.31”政策冲击在 2018 年出现显著下滑至 22.2%。展望未来，基于 1) 较为稳定了多晶硅料价格预期，2) 硅片及组件平均售价以较为温和的节奏逐渐下跌，以及 3) 隆基持续的降本措施，我们预测隆基的单晶组件毛利将具备较高韧性，在 2019-21 年分别维持 22.2%/21.2%/21.1%，同时单晶硅片的毛利率将在 2019 年反弹至 28.0%，随后在 2020-21 年分别回落至 26.0%/23.0%。我们预期硅片毛利率的下降主要由销售均价的降幅快于成本下降所致。整体上，我们预期隆基的毛利率水平维持文件，2019-21 年毛利率分别为 24.9%/22.8%/21.5%。

图 33: 隆基的毛利情况



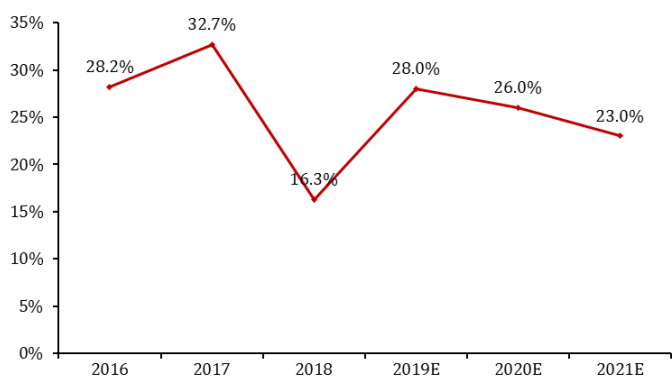
资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 34: 隆基的毛利分布



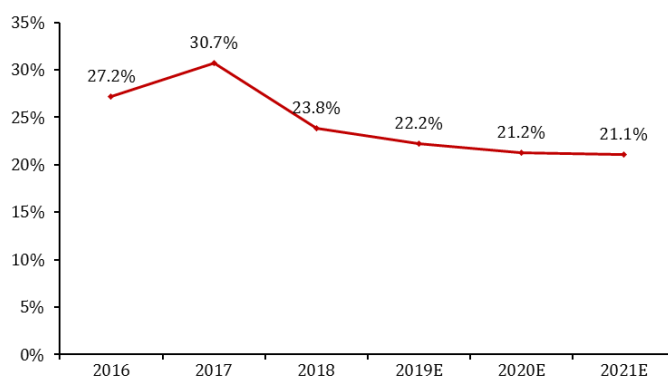
资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 35: 隆基的硅片销售毛利率



资料来源: 公司信息, 招银国际预测

图 36: 隆基的组件销售毛利率

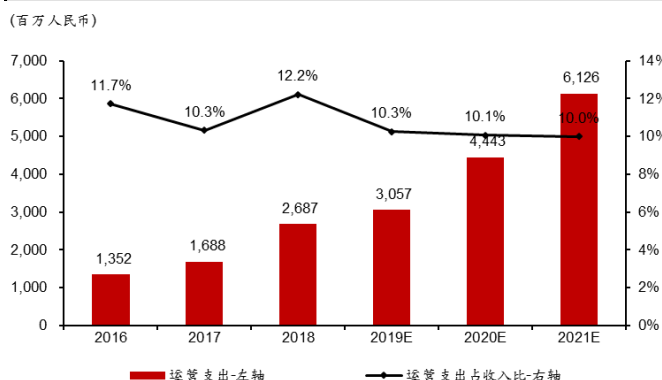


资料来源: 公司信息, 招银国际预测

运营支出费用率维持约 10% 水平

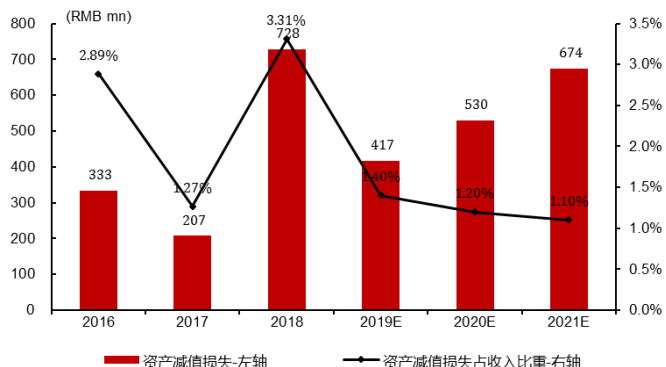
隆基的主要运营支出包括 1) 税金及附加, 2) 销售费用, 3) 行政开支, 4) 研发费用, 以及 5) 资产减值损失。公司的运营支出对销售收入比重大致维持稳定约 10% 左右, 除 2016 年及 2018 年公司由于光伏产品价格波动录得了显著的存货减值。展望未来, 随着隆基硅片及组件销售量不断增加, 我们预期公司在存货减值的风险将有所增加。尽管如此, 基于我们对于光伏产品未来售价将趋于稳定的判断, 以及管理层未来对于存货加强管理的预期, 我们认为公司在存货减值方面将会实现良好控制。整体上看, 我们预测隆基的运营支付费用率将自 2018 年 12.2% 水平下降至 2019 年 10.3%, 并在 2020-21 年稳定于约 10% 左右。

图 37: 隆基的运营开支及运营开支对收入费用率



资料来源：公司信息，招银国际预测

图 38: 隆基的资产减值损失及资产减值损失对收入费用率



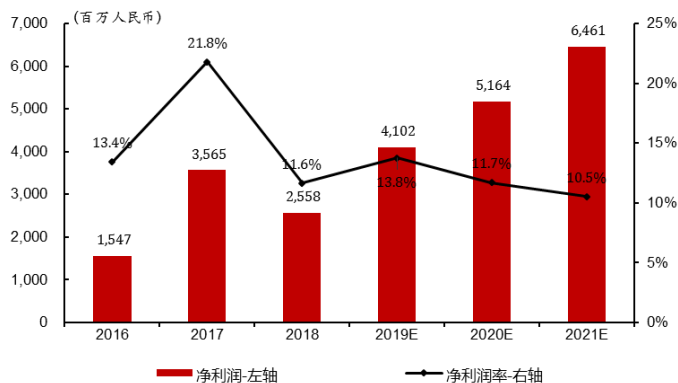
资料来源：公司信息，招银国际预测

2019-21 年净利润年均复合增长 25.5%

隆基在 2013-18 年间实现净利润年均复合增长 104.8%，较同业比较表现非常靓丽。净利润绝对值由 2013 年人民币 7 千 1 百万增长至 2018 年 25.58 亿。公司 2019 年一季度报告显示净利润实现人民币 6.11 亿元，同比增长 12.5%。2019 年一季度净利润增速慢于收入增长，主要是由于光伏产品市场价格和毛利情况在 2 年同期发生显著差异所致。基于 1) 稳定的材料成本及产品销售均价预期，2) 较为坚韧的毛利率水平预测，以及 3) 由市场需求和产量扩张多驱动的销售量显著增长，我们预期隆基维持强劲的净利润增长表现。我们预测隆基 2019-21 年净利润分别为人民币 41.02/51.64/64.61 亿元，期间净利润同比增长 60.4%/25.9%/25.1%。我们的测算显示公司 2019-21 年的净利润年均复合增速将达 25.5%。

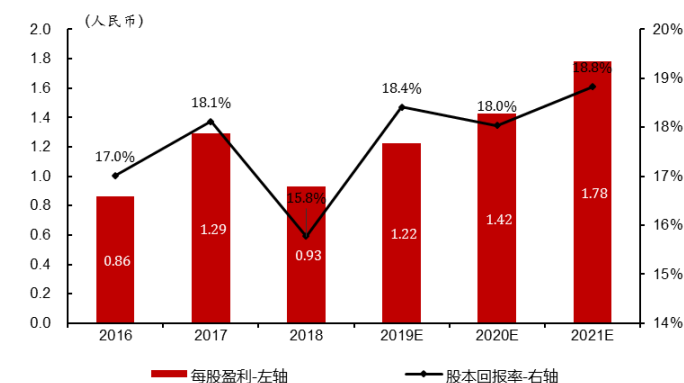
从每股盈利增长角度，尽管公司过往数年进行了多轮股权融资，公司仍在 2013-18 年间实现每股盈利增长 48.2%。公司在 4 月份刚刚完成股权融资人民币 39 亿元。我们测算公司 2019-21 年每股盈利复合增长率为 20.7%。

图 39: 隆基的净利润及净利润率



资料来源：公司信息，招银国际预测

图 40: 隆基的每股盈利及股本回报率情况



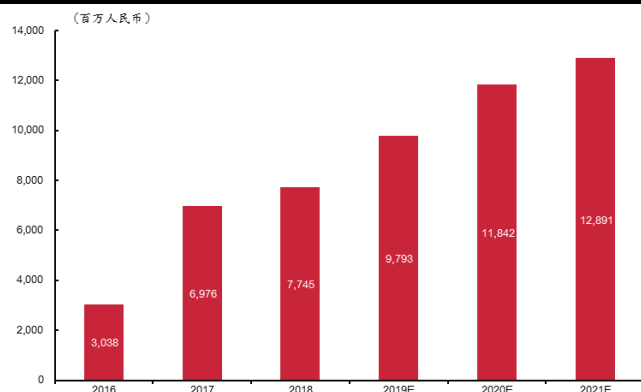
资料来源：公司信息，招银国际预测

稳健的资产负债表对未来业务扩张构成有力支持

隆基采用审慎的态度管理公司的资产负债表。公司在债务管理方面多年间均维持净现金状态，在 2018 年实现了高额资本开支后净负债率仅为 0.2%。对于负债率控制，管理层设定资产负债率不超过 60% 作为主要的负债率控制目标，同时公司的主要融资方式均通过配售及定向增发等股权融资方式进行。基于公司目前较低的负债水平，我们认为公司目前在债券融资方面具备较高的融资空间用以支持公司未来的资本开支计划。我们认为适当的提升债务水平有助于平衡资本市场关于负债率控制和股权稀释的要求。

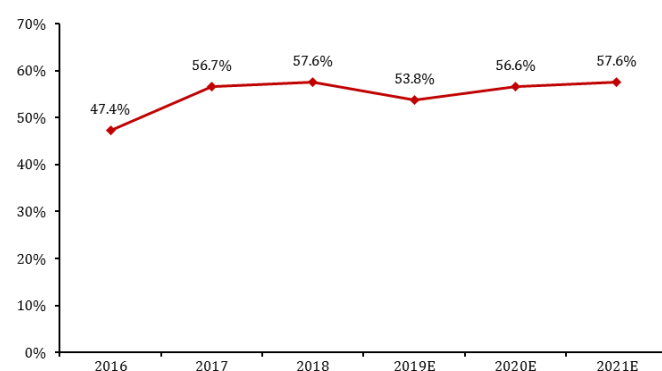
隆基在产能和销售量扩张后，存货周转天数由 2017 年 59.2 天跳涨至 2018 年 71.1 天，应收和应付周转天数也随着公司销售金额增加呈明显上升趋势。管理层解释 2018 年库存累计主要是因为销售地区变化调整所致，公司在 2018 年将组件销售重心调整至海外市场，而海外销售在航运和仓储方面周期较以往更长。我们相信隆基目前仍处于海外销售的导向的调整阶段，在库存管理方面仍处于学习提升阶段。我们预计库存周转天数在 2019 年将随着海外销量增加进一步增加至 78.6 天，最后在 2020/21 年分别回落至 71.3 及 72 天。

图 41: 隆基的总借贷规模



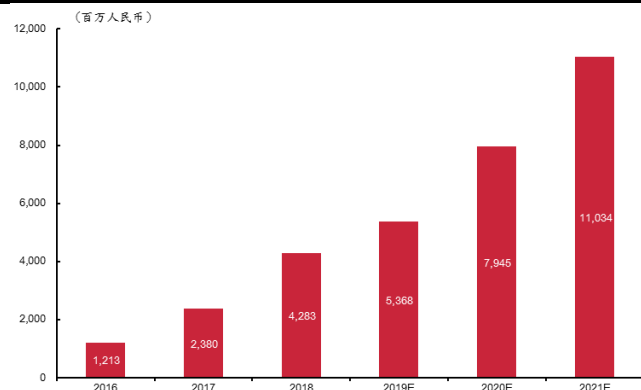
资料来源：公司信息，招银国际预测

图 42: 隆基的资产负债率变化



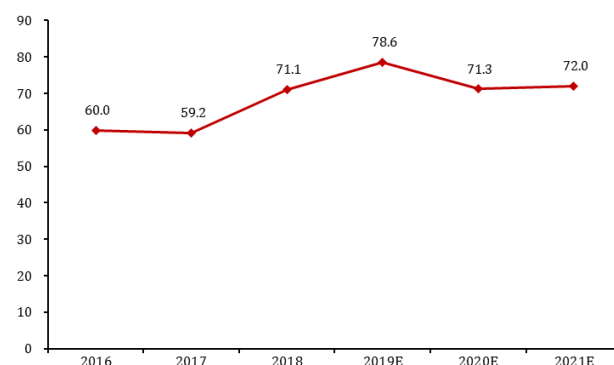
资料来源：公司信息，招银国际预测

图 43: 隆基的库存规模



资料来源：公司信息，招银国际预测

图 44: 隆基的库存周转天数



资料来源：公司信息，招银国际预测

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	29,821	44,139	61,302
单晶组件	9,175	13,091	15,420	28,118	42,702
单晶硅片	5,753	6,116	11,528	12,461	14,217
其它	1,434	2,781	2,873	3,560	4,384
销售成本	(5,280)	(4,892)	(7,416)	(10,047)	(13,199)
毛利	5,280	4,892	7,416	10,047	13,199
营业成本	1,688	2,687	3,057	4,443	6,126
税金及附加	152	117	240	333	428
销售费用	664	1,017	1,267	1,903	2,695
管理费用	500	623	835	1,236	1,716
研发费用	164	202	298	441	613
资产减值损失	207	728	417	530	674
营业利润	87	61	-	-	-
其它收益	27	142	89	132	184
投资收益	582	794	570	570	570
资产处置收益/(损失)	-	(4)	-	-	-
财务费用净额	-	-	-	-	-
其它	22	-	-	-	-
营业外收入,净额	-	(2)	15	12	8
税前利润	4,018	2,867	4,651	5,849	7,311
所得税费用	468	301	512	643	804
减: 少数股东损益	(15)	9	37	41	45
净利润	3,565	2,558	4,102	5,164	6,461

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	4,102	5,164	6,461
折旧和摊销	802	1,129	1,523	1,921	2,085
运营资金变动	1,680	(1,558)	(752)	(1,740)	(2,577)
调整所得税	(83)	85	39	111	133
其它	(4,635)	(1,040)	(1,116)	(2,076)	(2,489)
经营活动所得现金流	1,328	1,173	3,795	3,380	3,613
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	-	3,851	-	-
净借贷	3,937	769	2,049	2,049	1,049
股息	(200)	(359)	(362)	(615)	(775)
其它	249	(143)	37	41	45
融资活动所得现金净额	4,672	267	5,575	1,475	319
现金增加净额	2,227	(1,728)	2,291	(1,148)	1,276
年初现金及现金等价物	5,185	7,356	5,665	7,956	6,809
汇兑	(56)	38	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,356	5,665	7,956	6,809	8,084
受限制现金	1,190	2,043	2,684	3,972	5,517
资产负债表现金	8,546	7,708	10,640	10,781	13,602

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	30,666	40,548	55,006
货币资金	8,546	7,708	10,640	10,781	13,602
应收账款	6,131	8,453	11,183	16,687	23,244
存货	2,380	4,283	5,368	7,945	11,034
其它	1,870	2,457	3,474	5,135	7,126
流动负债	12,340	14,878	18,885	25,711	33,009
应付账款	7,350	8,507	10,437	14,566	19,004
预收账款	772	962	1,845	1,994	2,275
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	4,155	6,191	8,507
非流动负债	6,299	7,956	9,660	12,284	14,375
长期应付款	645	1,306	1,491	2,207	3,065
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	823	1,196	1,642
净资产总额	14,244	16,825	24,498	29,088	34,820
少数股东权益	49	373	410	452	497
股东权益	14,195	16,452	24,088	28,636	34,323

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%	51.7%	63.7%	69.7%
单晶硅片	35.2%	27.8%	38.7%	28.2%	23.2%
其它	8.8%	12.6%	9.6%	8.1%	7.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
运营利润率	22.0%	10.0%	14.6%	12.7%	11.5%
税前利润率	24.6%	13.0%	15.6%	13.3%	11.9%
净利润率	21.8%	11.6%	13.8%	11.7%	10.5%
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	1.62	1.58	1.67
平均存货周转天数	59.2	71.1	78.6	71.3	72.0
平均应付周转天数	116.3	131.6	115.9	103.4	99.9
平均应收款周转天数	111.1	121.1	120.2	115.2	118.9
资产负债率(%)	56.7	57.6	53.8	56.6	57.6
净负债/股东权益比率(%)	N/C	0.22	N/C	3.71	N/C
回报率(%)					
资本回报率	25.11	15.55	17.03	18.03	18.83
资产回报率	10.84	6.45	7.73	7.70	7.86
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.29	0.93	1.22	1.42	1.78
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.17	0.21	0.27
每股账面价值(人民币)	7.12	5.89	6.65	7.90	9.47

资料来源: 公司及招银国际证券预测

估值

目前估值及历史估值水平

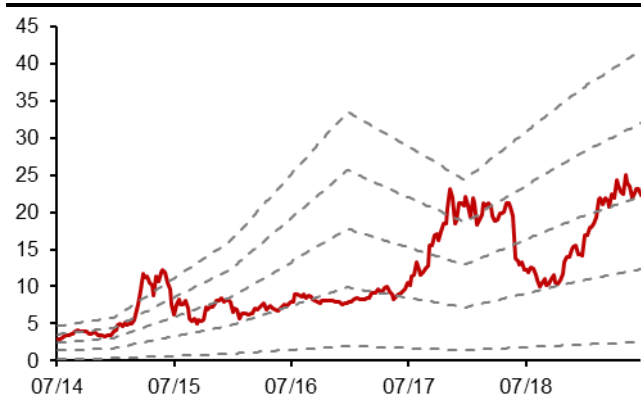
基于我们对公司 2019 年每股盈利预测为人民币 1.22 元，隆基目前交易估值为 2019 年前瞻市盈率 17.8 倍。隆基目前的估值与同业平均 17.4 倍并没有明显溢价。

历史上，隆基过去五年的的一年期前瞻市盈率交易区间为 7.6 倍 至 68.4 倍，五年平均前瞻市盈率为 17.4 倍。随着公司的单晶硅产品市场份额获得显著提升，隆基的估值在 2017 年 7 月至 2018 年 5 月期间交易估值抬升至 5 年平均加一个标准差的 24.8 倍市盈率水平。公司的估值随着中国政府“5.31”政策出台而显著下跌，其后随着公司公布了强韧的盈利表现呈现明显的估值恢复。

首次覆盖给予买入评级，目标价每股人民币 28.0 元

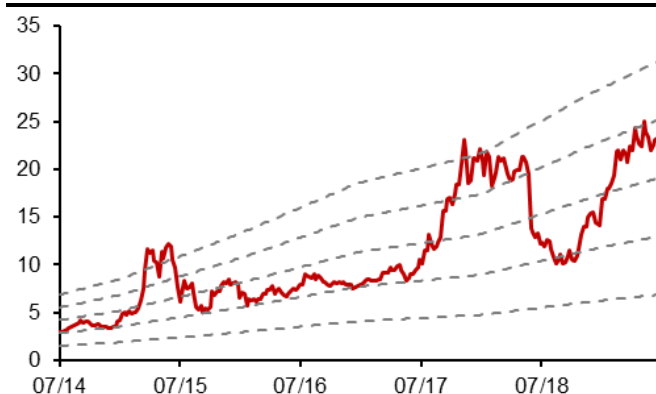
我们首次覆盖隆基，给予买入评级，目标价位每股人民币 28.00 元。我们的估值基于 2019 年每股盈利的 23 倍。我们的目标市盈率估值基于隆基历史上升周期以及较同业估值平均溢价 28.5% 所得。由于中国市场光伏装机需求将集中在 2019 年下半年集中释放，我们预期单晶硅产品需求及销售价格均具有有力支撑，同时我们预计中国市场需求释放将有望提振市场对于光伏制造的板块情绪。此外基于隆基目前领先的产品成本结构，产能显著扩张，平价项目需求导入，以及公司强劲的市场融资支持，我们预期隆基将有望进一步巩固其在光伏行业中的龙头地位。基于上述原因，我们认为值得给予隆基行业龙头溢价，以支持我们对于隆基的目标价判断。

图 45: 过去五年的前瞻市盈率估值区间



资料来源：彭博，招银国际

图 46: 过去五年前瞻市净率估值区间



资料来源：彭博，招银国际

图 47: 同业估值比较

代号	公司名称	市值	股价	目标价	评级	每股盈利			每股盈利增速	市盈率			市净率					
		百万人民币	人民币	人民币		18A	19E	20E	18-20E	18A	19E	20E	18E	19E	20E			
多晶硅及电池片																		
600438 CH	通威股份	51,597	13.29	n/a	NR	0.52	0.83	1.05	34.9%				15.9	16.1	12.7	3.4	2.9	2.4
单晶硅及硅片																		
601012 CH	隆基股份	78,541	21.67	n/a	BUY	0.93	1.22	1.42	24.9%				28.4	17.8	15.3	4.3	3.4	2.8
002129 CH	中环股份	25,735	9.24	n/a	NR	0.23	0.37	0.59	51.0%				36.6	25.0	15.7	2.2	1.8	1.6
组件																		
002506 CH	协鑫集成	32,822	6.48	n/a	NR	0.01	0.03	0.03	54.2%				147.2	202.5	231.4	7.8	8.6	8.3
002218 CH	拓日新能	3,882	3.14	n/a	NR	0.07	0.01	N/A	N/A				43.3	314.0	N/A	N/A	N/A	N/A
300393 CH	中来股份	4,115	11.46	n/a	NR	0.35	0.61	1.15	64.8%				31.2	18.9	10.0	N/A	1.4	1.2
002623 CH	亚玛顿	2,309	14.43	n/a	NR	0.50	0.37	0.44	N/A				45.8	38.7	33.2	N/A	1.0	1.0
逆变器																		
300274 CH	阳光电源	13,269	9.1	n/a	NR	0.56	0.75	0.94	27.8%				17.0	12.2	9.7	1.7	1.5	1.3
601877 CH	正泰电器	51,544	23.96	n/a	NR	1.68	1.98	2.35	17.7%				15.7	12.1	10.2	2.3	2.1	1.8
002334 CH	英威腾	3,942	5.23	n/a	NR	0.30	0.41	N/A	N/A				17.6	12.8	N/A	N/A	N/A	N/A
603063 CH	禾望电气	4,679	10.86	n/a	NR	0.13	0.59	0.83	100.6%				119	18.41	13.08	N/A	N/A	N/A
光伏制造设备																		
300316 CH	晶盛机电	15,247	11.87	n/a	NR	0.46	0.61	0.81	29.3%				26.2	19.4	14.7	3.7	3.2	2.8
300724 CH	捷佳伟创	8,950	27.97	n/a	NR	1.15	1.39	1.79	20.3%				24.3	20.1	15.7	6.9	3.2	2.7
601908 CH	京运通	6,764	3.39	n/a	NR	0.23	0.30	N/A	N/A				25.3	11.3	N/A	N/A	N/A	N/A
EVA材料																		
603806 CH	福斯特	19,111	36.57	n/a	NR	1.44	1.37	1.67	10.8%				22.1	26.7	21.9	3.3	3.1	2.8
金刚线																		
300554 CH	三超新材	1,923	20.55	n/a	NR	0.40	N/A	N/A	N/A				51.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
光伏下游电站开发商																		
000591 CH	太阳能	9,472	3.15	n/a	NR	0.29	0.45	0.49	25.7%				11.2	7.0	6.4	0.8	0.7	0.7
601222 CH	林洋能源	8,103	4.61	n/a	NR	0.43	0.55	0.66	22.8%				10.6	8.3	7.0	0.8	0.8	0.7
平均值									37.3%				38.3	45.9	29.8	3.4	2.6	2.3
除组件和下游电站以外平均值									35.3%				33.3	17.4	14.3	3.5	2.7	2.3

资料来源：彭博，招银国际

主要风险因素

替代技术实现突破

隆基将主要的技术关注投入到了单晶硅产品，同时就单晶硅片及 PERC 电池技术组合，单晶硅棒、硅片、电池和高效组件进行了积极的产能布局。公司也就高效单晶组件技术对传统的多晶硅产品建立了明显的技术优势。然而，由于技术的发展总是处于不断演进的过程当中，我们相信隆基也将面临这一定技术替代风险，比如 1) 铸锭单晶硅片，2) 大尺寸无倒角硅片，3) 电池片技术从 PERC 向异质结技术转化，以及 4) 钙钛矿电池技术。这些技术若实现快速突破将对隆基的单晶硅片带来较强的技术替代风险。

中国及海外市场的政策风险

尽管中国市场需求已从“5.31”政策导致停摆之后重新恢复，我们仍然将政策不确定性视为隆基在中国市场发展的主要风险。我们注意到国家能源局花费了大量的时间精力来最终确定 2019 年的中国光伏项目开发方案，显示政策的制定和推行仍需要平衡多方利益诉求。展望未来，由于光伏作为一种能源形式其重要性已经越发增加，我们预期国家发改委和能源局未来将需要去制定出一套更加全面的机制以适应、迎合并推动可再生能源的发展和应用。我们认为这个过程将是曲折的，并将对隆基的业务带来一定短期影响。

随着隆基不断扩大产能和销售，隆基对于海外市场的风险敞口也将明显增加。隆基目前已有成熟的预案和海外产能布局以应对潜在的贸易纷争及潜在的关税风险。然而，由于隆基目前的主要产能布局仍在国内，而海外的销售占比持续增加，倘若发生贸易争端，隆基难免遭受短期影响。

汇兑风险

自 2018 年“5.31”政策后，隆基组件的销售重心转向海外市场。根据管理层透露，截止 2019 年前 4 个月，海外市场销售占比已超过 70%。公司的海外销售主要以美元结算，人民币若出现升值将增加隆基海外的销售成本同时降低隆基的海外收入，从而对海外销售业务毛利带来不利影响。

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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银证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。招银证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银证券编写，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风险。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银证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责任。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)2000年英国不时修订之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，未经招银证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年证券交易法规则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。