

隆基绿能 (601012 CH)

单晶 PERC 引领平价上网时代

概要。我们最近与隆基的管理层会面，讨论了 2019-20 年公司和光伏行业的发展前景。我们对隆基的积极扩张战略持乐观态度，主要考虑：1) 海外市场对单晶 PERC 产品需求稳定增加；2) 目前公司的单晶长晶技术与金刚线切割技术组合在成本上处于领先地位；以及 3) 中国市场需求复苏很大机会提振 2019 年下半年单晶 PERC 产品的平均售价。

- 全球最大的单晶产品制造商。**隆基专注于生产单晶硅片、电池以及高效模组，在单晶产品领域拥有超过 19 年的经验。公司是目前全球最大单晶产品供应商。管理层认为单晶 PERC 产品是平价上网时代光电转换潜力较高，是最佳的高效光伏技术产品。截至 2019 年一季度，隆基规模化量产的单晶 PERC 电池产品效率超过 22%，领先中国光伏同业。
- 先进技术和成本领先构成主要优势。**隆基是率先实现技术突破，全面导入金刚线技术实现单晶硅棒切割的光伏产品制造商。结合公司独有单晶长晶技术，以及关键设备实现国产化的基础上，隆基成功在单晶硅片的生产方面达致成本领先。自 2017 年开始逐渐确立单晶硅片对于多晶产品的需求替换之势，并陆续推出高效单晶产品以满足市场对于高效产品的需求。公司 2019 年一季度实现毛利率 23.5%，管理层预计在 2019 年二季度，受惠于多晶硅料价格下跌和公司非硅反面的降本措施，公司后续季度毛利率将有所提升。
- 市场潜力及扩张战略。**由于中国市场短期政策在平价前仍具有一定的不确定性，隆基将主要光伏组件产品销售重点放在海外市场。管理层预计 2019 年全球光伏装机容量将达到 120 吉瓦，并对欧洲市场的前景表示乐观。欧洲市场在双反结束后，对于光伏组件需求有非常积极的增长。为了捕捉未来的增长风口，隆基计划于 2021 年底前将单晶硅片产能扩大至 65 吉瓦，对应 2018-21 年产能复合年增长率达 32.4%。
- 长期前景乐观，估值仍具吸引力。**隆基 2019/20 年预测市盈率分别为 21.1 倍/16.6 倍，与同业相比并无明显估值溢价。鉴于其领先的市场地位、产能和利润具备快速扩张的潜力，我们认为公司在利润表现及估值情况下仍具备上行空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17AE	FY18A
营业收入(百万元人民币)	3,680	5,947	11,531	16,362	21,988
同比增长 (%)	NA	61.6	93.9	41.9	34.4
净收入(百万元人民币)	294	520	1,547	3,565	2,558
每股盈利(元人民币)	0.55	0.31	0.86	1.81	0.93
每股盈利变动 (%)	NA	(43.6)	177.4	110.5	(48.6)
市盈率(倍)	43.5	77.1	27.8	13.2	25.7
市帐率(倍)	4.1	7.5	4.7	3.5	4.2
股息率 (%)	0.5	0.2	0.4	0.8	0.4
权益收益率 (%)	9.4	9.8	17.0	26.6	16.4
不良贷款率 (%)	净现金	33	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据

未评级

当前股价

HK\$24.03

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	87,090
3月平均流通量(百万元人民币)	956.39
52周内股价高/低(港元)	25.60/9.51
总股本(百万)	3,624.2

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：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.3%	12.6%
3-月	10.3%	11.6%
6-月	68.7%	45.5%
12-月	17.4%	23.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：中瑞岳华

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个月的潜在涨幅在-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上责任。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个人。