

# 隆基股份 - A (601012 CH)

## 二季度將開始面臨阻力

公司2019及20年一季盈利52.8億及18.64億，同比分別上升106.4%/205.1%，業績表現強勁。我們認為強勁的盈利增長勢頭將在2季度開始受到阻力，主要因為新冠疫情對海外主要的光伏市場美國和歐洲的影響將在2季度開始顯現。目前光伏產業鏈上產品價格持續下跌是需求受擾動影響的例證。我們認為2020年盈利能見度較差，有較高的出貨和銷售均價的不確定性。我們對公司的目標價下調9.8%至人民幣31.23元以反映銷售均價所面臨的壓力。目前公司接近合理估值，我們建議觀望以待復蘇信號明確。維持持有評級。

- 2019年業績表現優秀。**公司19年錄得收入同比增長49.6%至人民幣329億元。強勁的應收增速由單晶矽片組件銷售量同比增長139.3%/23.4%所驅動。公司整體毛利率同比上升6.7百分點至28.9%，板塊毛利表現驚艷，矽片毛利高達32.2%及組件毛利25.2%。淨利潤實現人民幣52.8億，同比上升106.4%，接近此前業績預告上限。
- 一季度盈利表現超預期。**公司強勁的增長勢頭在1季度依舊持續，收入同比增長50.6%至人民幣86億元，並且季度淨利潤實現人民幣18.6億元，再創歷史新高。一季度公司維持組件出貨環比穩定增長，組件出貨則環比顯著下滑，但公司通過增加組件對美出口實現了較好的組件銷售價格均價。管理層透露一季度對美組件出口量達450兆瓦，占組件出貨的24%，同時美國組件銷售對其它地區享有較高的溢價。一季度矽片和組件毛利分別高達39.1%及22.5%，反映了公司在成本下降及效率提升兩方面所作出的努力。
- 二季度將開始面臨阻力。**管理層維持全年矽片/組件出貨量58GW/20GW（含內部出貨）指引不變，基于1）目前約8GW組件訂單已經鎖定，同時2）對於海外市場復蘇持樂觀預期，料對美國及歐洲的組件出口將在封城措施逐步解封後逐步恢復。我們認為公司快速增長的勢頭恐被疫情影響下的需求波動所打斷。自3月25日開始，我們觀測到矽片和組件價格已下跌14.7%/4.1%。目前市場能見度依舊較差，我們認為仍有進一步價格下跌可能。我們將全年的不含稅矽片/組件價格下調4.4%/6.8%至人民幣2.39/片及1.52/瓦，并預期全年矽片和組件毛利分別為29.1%/17.4%。
- 20年盈利增速將放緩。**基于我們對於成本和銷售均價的調整，我們將20/21年的EPS分別下調7.6%/2.7%至人民幣1.49/1.80元。基于21倍的20年市盈率，我們將目標價下調9.8%至31.23元。維持持有評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	21,988	32,897	46,407	59,390	63,764
同比增長(%)	34.4	49.6	41.1	28.0	7.4
淨收入(百萬元人民幣)	2,558	5,280	5,610	6,798	7,603
每股盈利(元人民幣)	0.93	1.47	1.49	1.80	2.02
每股盈利變動(%)	(27.9)	58.1	1.7	21.6	11.7
行業平均預測(人民幣)	N/A	N/A	18.6	15.4	13.7
市盈率(倍)	29.9	18.9	3.2	2.7	2.3
市淨率(倍)	4.7	3.8	0.8	0.9	1.0
股息率(%)	0.4	0.7	17.0	17.5	16.7
股本回報率(%)	15.8	20.1	18.6	15.4	13.7
淨負債(%)	0.2	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

### 持有(維持)

目標價	RMB31.23
此前目標價	RMB34.62
潛在升幅	+12.7%
當前股價	RMB27.71

### 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)	104,523
3月平均流通量(百萬元)	1,785.55
52周內股價高/低(港元)	35.4/20.37
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%

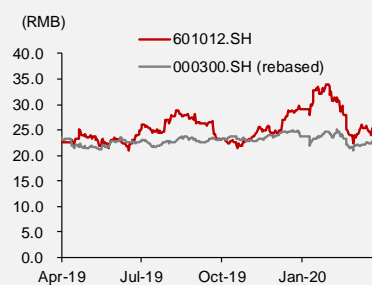
資料來源：Wind及彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	23.2%	17.6%
3-月	-4.6%	0.6%
6-月	19.8%	22.1%
12-月	17.8%	25.0%

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

- **2019年矽片成本加速下降。**公司在年內加速了矽片端成本降幅節奏。管理層透露非矽長晶成本同比降低 25.46%，同時非矽切片成本亦同比降低了 26.5%。我們測算 2019 矽片端整體非矽成本為人民幣 0.91/片。管理層預期 2020 年全年將實現非矽成本端進一步下降 10%，并解釋進一步成本節約的空間將來自于 1) 更薄的矽片規格及金剛綫細綫化，預料矽片厚度將從 180 $\mu$ m 逐步下降至 160 $\mu$ m，以及 2) 出片率從目前 93% 上升至 95%。我們認為公司在目前矽片降本的賽道上領先同業，一季度驚艷的毛利表現是成本領先的最佳實證，將幫助公司在激烈價格競爭中維持較穩定的盈利表現。
- **運營現金流表現強勁，但應付帳款同時也有所增加。**公司 2019 年實現了強勁的運營現金流達人民幣 81.6 億，較 2018 年人民幣 11.7 億水平顯著增加。我們分析應付帳款的增長是驅動運營現金流增長的其中一項主要因素，該項下同比增長人民幣 52 億元。管理層解釋與光伏製造相關的應付帳款僅增加人民幣 13 億，反應的是與公司的業務規模同步擴張。但其餘增加則來自于項目擴張所帶來的設備和材料應付款的增加。我們認為公司在 2019 年因其較多的新建項目計劃略微拖長了對設備及材料供應商的應付帳期，同時根據市場理解這樣的做法在未來的財年內將難以維持較高的運營現金流表現。

## 財務分析

### 利潤表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>21,988</b>	<b>32,897</b>	<b>46,407</b>	<b>59,390</b>	<b>63,764</b>
單晶組件	13,091	14,570	24,838	33,458	36,888
單晶矽片	6,116	12,913	17,731	21,606	22,395
其它	2,781	5,415	3,838	4,327	4,481
<b>銷售成本</b>	<b>(4,892)</b>	<b>(9,508)</b>	<b>(10,621)</b>	<b>(13,323)</b>	<b>(14,325)</b>
毛利	4,892	9,508	10,621	13,323	14,325
<b>營業成本</b>	<b>2,687</b>	<b>3,405</b>	<b>4,809</b>	<b>6,139</b>	<b>6,277</b>
稅金及附加	117	178	310	345	381
銷售費用	1,017	1,330	1,969	2,556	2,676
管理費用	623	971	1,370	1,753	1,882
研發費用	202	304	464	594	638
資產減值損失	728	621	696	891	701
<b>營業利潤</b>	<b>3,593</b>	<b>2,205</b>	<b>6,104</b>	<b>5,812</b>	<b>-</b>
其它收益	142	204	278	356	383
投資收益	794	240	570	570	570
資產處置收益/(損失)	(4)	-	-	-	-
財務費用淨額	(267)	(250)	(151)	(214)	-
其它	-	-	(1)	-	-
營業外收入,淨額	(2)	(51)	(10)	(21)	14
<b>稅前利潤</b>	<b>2,867</b>	<b>6,247</b>	<b>6,498</b>	<b>7,875</b>	<b>8,807</b>
所得稅費用	(301)	(690)	(715)	(866)	(969)
減: 少數股東損益	(9)	(278)	(174)	(210)	(235)
<b>淨利潤</b>	<b>2,558</b>	<b>5,280</b>	<b>5,610</b>	<b>6,798</b>	<b>7,603</b>

### 現金流量表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>淨利潤</b>	<b>2,558</b>	<b>5,280</b>	<b>5,610</b>	<b>6,798</b>	<b>7,603</b>
折舊和攤銷	1,129	1,488	2,000	2,162	2,315
運營資金變動	(1,558)	8,184	(4,605)	(55)	(475)
調整所得稅	85	150	41	16	(98)
其它	(1,040)	(6,943)	(1,086)	(2,012)	(678)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>1,173</b>	<b>8,158</b>	<b>1,961</b>	<b>6,909</b>	<b>8,666</b>
資本開支	(3,652)	(6,015)	(7,019)	(2,355)	(2,366)
其它	483	3,262	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(3,169)</b>	<b>(2,753)</b>	<b>(7,019)</b>	<b>(2,355)</b>	<b>(2,366)</b>
股份發行	-	6,215	438	-	-
淨借貸	769	(1,815)	2,549	1,049	1,049
股息	(359)	(362)	(754)	(802)	(972)
其它	(143)	522	157	170	85
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>267</b>	<b>4,560</b>	<b>2,389</b>	<b>416</b>	<b>161</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,728)</b>	<b>9,965</b>	<b>(2,669)</b>	<b>4,970</b>	<b>6,461</b>
年初現金及現金等價物	7,356	5,665	15,560	12,891	17,861
匯兌	38	(70)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>5,665</b>	<b>15,560</b>	<b>12,891</b>	<b>17,861</b>	<b>24,322</b>
受限現金	2,043	3,775	4,641	5,939	6,376
<b>資產負債表現金</b>	<b>7,708</b>	<b>19,336</b>	<b>17,532</b>	<b>23,800</b>	<b>30,699</b>

### 資產負債表

年結:12/31(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>16,758</b>	<b>21,937</b>	<b>27,056</b>	<b>27,369</b>	<b>27,564</b>
固定資產	13,260	15,467	21,816	21,925	21,894
在建工程	856	2,882	1,468	1,468	1,468
長期待攤銷費用	959	971	986	998	1,009
其它	1,683	2,617	2,786	2,977	3,194
<b>流動資產</b>	<b>22,901</b>	<b>37,367</b>	<b>42,623</b>	<b>55,907</b>	<b>65,169</b>
貨幣資金	7,708	19,336	17,532	23,800	30,699
應收賬款	8,453	8,379	11,602	14,848	15,941
存貨	4,283	6,356	9,049	11,581	12,434
其它	2,457	3,295	4,440	5,678	6,095
<b>流動負債</b>	<b>14,878</b>	<b>24,620</b>	<b>25,659</b>	<b>31,265</b>	<b>32,870</b>
應付帳款	8,507	13,714	13,922	16,629	17,216
預收賬款	962	3,680	2,837	3,457	3,583
短期借貸	688	854	848	953	1,058
一年內到期長期借貸	1,137	1,571	1,272	1,429	1,586
其它	3,585	4,801	6,781	8,797	9,427
<b>非流動負債</b>	<b>7,956</b>	<b>6,389</b>	<b>10,395</b>	<b>12,221</b>	<b>13,357</b>
長期應付款	1,306	1,528	2,320	2,970	3,188
長期借貸	2,659	2,509	5,364	6,150	6,937
應付債券	3,262	996	996	996	996
其它	729	1,357	1,716	2,106	2,237
<b>淨資產總額</b>	<b>16,825</b>	<b>28,295</b>	<b>33,624</b>	<b>39,790</b>	<b>46,506</b>
少數股東權益	373	666	679	849	934
<b>股東權益</b>	<b>16,452</b>	<b>27,629</b>	<b>32,945</b>	<b>38,941</b>	<b>45,572</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合(%)</b>					
單晶組件	59.5%	44.3%	53.5%	56.3%	57.9%
單晶矽片	27.8%	39.3%	38.2%	36.4%	35.1%
其它	12.6%	16.5%	8.3%	7.3%	7.0%
<b>合計</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	22.2%	28.9%	22.9%	22.4%	12.6%
運營利潤率	10.0%	18.6%	12.5%	12.1%	13.8%
淨利潤率	11.6%	16.0%	12.1%	11.4%	11.9%
有效稅率	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.54	1.52	1.66	1.79	1.98
平均存貨周轉天數	71.1	83.0	78.6	81.7	88.6
平均應付周轉天數	131.6	123.3	108.7	93.9	96.9
平均應收款周轉天數	121.1	93.4	78.6	81.3	88.1
資產負債率(%)	57.6	52.3	51.7	52.2	49.8
淨負債/股東權益比率(%)	0.22	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	15.55	19.11	17.03	17.46	16.68
資產回報率	6.45	8.90	8.05	8.16	8.20
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.93	1.47	1.49	1.80	2.02
每股股息(人民幣)	0.10	0.20	0.21	0.26	0.29
每股賬面價值(人民幣)	5.89	7.32	8.73	10.32	12.08

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) 發表于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	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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，并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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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，并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。