

隆基股份 - A (601012 CH)

上半年盈利同比预增 50-60%

概要。隆基发布了中期业绩盈喜，2019 年上半年盈利料同比增长 50-60%，主要歸因於 1) 硅片和高效組件銷售高速增長，以及 2) 產品成本進一步下降。我們認為盈利預增數據顯示公司上半年的盈利超出市場預期。隨着中國光伏市場需求釋放，我們判斷下半年公司的組件銷售將進一步提速。

■ **二季度盈利較一季增長一倍以上。**隆基的盈利預增公告顯示，公司上半年盈利同比大增 50-60%，整體達到 19.61 億至 20.91 億元人民幣，意味二季盈利錄得約人民幣 13.5 億至 14.8 億元，是一季度盈利 6.11 億元人民幣的一倍多。我們認為尚未公佈的上半年業績將超出市場預期，因為 1) 上半年盈利已達市場一致預期人民幣 40.77 億的一半左右，同時我們預期下半年高效組件出貨量將進一步加速，較上半年相比增長 49.7%；2) 硅片及高效組件的銷售毛利率似乎好於我們預期。

■ **上半年出貨量強勁；下半年高效組件銷售或再登高位。**硅片和高效組件的出貨量分別為 21.51 億片和 3.2 吉瓦，分別同比增長 183.8% 和 21.4%。基於我們的 2019 年預測（41.77 億件硅片和 8 吉瓦高效組件銷售），隆基的硅片和高效組件出貨量已分別達到預測值的 51.5% 和 40.1%。我們仍然看好隆基在 2019 下半年的單晶硅產品的銷售情況，主要考慮 1) 管理層透露隆基已確定三季度高效組件的七成訂單，以及 2) 國家能源局近期項目投標結果反映中國將在 2019 下半年釋放超過 25 吉瓦的光伏安裝需求。我們相信隆基的銷售目標並不難實現。

■ **簽訂長期硅片銷售合同。**在宣佈盈喜消息之前，隆基公布與寧波江北宜則新能源達成銷售協議，於 2019-21 年出售 13.1 億件硅片予對方。以目前硅片市價計算，合同價值 5.4 億美元，我們估計合同硅片出貨量將分別佔 2019-21 年隆基硅片對外出貨量約 6%/10%/9%。

■ **上調 2019 年盈利預測 5.9%。**考慮到隆基對硅片和高效組件生產成本控制較預期理想，毛利率前景有所改善，我們將 2019-21 年每股盈利預測分別上調 5.9%/7.3%/11.8% 至 1.30 / 1.53 / 1.99 元人民幣。我們相信隆基 2019 上半年表現將有助提升其在光伏產品供應鏈中的領先地位。**重申買入評級，目標價維持在每股 28.00 元人民幣。**

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	29,706	44,015	61,163
同比增长 (%)	41.9	34.4	35.1	48.2	39.0
净收入(百万元人民币)	3,565	2,558	4,344	5,544	7,225
每股盈利(元人民币)	1.29	0.93	1.30	1.53	1.99
每股盈利变动 (%)	50.0	(27.9)	39.3	18.1	30.3
市盈率(倍)	17.9	24.8	17.8	15.1	11.6
市净率(倍)	3.2	3.9	3.4	2.9	2.3
股息率 (%)	0.8	0.4	0.8	1.0	1.3
股本回报率 (%)	18.1	15.8	19.3	19.0	20.3
净负债 (%)	净现金	0.2	净现金	1.6	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	RMB28.00
潜在升幅	+21.5%
当前股价	RMB23.04

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%

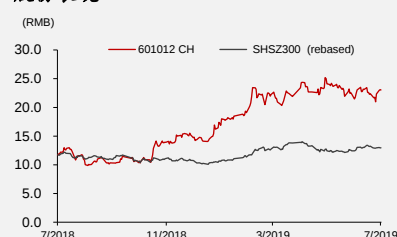
资料来源：Wind 及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.6%	-0.5%
3-月	5.4%	13.1%
6-月	34.3%	10.4%
12-月	90.8%	74.0%

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>

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	29,706	44,015	61,163
单晶组件	9,175	13,091	15,420	28,118	42,702
单晶硅片	5,753	6,116	11,419	12,343	14,084
其它	1,434	2,781	2,868	3,554	4,377
销售成本	(5,280)	(4,892)	(7,675)	(10,456)	(14,029)
毛利	5,280	4,892	7,675	10,456	14,029
营业成本	1,688	2,687	3,046	4,431	6,112
税金及附加	152	117	239	332	427
销售费用	664	1,017	1,262	1,898	2,688
管理费用	500	623	832	1,232	1,713
研发费用	164	202	297	440	612
资产减值损失	207	728	416	528	673
营业利润	1,817	3,593	2,205	4,629	6,025
其它收益	27	142	89	132	183
投资收益	582	794	570	570	570
资产处置收益/(损失)	(8)	(4)	-	-	-
财务费用净额	-	-	-	-	-
其它	-	-	-	-	-
营业外收入,净额	22	(2)	15	12	8
税前利润	4,018	2,867	4,922	6,275	8,169
所得税费用	468	301	541	690	899
减: 少数股东损益	(15)	9	37	41	45
净利润	3,565	2,558	4,344	5,544	7,225

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	30,827	41,049	56,205
货币资金	8,546	7,708	10,879	11,365	14,894
应收账款	6,131	8,453	11,140	16,640	23,191
存货	2,380	4,283	5,347	7,923	11,009
其它	1,870	2,457	3,461	5,121	7,110
流动负债	12,340	14,878	18,813	25,635	32,926
应付账款	7,350	8,507	10,397	14,525	18,960
预收账款	772	962	1,827	1,975	2,253
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	4,141	6,175	8,489
非流动负债	6,299	7,956	9,651	12,275	14,365
长期应付款	645	1,306	1,485	2,201	3,058
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	820	1,192	1,638
净资产总额	14,244	16,825	24,740	29,673	36,112
少数股东权益	49	373	410	452	497
股东权益	14,195	16,452	24,329	29,222	35,615

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	4,344	5,544	7,225
折旧和摊销	802	1,129	1,523	1,921	2,085
运营资金变动	1,680	(1,558)	(761)	(1,738)	(2,575)
调整所得税	(83)	85	37	111	132
其它	(4,635)	(1,040)	(1,099)	(2,075)	(2,486)
经营活动所得现金流	1,328	1,173	4,044	3,762	4,381
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)	(652)	(832)
其它	249	(143)	37	41	45
融资活动所得现金净额	4,672	267	5,575	1,438	262
现金增加净额	2,227	(1,728)	2,540	(802)	1,986
年初现金及现金等价物	5,185	7,356	5,665	8,205	7,403
汇兑	(56)	38	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,356	5,665	8,205	7,403	9,389
受限现金	1,190	2,043	2,674	3,961	5,505
资产负债表现金	8,546	7,708	10,879	11,365	14,894

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%	51.9%	63.9%	69.8%
单晶硅片	35.2%	27.8%	38.4%	28.0%	23.0%
其它	8.8%	12.6%	9.7%	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%	15.6%	13.7%	12.9%
税前利润率	24.6%	13.0%	16.6%	14.3%	13.4%
净利润率	21.8%	11.6%	14.6%	12.6%	11.8%
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	1.64	1.60	1.71
平均存货周转天数	59.2	71.1	79.8	72.2	73.3
平均应付周转天数	116.3	131.6	116.1	103.3	99.9
平均应收款周转天数	111.1	121.1	120.4	115.2	118.9
资产负债率(%)	56.7	57.6	53.5	56.1	56.7
净负债/股东权益比率(%)	净现金	0.22	净现金	1.63	净现金
回报率(%)					
资本回报率	25.11	15.55	17.85	18.97	20.29
资产回报率	10.84	6.45	8.16	8.20	8.66
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.29	0.93	1.30	1.53	1.99
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.18	0.23	0.30
每股账面价值(人民币)	7.12	5.89	6.71	8.06	9.83

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。