

隆基綠能 (601012 CH)

單晶 PERC 引領平價上網時代

概要。我們最近與隆基的管理層會面，討論了 2019-20 年公司和光伏行業的發展前景。我們對隆基的積極擴張戰略持樂觀態度，主要考慮：1) 海外市場對單晶 PERC 產品需求穩定增加；2) 目前公司的單晶長晶技術與金剛線切割技術組合在成本上處於領先地位；以及 3) 中國市場需求復蘇很大機會提振 2019 年下半年單晶 PERC 產品的平均售價。

■ **全球最大的單晶產品製造商。**隆基專注於生產單晶矽片、電池以及高效模組，在單晶產品領域擁有超過 19 年的經驗。公司是目前全球最大單晶產品供應商。管理層認為單晶 PERC 產品是平價上網時代光電轉換潛力較高，是最佳的高效光伏技術產品。截至 2019 年一季度，隆基規模化量產的單晶 PERC 電池產品效率超過 22%，領先中國光伏同業。

■ **先進技術和成本領先構成主要優勢。**隆基是率先實現技術突破，全面導入金剛線技術實現單晶矽棒切割的光伏產品製造商。結合公司獨有單晶長晶技術，以及關鍵設備實現國產化的基礎上，隆基成功在單晶矽片的生產方面達致成本領先。自 2017 年開始逐漸確立單晶矽片對於多晶產品的需求替換之勢，並陸續推出高效單晶產品以滿足市場對於高效產品的需求。公司 2019 年一季度實現毛利率 23.5%，管理層預計在 2019 年二季度，受惠於多晶矽料價格下跌和公司非矽反面的降本措施，公司後續季度毛利率將有所提升。

■ **市場潛力及擴張戰略。**由於中國市場短期政策在平價前仍具有一定的不確定性，隆基將主要光伏組件產品銷售重點放在海外市場。管理層預計 2019 年全球光伏裝機容量將達到 120 吉瓦，並對歐洲市場的前景表示樂觀。歐洲市場在雙反結束後，對於光伏組件需求有非常積極的增長。為了捕捉未來的增長風口，隆基計劃於 2021 年底前將單晶矽片產能擴大至 65 吉瓦，對應 2018-21 年產能複合年增長率達 32.4%。

■ **長期前景樂觀，估值仍具吸引力。**隆基 2019/20 年預測市盈率分別為 21.1 倍/16.6 倍，與同業相比並無明顯估值溢價。鑒於其領先的市場地位、產能和利潤具備快速擴張的潛力，我們認為公司在利潤表現及估值情況上仍具備上行空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17AE	FY18A
營業收入(百萬元人民幣)	3,680	5,947	11,531	16,362	21,988
同比增長 (%)	NA	61.6	93.9	41.9	34.4
淨收入(百萬元人民幣)	294	520	1,547	3,565	2,558
每股盈利(元人民幣)	0.55	0.31	0.86	1.81	0.93
每股盈利變動 (%)	NA	(43.6)	177.4	110.5	(48.6)
市盈率(倍)	43.5	77.1	27.8	13.2	25.7
市帳率(倍)	4.1	7.5	4.7	3.5	4.2
股息率 (%)	0.5	0.2	0.4	0.8	0.4
權益收益率 (%)	9.4	9.8	17.0	26.6	16.4
不良貸款率 (%)	淨現金	33	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司數據

未評級

當前股價

HK\$24.03

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元人民幣)	87,090
3 月平均流通量(百萬元人民幣)	956.39
52 周內股價高/低(港元)	25.60/9.51
總股本(百萬)	3,624.2

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%

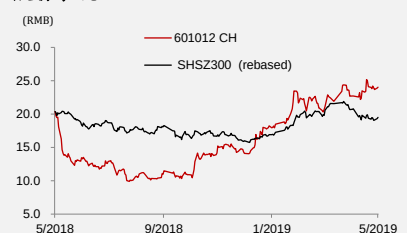
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.3%	12.6%
3-月	10.3%	11.6%
6-月	68.7%	45.5%
12-月	17.4%	23.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：中瑞岳華

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）發表於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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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)2000年英國不時修訂之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。