

隆基股份 - A (601012 CH)

二季度盈利超预期;下半年通过顺价转移成本压力

在面临较为混乱的上下游价格关系及市场环境背景下,隆基二季度及上半年业绩表现超出我们预期。公司成功通过系列提价将上游成本上涨压力实现转移,同时多晶硅库存储备也帮助公司维持上半年毛利率水平(二季度整体毛利率仅环比下跌0.9PCT)。管理层对于下半年持谨慎展望。结合目前硅片价格处于年内高点,我们仍旧认为公司能够通过顺价转移成本压力。我们将目标价自人民币110元略微下调至人民币105元,对应2022年市盈率39.6倍。维持买入评级。

- **二季度表现超预期。**隆基上半年实现收入人民币350亿,同比增长67%。收入增长主要受组件销量增长所驱动,组件销售量实现同比增长152.4%。销售费用呈显著提升态势,主要受海外组件出货航运成本大幅增加所致。而其他费用方面则维持大致稳定态势。公司上半年实现净利润人民币49.93亿元,同比增长21%,隐含二季度净利润实现人民币24.91亿元,与一季度利润水平大致持平。结合供应链价格关系不顺及下游需求不振,我们认为公司能够实现如此成绩殊为不易,业绩表现超出我们预期。
- **成本压力向下游转移。**隆基上半年在硅片业务实现了较好的毛利表现,主要通过1)释放低价多晶硅库存支持利润率;2)上调价格实现成本压力转移。上半年价格上调六次,我们测算硅片销售均价可增加42%,支持公司硅片业务维持较好的利润水平。展望下半年,由于硅片销量仍然受制于硅料供应量,我们预期顺价转移成本压力机制仍将持续,直到电池片端产生负反馈。我们认为这样的局面将继续支持硅片业务维持较好毛利率水平。
- **全年目标仍按计划进行。**隆基维持全年硅片/组件出货量分别为80GW/40GW目标不变,并且上半年已分别实现全年目标的48%/43%。管理层认为组件销售端将面临挑战,因目前组件价格已达到下游可接受价格临界水平,每瓦人民币1.8元。在此基础上价格进一步上涨将影响平价光伏项目开发意愿。上半年组件销售业务受去年四季度签下的低价订单影响挤压的毛利率。展望下半年,随着组件价格逐步提升,将逐步反映上游价格涨幅,我们预期组件端的毛利率压力将有所缓解。依托于公司一体化产能优势,我们认为公司将能够实现其全年颇具雄心的组件销售目标。
- **略微下调目标价至每股人民币105元。**隆基目前估值水平为2021/22年预测市盈率38/34倍。尽管估值水平领先于同业,我们认为公司仍处于快速扩张轨道上。我们的目标价为人民币105元,基于2022年39.6倍预测市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	32,897	54,583	90,817	127,861	132,103
同比增长(%)	49.6	65.9	66.4	40.8	3.3
净收入(百万元人民币)	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453
每股盈利(元人民币)	1.47	2.27	2.35	2.65	3.22
每股盈利变动(%)	58.1	54.2	3.7	12.8	21.6
行业平均预测(人民币)	N/A	N/A	2.34	3.09	3.65
市盈率(倍)	61.1	39.6	38.2	33.9	27.9
市净率(倍)	12.3	9.7	10.8	8.4	6.6
股息率(%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
股本回报率(%)	20.1	24.4	28.2	24.7	23.6
净负债(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	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	RMB105.0
此前目标价	RMB110.0
潜在升幅	+16.8%
当前股价	RMB89.86

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)	484,243
3月平均流通量(百万港元)	8562.63
52周内股价高/低(港元)	98.58/42.45
总股本(百万)	5,413

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%

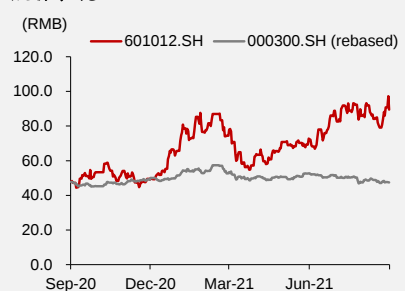
资料来源:Wind及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.1%	4.2%
3-月	22.9%	36.4%
6-月	20.2%	33.5%
12-月	98.9%	99.3%

资料来源:彭博

股份表现



资料来源:万德资讯

审计师:普华永道

- **氢能设备将成新的发展方向。**隆基就氢能业务建立了团队。公司近期就氢能业务的定位为氢气制备设备及解决方案供应商，以技术立业来探索新业务的发展潜力。管理层希望通过将光伏技术和制氢设备相结合，以打造综合性解决方案为目标，并预期到 2022 年底拥有 1.5-2 吉瓦制氢设备产能。
- **上调 2021-23 年盈利预测 4.3-6.5%。**基于硅片和组件价格展望调整，以及隆基高于预期的顺价能力，我们将公司 2021-23 年的盈利预测分别上调 4.3%/5.2%/6.5% 至人民币 107.94/143.53/174.53 亿元。
- **主要风险：**1) 光伏装机 4 季度需求转弱；2) 潜在硅片价格战将扭转顺价机制及预期。

财务分析

利润表

年结:12/31(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	32,897	54,583	90,817	127,861	132,103
单晶组件	14,570	35,213	61,600	92,055	98,069
单晶硅片	12,913	14,097	22,020	26,724	24,876
其它	5,415	5,273	7,197	9,082	9,158
销售成本	(9,508)	(13,438)	(18,675)	(25,171)	(28,995)
毛利	9,508	13,438	18,675	25,171	28,995
营业成本	3,405	4,437	7,017	9,494	9,803
税金及附加	178	282	482	677	694
销售费用	1,330	1,073	1,816	2,557	2,642
管理费用	971	1,466	2,166	2,666	2,755
研发费用	304	499	826	1,164	1,202
资产减值损失	621	1,117	1,726	2,429	2,510
营业利润	6,104	9,001	11,659	15,677	19,192
其它收益	204	283	471	663	685
投资收益	240	1,078	570	570	570
资产处置收益/(损失)	-	(12)	-	-	-
财务费用净额	(250)	(378)	(213)	(269)	(222)
其它	-	-	-	-	-
营业外收入,净额	(51)	(59)	(37)	(49)	(49)
税前利润	6,247	9,912	12,449	16,592	20,176
所得税费用	(690)	(1,212)	(1,469)	(1,991)	(2,421)
减: 少数股东损益	(278)	(147)	(187)	(248)	(302)
净利润	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453

资产负债表

年结:12/31(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	21,937	32,534	39,149	43,580	48,637
固定资产	15,467	24,506	29,522	33,249	36,286
在建工程	2,882	2,400	3,325	3,325	3,325
长期待摊费用	1,074	1,456	1,674	1,925	2,214
其它	2,514	4,172	4,628	5,081	6,811
流动资产	37,367	55,101	68,499	95,002	110,224
货币资金	19,336	26,963	26,463	35,824	49,083
应收账款	8,379	11,535	13,623	19,179	19,815
存货	6,356	11,452	17,709	24,933	25,760
其它	3,295	5,151	10,704	15,066	15,566
流动负债	24,620	43,092	48,886	63,460	66,388
应付账款	13,714	22,144	25,429	31,965	33,026
预收账款	-	5,018	5,449	7,672	7,926
短期借贷	854	2,416	2,643	3,124	3,605
一年内到期长期借贷	1,571	2,786	3,231	3,819	4,407
其它	8,480	10,728	12,134	16,880	17,424
非流动负债	6,389	8,944	12,865	16,084	17,610
长期应付款	1,528	889	1,816	2,557	2,642
长期借贷	2,509	1,125	2,828	4,135	5,441
应付债券	996	4,351	4,351	4,351	4,351
其它	1,357	2,579	3,869	5,040	5,176
净资产总额	28,295	35,598	45,897	59,039	74,863
少数股东权益	666	492	849	934	1,027
股东权益	27,629	35,106	45,048	58,105	73,836

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结:12/31(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	5,280	8,552	10,794	14,353	17,453
折旧和摊销	1,488	2,120	3,208	3,936	4,657
运营资金变动	8,184	4,472	(3,748)	(137)	297
调整所得税	150	340	263	237	(1,470)
其它	(6,943)	(4,470)	299	(1,733)	70
经营活动所得现金流	8,158	11,015	10,815	16,657	21,008
资本开支	(6,015)	(12,096)	(9,643)	(8,155)	(8,193)
其它	3,262	6,925	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,753)	(5,171)	(9,643)	(8,155)	(8,193)
股份发行	6,215	(358)	115	2	3
净借贷	(1,815)	4,749	2,375	2,375	2,375
股息	(362)	(754)	(967)	(1,295)	(1,722)
其它	522	157	170	85	93
融资活动所得现金净额	4,560	2,810	1,694	1,167	749
现金增加净额	9,965	8,654	2,866	9,668	13,565
年初现金及现金等价物	5,665	15,560	23,905	26,463	35,824
汇兑	(70)	(309)	(308)	(307)	(306)
年末现金及现金等价物	15,560	23,905	26,463	35,824	49,083
受限制现金	3,775	3,775	9,564	8,549	3,639
资产负债表现金	19,336	27,681	36,027	44,374	52,721

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
单晶组件	44.3%	64.5%	67.8%	72.0%	74.2%
单晶硅片	39.3%	25.8%	24.2%	20.9%	18.8%
其它	16.5%	9.7%	7.9%	7.1%	6.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
流动比率(x)	28.9%	24.6%	20.6%	19.7%	21.9%
平均存货周转天数	18.6%	16.5%	12.8%	12.3%	14.5%
平均应付周转天数	16.0%	15.7%	11.9%	11.2%	13.2%
平均应收款周转天数	11.0%	12.2%	11.8%	12.0%	12.0%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.52	1.28	1.40	1.50	1.66
平均存货周转天数	83.0	79.0	73.8	75.8	89.7
平均应付周转天数	123.3	119.9	95.6	81.9	89.8
平均应收款周转天数	93.4	66.6	50.6	46.8	53.9
资产负债率(%)	52.3	59.4	57.4	57.4	52.9
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	19.11	24.36	23.96	24.70	23.64
资产回报率	8.90	9.76	10.03	10.36	10.99
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.47	2.27	2.35	2.65	3.22
每股股息(人民币)	0.20	0.26	0.24	0.32	0.39
每股账面价值(人民币)	7.32	9.31	8.32	10.73	13.64

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。

招銀國際证券投资评级

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

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

招銀國際证券有限公司

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

招銀國際证券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際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。招銀國際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銀國際证券编写，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責任。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。招銀國際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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際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

招銀國際证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。