

隆基股份 - A (601012 CH)

无惧风浪，稳舵前行

在 2021 年一季度混乱的市场环境下，隆基的盈利表现意外般稳健。公司一季度实现净利润人民币 25 亿元，再度刷新历史新高，超出市场预期。公司 2020 年实现净利润人民币 85.52 亿，较此前盈利预告指引略高，显示出公司优秀的成本竞争力以及销售能力。对于 2021 年余下的季度，管理层承认业务运营环境极具挑战性，但依旧维持战略定力。我们相信隆基面对前路颠簸具备成熟的市场计划。我们预期 2021 年 2-3 季度潜在毛利挤压或对股价带来一定压力，但也恰恰提供了较好的股票买入时点。我们对于公司长期发展趋势维持乐观，上调目标价 22.2% 至人民币 110 元，维持买入评级。

- **2020 年业绩优秀。**隆基在 2020 年进一步巩固了其在光伏产业链中的优势地位。收入同比增长 66% 至人民币 546 亿元。毛利润录得人民币 134 亿，季度趋势上持续上升。全年毛利率实现 24.6%，较 2019 年同期下降了 4.3 个百分点，主要受公司将运费重新划归至营业成本所致。公司净利润实现人民币 85.5 亿元，同比增长 62%。公司全年派发股息每股人民币 0.25 元，并同时宣布每 10 股转赠 4 股红股。
- **硅片和组件 2021 年将面临毛利率压力。**公司 2020 年销售 58GW/24.5GW 单晶硅片/组件，毛利率分别为 30.5%/20.6%。销售量以及毛利数据两端，公司均领先同业，并且已成为全球最大的光伏组件供应商。展望 2021 年，公司将面临具有挑战性的运营环境，主因 1) 多晶硅及其它辅材价格上涨影响显著超过了光伏玻璃价格下降；以及 2) 下游光伏项目运营商由于第一年进入平价时期，对于组件价格上涨具备的承受能力将非常有限。在一季度，隆基尚能工通过将多晶硅成本通过顺价方式来实现较好的硅片利润，但组件端较去年全年水平已下降 5 个百分点至 15% 左右的毛利率水平。对于一季度计划交付的组件出货，由于去年签订了部分低价订单，管理层承认部分订单的顺价非常困难。我们认为公司将在 2-3 季度持续面临毛利率压力。
- **维持策略定力。**对于 2021 年，隆基对全年的收入展望为人民币 850 亿元，同时对硅片和组件的出货量目标分别为 80GW/40GW。对于目前异常高企的多晶硅料价格，管理层持谨慎态度，并对硅片产量进行了适当调减。由于部分同行采取了激进的原材料购置策略，公司透露目前停产了 2000 台长晶炉。我们认为公司的硅片制造业务将在短期内面临一定的影响，但长期维度来看，公司的决策将在 2022 年硅料供应提升后为公司带来更高的灵活性。

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	93,899	119,392	127,021
同比增长 (%)	49.6	65.9	72.0	27.1	6.4
净收入(百万元人民币)	5,280	8,552	10,352	13,644	16,380
每股盈利(元人民币)	1.47	2.27	2.71	3.53	4.24
每股盈利变动 (%)	58.1	54.2	19.6	30.2	20.1
行业平均预测 (人民币)	N/A	1.76	2.98	3.76	4.72
市盈率 (倍)	63.8	41.3	34.6	26.6	22.1
市净率 (倍)	12.8	10.1	8.1	6.4	5.1
股息率 (%)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5
股本回报率 (%)	20.1	24.4	23.5	23.9	22.8
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	RMB110.0
此前目标价	RMB90.0
潜在升幅	+16.9%
当前股价	RMB94.10

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)	350,334
3 月平均流通量(百万港元)	7,620.41
52 周内股价高/低(港元)	125.68/26.90
总股本(百万)	3,866

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%

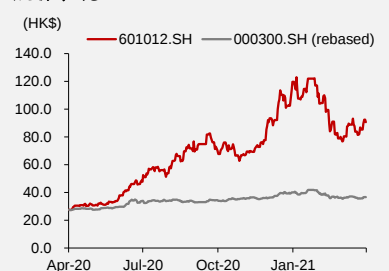
资料来源：Wind 及彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.2%	12.5%
3-月	-24.3%	-17.2%
6-月	28.9%	21.0%
12-月	224.8%	145.0%

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

- **成本优势将帮助公司跨越前路颠簸。**我们认为目前较为混乱的产业链波动主要受短期多晶硅料结构性供应紧张，以及下游需求低于预期所致。随着新增硅料产能在 2022 年逐步被释放，我们认为两方面的问题将逐步得到缓解。对比同行，我们认为隆基毛利率水平较高，在硅片和组件两端面对市场态势的波动具备更强的缓冲能力，将帮助公司在目前极具挑战的市场环境下获得更好的表现。
- **长期展望维持乐观。**我们认为全球光伏发展潮流在目前碳中和的指导思想之下无可逆转。基于公司目前的成本和技术优势，隆基势将成为光伏发展浪潮中的关键力量。我们认为目前短期的波动将无碍公司长期发展的竞争力。我们将 2021 年盈利预测下调 9.9%，并将 2022 年盈利预测上调 7.5%。基于 2022 年 31 倍前瞻市盈率，我们将隆基的目标价上调 22.2%至每股人民币 110 元。维持买入评级。
- **主要风险：**1) 多晶硅价格持续上涨影响装机需求；以及 2) 地缘政治事件影响产业链。

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	93,899	119,392	127,021
单晶组件	14,570	35,213	64,260	89,201	95,028
单晶硅片	12,913	14,097	22,292	21,766	23,156
其它	5,415	5,273	7,347	8,425	8,837
销售成本	(9,508)	(13,438)	(18,672)	(24,496)	(28,193)
毛利	9,508	13,438	18,672	24,496	28,193
营业成本	3,405	4,437	7,536	9,581	10,188
税金及附加	178	282	498	632	668
销售费用	1,330	1,073	1,878	2,388	2,540
管理费用	971	1,466	2,522	3,206	3,411
研发费用	304	499	854	1,086	1,156
资产减值损失	621	1,117	1,784	2,268	2,413
营业利润	6,104	9,001	11,136	14,914	18,005
其它收益	204	283	487	619	659
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)	(215)	(281)	(249)
其它	-	-	-	-	-
营业外收入,净额	(51)	(59)	(37)	(49)	(49)
税前利润	6,247	9,912	11,940	15,773	18,936
所得税费用	(690)	(1,212)	(1,409)	(1,893)	(2,272)
减: 少数股东损益	(278)	(147)	(179)	(236)	(283)
净利润	5,280	8,552	10,352	13,644	16,380

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	69,660	89,758	105,651
货币资金	19,336	26,963	26,197	34,499	46,861
应收账款	8,379	11,535	14,085	17,909	19,053
存货	6,356	11,452	18,310	23,281	24,769
其它	3,295	5,151	11,067	14,069	14,968
流动负债	24,620	43,092	50,329	59,750	64,162
应付账款	13,714	22,144	26,292	29,848	31,755
预收账款	-	5,018	5,634	7,164	7,621
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	12,529	15,795	16,773
非流动负债	6,389	8,944	13,024	15,646	17,348
长期应付款	1,528	889	1,878	2,388	2,540
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	3,967	4,773	5,015
净资产总额	28,295	35,598	45,455	57,942	72,779
少数股东权益	666	492	849	934	1,027
股东权益	27,629	35,106	44,606	57,008	71,751

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	10,352	13,644	16,380
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	(3,440)	(1,036)	534
调整所得税	150	340	300	97	(1,429)
其它	(6,943)	(4,470)	129	(1,097)	(116)
经营活动所得现金流	8,158	11,015	10,550	15,544	20,027
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)	(1,242)	(1,637)
其它	522	157	170	85	93
融资活动所得现金净额	4,560	2,810	1,694	1,220	834
现金增加净额	9,965	8,654	2,600	8,608	12,668
年初现金及现金等价物	5,665	15,560	23,905	26,197	34,499
汇兑	(70)	(309)	(308)	(307)	(306)
年末现金及现金等价物	15,560	23,905	26,197	34,499	46,861
受限制现金	3,775	3,775	9,829	9,875	5,860
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%	68.4%	74.7%	74.8%
单晶硅片	39.3%	25.8%	23.7%	18.2%	18.2%
其它	16.5%	9.7%	7.8%	7.1%	7.0%
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%	19.9%	20.5%	22.2%
平均存货周转天数	18.6%	16.5%	11.9%	12.5%	14.2%
平均应付周转天数	16.0%	15.7%	11.0%	11.4%	12.9%
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	1.38	1.50	1.65
平均存货周转天数	83.0	79.0	72.2	80.0	88.7
平均应付周转天数	123.3	119.9	94.1	85.8	88.5
平均应收款周转天数	93.4	66.6	49.8	48.9	53.1
资产负债率(%)	52.3	59.4	58.2	56.5	52.8
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	23.21	23.93	22.83
资产回报率	8.90	9.76	9.51	10.23	10.62
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.47	2.27	2.71	3.53	4.24
每股股息(人民币)	0.20	0.26	0.32	0.42	0.51
每股账面价值(人民币)	7.32	9.31	11.54	14.74	18.56

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“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。招銀國際證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。招銀國際證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證券编写，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。招銀國際證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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證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。