

买入

2021年6月18日

全球清洁能源趋势引领者，长期市场空间广阔

➤ **光伏行业一体化全球龙头企业，优异业绩穿越周期：**公司发展 20 年至今保持主业不变，目前是全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的单晶光伏产品制造企业。公司历史业绩表现优异：2013-2020 年，公司营业收入从 23 亿元增长至 546 亿元，年复合增速达到 57.4%；公司净利润也从 0.72 亿元（2013）增长至 87 亿元（2020），年复合增速高达 98.2%，是少有的常年保持高增速的上市公司。

➤ **把握光伏行业本质，谋长期增长，轻短期盈利：**总结公司过往成功，除来自龙头公司共有的成本管控+研发实力外，更核心的竞争力：坚持“第一性原则”并高效执行、量产踩点精准并赚取技术进步的利润、极强的供应链管理能力和公司的核心竞争力为：1) 公司管理团队优秀、稳定，通过长期深耕光伏行业积累了丰富的管理经验，具备强大的战略思考能力和高效的战略执行能力；2) 具有核心技术壁垒，公司坚定单晶发展路线，在硅片拉晶、切片等关键技术环节及组件转换效率方面拥有核心竞争力；3) 品牌价值，公司致力于成为全球最具价值的光伏科技公司，在全球单晶硅片及组件领域的品牌影响力持续提升；4) 公司垂直一体化的结构能平滑企业的盈利，同时能加速行业降本。

➤ **以高效率的单晶产品布局下游市场，长期市场空间广阔：**长期来看光伏作为高效清洁能源拥有广阔发展空间，根据国际能源署预测，到 2040 年全球光伏累计装机量预计达 7200GW。公司凭借硅片环节的优势持续向下游扩展，组件营收快速增长，同时布局 BIPV 市场，长期成长性将充分受益于行业发展。

➤ **目标价 130.59 元，首次覆盖，买入评级：**我们认为公司主营业务有望长期向好，故预计公司 2021-2023 年的收入分别为 892 亿元、1073 亿元和 1283 亿元，归属于母公司的净利润分别为 110 亿元、141 亿元和 179 亿元。我们采用 PE 倍数估值法对公司进行估值，给予公司未来 12 个月的目标价为 130.59 元，较现价有 27.3% 的上涨空间，给予买入评级。

➤ **风险因素：**经济恢复不及预期，新技术发展超预期

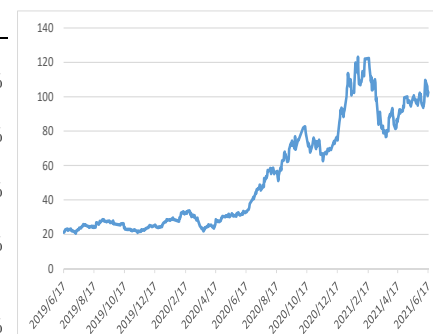
黄海慈
+852-2532-1539
Tom.Huang@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
+852-2532-1956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
黄佳杰
+852-2532-1599
harry.huang@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	光伏
股价	102.62 元
目标价	130.59 元 (+27.3%)
股票代码	601012.SH
已发行股本	38.66 亿股
总市值	3967.69 亿元
52 周高/低	125.68 元/32.42 元
每股净资产	7.76 元
主要股东	李振国 14.08%

表：盈利摘要

截止12月31日	2019年实际	2020年实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测
收入（百万人民币）	32897.5	54583.2	89159.7	107219.7	128219.8
变动（%）	49.6%	65.9%	63.3%	20.3%	19.6%
毛利润（百万人民币）	9508.1	13437.6	20601.5	25116.9	30348.6
变动（%）	94.4%	41.3%	53.3%	21.9%	20.8%
归母净利润（百万人民币）	5279.6	8552.4	11023.1	14085.6	17891.7
变动（%）	106.4%	62.0%	28.9%	27.8%	27.0%
EPS（元/股）	1.4	2.3	2.9	3.7	4.7
变动（%）	52.7%	62.0%	28.9%	27.8%	27.0%
市盈率@102.62元（倍）	73.32	45.26	35.11	27.48	21.63
每股股息（元）	0.19	0.54	0.62	0.73	1.03
现金股利分配率（%）	13.7%	24.0%	21.3%	19.6%	21.6%

资料来源：公司资料，第一上海预测

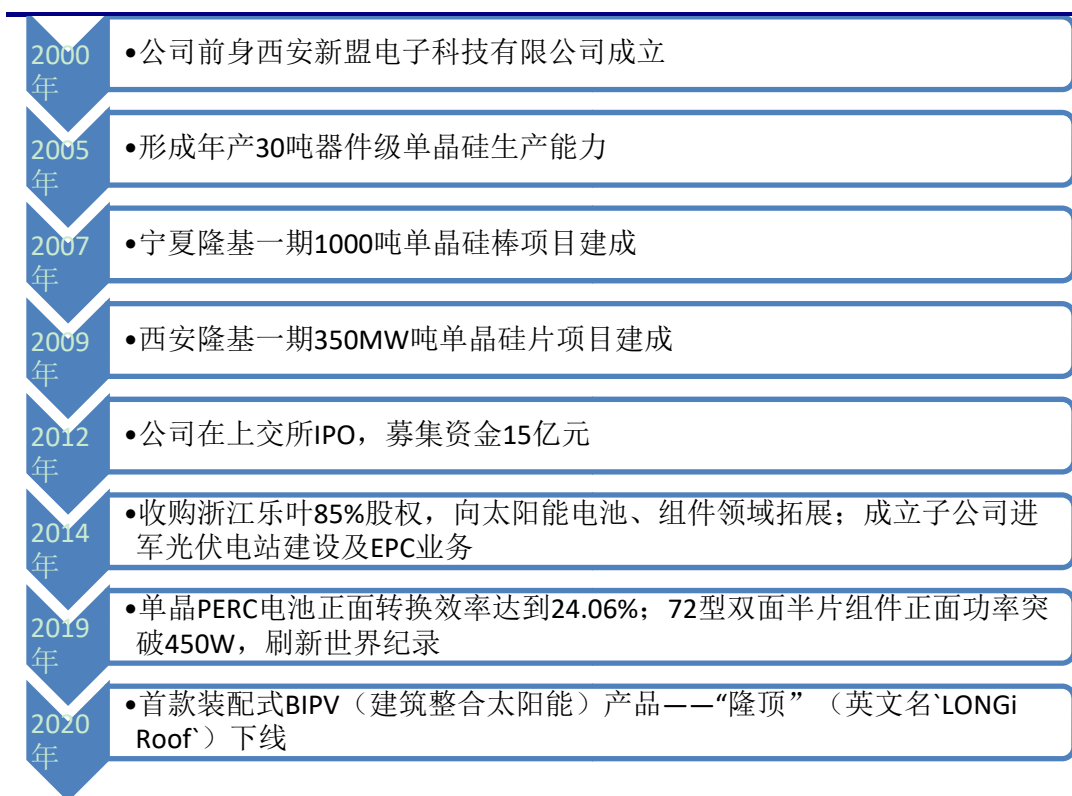
股价表现


资料来源：彭博

世界领先的一体化单晶光伏制造公司

成立于 2000 年的隆基绿能科技股份有限公司前身为从事半导体材料和半导体设备业务的新盟电子科技（以下简称“公司”或“隆基”、“隆基股份”），主要从事单晶硅棒、硅片、电池和组件的研发、生产和销售，为光伏集中式地面电站和分布式屋顶开发提供产品和系统解决方案。公司的主要产品为太阳能组件及电池、硅片及硅棒、电站建设及服务、电力。公司是全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的单晶光伏产品制造企业，多项核心技术与产品处于行业领先地位，公司发展 20 余年至今，依然保持主业不变，成为了全球最大的单晶硅片龙头企业，并且布局了从硅棒到组件的一体化生产制造。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，第一上海整理

公司股权关系稳定，李振国与李喜燕夫妻为公司的控股股东与实控人，分别持有公司 14.08%和 5.02%的股份，为公司第一、三大股东。第二大股东李春安持有公司 10.55%的股份。2011 年 7 月，李春安出具与李振国、李喜燕一致行动的承诺，进一步维持了股权结构的稳定性，促使公司持续稳定发展，另外，现任董事长钟宝申持有公司 1.7%的股份，同为公司前十大股东之一。公司主要创始人和核心管理层均是技术出身（兰大物理学毕业），其中公司最大股东李振国先生为公司创始人，半导体材料专业出身，具备专业化背景，对产业和技术理解深刻，这也使其能够根据“第一性原理”，对光伏的本质进行深入思考，选择了降本潜力更大的单晶路线，早在 2006 年，公司管理层就洞察到单晶技术路线优势并确立战略方向，聚焦光伏主营，专注技术创新和产品领先，并逐步进行了一体化布局，为公司此后的不断发展奠定了基础。

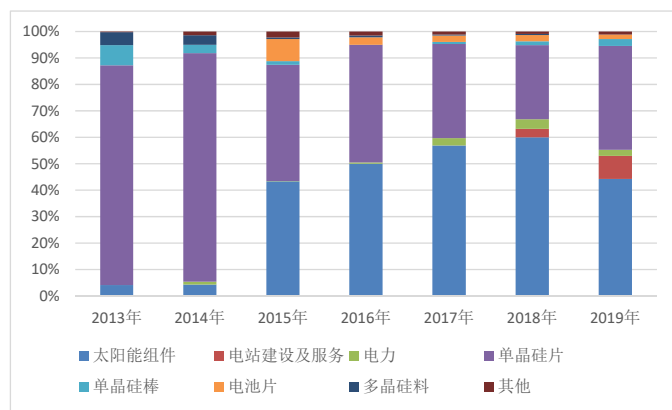
图表 2: 公司主要股权结构 (截至 2021 年一季报)



资料来源: 公司公告, 第一上海

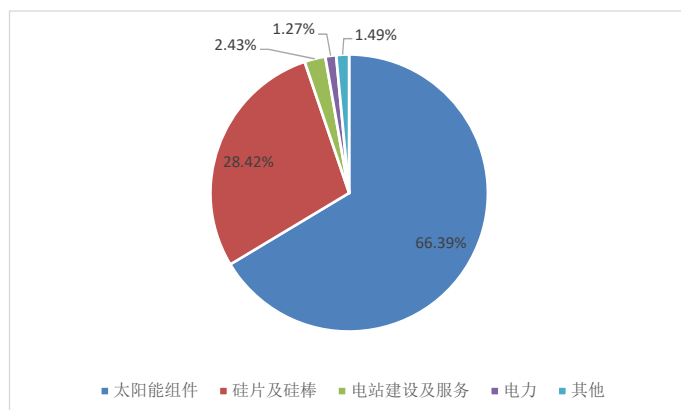
2015 年前公司专注于单晶硅片产品, 营收占比达到 80%以上, 2014 年下半年公司业务单元逐渐向光伏产业链下游延伸, 电池组件业务营收占比开始迅速提升, 2016 年, 公司电池组件营收占比超过硅片业务, 2019 年组件业务实现收入 145.7 亿元, 占公司整体营收的 44.3%。公司在其 2020 年报中变更了整体汇报口径, 把旗下业务重新简化整合为五大类别, 其中组件业务占总营收比继续上升至 66.39%。

图表 3: 太阳能组件与单晶硅片是公司主要营收来源



资料来源: 公司公告、第一上海

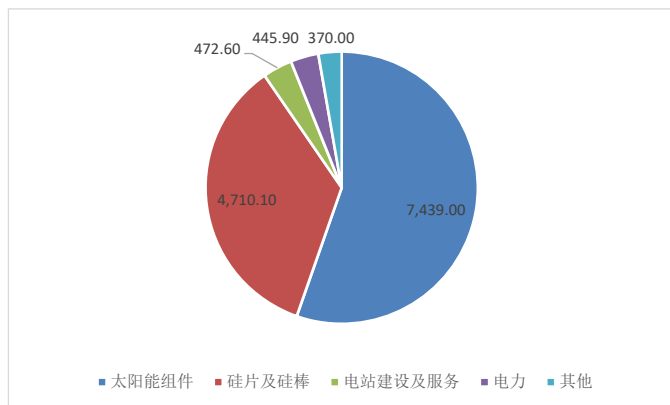
图表 4: 公司 2020 年报更改营收口径后各业务占比



资料来源: 公司公告、第一上海

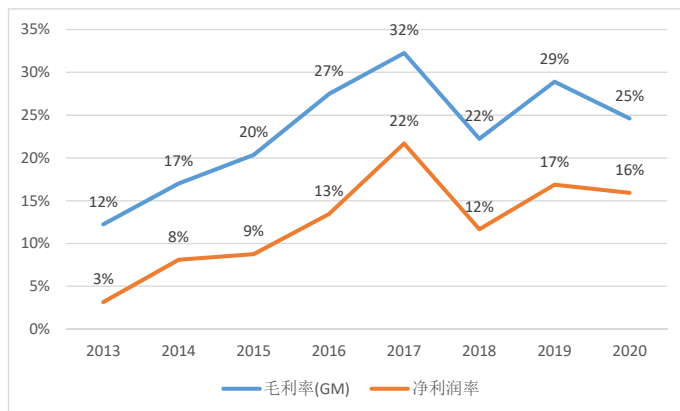
利润组成方面, 组件业务和硅片硅棒业务同样为公司最主要的两大盈利来源, 在 2020 年分别为公司贡献 74.39 亿元和 47.10 亿元毛利润, 占公司总毛利比为 55.36%和 35.05%。纵观公司上市以来利润率情况, 公司整体利润率水平在制造业中偏高, 2012 年, 公司受到下游客户破产重组影响计提坏账准备, 导致当年利润率水平降低, 2013-2017 年, 公司不断降本增效, 毛利率稳步回升, 2018 年受到国内“531”政策影响, 光伏产品价格大跌影响公司毛利率和净利率, 最近几年公司利润率水平企稳回升。

图表 5: 公司 2020 年各业务毛利润占比 (百万元)



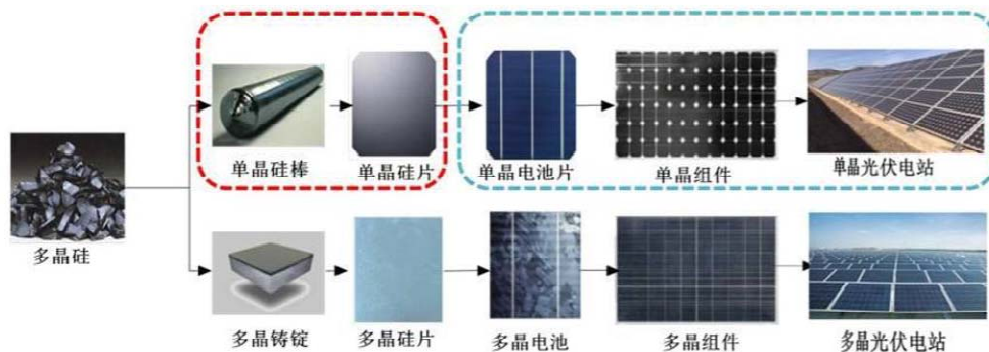
资料来源: 公司公告、第一上海

图表 6: 公司历年利润率走势



资料来源: 公司公告、第一上海

图表 7: 公司业务在太阳能光伏行业中所处的位置

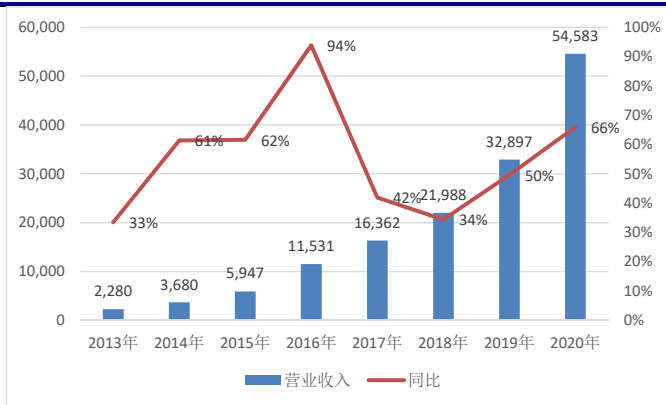


资料来源: 公司公告

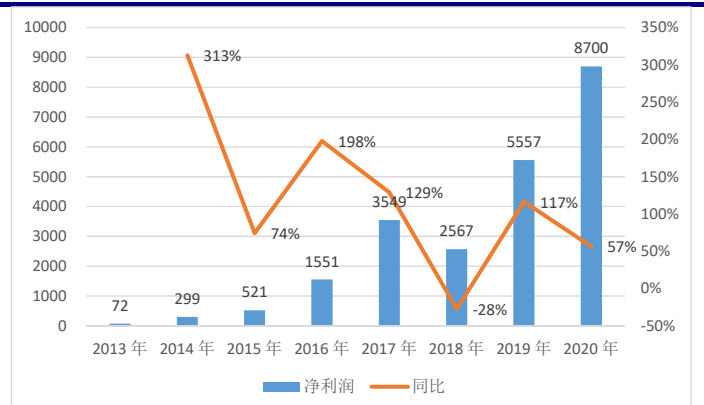
随着近年太阳能发电技术的进步带来行业不断的发展以及公司单晶战略及垂直产业链拓展的成功, 公司业绩自上市后实现了高速增长。2013-2020 年, 公司营业收入从 23 亿元增长至 546 亿元, 年复合增速达到 57.4%; 公司净利润也从 0.72 亿元 (2013) 增长至 87 亿元 (2020), 年复合增速高达 98.2%。公司自上市以来的业绩增长主要由以下五个部分组成:

1. 2013-2014 年, 全球光伏装机量在金融危机后逐步复苏, 在当时的行业龙头无锡尚德宣告破产的情况下, 公司加速海外市场开拓工作, 海外收入连续两年超过国内收入, 占公司总营收的比重上升至 60%以上;
2. 2014-2015 年, 公司开始布局光伏下游产品, 电池组件业务开拓收效明显, 组件业务营收由 2014 年的 1.6 亿元提升至 2015 年的 25.2 亿元;
3. 2016-2017 年, 单晶硅片与多晶硅片价差缩小速度加快, 单晶市占率明显提升, 公司从建立之初就坚守的单晶战略受益明显;
4. 2019 年, 在国内行业自 2018 年的“531 新政”后整体回暖和海外光伏市场放量的背景下, 公司营业收入水平较 2018 年迅速拉升并重新升至高点, 同时公司拉晶工艺和硅片切割方面的技术优势作用明显, 成本控制有效, 公司盈利重回高速增长超市场预期轨道;
5. 2020 年, 公司首登全球光伏组件第一, 全球市占率 19%, 同比提升 11%。同时公司产能加速释放, 2020 年底产能由 2019 年底的 42GW 增加至 85GW, 全年业绩再次超市场预期。

图表 8: 公司上市以来营收高速增长 (百万元)



图表 9: 公司上市以来净利润高速增长 (百万元)



资料来源: 公司公告、第一上海

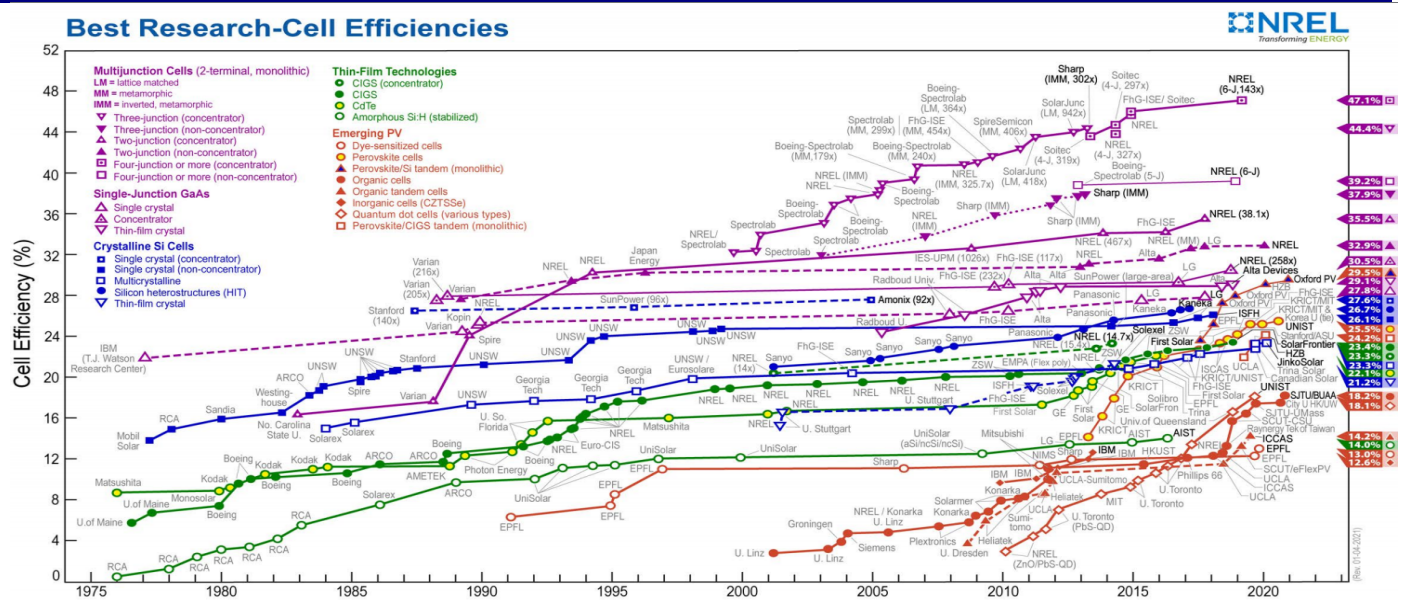
资料来源: 公司公告、第一上海

公司业务

硅片及硅棒业务

从光伏行业的本质看, 其最终目的是要替代传统能源, 所以首要任务是不断降低度电成本, 而单晶恰好具备将度电成本做到最低的潜力。在公司建立之初面对技术路线的选择上, 创始人李振国带领团队对行业进行了缜密的研究: 多晶硅在单晶炉内形成具有单一晶向、无晶界、位错缺陷和杂质密度低的单晶硅棒, 而通过简单铸锭的形成的多晶硅棒是由众多小单晶颗粒组成, 颗粒间的晶界会影响降低电池的发电能力。单晶材料结构单一, 晶体结构更稳定, 使得单晶材料相比多晶材料具有强弱光响应、低光致衰减、低工作温度和低线损的优势, 带来的结果是同等工作条件下较多晶更多的发电量, 在完成了上述基于对行业“第一性原理”所出发而进行的研究对比后, 公司最终选择了降本潜力更大且转化效率较高的单晶路线, 并逐步进行了一体化布局。

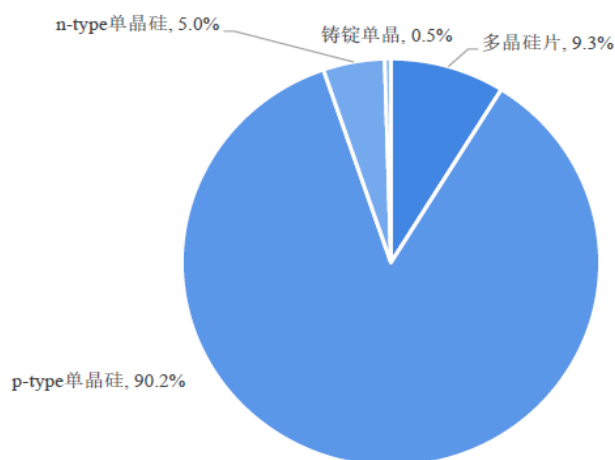
图表 10: 各主流路线太阳能电池效率历史演变图, 均是单晶电池效率潜力更大



资料来源: NREL (National Renewable Energy Laboratory, 美国国家可再生能源实验室)

虽然单晶产品相比多晶产品具备转换效率更高的优势，但由于在过去较长一段时期内的成本劣势，导致多晶产品一直占据市场主导地位。然而近年来随着单晶硅片生产成本大幅下降，同时以 PERC 等为代表的高效电池技术对单晶产品转换效率的提升效果明显，因此在成本下降和转换效率提升的情况下，单晶产品在度电成本方面相较于多晶产品具备了更高的性价比，单晶产品对多晶产品的替代趋势明显加速。根据中国光伏行业协会发布的《中国光伏产业发展路线图（2020年版）》，2020年，单晶硅片（P型+N型）市场占比为90.2%，其中P型单晶硅片市场占比由2019年的60%增长到86.9%，N型单晶硅片约3.3%。随着下游对单晶产品的需求增大，单晶硅片市场占比也将进一步增大，且N型单晶硅片占比将持续提升。多晶硅片的市场份额由2019年的32.5%下降至2020年的9.3%。

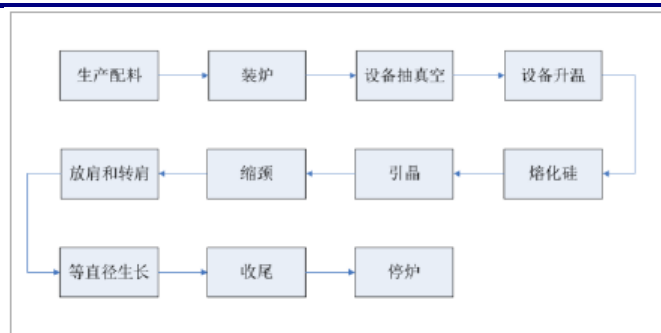
图表 11: 2020 年中国单晶市场占比结构



资料来源：中国光伏行业协会（注：市场占比是各类产品在国内硅片企业总出货量（含出口）中的占比。）

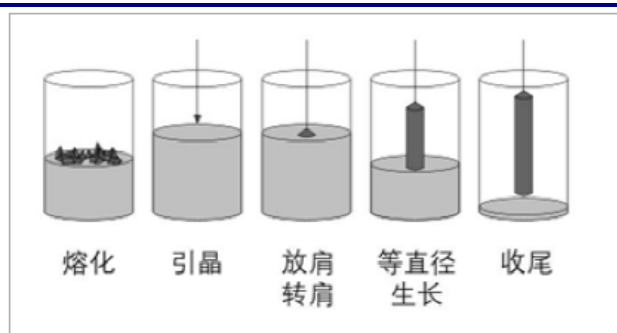
具体制造工艺上，单晶硅的制造主要由长晶和切片两个环节构成：单晶硅片长晶环节目前主要有直拉法（CZ）和区熔法（FZ）两种工艺，直拉法工艺技术成熟、结晶速度快，制造成本低，可生产大直径硅棒，是太阳能光伏用单晶硅片的主流技术路线；而区熔法生产产品的纯度更高、杂质和缺陷更少，但较难生产大尺寸单晶硅棒且成本较高，更多应用于功率器件领域。直拉工艺是将硅料在单晶炉中熔化，经引晶、放肩和转肩、等直径生长和收尾等流程形成硅棒，之后对硅棒进行切割，形成硅片。

图表 12:单晶硅棒直拉法拉制流程



资料来源：公司公告

图表 13:直拉法拉晶流程图解



资料来源：公司公告

光伏硅片成本大致可以分为硅料成本，拉晶成本和切割成本。其中硅料成本是主要的成本消耗部分，从单晶硅片的成本结构来看，硅料成本会随上流硅料价格浮动而变化，我们预估这部分长期来看平均总体约占 60%左右，拉单晶硅棒的成本约占整个成本的 23%，切片成本约占 17%。在拉单晶过程中的成本结构中，以坩埚费用和电费为主要成本来源，剩余成本由石墨热场和折旧费用为主。在坩埚成本方面，拉单晶的石英坩埚在经过高温、冷却等等步骤之后，会产生裂纹或者破裂，导致无法再次使用。由于拉单晶对于坩埚的洁净度要求很高，所以使用过的坩埚无法保证洁净度，同时单晶硅对于坩埚的品质要求较高，所以拉单晶的坩埚价格较高，且无法重复使用。在电力成本方面，国内光伏硅片厂商基本都在内蒙古，云南，贵州等电力成本相对较低的区域建厂，有利于成本降低。因此单晶硅片的成本降低主要来源于三个方面：第一，提高单炉产出摊薄坩埚等一次性耗材和设备折旧；第二，电力成本降低；第三，批量采购硅料的价格优势。

图表 14：单晶硅片制造成本拆解

成本类型	占总成本比例	所属生产环节	占总成本比例	成本项	占总成本比例
硅料	60.0%	-	60.0%	-	60.0%
非硅	40.0%	拉晶	23.2%	电力	7.0%
				坩埚	5.5%
				石墨热场	4.5%
				氩气	2.3%
				人工	2.2%
				折旧	0.2%
				其他	1.5%
		开方	2.0%	开方线	0.8%
				折旧	0.6%
				其他	0.6%
		切片	14.8%	冷却液	5.4%
				电力	4.5%
				金刚线	2.4%
折旧	2.0%				
				人工	0.5%
总计	100.0%	总计	100.0%	总计	100.0%

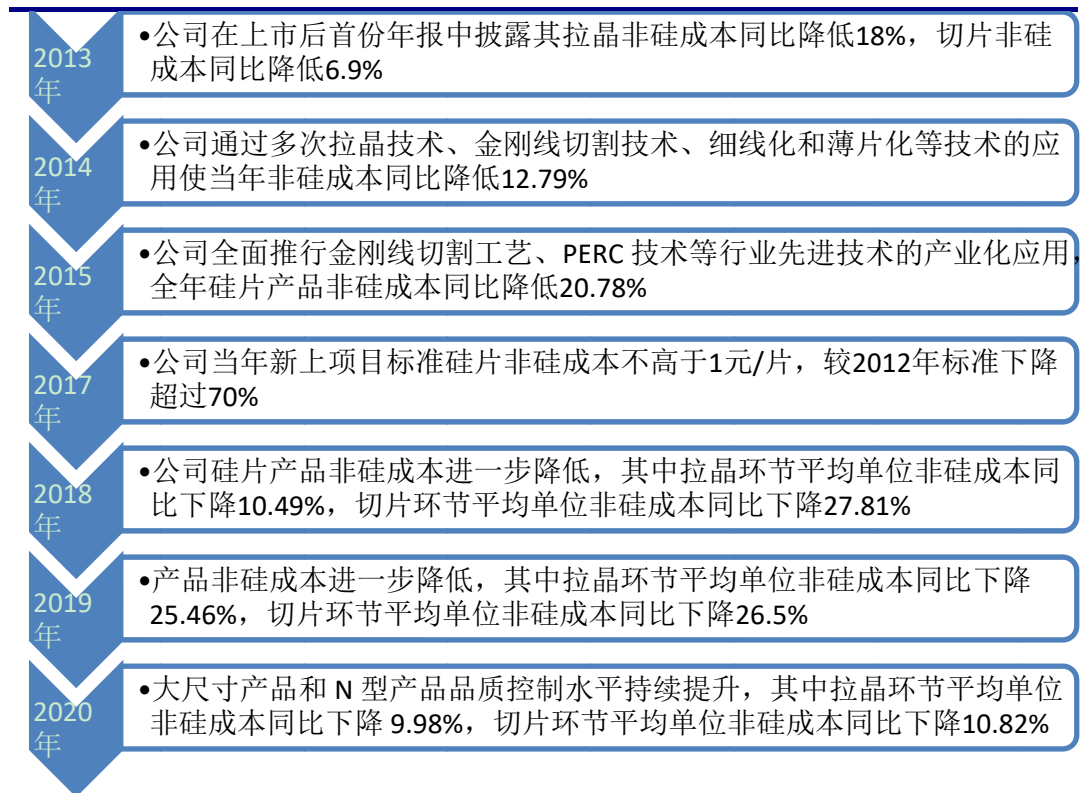
资料来源：Solarzoom、第一上海

对于隆基来说，其单晶硅片生产基地遍布银川、中宁、无锡、楚雄、保山、丽江和马来西亚等地，均为较低电价地区，因此在电力成本方面具有相当的竞争力。拉晶切片方面，公司持续优化提升工艺水平、积极在能耗控制、细线化应用、薄片化切割、辅材国产化替代及智能制造等方面不断取得进展，单晶硅片非硅成本持续降低。根据公司每年年报披露，从上市至今，受益于生产环节的技术进步、效率提升等因素，公司单晶硅片的非硅成本每年稳定保持一定的降幅，2013-2020年，非硅成本每年下降幅度均超过 10%。在刚刚过去的 2020 年，在拉晶切片方面，公司重点研发项目均按计划完成并导入生产，大尺寸产品和 N 型产品品质控制水平持续提升，核心关键品质指标持续优化，非硅成本进一步降低，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 9.98%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 10.82%，硅片质量和成本继续保持行业领先。

从目前看公司未来尚存在的非硅环节降本空间，首先从长晶环节看，公司目前已完成单晶高速生长连续加料（CCZ）技术布局，目前主流的 RCZ 技术由于一根晶棒拉制完成后才可进行下一根晶棒的拉制，在效率提升方面有一定瓶颈。相比业界主流应用的多次拉晶（RCZ）技术，CCZ 技术对整体生产效率的提升在 20%以上，综合生产成本则可降低 10%以上。同时，通过 CCZ 技术生产出来的产品轴向电阻率、氧含量

都是均匀的，更加适用于 P 型 PERC 电池工艺及更加高效的 N 型电池工艺，并且也是掺镓 P 型硅片最有效的拉晶技术。

图表 15: 公司硅片业务非硅成本历年下降过程



资料来源：公司公告，第一上海整理

从切片环节看，通过金刚线细线化和硅片薄片化提高出片率，将进一步降低切片成本。如果根据我们测算的硅料占硅片营业成本 60%，则硅料成本 20%的下滑可支撑硅片环节 12%左右的降本空间，因此对于硅料的利用效率便成为了重中之重，在此领域公司拥有世界领先的金刚线切割工艺和薄片化制造技术。金刚线切割技术在初期仅掌握在少数日本厂商手中，并且起初并未应用于光伏行业，国内从金刚线到切割液、切割机均处于空白状态。公司持续推广金刚线切割工艺，培养国内金刚线供应商，直至下游设备、辅材供应商均被培育起来，公司于 2015 年在行业内率先实现单晶硅 100%金刚线切割，且后续保持金刚线直径不断细化，硅片厚度更薄，对于硅料的利用效率上升，最终导致切片成本不断降低。

再从设备折旧以及使用效率角度出发，采购设备时，公司会结合各个厂家在不同模块单元的技术领先性拆分采购模块单元，并提出定制要求和技术改进意见，签署排他性保密协议。因此，公司的生产设备往往能较好的适应新的技术及工艺，拥有长期适用性及更低的技改成本。目前公司生产设备和材料供应商中，国内供应商已基本覆盖各个生产环节，其中最出名的莫过于在新三板精选层挂牌的连城数控（OC:835368），该公司实际控制人之一的钟宝申现任隆基股份董事长。拉晶过程中会用到设备单晶炉，因此控制炉内温度和控制晶体生长形状的磁场是决定单晶炉生产能力的关键，而国际上知名的半导体单晶炉制造商美国 KAYEX 和 LINTON，都是早已被连城数控收购的全资子公司，凭借富有远见的布局和深厚的行业积累，连城数控在 2018 年推出新型 KX320MCZR 直拉磁场单晶炉，成为国内为数不多的具备半导体级 12 英寸单晶炉生产能力的厂家之一，并在同年设计生产了全球首台控制 24 英寸超大直径半导体的直拉单晶炉。此外，由于公司都是亲自参与此类关键生产设备的设计，因此掌握了核心技术而在具体设备的操作上具有 know-how 优势，一方

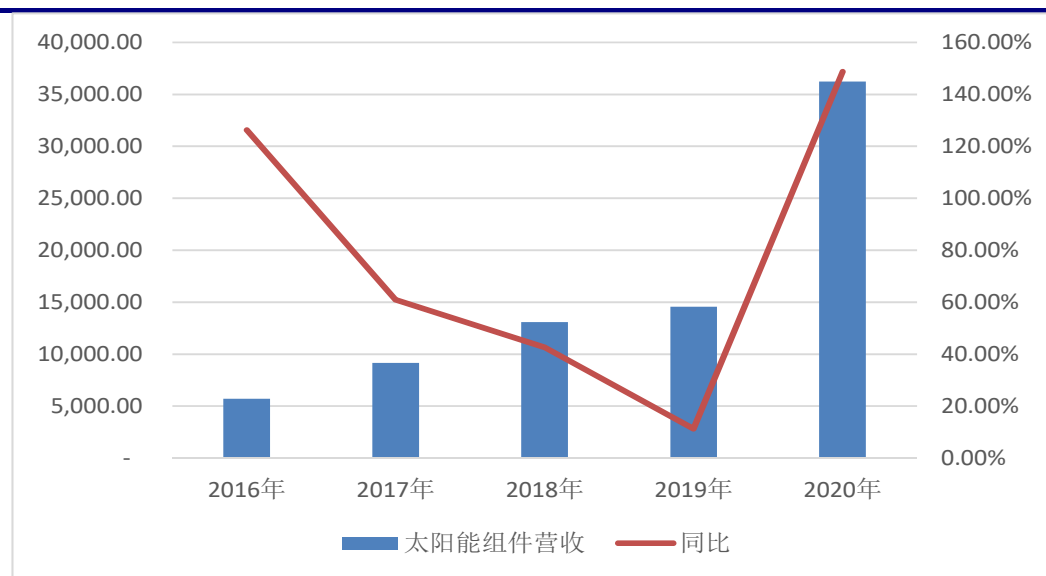
面可在使用过程中将设备的作用发挥到极致，生产出高质量的产品；另一方面因为在设备设计之初就已考虑到后期改造升级空间，使得公司单晶炉适应性更强，在行业发生变革时，可快速设计与低成本改造出符合未来演变方向的高效设备，增强抵抗风险的能力。

太阳能组件业务

公司在单晶硅片领域确定领先优势的基础上，在 2014 年 10 月公司收购浙江乐叶 85% 股权，并于 2015 年成立乐叶光伏，向下游组件的研发、制造和销售市场拓展，目的是为进一步引领单晶市占率提升，避免当年如松下以等离子技术惊艳全球彩电业最终却因为产业链不支持而完败于液晶电视的情况重演。往下游电池片、组件延伸产业链，公司为了培养起自己的单晶帝国，如果当时做电池片而不是组件，会面临与客户竞争，硅片和电池片双滞销的风险，做组件，可以很好的拉动单晶硅片的使用，也能找到单晶电池的代工，建立良好的产销关系。

公司组件产能自 2015 年设立乐叶光伏作为光伏组件平台以来发展迅猛，从 2015 年的 1.5GW 高速扩张到了 2020 年的 26.6GW，营收规模也从 2015 年的 25.2 亿元增长至 2020 年的 362.4 亿元，且公司组件业务收入占公司总收入比已超过 65%，是目前公司收入规模最大的业务。

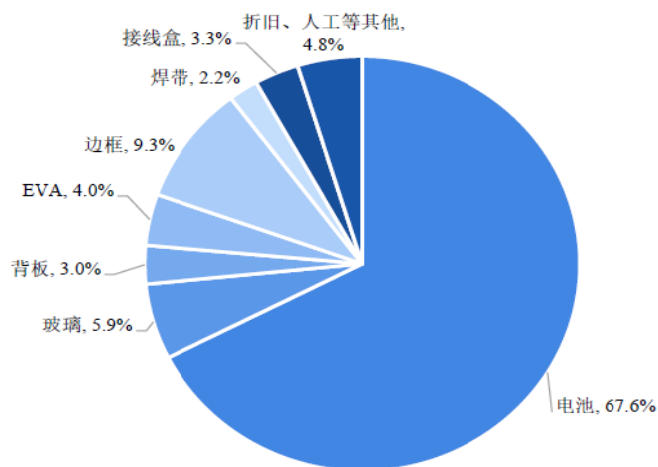
图表 16: 公司组件业务收入增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，第一上海

组件环节属于光伏产业链的偏下游，终端客户一般是发电企业。组件是通过串并联电池片，再以密封的方式加工而成，生产过程中需要外采多种原材料，且加工过程中的技术壁垒较低，所以长期以来单个组件环节的盈利情况通常都较差。由于技术壁垒偏低，此前组件环节的格局一直较为分散。2019 年 CR5 40.7%。从过去几年以及未来产能规划来看，组件环节的集中度不断提升。预计到 2022 年底，组件环节的集中度将提升至 CR5 47.9%，CR10 69.3%。随着公司的产能不断扩张，公司在组件环节的市占率稳步提升。从全球出货排名来看，进军组件业务仅两年后，隆基股份杀入全球组件出货量前十名，2017 年公司位列全球第七，而后公司 2018 年和 2019 年组件出货排名均为第四，而在 2020 年 2 月公司发布公告拟现金收购宁波江北宜则新能源科技有限公司，该公司目前在越南拥有光伏电池年产能超过 3GW，光伏组件年产能超过 7GW，之后公司成功于 2020 年末以超过 20GW 的全年组件出货量登顶全球组件出货排名榜首，距离其 2015 年进入组件业务仅仅过去了五年。

图表 17:光伏组件主要制造成本拆解



资料来源: Solarzoom、第一上海

图表 18:2020 年全球太阳能组件出货排名统计

PV InfoLink 2020 年全球组件出货排名

排名	公司
1	隆基
2	晶科
3	晶澳
4	天合
5	阿特斯
6	韩华 Q-Cells
7	东方日升
8	正泰
9	First Solar
10	尚德

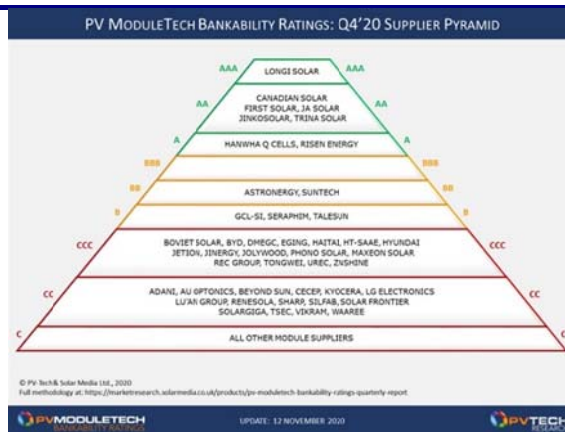
Source: PV InfoLink供需数据库

资料来源: PVInfoLink

公司组件产品基于大尺寸硅片、双面、半片等技术, 不断提高产品转换效率与产品性能, 2018 年以来组件研发最高转化效率多次突破记录, 量产功率也持续攀升。根据中国光伏行业协会数据, 光伏行业 2019 年 60 片 PERC 单晶组件平均功率为 320W, 采用 166 尺寸 PERC 单晶组件功率约 360W, 而公司采用 166 尺寸硅片技术的 60 型和 72 型 PERC 组件量产功率分别达 365W-375W、435W-450W, 高于行业平均水平。在刚刚过去的 2021 年 4 月, 隆基宣布 N 型 TOPCon 电池转换效率创造 25.09% 的新世界记录。短短一个月后, 经世界公认权威测试机构德国 ISFH 研究所测试, 隆基电池研发中心单晶双面 N 型 TOPCon 电池研发实现高达 25.21% 转换效率, 将基于 CZ 硅片商业化尺寸 TOPCon 电池的转换效率提升至全新的高度。

另一方面, 在 2020Q4 的 PV ModuleTech 可融资性评级报告中, 公司再次获得 2020Q4 最高评级, 蝉联全球唯一 AAA 级组件供应商殊荣, 为目前该评级报告中最高水平, 也是全球光伏组件供应商可达到的最高级别。PV ModuleTech 是光伏业内的权威分析工具, 综合考量企业制造能力和财务健康评分得出所有光伏组件制造商的投资风险 (或可融资性) 评分。公司自 2017 年首次进入 AA 评级梯队后, 在 2020 年第一季度率先获得 AAA 评级并在之后一直维持最高评级。

图表 19: PV ModuleTech 最新 20Q4 可融资性评级, 隆基唯一最高级



资料来源: PV ModuleTech

组件的下游客户是电站业主，全球目前光伏发展呈现多点开花的局面，海外越来越多的国家实现光伏平价，组件的销售渠道布局显得更为重要。从产能端，公司在马来西亚和越南拥有建设基地，用于应对部分欧美国家的“双反”政策等。除了市场区域呈分散化趋势外，组件业务的客户也较为分散化。组件业务靠近产业链下游，客户主要为 EPC 建设方和电站业主，相对上游而言市场更为分散。分散化的市场区域及客户，对渠道要求也就更高。因此，公司持续增强海外销售力量和服务保障能力，海外市场拓展成效显著，公司全球销售区域持续拓展，海外收入增长明显，组件业务规模快速增长，产品市场占有率快速提升，2020 年公司全年海外收入 214.6 亿元，同比增长 70%，公司组件出口前 5 名的国家分别是美国、西班牙、墨西哥、挪威、澳大利亚，而美国、印度、南欧、北非以及中东等地区都是公司近未来拓展的重点区域。尽管目前中国占据了全球约三分之一的市场，但新兴国家的增速在近几年迅速爆发，未来有望成为光伏行业新的增长点。同时，对于成熟市场，部分国家和地区的售价偏高，利润空间更大。公司在各个国家和地区的完善布局，为未来发展打下了良好的基础。

图表 20: 隆基乐叶全球布局图



资料来源：公司官网

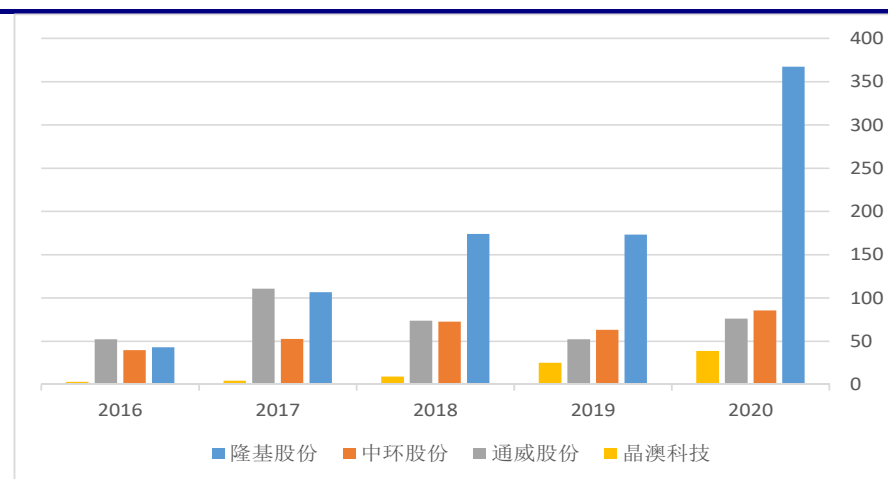
从行业本质出发，谋长期盈利

纵观隆基这么多年的发展，无论是战略规划与抉择上，还是研发与产品策略上，这家企业在方方面面都始终遵循“第一性原则”，这也是隆基股份得以持续成长的基因。第一性原理这个被特斯拉创始人马斯克反复提及的词汇近年来热度极高，但究竟什么是第一性原理？简言之就是专注于挖掘事物的本质，并在此基础上进行决策。在公司创立之初，李振国和管理团队认为：光伏产业的本质，和传统能源一样，就是比较谁的度电成本低，这是能源产业的第一性原理。一是降本，二是增效。成本上的差距，可通过技改抹平，不同技术路线间的效率差，却是天生注定的。单晶硅尽管拉棒成本高，但因其内部原子排列更有序，转化效率也比多晶硅高。由此衍生，隆基在过往二十余年的发展均遵循三条“铁律”：始终专注于单晶路线，无论短期如何困难，单晶是唯一的方向；始终专注于技术创新和产品领先；专注于主业，杜绝与主业无关的利益诱惑。

首先，从资本开支的绝对值来看，隆基在过去几年一直保持行业领先。2020 年公司总投资活动现金流出达到 367 亿元，与业内其他主要同行对比处在绝对领先地位，如此巨量的投入使得公司得以积极储备先进技术。光伏行业技术变革较快，研发投入不足的企业无法长期立足，但同时由于成本的第一性，只有量产成本降的足够低

才是新技术面向市场的合理时间。因此公司自进入光伏行业以来，均保持着“研发为基，量产为锚”的原则，适时地规模性推广新技术以赚取技术进步利润。最新的研究成果方面，公司在2020年上半年发布了《隆基掺镓单晶硅片全面解决PERC组件光衰问题》的白皮书，证明公司依旧处于行业技术创新的第一线，该白皮书解决了掺镓硅片成本偏高的问题，助力行业发展，同时公司对于topcon、异质结等新技术均保持开放态度。

图表 21：公司的资本开支在行业内保持领先（亿元）

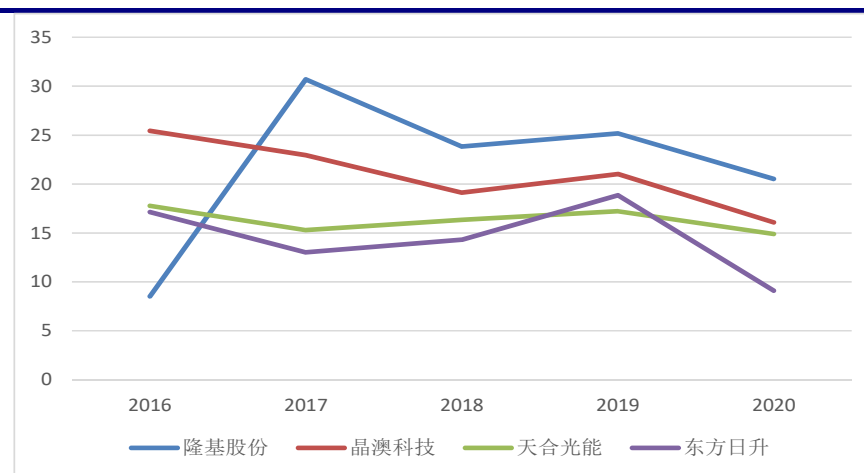


资料来源：公司公告，第一上海

其次，公司的垂直一体化布局带来对关键原材料、渠道等的掌控，使得更有利于灵活应对各种外部市场环境。各业务的协同更有利于新产品技术的推广，比如单晶技术、大尺寸硅片标准的推广等。同时，一体化提升效率，带来更大的盈利空间和盈利能力。我们认为，一体化是行业未来的趋势，纵观目前的光伏行业龙头公司，准备启动或正在进行一体化布局的公司越来越多，我们认为，一体化的主要优势在于：

1) 平滑企业盈利。光伏行业作为典型的周期成长型行业，在扩产周期、季节性周期上具有波动性，导致产品价格波动较大，影响公司阶段性盈利，作为一体化企业，所有环节的盈利最终对应到组件端体现，能有效平滑行业的周期性；

图表 22：近年来公司组件业务毛利率明显高于其他同行（%）

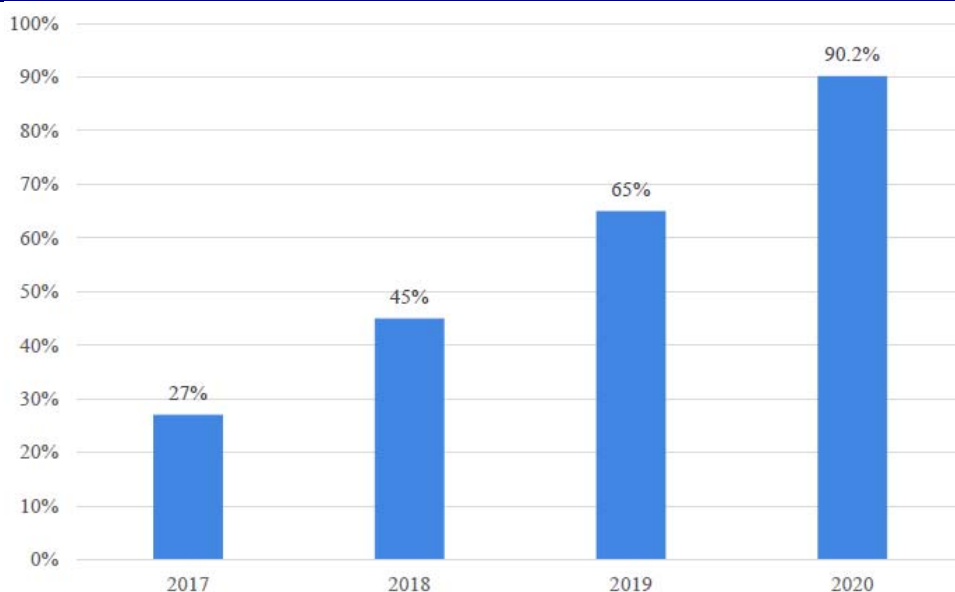


资料来源：公司公告，第一上海

2) 垂直一体化战略实施的重要前提是企业在产业链多环节的成本控制能力均要排在行业前列, 这样方能获得垂直一体化带来的成本优势。随着行业技术迭代接近尾声, 工艺的优化对降本的作用逐渐弱化, 行业降本空间变得越来越小, 中游单环节龙头成本优势仍在但处于被持续追赶状态, 这给了垂直一体化企业在每个环节都缩小和细分子行业龙头成本差距的机会。

最后, 从行业本身的成长性出发, 近年来, 鉴于常规能源供给的有限性和环保压力的增加, 世界上许多国家正掀起开发利用太阳能的热潮并成为各国制定可持续发展战略的重要内容。一个广泛的大规模的利用太阳能的时代正在来临, 太阳能级单晶硅产品也将因此炙手可热。此外, 包括我国在内的各国政府也出台了一系列“阳光产业”的优惠政策和光伏“领跑者计划”, 给予相关行业重点扶持, 光伏产业总体呈现出较好的发展前景。与此同时, 随着多次拉晶、增大装料量、快速生长以及金刚线切割、薄片化等技术的大规模产业化应用, 单晶硅片生产成本大幅下降, 同时以 PERC 等为代表的高效电池技术对单晶产品转换效率的提升效果明显, 因此在成本下降和转换效率提升的情况下, 单晶产品在度电成本方面相较于多晶产品具备了更高的性价比, 单晶产品对多晶产品的替代趋势明显加速。根据中国光伏行业协会发布的《中国光伏产业发展路线图》, 单晶硅市场份额从 2017 年的 27% 升至 2020 年的 90.2%。

图表 23: 2017-2020 年中国单晶硅市场占比变化情况 (%)

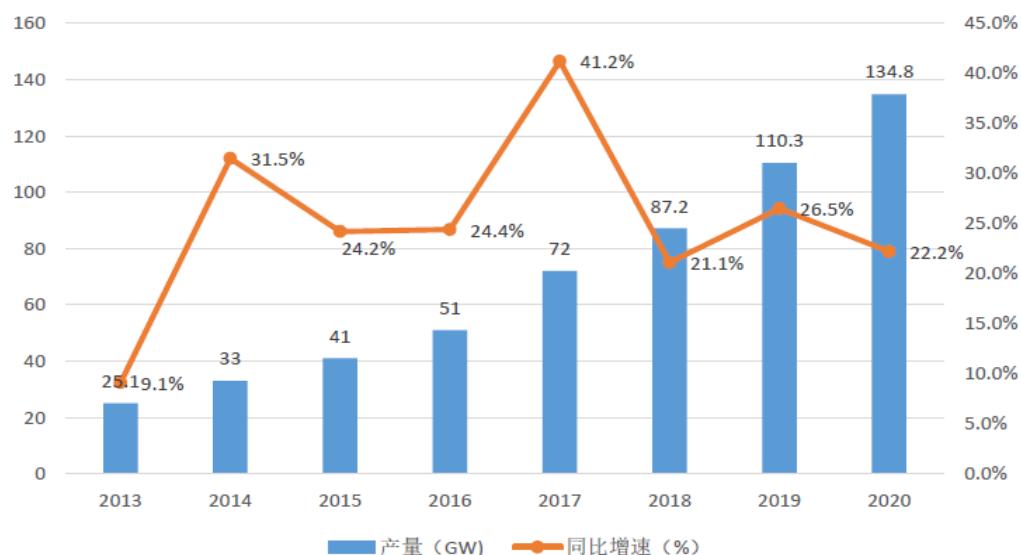


资料来源: 中国光伏行业协会, 第一上海整理

由于拥有较为有利的生产成本优势, 我国已经成为全球最大的太阳能电池片和电池组件生产制造基地。2013 年以来, 我国太阳能电池片产量规模稳步提升, 带动光伏产业对单晶硅需求稳步增长。据中国光伏协会统计数据, 2020 年, 我国电池片产量约为 134.8GW, 同比增长 22.2%。中国 2020 年在联合国大会上明确提出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和。在 2021 年全国两会上, “碳达峰”“碳中和”被首次写入政府工作报告。习近平总书记 2021 年 3 月 15 日下午主持召开中央财经委员会第九次会议时再次强调, 要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局, 拿出抓铁有痕的劲头, 如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标。而光伏和风电等新能源发展, 正是实现“碳中和”的重要途径。在光伏行业“平价上网”的大背景下, 中国光伏行业协会 (CPIA) 预测

十四五”期间国内光伏新增装机量有望达 70-90GW/年，全球有望达 222-287GW/年。因此，单晶硅需求有望呈现井喷趋势。

图表 24: 2013-2020 年太阳能电池片产量及其增长速度 (单位: GW, %)



资料来源: 中国光伏行业协会, 第一上海整理

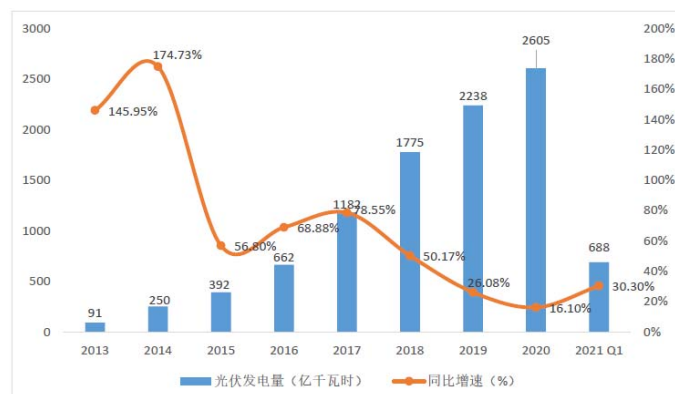
我国太阳能光伏行业虽起步较晚, 但发展迅速, 尤其是 2013 年以来, 在国家及各地区的政策驱动下, 太阳能光伏发电在我国呈现爆发式增长, 据国家能源局统计数据, 2017 年, 我国光伏发电新增装机容量为 53.06GW, 创历史新高, 2020 年, 全国光伏新增装机 4820 万千瓦, 同比增长 59.50%。截至 2021 年 Q1, 全国光伏发电新增装机 5.56GW, 相对于 2020 年一季度疫情影响下的极低值、四季度抢装潮下的极高值, 已回归多年平均水平。同样跟据国家能源局统计数据, 2013 年以来, 我国光伏发电量增长迅速。2013 年, 全国光伏发电量仅为 91 亿千瓦时, 到 2020 年, 全国光伏发电量 2605 亿千瓦时, 同比增长 16.1%。截止 2021 年 Q1, 全国光伏发电量为 688 亿千瓦时, 同比增长 30.3%; 全国光伏发电利用率为 97.5%, 同比均提升 0.7 个百分点。

图表 25: 2013-2021 年 Q1 中国光伏发电新增装机容量变化情况 (GW, %)



资料来源: 国家能源局、第一上海整理

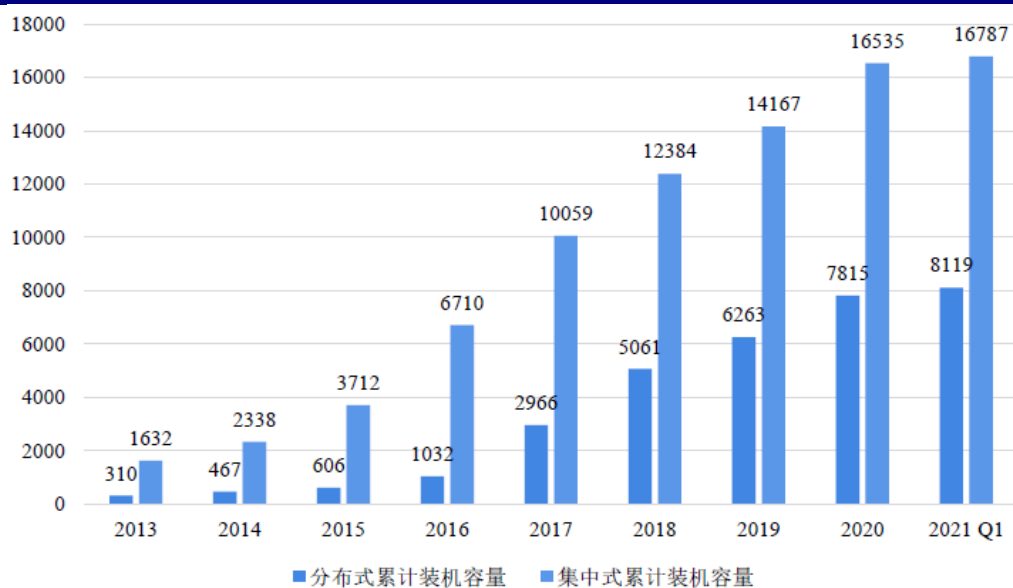
图表 26: 2013-2021 年 Q1 中国光伏发电量变化情况 (亿千瓦时, %)



资料来源: 国家能源局、第一上海整理

近几年，国家不断加大对光伏产业的扶持，全国光伏装机容量增长迅速，集中式电站由于容量大发电量高，一直处于光伏产业投资的风口。2020年，全国光伏新增装机4820万千瓦，其中集中式光伏电站3268万千瓦、分布式光伏1552万千瓦。从新增装机布局看，中东部和南方地区占比约36%，“三北”地区占64%。2020年到5月底，全国光伏发电装机达到2.44亿千瓦，其中，集中式电站16535万千瓦，分布式光伏7815万千瓦。2021年一季度，全国光伏新增并网装机556万千瓦，全国新增并网分布式光伏装机304万千瓦，同比增长76.7%。截至2021年3月底，全国光伏发电装机达到2.6亿千瓦，其中，集中式电站16787万千瓦，分布式光伏8119万千瓦。

图表 27：2013-2021 年第一季度我国光伏发电累计装机容量分布（万千瓦）

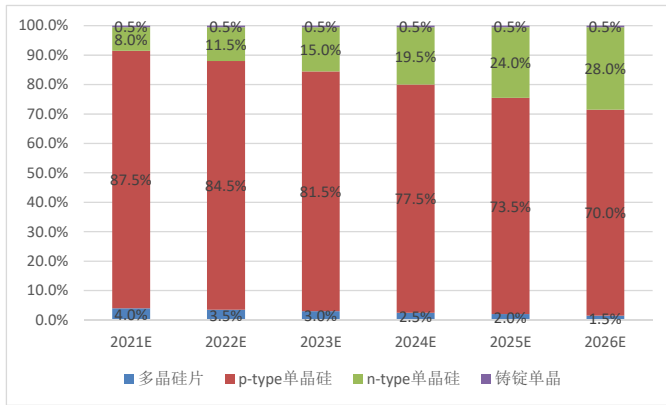


资料来源：Wind，第一上海整理

然而，随着集中式电站建设的推进，弃光问题和电力输送问题也逐渐显现。由于集中式电站大都建设在光照充足的西北地区，经济发展相对落后，无法消纳新能源发电量，而电网结构和送出能力无法支持电力输送到中东部电力需求地区，限电现象持续恶化。集中式电站所暴露出的电量就地消化不易、输送困难的情况正是分布式电站的优势所在。我国的用电负荷集中在中东部地区，制造业相对发达，在建造面积有限的情况下，通过使用高转换效率的单晶组件可以实现高效发电，满足用户用电需求。同时，由于分布式电站发电遵循“自发自用，余量上网”，发电量大部分被用户自我消耗，仅有多余电量通过配网输送至主网，接入配电网发生的改造费用较低，对电网的冲击也较小，国家也相继出台了一系列支持分布式光伏发电建设的政策，如2021年4月发布的《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》、2020年3月发布的《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》等政策中，均明确指出了大力支持分布式光伏发电建设。因此，我们认为，国家对分布式电站建设的推动将进一步带动单晶产品的市场需求和产能扩张需求，促使光伏产品制造商通过技术升级，进一步提高单晶产品生产效率，缩小与多晶产品间价差，单晶产品市场份额必将迎来较大提升。随着下游对单晶产品的需求增大，单晶硅片市场占比也将进一步增大，且N型单晶硅片占比将持续提升。未来多晶硅片的市场份额呈逐步下降趋势，但仍会在细分市场保持一定需求量。铸锭单晶市场占比未来市场份额保持平稳。结合中国光伏行业协会预测结构，我们预计2026年单晶硅（P型和N型）市场份额有望达98%。同时，随着单晶硅市场份额的增长及单晶硅制造企业新建产能的投产，单晶硅行业的持续向好，

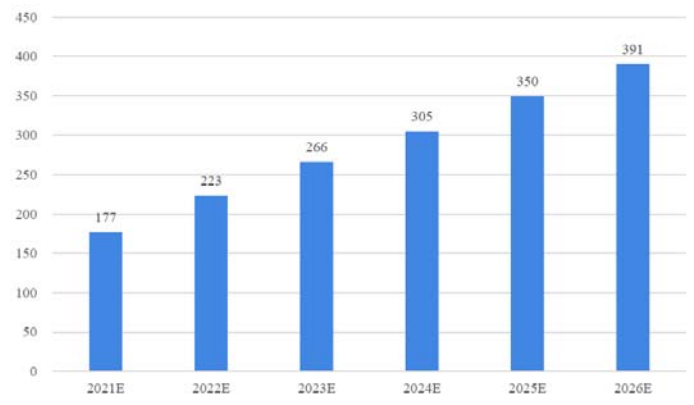
前瞻预计未来几年单晶硅产量增速较快，结合我国单晶硅片产量及产能增速，我们预计中国单晶硅片产量或将达到 391 万吨。

图表 28: 2021-2026 年中国单晶硅市场份额预测



资料来源：第一上海预测

图表 29: 2021-2026 年中国单晶硅片产量预测 (GW)



资料来源：第一上海预测

盈利预测与重要假设

公司 2021 年已公布的硅片出货、组件出货、收入目标分别是 80GW、40GW、850 亿，追溯历史看，除去 2018 年受“5.31 新政”政策影响目标完成情况稍有不足，其余历年目标均超额完成，可以看出公司业绩超预期在历史上为经常性事件。

图表 30: 公司历年硅片&组件产能及出货量目标及完成情况

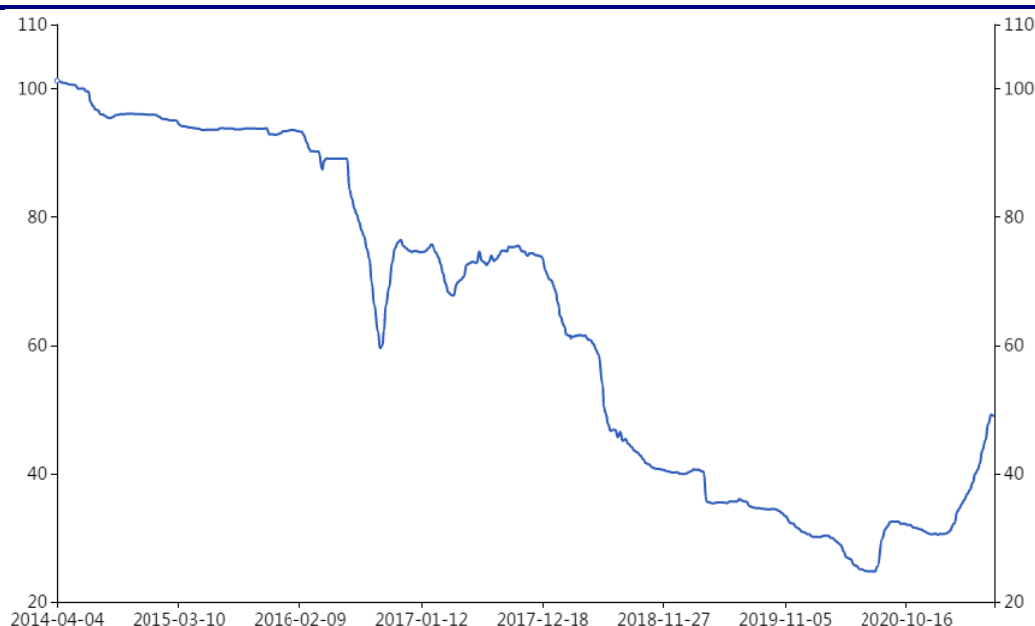
年份	硅片产能	组件产能	硅片出货量	组件出货量	收入
2013年目标	2.5GW	-	-	-	-
2013年完成	1.6GW	-	2.72亿片	-	22.8亿
2014年目标	2GW	0.18GW	2GW	0.18GW	-
2014年完成	3GW	0.2GW	4.83亿片	-	37亿
2015年目标	4.5GW	-	3GW	0.5GW	-
2015年完成	5GW	1.5GW	6.41亿片	0.72GW	59亿
2016年目标	7.5GW	5GW	5.5GW	2.3GW	108亿
2016年完成	7.5GW	5GW	14.23亿片	2.34GW	115亿
2017年目标	12GW	6.5GW	19亿片	4.5GW	135亿
2017年完成	15GW	6.5GW	22.1亿片	4.7GW	163亿
2018年目标	28GW	12GW	40亿片	7.5GW	245亿
2018年完成	28GW	8.8GW	34.8亿片	7.07GW	220亿
2019年目标	36GW	16GW	60亿片	9.5GW	300亿
2019年完成	42GW	14GW	64.8亿片	8.4GW	329亿
2020年目标	75GW	30GW	58GW	20GW	469亿
2020年完成	85GW	50GW	58.2GW	24.5GW	546亿
2021年目标	105GW	65GW	80GW	40GW	850亿

资料来源：公司公告，第一上海

在当前时点看公司近未来的盈利预测，首先，公司组件业务已取得实质性跨越，品牌渠道优势也相继逐步建立，随时间推移将充分受益于一体化头部企业的市占率提升过程；其次，公司硅片业务稳步发展，在单晶替代多晶进入尾声之后，市占率将

稳步提升。因此，公司近未来的业绩增长主要来自：1) 产能扩张，出货量增长；2) 公司非硅成本的不断下降；3) 产品售价增速低于行业；4) 调整销售结构，提升整体单价。值得注意的是，进入 2021 年后，由于上游多晶硅料价格的持续上涨，光伏行业整体硅片及组件业务利润率均受到了不同程度的挤压，公司虽然与上游供应商已有长期合约存在，仍难免受此次大规模原材料涨价的影响，因此我们已适当调低公司 2021 年利润率，但我们认为此次上游原料价格的上涨为行业内短期博弈的结果，涨势不可持续，对公司长期发展逻辑并无重大影响。

图表 31：光伏价格指数 SPI 进入 2021 年后涨幅较大（光伏价格指数基于 Solarzoom 每周采集的多晶硅、硅片、电池片、组件的价格变化而制成，是光伏产业整体价格趋势的“晴雨表”）



资料来源：Solarzoom，第一上海

基于上述逻辑，我们对公司主要业务的核心营运假设如下：

硅片及硅棒业务：我们预计公司 2021-2023 年硅片产能为 110GW、130GW、145GW，随着公司硅片业务产能扩张及释放，预计公司在该业务上市占率将进一步提升，继续维持龙头地位。价格方面受年内上游硅料价格上涨影响，目前硅片市场价格已较 2020 年同比上升一倍有余，目前来看 2021 年全年硅片均价将维持在较高位置，但我们认为此次大规模原料涨价持续时间有限，硅料价格在 2022 年会大概率回落至此次大涨价之前的水平，因此我们预计公司 2021-2023 年硅片及硅棒业务收入分别为 233 亿元、279 亿元、321 亿元。

太阳能组件业务：公司从 2015 年切入组件业务后快速发展，2020 年出货量便已经达到全球第一。我们预计公司 2021-2023 年组件产能为 65GW、75GW、90GW，随着产能释放，公司组件市占率有望持续提升。考虑公司组件业务量价趋势因素，我们预计公司 2021 年-2023 年组件业务收入分别为 598 亿元、747 亿元、897 亿元。

目标价 130.59 元，首次评级为买入

光伏行业是一个既快又慢的行业。“快”在于，成本下降快、光伏产品的价格受变化快，导致企业阶段性盈利可能出现较大波动；“慢”在于，目前行业格局逐渐趋于稳定，龙头公司市占率已经提升到一定比例，在行业中具备话语权，能影响行业

的变化。公司作为行业的绝对龙头，在制造端具备领先优势，同时向下游延伸，公司的一体化布局有助于降低成本、及时改善产品性能，而公司在近几年所做的各种布局，也将未来2-3年进入收获期，我们看好公司长期的竞争实力。

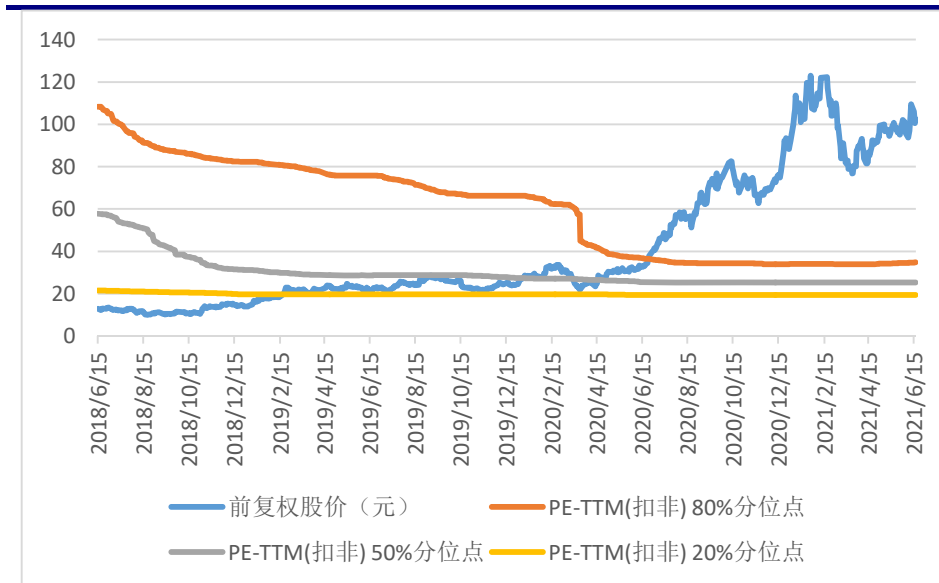
图表 32：光伏行业可比公司估值对比

公司简称	公司代码	EPS (元)				PE		
		20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E
通威股份	600438.SH	0.86	1.29	1.64	1.91	26	24.4	17.5
天合光能	688599.SH	0.64	0.96	1.46	1.85	20.9	13.8	10.8
晶澳科技	002459.SZ	1.09	1.29	1.84	2.42	28	19.6	14.8
阳光电源	300274.SZ	1.34	1.99	2.63	3.25	46.6	35.2	28.6
中环股份	002129.SZ	0.38	0.79	1.07	1.43	36.5	26.8	20.1
	平均值					31.6	24.0	18.4

资料来源：Wind，第一上海

我们预计公司2021-2023年归母净利润110/140.7/178.8亿元，EPS为2.9/3.7/4.7元。我们选择其他同为光伏行业的企业通威股份、天合光能、阳光电源、中环股份和晶澳科技作为可比公司对公司进行估值，行业2021-2023年一致预期平均PE分别为31.6/24.0/18.4x。由于公司竞争力显著优于行业内可比公司，公司管理层优秀，作为行业龙头长期保持高增速、高盈利，我们认为公司估值应该具有一定溢价，给予公司2022年PE为35x，对应目标价130.59元，较现价有27.3%的涨幅空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 33：隆基股份历史 PE 估值（前复权）



资料来源：Wind，第一上海

风险因素

行业内新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
收入	32,897.5	54,583.2	89,159.7	107,219.7	128,219.8	盈利能力					
销售成本	(23,389.4)	(41,145.6)	(68,558.2)	(82,102.8)	(97,871.2)	毛利率 (%)	24.6%	23.1%	23.4%	23.7%	23.4%
毛利	9,508.1	13,437.6	20,601.5	25,116.9	30,348.6	EBITDA 利率 (%)	22.3%	19.0%	19.3%	19.5%	18.7%
行政及分销开支	(2,605.0)	(3,038.4)	(6,497.6)	(7,424.1)	(8,453.2)	净利率 (%)	15.7%	12.4%	13.1%	14.0%	13.7%
其他营运收入 / (成本)	(50.9)	(59.3)	10.0	10.0	10.0						
EBITDA	8,078.5	12,159.5	16,895.9	20,670.1	25,052.9	营运表现					
折旧	(1,338.1)	(1,976.3)	(3,205.2)	(3,485.6)	(3,771.6)	SG&A 收入 (%)	7.9%	5.6%	7.3%	6.9%	6.6%
摊销	(15.7)	(65.9)	(59.8)	(59.8)	(59.8)	实际税率 (%)	11.0%	12.2%	11.3%	11.5%	11.7%
财务费用	249.6	378.3	765.7	864.6	522.9	固定资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
税前盈利	6,246.9	9,911.9	12,632.6	16,189.4	20,600.8	库存周转率	5.2	4.8	4.8	4.8	4.8
所得税	(689.8)	(1,212.2)	(1,421.7)	(1,863.2)	(2,402.9)	应付账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
少数股东应占利润	(277.6)	(147.3)	(187.8)	(240.6)	(306.2)	应收账款周转率	3.8	4.6	3.7	4.1	4.3
归母净利润	5,279.6	8,552.4	11,023.1	14,085.6	17,891.7						
增长						财务状况					
总收入 (%)	65.9%	63.3%	20.3%	19.6%	15.0%	权益负债率	52.3%	59.4%	63.5%	60.6%	56.8%
EBITDA (%)	102.0%	50.5%	39.0%	22.3%	21.2%	收入 / 总资产	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
净利润 (%)	106.4%	62.0%	28.9%	27.8%	27.0%	ROA	8.9%	9.8%	9.0%	9.9%	11.0%
						ROE	19.1%	24.4%	25.2%	25.6%	25.9%
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
现金	19,335.8	26,963.4	42,567.9	55,724.9	67,004.0	税前盈利	6,246.9	9,911.9	12,632.6	16,189.4	20,600.8
应收账款	8,633.7	11,857.8	24,136.7	26,043.1	29,974.2	折旧及摊销	1,353.8	2,042.2	3,265.0	3,545.3	3,831.3
存货	6,356.1	11,452.4	14,586.2	17,973.3	21,147.5	营运资金变化	6,586.5	4,839.5	(1,680.4)	5,554.5	3,388.8
其他流动资产	3,009.5	4,822.5	7,711.8	9,518.5	11,267.2	其他	(689.8)	(1,212.2)	(1,219.0)	(1,829.5)	(2,361.3)
总流动资产	37,366.5	55,101.2	89,028.3	109,277.3	129,405.6	营运现金流	13,497.5	15,581.4	12,998.2	23,459.6	25,459.6
固定资产	15,467.3	24,506.0	25,318.2	25,820.3	26,345.2	资本开支	(2,689.6)	(4,826.6)	(3,780.1)	(3,765.4)	(4,124.0)
无形资产	245.2	597.6	537.9	478.1	418.3	其他投资活动	(341.0)	(381.7)	0.0	0.0	0.0
其他	2,268.8	3,574.4	3,574.4	3,574.4	3,574.4	投资活动现金流	(3,030.6)	(5,208.3)	(3,780.1)	(3,765.4)	(4,124.0)
总资产	59,304.0	87,634.8	121,834.5	142,141.8	162,428.1	负债变化	(425.6)	(4,212.4)	8,741.5	(3,770.1)	(6,191.7)
短期负债	2,425.9	5,202.4	13,943.9	10,173.8	3,982.1	股本变化	4,593.7	135.7	0.0	0.0	0.0
应付账款、应付票据	13,713.9	22,144.2	31,411.9	37,464.7	44,049.9	股息	(720.7)	(2,050.9)	(2,344.4)	(2,765.4)	(3,869.4)
其他	8,480.1	15,745.8	23,109.6	29,620.7	35,251.3	其他融资活动	(2,286.0)	3,355.8	0.0	0.0	0.0
总短期负债	24,619.8	43,092.5	68,465.5	77,259.2	83,283.3	融资活动现金流	1,181.4	(2,771.8)	6,397.1	(6,535.5)	(10,061.1)
长期银行贷款	2,508.6	1,125.3	1,125.3	1,125.3	1,125.3	现金变化	11,627.8	7,627.6	15,604.5	13,157.0	11,279.1
其他负债	2,885.1	3,467.6	3,467.6	3,467.6	3,467.6	期初持有现金	7,707.9	19,335.8	26,963.4	42,567.9	55,724.9
总负债	31,009.2	52,036.8	77,409.8	86,203.5	92,227.6	期末持有现金	19,335.8	28,963.4	42,567.9	55,724.9	67,004.0
股东权益	59,304.0	87,634.8	121,834.5	142,141.8	162,428.1						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。