

## 中國光伏行業

### 能源局將採用新的光伏裝機管理機制

- ❖ **中國將引入總補貼規模封頂用以管控 2019 年新增光伏裝機。**能源局近期就 2019 年光伏裝機管理政策與光伏行業主要企業進行了討論。根據中國光伏行業協會信息，2019 年能源局將對光伏指標控制機制有明顯轉變，由原由上至下行政分配資源模式轉為引入市場競爭機制，在全國範圍內競價排名實現指標發放，並且總的指標發放規模將通過補貼規模封頂設限。光伏行業協會預期新的管理機制將 1) 有助於協同發改委、能源局、財政部三部委間對項目電價、規模控制、和補貼預算等多項目標；2) 除扶貧項目外，所有需要補貼的項目均納入補貼預算規模控制；3) 歷史遺留的已並網無指標項目也將納入 2019 年競價排名範疇。2 月 18 日隨著能源局會議的召開，我們觀察到光伏行業相關股份股價有較大幅度上漲。
- ❖ **預料新機制下市場規模將符合市場預期。**我們相信能源局對於新機制的討論，證實了此前市場有關於 2019 年新增補貼規模封頂將設於人民幣 30 億元的傳聞。基於目前對於新的管控機制的初步理解，我們認為補貼強度將成為中國新增光伏裝機的關鍵。我們測算 2019 年新增光伏裝機將介於 40.4 吉瓦與 43.7 吉瓦之間，基於以下主要假設：1) 戶用光伏固定補貼人民幣 0.18 元/千瓦時；2) 平均補貼強度為人民幣 0.081 元/千瓦時，3) 扶貧項目規模 5 吉瓦；以及 4) 平價項目規模為 5 吉瓦。我們的平均補貼強度測算基於 2018 年下半年領跑者項目競標結果。由於領跑者項目基地均提供較為優惠的土地政策及電網接入條件，我們認為該測算偏向樂觀。
- ❖ **潛在風險：歷史遺留無指標項目及政策推行時間。**基於目前市場信息，目前有 8-10 吉瓦各類光伏項目處於已並網但沒有指標狀態。我們認為這些項目將成為第一批參與 2019 國家競價項目的主力。然而由於這些項目已經完成安裝並網，這些項目若參與競價獲得指標將擠佔 2019 年有效指標規模，使新增裝機量存在一定潛藏風險。此外，由於能源局新的管理機制需要制定較多的政策細節，並且在執行層面還需要考慮眾多問題，我們預期政策落實的時間將較以往更長，而這將對光伏下游開發商帶來顯著時間方面的壓力。光伏項目開發商將需要與時間賽跑以使項目能夠在 2019 年實現並網。若將上述潛在負面因素納入考慮，我們認為 2019 年經調整的有效光伏裝機需求將介於 30.4-35.7 吉瓦。

#### 估值表

公司名稱	代碼	市值 百萬港元	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	PER			PBR		
						17A	18E	19E	17A	18E	19E
保利協鑫	3800	14,130	0.76	0.83	持有	5.9	5.7	5.0	0.5	0.5	0.4
信义光能	968	19,681	2.65	3.00	持有	8.1	8.0	7.1	2.2	1.7	1.5
北控清潔能源	1250	13,086	0.21	N/A	未評級	7.2	7.0	7.0	1.7	1.5	1.2
協鑫新能源	451	7,057	0.37	0.84	買入	8.0	5.1	4.5	0.9	0.7	0.6
熊貓綠能	686	6,671	0.70	N/A	未評級	19.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
新特能源	1799	8,047	7.70	N/A	未評級	6.1	5.5	4.8	0.7	0.6	0.6
江山控股	295	3,217	0.22	N/A	未評級	22.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
協合新能源	182	3,080	0.36	N/A	未評級	12.4	4.4	4.7	0.5	0.4	0.4
福萊特玻璃	6865	2,736	1.52	N/A	未評級	5.2	4.3	3.0	N/A	0.6	0.5
興業太陽能	750	2,244	2.69	N/A	未評級	12.7	6.3	6.0	0.4	0.4	0.4
<b>行業平均</b>						<b>10.7</b>	<b>5.8</b>	<b>5.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>

資料來源：彭博，招銀國際

### 落後大市

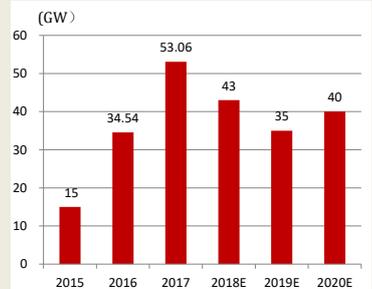
蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

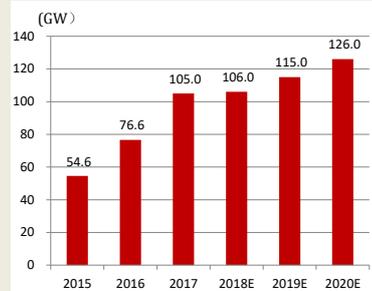
#### 中國光伏行業

##### 中國年度光伏裝機



資料來源：國家能源局，招銀國際預測

##### 全球年度光伏裝機



資料來源：IRENA，招銀國際預測

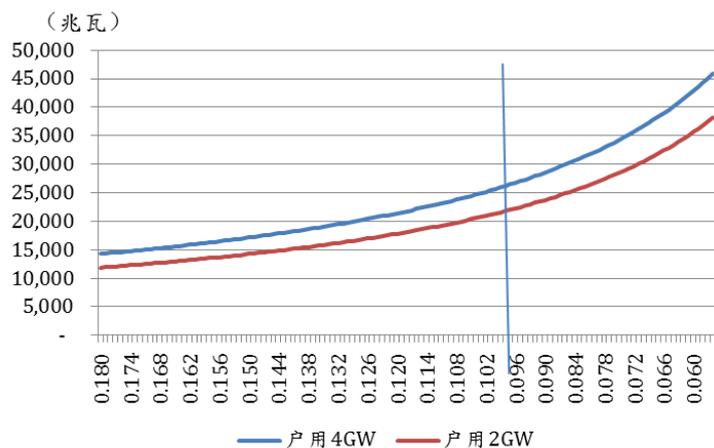
❖ **行業估值已明顯超出基本面支持。**我們對光伏行業維持謹慎觀點，基於我們認為中國市場的光伏裝機需求仍存較大不確定性。我們認為2019年中國光伏行業將主要由海外市場需求所驅動。自2019年1月以來，光伏行業相關股份已經累積明顯漲幅，我們認為已反應了目前所明確的積極因素。對於光伏下游電站開發及運營商，由於補貼退坡節奏快於預期，並且存量項目的補貼回收週期仍在拉長，我們認為光伏下游企業仍將存在較大的現金流壓力，而近期上游製造商股價的快速上漲已超越了基本面支持。目前，2019年港股光伏行業預測市盈率8.2倍，A股光伏行業預測市盈率為47.1倍，我們建議獲利了結。我們對目前所覆蓋的光伏上游製造商維持持有評級，分別是保利協鑫（3800 HK，持有，目標價：HK\$0.56）和信義光能（968 HK，持有，目標價：HK\$2.63）。

圖1：我們對於中國市場年度裝機測算

項目類型(吉瓦)	下限	上限	補貼強度(人民幣/千瓦時)
戶用光伏	4	2	0.18
分布式			
地面電站	26.4	31.7	0.081
領跑者			
扶貧項目	5	5	2019年標杆電價
平價項目	5	5	
	<b>40.4</b>	<b>43.7</b>	
扣減：已并網無指標項目	10	8	
<b>有效光伏需求</b>	<b>30.4</b>	<b>35.7</b>	

資料來源：招銀國際預測

圖2：基於補貼強度為人民幣0.081元/千瓦時的裝機規模測算



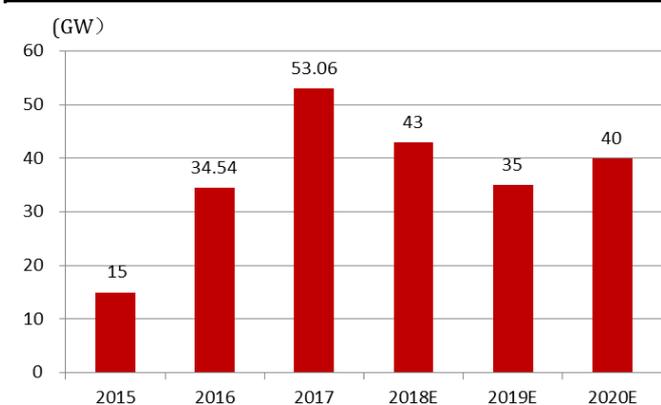
資料來源：招銀國際預測

圖3：領跑者項目電價參考(人民幣/千瓦時)

領跑者項目基地	當地火電脫硫脫硝标杆電價	中標價低值	中標價高值	平均	平均補貼強度
达拉特	0.2829	0.34	0.36	0.35	0.0671
大同	0.332	0.4	0.45	0.425	0.0930
白城	0.3731	0.41	0.45	0.43	0.0569
壽陽	0.332	0.44	0.48	0.46	0.1280
泗洪	0.391	0.49	0.53	0.51	0.1190
海興	0.372	0.44	0.48	0.46	0.0880
寶應	0.391	0.46	0.49	0.475	0.0840
渭南	0.3545	0.48	0.54	0.51	0.1555
格爾木	0.3247	0.31	0.34	0.325	0.0003
德令哈	0.3247	0.32	0.36	0.34	0.0153
				<b>Average</b>	<b>0.0807</b>

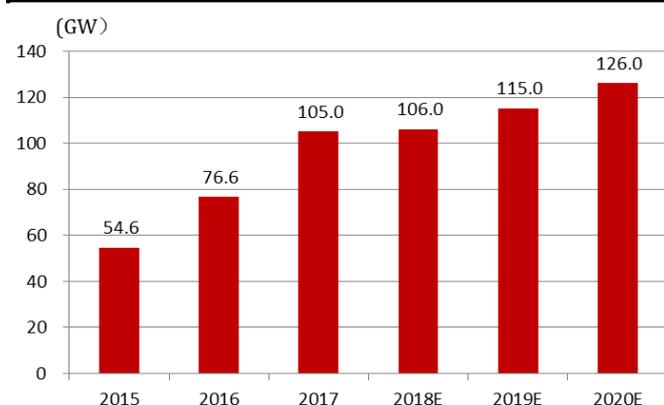
資料來源：招銀國際

圖4：中國年度新增光伏裝機



資料來源：國家能源局，招銀國際預測

圖5：全球年度新增光伏裝機



資料來源：IRENA，招銀國際預測

圖 6：A 股光伏同業估值表

代號	公司名稱	市值	股價	每股盈利			符合增長率	市盈率			市淨率		
		(百萬元人民幣)	(人民幣)	17	18E	19E	17-19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
<b>多晶硅及電池片</b>													
600438	通威股份	48,103	12.39	0.518	0.516	0.770	21.9%	22.4	24.0	16.1	3.6	3.2	2.8
<b>單晶硅及硅片</b>													
601012	隆基股份	68,765	24.64	1.293	1.062	1.267	-1.0%	22.8	23.2	19.4	5.2	4.2	3.5
002129	中環股份	27,879	10.01	0.221	0.100	0.170	-12.3%	48.1	100.1	58.9	2.4	N/A	N/A
<b>組件</b>													
002506	協鑫集成	25,933	5.12	0.005	0.034	0.056	234.7%	N/A	150.6	91.4	N/A	5.6	4.8
002218	拓日新能	4,166	3.37	0.130	0.010	0.010	-72.3%	36.1	338.0	337.0	N/A	N/A	N/A
300393	中來股份	4,615	19.15	1.440	0.200	0.250	-58.3%	23.4	95.8	76.6	2.8	N/A	N/A
002623	亞瑪頓	2,747	17.17	(0.140)	0.530	0.400	N/A	78.9	32.4	42.9	N/A	N/A	N/A
<b>逆變器</b>													
300274	陽光電源	18,405	12.68	0.710	0.600	0.753	3.0%	21.0	21.1	16.8	2.7	2.4	2.1
601877	正泰電器	56,044	26.05	1.340	1.711	2.022	22.8%	13.5	15.2	12.9	3.4	2.5	2.2
002334	英威騰	3,967	5.26	0.299	0.348	0.408	16.8%	17.0	15.1	12.9	2.1	2.0	1.8
603063	禾望電氣	3,780	9	0.600	0.300	0.580	-1.7%	15.0	30.0	15.5	N/A	N/A	N/A
<b>光伏製造設備</b>													
300316	晶盛機電	16,186	12.6	0.300	0.529	0.669	49.3%	27.4	23.8	18.8	4.6	3.8	3.4
300724	捷佳偉創	11,875	37.11	1.060	0.974	1.293	10.4%	35.0	38.1	28.7	N/A	7.1	5.8
601908	京運通	8,141	4.08	0.200	0.225	0.300	22.5%	16.4	18.1	13.6	1.2	1.1	1.0
<b>EVA材料</b>													
603806	福斯特	16,316	31.22	1.123	1.165	1.445	13.4%	29.1	26.8	21.6	3.2	2.8	2.5
<b>金剛線</b>													
300554	三超新材	1,638	17.5	1.004	N/A	N/A	N/A	17.4	N/A	N/A	3.5	N/A	N/A
<b>光伏下游開發商</b>													
000591	太陽能	11,517	3.83	0.268	0.372	0.480	33.8%	13.8	10.3	8.0	1.0	0.9	0.9
601222	林洋能源	9,975	5.65	0.390	0.480	0.587	22.7%	12.9	11.8	9.6	1.1	1.0	0.9
<b>Total</b>							<b>19.1%</b>	<b>26.5</b>	<b>57.3</b>	<b>47.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>
<b>Total exclude module</b>							<b>15.5%</b>	<b>22.3</b>	<b>27.5</b>	<b>19.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>

資料來源：彭博，招銀國際

## 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。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 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。而過去表現亦不代表未來的表現，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 年證券交易法規則 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。