

中国光伏行业 行业价值重估将持续

❖ **意外火热光伏装机和产能意外事件触发价值重估。**港股市场光伏相关股份自2017年2季度末开始显现强势反弹。我们分析光伏板块股价反弹的原因来自于1)中国光伏装机意外火热,中电联数据显示17年前8个月光伏装机达34.9吉瓦;2)美国企业Suniva就201条款的诉求导致美国光伏开发商为应对针对进口的惩罚性关税加紧储备光伏组件;以及3)瓦克位于美国的生产设施在9月初发生爆炸将市场目光引回光伏供应链。就2017年余下的几个月及2018年的光伏供应链而言,我们相信美国贸易组织就光伏201条款的9月22日即将公布的初步裁决将是短期关键。结合对于中国市场及新兴市场的光伏装机需求分析,我们对于全球光伏需求维持强健状态保持乐观。对于港股光伏板块,基于光伏玻璃市场供需平衡更趋向于供应端,我们认为**信义光能(968 HK, 买入)**将是板块首选;基于较低的市场估值以及更高的产品销售均价预期,保利协鑫(3800 HK, 买入)也是我们的版块偏好之一。

❖ **中国光伏装机超40吉瓦。**根据中电联前八个月数据统计,中国光伏装机实现34.9吉瓦,在2017上半年历史高位24.4吉瓦基础上再创新高。因上半年分布式装机已实现7.7吉瓦,我们预料在34.9吉瓦装机中,分布式装机将达10吉瓦以上。展望2018年,我们认为分布式装机的火热将不会持续,因我们相信2017年分布式市场的繁荣受分布式电价下调预期所致,呈现了明显的抢装现象。尽管对于分布式预期有所冷却,我们对于未来光伏装机需求保持乐观,基于我们对未来数年中国光伏装机将维持稳定的判断,以及新兴市场需求将起快速增长。我们将2017年中国新增光伏装机量自32吉瓦上调32.7%至43吉瓦,并预测2018,2019年光伏装机稳定高于30吉瓦水平。

❖ **Suniva 201条款初步裁决将于9月22日公布。**美国光伏组件生产企业Suniva就国际贸易组织201条款诉求导致光伏产业供应链自2017年5月开始趋向供应偏紧。201条款诉求方要求将光伏组件价格提升至每瓦0.78美元,较目前BNEF现货价格高86.6%。光伏组件价格提高将大幅影响美国光伏电站开发商的项目回报,因此美国光伏开发企业大幅增加光伏组件备货以应对潜在惩罚性关税所带来的不利影响。目前,对于美国贸易组织是否会支持这些诉求尚未不明确,因主流的美国光伏制造企业及开发商均作证反对有关诉求,但在贸易争端方面的政治角力或将影响初步裁决结果。美国贸易组织将于9月22日公布裁决结果,并提交美国总统,最早于11月13日形成最终决议。我们相信美国光伏组件开发商就已签署项目已作光伏组件储备,对未决项目则因光伏组件价格不确定性较高,因此判断因201条款所带来的光伏组件需求已逐渐减弱。对于2017年余下时间及2018年的短期价格影响,将受201条款的裁决结果决定。

估值表

公司	代码	市值 百万港元	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PER			PBR		
						16A	17E	18E	16A	17E	18E
信义光能	968	20,861	2.81	3.00	BUY	10.0	9.2	7.8	2.8	2.3	2.0
保利协鑫	3800	18,959	1.02	1.26	BUY	6.9	6.6	5.6	0.8	0.7	0.6
协鑫新能源	686	10,387	1.09	0.94	UR	22.7	7.7	5.5	1.7	2.1	1.5
联合光伏	451	9,537	0.50	0.6	BUY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
北控清洁能源	1250	12,450	0.20	N/A	NR	N/A	9.8	6.7	N/A	1.7	1.4
福莱特玻璃	6865	2,520	1.40	N/A	NR	3.6	4.2	3.3	0.6	0.5	0.4
兴业太阳能	750	2,369	2.84	N/A	NR	4.0	4.7	5.4	0.5	0.4	0.4
平均						8.0	7.0	6.3	1.1	1.2	1.0

资料来源:彭博,招银国际预测

跑赢大市

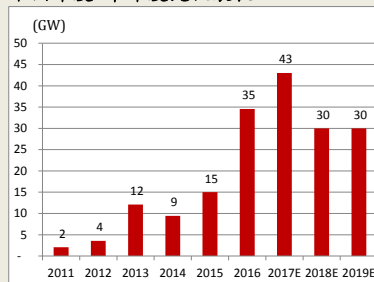
萧小川

电话:(852) 3900 0849

邮件:robinxiao@cmbi.com.hk

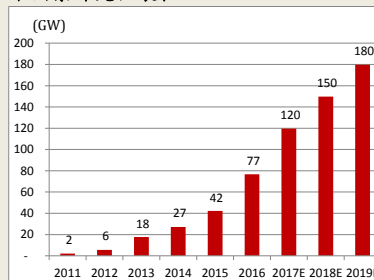
中国光伏行业

中国年度/半年度光伏装机



资料来源:国家能源局,招银国际预测

中国累计光伏装机



资料来源:国家能源局,招银国际预测

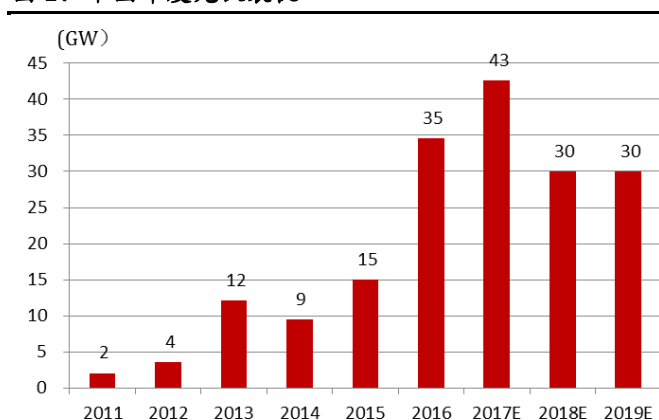
- ❖ **瓦克事故影响有限。**全球第二大多晶硅制造商瓦克化学，其位于美国的生产厂房发生爆炸，致使多晶硅生产自 9 月 7 日起中断。瓦克位于美国田纳西生产设施拥有多晶硅产能 2 万吨。我们估计对于全球多晶硅供应影响大约在 5% 左右。目前瓦克仍处于事故调查阶段，并且此次爆炸对瓦克生产基地的周边社区对于化学品生产安全产生了顾虑，预料此次事故所带来的产能波动将会持续一段时间。因目前中国针对美国多晶硅产品征收高额关税，瓦克美国对中国并没有直接多晶硅出口，但我们预料海外供应趋紧将驱动国内光伏产品价格走高，尤其是对于较高端的单晶硅产品。整体而言，我们认为该事故所带来的市场影响有利于国内的多晶硅生产商，如保利协鑫。对于更长期的考虑，我们认为该事故所造成的生产中断是暂时的，因此影响有限。
- ❖ **产业链中游面临双重压力。**我们相信光伏产业链中，中游的电池片及组件生产商短期内面临着双重挤压环境。一方面，我们观察到多晶硅及硅片价格持续走高，另一方面，多晶硅组件价格维持下降趋势。两重价格方面的压力使中游组件端在商业发展及投资机遇吸引力均有所减弱。
- ❖ **光伏玻璃价格重回上升轨道。**在光伏下游需求旺盛的背景下，我们对于光伏产业链较为偏好的是光伏玻璃产业，因其拥有较其它产品更为独立的供需平衡状态。在最近两周，我们观察到光伏玻璃价格出现回升，确认了我们较早前对于光伏玻璃市场将向供应端倾斜的判断。根据卓创资讯信息，信义光能和福莱特玻璃（6865 HK, 未评级）两家企业率先提价，将光伏玻璃的价格从此前每平方米人民币 26-27 元上调人民币 1-2 元至每平方米人民币 27-28 元。除因全球光伏下游市场需求火热以外，我们分析近几个月的中国环保督查使落后产能停止生产，导致光伏玻璃供应偏紧。除此以外，发改委下调了天然气门站价格，将使光伏玻璃生产商燃料成本有所减少并提升利润水平。
- ❖ **光伏下游：绿证顾虑逐步减轻。**自中期业绩报告以后，我们相信光伏下游上市企业经历了较明显的估值修复。市场对于绿证直接替换目前及未来新能源项目补贴的顾虑，在上市企业管理层们多次分析解释以后，有所减轻。此外，能源局将风电和光伏的发展目标大幅提升（从原来的 105 吉瓦提升至至少 197 吉瓦）。我们认为市场关注将重新回到光伏下游企业的产能增长，电价水平，以及项目融资成本。对于下游市场，我们青睐协鑫新能源（451 HK, 买入），基于其光伏装机容量增长的确切性，以及逐渐提高的运营效率，但我们对于较大规模的资本开支所带来的股权融资需求维持适度关注。
- ❖ **行业展望升级至跑赢大市。**我们相信市场情绪对于可再生能源相关企业恢复乐观，因绿证顾虑逐渐减轻，并且，可再生能源自证了其成本方面的竞争力逐渐提升。我们将行业展望升级至跑赢大市，并预料行业价值重估将获持续。基于光伏玻璃市场供需平衡更趋向于供应端，我们认为**信义光能将是板块首选**；基于较低的市场估值以及更高的产品销售均价预期，**保利协鑫也是我们的版块偏好之一**。

图 1: 能源局将 2020 年光伏装机目标提升至接近 200 吉瓦(单位: 兆瓦)

省份	2017	2018	2019	2020	2017-2020	Grid-connection target
黑龙江	800	800	800	800	3,200	6,000
辽宁	500	400	300	300	1,500	2,500
吉林	500	400	400	400	1,700	2,400
北京			No limit			1,160
天津			No limit			800
河北	1,000	1,200	1,200	1,200	4,600	12,000
山西	800	1,000	1,000	1,000	3,800	12,000
内蒙古	1,000	1,000	1,000	1,000	4,000	10,000
山东	500	1,000	1,000	1,000	3,500	10,000
河南	900	500	500	500	2,400	5,000
重庆			No limit			10
四川	500	500	300	300	1,600	2,500
江西	500	300	300	300	1,400	4,000
湖北	500	500	300	300	1,600	3,500
湖南	500	500	300	300	1,600	2,000
上海			No limit			800
江苏	1,200	1,000	1,000	1,000	4,200	10,000
浙江	1,000	1,000	1,000	1,000	4,000	8,000
安徽	800	600	500	500	2,400	7,000
福建			No limit			900
云南	500	500	500	500	2,000	3,100
贵州	300	300	300	300	1,200	2,000
海南			No limit			1,340
广东	500	800	800	800	2,900	6,000
广西	500	300	300	300	1,400	1,000
陕西	800	800	800	800	3,200	7,000
宁夏						8,000
新疆			Suspend development			9,000
甘肃						9,900
青海	800	500	500	500	2,300	10,000
西藏	0	0	0	0	0	1,000
领跑者	8,000	8,000	8,000	8,000	32,000	38,500
合计	22,400	21,900	21,100	21,100	86,500	197,410

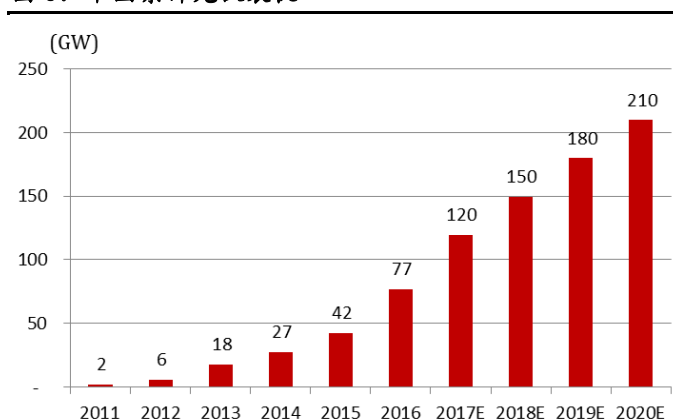
资料来源: 国家能源局, 招银国际证券

图 2: 中国年度光伏装机



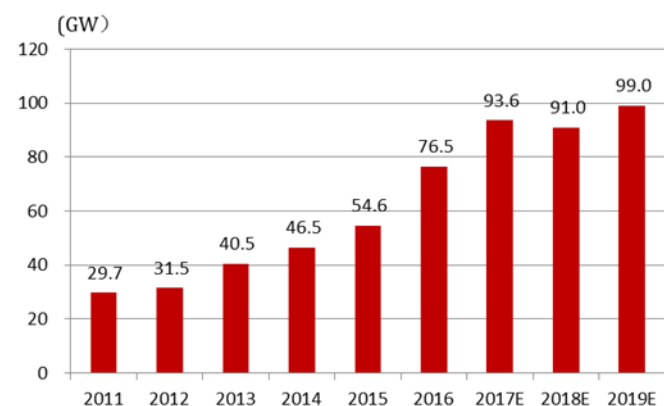
资料来源: 国家能源局, 招银国际预测

图 3: 中国累计光伏装机



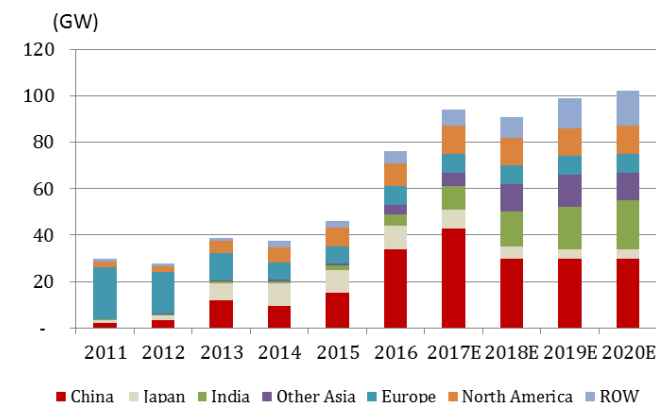
资料来源: IRENA, 招银国际预测

图 4：全球年度光伏装机预测



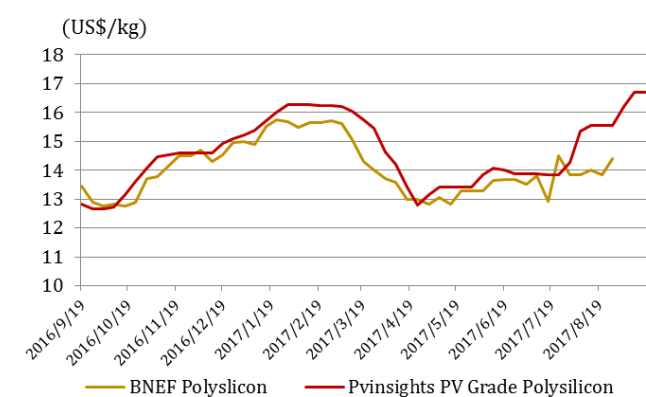
资料来源：IRENA，招银国际预测

图 5：印度光伏需求将在全球需求占比稳步上升



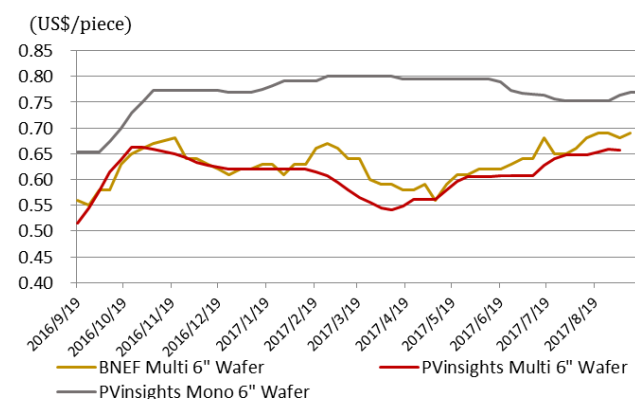
资料来源：IRENA，招银国际预测

图 6：多晶硅价格近期受瓦克事故影响上升



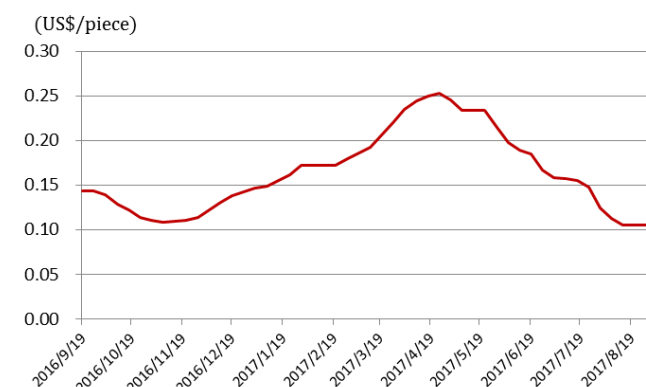
资料来源：彭博，招银国际证券

图 7：多晶硅片价格近期也明显上扬



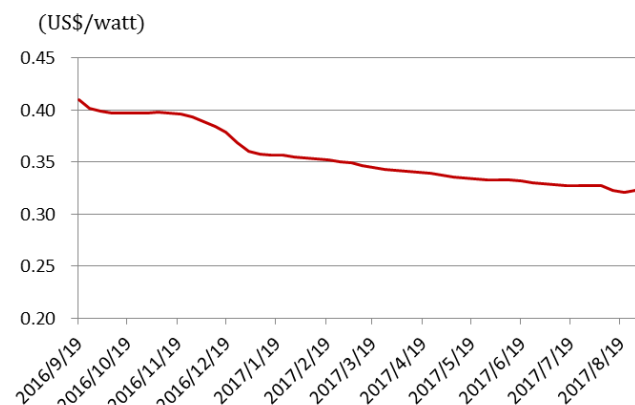
资料来源：彭博，招银国际证券

图 8：单晶对多晶价差自 5 月起明显缩窄(Pvinfosights 6 寸单晶对 Pvinfosights 6 寸多晶)



资料来源：彭博，招银国际证券

图 9：Pvinfosights 多晶组件价格持续录得下降



资料来源：彭博，招银国际证券

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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

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。招银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。招银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银证券编写，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上责任。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。招银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责任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之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，未经招银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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。