

中国光伏行业

供应链情况更新：海外需求能见度依然较低

我们与信义光能（968 HK），隆基股份（601012 CH）以及新特能源（1799 HK）就光伏供应链上多晶硅、硅片、光伏玻璃及组件的情况进行了系列电话会。基于这三家企业所分享的信息，截止至5月中旬，我们观察到1）国内市场抢装对于光伏需求带来些许改善；2）海外市场需求仍旧不高；3）光伏供应链中的制造企业依然面临出货和价格压力。我们认为市场目前对于中国市场630抢装情绪激昂，同时憧憬海外市场随疫情恢复能够在6月底开始填补中国市场抢装后的空缺，并对下半年的光伏产品出货即定价带来支撑。然而，根据光伏企业目前的信息更新，我们认为公司管理层对于海外需求复苏持谨慎乐观态度。在目前市场估值状态下，我们认为光伏玻璃子版块在产业链中处于较佳位置。**我们重申对信义光能（968 HK，目标价：6.31 港元）买入评级，对隆基股份（601012 CH，目标价：人民币31.23元）持有评级。**

- **产能过剩持续。**受国内市场抢装刺激，光伏需求在4-5月呈改善态势，但受访公司代表认为海外市场需求受疫情影响受较大扰动，目前产业链上产能过剩的情况依旧明显。在产业链上，1）新特能源表示多晶硅库存情况自7,000吨降至6,000吨，仍接近一个月的产能水平；2）隆基在硅片端维持出货顺畅（约两周左右库存），但在组件端则累积近1.5个月左右库存；3）信义光能则观察到目前库存仍在攀升，但尚处于可控区间（1-2个月左右库存）。
- **海外市场需求能见度依然较低。**对于未来需求展望，受访公司表述偏向谨慎，部分是由于目前国内抢装仅足以支持需求至6月中，同时海外市场需求由于疫情发展及封城解除进展尚未明朗。尽管国内市场由于竞争激烈，组件销售定价显著较低，隆基股份仍希望将其本年度的组件销售重点从海外市场导回到国内市场以获得更高的订单出货确定性。信义光能也预期6月中旬将会是决定下一阶段光伏玻璃价格的关键时点，但目前的需求能见度尚不清晰。
- **产能安排仍然不变。**尽管面临较大的需求不确定性，信义光能、隆基股份及新特能源均维持其原订的产能计划安排不变。信义光能及隆基股份均坚持扩产计划，分别自2020年下半年及二季度开始供应更多的光伏玻璃及单晶硅片，这也为近几周疲弱的产品价格走势提供多一重解释。新特能源方面则希望通过增加产出以弥补目前多晶硅料的价格下跌，同时公司也没有改变其原订的7月份进行产能检修的计划。
- **多晶硅料价格触底；但硅片、组件、及光伏玻璃则面临进一步的定价压力。**根据中国有色金属工业硅业分会数据，多晶硅单晶致密料价格已跌至每公斤人民币58.5元，年初至今已下跌18.3%。新特能源认为多晶硅价格已经触底，进一步价格压力将导致多晶硅环节停产检修。在硅片、组件和光伏玻璃方面，价格展望受海外疫情的不确定性影响并不清晰。由于近期组件招标价格最低已降至极端低价人民币1.44元/瓦（含增值税），隆基股份指出目前市场报价滞后于实际交易情况。若海外需求复苏慢于预期，公司认为将对硅片、电池片及组件价格带来压力。我们认为压力也将向光伏玻璃环节进行传导。

同步大市（维持）

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

近期报告：

1. “隆基股份-A (601012 CH) – 二季度将开始面临阻力” – 2020年4月20日
2. “信义光能(968 HK) – 19年业绩符合预期，新产能受疫情影响延迟一季” – 2020年3月20日
3. “China Solar Sector – Brace for a potential demand shock” – 13 Mar 2020

■ **选股思路：在不确定的市场中寻找确定性。**自 4 月以来，信义光能和隆基股份分别反弹了 11.6% 及 32.3%。在 A 股市场，结合隆基股份、通威股份（600438 CH）以及天津中环（002129 CH）等领先企业的股价走势，我们认为市场已需求复苏的乐观展望预期置入股价之中，然而海外市场需求复苏的进度显然慢于市场乐观的预期。结合目前光伏制造企业的估值情况，每股盈利增长趋势，行业集中性和供应链中的定位，我们更青睐光伏玻璃生产商。**我们的行业首选是信义光能（968 HK, 目标价：6.31 港元）。**我们认为信义光能在 2020 年上半年能够实现较为显著的销售均价同比增长，同时在天然气及纯碱两方面能够获得显著的成本节约。对于产业链上的其它环节，由于其较高的估值水平及较低的需求能见度，我们偏向谨慎。**我们对隆基股份（601012 CH, 目标家：人民币 31.23 元）重申持有评级。**

图 1：光伏制造行业估值情况

股份及市场 公司名称	市值	股价	年初至今	目标价	每股盈利				复合增长率	市盈率			市净率		
	(百万美元)	(当地货币)	(%)	(当地货币)	19A	20E	21E	19-21E		19A	20E	21E	19A	20E	21E
多晶硅及电池片															
600438 CH 通威股份	8,724	14.48	10.3	n/a	0.68	0.70	0.96	18.9%		19.3	20.7	15.1	3.2	2.8	2.4
DQ US 大全新能源	670	48.2	-5.9	n/a	2.25	9.12	9.94	110.2%		25.6	5.3	4.9	1.2	1.0	0.8
600732 CH 爱旭股份	2,016	7.84	0.6	n/a	0.37	0.48	0.68	35.3%		21.1	16.5	11.6	5.9	4.8	3.3
单晶硅片															
601012 CH 隆基股份	16,822	31.74	27.8	31.23	1.47	1.60	1.97	15.7%		16.9	19.8	16.1	4.8	3.6	3.0
002129 CH 天津中环	7,161	18.3	55.0	n/a	0.32	0.54	0.73	49.8%		36.4	33.7	25.1	3.4	3.2	2.9
组件															
JKS US 晶科能源	646	14.53	-35.4	n/a	21.22	30.73	17.38	-9.5%		5.9	3.4	5.9	0.5	0.3	0.3
CSIQ US 阿特斯	1,007	17.05	-22.9	n/a	2.88	2.25	2.72	-2.9%		6.4	7.6	6.3	0.7	0.7	0.6
002459 CH 晶澳科技	2,813	14.92	33.5	n/a	1.27	1.00	1.33	2.3%		8.8	14.9	11.2	4.1	2.1	1.8
002506 CH 协鑫集成	1,864	2.61	-55.8	n/a	0.01	(0.05)	(0.05)	N/A		537.3	N/A	N/A	3.5	3.2	3.4
光伏玻璃															
968 HK 信义光能	5,693	5.46	-1.3	6.31	0.30	0.38	0.47	25.1%		18.3	14.4	11.5	3.1	2.7	2.3
6865 HK 福莱特玻璃-H	2,933	5.35	3.9	n/a	0.37	0.51	0.68	35.3%		12.4	9.6	7.3	2.1	1.8	1.5
601865 CH 福莱特玻璃-A	2,932	12.44	2.6	n/a	0.37	0.54	0.72	39.4%		12.4	23.1	17.3	5.5	2.7	2.2
逆变器															
300274 CH 阳光电源	2,217	10.83	2.8	n/a	0.61	0.80	0.99	27.1%		17.3	13.6	11.0	1.8	1.6	1.4
300763 CH 锦浪科技	834	43	76.0	n/a	0.99	1.67	2.61	62.0%		24.6	25.8	16.5	13.8	5.3	4.1
EVA胶膜															
603806 CH 福斯特	3,547	34.5	-0.6	n/a	1.31	1.36	1.61	11.1%		26.6	24.6	20.7	2.9	3.5	3.0

资料来源：彭博，招银国际证券

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个工作日内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。

招銀國際證券投資評級

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 : 招銀國際證券並未給予投資評級

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
落后大市 : 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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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，本公司及其僱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责任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀國際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时自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以了解由本報告引起或與之相關的事宜。