

## 中国光伏行业

### 能源局将采用新的光伏装机管理机制

- ❖ **中国将引入总补贴规模封顶用以管控 2019 年新增光伏装机。**能源局近期就 2019 年光伏装机管理政策与光伏行业主要企业进行了讨论。根据中国光伏行业协会信息，2019 年能源局将对光伏指标控制机制有明显转变，由原由上至下行政分配资源模式转为引入市场竞争机制，在全国范围内竞价排名实现指标发放，并且总的指标发放规模将通过补贴规模封顶设限。光伏行业协会预期新的管理机制将 1) 有助于协同发改委、能源局、财政部三部委间对项目电价、规模控制、和补贴预算等多项目标；2) 除扶贫项目外，所有需要补贴的项目均纳入补贴预算规模控制；3) 历史遗留的已并网无指标项目也将纳入 2019 年竞价排名范畴。2 月 18 日随着能源局会议的召开，我们观察到光伏行业相关股份股价有较大幅度上涨。
- ❖ **预料新机制下市场规模将符合市场预期。**我们相信能源局对于新机制的讨论，证实了此前市场有关于 2019 年新增补贴规模封顶将设于人民币 30 亿元的传闻。基于目前对于新的管控机制的初步理解，我们认为补贴强度将成为中国新增光伏装机的关键。我们测算 2019 年新增光伏装机将介于 40.4 吉瓦与 43.7 吉瓦之间，基于以下主要假设：1) 户用光伏固定补贴人民币 0.18 元/千瓦时；2) 平均补贴强度为人民币 0.081 元/千瓦时；3) 扶贫项目规模 5 吉瓦；以及 4) 平价项目规模为 5 吉瓦。我们的平均补贴强度测算基于 2018 年下半年领跑者项目竞标结果。由于领跑者项目基地均提供较为优惠的土地政策及电网接入条件，我们认为该测算偏向乐观。
- ❖ **潜在风险：历史遗留无指标项目及政策推行时间。**基于目前市场信息，目前有 8-10 吉瓦各类光伏项目处于已并网但没有指标状态。我们认为这些项目将成为第一批参与 2019 年国家竞价项目的主力。然而由于这些项目已经完成安装并网，这些项目若参与竞价获得指标将挤占 2019 年有效指标规模，使新增装机量存在一定潜藏风险。此外，由于能源局新的管理机制需要制定较多的政策细节，并且在执行层面还需要考虑众多问题，我们预期政策落实的时间将较以往更长，而这将对光伏下游开发商带来显著时间方面的压力。光伏项目开发商将需要与时间赛跑以使项目能够在 2019 年实现并网。若将上述潜在负面因素纳入考虑，我们认为 2019 年经调整的有效光伏装机需求将介于 30.4-35.7 吉瓦。

#### 估值表

公司名称	代码	市值 百万港元	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PER			PBR		
						17A	18E	19E	17A	18E	19E
保利协鑫	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
北控清洁能源	1250	13,086	0.21	N/A	未评级	7.2	7.0	7.0	1.7	1.5	1.2
协鑫新能源	451	7,057	0.37	0.84	买入	8.0	5.1	4.5	0.9	0.7	0.6
熊猫绿能	686	6,671	0.70	N/A	未评级	19.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
新特能源	1799	8,047	7.70	N/A	未评级	6.1	5.5	4.8	0.7	0.6	0.6
江山控股	295	3,217	0.22	N/A	未评级	22.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
协合新能源	182	3,080	0.36	N/A	未评级	12.4	4.4	4.7	0.5	0.4	0.4
福莱特玻璃	6865	2,736	1.52	N/A	未评级	5.2	4.3	3.0	N/A	0.6	0.5
兴业太阳能	750	2,244	2.69	N/A	未评级	12.7	6.3	6.0	0.4	0.4	0.4
<b>行业平均</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>

资料来源：彭博，招银国际

## 落后大市

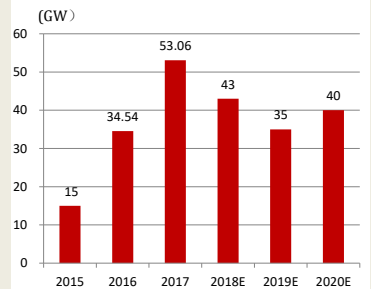
萧小川

电话：(852) 3900 0849

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

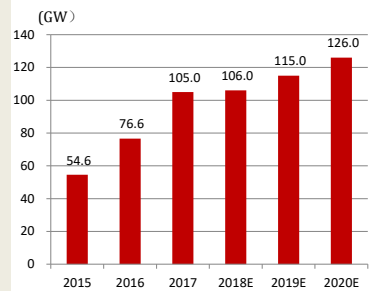
### 中国光伏行业

#### 中国年度光伏装机



资料来源：国家能源局，招银国际预测

#### 全球年度光伏装机



资料来源：IRENA，招银国际预测

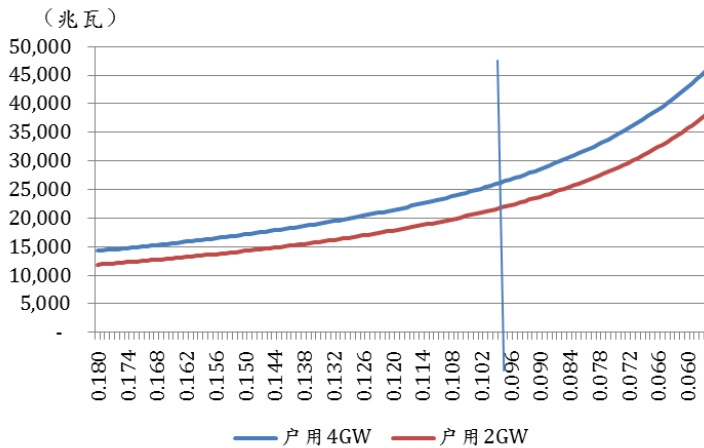
❖ **行业估值已明显超出基本面支持。**我们对光伏行业维持谨慎观点，基于我们认为中国市场的光伏装机需求仍存较大不确定性。我们认为 2019 年中国光伏行业将主要由海外市场需求所驱动。自 2019 年 1 月以来，光伏行业相关股份已经累积明显涨幅，我们认为已反应了目前所明确的积极因素。对于光伏下游电站开发及运营商，由于补贴退坡节奏快于预期，并且存量项目的补贴回收周期仍在拉长，我们认为光伏下游企业仍将存在较大的现金流压力，而近期上游制造商股价的快速上涨已超越了基本面支持。目前，2019 年港股光伏行业预测市盈率 8.2 倍，A 股光伏行业预测市盈率为 47.1 倍，我们建议获利了结。我们对目前所覆盖的光伏上游制造商维持持有评级，分别是保利协鑫（3800 HK，持有，目标价：HK\$0.56）和信义光能（968 HK，持有，目标价：HK\$2.63）。

图 1：我们对于中国市场年度装机测算

项目类型(吉瓦)	下限	上限	补贴强度(人民币/千瓦时)
户用光伏	4	2	0.18
分布式			
地面电站	26.4	31.7	0.081
领跑者			
扶贫项目	5	5	2019年标杆电价
平价项目	5	5	
	<b>40.4</b>	<b>43.7</b>	
扣减：已并网无指标项目	10	8	
<b>有效光伏需求</b>	<b>30.4</b>	<b>35.7</b>	

资料来源：招银国际预测

图 2：基于补贴强度为人民币 0.081 元/千瓦时的装机规模测算



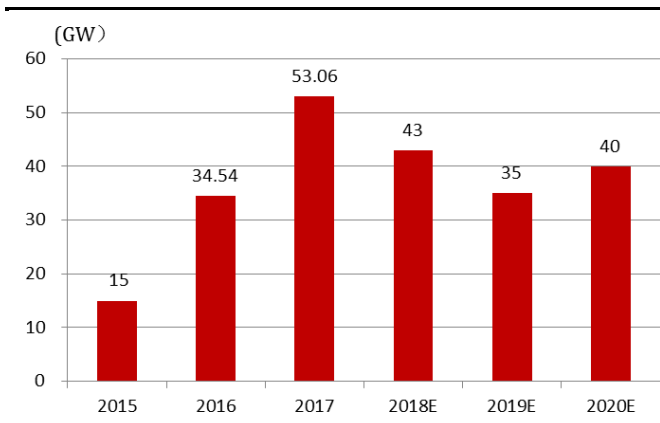
资料来源：招银国际预测

图3：领跑者项目电价参考(人民币/千瓦时)

领跑者项目基地	当地火电脱硫脱硝标杆电价	中标价低值	中标价高值	平均	平均补贴强度
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
寿阳	0.332	0.44	0.48	0.46	0.1280
泗洪	0.391	0.49	0.53	0.51	0.1190
海兴	0.372	0.44	0.48	0.46	0.0880
宝应	0.391	0.46	0.49	0.475	0.0840
渭南	0.3545	0.48	0.54	0.51	0.1555
格尔木	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>

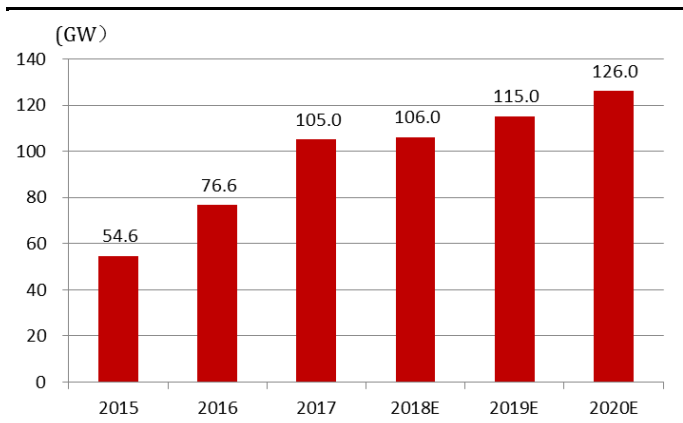
资料来源：招银国际

图4：中国年度新增光伏装机



资料来源：国家能源局，招银国际预测

图5：全球年度新增光伏装机



资料来源：IRENA，招银国际预测

图6：A股光伏同业估值表

代号	公司名称	市值 (百万人民币)	股价 (人民币)	每股盈利			符合增长率 17-19E	市盈率			市净率		
				17	18E	19E		17A	18E	19E	17A	18E	19E
<b>多晶硅及电池片</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>单晶硅及硅片</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	中环股份	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>组件</b>													
002506	协鑫集成	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	中来股份	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	亚玛顿	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>逆变器</b>													
300274	阳光电源	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	正泰电器	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	英威腾	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	禾望电气	3,780	9	0.600	0.300	0.580	-1.7%	15.0	30.0	15.5	N/A	N/A	N/A
<b>光伏制造设备</b>													
300316	晶盛机电	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	捷佳伟创	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	京运通	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>金刚线</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>光伏下游开发商</b>													
000591	太阳能	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>

资料来源：彭博，招银国际

## 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

### 招银国际证券行业投资评级

**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

### 招银国际证券有限公司

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作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)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士。