

中国光伏行业

上半年装机靓丽，但未来增长存忧

❖ **截止上半年累计装机达 101 吉瓦。**国家能源局宣布上半年光伏装机实现 17.3 吉瓦地面电站项目并网，7.1 吉瓦分布式并网，合共并网 24.4 吉瓦。较此前市场预期全年装机 25-30 吉瓦相比，高装机数令人惊讶。我们相信装机数量高于市场预期主要是受到 630 地面电站电价下调所带来的抢装所致。根据能源局数据，上半年光伏发电 51.8 太瓦时，同比增长 75%，并且限电情况仅较为集中于新疆甘肃两省。两省均在上半年录得大幅限电改善，其中新疆限电率 26%，较去年同比下跌 6 个百分点，甘肃限电率 22%，较去年同比下跌 10 个百分点。以累计装机口径统计，上半年装机已达 101 吉瓦，较发改委十三五计划 105 吉瓦目标已经非常接近。

❖ **未来装机增长存忧。**市场信息普遍对分布式光伏的快速增长持乐观态度，并预期分布式项目能够接续地面电站启动新的光伏需求增长引擎。尽管如此，我们对此持谨慎乐观的态度。我们相信分布式装机的增速加快与地面装机存同样逻辑，即在组件成本大幅下降的前提下，分布式项目的补贴在年内存较高的潜在下调可能。在近期的光伏行业会议上，能源局官员亦表示出对于下游装机过热的顾虑。在我们看来，能源局有可能通过设定 2020 年最高装机限定目标 150 吉瓦以控制过热的装机增长节奏，而这将意味着对应未来 3 年的装机存量将只有 45 吉瓦左右。除此以外，我们相信能源局还有可能将 2017 年光伏建设规模指标有所调低，并通过降低电价收紧分布式扩张。

❖ **201 条款增加淡季光伏产品需求。**美国的光伏生产商 Suniva 启动了 ITC 的 201 条款，要求分别对电池片和组件施加 40 美分关税以及 78 美分的价格下限。ITC 目前已受理了 Suniva 的申请，结果将会在 9 月 22 日前公布，并于 11 月 13 日以前提交美国总统作进一步决定。对于潜在光伏组件成本大幅上升，美国的光伏电站开发商已开始采取主动措施，在 ITC 判决前加速光伏产品备货，这在 3 季度将对光伏材料及组件的价格提供有力支持。对于光伏供应链 3-6 个月的展望期，我们相信光伏上游的晶硅及硅片生产商将不受影响，因 201 条款仅针对电池片和组件。但长期来看如果 ITC 采取了不利判决，我们相信美国的光伏下游需求将项目回报导致不再可行而受到打击，这将影响整个光伏供应链。

❖ **行业展望：与大市同步。**受政府调整光伏电价补贴机制及新能源补贴长期拖欠影响，市场情绪对于中国光伏行业意兴阑珊，股价在上半年也处于较为疲弱的状态。在光伏制造端，受国内市场高装机实现数以及美国 201 条款所带来需求增长驱动，股价在最近几周经历反弹。基于保利协鑫（3800 HK）和信义光能（968 HK）较低的估值水平，我们维持对于两家企业买入评级，但我们相信国内市场潜在的装机上限将持续对光伏制造商股价造成压力，使光伏制造相关股份缺乏价值重估的驱动力。我们的行业首选是协鑫新能源（451 HK）。我们相信市场对于补贴模式的调整过度忧虑，并且对于补贴问题，我们相信政府部门仍然具备有多重解决方案。除此以外，我们相信第七批补贴在年内推出将在短期内对下游企业构成有利的股价支持。

招银国际研究部

同步大市

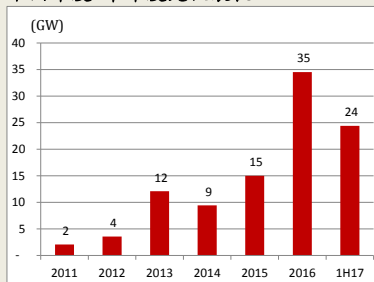
萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

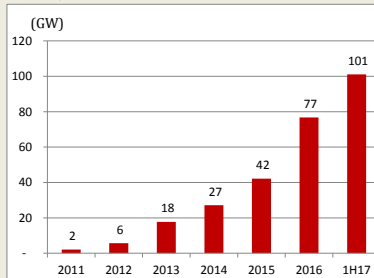
中国光伏行业

中国年度/半年度光伏装机



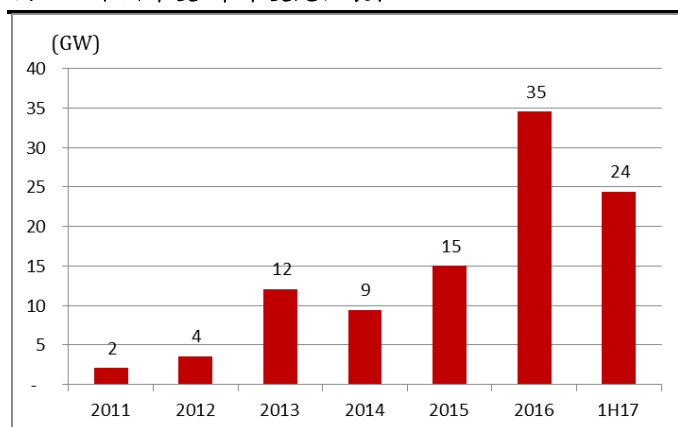
资料来源：国家能源局

中国累计光伏装机



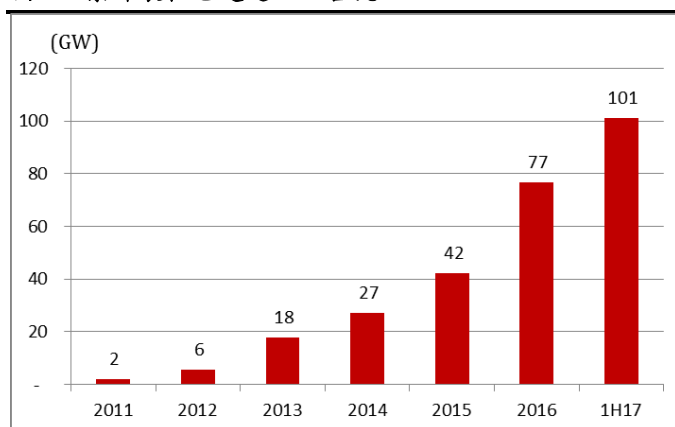
资料来源：国家统计局

图 1：中国年度/半年度光伏装机



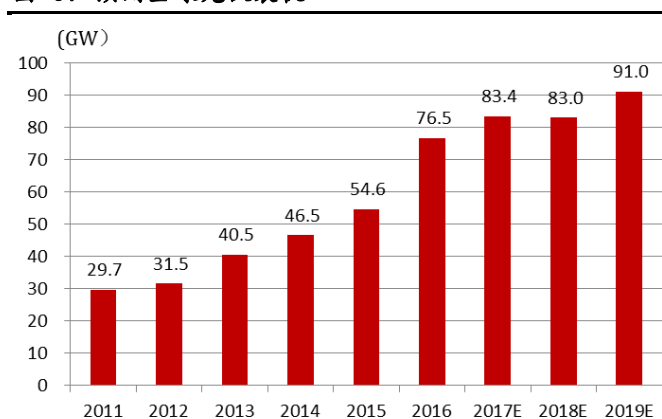
资料来源：国家能源局，招银国际

图 2：累计装机已超过 100 吉瓦



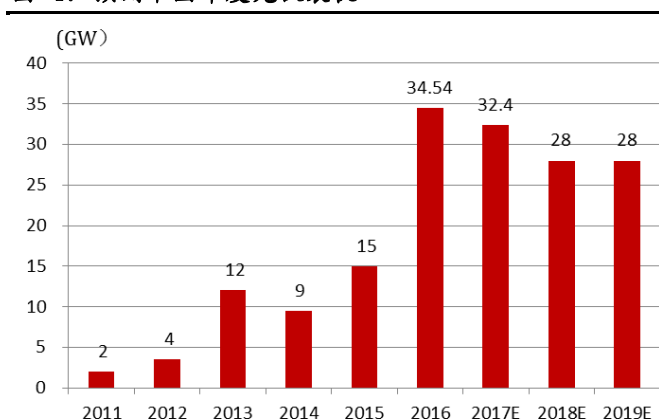
资料来源：国家能源局，招银国际

图 3：预测全球光伏装机



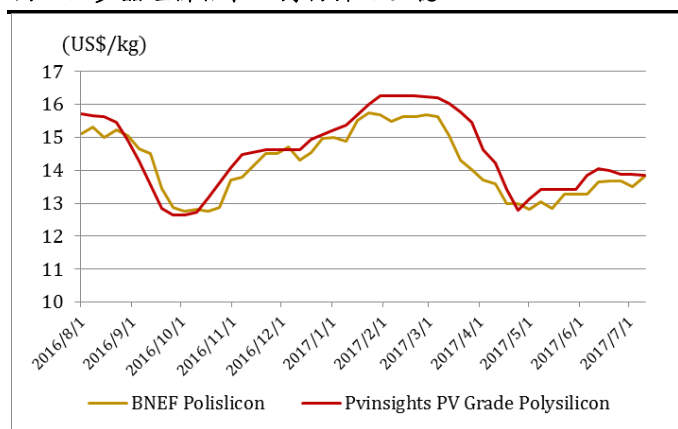
资料来源：招银国际预测

图 4：预测中国年度光伏装机



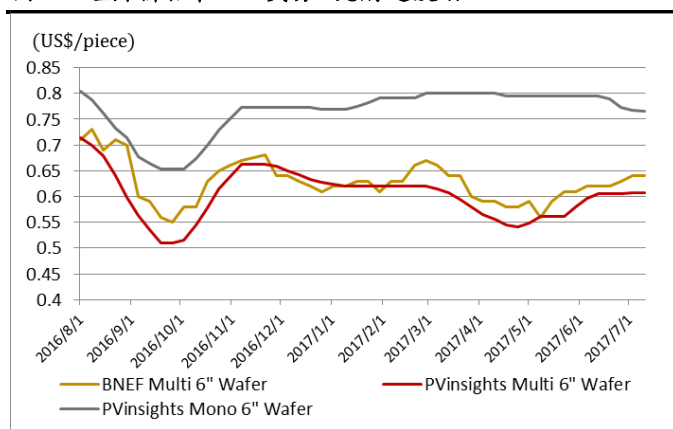
资料来源：招银国际预测

图 5：多晶硅价格在 5 月份开始企稳



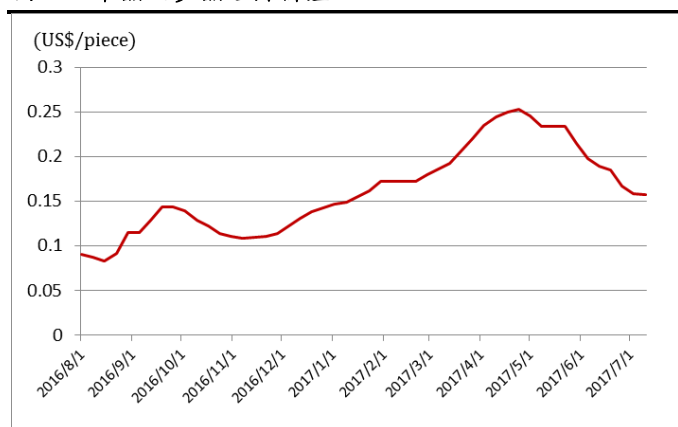
资料来源：彭博，招银国际

图 6：硅片价格在 60 美分/瓦附近波动



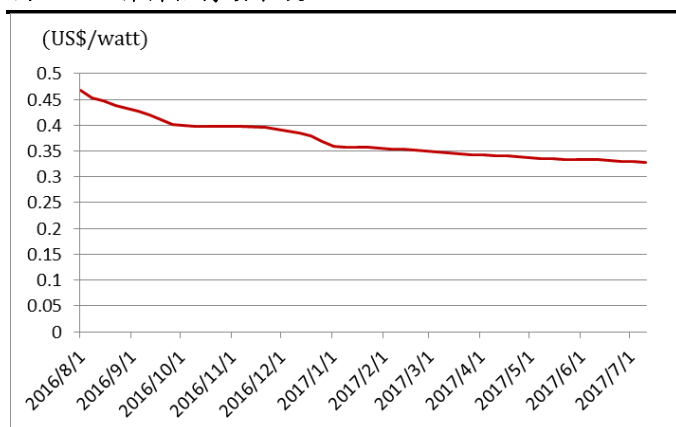
资料来源：彭博，招银国际

图 7: 单晶及多晶硅片价差



资料来源：彭博，招银国际

图 8: 组件价格持续下跌



资料来源：彭博，招银国际

图 9: 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	17,371	2.34	3.00	买入	6.9	6.2	5.1	2.2	1.9	1.6
保利协鑫	3800	16,357	0.88	1.18	买入	7.5	7.0	6.1	0.7	0.7	0.6
北控清洁能源	1250	9,963	0.18	N/A	未评级	N/A	9.3	9.3	N/A	1.6	1.4
联合光伏	686	9,238	1.03	0.94	待更新	50.5	32.2	23.8	1.9	1.8	1.7
协鑫新能源	451	6,962	0.37	0.60	买入	N/A	7.1	4.8	2.1	1.7	1.2
福莱特玻璃	6865	2,700	1.50	N/A	未评级	4.0	4.2	3.5	0.6	N/A	N/A
兴业太阳能	750	2,502	3.00	N/A	未评级	4.4	4.5	4.2	0.5	0.5	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

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責任。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。