

中国光伏行业

政策刹车, 光伏行业发展遇阻

- ❖ **行业展望下调至落后大市。**由于政策调整带来强烈的市场冲击和业务运营不确定性明显上升, 我们对中国光伏行业展望下调至落后大市。我们预计国家发改委, 财政部和国家能源局对光伏项目开发政策收紧控制将使 2018 年出现明显的需求断崖, 将对光伏产品出货量, 销售价格和毛利率带来负面影响, 导致光伏供应链中的企业盈利能力和现金流水平将明显恶化。根据近期光伏产业链主要上市企业对政策的解读和对未来经营形势的判断, 我们相信光伏产品市场将在未来 2-3 个月内出现明显的需求断档, 进而引发剧烈的市场价格波动, 直到低效落后产能完成出清。我们目前关注重点是主要光伏企业的财务稳健成都, 预料市场气氛将转冷, 市场低迷将使企业再融资愈发困难。我们预计 2018 年市场将对光伏行业采取避险情绪。**我们维持对保利协鑫 (3800 HK) 的持有评级, 并将目标价下调至 0.83 港元。我们将信义光能 (968 HK) 评级下调至持有评级, 最新目标价为 3.00 港元。**
- ❖ **政策刹车, 行业发展遇阻。**国家发改委, 财政部和国家能源局的联合公告给市场带来了若干政策冲击, 其中包括: 1) 暂停发布 2018 年地面项目建设规模; 2) 2018 年国家分布式项目规模仅安排 10GW (根据能源局, 18 年 1 季度新增分布式装机 7.69GW, 而 2017 全年为 19.4GW); 3) 各地根据各自实际出台政策支持光伏产业发展, 根据接网消纳条件和相关要求自行安排各类不需要国家补贴的光伏发电项目。4) 光伏上网电价进一步降低人民币 0.5 元/千瓦时, 将标杆电价从每千瓦时 0.55 / 0.65 / 0.75 元人民币降至每千瓦时 0.50 / 0.60 / 0.70 元人民币, 分布式项目补贴水平从人民币 0.37 元/ KWh 下调至 0.32 元/ KWh。新政策自发布日期立即生效, 没有过渡期。我们认为在政策强度和执行时点 (5 月 31 日而非 6 月 30 日) 两方面均受到新政的强烈冲击。
- ❖ **迅猛政策主要针对光伏装机过热发展。**由于新能源的发展速度远超过可再生能源发展的基金规划增速, 中国正面临非常严峻的可再生能源基金严重短缺。截止 2017 年末, 我们测算可再生能源资金缺口已经超过 1000 亿元人民币, 而与此同时, 因光伏下游项目资本开支下降速度远高于地面电站和分布式项目的电费补贴下调, 下游的光伏项目 (即便在电价和补贴下调后) 仍然产生非常可观的项目回报。我们认为三部委的联合政策 1) 旨在减少新的可再生能源补贴需求; 2) 加速推动平价上网, 以及 3) 在平价上网实现之前收紧光伏项目容量扩张控制。

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
行业平均						10.7	5.8	5.3	1.0	0.8	0.7

资料来源: 彭博, 招银国际

落后大市

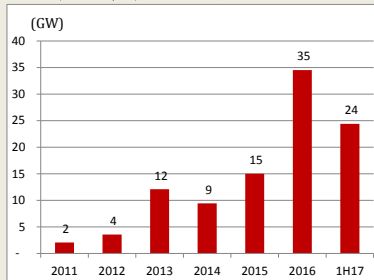
萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

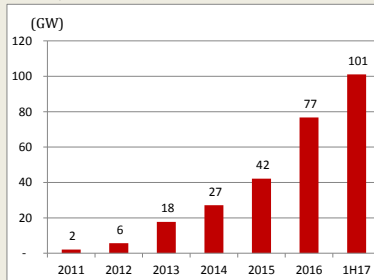
中国光伏行业

中国年度/半年度光伏装机



资料来源: 国家能源局

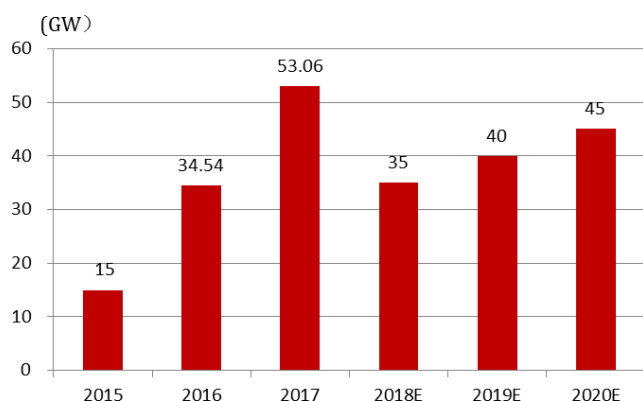
中国累计光伏装机



资料来源: 国家统计局

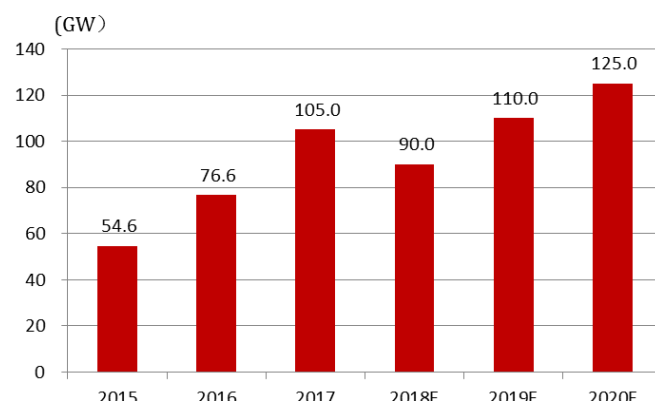
- ❖ **我们预计下游需求将出现断崖式下跌。**2017 年中国和全球光装机量在 2017 年达到历史最高水平，分别为 53GW 和 105GW。受新政策影响，我们认为 2018 年新增光伏装机量将大幅减缓至 30-40GW，而受中国市场装机大幅下滑所致，全球光伏装机亦同步下滑至 80-90GW。由于中国主要光伏制造企业均处于产能扩张周期，我们预计 15 - 25GW 的需求下跌将引起激烈的市场竞争，导致产品价格下跌、利润率下降以及盈利能力和现金流量大幅恶化。我们预计光伏产业链的产品价格将下降至第二梯队厂商的现金成本，叠加过程产能预期我们预计光伏产业链产品价格将在未来 2-3 个月内出现大幅波动。
- ❖ **目前距离平价上网还有多远？**根据政策发布前介于人民币 2.2-2.4 元/瓦之间，我们预期 2018 年系统开发资本支出为 5.0-5.5 元/瓦，对应非组件成本为 2.8-2.9 元/瓦。基于等效利用小时为 1,500 小时，10 年贷款期利率为 5.5% 的项目假设，若要使项目投资股本内部收益率达 9.0% 以上，我们测算电价水平应为每千瓦时人民币 0.46 元（含增值税）。我们的测算较目前全国平均燃煤发电标杆电价 0.36 元/千瓦时高 0.1 元。若在目前平均燃煤电价基础上实现光伏项目平价上网，我们测算光伏项目每瓦造价需降至人民币 3.75 元，以覆盖电价成本并满足 9% 的股本内部收益率。我们的测算表明光伏行业目前仍然需要较少的补贴支持来过渡至平价上网。
- ❖ **行业整合将以较艰难的方式进行。**随着光伏产业技术快速迭代，行业参与者大多选择通过新的产线布局和新技术应用来实现扩张，而较少采用收并购来壮大业务。并购较老的产能并不能为光伏企业降低成本或者提升产品效率带来优势。在目前面临需求断崖叠加产能过剩阶段，我们预计行业整合将会以非常艰难的方式进行。我们目前对光伏企业的关注重点在于企业的财务稳健性，以及其在产业下行周期能够挺过周期和行业洗牌的能力。在极端情形下，我们预料市场空间萎缩将可能会导致财务状况恶化，并导致连锁反应，如应付款和应行业借贷违约，进而引发企业破产链条。我们认为产业链上制造企业将受到最大的冲击，而随着市场情绪转凉，下游光伏项目开发商也可能面临流动性收紧压力。
- ❖ **市场对光伏处于避险模式，将行业展望下调至落后大市。**受政策冲击带来市场规模萎缩，光伏产业链的产品销售不确定性增加，我们认为资本市场对于光伏行业的情绪正在转冷。我们将保利协鑫（3800 HK）的目标价由每股 1.14 港元下调至每股 0.83 港元，维持持有评级，并将信义光能（968 HK）目标价由每股 4.21 港元下调至每股 3.00 港元，评级由买入下调至持有。

图 1: 中国年度光伏装机



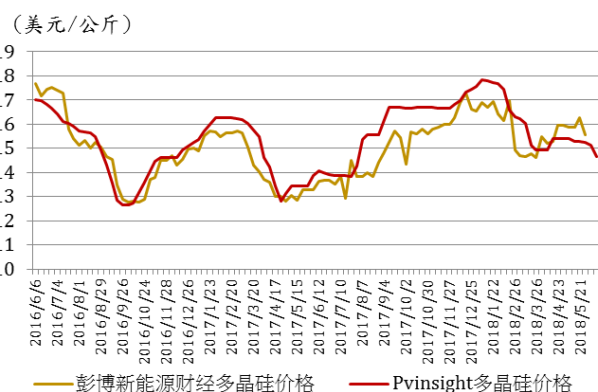
资料来源: 国家能源局, 招银国际预测

图 2: 中国累计光伏装机



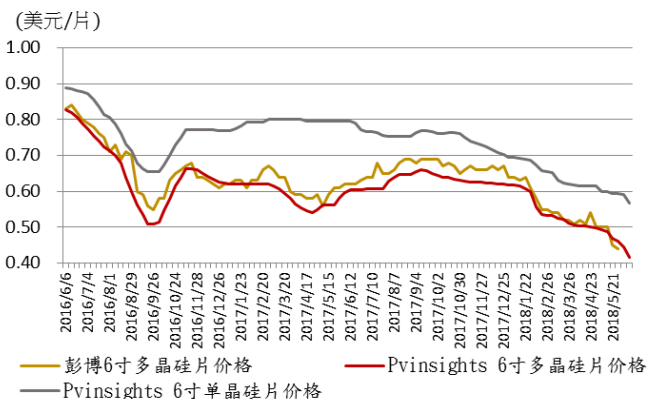
资料来源: IRENA, 招银国际预测

图 3: 多晶硅价格情况



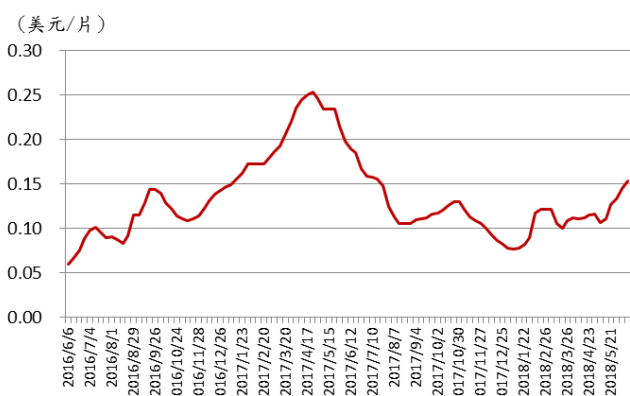
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 4: 硅片价格情况



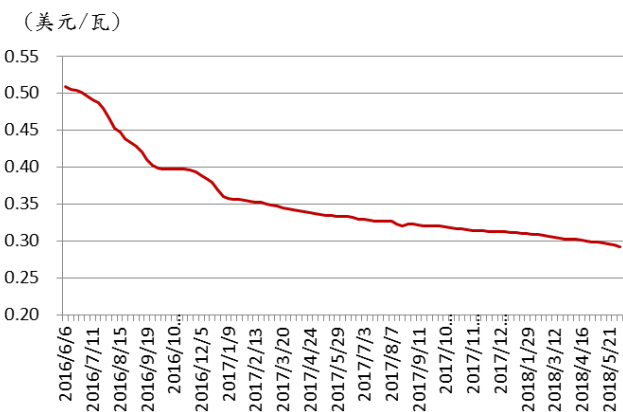
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 5: 单晶对多晶硅片价价差



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 6: PVinsights 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。