

中國光伏行業

政策剎車, 光伏行業發展遇阻

❖ **行業展望下調至落後大市。**由于政策調整帶來強烈的市場衝擊和業務運營不確定性明顯上升，我們對中國光伏行業展望下調至落後大市。我們預計國家發改委，財政部和國家能源局對光伏項目開發政策收緊控制將使 2018 年出現明顯的需求斷崖，將對光伏產品出貨量，銷售價格和毛利率帶來負面影響，導致光伏供應鏈中的企業盈利能力和現金流水平將明顯惡化。根據近期光伏產業鏈主要上市企業對政策的解讀和對未來經營形勢的判斷，我們相信光伏產品市場將在未來 2-3 個月內出現明顯的需求斷檔，進而引發劇烈的市場價格波動，直到低效落後產能完成出清。我們目前關注重點是主要光伏企業的財務穩健成都，預料市場氣氛將轉冷，市場低迷將使企業再融資愈發困難。我們預計 2018 年市場將對光伏行業採取避險情緒。我們維持對保利協鑫 (3800 HK) 的持有評級，並將目標價下調至 0.83 港元。我們將信義光能 (968 HK) 評級下調至持有評級，最新目標價為 3.00 港元。

❖ **政策剎車，行業發展遇阻。**國家發改委，財政部和國家能源局的聯合公告給市場帶來了若干政策衝擊，其中包括：1) 暫停發布 2018 年地面項目建設規模；2) 2018 年國家分布式項目規模僅安排 10GW (根據能源局，18 年 1 季度新增分布式裝機 7.69GW，而 2017 全年為 19.4GW)；3) 各地根據各自實際出臺政策支持光伏產業發展，根據接網消納條件和相關要求自行安排各類不需要國家補貼的光伏發電項目。4) 光伏上網電價進一步降低人民幣 0.5 元/千瓦時，將標杆電價從每千瓦時 0.55 / 0.65 / 0.75 元人民幣降至每千瓦時 0.50 / 0.60 / 0.70 元人民幣，分布式項目補貼水平從人民幣 0.37 元/ KWh 下調至 0.32 元/ KWh。新政策自發布日期立即生效，沒有過渡期。我們認為在政策強度和執行時點 (5 月 31 日而非 6 月 30 日) 兩方面均受到新政的強烈衝擊。

❖ **迅猛政策主要針對光伏裝機過熱發展。**由于新能源的發展速度遠超過可再生能源發展的基金規劃增速，中國正面臨非常嚴峻的可再生能源基金嚴重短缺。截止 2017 年末，我們測算可再生資源資金缺口已經超過 1000 億元人民幣，而與此同時，因光伏下游項目資本開支下降速度遠高于地面電站和分布式項目的電費和補貼下調，下游的光伏項目 (即便在電價和補貼下調後) 仍然產生非常可觀的項目回報。我們認為三部委的聯合政策 1) 旨在減少新的可再生資源補貼需求；2) 加速推動平價上網，以及 3) 在平價上網實現之前收緊光伏項目容量擴張控制。

估值表

公司名稱	代碼	市值 百萬港元	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	PER			PBR		
						17A	18E	19E	17A	18E	19E
保利協鑫	3800	14,130	0.76	0.83	持有	5.9	5.7	5.0	0.5	0.5	0.4
信義光能	968	19,681	2.65	3.00	持有	8.1	8.0	7.1	2.2	1.7	1.5
北控清能	1250	13,086	0.21	N/A	未評級	7.2	7.0	7.0	1.7	1.5	1.2
協鑫新能源	451	7,057	0.37	0.84	買入	8.0	5.1	4.5	0.9	0.7	0.6
熊貓綠能	686	6,671	0.70	N/A	未評級	19.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
新特能源	1799	8,047	7.70	N/A	未評級	6.1	5.5	4.8	0.7	0.6	0.6
江山控股	295	3,217	0.22	N/A	未評級	22.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
協合新能源	182	3,080	0.36	N/A	未評級	12.4	4.4	4.7	0.5	0.4	0.4
福萊特玻璃	6865	2,736	1.52	N/A	未評級	5.2	4.3	3.0	N/A	0.6	0.5
興業太陽能	750	2,244	2.69	N/A	未評級	12.7	6.3	6.0	0.4	0.4	0.4
行業平均						10.7	5.8	5.3	1.0	0.8	0.7

資料來源：彭博，招銀國際

落後大市

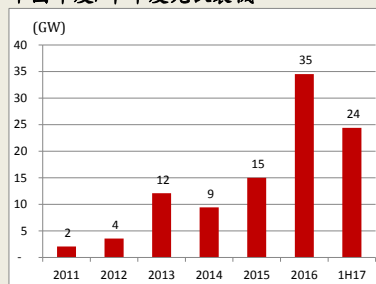
蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

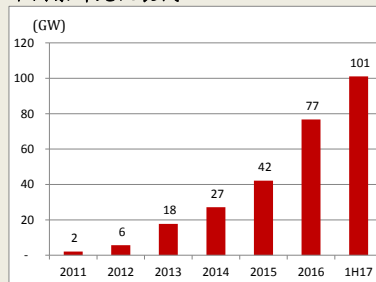
中國光伏行業

中國年度/半年度光伏裝機



資料來源：國家能源局

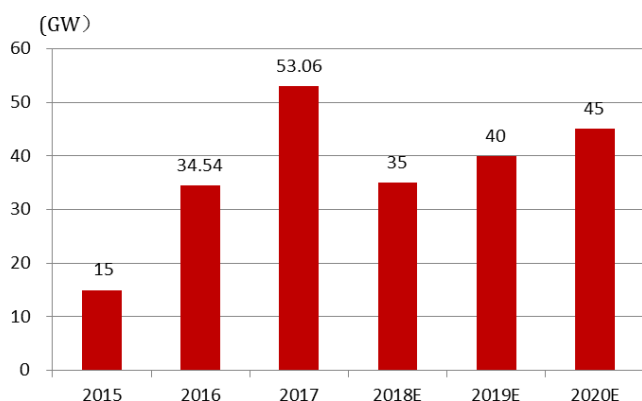
中國累計光伏裝機



資料來源：國家統計局

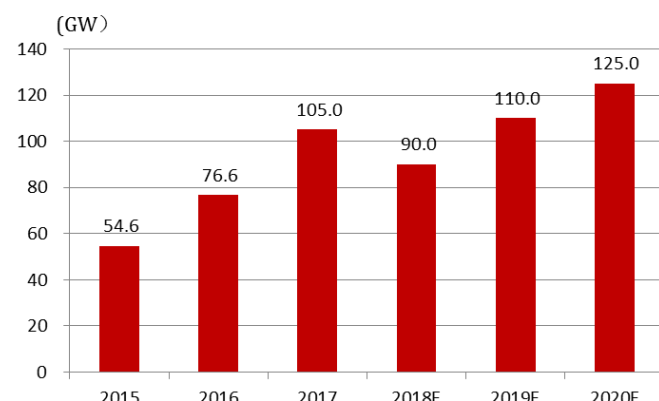
- ❖ **我們預計下游需求將出現斷崖式下跌。**2017 年中國和全球光裝機量在 2017 年達到歷史最高水平，分別為 53GW 和 105GW。受新政策影響，我們認為 2018 年新增光伏裝機量將大幅減緩至 30-40GW，而受中國市場裝機大幅下滑所致，全球光伏裝機亦同步下滑至 80-90GW。由于中國主要光伏製造企業均處於產能擴張周期，我們預計 15-25GW 的需求下跌將引起激烈的市場競爭，導致產品價格下跌、利潤率下降以及盈利能力和現金流量大幅惡化。我們預計光伏產業鏈的產品價格將下降至第二梯隊廠商的現金成本，疊加過程產能預期我們預計光伏產業鏈產品價格將在未來 2-3 個月內出現大幅波動。
- ❖ **目前距離平價上網還有多遠？**根據政策發布前介于人民幣 2.2-2.4 元/瓦之間，我們預期 2018 年系統開發資本支出為 5.0-5.5 元/瓦，對應非組件成本為 2.8-2.9 元/瓦。基于等效利用小時為 1,500 小時，10 年貸款期利率為 5.5% 的項目假設，若要使項目投資股本內部收益率達 9.0% 以上，我們測算電價水平應為每千瓦時人民幣 0.46 元（含增值稅）。我們的測算較目前全國平均燃煤發電標杆電價 0.36 元/千瓦時高 0.1 元。若在目前平均燃煤電價基礎上實現光伏項目平價上網，我們測算光伏項目每瓦造價需降至人民幣 3.75 元，以覆蓋電價成本并滿足 9% 的股本內部收益率。我們的測算表明光伏行業目前仍然需要較少的補貼支持來過渡至平價上網。
- ❖ **行業整合將以較艱難的方式進行。**隨著光伏產業技術快速迭代，行業參與者大多選擇通過新的產綫布局和新技術應用來實現擴張，而較少采用收并購來壯大業務。并購較老的產能并不能為光伏企業降低成本或者提升產品效率帶來優勢。在目前面臨需求斷崖疊加產能過剩階段，我們預計行業整合將會以非常艱難的方式進行。我們目前對光伏企業的關注重點在于企業的財務穩健性，以及其在產業下行周期能够挺過周期和行業洗牌的能力。在極端情形下，我們預料市場空間萎縮將可能會導致財務狀況惡化，并導致連鎖反應，如應付款和應行業借貸違約，進而引發企業破產鏈條。我們認為產業鏈上製造企業將受到最大的衝擊，而隨著市場情緒轉涼，下游光伏項目開發商也可能面臨流動性收緊壓力。
- ❖ **市場對光伏處于避險模式，將行業展望下調至落後大市。**受政策衝擊帶來市場規模萎縮，光伏產業鏈的產品銷售不確定性增加，我們認為資本市場對於光伏行業的情緒正在轉冷。我們將保利協鑫（3800 HK）的目標價由每股 1.14 港元下調至每股 0.83 港元，維持持有評級，并將信義光能（968 HK）目標價由每股 4.21 港元下調至每股 3.00 港元，評級由買入下調至持有。

圖 1: 中國年度光伏裝機



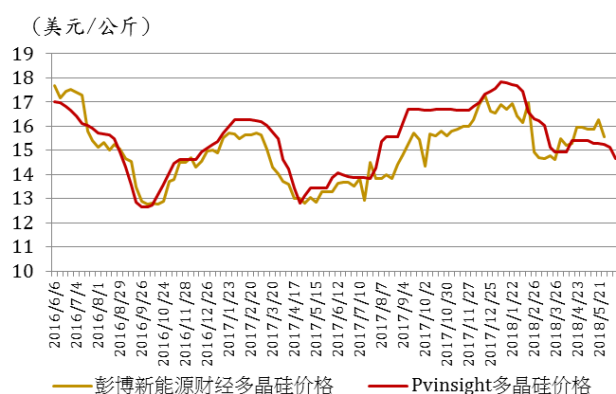
資料來源: 國家能源局, 招銀國際預測

圖 2: 中國累計光伏裝機



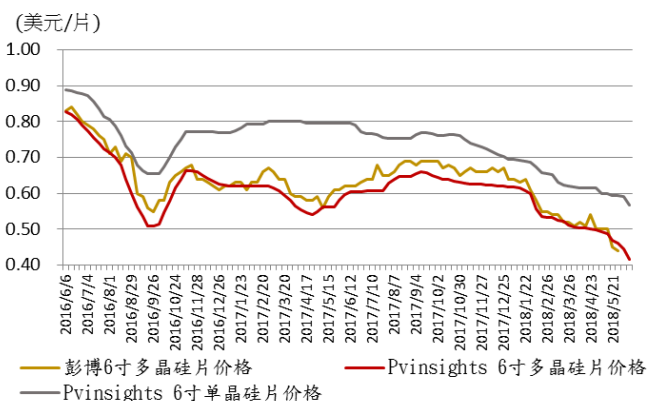
資料來源: IRENA, 招銀國際預測

圖 3: 多晶矽價格情況



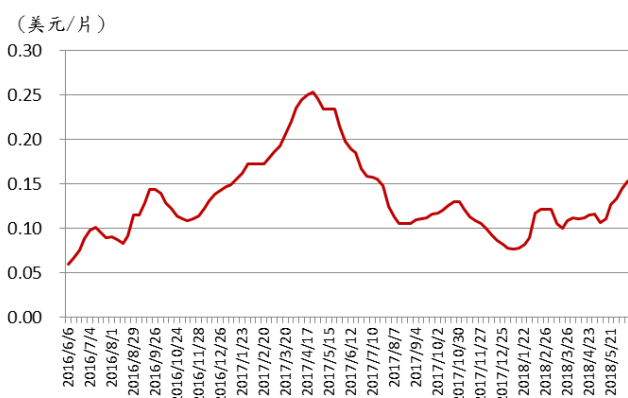
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 4: 矽片價格情況



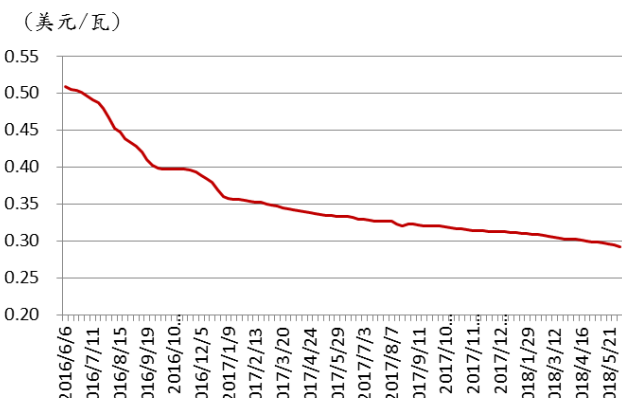
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 5: 單晶對多晶矽片價差價差



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 6: PVinsights 多晶組件價格持續錄得下降



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

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）發表于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并無直接或間接關係。

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 個工作日內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。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

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。而過去的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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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被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，本公司及其雇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責任。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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)2000 年英國不時修訂之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士。