

中國光伏行業

供應鏈情況更新：海外需求能見度依然較低

我們與信義光能（968 HK），隆基股份（601012 CH）以及新特能源（1799 HK）就光伏供應鏈上多晶硅、矽片、光伏玻璃及組件的情況進行了系列電話會。基於這三家企業所分享的信息，截止至5月中旬，我們觀察到1）國內市場搶裝對於光伏需求帶來些許改善；2）海外市場需求仍舊不高；3）光伏供應鏈中的製造企業依然面臨出貨和價格壓力。我們認為市場目前對於中國市場630搶裝情緒激昂，同時憧憬海外市場隨疫情恢復能夠在6月底開始填補中國市場搶裝後的空缺，並對下半年的光伏產品出貨即定價帶來支撐。然而，根據光伏企業目前的信息更新，我們認為公司管理層對於海外需求復蘇持謹慎樂觀態度。在目前市場估值狀態下，我們認為光伏玻璃子版塊在產業鏈中處於較佳位置。**我們重申對信義光能（968 HK，目標價：6.31 港元）買入評級，對隆基股份（601012 CH，目標價：人民幣31.23元）持有評級。**

- **產能過剩持續。**受國內市場搶裝刺激，光伏需求在4-5月呈改善態勢，但受訪公司代表認為海外市場需求受疫情影響受較大擾動，目前產業鏈上產能過剩的情況依舊明顯。在產業鏈上，1）新特能源表示多晶硅庫存情況自7,000噸降至6,000噸，仍接近一個月的產能水平；2）隆基在矽片端維持出貨順暢（約兩周左右庫存），但在組件端則累積近1.5個月左右庫存；3）信義光能則觀察到目前庫存仍在攀升，但尚處於可控區間（1-2個月左右庫存）。
- **海外市場需求能見度依然較低。**對於未來需求展望，受訪公司表述偏向謹慎，部分是由於目前國內搶裝僅足以支持需求至6月中，同時海外市場需求由於疫情發展及封城解除進展尚未明朗。儘管國內市場由於競爭激烈，組件銷售定價顯著較低，隆基股份仍希望將其本年度的組件銷售重點從海外市場導回到國內市場以獲得更高的訂單出貨確定性。信義光能也預期6月中旬將會是決定下一階段光伏玻璃價格的關鍵時點，但目前的需求能見度尚不清晰。
- **產能安排仍然不變。**儘管面臨較大的需求不確定性，信義光能、隆基股份及新特能源均維持其原訂的產能計劃安排不變。信義光能及隆基股份均堅持氣擴產計劃，分別自2020年下半年及二季度開始供應更多的光伏玻璃及單晶矽片，這也為近幾周疲弱的產品價格走勢提供多一重解釋。新特能源方面則希望通過增加產出以彌補目前多晶硅料的價格下跌，同時公司也沒有改變其原訂的7月份進行產能檢修的計劃。
- **多晶硅料價格觸底；但矽片、組件、及光伏玻璃則面臨進一步的定價壓力。**根據中國有色金屬工業矽業分會數據，多晶硅單晶緻密料價格已跌至每公斤人民幣58.5元，年初至今已下跌18.3%。新特能源認為多晶硅價格已經觸底，進一步價格壓力將導致多晶硅環節停產檢修。在矽片、組件和光伏玻璃方面，價格展望受海外疫情的不確定性影響並不清晰。由於近期組件招標價格最低已降至極端低價人民幣1.44元/瓦（含增值稅），隆基股份指出目前市場報價滯後於實際交易情況。若海外需求復蘇慢於預期，公司認為將對矽片、電池片及組件價格帶來壓力。我們認為壓力也將向光伏玻璃環節進行傳導。

同步大市（維持）

中國光伏行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

近期報告：

1. “隆基股份-A (601012 CH) – 二季度將開始面臨阻力” – 2020年4月20日
2. “信義光能(968 HK) – 19年業績符合預期，新產能受疫情影響延遲一季” – 2020年3月20日
3. “China Solar Sector – Brace for a potential demand shock” – 13 Mar 2020

■ **選股思路：在不確定的市場中尋找確定性。**自4月以來，信義光能和隆基股份分別反彈了11.6%及32.3%。在A股市場，結合隆基股份、通威股份（600438 CH）以及天津中環（002129 CH）等領先企業的股價走勢，我們認為市場已需求復蘇的樂觀展望預期置入股價之中，然而海外市場需求復蘇的進度顯然慢於市場樂觀的預期。結合目前光伏製造企業的估值情況，每股盈利增長趨勢，行業集中性和供應鏈中的定位，我們更青睞光伏玻璃生產商。**我們的行業首選是信義光能（968 HK, 目標價：6.31 港元）。**我們認為信義光能在2020年上半年能夠實現較為顯著的銷售均價同比增長，同時在天然氣及純鹼兩方面能夠獲得顯著的成本節約。對於產業鏈上的其它環節，由於其較高的估值水平及較低的需求能見度，我們偏向謹慎。**我們對隆基股份（601012 CH, 目標家：人民幣31.23元）重申持有評級。**

圖 1：光伏製造行業估值情況

股份及市場 公司名稱	市值	股價	年初至今	目標價	每股盈利				复合增長率	市盈率			市淨率		
	(百萬美元)	(當地貨幣)	(%)	(當地貨幣)	19A	20E	21E	19-21E		19A	20E	21E	19A	20E	21E
多晶硅及電池片															
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 愛旭股份	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
單晶硅片															
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 天津中環	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
組件															
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 協鑫集成	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 信義光能	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 福萊特玻璃-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 福萊特玻璃-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 陽光電源	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 錦浪科技	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膠膜															
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

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
落後大市	: 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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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年證券交易法規則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寫的報告。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，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。