

2009-04-12

电气设备

维持

买入

多晶硅市场走出底部，中国“硅谷”即将崛起

◇ 报告起因：发改委即将出台新能源产业振兴计划

◆多晶硅市场孕育爆发式增长，价格企稳盈利能力提高：

随着国家发改委新能源产业振兴计划的出台，国内多晶硅市场孕育爆发式增长，原因包括：1) **内需拉动**：该计划很可能包括电价补贴政策，真正解决制约光伏市场发展的根本问题，开启光伏内需市场；2) **平价上网提前**：内需市场带动进口替代，加速发电成本下降，而火电电价可能逐步上调，光伏发电平价上网或提早至 2015 年以前；3) **结构性机会**：低硅价时代，大量消耗多晶硅的平板晶硅电池的主流地位将进一步加强。

以上趋势在日本、美国等国将会同样显著。而由于电价较高，西方国家或将会提早至 2012 年迎来光伏发电平价上网，以及由此引发的光伏市场井喷。以日本为例，其 2008 年底累计光伏装机 2.24GW，政府目标到 2020 年将太阳能发电规模扩大 20 倍，则意味着日本从目前到 2020 年年均新增装机 4GW，相当于 08 年全球市场的 70%。考虑其他国家也可能逐步推出类似政策，我们认为图表 2 中的多晶硅市场增长目标并不过分乐观。然而供给侧由于建设周期长，2011 年前的扩产速度不会超出 2008 年的投资计划，市场预期的过剩危机应可避免。预计到年底之前，市场价格将会基本稳定在 \$90/kg 水平。对于单线千吨级的大厂而言，毛利率目前约为 30%，随着成本下降，全年平均毛利率将会升至 40% 以上。

◆四川“硅谷”，低成本产业集群造就未来光伏航母

我们认为，多年多晶硅行业的核心竞争优势，主要体现在成本控制（技术和电价）、渠道、产业链配套和人力资源方面。包括新光硅业（1~3 期）和永祥多晶硅在内的四川“硅谷”产业群在这些方面具有优势明显：1) **成本**：通过与水电企业签订直供合同的模式，产业园中的多晶硅厂家获得了 0.3 元左右的电价。由于国内煤电价格长期看涨，享受水电直供的企业成本优势将会逐步提升；2) **产业链集群效应**：产业链上游：该区域的多家化工企业为多晶硅厂家解决了原材料供应和四氯化硅回收利用问题；下游销售环节：天威新能源项目带来了上万吨的当地市场；3) **人力资源**：峨眉山半导体及新光硅业的人力资源，为新光 2、3 期以及永祥多晶硅项目提供了技术支持和人才储备。四川硅谷最有可能在国内率先形成完整的光伏产业集群，并助力相关企业成长为国内行业龙头。

◆相关上市公司推荐及估值

乐山电力、通威股份均属上述四川硅谷受益板块，且目前市盈率水平均在 09 年 20 倍左右。我们同时关注拥有明显安全边际的特变电工，其 09 年市盈率也在 20 倍左右。考虑到市场环境发生质变，以上三公司均给予 09 年 30 倍 PE，目标价分别为 16 元，16 元，42 元。天威保变尽管 09 年估值已达 30 倍，但考虑公司在光伏市场的龙头地位，以及公司未来 2 年业绩高速增长，给予目标估值 40 倍的 PE，目标价 48 元。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			目标价
			07A	08A	09E	
600644	乐山电力	10.33	0.19	0.26	0.52	16
600089	特变电工	27.47	0.63	0.84	1.41	42
600550	天威保变	36.48	0.62	0.81	1.20	48
600438	通威股份	10.46	0.19	0.25	0.52	16

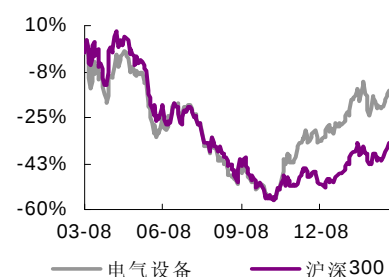
分析师：

王海生

021-22169165

haisheng.wang@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

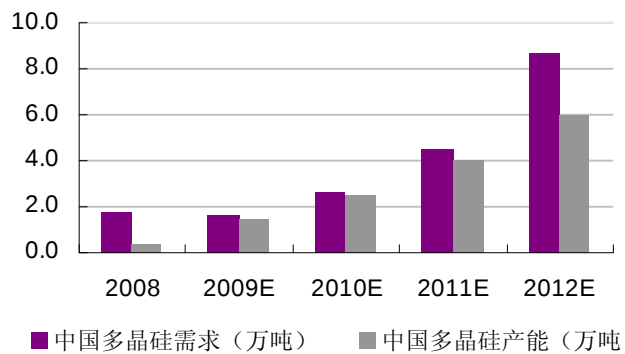
20090327-新能源行业-“太阳能屋顶计划”带动光伏产业走出低谷

20090320-新能源行业-美国进入量化宽松货币政策时代，新能源板块或面临转机

2009-03-27

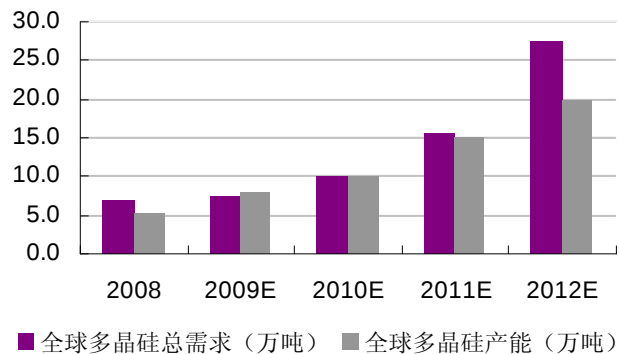
2009-03-20

图表 1：国内多晶硅供求预测



资料来源：光大证券研究所

图表 2：全球多晶硅需求预测



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

王海生，电力设备行业分析师，清华大学自动化系学士，硕士。
6 年电气设备行业跨国公司工作经验。2008.7 加盟光大证券研究所。

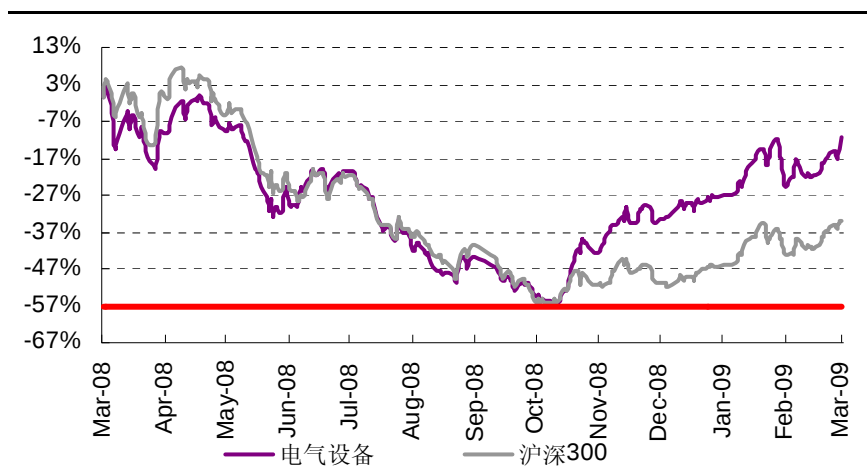
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

电气设备

分析师：王海生



日期	行业评级
2008-11-17	买入
2008-12-24	买入
2009-01-07	买入
2009-02-04	买入
2009-02-09	买入
2009-03-20	买入
2009-03-27	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。