



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 6 月 24 日

新能源

研究部

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

沈超

联系人

shenc@cicc.com.cn

江苏省光伏规划超预期

行业近况:

江苏省政府发布《江苏省光伏发电推进意见》，主要内容有：

- 09—11 年计划新增光伏装机为 80、150 和 170MW。
- 实施固定电价政策，地面电站未来三年电价分别为 2.2、1.7 和 1.4 元/千瓦时，屋顶项目为 3.7、3.0 和 2.4 元/千瓦时，光电建筑一体化为 4.3、3.5 和 2.9 元/千瓦时。
- 向电力用户征收电价附加，建立省光伏发电扶持专项资金，来补贴光伏电价超出火电电价部分。

评论:

江苏省光伏规划目标超预期。江苏 09 年的市场已经是中国 08 年全国市场的 2 倍，江苏省未来 3 年的市场占到我们对中国全国市场原预期的 80%、100%和 30%。再考虑其他省份的后续跟进，我们估计 09 年中国市场的新增光伏装机可能接近 200MW，是去年同期的 5 倍和原预期的 2 倍。

江苏省光伏扶持政策细节合理。这是我国出台的第一个模仿德国模式的固定电价政策，而德国模式是实践证明最好的光伏补贴模式，运营商未来内部收益率锁定，投资风险极低。江苏省制定的电价水平很高，以地面电站为例，在目前 25—30 元/瓦的光伏系统成本下 2.2 元/千瓦时的电价可以保证未来 25 年 7-9%的内部收益率，屋顶项目和光电建筑一体化的回报率会更高。因此我们相信该政策会吸引足够资金进入光伏行业，从而确保实现光伏装机目标。

在中国市场超预期发展的同时，海外市场复苏的迹象正在出现。1) 我们估计英利 2 季度交货量同比环比均出现正增长；2) 阿特斯开工率已达 100%；3) 尚德电力员工招聘再次开闸；4) 多晶硅料价格止跌，现货价稳定在 70 美元附近。海外市场的复苏对上市公司的业绩会起到立竿见影的效果，毕竟中国市场仅占到全球市场的 3%。我们认为 2 季度主要依赖季节效应支撑复苏势头，3、4 季度信贷复苏和奥巴马新能源扶持政策正式实施这两个要素叠加，复苏势头将更为明显。

估值与建议:

从江苏省扶持政策的直接效果来看，尚德电力(STP.US)是最大受益者，从规划中看出尚德是江苏省政府最大的扶持对象，计划 3 年后将其打造成收入超 500 亿元的企业，08 年收入仅有 132 亿元。天威保变是我们 A 股光伏板块的首选，可望充分受益中国市场超预期和海外复苏，天威 09 年市盈率回落至 32.5 倍，上升空间再次打开。

风险提示:

海外信贷放松未能如期而至。

图表 1：新增装机

(MW)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
全球	1,603	2,392	5,559	6,802	10,790	13,810
同比增长	21%	49%	132%	22%	59%	28%
中国	12	20	45	100	150	600
同比增长		67%	125%	122%	50%	300%
江苏				80	150	170
同比增长					88%	13%

资料来源：EPIA，中金公司研究部，江苏省政府文件

图表 2：江苏省目标上网电价

(元/千瓦时)	地面	屋顶	建筑一体化
2009	2.2	3.7	4.3
2010	1.7	3.0	3.5
2011	1.4	2.4	2.9

资料来源：江苏省政府文件

图表 3：可比公司估值

公司	代码	评级	交易货币	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率		
				2009-6-24	(人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
光伏														
A股														
天威保变	600550.CH	推荐	CNY	35.07	40,962	0.81	1.08	1.51	43.4	32.5	23.3	10.8	8.5	6.5
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	18.33	32,946	0.54	0.85	0.99	34.2	21.6	18.4	6.3	5.1	4.2
通威股份	600438.CH	中性	CNY	9.66	6,641	0.15	0.22	0.35	62.9	44.9	27.8	6.2	5.5	4.6
拓日新能	002218.CH	无评级	CNY	29.00	8,352	0.26	0.37	0.49	111.5	78.4	58.7	12.4	14.8	n.a.
川投能源	600674.CH	无评级	CNY	19.08	12,186	0.56	0.89	0.88	34.0	21.5	21.8	6.7	3.9	3.1
乐山电力	600644.CH	无评级	CNY	11.03	3,601	0.26	0.46	0.59	42.1	23.8	18.7	5.6	n.a.	n.a.
金晶科技	600586.CH	无评级	CNY	14.10	8,320	0.31	0.51	0.90	44.8	27.9	15.6	2.7	2.5	2.1
南玻A	000012.CH	无评级	CNY	16.15	15,175	0.34	0.62	0.85	47.6	26.1	19.1	4.4	3.9	3.3
美国市场														
尚德电力	STP.US	无评级	USD	16.74	20,121	0.52	0.36	0.78	32.2	46.4	21.5	2.4	2.3	2.1
英利	YGE.US	无评级	USD	12.94	12,609	0.75	0.50	1.04	17.3	26.1	12.4	2.4	2.0	1.7
晶澳太阳能	JASO.US	无评级	USD	4.26	4,888	0.33	(0.18)	0.25	12.8	n.a.	17.3	1.0	1.1	1.0
赛维LDK	LDK.US	无评级	USD	10.45	8,078	1.42	(0.05)	0.74	7.4	n.a.	14.2	1.4	1.5	1.4
First Solar	FSLR.US	无评级	USD	164.42	94,908	4.24	7.27	8.91	38.8	22.6	18.4	7.9	6.0	4.4
MEMC	WFR.US	无评级	USD	17.86	27,277	1.69	0.32	1.21	10.6	55.8	14.7	2.0	1.9	1.7
欧洲市场														
Q-cell	QCE.GR	无评级	EUR	14.89	15,954	1.69	(0.95)	1.31	8.8	n.a.	11.3	1.1	1.0	1.0
Wacker	WCH.GR	无评级	EUR	79.85	40,177	8.84	4.16	6.93	9.0	19.2	11.5	2.0	1.9	1.6
REC	REC.NO	无评级	NOK	47.60	33,568	5.41	2.27	4.82	8.8	20.9	9.9	1.7	1.5	1.3
平均									33.3	33.4	19.7	4.5	3.9	2.7

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。