



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

行业动态

2010 年 1 月 22 日

新能源

研究部

陈华

分析师

chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人

shiran@cicc.com.cn

德国下调光伏电价，过热需求将逐步退烧

行业近况：

- 德国联邦环境、自然保育及核能安全部(BMU)宣布拟下调光伏固定电价(FIT)，方案主要内容如下：(1) 屋顶系统 FIT 4 月起下调 15%，幅度大于新能源法案(EEG)规定的 10%；(2) 地面系统和农场系统 7 月起将分别下调 15%和 25%；(3) 若全年新增装机超 3.5GW 和 4.5GW，FIT 将分别再降低 2.5%；(4) 若 2011 年新增装机低于 2.5GW，FIT 将回补 2.5%。按照该方案，屋顶系统的最大子类，小于 30kW 的屋顶系统 FIT，将由 0.43 欧元/千瓦时下调至 0.365 欧元/千瓦时。
- 法国政府上周宣布下调普通屋顶系统 FIT 24%至 0.42 欧元/千瓦时，其余类别系统基本维持不变。

评论：

德国 FIT 下调对光伏产业需求的短期冲击较大。 FIT 是德国等欧洲主要光伏市场最为关键的激励机制，直接影响光伏项目内部回报率，进而影响需求。德国是全球最大光伏市场，08、09 年装机总量约占全球 30%、40%，FIT 下调将德国平均内部回报率由 12%挤压至 7%，可能使德国市场增长停滞，削弱德国对全球市场的增长贡献。

下调时间早于预期。业界原预期此次下调出现在今年年中，系统集成商希望抢在 FIT 下调之前完成安装，所以从去年年末到现在来自德国系统集成和开发商的组件订单强劲。本次下调之后过热需求将逐步降温，预计今年德国光伏新增装机为 2.8GW。

FIT 下调将打压光伏产业链各个环节价格。 FIT 政策的初衷即为培育大规模光伏市场，加速技术进步，使光伏发电成本尽早与传统化石能源发电可比。组件价格去年全年下降 40%，近期保持相对稳定，本轮 FIT 下调预计将使组件价格再次进入下降通道。而上游多晶硅现货价目前仍然处于产能过剩，1 月价格跌至 52 美金，受此次 FIT 下调压力，2010 年价格很可能还将持续下降至约 50 美元/公斤之下。

中长期依然看好光伏产业。考虑到光伏电站收益风险极低，取得 5%-10%的内部回报率实为合理收益范围。以目前组件成本 1.4 欧元，70%杠杆计算，电价下调后德国 30kW 以下屋顶系统 IRR 仍可达 7%，法国屋顶系统 IRR 则高达 19%，对投资者依然非常有吸引力。考虑到未来光伏发电成本还将继续降低，并且其他地区如美国、日本、中国、印度等均有有望出现高增长，我们对整个光伏产业中长期发展保持乐观。

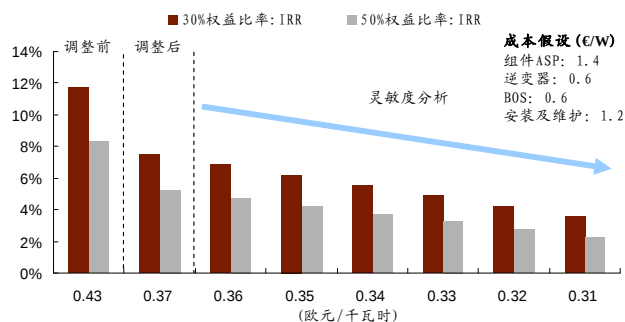
估值与建议：

天威保变的多晶硅和组件产品将面临价格下跌的压力，我们的盈利预测已处市场最低水平，当前股价对应于 2010 年 P/E 50 倍，在集团资产注入明朗之前，股价难有较好表现。保利协鑫多晶硅业务同样受到不利影响，我们将视多晶硅现货价的后续走势调整公司盈利预测，当前股价对应于 2010 年 P/E 16 倍，P/B 1.2 倍，估值合理。

风险提示：

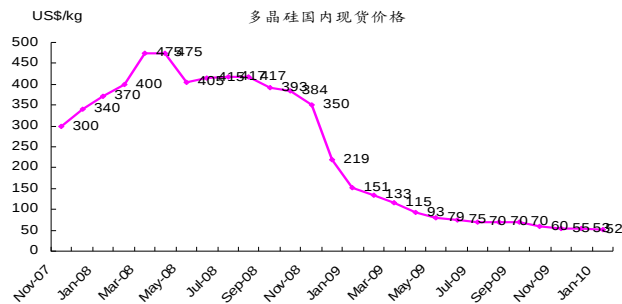
近期重点关注意大利政府是否会跟随德国、法国调低电价。

图表 1: 德国光伏系统 IRR 仍可接受



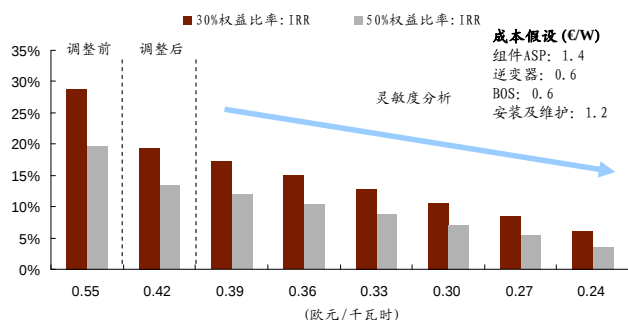
资料来源：中金公司研究部

图表 3: 多晶硅 ASP 持续下降



资料来源：中金公司研究部

图表 2: 法国光伏系统 IRR 仍居高位



资料来源：中金公司研究部

图表 4: 2010、2011 年全球光伏市场仍然保持高增长

年新增装机 (MW)	2009E	2010E	2011E
德国	2500	2800	2300
美国	613	972	1549
意大利	500	1000	1300
法国	500	800	1200
日本	400	800	1200
西班牙	375	500	600
韩国	200	350	450
中国	200	400	1000
比利时	175	125	130
捷克	100	160	200
印度	100	200	250
希腊	52	200	450
葡萄牙	50	80	180
其他国家	200	500	800
全球	6,045	9,038	11,779
同比增长	9%	50%	30%

资料来源：中金公司研究部

图表 5: 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
				2010-1-21	(人民币百万元)	2009E	2010E	2011E
A股								
天威保变	600550.CH	推荐	CNY	33.64	39,292	0.66	0.68	0.70
通威股份	600438.CH	中性	CNY	11.48	7,893	0.22	0.35	0.36
拓日新能	002218.CH	无评级	CNY	26.29	7,572	0.23	0.35	0.43
川投能源	600674.CH	无评级	CNY	16.35	15,253	0.41	0.56	0.68
乐山电力	600644.CH	无评级	CNY	11.03	3,601	0.46	0.59	0.59
金晶科技	600586.CH	无评级	CNY	17.51	10,332	0.42	0.85	0.85
南玻A	000012.CH	无评级	CNY	19.82	18,817	0.50	0.71	0.71
香港市场								
保利协鑫	3800.HK	审慎推荐	HKD	2.16	29,367	(0.44)	0.12	0.16
阳光能源	757.HK	无评级	HKD	1.85	2,938	(0.04)	0.07	0.09
韩国市场								
OCI	010060.KS	无评级	KRW	196,000	26,889	18,648	26,582	26,583
美国市场								
尚德电力	STP.US	无评级	USD	14.64	17,579	0.34	0.69	0.94
英利	YGE.US	无评级	USD	14.76	14,952	(0.01)	0.86	1.04
晶澳太阳能	JASO.US	无评级	USD	5.12	5,872	(0.10)	0.32	0.46
赛维LDK	LDK.US	无评级	USD	7.22	6,397	(1.87)	0.37	0.79
First Solar	FSLR.US	无评级	USD	119.51	69,437	7.31	6.40	7.78
MEMC	WFR.US	无评级	USD	14.36	21,917	(0.12)	0.82	1.20
欧洲市场								
Q-cell	QCE.GR	无评级	EUR	10.41	11,770	(5.75)	0.30	0.63
Wacker	WCH.GR	无评级	EUR	111.30	55,838	2.07	7.82	9.85
REC	REC.NO	无评级	NOK	34.51	27,077	(0.74)	1.74	3.06
平均								
						44.4	25.4	20.4

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。