

2010-08-13

电气设备

维持

买入

多晶硅厂家盈利能力将继续回升

◇ 事件：多晶硅价格回升

◆多晶硅价格半月上涨 10%，需求超预期是最主要原因：

自 7 月 22 日以来的 2 周多里，国内市场多晶硅售价已从 40-41.5 万元/吨上涨至 44-46 万元/吨，且供应出现紧张的趋势。据专家预测，短期内国产硅料价格有望进一步攀升至 50 万元/吨（62.5\$/kg）。

我们认为硅价的大幅波动的原因包括：1）需求超预期：对 2010 年新增装机的一致预期已经由年初的 9GW，上调至 14GW。光伏市场需求超出所有人都预期；2）供给低预期：在去年我国多晶硅“产能过剩”的质疑之下，国内多晶硅产能释放进程低于预期，包括英利、赛维等大厂的多晶硅项目均延后投产。在需求超预期的今天，国内硅料供给显得紧张。3）散货市场小易于操纵：由于大厂的主要销售模式是长单订货，流落在市场上的散货数量较少。历史经验表明，在预期转好的情况下，硅价容易被哄抬。4）成本微升：我国部分省市取消针对多晶硅项目的优惠电价。以每千克 150 度电的消耗来算，电价上涨 7 分意味着企业成本每吨增加 1 万元。成本提升对多晶硅厂实际影响较小，但在市场好的时期，容易成为提价的理由。

◆多晶硅高价最少维持到年底，厂家盈利能力回升是中期趋势：

我们认为在年底前，市场没有利空因素出现的几个月中，多晶硅价格不会出现明显回落。上游硅料厂盈利能力的提升将是中期趋势：1）上游环节技术壁垒高，投入大，量产时间长，市场风险高。在产业链中理应享有较高毛利率；2）自 2008 年以来，由于预期产能过剩，多晶硅价格大跌，而光伏产业链其他环节的附加值保持稳定，造成下游毛利率显著高于上游，出现短期繁荣。中长期来看，全产业链各环节盈利能力的合理化回归应该是趋势，上游厂家理应享有 20%以上的毛利率。3）目前国家对多晶硅行业的准入标准提高，贷款也有限制。因此，未来的产业扩张将主要集中于既有的行业龙头，行业集中度将逐步提升，价格无序竞争的局面出现概率降低。

◆受益公司：全产业链光伏厂商天威保变和硅料业务弹性高的乐山电力

天威保变：整体上市预期强烈。如成功，则成为国内规模最大、产业链最完整的光伏制造企业。四川 2 个新建多晶硅项目成本控制将达到世界先进水平，于 2011 年实现盈利；中下游 1GW 设计产能 2 年内达产，将享受纵向一体化带来的成本优势；集团支持公司拓展下游电站工程业务，未来成为高毛利率、高增速的业绩亮点。

乐山电力：A 股中多晶硅业务弹性最高的公司。乐电天威项目同时受益乐山“硅谷”和天威光伏产业链的支持，其核心竞争优势在于：1）能源成本长期看全国最具优势；2）新光经验积累，技术现金成熟；3）集团内部销售提供业绩保障。大股东实力雄厚，传统业务平稳增长，为公司新能源业务的后续发展提供支持。

电力设备与新能源行业分析师：

王海生（执业证书编号：S0930210070003）

021-22169165

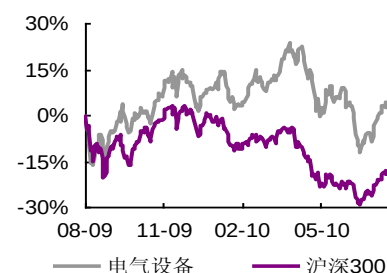
haisheng.wang@ebsecn.com

袁 瑶（执业证书编号：S0930210070004）

021-22169112

yanyao@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



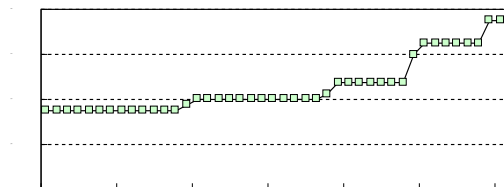
相关报告：

- 20100725-全球光伏市场暖风频吹，新一轮政策行情或将来临 2010-07-25
- 20100723-千万屋顶计划，启动万亿光伏市场 2010-05-10
- 20100510-光大证券-欧盟救助计划，也救了光伏业 2010-05-10
- 20090722-光大证券-电力设备与新能源行业-金太阳如约升起，百亿财政投向光伏 2009-07-22
- 20090327-光大证券-“太阳能屋顶计划”带动光伏产业走出低谷 2009-03-27

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
600550	天威保变	25.03	0.50	0.81	1.35	增持
600644	乐山电力	10.08	0.17	0.37	0.51	买入
000012	南玻 A	14.12	0.40	0.60	0.82	增持

图表 1：原生多晶硅价格 2 周左右上涨 10%

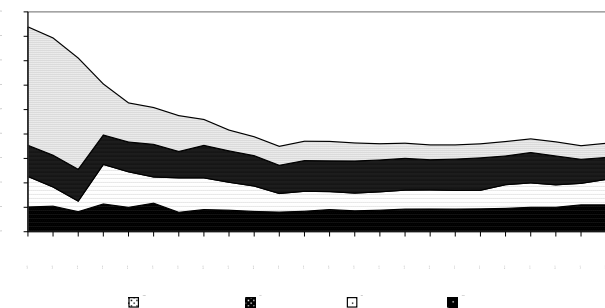
近期小幅上涨



资料来源：光大证券研究所

图表 2：光伏制造环节产业链增加值比较

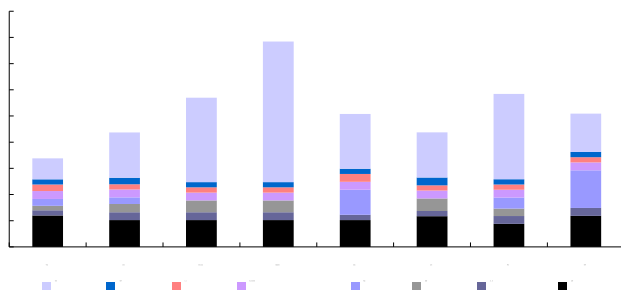
组件降价几乎完全来自多晶硅的贡献，而其他环节毛利率显著提升



资料来源：光大证券研究所

图表 3：国内主要多晶硅厂家成本分拆

各大厂达产后均能实现 35\$/kg 左右成本，而乐电天威可变成本最低



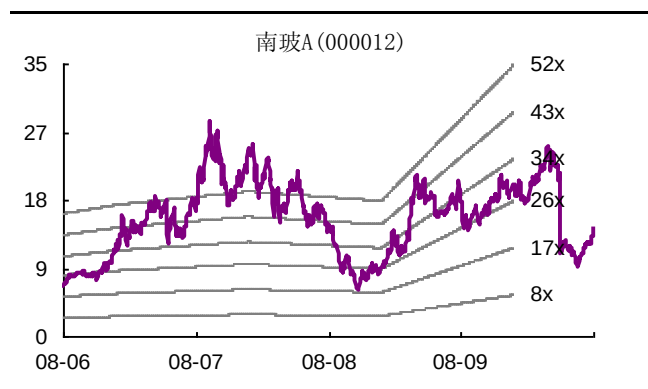
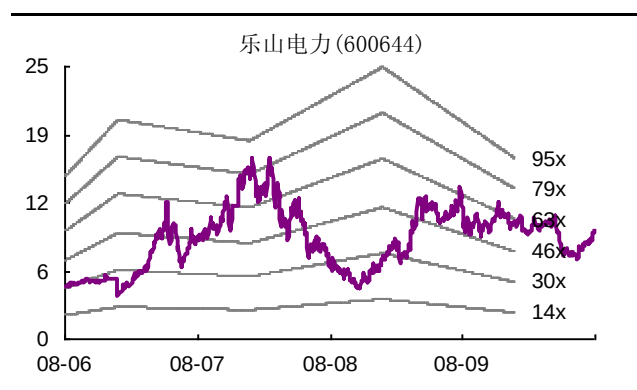
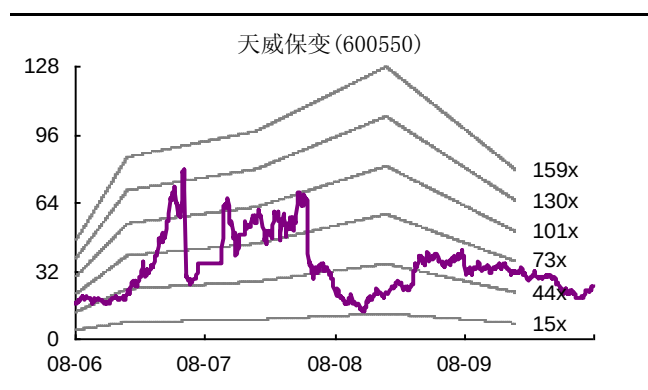
资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			投资评级 本次
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	
600550	天威保变	572	25.03	35.00	0.50	0.81	1.35	50.1	30.9	18.5	买入
600644	乐山电力	326	10.08	12.00	0.17	0.37	0.51	59.3	27.2	19.8	增持
000012	南玻 A	981	14.12	12.50	0.40	0.60	0.82	35.3	23.5	17.2	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，任电力设备及新能源行业分析师。多年跨国公司市场、销售管理工作经验。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

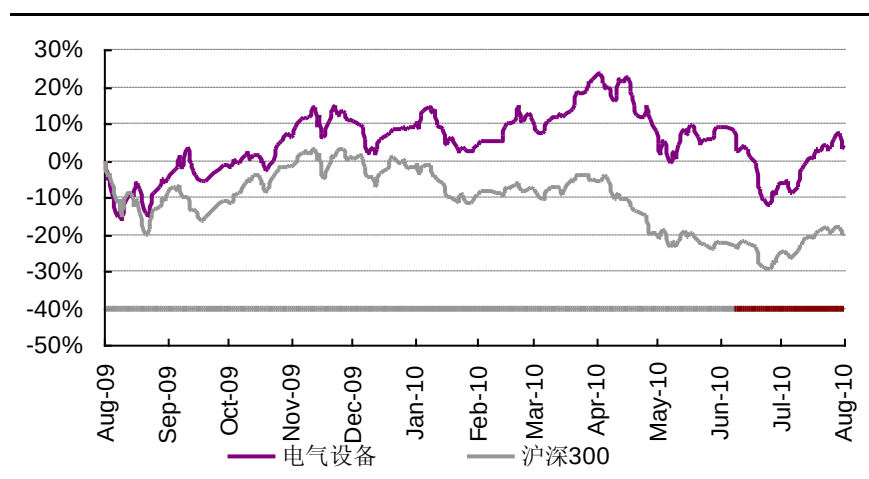
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-06-17	买入
2010-06-28	买入
2010-07-05	买入
2010-07-12	买入
2010-07-13	买入
2010-07-19	买入
2010-07-23	买入
2010-07-26	买入
2010-08-02	买入
2010-08-09	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。