

2011-03-23

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

电力设备

增持/维持评级

分析师

王海生

SAC 执业证书编号: S0930511010006

wanghaisheng@mail.htlhc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号: S0930510120023

(021) 6849 8607

yuanyao@mail.htlhc.com.cn

意大利光伏：高补贴，无上限

- 意大利光伏政策暖风吹来，千万千瓦市场大门或将打开。

近日，4个太阳能协会在罗马与意大利政府进行了会议，此次会谈主要结果：

1) 至2017年，每年光伏补贴总额将控制在60亿欧元之内。2) 新出台的补贴方案约为0.25欧/千瓦时，比目前下降约30%，从2012年开始实施。3) 引入德国的激励机制，补贴会随着安装量调整。

意大利此次光伏政策的关键词可看作：“高补贴，无上限。”通过模型计算，我们认为政府希望光伏市场在2011年爆发后（预计增长100%至5GW），仍保持每年30%的复合增速。60亿欧元的补贴上限，足以支持未来6年年均新增装机10GW以上，相当于2010年全球装机总量的60%。而且这个7年后的上限形同虚设，届时：1) 意大利市场很有可能已经平价上网，边际补贴金额极低；2) 很可能像今年的2个上限一样无穷上调。

- 意大利市场恢复“光荣传统”，2011、12年仍将保持可观IRR

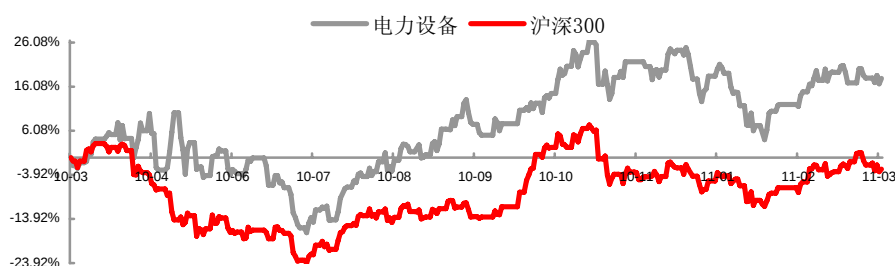
根据《能源鼓励基金》第三版，2011年光伏补贴全年将下调12%。我们估计顺应今明两年组件价格每年15%-20%的下调。而根据我们对组件和BOS成本的降幅假设，补贴下调30%至0.25欧/千瓦时后，意大利市场的IRR仍将维持在15%，相当可观。

- 日本地震波及光伏供给，短期硅价或带动全产业链价格攀升

日本是全球第三大光伏设备生产国，此次地震对以多晶硅为首的光伏产业影响巨大，主要在于：1) 多家多晶硅厂，因电力供应不足等原因宣布停产。2) 对中游的制造环节来说，由于物流不畅，硅料的供给在短期内将受到影响。

我们认为，受供求影响，在短期全产业链价格或呈向上走势。然而，光伏市场的发展机制是通过系统成本的长期下降，带来光伏发电的经济性，实现需求的长期快速增长。长期来看，全产业链价格的下降趋势并不会改变。

最近52周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

- **福岛核事故影响深远，长期光伏份额提升**

我们认为核电挤出的市场份额必将被其他清洁能源所瓜分。然而风能、水能受资源限制难以担当重任，只有光伏长期来看发展空间巨大。因此我们认为各光伏大国后续会重新定位光伏在能源经济中的地位，将其份额加速提升。

- **重点推荐公司排序：精功科技、乐山电力、综艺股份**

精功科技：年报显示，公司目前在手订单超过 660 台，全部在明年结算，锁定公司业绩的强劲爆发。公司进入光伏设备市场 3 年，终成多晶铸锭炉市场龙头。我们看好 11 年光伏设备市场，同时看好公司进口替代的步伐。预计 11、12 年业绩 2.01 元、2.66 元。公司合理价格 80 元，对应 11 年 40 倍市盈率，建议买入。

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，技术成熟稳定，长期优势明显；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。

综艺股份：意大利市场高补贴、无上限的政策基调一旦制定，致力于在该国建设电站的企业无疑是最集中受益的品种。A 股这块业务弹性最大的就是综艺股份。海外电站业务预计今年实现销售 100MW 以上。仅光伏业务今年的业绩贡献，已经足以支持公司股价。而预计超导滤波器及龙芯产品明年起拉动业绩增长。公司 11 年业绩 1.15，合理价格 40 元，对应 11 年 35 倍市盈率，建议买入。

目 录

意大利光伏政策暖风吹来，83GW 市场大门或将打开	5
政策真空曾致市场暂冻，组件价格近期微跌	5
如今，意大利光伏政策暖风吹来，千万千瓦级市场大门或将打开	5
意大利市场恢复“光荣传统”，2011 年仍将保持可观 IRR	6
日本地震波及光伏供给，短期国内全产业链价格或向上	7
全球第三大光伏制造地区，上游硅料供应影响最大	7
供应暂缺，光伏全产业链价格短期或向上	7
福岛核事故影响深远，长期光伏份额强势向上	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 3月初以来国内光伏组件价格微跌 5%.....	5
图 2: 意大利光伏装机容量	6
图 3: 日本半导体厂商所在地	7
图 4: 欧洲各清洁能源 2010 年占比及增速.....	8
表格 1: 光伏各产品现货价格（不含税价格）	5
表格 2: 日本光伏制造业全球占比约 10%.....	7

意大利光伏政策暖风吹来，83GW 市场大门或将打开

政策真空曾致市场暂冻，组件价格近期微跌

事件起因：

自 2011 年 3 月 3 日意大利取消 8GW 光伏装机量上限后，政府表示会在 4 月底前出台新的光伏政策，而从 3 月初开始至今这段时间，意大利政策“真空”，光伏投资者都主动或被动处于观望状态。而这也直接导致了组件在欧洲港口无奈压港，组件有价无市。

事件一：意大利补贴政策摇摆 部分中国光伏组件无奈压港

根据《第一财经日报》的报道，意大利光伏电价补贴削减政策未敲定，部分采购商持观望态度，导致从中国发往该地区的部分光伏组件近期滞留在意大利港口。有业内人士预测，滞留的货物最终可能会被迫降价。坊间更是流传近期意大利内阁签署的一份新政策称，农业用地上的光伏项目只能安装 1 兆瓦以内的，如要享受现行上网电价补贴政策，所有投资者要在今年 5 月 31 日之前将光伏项目并网。4 月 30 日前，政府将为 5 月份之后的项目，确定新的上网电价补贴政策。由于流传的并网日期如此接近，几乎所有的投资者都采取观望态度。

事件二：3 月初以来国内光伏组件价格微跌 5%

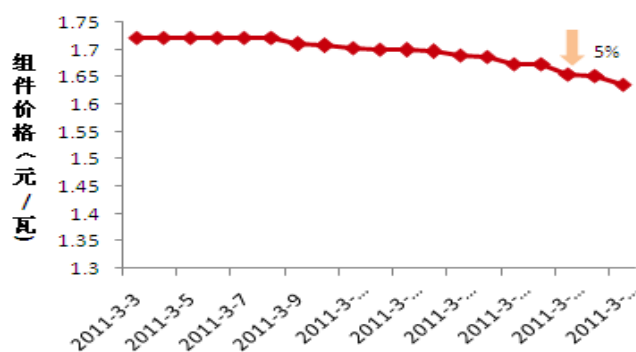
受春节后厂商陆续开工的影响，去年年底下跌至 1.65 元/瓦特的组件价格又转而向上站上 1.72 元/瓦特，但原本应来到的抢装行情却由于意大利的政策摇摆使得组件价格转而向下，最新报价 1.67 元/瓦特，比月初下跌约 4.5%。

表格 1：光伏各产品现货价格（不含税价格）

产品	价格	周涨幅	月涨幅
原生多晶硅	93\$/kg	-1.61%	1.66%
156 多晶硅片	1.01\$/W	-3.59%	-2.86%
156 多晶电池片	1.22\$/W	-2.80%	-3.99%
电池组件	1.67\$/W	-3.45%	-3.64%

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1：3 月初以来国内光伏组件价格微跌 5%



资料来源：华泰联合证券研究所

如今，意大利光伏政策暖风吹来，千万千瓦级市场大门或将打开

太阳能协会和政府的谈判结果

意大利时间上周五中午，4 个太阳能协会在罗马与意大利政府进行了会议，意大利此次会谈主要结果：

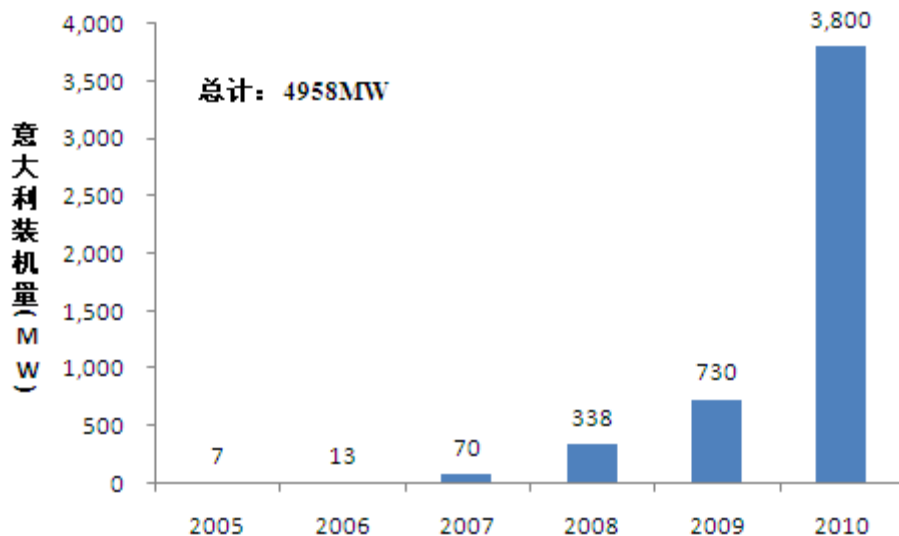
- 1) 至 2017 年，每年光伏补贴总额将控制在 60 亿欧元之内。
- 2) 新出台的补贴方案约为 0.25 欧/千瓦时，比目前下降约 30%，从 2012 年开始实施。
- 3) 引入德国的激励机制，补贴会随着安装量调整。

尽管，政府还未出台正式文件，关于补贴的一些细节方案也尚未明确，但这份流出的谈判结果无疑再次明确了政府对于光伏十分积极的态度。

此政策下意大利光伏市场解读

根据 isuppli 数据，意大利 2010 年新增装机量为 3800MW。2005 年意大利也启动了电价上网补贴，颁布了《能源鼓励基金》第一版。因此，从 2005 年开始计算，意大利光伏装机总量为 4958MW，约合 5GW。

图 2： 意大利光伏装机容量



资料来源：华泰联合证券研究所，GSE，isuppli 机构

通过模型计算，我们认为政府希望光伏市场在 2011 年爆发后（预计增长 100%至 5GW），仍保持每年 30%的复合增速。60 亿欧元的补贴上限，足以支持未来 6 年年均新增装机 10GW 以上，相当于 2010 年全球装机总量的 60%。而且这个 7 年后的上限形同虚设，届时：

- 1) 意大利市场很有可能已经平价上网，边际补贴金额极低；
- 2) 很可能像今年的 2 个上限（3 年内 3GW，2020 年之前 8GW）一样被轻易取消。

意大利市场恢复“光荣传统”，2011 年仍将保持可观 IRR

着眼于过去、现在和将来，意大利政府有着始终支持光伏产业的“光荣传统”，我们始终认为政府将会继续大力支持意大利光伏产业的发展（可参见 20110307 新能源周报《意大利靴子落地，晶硅价格飞天》）：

- 1) 过去：政府“一浪高过一浪”的政策支持，助意大利腾飞。
- 2) 现在：意大利实际已经实现了平价上网，需求激增指日可待。
- 3) 未来：光伏发电助意大利摆脱能源进口为主导的窘境。

2011 年，意大利市场仍将维持可观 IRR

自 2005 年实施电价上网补贴以来，意大利政府的补贴一直可以用慷慨来形容，加上

意大利得天独厚的日照优势，使得其 IRR 一直维持在 15%-20%。而此次补贴下调具体数字还未明确，据报道约在 30%。而事实上根据《能源鼓励基金》第三版，意大利 2011 年补贴每 4 个月下调 6%，全年下调 12%。我们估计顺应今明两年组件价格每年 15%-20% 的下调，意大利市场的 IRR 仍将维持在 15%，保持可观。

日本地震波及光伏供给，短期国内全产业链价格或向上

全球第三大光伏制造地区，上游硅料供应影响最大

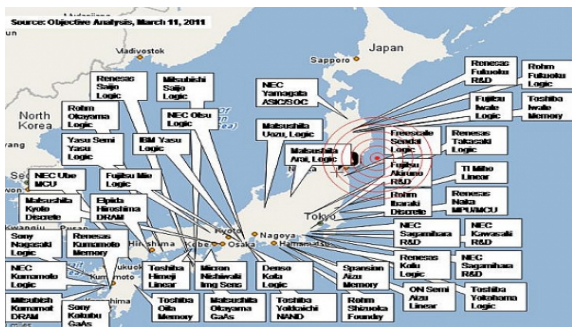
日本是全球第三大光伏制造业所在地，多晶硅、硅片和电池均列全球第三位。根据图 3 可以看到，日本半导体及光伏厂多分布在关西地区，工厂本身遭到破坏的并不多，但是停产消息仍不时传来：

- ✓ 京瓷集团：福岛、山形、郡山的三处工厂宣布停产
- ✓ 友达光电控股的多晶硅企业 M.Setek：产能 3000 吨的多晶硅生产线和年产能 120 兆瓦的单晶硅生产线全部停产。
- ✓ SUMCO：工厂停产

影响主要体现在两方面：

- 1) 对于上游多晶硅厂商来说，主要的困难在于电力供应不足，我们知道电力成本占多晶硅总成本的 30% 左右。电力供应不足无疑将影响今年日本多晶硅料的产量。
- 2) 对中游的制造环节来说，由于物流不畅，硅料的供给在短期内将受到影响，这将间接影响中游厂商今年的放量。

图 3：日本半导体厂商所在地



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：日本光伏制造业全球占比约 10%

	多晶硅 (MT)	硅片 (MW)	电池 (MW)
日本	16,350	1,949	2,388
全球	150,834	17,216	18,604
占比	10%	10%	11%

资料来源：华泰联合证券研究所

供应暂缺，光伏全产业链价格短期或向上

基于意大利市场的打开和日本地震所带来的供应暂时短缺，我们认为，受供求影响，在短期全产业链价格或向上走势。然而，此次意大利向下调整补贴约 30%，势必会带来全产业链价格的下调，否则投资者必然不会答应。长期全产业链价格的下降是大势所趋。

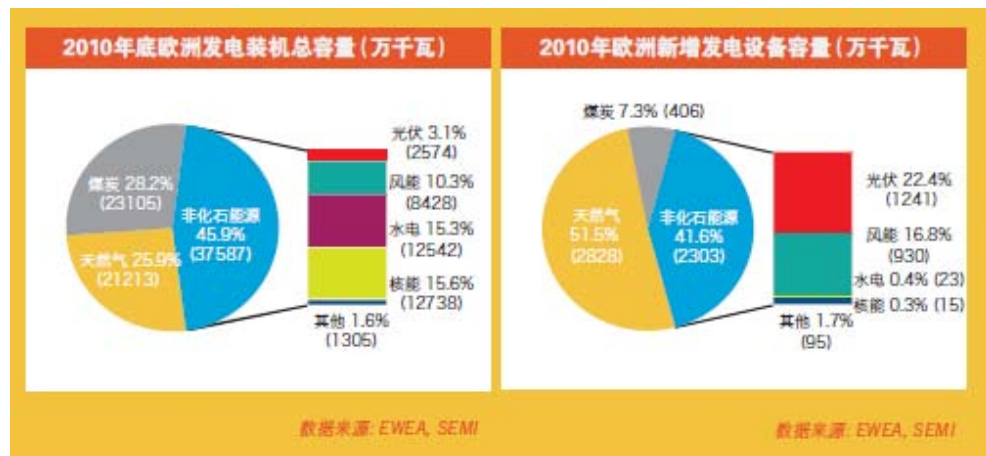
福岛核事故影响深远，长期光伏份额强势向上

日本福岛的此次核事故为核电的安全打上了一个大大的问号。目前，德国已经关闭了

原本打算延长服役年份的 3 座核电站；中国将调整核电的长期规划；而日本的核电产业更是毋庸置疑将受到重创。核电挤出的市场份额必将被其他清洁能源所瓜分。

而在其他的清洁中，风能和光伏近年来发展势头较猛。去年欧洲非化石能源中，光伏列第一，风能列第二。然而，世界上风资源的分布非常不平均，欧洲的某些国家比如意大利风资源就有限，而相对的，日照资源却相对平均。因此我们觉得光伏长期鼓励措施将会加强，份额增速有望加快。

图 4： 欧洲各清洁能源 2010 年占比及增速



资料来源: EWEA, SEMI

风险提示

- 受日本核电事故的影响，光伏在全球迎来了新的增长机会。但光伏需求短期内能否持续保持高速增长存在不确定性。
- 随着德国光伏电价补贴的下调，这给光伏组件企业的盈利带来了压力。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn