

太阳能行业 2011年下半年报告

评级：增持 维持评级

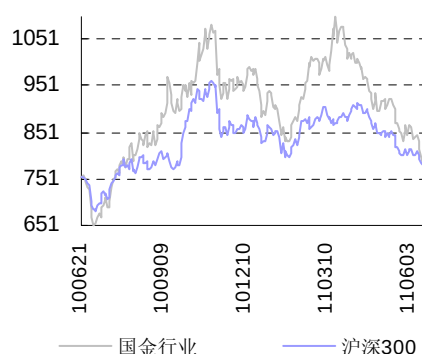
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

历史性的机会逐渐降临

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	58.62
市场优化平均市盈率	22.31
国金太阳能指数	779.75
沪深300指数	2874.90
上证指数	2621.25
深证成指	11328.67
中小板指数	5985.51



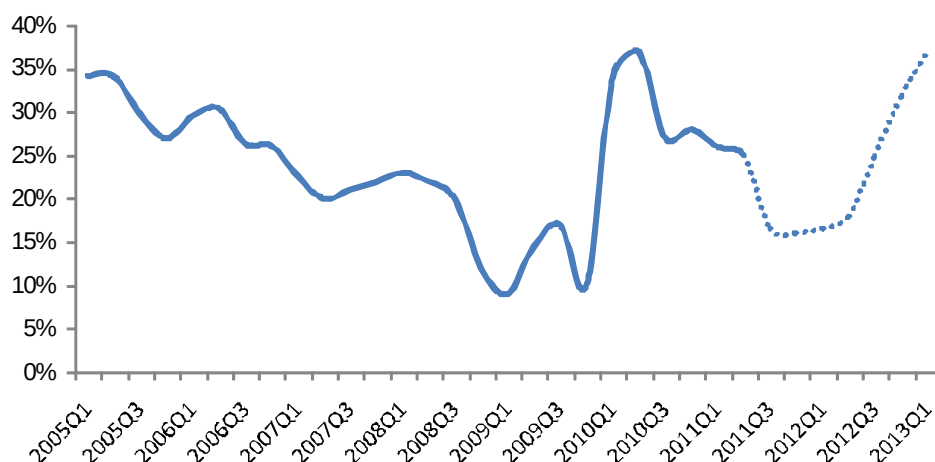
相关报告

1. 《光热发电前途远大、商业化运行尚需时日》，2011.5.20
2. 《如何看待近期光伏产品价格的大幅下跌》，2011.5.18
3. 《太阳能上年产量情况与我们目前的行业观点》，2011.5.13

行业观点

- **现状：**光伏上半年光伏产品价格均经历了较大幅度的下跌，部分产品的下跌幅度超过 40%，从目前情况来看，价格止跌反弹的可能性仍然渺茫。主要原因是供需失衡。去年以来，电池和组件的产能已经超过 40GW，待一季度多晶硅和硅片产能释放之后，阶段性过剩的产能变成了产量。而需求方面，今年意大利和德国的光伏需求增长明显低于去年；
- **如何理解此次价格下跌？**我们认为，此次价格大幅下跌是光伏大周期的一个组成部分。这波景气周期从 2009 年 2 季度开始到 2011 年一季度到达顶点，目前是下行周期，我们判断这一周期在半年左右，会在四季度结束；
- **三至五年的长周期看，成本推动的第二个光伏发展大周期即将到来。**我们把光伏产业分为两个大周期，第一个大周期是从 2005 年到 2010 年，其主要推动力是政府补贴的不断落实，第二个大周期是从 2011 年开始到 2015 年前后，其推动力是光伏发电成本逐渐接近当地上网平价，在这一前提下，未来几年光伏装机量将会有巨大增长，即使按照 2020 年光伏发电替代全球发电量的 5%，每年的新增光伏装机也将是目前水平的十倍以上；
- **一年左右的周期看，大幅下跌的组件价格将大幅提高光伏装机的规模，**因此，我们对 2012 年的光伏装机规模持非常乐观的态度，认为将是一个巨大的增长，其来源主要是中国和美国等大的市场启动；
- **从半年左右的周期看，光伏产业仍将经历艰苦的转折阶段。**由于光伏景气上行除了迅速下降的产品价格外还有终端消费者投资意愿的恢复与银行信贷的宽松，我们认为三季度的情况会比二季度好，但仍然是弱市行情，四季度有望开始复苏；
- **子行业选择：**从一年左右的周期看，下游弹性好于上游，产品弹性好于设备。

图表1光伏行业景气预测图(虚线为预测部分)



张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

来源：国金证券研究所

内容目录

上半年行业回顾:供需逆转带来的价格暴跌	3
一季度: 价格上涨的回光返照	3
二季度: 从组件向上传导, 全线价格下跌, 多晶硅最后下跌:	3
从大周期的角度看光伏景气变化: 从补贴推动到成本推动	4
2005 年到 2010 年的第一个大周期	4
2011 年开始的新一轮周期, 目前已经接近底部	5
大周期下的子行业与投资标的选择	6
十年两个周期	6
子行业弹性比较: 供应紧张的弹性好	7
重点公司盈利预测与估值情况	8

图表目录

图表 1 光伏行业景气预测图(虚线为预测部分)	1
图表 2: 近 5 个月 125mm 硅片价格变化	3
单位:\$/wp	
图表 3: 近 5 个月电池价格的下跌	3
图表 4: 近 5 个月多晶硅价格走势	3
图表 5: 光伏产业周期变化及关键时点模拟图	4
图表 6: 2005 年到 2010 年的大周期里, 光伏装机增长了十倍	4
图表 7: 全球光伏产业景气变化	5
图表 8: 美国上市的中国光伏板块企业的景气变化(以毛利率衡量)	5
图表 9: 两个大周期的不同特性	6
图表 10: 简单的光伏装机量预测	6
图表 11: 光伏产业子行业	7
图表 12: 多晶硅板块毛利率变化	7
图表 13: 硅片行业毛利率变化	7
图表 14: 电池行业毛利率变化	8
图表 15: 组件价格变化	8
图表 16: 太阳能行业重点公司盈利预测与估值情况 (2011/6/20 收盘价)	8

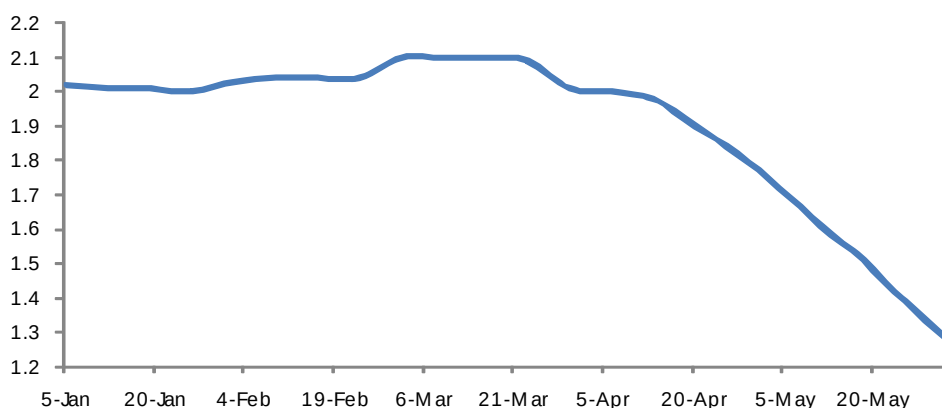
上半年行业回顾:供需逆转带来的价格暴跌

一季度: 价格上涨的回光返照

- 2011 年上半年, 整个光伏产业链经历了自下而上的价格暴跌, 部分产品的价格下跌幅度甚至超过 30%, 惨烈程度堪比 2008 年年底;
- 从价格看, 年初产品价格就已经出现了下跌的迹象, 但三月份的时候价格小幅反弹, 主要原因是中间环节产能的大规模扩张, 尤其是硅片环节, 在一季度的时候大量扩产, 新的硅片产能逐渐进入生产阶段和硅片厂增加库存带来对多晶硅需求的提高, 这一段时间各多晶硅厂普遍反映多晶硅需求旺盛, 但与我们当时的判断一样, 这实际上是硅片环节畸形扩张带来的非理性繁荣, 实际上, 当时终端市场的疲软状态并未改变;

图表2: 近 5 个月 125mm 硅片价格变化

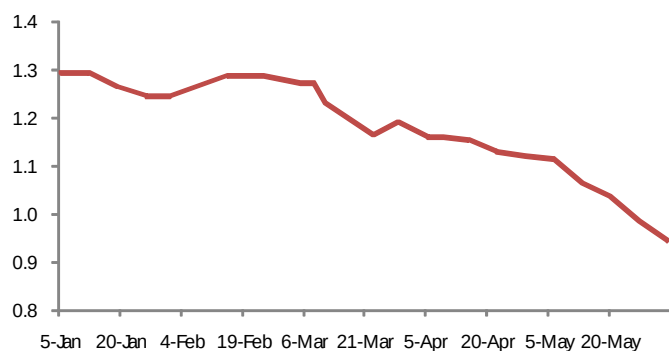
单位:\$/wp



来源: 国金证券研究所

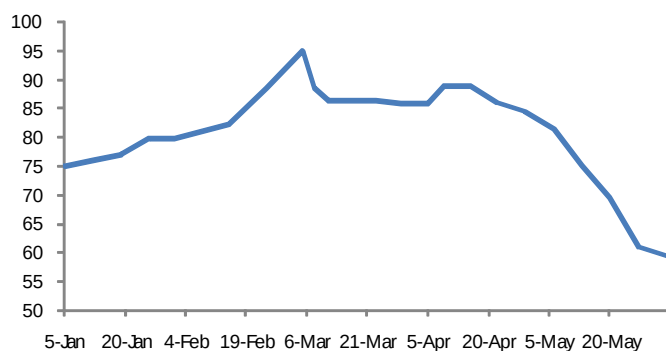
- 硅片厂扩产拉动多晶硅价格上涨, 一季度末多晶硅市场价格甚至上探 75 万/吨的金融危机之后的新高; 而高企的多晶硅价格又提高了下游企业的成本, 而此时终端市场虽然疲软但仍属正常情况, 因此成本推动终端组件价格出现了一波上涨, 但这波上涨成了最终压垮市场价格的最后一根稻草。

图表3: 近 5 个月电池价格的下跌



来源: 国金证券研究所

图表4: 近 5 个月多晶硅价格走势



二季度: 从组件向上传导, 全线价格下跌, 多晶硅最后下跌:

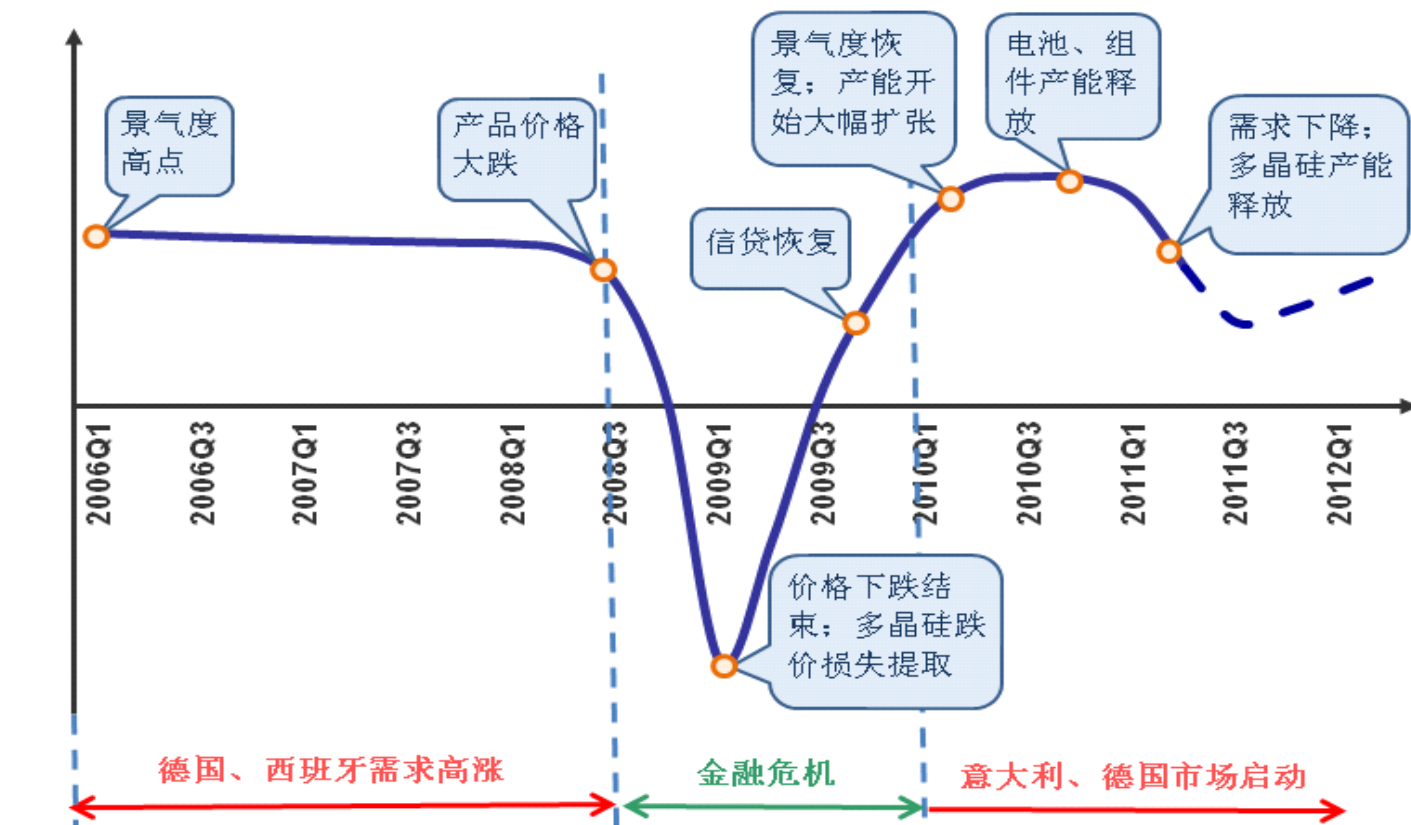
- 此轮价格大跌的顺序是从终端开始的, 2011 年初的时候, 欧洲市场组件销售已经出现疲软迹象, 表明欧洲市场的实际需求在放缓;
- 经过一季度硅片产业的非正常膨胀之后, 上游多晶硅价格到达阶段顶点, 此时硅片环节的产能开始释放, 下游压力陡增;
- 组件与电池价格率先下跌, 很快硅片价格随之下跌。

从大周期的角度看光伏景气变化：从补贴推动到成本推动

2005 年到 2010 年的第一个大周期

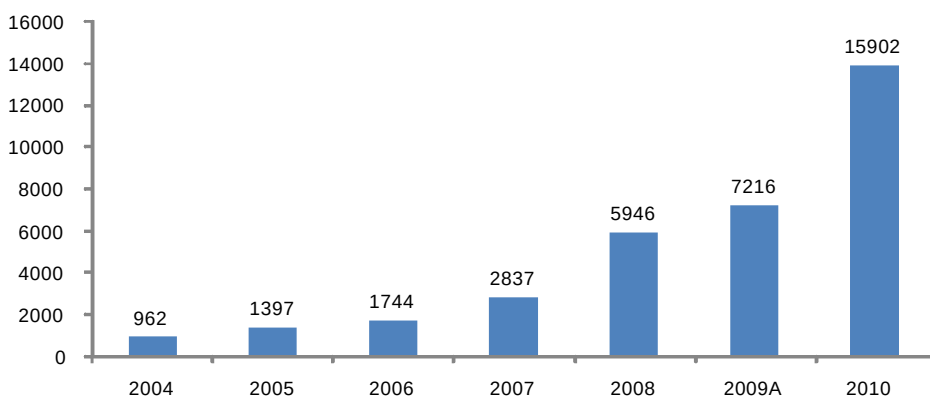
- 从 2004 年产业开始爆发到现在，光伏产业完整的大周期其实只经历了一轮，这轮周期从 2005 年到 2010 年，也就是我们之前多次在路演和会议里提到的“补贴推动的五年增长”；

图表5：光伏产业周期变化及关键时点模拟图



来源：国金证券研究所

图表6：2005 年到 2010 年的大周期里，光伏装机增长了十倍

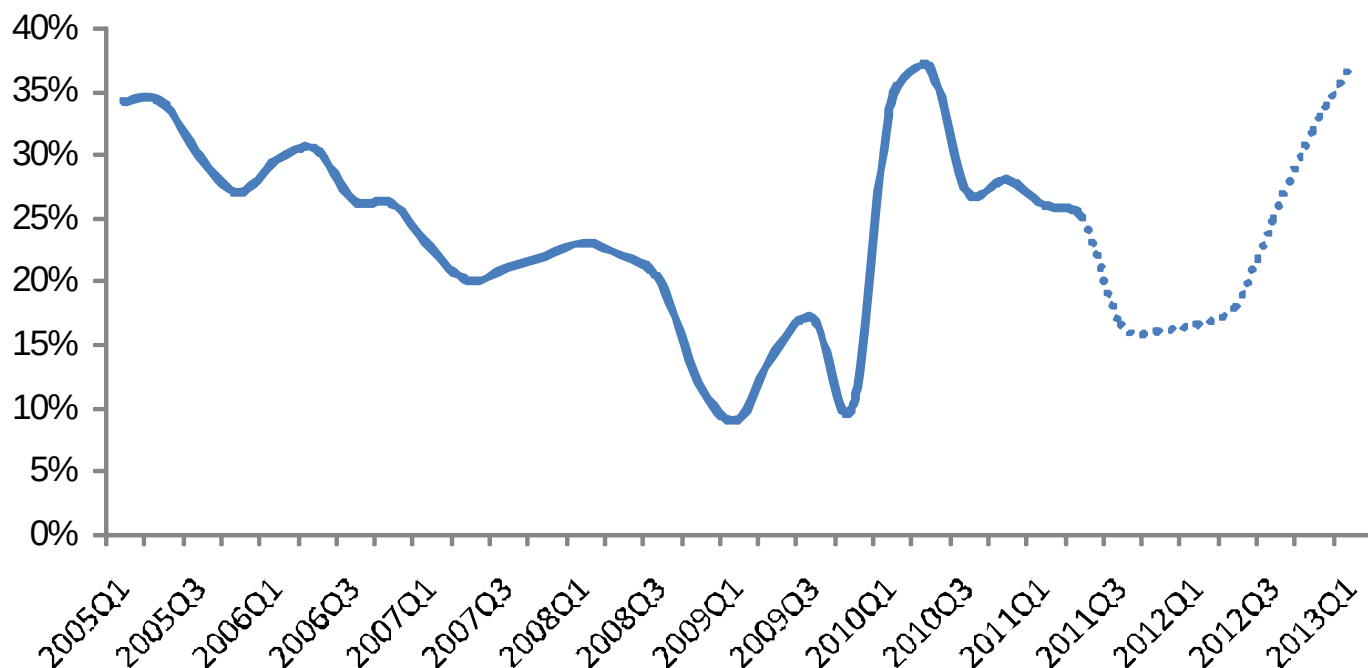


来源：国金证券研究所

2011年开始的新一轮周期，目前已经接近底部

- 目前正处于新一轮周期的开始，如下图所示，虚线部分表示预测，实线部分表示全球主要光伏上市公司组成的行业组合的毛利率变化；
- 所取板块为全球光伏较有代表性之上市公司的财务数据，这当中有部分大企业对整个毛利率的波动起到了平抑作用，因此比中国板块的数据波动要小得多；

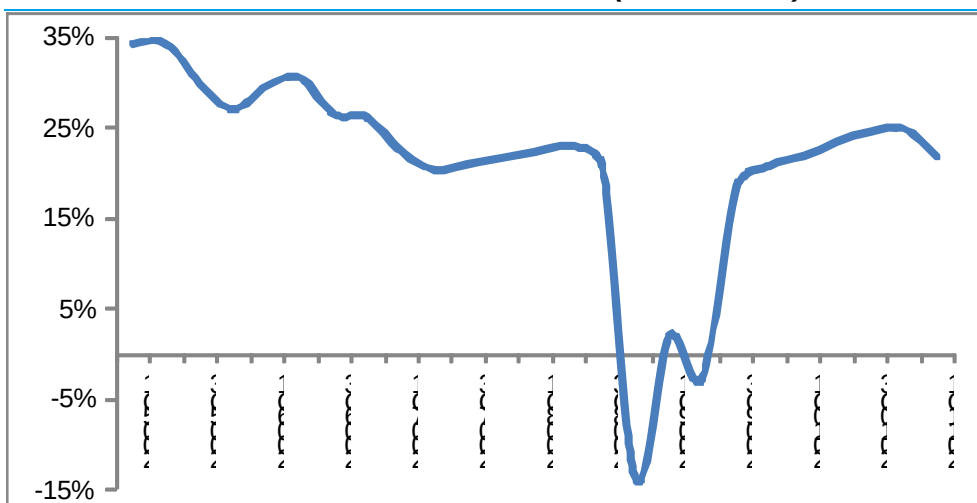
图表7：全球光伏产业景气变化



来源：国金证券研究所

- 我们预计目前正处于这轮周期的寻底阶段，但无法马上起来，尚需要消化去年至今积累的大量产能；
- 我们判断，目前已经接近行业的景气低位，对产业资本而言，目前是开始投资建设的好时机，对资本市场而言，可以开始投资标的的选择了。

图表8：美国上市的中国光伏板块企业的景气变化(以毛利率衡量)



来源：国金证券研究所