

2011-07-14

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

电力设备与新能源

中性/调低评级

分析师

王海生

SAC 执业证书编号:S1000511030005

021-68498537

wanghaisheng@mail.htlhsc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号:S1000511040002

(021) 6849 8607

yuanyao@mail.htlhsc.com.cn

多国债务危机，光伏市场浴火重生

欧债问题已经直指欧元区第三大经济体意大利,虽然近期仍处于可控范围内,欧元汇率也有所回升,但整个欧洲的经济与债务的状况已经不同以往,欧债就像一颗定时炸弹,不定何时会引爆。

- 欧债问题升级的潜在风险对光伏是很大的短期利空，可能造成以下后果：

欧洲国家后续补贴总额有下调的风险，从而达到财政与税收紧缩的目的；银行贷款收紧，新增光伏电站的海外融资将变得更加困难，新项目的开展陷入停滞，导致需求进一步恶化；欧元贬值，光伏中下游企业利润下降。

假设下半年欧债失控,则市场的反弹预期尚未真正开始释放,便再次沉寂,此前判断的光伏行业“年底的寒冬”或提前降临。

- 长期看，欧债危机不是新能源危机，更不是新能源产业的“泡沫”破裂：

相反，新能源产业经过各国政府近 10 年来的财政扶持，已经接近收获的时刻，光伏在全球已经开始逐渐实现用户侧的平价上网。而平价上网的前提，是系统成本 20% 以上的进一步快速下降。此次的债务危机，将加速平价上网的进程。从光伏的生命周期来说，长期是一个利好。

- 光伏行业面临转型期的阵痛，寻找结构性机会：

从短期看，光伏行业正处于从“政策依赖”向“平价上网”的转型中间的阵痛期，价格的快速下降不会马上带来市场的大幅增长。我们认为，快速扩产的中游制造环节（买硅料做组件），在未来1年，将承受巨大的压力。

因而我们依然维持此前的投资策略：回避中游及硅料环节，在上游辅材设备与下游电站环节寻找结构性机会。

重点公司盈利预测与估值情况

代码	公司	评级	现价	EPS		P/E	
				2011E	2012E	2011E	2012E
600770	综艺股份	买入	18.98	0.85	1.18	22	16
300029	天龙光电	买入	22.31	0.82	1.23	27	18
002506	超日太阳	买入	21.98	0.69	1.20	32	18
601208	东材科技	买入	20.25	0.85	1.11	24	18

目 录

欧债失控的潜在风险，利空下半年的光伏反弹行情	3
欧债危机并不是新能源危机，期待光伏市场的转型	4
风险提示	5

图表目录

图 1: 全球光伏市场发展趋势	3
图 2: 光伏发电成本下降趋势	5

近日，欧债这出悬疑惊悚大戏再次震惊了全球市场，不过这次的主角临时换成了欧元区第三大经济体意大利。意大利俨然已成为继希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙之后又一个将要感染债务危机的国家，有分析人士表示，意大利一旦爆发债务危机，或将导致欧元区瓦解。（来源：新华网）

欧洲依靠财政补贴，孕育了当今光伏 800 亿美金的繁盛产业，如今债务缠身、政策收紧、市场衰退，并使得光伏全球市场增速也随之放缓；但好在光伏即将迈入不需要补贴的新阶段。

欧债失控的潜在风险，利空下半年的光伏反弹行情

我们此前判断，下半年的光伏反弹行情虽然是短暂的，而且面临年底的二次探底，但至少已经走过了 Q2 的最差时期，12 月以前，利空已经出尽。目前来看，显然低估了欧洲的经济与债务状况带来的不确定因素。

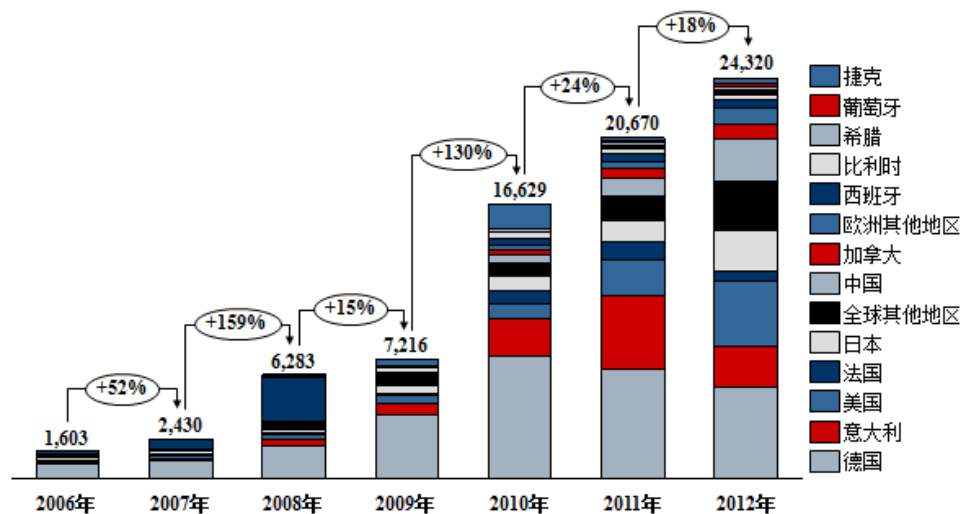
此次欧债问题直指欧元区第三大经济体意大利，虽然近期仍处于可控范围内，欧元兑美元汇率跌破 1.4 后也迅速有所回升，但整个欧洲的经济与债务的状况已经不同以往，欧债就像一颗定时炸弹，不定何时会引爆。未来欧债问题升级的潜在风险对光伏是很大的短期利空，可能造成以下后果：

- 欧洲国家后续补贴总额有下调的风险，从而达到财政与税收紧缩的目的；
- 银行贷款收紧，新增光伏电站的海外融资将变得更加困难，新项目的开展陷入停滞，导致需求恶化；
- 欧元贬值，光伏中下游企业利润下降。

我们依然谨慎看待下半年的光伏反弹，但将行业评级调至中性：

- 1) 假设下半年欧债失控，则市场的反弹预期尚未真正开始释放，便再次沉寂，“本年底的寒冬”或提前降临。
- 2) 反弹行情的持续时间短，11 月中下旬开始便转入需求淡季，光伏将二次探底。
- 3) 中游产能在反弹中依然是过剩的，价格承压，盈利难以超预期。
- 4) 明年的市场预期并不乐观，在不考虑市场黑马的情况下，2012 年的市场增幅转为温和，放缓至 18%，主要是欧洲市场的衰退造成。

图 1： 全球光伏市场发展趋势



资料来源: EPIA, 华泰联合证券研究所

进入7月份以来,光伏需求确实开始小幅回暖,但复苏的步伐缓慢,整体情况相比5、6月份并没有本质性的反转,能够满产企业只占少数,两级分化很严重。这符合我们此前的判断:伴随库存的消化,反弹要在Q3后半段才能传导至需求侧。而光伏板块在经历了一波触底反弹之后,股价对业绩已经提前反应完毕,后续增长是缺乏支撑的。

对于近期多晶硅价格企稳并小涨,我们认为并不完全是供需的体现:

- 1) 夏季的限电对多晶硅产出有略微影响;青海省9月底前并网800MW的短期爆发力提供了一定市场支撑,但没有持续性;
- 2) 多晶硅厂商对下半年需求的反弹预期过高,心理价位提升,在产品的报价中提前反应;
- 3) 全年20-21GW的光伏并网量,约13-14GW在下半年实现,对应多晶硅的需求10万吨左右,基本对应了成本45美金/Kg的有效产能,因此55美金/Kg的价位下,供需是基本平衡的,价格在需求高峰期可能有微幅上调。

欧债危机并不是新能源危机, 期待光伏市场的转型

长期看,欧债危机并不是新能源危机,更不是新能源产业的“泡沫”破裂,相反,新能源产业经过各国政府近10年来的财政扶持,已经接近收获的时刻,光伏在全球已经开始逐渐实现用户侧的平价上网。而平价上网的前提,是系统成本20%以上的进一步快速下降。此次的债务危机,将加速平价上网的进程。从光伏的生命周期来说,长期是一个利好。

同时,面临日益严重的环境污染与气候问题,新能源是必备的解决途径之一。大的逻辑上,政府不会放弃新能源的长期发展战略。且一旦发电经济性达成后,新能源将成为一个无需政府补贴的市场化的产业。

光伏行业面临转型期的阵痛, 寻找结构性机会:

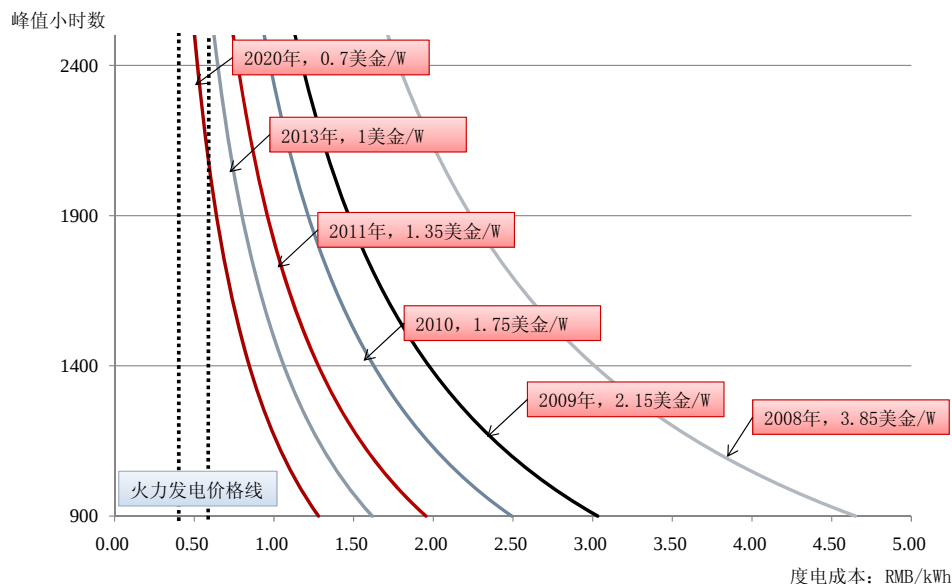
从短期看,光伏行业正处于从“政策依赖”向“平价上网”的转型中间的阵痛期,价

格的快速下降不会马上带来市场的大幅增长。我们认为，快速扩产的中游制造环节（买硅料做组件），在未来 1 年，将承受巨大的压力。

因此我们依然维持此前的投资策略：回避中游及硅料环节，在上游辅材设备与下游电站环节寻找结构性机会。（参见 6 月 28 日报告：光伏仍将探底，寻找可持续的机会）

其中，中国的海外电站开发企业多采用内保外贷的模式，可有效规避融资门槛及汇率风险。且中国企业利用海外银根紧缩的时机大肆扩张，有可能成为光伏下游的整合者。

图 2：光伏发电成本下降趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

光伏政策存在不稳定性，光伏下半年的小反弹存在风险



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