



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

行业动态

证券研究报告

2011年7月26日

新能源

研究部

陈华¹ CFA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080207110066

chenhua@cicc.com.cn

强者更强, 带领行业加速走向平价

“感受光伏复苏”调研纪要

行业动态:

上周我们调研了精功科技、晶澳太阳能、保利协鑫高佳硅片厂、海润光伏、无锡尚德、东方日升六家企业。基本情况和评论如下。

- ▶ 产能利用率明显回升, 库存恢复正常水平: 晶澳6月份产能利用率明显好转, 高佳6月份库存为0, 尚德目前产能利用率已从2季度90%上升到100%, 海润目前满产, 仅东方日升一家因为拉闸限电目前利用率90%。由于7、8月份是欧洲的节假日, 我们认为需求会在9-11月份迎来本次回暖的小高潮。
- ▶ 行业并购潮来临, 龙头深化垂直整合: 近期美国 SunPower 被法国 Total 收购, 富士康宣布积极寻找合作对象进入光伏行业, REC 大股东 Orkla 考虑出售 REC 股份, 台湾部分电池企业摇摇欲坠, 很多人到晶澳另谋职位。这些都预示着一轮光伏行业并购潮的出现, 而出现的时点正是大规模平价到来之前。另一方面, 龙头公司普遍深化垂直整合策略, 晶澳进入硅片环节, 年底产能可达600MW, 自给率20%, 未来将提升到1/3。保利协鑫除迅速扩产之外, 在砂浆回收、设备制造、辅料生产方面都有明显整合趋势。尚德同样进入硅片环节, 目前已可以自供50%。东方日升也考虑在下游太阳能灯具和电站项目有所突破。这是一个大企业不断壮大, 小企业或被收购或退出市场, 财力雄厚的新进入者此时不进未来再无机会, 非财力雄厚新进入者最好放弃念想的阶段。我们认为在本轮行业整合之中抓住绝对龙头, 即保利协鑫, 以及能与保利协鑫形成共赢的企业, 同时避开保利协鑫直接竞争对手, 将是一条有效的选股主线。
- ▶ 产品价格企稳: 保利协鑫长单价格未有进一步下调, 目前稳定在0.50美元/瓦水平。现货市场多晶硅、硅片、电池、组件在小幅上涨之后目前呈现横盘态势。我们认为现货市场可能在9-10月份的需求小高潮中进一步升高, 虽然现货市场成交量很小, 但现货价格几乎已成为光伏股价波动的最敏感因素。抛开现货的非理性波动不看, 我们认为长单价格将在下半年长期稳定, 不会出现新一轮大幅下调。
- ▶ 新技术发展突飞猛进: 晶澳、尚德均表示在积极扩大铸锭单晶产量, 全年准单晶出货量将达200MW, 而协鑫、海润也都在尝试。铸锭单晶可以以多晶铸锭的成本生产出接近传统单晶的效率, 我们认为该技术将在2-3年内全面铺开。精功科技作为国内生产单晶铸锭炉先行企业, 受益最为明显。其他技术例如金刚石线、连续型多次填料铸锭、尚德的 Pluto 技术、铜浆替代银浆、晶澳的 Secium 技术等都取得了明显进展, 再考虑到未来开方机、切片机、丝网印刷机、以及层压机等关键设备的国产化, 使我们相信未来光伏行业的成本下降空间还非常巨大。
- ▶ 中国市场前景乐观: 尚德认为今年中国需求可达1.5GW, 晶澳更是提到2020年中国累计装机150GW的梦想。其实这又有什么不可能呢? 最乐观的测算下, 2020年中国光伏总装机=1800GW(中国2020年总发电装机)*5%(2020年光伏发电占比5%, 相对欧洲12%的目标)*4(利用小时倍数)=360GW, 而现在市场最高预期才50GW。
- ▶ 平价上网降低政策风险: 尚德的美国电站度电成本可达0.12美金/度, 东方日升则认为其可以做到0.60元/度的水平, 均略超行业预期。考虑到全球消费电价都在上涨, 我们认为平价时点前移速度超过预期。明年全球光伏需求受政策影响将明显小于以往, 光伏市场的主要特点将从周期性波动转向持续成长。

¹ 报告贡献人: 石冉 shiran@cicc.com.cn

估值与建议：

海通集团重组过会，重组风险消除以及后续更名亿晶光电有望进一步提升估值。维持 2011~2013 年亿晶光电每股收益 1.56/2.08/2.98 元/股预测。目前股价对应于 2012 年 17.6 倍市盈率，考虑到明年多地平价上网降低政策风险，光伏股有望迎来估值提升，例如明年的 30 倍市盈率。

我们重新覆盖精功科技，并认为其将在长期内成为硅片环节设备整合者。目前上游龙头保利协鑫对于铸锭炉的采购已经几乎不考虑美国 GT Solar，预计未来全球铸锭炉将由中国设备企业分到绝对多数的订单，前景看好。预计 2011-2013 年每股收益 3.01/3.85/5.83 元/股，目前股价对应于 2012 年 15 倍市盈率。具体分析见同时发布的个股报告。

保利协鑫公告上半年净利润约 32 亿元港币，符合预期。新的 4 万吨多晶硅生产线即将投产，成本全年最低，且配套设备、耗材、新技术研发等均显王者风范。维持 2011-2013 年每股收益为港币 0.46/0.53/0.63 元/股，同比增长分别为 78%、14%、19%。目前股价对应于 2012 年 7.7 倍市盈率，目标价 5.3 港币。

豫金刚石上半年业绩预计 0.23 元/股，符合预期，金刚石线有望在近期取得突破。根据最新的传统钢线价格 5 元/公里测算，金刚石线价格若在 1.3 元/米，将具有经济性，我们认为只要豫金刚石产品合格，经济性将非常明显，因此判断金刚石线在硅片切割领域的技术替代将在下半年加速。预计 2011 -2013 年每股收益 0.50/0.82/1.12 元/股，同比增长分别为 101%、63%、37%。目前股价对应于 2012 年 24.8 倍市盈率。

风险：欧债恶化影响项目融资。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为金风科技提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

