

2011-11-02

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

电力设备

增持/维持评级

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

光伏或有曙光，优先关注下游

- 近期欧元区就希腊债务危机达成一揽子协议，受此利好刺激，海外市场大幅上涨，美股光伏企业也均有强于大盘的表现。我们认为该事件虽然并没有从根本上解决欧债问题，但有益于债务危机的缓解，欧洲国家的信用等级同时得到一定程度的提振。光伏市场作为政府担保的投资项目，融资条件也有望改善。

在此基础上，明年光伏市场及行业表现或将好于预期：1）价格下降，支持主流市场的持续，及新兴市场的超预期发展；2）产能洗出，中游供需状况有望好转。

- A 股光伏板块出现全面反弹。在这个阶段由于尚未得到基本面的支撑，估计持续时间和力度不强。然而我们认为板块底部不远，建议开始中长线关注，尤其是下游电站开发板块，及前期超跌但业绩增长较为确定的中游品种：1）经过前期一再杀跌，A 股光伏板块已经跌至 11 年 20 倍的估值水平，相对于中期的成长性，这个估值并不高。2）明年二季度全球需求可能出现回暖，而国内市场或有机会，明年的需求增长可能超出目前的预期，而对此的预期将会在一季度开始显现。

- 建议关注的上市公司：

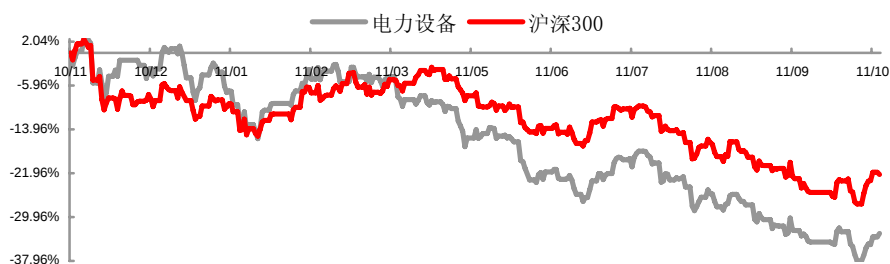
综艺股份：受益于欧债问题缓解，海外电站投资的风险下降，投资进度可能进一步加快；2012 年 FiT 补贴持续较高回报，同时继续保持对中游的采购议价能力。

阳光电源（即将上市）：光伏逆变器龙头，中国市场超预期情况下的最大受益者。

海通集团：A 股光伏龙头企业，在明年供需状况好转的前提下，业绩能得到量、价的双重改善。

- 风险提示：欧美的债务危机仍没有彻底解决，宏观面存在风险；光伏政策存在波动性及不确定性。

最近 52 周行业表现



上周欧元区就希腊债务危机达成一揽子协议，受此利好刺激，海外市场大幅上涨，美股光伏企业也均有强于大盘的表现。我们认为该事件虽然并没有从根本上解决欧债问题，但有益于债务危机的缓解，欧洲国家的信用等级同时得到一定程度的提振。因此，光伏市场作为政府担保的投资项目，融资条件也有望改善。

在此基础上，对于明年的行业形势我们持谨慎但偏乐观的观点：

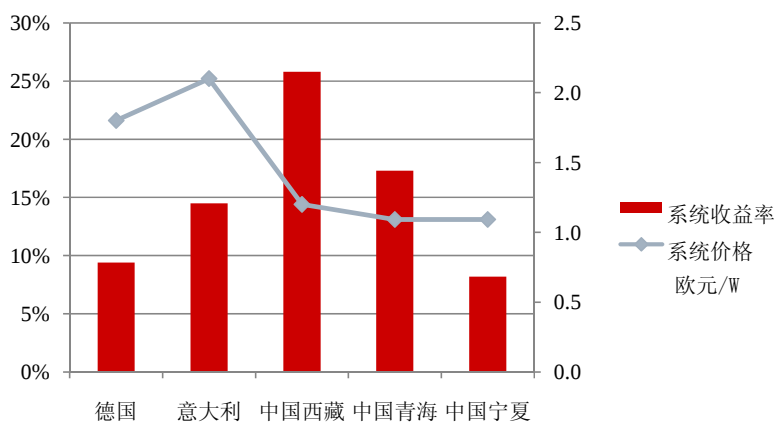
1. 价格下降，支持主流市场的持续及新兴市场的发展加快：

欧洲市场在此次欧债问题缓解后，明年的市场情况将好于预期：

保守假设明年组件 1 美金/W 的情形下，德国的屋顶系统价格将是 1.8 欧元/W 左右，2012 年初补贴下调 15% 之后，将普遍维持 9% 以上的收益率，好于预期；即便年中补贴进一步下调，也能够维持基本的需求。意大利在地面项目设置上限后，屋顶市场仍然具备活力，其屋顶系统价格比德国稍高，在明年的两次电价下调后，同样能维持 14% 左右的收益率。其他欧洲小国继续维持活跃增长。

总体上明年欧洲市场的安装总量仍可能出现下滑，但由于今年意大利有 3GW 项目是 2010 年建成，因此明年欧洲实际的需求上有望持平或小幅增长。

图 1： 组件 1 美金/W 情形下，2012 年系统价格与内部收益率



资料来源：公开信息，华泰联合证券研究所测算

中国明年超预期是大概率事件，乐观看可能达到 5GW 以上：

1) 1 元/kWh 的临时性光伏上网电价，中西部省份在明年仍将维持可观收益，在未来补贴不明朗的情况下，有可能引起电力央企的抢装发生：

中国目前的光伏 EPC 价格已经跌至 11 元/W 以下，保守假设明年维持在 11 元/W，除西藏青海之外，宁夏等省的收益也将达到 8~10%。而且新项目有足够的时间做前期审批及安装。根据我们多方面了解，宁夏、甘肃等省份均已经储备了大量的项目。

2) 能耗总量控制，可再生能源抵扣制度，长期利好：

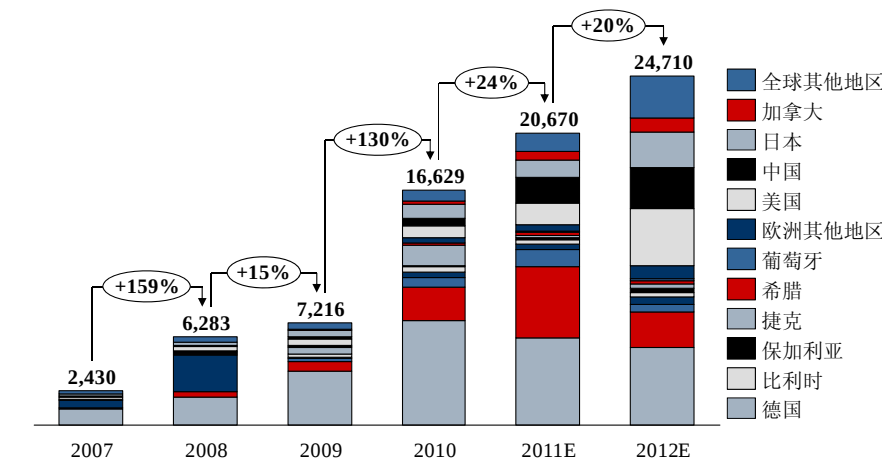
近期有媒体报道能源局“十二五”能源消费总量控制：1）能耗指标分解到各地，并与政绩挂钩，成为强制推行节能减排的有效手段；2）可再生能源能耗扣除，这条内容的具体含义有待确认，但无疑将促进水、风、太阳能的应用。

我们认为受益最直接的应是太阳能，因为其适用范围广，可直接应用于城市。而该政策是分解到各地的，大部分地区可能都没有风电、水电资源。因而东部省份光伏在建筑上的应用（类似金太阳屋顶的自发自用形式）可能成为另一个增长点。

平价上网拉动

光伏的度电成本很多地区已经达到 0.15 美金/kWh 以下，在高电价国家的用电侧已经实现经济型。通过新的商务模式，将逐渐刺激市场化的需求。（参见报告：全球化视野下的光伏平价上网路径）

图 2： 2011-2012，光伏各国装机量预测



资料来源：EPIA，华泰联合证券研究所

综上，我们在维持此前 24.7GW 基础需求的判断下，乐观预期明年全球需求维持高增长，可能达到 25~30GW。当然市场能否真正实现大的成长，还有待相关政策的催化及全球经济的稳定，仍需持续关注。

2. 产能洗出，中游供需状况有望好转

根据我们的统计，明年成本在 30 美金/Kg 以下的多晶硅有效产能将达到 23 万吨，除去半导体领域的应用，可满足 34GW 的光伏需求。我们预计明年多晶硅价格很难出现大的反弹，产业链价格整体上将维持在平稳的低位。

在经过短暂的欧洲抢装后，行业还要面临长达 4 个月的冬歇期，最终将使此次底部周期持续长达一年，预计欧美将有更多的产能被洗出，部分中国的中小企业也可能选择退出。明年中游的有效产能可能下降至 35GW，虽然仍然过剩，但整体的供需状况或好于今年。

3. 建议关注的上市公司：

综艺股份：受益于欧债问题缓解，海外电站投资的风险下降；2012 年 FIT 补贴持续较高回报，同时继续保持对中游的采购议价能力。

阳光电源（即将上市）：光伏逆变器龙头，中国市场超预期情况下的最大受益者。

海通集团：A 股光伏龙头企业，在明年供需状况好转的前提下，能得到量、价的双重改善。

风险提示

欧美的债务危机仍没有彻底解决，宏观面存在风险；光伏政策存在波动性及不确定性。



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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。