

热点行业展望

仍然是阳光普照的行业

中国光伏行业回顾与现状

2014年中国光伏企业大部分出现增量不增收的情况，尤其上游多晶硅生产企业大部分处于亏损状态。2015年上半年，国内光伏行业整体仍然比较困难。尤其上游多晶硅生产企业面对持续下跌的价格，主要由于：1) 需求疲弱；2) 库存积压；3) 进口多晶硅对国内市场的冲击（价格低于国内同等级别产品0.5-1万元/吨）。截至2015年6月，国内多晶硅出厂价已经相对一年前下跌超过23%，但仍然高过进口价15-20%。多晶硅价格的持续下跌减轻了下游光伏电站企业的投资成本。我们注意到国内光伏行业的投资在流向下游光伏电站运营。

有利的政策环境

目前，光伏发电只占中国总发电量的1%（与此同时，水利发电接近20%，核能和风能都超过2%）。中国计划实现太阳能发电到2020年达到100GW，代表20%的年复合增长。相对于其它清洁能源（比如核能，风能及水能），光伏发电的投资回报率一般较高（主要受惠于国家对光伏发电上网电价0.9-1元/kWh的补贴）。2015年3月份，国家能源局把2015年光伏装机目标由15GW提高到17.8GW，意味着中国有可能提前2-3年达到光伏总装机100GW的目标。

中国光伏产业展望

随着国家对光伏产业（尤其下游光伏发电）的支持，下游企业的投资有望在2015年下半年出现明显增长。随着“突击审批”的多晶硅进口合同即将到期，进口量将会逐步将少同时减轻国内多晶硅企业的价格压力。另外，光伏安装也会在下半年启动，因此有望在2015年下半年看到国内多晶硅行业的复苏迹象。另外，我们注意到光伏电站与农业养殖的广阔合作空间（比如光伏与养殖场）。

中国光伏行业仍然有很强的投资吸引力

光伏发电是中长期的全球大趋势，我们相信国家会持续给予优惠的产业支持政策。作为一个能源消耗大国，中国有巨大的市场空间发展光伏能源。虽然由于产能过剩，国内光伏中上游企业会继续经营艰难，我们认为这给行业龙头及下游光伏企业提供了相对有利的发展机遇。估值方面，国内光伏企业的预测市盈率差别很大（从低于10倍到30-40倍）。从部分光伏企业的高估值（主要是行业龙头及下游企业），我们看到中国光伏产业对投资者仍然具有很强的吸引力。

光伏发电行业

主要上游多晶硅/材料企业

中国南玻 000012 CH

海润光伏 600401 CH

保利协鑫 3800 HK

大全新能源 DQ US

卡姆丹太阳能 712 HK

昱辉阳光 SOL US

中游光伏模组及设备企业

顺风能源 1165 HK

晶澳太阳能 JASO US

向日葵光能 300111 CH

晶科能源 JKS US

东方日升 300118 CH

天合光能 TSL US

亿晶光电 600537 CH

中电光伏 CSUN US

英利绿色能源 YGE US

拓日新能 002218 CH

下游光伏电站运营企业

联合光伏 686 HK

阳光电源 300274 CH

信义光能 968 HK

兴业太阳能 750 HK

协鑫新能源 451 HK

柳太胜, Steven Liu, CFA, PhD

(CE No.: AMO971)

stevenliu@csci.hk +852 3465 5652

朱可馨, Kexin Zhu

(CE No.: BEZ998)

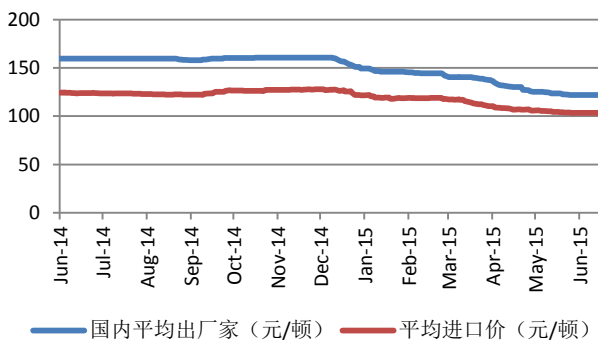
zhukexin@csci.hk +852 3465 5653

22 June 2015

上游光伏产业：2015年下半年有望复苏

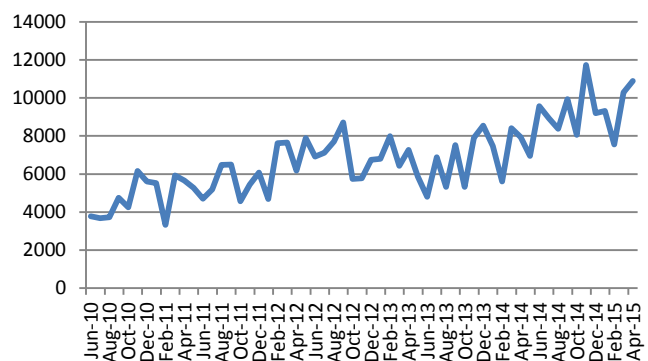
2015年国内多晶硅价格维持自2014年的下滑态势（4月底跌至12万元/吨，较去年同期下跌超过25%）。导致多晶硅价格加速下跌的因素主要有以下三点：1）需求疲弱。由于具体光伏补贴措施并未明朗，2015年前四个月光伏安装未见起色；2）库存积压。“58号文件（关于暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口业务申请受理的决定）”后引发的突击进口一直延续，导致下游企业形成大量多晶硅库存；3）进口多晶硅的价格低于国内同等级别产品0.5-1万元/吨，造成对国内多晶硅价格压力。

Figure 1: 中国多晶硅国内出厂与进口价



Source: Wind, 中信建投国际研究部

Figure 2: 中国进口多晶硅



Source: Wind, 中信建投国际研究部

国内多晶硅行业有望在2015年下半年开始复苏

国家能源局在2015年初推出15GW光伏装机目标。随后在3月份推出《电站发电建设实施方案的通知》，将2015年光伏装机目标提高到17.8GW，大幅超过去年装机总量并且相当于全球总光伏装机的25-30%。在短期内，国内多晶硅企业仍受“暂停加工贸易”政策引发的“突击进口”影响，导致国内多晶硅价格承压。但随着“突击审批”的多晶硅进口合同即将到期，进口量将会逐步将少。另外，光伏安装也会在下半年启动，因此有望在2015年下半年看到国内多晶硅行业的复苏迹象。

光伏电站：有利的长期产业政策

截至2014年底，中国的光伏发电量只占中国总发电量的不到1%（相对于水能发电占比接近20%，核能及风能发电都超过2%）。根据国务院在2014年底发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，中国计划把光伏发电装机增加到100GW（2014年底为33GW），代表超过20%的年复合增长率。国家的这一计划看起来过于保守。因为在2015年3月份，国家能源局将2015年的光伏装机目标由15GW提高到17.8GW，意味着到2015年底中国的总光伏装机量会超过50GW。按照这样的速度，中国有可能提前2-3年达到100GW的光伏总装机容量。

为鼓励光伏发电发展，国家给予0.9-1元/kWh的上网电价补贴。这大大提高了光伏电站的投资回报率。另外，上游多晶硅和模组的产能过剩及持续下跌的价格也降低了光伏电站的投资成本。基于产能过剩的现状，我们认为上游光伏材料和设备价格会持续低迷，减少光伏电站的投资风险。

据我们的最近调查，国内光伏发电有新的发展机遇。比如，A股上市的通威股份在计划把养鱼场与光伏电站进行一体化发展，解决了光伏电厂选址难的问题。虽然这一尝试刚刚开始，但我们看到通过创新光伏发电行业的巨大发展空间。

Figure 3: 国家主要光伏产业政策

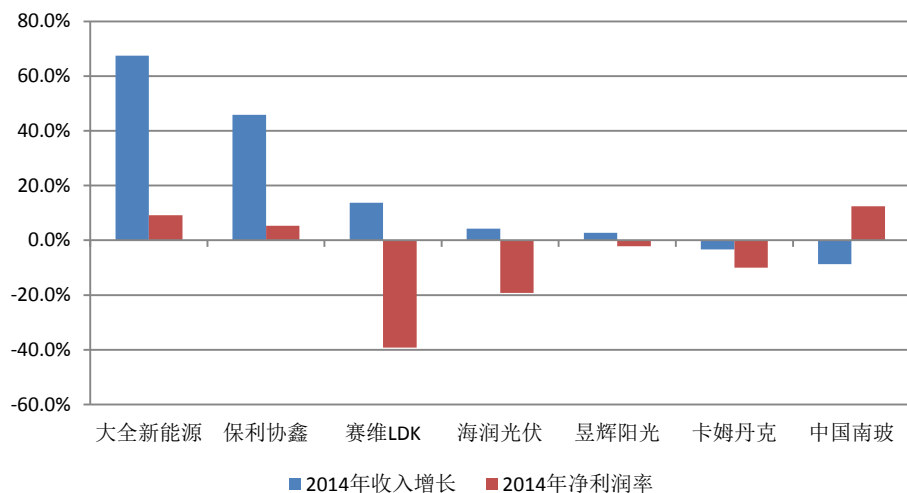
文件	发布时间	主要内容	发展目标
《中华人民共和国可再生能源法》	2006年1月实施 2009年12月修订	促进可再生能源的开发利用, 增加能源供应, 改善能源结构, 保障能源安全, 保护环境; 鼓励可再生能源并网发电, 及在电网未覆盖地区建设可再生能源独立电力系统	
《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策的通知》	2011年7月	制定全国统一的太阳能光伏发电标杆上网电价	
《太阳能发电发展“十二五”规划》	2012年7月	实现太阳能发电的较大规模发展, 扩大分布式光伏发电系统应用, 集中建设大型太阳能电站, 推进市场竞争与技术进步、降低太阳能发电成本; 全面优化光伏电池及光热电站的产业链, 提高全球竞争力; 建立有利于分布式可再生能源发电发展的市场竞争机制和电力运行管理机制	太阳能发电总装机容量由 2010 年 86 万千瓦, 到 2015 年 2100 万千瓦以上、2020 年 5000 万千瓦; 其中太阳能电站, 由 2010 年 45 万千瓦, 到 2015 年 1100 万千瓦、2020 年 2300 万千瓦
《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	2013年7月	扩大光伏发电应用, 开拓分布式光伏发电市场、推进光伏电站建设; 控制光伏制造总产能, 发挥市场机制, 重点支持技术水平高、市场竞争力强的骨干优势企业发展, 加快淘汰落后产能, 着力推进产业结构调整和技术进步; 统筹考虑国内外市场需求、产业供需平衡、上下游协调等因素, 采取综合措施解决产业发展面临的突出问题; 加强电网建设、完善光伏发电并网服务及电价和补贴政策	2013—2015 年, 年均新增光伏发电装机容量 1000 万千瓦左右, 到 2015 年总装机容量达到 3500 万千瓦以上
《光伏电站项目管理暂行办法》	2013年8月	规范光伏电站项目管理, 保障光伏电站和电力系统安全可靠运行	
《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划(2014-2020年)的通知》	2014年11月	提高能源效率, 合理控制能源消费总量; 以国内供应为主渠道, 基本形成比较完善的能源安全保障体系; 优化能源结构, 逐步降低煤炭消费比重, 提高天然气消费比重, 大幅增加风电、太阳能、地热能等可再生能源和核电消费比重	到 2020 年, 非化石能源占一次能源消费比重达到 15%, 其中光伏装机达到 1 亿千瓦左右, 有序推进光伏基地建设、鼓励加快分布式光伏发电应用
《关于下达 2015 年光伏发电建设实施方案的通知》	2015年3月	综合考虑全国光伏发电发展规划、各地区 2014 年度建设情况、电力市场条件以及各方面意见, 编制 2015 年光伏发电建设实施方案	2015 年全国新增光伏电站建设规模 1780 万千瓦

Source: 国家能源局, 中信建投国际研究部

光伏上市公司2014年业绩回顾与估值

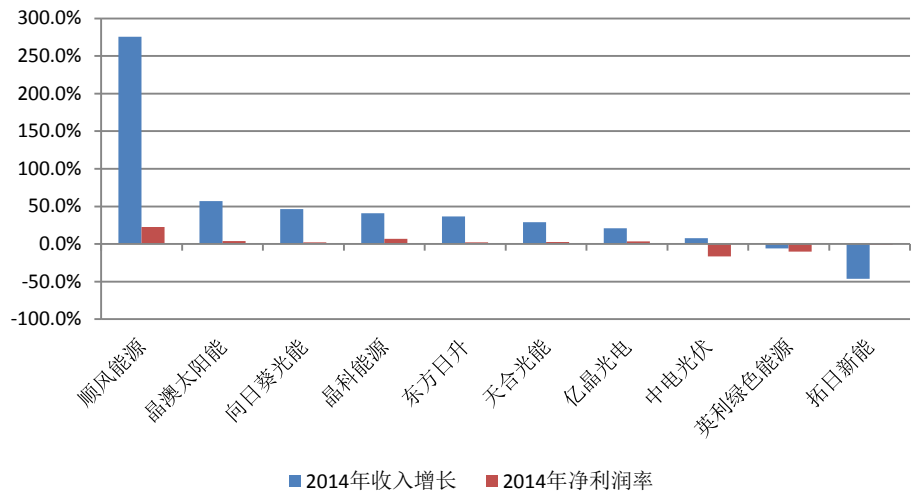
光伏企业 2014 年业绩回顾

对于国内大部分光伏企业来说, 2014 年是比较艰难的一年。尽管大部分光伏企业都录得收入增长, 但大部分企业利润率明显恶化甚至出现亏损。从产业链的角度, 上游多晶硅企业在 2014 年是增量不增收, 大部分企业录得亏损。然而大部分的下游光伏电站企业同时录得收入增长而且处于盈利状态。

Figure 4: 上游光伏企业 2014 年收入同比变化与 2014 年净利润率


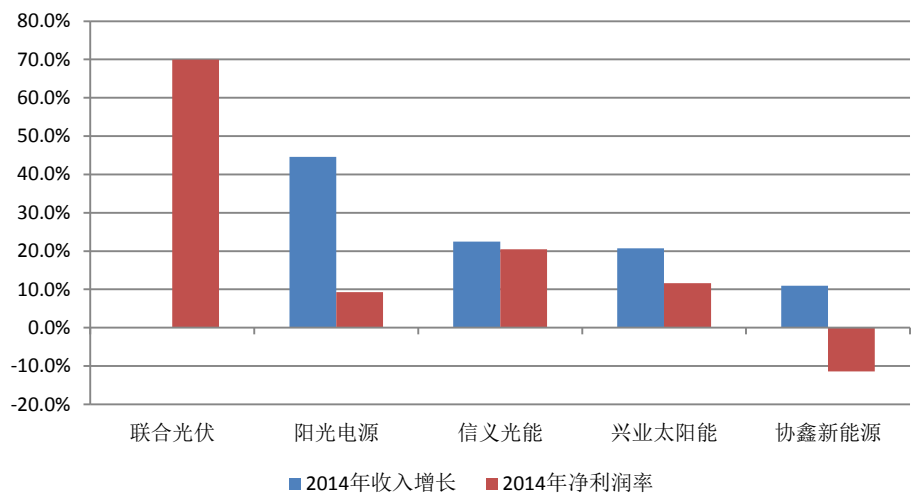
Source: 彭博, 中信建投国际研究部

Figure 5: 中游光伏模组企业 2014 年收入同比变化与 2014 年净利润率



Source: 彭博, 中信建投国际研究部

Figure 6: 下游光伏企业 2014 年收入同比变化与 2014 年净利润率

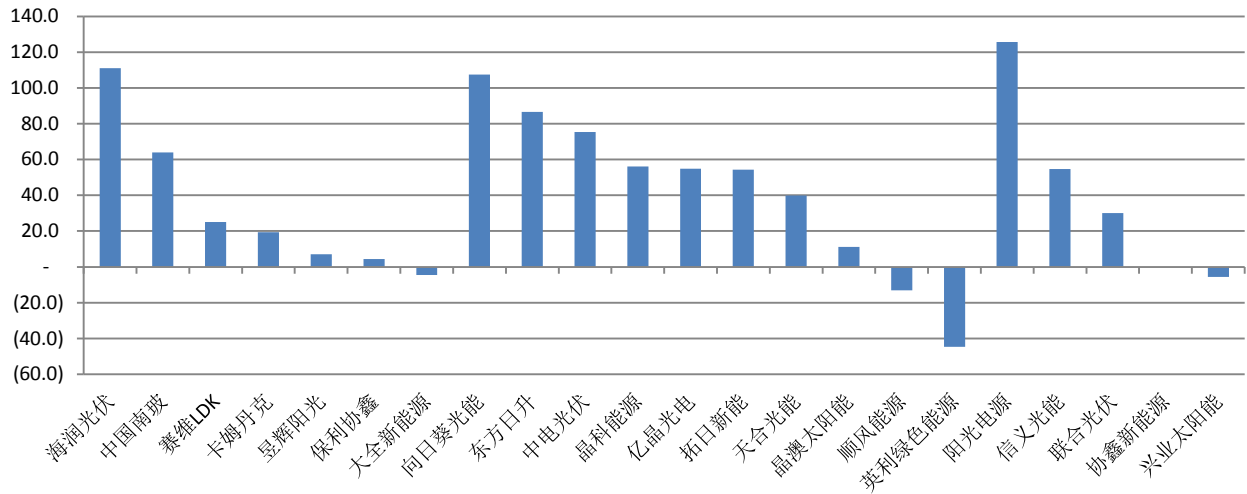


Source: 彭博, 中信建投国际研究部

光伏企业估值及 2015 年至今股价表现

受惠于 A 股与港股的强劲表现, 有利的国家政策及市场对该行业中长期的乐观展望, 部分光伏企业在 2015 年上半年录得不错的股价表现。2014 年艰难的市场环境导致光伏企业出现分化, 行业利润流向下游及龙头企业。

在估值方面, 光伏企业的预测市盈率差异很大 (低至 10 倍以下, 高至 30-40 倍)。而且, 市场似乎更偏好市场龙头企业 (预测市盈率相对高于中小企业)。

Figure 7: 中国主要光伏企业 2015 年初至今股价表现


Source: 彭博, 中信建投国际研究部

我们的展望

光伏发电是中长期的全球大趋势, 我们相信国家会持续给予优惠的产业政策支持。作为一个能源消耗大国, 中国有巨大的市场空间发展光伏能源。虽然由于产能过剩, 国内光伏中上游企业会继续经营艰难, 我们认为这也给行业龙头及下游光伏企业提供了相对有利的发展机遇。从部分高估值企业, 我们看到中国光伏产业对投资者仍然具有很强的吸引力。

Figure 8: 中国主要光伏企业估值

公司	彭博代号	收盘价 (HKD)	市值 (USDm)	毛利率 (%)	净利率 (%)	盈利增长(%)		市盈率(x)		市账率(x)	
						FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
上游光伏企业											
中国南玻集团	000012 CH	14.57	4.0	24.1	12.5	(17)	20.6	25.4	211	3.3	2.9
海润光伏	600401CH	4.86	3.7	11.8	(19.2)	56.5	27.8	27.0	211	n.a.	n.a.
保利协鑫能源	3800 HK	1.86	3.7	20.6	5.3	25.0	38.2	11.3	8.2	1.4	1.2
大全新能源	DQ US	25.15	0.3	23.7	9.1	(20.7)	83.8	12.3	6.7	0.9	0.8
卡姆丹克太阳能	712 HK	1.30	0.2	6.6	(10.0)	137.9	(37.7)	18.8	30.2	1.0	1.2
昱辉阳光	SOL US	1.51	0.2	13.4	(2.2)	35.1	(16.3)	(2.9)	(3.5)	1.5	1.9
光伏模组企业											
亿晶光电	600537 CH	21.24	2.0	18.7	3.7	(19.5)	90.3	68.5	36.0	7.1	6.1
浙江向日葵光能	300111CH	9.19	1.7	17.4	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
顺风清洁能源	1165 HK	4.97	2.0	22.1	22.8	n.a.	(3.5)	7.0	7.3	2.0	1.6
东方日升	300118 CH	14.54	1.5	20.4	2.3	82.0	60.4	32.0	19.9	3.2	2.8
拓日新能	002218 CH	14.42	1.4	28.3	(1.0)	190.9	62.5	45.1	27.7	5.5	4.6
天合光能	TSL US	12.96	1.2	16.9	2.6	16.3	34.0	13.8	10.3	1.0	0.9
晶科能源	JKS US	30.78	0.9	22.4	6.7	14.1	11.7	1.3	1.2	0.2	0.2
晶澳太阳能控	JASO US	9.10	0.5	15.6	3.8	(23.4)	13.8	2.0	1.7	0.1	0.1
英利绿色能源	YGE US	1.30	0.2	17.3	(10.1)	(14.7)	(38.8)	(18)	(2.9)	(2.5)	(15)
尚德电力	STPFQ US	0.30	0.1	12.3	(32.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
下游光伏电站运营企业											
阳光电源	300274 CH	36.48	3.9	24.9	9.3	57.3	43.0	46.3	32.4	8.6	6.9
信义光能	968 HK	3.29	2.8	31.6	20.5	123.8	35.1	17.5	13.0	4.1	3.3
协鑫新能源	451HK	0.81	1.4	8.2	(11.5)	n.a.	122.2	18.0	8.1	3.2	2.7
兴业太阳能	750 HK	10.26	0.9	20.9	11.7	17.7	17.8	9.3	7.9	1.8	1.5
联合光伏	686 HK	1.35	0.8	91.5	70.0	523.1	23.5	16.7	13.5	1.8	1.3

Source: 彭博

评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

优于大市 - 预计未来 12 个月内, 相对超出市场表现 10%以上;

中性 - 预计未来 12 个月内, 相对市场表现在-10%与 10%之间;

逊于大市 - 预计未来 12 个月内, 相对弱于市场表现 -10%以下。

利益披露声明

截至本报告的日期,

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明:

(i) 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点;

(ii) 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去, 现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师,或其关联方, 均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益(包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员)。

3. 本报告由中信建投(国际)证券有限公司(下称“中信建投(国际)”)受香港证券及期货监察委员会监管(中央编号: BAU373)发出。

4. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行, 自营证券交易或代理证券经纪业务的集体公司, 没有持有本报告提及的任何公司中高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行, 自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司, 并没有跟本报告提及的任何公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取任何补偿或委托。

6. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行, 自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司, 并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行, 自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司, 并没有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用, 在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投(国际)编写, 所载资料的来源被中信建投(国际)(根据**利益披露声明**)认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础, 只是表达观点; 中信建投(国际)或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映中信建投(国际)于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改。由于假设及准则不一, 不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料, 中信建投(国际)并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投(国际)、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前, 应先咨询专业意见。

在投资于本报告所涉及的证券前, 投资者应考虑其个人投资目标及财物状况, 并在有需要时就财物、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供, 且不得以任何目的被复制、再散布或传递(无论直接或间接)给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制, 且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投(国际)研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话: (852) 34655600 传真: (852) 21809495