

中國光伏行業

行業價值重估將獲持續

❖ **意外火熱光伏裝機和產能意外事件觸發價值重估。** 港股市場光伏相關股份自2017年2季度末開始顯現強勢反彈。我們分析光伏板塊股價反彈的原因來自於1) 中國光伏裝機意外火熱，中電聯資料顯示17年前8個月光伏裝機達34.9吉瓦；2) 美國企業Suniva就201條款訴求導致美國光伏開發商為應對針對進口的懲罰性關稅加緊儲備光伏組件；以及3) 瓦克位於美國的生產設施在9月初發生爆炸將市場目光引回光伏供應鏈。就2017年餘下的幾個月及2018年的光伏供應鏈而言，我們相信美國貿易組織就光伏201條款的9月22日即將公佈的初步裁決將是短期關鍵。結合對於中國市場及新興市場的光伏裝機需求分析，我們對於全球光伏需求維持強健狀態保持樂觀。對於港股光伏板塊，基於光伏玻璃市場供需平衡更趨向於供應端，我們認為**信義光能(968 HK, 買入)**將是板塊首選；基於較低的市場估值以及更高的產品銷售均價預期，**保利協鑫(3800 HK, 買入)**也是我們的版塊偏好之一。

❖ **中國光伏裝機超40吉瓦。** 根據中電聯前八個月資料統計，中國光伏裝機實現34.9吉瓦，在2017上半年歷史高位24.4吉瓦基礎上再創新高。因上半年分散式裝機已實現7.7吉瓦，我們預料在34.9吉瓦裝機中，分散式裝機將達10吉瓦以上。展望2018年，我們認為分散式裝機的火熱將不會持續，因我們相信2017年分散式市場的繁榮受分散式電價下調預期所致，呈現了明顯的搶裝現象。儘管對於分散式預期有所冷卻，我們對於未來光伏裝機需求保持樂觀，基於我們對未來數年中國光伏裝機將維持穩定的判斷，以及新興市場需求將起迅速增長。我們將2017年中國新增光伏裝機量自32吉瓦上調32.7%至43吉瓦，並預測2018, 2019年光伏裝機穩定高於30吉瓦水準。

❖ **Suniva 201 條款初步裁決將於9月22日公佈。** 美國光伏元件生產企業Suniva就國際貿易組織201條款訴求導致光伏產業供應鏈自2017年5月開始趨向供應偏緊。201條款訴求方要求將光伏元件價格提升至每瓦0.78美元，較目前BNEF現貨價格高86.6%。光伏元件價格提高將大幅影響美國光伏電站開發商的專案回報，因此美國光伏開發企業大幅增加光伏元件備貨以應對潛在懲罰性關稅所帶來的不利影響。目前，對於美國貿易組織是否會支援這些訴求尚未不明確，因主流的美國光伏製造企業及開發商均作證反對有關訴求，但在貿易爭端方面的政治角力或將影響初步裁決結果。美國貿易組織將於9月22日公佈裁決結果，並提交美國總統，最早于11月13日形成最終決議。我們相信美國光伏元件開發商就已簽署專案已作光伏元件儲備，對未決專案則因光伏元件價格不確定性較高，因此判斷因201條款所帶來的光伏組件需求已逐漸減弱。對於2017年餘下時間及2018年的短期價格影響，將受201條款的裁決結果決定。

估值表

公司	代碼	市值 百萬港元	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	PBR			PBR		
						16A	17E	18E	16A	17E	18E
信義光能	968	20,861	2.81	3.00	BUY	10.0	9.2	7.8	2.8	2.3	2.0
保利協鑫	3800	18,959	1.02	1.26	BUY	6.9	6.6	5.6	0.8	0.7	0.6
協鑫新能源	686	10,387	1.09	0.94	UR	22.7	7.7	5.5	1.7	2.1	1.5
聯合光伏	451	9,537	0.50	0.6	BUY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
北控清能能源	1250	12,450	0.20	N/A	NR	N/A	9.8	6.7	N/A	1.7	1.4
福萊特玻璃	6865	2,520	1.40	N/A	NR	3.6	4.2	3.3	0.6	0.5	0.4
興業太陽能	750	2,369	2.84	N/A	NR	4.0	4.7	5.4	0.5	0.4	0.4
平均						8.0	7.0	6.3	1.1	1.2	1.0

資料來源：彭博，招銀國際預測

跑贏大市

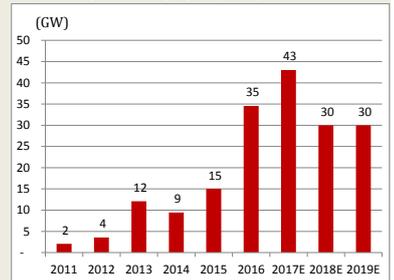
蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

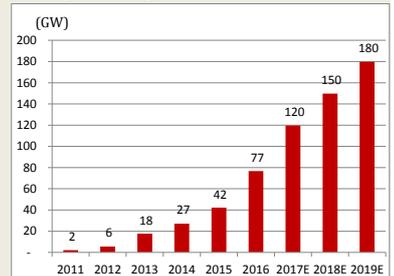
中國光伏行業

中國年度/半年度光伏裝機



資料來源：國家能源局，招銀國際預測

中國累計光伏裝機



資料來源：國家能源局，招銀國際預測

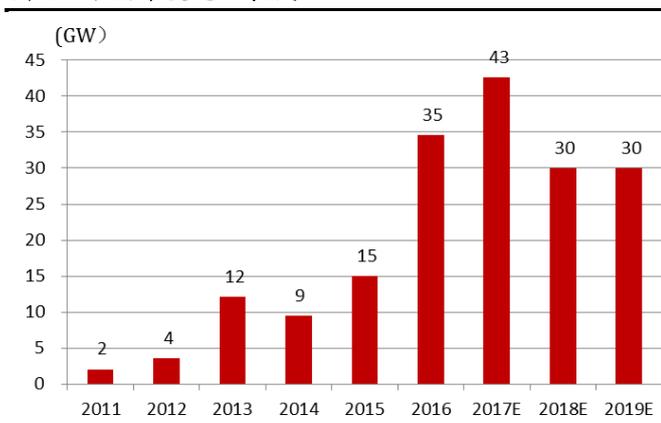
- ❖ **瓦克事故影響有限。**全球第二大多晶矽製造商瓦克化學，其位於美國的生產廠房發生爆炸，致使多晶矽生產自9月7日起中斷。瓦克位於美國田納西生產設施擁有多晶矽產能2萬噸。我們估計對於全球多晶矽供應影響大約在5%左右。目前瓦克仍處於事故調查階段，並且此次爆炸對瓦克使生產基地的周邊社區對於化學品生產安全產生了顧慮，預料此次事故所帶來的產能波動將會持續一段時間。因目前中國針對美國多晶矽產品徵收高額關稅，瓦克美國對中國並沒有直接多晶矽出口，但我們預料海外供應趨緊將驅動國內光伏產品價格走高，尤其是對於較高端的單晶矽產品。整體而言，我們認為該事故所帶來的市場影響有利於國內的多晶矽生產商，如保利協鑫。對於更長期的考慮，我們認為該事故所造成的生產中斷是暫時的，因此影響有限。
- ❖ **產業鏈中游面臨雙重壓力。**我們相信光伏產業鏈中，中游的電池片及元件生產商短期內面臨著雙重擠壓環境。一方面，我們觀察到多晶矽及矽片價格持續走高，另一方面，多晶矽元件價格維持下降趨勢。兩重價格方面的壓力使中游元件端在商業發展及投資機遇吸引力均有所減弱。
- ❖ **光伏玻璃價格重回上升軌道。**在光伏下游需求旺盛的背景下，我們對於光伏產業鏈較為偏好的是光伏玻璃產業，因其擁有較其它產品更為獨立的供需平衡狀態。在最近兩周，我們觀察到光伏玻璃價格出現回升，確認了我們較早前對於光伏玻璃市場將向供應端傾斜的判斷。根據卓創資訊資訊，信義光能和福萊特玻璃（6865 HK, 未評級）兩家企業率先提價，將光伏玻璃的價格從此前每平方米人民幣26-27元上調人民幣1-2元至每平方米人民幣27-28元。除因全球光伏下游市場需求火熱以外，我們分析近幾個月的中國環保督查使落後產能停止生產，導致光伏玻璃供應偏緊。除此以外，發改委下調了天然氣門站價格，將使光伏玻璃生產商燃料成本有所減少並提升利潤水準。
- ❖ **光伏下游：綠證顧慮逐步減輕。**自中期業績報告以後，我們相信光伏下游上市企業歷經了較明顯的估值修復。市場對於綠證直接替換目前及未來新能源專案補貼的顧慮，在上市企業管理層們多次分析解釋以後，有所減輕。此外，能源局將風電和光伏的發展目標大幅提升（從原來的105吉瓦提升至至少197吉瓦）。我們認為市場關注將重新回到光伏下游企業的產能增長，電價水準，以及項目融資成本。對於下游市場，我們青睞協鑫新能源（451 HK, 買入），基於其光伏裝機容量增長的確定性，以及逐漸提高的運營效率，但我們對於較大規模的資本開支所帶來的股權融資需求維持適度關注。
- ❖ **行業展望升級至跑贏大市。**我們相信市場情緒對於可再生能源相關企業恢復樂觀，因綠證顧慮逐漸減輕，並且，可再生能源自證了其成本方面的競爭力逐漸提升。我們將行業展望升級至跑贏大市，並預料行業價值重估將獲持續。基於光伏玻璃市場供需平衡更趨向於供應端，我們認為**信義光能將是板塊首選**；基於較低的市場估值以及更高的產品銷售均價預期，**保利協鑫也是我們的版塊偏好之一**。

圖 1：能源局將 2020 年光伏裝機目標提升至接近 200 吉瓦(單位：兆瓦)

省份	2017	2018	2019	2020	2017-2020	Grid-connection target
黑龍江	800	800	800	800	3,200	6,000
遼寧	500	400	300	300	1,500	2,500
吉林	500	400	400	400	1,700	2,400
北京			No limit			1,160
天津			No limit			800
河北	1,000	1,200	1,200	1,200	4,600	12,000
山西	800	1,000	1,000	1,000	3,800	12,000
內蒙古	1,000	1,000	1,000	1,000	4,000	10,000
山東	500	1,000	1,000	1,000	3,500	10,000
河南	900	500	500	500	2,400	5,000
重慶			No limit			10
四川	500	500	300	300	1,600	2,500
江西	500	300	300	300	1,400	4,000
湖北	500	500	300	300	1,600	3,500
湖南	500	500	300	300	1,600	2,000
上海			No limit			800
江蘇	1,200	1,000	1,000	1,000	4,200	10,000
浙江	1,000	1,000	1,000	1,000	4,000	8,000
安徽	800	600	500	500	2,400	7,000
福建			No limit			900
雲南	500	500	500	500	2,000	3,100
貴州	300	300	300	300	1,200	2,000
海南			No limit			1,340
廣東	500	800	800	800	2,900	6,000
廣西	500	300	300	300	1,400	1,000
陝西	800	800	800	800	3,200	7,000
寧夏						8,000
新疆			Suspend development			9,000
甘肅						9,900
青海	800	500	500	500	2,300	10,000
西藏	0	0	0	0	0	1,000
领跑者	8,000	8,000	8,000	8,000	32,000	38,500
合計	22,400	21,900	21,100	21,100	86,500	197,410

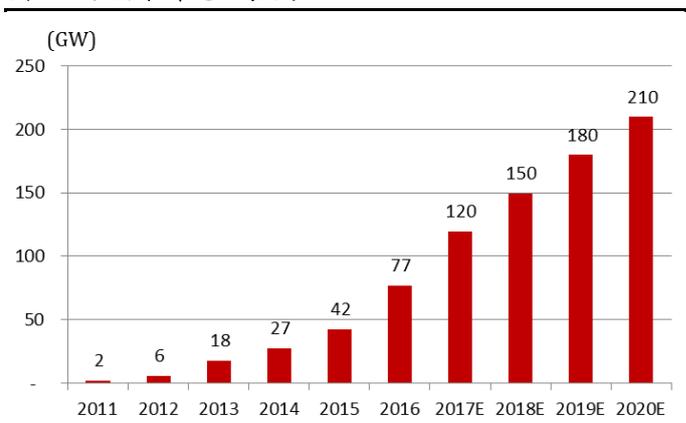
資料來源：國家能源局，招銀國際證券

圖 2：中國年度光伏裝機



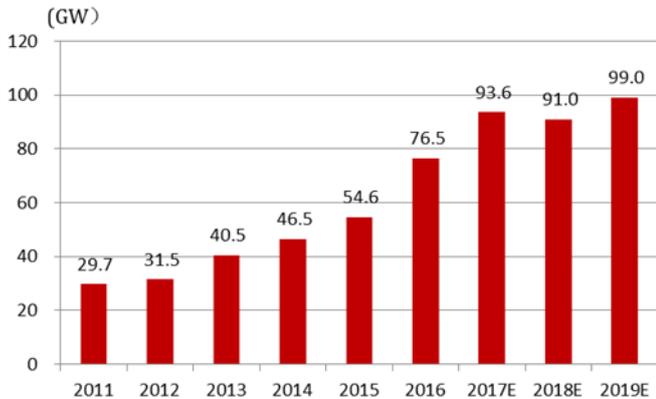
資料來源：國家能源局，招銀國際預測

圖 3：中國累計光伏裝機



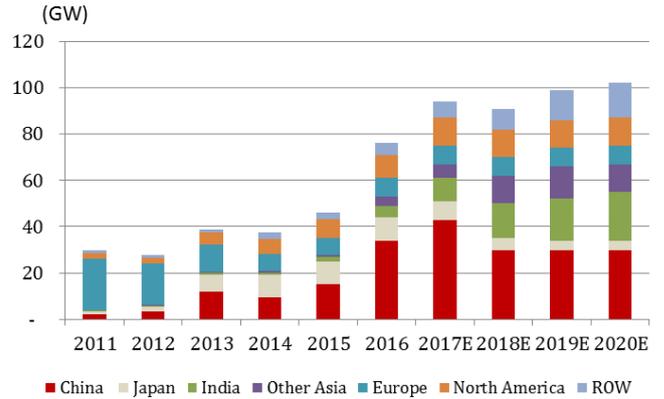
資料來源：IRENA，招銀國際預測

圖 4：全球年度光伏裝機預測



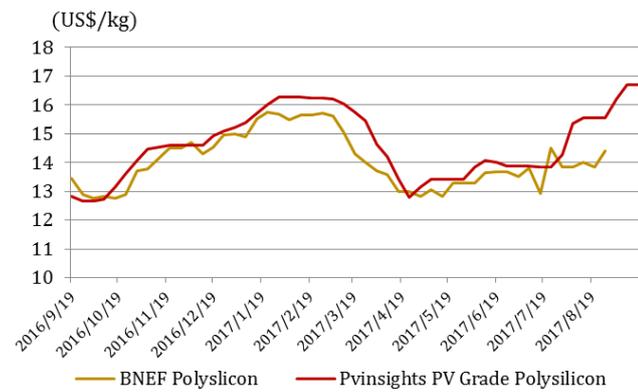
資料來源：IRENA, 招銀國際預測

圖 5：印度光伏需求將在全球需求占比穩步上升



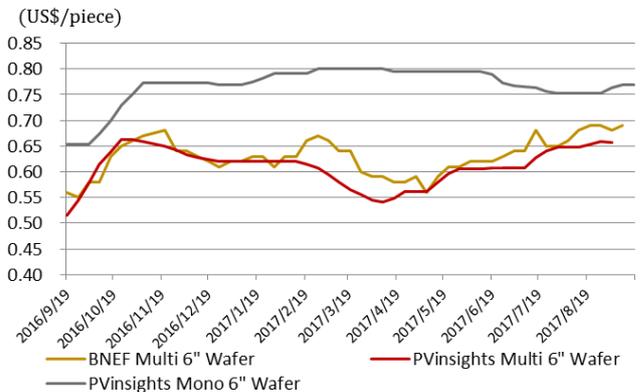
資料來源：IRENA, 招銀國際預測

圖 6：多晶矽價格近期受瓦克事故影響上升



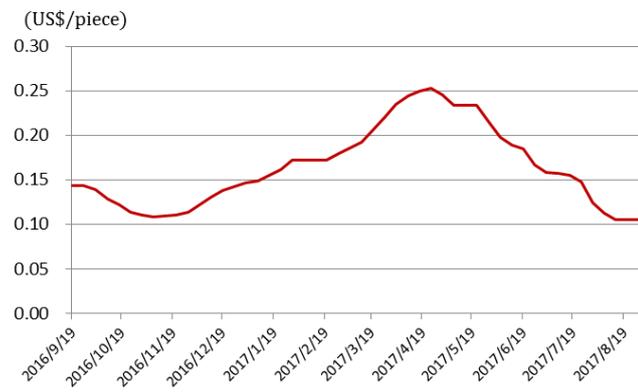
資料來源：彭博, 招銀國際證券

圖 7：多晶矽片價格近期也明顯上揚



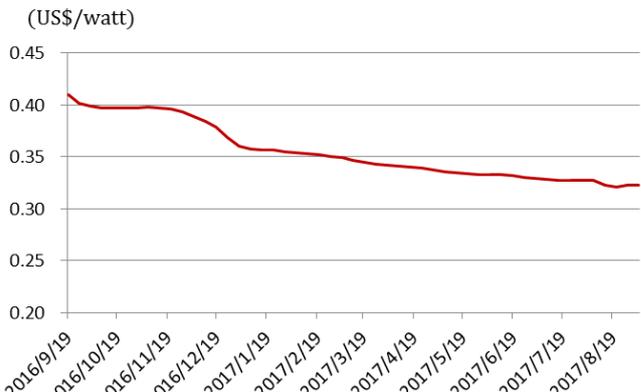
資料來源：彭博, 招銀國際證券

圖 8：單晶對多晶價差自 5 月起明顯縮窄(Pvinfosights 6 寸單晶對 Pvinfosights 6 寸多晶)



資料來源：彭博, 招銀國際證券

圖 9：Pvinfosights 多晶元件價格持續錄得下降



資料來源：彭博, 招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。