

推荐 (维持)

三逻辑看多光伏板块

2016年07月06日

相关报告

事件点评-20151224

事件点评-20160531

海外新能源研究

分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

点评:

- 近期我们密集拜访了光伏板块近 10 家上市公司、行业内数名专家以及若干中层和基层光伏工作人员,同时参加了一系列行业会议,我们认为此前市场关于 6 月 30 日后光伏行业发展将出现滑坡的一致预期很有可能是错误的,基于我们的调研结果以及数据支持,我们在此刻阶段性看多光伏板块,尤其是开发+运营结合于一体的光伏企业。
- **630 后装机不会断崖下跌,预计全年装机 22GW 以上。**6 月 17 日,能源局下达了今年全国新增电站建设规模的指标为 18.1GW,其中普通光伏电站 12.6GW,光伏领跑者基地规模 5.5GW,而光伏扶贫项目、屋顶分布式以及自发自用的地面光伏电站不受指标限制。我们认为 6 月 30 日后光伏新增装机不会出现断崖式下跌,主要逻辑是:技术革新与进步以及成本下降可以部分对冲电价下调带来的经济损失;光伏扶贫和分布式光伏项目今年发展会超预期;光伏领跑者项目推进顺利。
- **光伏补贴发放时间表可能超预期。**我们判断第六批可再生能源电价附加补贴目录将于 9 月 30 日之前发放,不排除 7-8 月份实施。根据此前国家可再生能源信息中心的公告,至 5 月 15 日,审核工作已经完成,并公告了未通过审核的项目清单。
- **保障利用小时数出台,光伏电站限电缓解。**发改委和能源局于 5 月 31 日发布《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》,对风电和光伏电站均细化了具体区域的保障性收购小时数。最近根据我们的跟踪,北方光伏电站限电已经出现了明显改善,其中内蒙古某电站限电已经从去年最高的 40%下降到目前的 10%左右,甘肃某电站从限电 70%下降至目前的 15%左右。我们认为保障性收购政策后续效果值得期待,光伏电站限电的缓解也提升了今年光伏公司的运营业绩。
- **我们的观点:**我们认为以上三个逻辑可以支持我们阶段性看多光伏板块。我们推荐保利协鑫(3800.HK)、协鑫新能源(451.HK)、信义光能(968.HK)、协合新能源(182.HK)、联合光伏(686.HK),并建议关注兴业太阳能(750.HK)、卡姆丹克太阳能(712.HK)、晶澳太阳能(JASO.US)、天合光能(TSL.US)和阿特斯太阳能(CSIQ.US)。
- **风险提示:**限电再次加重,补贴超预期拖延,同时光伏电站装机不达预期。

报告正文

调研内容

- 近期我们密集拜访了光伏板块近 10 家上市公司、行业内数名专家以及若干中层和基层光伏工作人员，同时参加了大同“国家光伏领跑者先进技术现场交流会”和“光伏亿家分布式项目合作以及创新金融峰会”等行业会议，对于光伏行业在 6 月 30 日抢装结束后的行业发展进行了深度调研，我们认为此前市场关于 6 月 30 日后光伏行业发展将出现滑坡的一致预期很有可能是错误的，基于我们的调研结果以及数据支持，我们在此刻阶段性看多光伏板块，尤其是开发+运营结合于一体的光伏企业。
- **630 后装机不会断崖下跌，预计全年装机 22GW 以上。**由于此前 2015 年 12 月 24 日能源局公布的 2016 年光伏电价下调政策，今年上半年光伏行业出现抢装行情，第一季度装机规模达到历史最高的 7.15GW，几乎为去年全年的一半，预计第二季度维持高景气，新增装机 6GW 左右。6 月 17 日，能源局下达了今年全国新增电站建设规模的指标为 18.1GW，其中普通光伏电站 12.6GW，光伏领跑者基地规模 5.5GW，而光伏扶贫项目、屋顶分布式以及自发自用的地面光伏电站不受指标限制。投资者普遍预期 6 月 30 日后光伏新增装机将出现断崖式下跌，但我们认为此种情况出现概率较小，主要基于以下四点：
 - 技术革新与进步以及成本下降可以部分对冲电价下调带来的经济损失。今年以来随着更适合于山地光伏项目的华为组串式逆变器（采用多路 MPPT、多峰跟踪等先进技术，通常可提升发电量 8-10%）的大规模应用、FusionSolar 智能监控运维系统的应用、以及组件价格在 4 月中旬以后开始下降（以 156mm 多晶硅片价格为例，出厂价格已从今年年初的 0.87 美元/片下降至 0.79 美元/片），技术革新可以提升发电量和电站内部 IRR 同时降低电站运维成本，而组件价格和 EPC 成本的下降直接降低电站初始投资成本，我们认为都可以部分对冲电价下调对行业的冲击。
 - 光伏扶贫项目会超预期。光伏扶贫工程是有效促进贫困户增收和贫困村集体经济收入增长，实现精准扶贫的重要途径之一。在国家的政策支持下，我国的光伏扶贫试点工作全面展开，2015 年就取得了阶段性成果，2016 年越来越多的光伏扶贫政策落地。3 月份国家能源局《关于印发 2016 年定点扶贫与对口支援工作要点的通知》要求扩大光伏扶贫范围；《国家能源局关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知》将光伏扶贫等项目列入能源领域推广 PPP 范围之内；《关于实施光伏发电扶贫工作的意见》指出要在 2020 年之前，重点在前开展试点的、光照条件好的 16 个省的 471 个县的约 3.5 万个建档立卡贫困村，以整村推进的方式，保障 200 万建档立卡无劳动能力贫困户（包括残疾人）每年每户增加收入 3000 元以上。其他光照条件好的贫困地区可按照精准扶贫的要求因地制宜推进实施。同时各地方政府也在相继推出更细化的工作指导方案，包括浙江、河北、安徽、陕西、山西、山东等。由于光伏扶贫不

纳入指标，我们预计全年光伏扶贫完成容量在 1.5-2GW 之间。

- 分布式光伏发展超预期。2015 年全年新增分布式装机约为 1.4GW，今年第一季度已经完成 0.97GW，在集中式电站补贴拖延和竞价政策降低超额收益预期以及政府明确鼓励分布式的意图下，分布式光伏有望迎来建设高潮，政策意图高度一致，且不受限电影响，不受补贴拖延影响。随着分布式光伏新模式的推进，屋顶业主的诉求与商业模式逐渐匹配，我们预计今年分布式光伏将超预期发展，全年装机完成量预计在 4GW 以上。
- 光伏领跑者项目推进顺利。全国光伏领跑者计划全年指标 5.5GW。随着山西大同首个光伏领跑者计划示范基地一期项目 1GW（共三期 3GW）顺利投产并网，后期光伏领跑者计划有望加速推进。大同领跑者计划的投资建设方包括中广核、招商新能源（联合光伏）、三峡新能源、华电和京能等大型央企，拥有雄厚的资金实力和深厚的地方政府关系；大同的成功经验为后续的建设提供了良好的借鉴以及和合作方的合作经验。
- **光伏补贴发放时间表可能超预期。**我们判断第六批可再生能源电价附加补贴目录将于 9 月 30 日之前发放，不排除 7-8 月份实施。根据此前国家可再生能源信息中心的公告，至 5 月 15 日，审核工作已经完成，并公告了未通过审核的项目清单。此前有投资者预期补贴会继续拖延，今年四季度到年末可能才会发放补贴，但根据我们最新的调研情况，预计近期将公布全目录，并与 1-2 个月左右时间发放补贴。补贴发放以后，光伏企业的现金流预计可以大幅好转，也为未来的装机和发展提供支持。
- **保障利用小时数出台，光伏电站限电缓解。**发改委和能源局于 5 月 31 日发布《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》，对风电和光伏电站均细化了具体区域的保障性收购小时数。光伏一类资源区大部分保障性收购利用小时数核定为 1,500 小时，二类区以 1,300-1,450 小时为主。2015 年全国平均利用小时数 1,133 小时，西北地区出现了较为严重的弃光现象，包括甘肃（利用小时数为 1061 小时，弃光率达 31%）、新疆（利用小时数为 1042 小时，弃光率达 26%）等；2016 年一季度亦未见好转，弃光限电约 19 亿千瓦时，主要发生在甘肃（弃光限电 8.4 亿千瓦时，弃光率 39%）、新疆（弃光限电 7.6 亿千瓦时，弃光率 52%）以及宁夏（弃光限电 2.1 亿千瓦时，弃光率 20%）。但最近根据我们的跟踪，北方光伏电站限电已经出现了明显改善，其中内蒙古某电站限电已经从去年最高的 40% 下降到目前的 10% 左右，甘肃某电站从限电 70% 下降至目前的 15% 左右。我们认为保障性收购政策后续效果值得期待，光伏电站限电的缓解也提升了今年光伏公司的运营业绩。
- **我们的观点：**与市场一致的悲观预期相反，我们认为 2016 年全年装机不悲观，预计全年装机 22GW 以上，主要是光伏扶贫和分布式发展超预期，同时光伏补贴发放时间表可能超预期，加之光伏电站今年二季度限电得到缓解，我们认为这三个逻辑可以支持我们阶段性看多光伏板块。加之光伏板块上市公司股价近半年以来持续下跌，已经很大程度体现了投资者的悲观预期但未体现

行业基本面的真实情况和改善迹象。我们推荐保利协鑫（3800.HK）、协鑫新能源（451.HK）、信义光能（968.HK）、协合新能源（182.HK）、联合光伏（686.HK），并建议关注兴业太阳能（750.HK）、卡姆丹克太阳能（712.HK）、晶澳太阳能（JASO.US）、天合光能（TSL.US）和阿特斯太阳能（CSIQ.US）。

- **风险提示：**限电再次加重，补贴超预期拖延，同时光伏电站装机不达预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。