

# 能源局详解光伏“531新政”，630存量项目受影响较小



**事件：**2018年5月31日，发改委、财政部及能源局联合发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，6月11日联合相关部门对531新政做详细解读。

## 核心观点

- **531新政的颁布主要出于控制补贴缺口持续扩大、缓解光伏消纳难题及激发企业内生动力三方面目的。**截止到目前可再生能源补贴缺口总额已经达到1200亿元，以分布式光伏为例，2018年如果按照2017年的装机规模及补贴标准，每年将新增补贴90亿元，而执行新政后的补贴将下降一半以上到40亿元，这将大大缓解补贴压力；其次，西部地区目前仍然面临20%甚至以上的弃光率问题，限制装机规模能有效缓解消纳难的现象；最后，531新政有望通过收紧需求端淘汰一批产能落后的企业，将社会资源向有优势的企业倾斜，预计行业集中度将进一步提升。
- **会议上能源局表示630存量项目不受影响。**2018年6月30日之前实现并网的户用分布式光伏项目将进入补贴规模；地面电站已经取得2017年指标，并能在630前实现并网的项目将按照17年的补贴标准进行补贴。但上述项目的补贴标准仍待确定。2018年1-4月份并网项目规模在12GW，预计受531新政影响，能够在630前并网的项目规模在20GW左右，同比下滑10%以上。
- **下半年第四期“领跑者”计划将适时启动。**由于往年领跑者计划在转换效率、度电成本及系统成本方面对行业进步做出较大贡献，因此今年下半年“领跑者”计划将适时进行，**意味着未来分布式光伏及领跑者计划将是光伏装机量最主要的两大来源。**我们预计2018年剩余光伏安装量将来自于分布式、第二批光伏扶贫项目、领跑者项目及各地不需要补贴的光伏项目，**最悲观情况下，今年国内光伏装机量在25-27GW左右，仍有向上空间。**

## 投资建议与投资标的

- 受“531新政”影响，光伏中上游均面临一定压力，制造端建议关注在成本端有优势，现金流状况良好，具备较强管理能力的龙头企业。对于下游运营商环节，建议关注具备国企背景、资金实力雄厚的运营商。
- 建议关注在多晶硅及电池片环节成本优势明显，安全边际较高的通威股份(600438, 未评级)，国内最大的光伏逆变器制造商阳光电源(300274, 买入)，资金实力雄厚，有望受益于弃光率改善的光伏运营商太阳能(000591, 未评级)，及全球最大的单晶硅制造商的隆基股份(601012, 未评级)。

## 风险提示

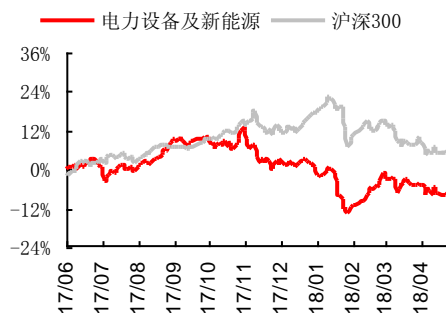
- 国家政策进一步收紧，影响下游装机需求及产业链价格
- 国内需求限制倒逼企业出海，主要海外市场的政策存在收紧可能

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			17	18E	19E	17	18E	19E	
300274	阳光电源	9.97	0.71	0.60	0.64	14.14	16.51	15.54	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

**行业评级** **看好** 中性 看淡 (维持)  
 国家/地区 中国/A股  
 行业 电力设备及新能源  
 报告发布日期 2018年06月13日

## 行业表现



资料来源：WIND

**证券分析师** **彭翀**  
 021-63325888-6103  
 pengchong@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860514050002

**联系人** **彭海涛**  
 021-63325888-5098  
 penghaitao@orientsec.com.cn  
**陈聪颖**  
 021-63325888-7900  
 chencongying@orientsec.com.cn

## 630 存量项目不受 531 新政影响

2018 年 6 月 1 日，国家发改委联合其他两部门颁布了《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》，《通知》对 2018 年光伏标杆电价及装机规模做出明确指示：

- 标杆电价将在当前标准下继续下调 0.05 元/kWh，即 I、II、III 类地区，除在 2017 年及以前已经纳入补贴范围，并在今年 630 前实现并网的项目，其余项目补贴标准分别从 0.75、0.65、0.55 下调至 0.7、0.6、0.5 元/kWh；分布式光伏补贴标准由 0.37 元/kWh 下调至 0.32 元/kWh。
- 在装机规模方面，《通知》明确指出 2018 年国家将暂不安排地面电站建设指标，分布式光伏建设规模将控制在 10GW，因此 2018 年剩余光伏安装量将来自于分布式、光伏扶贫、领跑者项目及各地不需要补贴的光伏项目。

根据中电联统计数据，2018 年 1-4 月份国内光伏并网项目规模 12GW，按照历史经验，2016 及 2017 年上半年的装机量均在 20GW 以上，因此我们预计 2018 年不受 531 新政影响，能够在 630 前并网的项目规模在 20GW 左右。由于本次补贴退坡事出突然，且对下游装机量的政策限制也极大影响市场情绪，6 月 11 日国家发改委、能源局联合召开新闻发布会，对《通知》进行政策梳理，要点如下：

- 户用分布式光伏电站能够在今年 6 月 30 日之前实现并网的项目将进入补贴规模，但补贴标准是按照 2017 年 0.37 元/kWh 还是按照 2018 年 0.32 元/kWh 的标准进行补贴仍需要后续确认。同时对 5 月 31 日后，630 前实现网商的工商业分布式项目是否进入补贴范围仍无明确指示。
- 地面电站已经取得 2017 年指标，并能在 630 前实现并网的项目将按照 2017 年的补贴标准（0.55、0.65、0.75 元/kWh）进行补贴；
- 将在今年下半年适时启动第四期“领跑者”计划。第三期领跑者项目在组件转换效率（单晶、多晶转换效率达到 18.9%和 18.3%）、度电成本（基地上网电价较当地标杆电价低 0.2-0.3 元/kWh）及系统成本方面均实现较大进步，未来领跑者项目将作为地面电站建设的主要方式。

图 1：光伏标杆上网单价情况

元/kWh	I 类	YOY%	II 类	YOY%	III 类	YOY%	分布式	YOY%
2012	1.15		1.15		1.15		0.42	
2013	1	-13%	1	-13%	1	-13%	0.42	0%
2014	0.9	-10%	0.95	-5%	1	0%	0.42	0%
2015	0.9	0%	0.95	0%	1	0%	0.42	0%
2016	0.8	-11%	0.88	-7%	0.98	-2%	0.42	0%
2017	0.65	-19%	0.75	-15%	0.85	-13%	0.42	0%
2018 年 5 月 30 日及以前	0.55	-15%	0.65	-13%	0.75	-12%	0.37	-12%
2018 年 5 月 31 日及以后	0.5	-9%	0.6	-8%	0.7	-7%	0.32	-14%

数据来源：国家发改委、东方证券研究所

## 补贴缺口、消纳困难是出台 531 新政最大动机

我们认为本次 5 月 31 日《通知》颁布的主要原因有三点：

- 可再生能源补贴资金缺口过大，光伏规模不加限制有可能造成补贴体系的崩溃。**根据国家发展改革委价格司的统计，目前可再生能源补贴资金缺口累计达到 1200 亿元，并且按照过往几年光伏较快的增长势头，如果装机规模不加限制，补贴资金缺口将逐年扩大。仅以分布式光伏为例，2017 年分布式光伏新增装机量接近 20GW，假设 2018 年在政策不干预情况下分布式装机量与 2017 年相近，按照 2017 年的补贴标准，2018 年全年仅分布式光伏补贴规模就在 90 亿元左右，经过本轮补贴调整，2018 年分布式光伏补贴规模将降至接近 40 亿元，按 20 年补贴周期计累计减少补贴需求达 1000 亿元。由此可见，缓解财政补贴压力是本次新政颁布的重要原因。
- 限制规模有助于缓解消纳问题。**虽然在去年各地弃光现象有所缓解，但在西部地区光伏消纳问题仍然较为严重，新疆、甘肃等地弃光率在 24% 和 20%。国家能源局在 5 月下发的《清洁能源消纳行动计划（2018-2020）征求意见稿》中支出，2018 年全国的弃光率要低于 5%，目前光伏消纳能力距能源局目标还有一定距离；同时分布式光伏的爆发也给中东部地区带来配网安全问题，因此限制整体装机规模有助于缓解光伏消纳问题。
- 促进企业发展内生动力。**光伏补贴强度的下降将有助于倒逼企业从依赖政府补贴向依靠市场转变，推动企业加速淘汰落后产能，倒逼产业技术进步，预计本轮新政后，由于下游需求规模下降，在产品成本端没有优势及现金流状况欠佳的公司可能率先遭到行业淘汰，这将有助于行业资源向龙头企业集中，推动行业集中度的进一步提升。

## 预计 2018 年装机规模在 30GW 左右

我们认为本次新政集中从两大方面对光伏产业造成一定影响，首先是**补贴退坡超市场预期，但总体来看影响可控**。《通知》里指出光伏补贴将在 5 月 31 日后在原有基础上再下降 5 分钱，这一调整超出市场预期，主要原因在于根据 2017 年政策指引，2018 年的补贴退坡将在 1 毛钱左右，低于往年 1 毛 5 左右的速度，但我们认为本次退坡对光伏市场的整体影响是有限的，因为本次降低补贴仅是将补贴退坡的速度保持与往年相同的水平，并没有超出可控范围。我们以装机容量为 2 万 kW，单位投资成本约 6600 元/kW 的三类地区集中式光伏电站为例，在补贴再次退坡 5 分钱的情况下，IRR 将在原有基础上下降 2.5 个百分点左右，但考虑到从年初到目前为止，组件价格从年初的 2.8/2.75 元/W 下降至 2.6/2.45 元/W，能够提高 IRR 接近 1.5 个点，因此补贴退坡对行业的影响力有限。

图 2：补贴再退坡 5 分钱/kWh，IRR 将下降 2.5 个百分点左右

补贴电价	0.75 元/kWh	装机成本	6.6 元/W	资本金 IRR	14.90%
补贴电价	0.7 元/kWh	装机成本	6.6 元/W	资本金 IRR	12.43%
装机容量	20MW	贷款利率	5.40%	还款年限	15 年
运营年限	20 年	折旧年限	15 年	残值率	5%
年利用小时数	1400	运维开支	0.08 元/kWh	LCOE	0.58 元/kWh

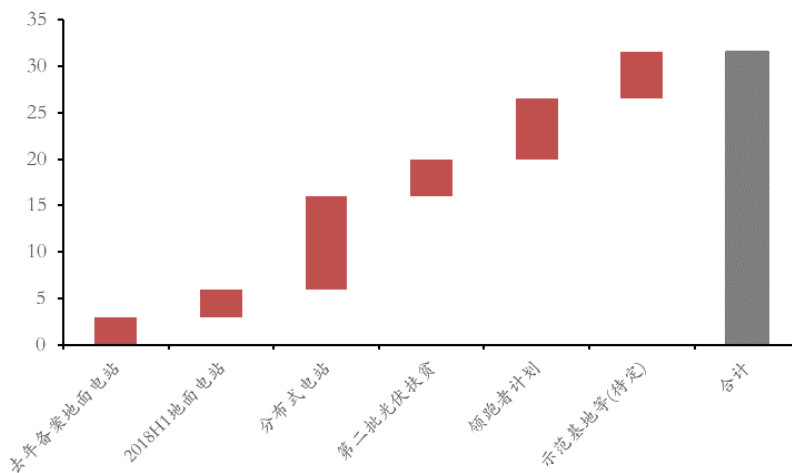
数据来源：工信部、东方证券研究所

另一方面，《通知》对2018年普通电站及分布式电站的安装量进行明确限制，目前截止到5月底国内分布式光伏装机量在10GW以上，地面电站在3GW左右，由于地面电站在接下来不会布置指标，那么2018年剩余光伏安装量将来自于分布式、第二批光伏扶贫项目、领跑者项目及各地不需要补贴的光伏项目。

- 地面电站今年上半年的装机量在3GW左右，加上去年已经备案的3GW，预计今年地面电站装机量在6GW左右；
- 分布式电站今年仅安排10GW的安装量；
- 第二批光伏扶贫项目指标与第一批指标安装量相近，合计2018年安装量应该在4GW左右；
- 领跑者计划目前处于待定状态，如果能够进行则体量为6.5GW，其中5GW将在今年年底实现并网，另外1.5GW将在明年630前实现并网；
- 示范基地、无补贴项目及户用市场部分预计今年还会有5GW左右的建设量。

因此，最悲观情况下，国内光伏装机规模在25-27GW左右，仍有向上空间，由此可见《通知》对今年国内的光伏装机量将会造成较大的冲击，这将直接影响光伏上游及中游产品的需求量。

图3：悲观预计国内光伏装机量25-27GW，仍有向上空间



数据来源：东方证券研究所整理

## 建议关注成本领先，财务状况良好企业

我们认为对于光伏产业链上游多晶硅及硅片环节，由于下游装机量规模的政策性限制，将加剧行业内供需不平衡的现状，而在龙头公司持续扩产的情况下，预计今明两年将会淘汰一批公司的落后产能。预计在成本端有竞争优势，现金流状况良好的企业有望突出重围，进一步提高市占率。

对于中游电池片及组件环节，由于新政相比于2017年补贴退坡力度加大，这将使中游环节价格压力加剧，同时，分布式及领跑者项目将是装机量的主要来源，对电池片及组件的转换效率等要求不

断提高，**建议关注在非硅成本环节具备成本优势，具备较强管理能力及产品品质上乘，转换效率高的企业。**

对于下游运营商环节，我们认为在上游产品价格持续下降背景下，新政在补贴退坡方面对电站 IRR 的影响有限，最重要的还是对其规模的限制，**建议关注具备国企背景，资金实力雄厚的运营商。**

建议关注在多晶硅及电池片环节成本优势明显，安全边际较高，产能扩张加速，财务状况良好的通威股份(600438, 未评级)，国内最大的光伏逆变器制造商阳光电源(300274, 买入)，资金实力雄厚，有望受益于弃光率改善，具备国企背景的光伏运营商太阳能(000591, 未评级)，及全球最大的单晶硅制造商，产品质量行业领先的隆基股份(601012, 未评级)。

## 风险提示

- 国家政策存在不确定性，影响下游装机需求及补贴。531 新政让市场感受到了国家光伏政策存在一定不确定性。未来仍然存在补贴退坡忽然加速度及限制装机容量的可能性。
- 国内需求限制倒逼企业出海，恐引发国外针对中国光伏产品的“双反”。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

