

推荐 (维持)

印度关税征收尚有变数，中国出口依旧有优势

2018年07月25日

光伏系列报告 (十六) 印度光伏贸易保护措施点评

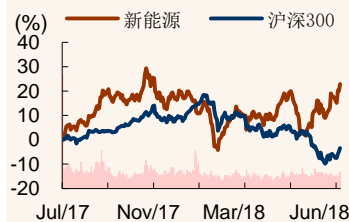
上证指数 2906

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	38	1.1
总市值 (亿元)	5581	1.1
流通市值 (亿元)	2657	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.1	7.6	24.6
相对表现	10.8	26.0	28.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《2018年第7批推荐目录发布, 高能量密度趋势不改—动力电池与电气系统系列报告之(二十)》2018-07-16
- 2、《从去库存向备库存转变, 中游库存拐点正在来临—动力电池与电气系统系列报告之(十九)》2018-07-12
- 3、《电力设备新能源行业2018年中期策略报告—新能源车中游拐点临近, 自动化进入大公司时代》2018-06-26

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

研究助理

龙云露
longyunlu@cmschina.com.cn

2018年7月16日, 印度贸易救济总局, 针对太阳能电池的保障措施调查提出正式建议: 针对中国和马来西亚的光伏组件和电池, 收取为期两年的防卫性关税。目前该项决议仍处于建议阶段, 正式执行均需要财政部裁决。如果按照目前方案执行, 增加15-25%的关税, 印度项目依旧具有经济性, 印度市场未来的增长趋势大概率不会受到影响, 但对增速可能产生阶段性影响。

- **关税征收尚有变数:** 印度贸易救济总局针对中国和马来西亚的光伏组件和电池, 提出收取两年防卫性关税 (第一年税率25%, 第二年前6个月20%, 后6个月15%) 的建议。目前此项决议正处于建议阶段, 后续需要通过委员会的审理和财政部的裁决, 征收情况尚有变数; 决议未出台明确的执行时间节点, 如果通过, 预计最快10月1日执行, 但依照以往印度贸易保护政策大多不了了之的情况, 本次政策能否实施依旧存疑。
- **免税组件产能不足, 印度市场组件价格或有上升:** 印度目前本土的自有电池产能与来自其他国家免受此项政策影响的产能贡献远不能满足印度的市场需求, 如果政策实施, 可能导致印度市场组件实际价格上升, 对项目IRR确实有一定影响。
- **印度市场价低利薄, 征收幅度不大, 中国组件出口依旧有优势:** 印度市场进入壁垒较低, 且价格一直属于较低, 企业对印出货主要为了提高产能利用率, 此外税率征收幅度并不大, 完税后国内组件价格依旧有优势。
- **投资建议: 强烈推荐隆基股份、通威股份、正泰电器、晶盛机电、福斯特**
- **风险提示: 海外贸易保护政策影响全球光伏市场。**

公司主要财务指标 (部分公司盈利预测有调整)

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
隆基股份	16.04	1.35	1.07	1.61	15	10	6.0	强烈推荐-A
通威股份	6.99	0.43	0.59	0.88	12	8	3.7	强烈推荐-A
福斯特	22.61	1.51	1.24	1.63	18	14	2.8	强烈推荐-A
正泰电器	23.75	1.33	1.77	2.32	13	10	2.9	强烈推荐-A
晶盛机电	14.88	0.33	0.55	0.70	27	21	6.0	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、关税征收尚有变数.....	3
1. 目前政策处于建议阶段，仍等待有关部门决议。.....	3
2. 尚未出台明确的执行时间节点，最快 10 月 1 日执行.....	3
3. 政策能否实施仍旧存疑.....	4
二、免税组件产能不足，印度市场组件价格或有上升.....	4
三、印度市场价低利薄，征收幅度不大，中国组件出口依旧有优势.....	4
1. 印度市场价低利薄.....	4
2. 关税征收幅度不大，中国组件出口依旧有优势.....	5

图表目录

图 1：印度双反防卫性关税决议流程图.....	3
图 2：2017-2018 年上半年全球主要国家组件平均价格.....	5
图 3：2018 年 6 月主要光伏企业出口额印度占比.....	5
图 4：新能源行业历史 PEBand	7
图 5：新能源行业历史 PBBand	7
表 1：印度贸易救济总局防卫性关税建议方案.....	3
表 2：免受政策影响产能及其产区.....	4
表 3：项目测算模型部分数据.....	5
表 4：印度光伏产品项目测算（假设收取 25%防卫性关税）.....	6

一、关税征收尚有变数

1. 目前政策处于建议阶段，仍等待有关部门决议。

2018年7月16日，印度贸易救济总局，针对太阳能电池的保障措施调查（Safeguard Investigation）提出正式建议：针对中国和马来西亚出口印度的光伏组件和太阳能电池，收取为期两年的防卫性关税（safeguard duty），其中第一年税率25%，第二年前6个月降为20%，后6个月进一步降为15%。

表 1：印度贸易救济总局防卫性关税建议方案

Year	Safeguard duty recommended
First year	Safeguard duty @25% ad valorem
Second year	Safeguard duty @20% ad valorem
Second year	Safeguard duty @15% ad valorem

资料来源：DGTR 官方文件、招商证券

印度光伏双反防卫性关税的决议流程颇为复杂。首先由印度光伏生产商协会发起调查，印度贸易救济总局根据调查结果提出建议，即为目前所处状态。此后，此项提案还需经过由能源部、商务部、工业部等多个部门代表组成的委员会审理，讨论该项建议是否实施和是否需要调整关税税率。得出审理结果后送交印度财政部裁决，财政部终裁通过后才会正式成立。目前决议正处于贸易救济总局建议提出状态，能否通过委员会的审理和财政部的裁决，仍是未知数。

图 1：印度双反防卫性关税决议流程图



资料来源：官方资料、招商证券

2. 尚未出台明确的执行时间节点，最快 10 月 1 日执行

此次印度贸易救济总局在建议中未指出明确的执行时间节点。根据之前调查的流程，如果建议通过，在财务部终裁出台后政策会迅速执行。印度相关人士预测，如果政策通过，最快在 10 月 1 日左右将会被执行，目前还有 3 个月左右时间。

3. 政策能否实施仍旧存疑

印度之前提出的各种双反、临时关税、海关税等政策大多以不了了之结束，根据以往印度贸易保护政策实施情况推测，本次关税仍有可能取消，能否征收尚有变数。

二、免税组件产能不足，印度市场组件价格或有上升

印度目前本土的自有电池产能和来自其他国家免受此项政策影响的产能远不能满足印度的市场需求。印度目前本土的自有电池产能约为 2.5GW。由于本次建议中有“除中国和马来西亚之外，其他开发中国家进口组件不得超过印度总进口量的 3%、电池不得超过总进口量 9%”的规定，越南、泰国合计近 10GW 的电池片产能也无法对印度市场有太多贡献，远远无法满足印度整体每年超过 10GW 组件需求。免税产能远少于印度 100GW 目标的实际需求。

表 2：免受政策影响产能及其产区

区域	产能
越南	4.5GW
泰国	4.0GW
印度	2.5GW

资料来源：PV Infolink、招商证券

如果政策实施，免税组件产能不足，其余产能加税进入，可能导致印度市场组件实际价格上升，对项目 IRR 确实有一定影响。

三、印度市场价低利薄，征收幅度不大，中国组件出口依旧有优势

1. 印度市场价低利薄

印度市场进入壁垒较低，且价格一直处于较低水平，远低于欧美国家，低于部分亚洲其他国家。中国企业对印出货主要为了提高产能利用率，印度市场非主要利润贡献区。

FINANCIAL PARAMETERS	
Principal (US)	11,625,000
Loan interest rate (%)	10
Loan duration (year)	15
Loan term	Average Principal
Applicable Tax Incentives	
Accelerated Depreciation	40%,5%
Investment Tax Credit (if applicable, % of upfront)	0
PPA price (1st yr)(\$/MWh)	39.10
PPA escalation	0%

资料来源：招商证券

以中标价格最低的 0.0391 USD/kWh 作为参考，按照第一年较高的 25%关税计算，在两个不同项目中，含税组件价格分别为 0.3USD/W 和 0.28USD/W，项目 IRR 分别达到 6.96%和 9.38%。出口印度的项目内部收益率仍可维持较高水平，有一定的盈利空间。

表 4：印度光伏产品项目测算（假设收取 25%防卫性关税）

	PPA 价格 (USD/kWh)	不含税组件价 格 (USD/W)	含税组件价格 (USD/W)	IRR (%)
Case1	0.0391	0.24	0.3	6.96%
Case2	0.0391	0.224	0.28	9.38%

资料来源：隆基乐叶、招商证券

注：由于项目不同、不同开发商要求的 IRR 不同、BOS 等其他因素营销，故会产生一定误差

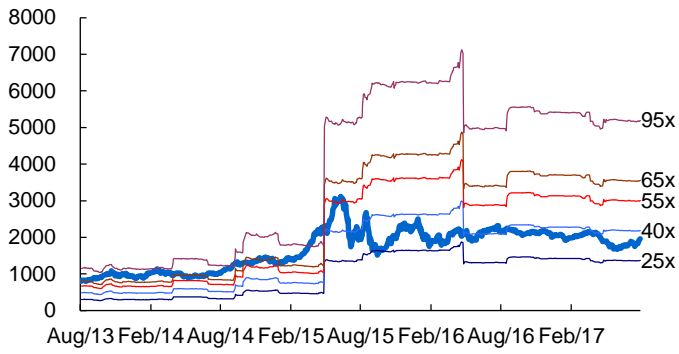
风险提示

- 1、 海外贸易保护政策影响全球光伏市场。

相关报告

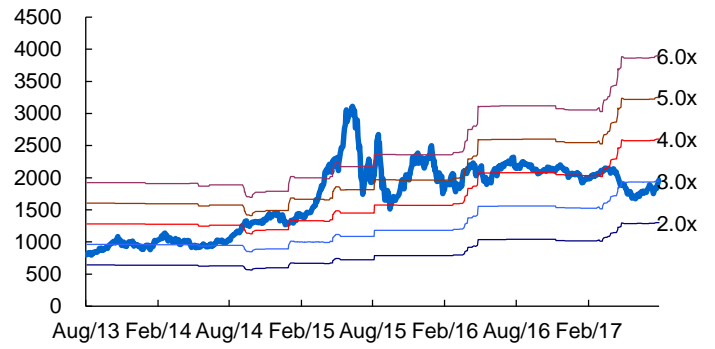
- 1、《光伏系列报告（十五）—政策波动，行业加速平价上网-〈关于 2018 年光伏发电有关事项的通知〉点评》
- 2、《光伏系列报告（十四）—组件高效化趋势超预期，单晶及高效产品盈利性强》
- 3、《光伏系列报告（十三）—2017 年年报总结：龙头崛起，平价与技术推动行业发展》

图 4：新能源行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：新能源行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

龙云露：清华大学本硕，2017 年加入招商证券，覆盖电力设备、新能源发电产业。

普绍增：上海财经大学本硕，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。