

光伏行业

国内光伏市场年底抢装了么

行业评级

买入

前次评级

买入

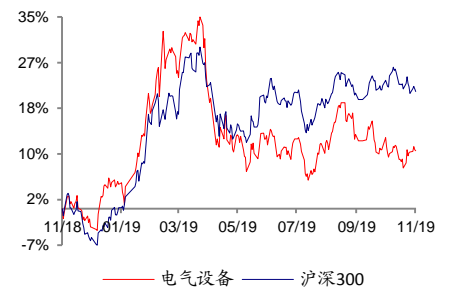
报告日期

2019-12-02

核心观点:

- **年底国内光伏装机强度明显提升。**国内光伏装机强度在年底有了明显提升,这个从玻璃的价格和胶膜的排产情况可以看出。其中光伏玻璃因供需紧张导致价格有所上涨,胶膜龙头企业一直处在满产甚至供不应求的状态。我们预计2019年新增光伏装机在25-30GW,其中第四季度装机规模超过10GW,在前三季度新增装机仅为15.99GW的情况下,环比明显改善。我们预计2020年新增装机超过40GW,同比明显提升。
- **装机延后更多是流程的原因。**装机强度推迟到年底而不是此前预期的9月份开始,主要是由于光伏项目流程。国家能源局在7月中旬下发了2019年光伏竞价装机规模超过20GW,在规模下发之后,项目的建设进度一直不及预期,主要原因是部分项目需要走完土地、并网、环评和水土保持等多个手续,完成项目的设计评审,招标和评标,外线接入等流程,从而影响了光伏项目的建设进度。
- **产业链价格受到多种因素影响。**产业链价格的变化对市场影响较大,而对产业链价格的影响除了需求端,还有供给和企业行为。例如,PERC电池价格的下降更多的是供给集中释放造成的,价格下降后在预期装机机会快速启动的情况下,部分中小企业电池企业并未停工或减产,再加上龙头企业产能的集中释放,价格短期面临压力。直到近期,部分中小企业才出现停产的情况。
- **我们的观点:**国内光伏装机强度只是延后而并未消失,而装机强度的提升可以通过部分产业链的价格和出货情况获得验证,但主产业链价格并未明显反弹更多是受供给和企业行为的影响。在前期悲观预期逐渐消化后,我们认为光伏产业链依然具备配置价值,建议关注隆基股份,通威股份,福斯特和阳光电源等。
- **风险提示:**2020年的竞价政策尚未明确,部分产业链的价格因为产能的扩张依然面临压力。

相对市场表现



分析师:

华鹏伟



SAC 执证号: S0260517030001



SFC CE No. BNW178



010-59136752



huapengwei@gf.com.cn

相关研究:

新能源汽车 11 月刊:年底去库存启动, 中游普遍减量	2019-11-26
光伏行业三季报总结:盈利继续提升, 板块分化明显	2019-11-14
新能源汽车 2019 年三季报总结:补贴新政后销量承压, 产业链盈利韧性增强	2019-11-11

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
隆基股份	601012	CNY	23.85	2019/10/31	买入	30.04	1.20	1.68	19.87	14.19	11.87	9.03	21.6%	23.2%
通威股份	600438	CNY	13.10	2019/10/25	买入	15.75	0.77	0.98	17.01	13.36	11.27	8.13	16.7%	17.7%
阳光电源	300274	CNY	10.22	2019/10/29	买入	12.60	0.63	0.76	16.22	13.44	12.06	10.32	10.5%	11.3%
正泰电器	601877	CNY	23.88	2019/10/25	买入	35.10	1.95	2.31	12.24	10.33	8.37	7.20	17.0%	17.6%
晶盛机电	300316	CNY	13.54	2019/12/01	买入	13.25	0.53	0.70	25.54	19.34	24.58	18.98	14.4%	16.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

年底国内光伏装机强度提升明显.....	5
项目流程影响装机时间.....	6
产业链价格受到多种因素影响.....	7
我们的观点.....	7
风险提示.....	8

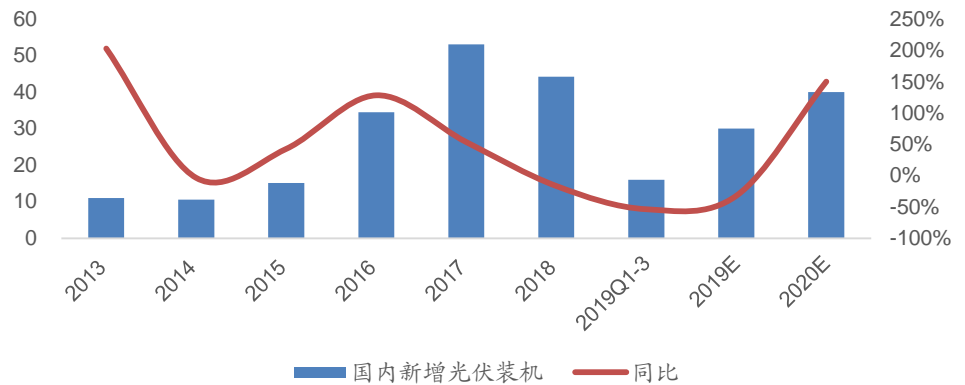
图表索引

图 1: 国内新增光伏装机情况 (单位: GW)	5
图 2: 光伏玻璃价格变化情况 (元/平米)	5
图 3: 福斯特光伏胶膜出货量季度情况 (单位: 万平米)	6
图 4: 2019 年国内光伏竞价项目构成情况 (单位: GW)	6
图 5: PERC 电池价格变化情况 (元/W)	7
图 6: 光伏 PERC 电池产能投放情况 (单位: GW)	7

年底国内光伏装机强度提升明显

国家能源局的数据显示，2019年前三季度，国内新增光伏装机15.99GW，同比下降超过50%，而伴随着国内光伏竞价项目的启动，装机强度在年底有了明显的提升。我们预计2019年国内新增光伏装机在25-30GW，其中四季度装机超过10GW，环比大幅增加。预计2020年新增装机超过40GW，同比明显提升。

图1：国内新增光伏装机情况（单位：GW）

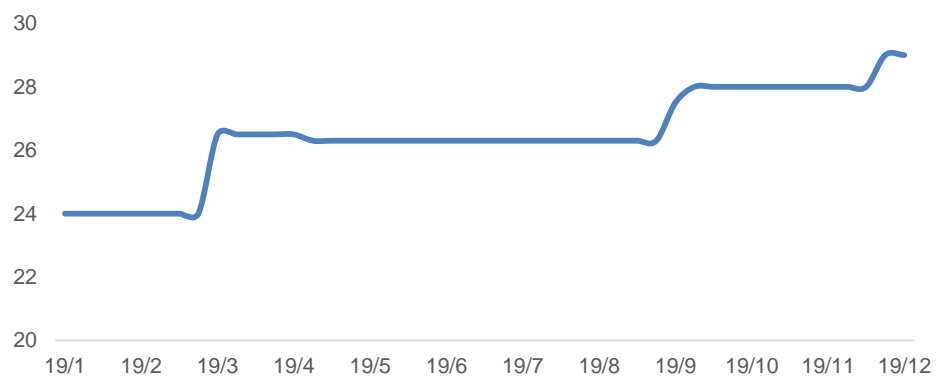


数据来源：CPIA，广发证券发展研究中心

国内新增光伏装机强度的提升可以通过玻璃的价格和胶膜的出货量获得验证。在海外市场逐渐进入发货淡季的情况下，玻璃的价格出现了明显的上涨，而胶膜龙头一直处在满产甚至供不应求的状态。

根据PVinfolink的数据，进入9月份以来光伏玻璃的价格已经上涨了3次，从8月份 26.3元/平米的均价上涨至目前的29元/平米，且最高成交价已经到30元/平米，反映了年底国内光伏装机需求的旺盛。

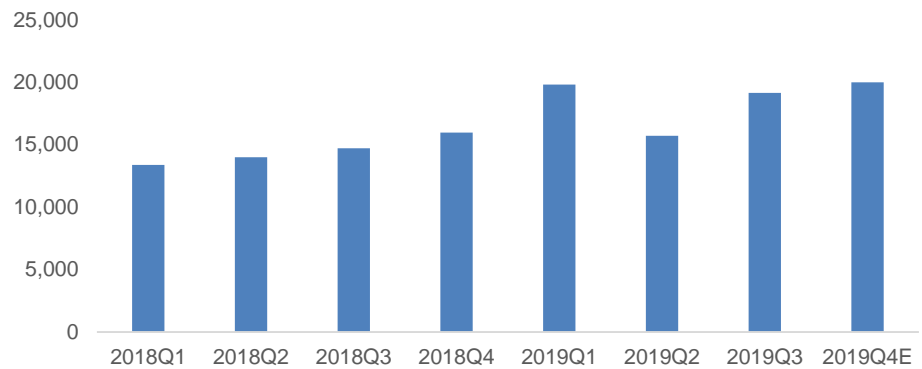
图2：光伏玻璃价格变化情况（元/平米）



数据来源：PVinfolink，广发证券发展研究中心

光伏胶膜龙头企业福斯特的出货量在第三季度超过了1.9亿平，环比增长超过20%，显示了三季度以来需求不断提升的情况。进入四季度，我们预计胶膜出货量环比将会获得进一步的提升，有望超过2亿平，龙头组件企业出货量的环比提升带动了胶膜出货量的增加。

图3: 福斯特光伏胶膜出货量季度情况 (单位: 万平米)

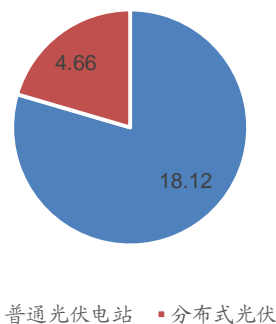


数据来源: 福斯特公司公告, 广发证券发展研究中心

项目流程影响装机时间

装机强度推迟到年底而不是此前市场预期的9月份, 主要是由于光伏项目建设流程。国家能源局在7月中旬下发了2019年光伏竞价装机规模共计22.79GW, 从项目类型看, 普通光伏电站项目366个, 装机容量18.12GW, 占总容量比例为79.5%, 主要分布在中西部地区。分布式光伏项目3555个, 装机容量4.66GW, 占总容量比例为20.5% (全额上网分布式项目473个, 装机容量56万千瓦, 占总容量比例为2.5%; 自发自用、余电上网分布式项目3082个, 装机容量410万千瓦, 占总容量比例为18.0%), 主要分布在东部沿海地区。

图4: 2019年国内光伏竞价项目构成情况 (单位: GW)



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

在规模下发之后, 项目的建设进度一直不及预期, 主要原因是部分项目需要走完土地、并网、环评和水土保持等多个手续, 完成项目的设计评审, 招标和评标, 外线接入等流程, 从而影响了光伏项目的建设进度。

在项目开发计划阶段, 需要完成内部立项批准、土地征用协议、电网接入审批、环保和水土保持批复、设计评审和其他前期文件等。其中土地征用协议和电网接入审批需要花费至少1.5-2个月的时间。

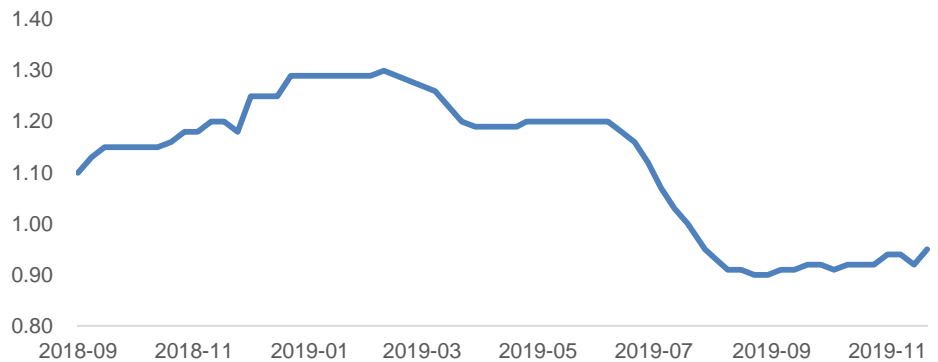
在项目建设阶段, 需要完成项目的招标和评标, 升压站主设备进场, 外线接入的推进, 光伏区主设备进场和项目的并网等工作。其中外线接入的推进是耗时较长

的一个流程，而且项目后续的并网节奏也要参考外线接入的推进情况。

产业链价格受到多种因素影响

产业链价格的变化对市场影响较大，而对产业链价格的影响除了需求端，还有供给和企业行为。例如，PERC电池价格的下降更多的是供给集中释放造成的，价格下降后在预期装机会快速启动的情况下，部分中小电池企业并未停工或减产，再加上龙头企业产能的集中释放，价格短期面临压力。直到近期，部分中小企业才出现停产的情况。

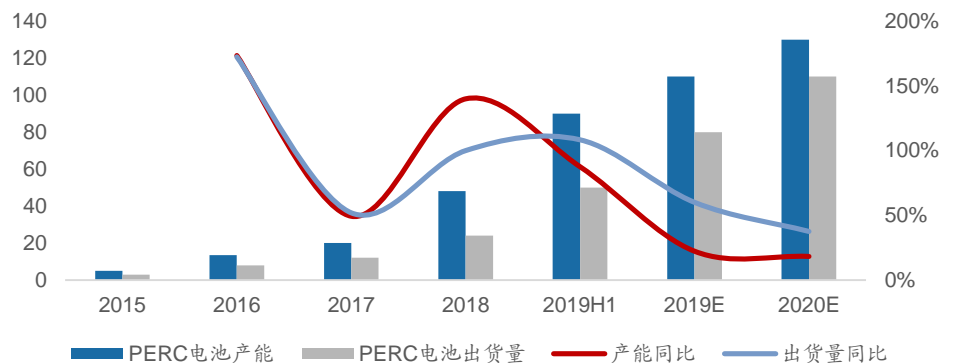
图5: PERC电池价格变化情况 (元/W)



数据来源: PVinfolink, 广发证券发展研究中心

下半年以来光伏电池价格的下降主要是因为2019年6月份PERC电池产能集中投放造成的。SOLARZOOM的数据显示，2018年年底，PERC电池产能约50GW，截止到2019年6月底，产能超过了90GW，其中有一批产能在6月份投产。在7-8月份海外光伏市场装机淡季和国内竞价项目尚未启动的情况下，在产能供给快速释放的情况下，PERC电池的价格出现了较为快速的下跌。而近期随着国内装机强度的快速提升和部分小企业的逐渐退出，产业链价格有所反弹。

图6: 光伏PERC电池产能投放情况 (单位: GW)



数据来源: SOLARZOOM, 广发证券发展研究中心

我们的观点

国内光伏装机强度只是延后而并未消失，而装机强度的提升可以通过部分产业

链的价格和出货情况获得验证，但主产业链价格并未明显反弹更多是供给和企业行为的影响。在前期悲观预期逐渐消化后，我们认为光伏产业链依然具备配置价值，建议关注隆基股份，通威股份，福斯特和阳光电源等。

风险提示

2020年的竞价政策尚未明确，部分产业链的价格因为产能的扩张依然面临压力。

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤**：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 华鹏伟**：联席首席分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 王理廷**：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。
- 纪成炜**：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 张秀俊**：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 李蒙**：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。