

2020年12月24日

光伏

关于垂直一体化分歧的思考和再讨论

■自我们12月15日发布报告《垂直一体化专题报告：光伏龙头的利器与进阶之路》以来，重点推荐的隆基、通威、晶澳涨幅分别为20.8%、19.9%和26.7%。在当前时点，我们发现市场上对于光伏行业垂直一体化依然有一定的分歧，我们旨在通过本篇报告进一步回应针对关于垂直一体化的争议并给出我们更深层次的思考。

■分歧一：短期来看，明年硅片供需过剩更利好没有硅片布局的电池+组件一体化企业。

1、分歧点：根据主流企业公告的硅片扩产计划，2021年硅片产能预计将达到270GW以上，而明年由于硅料环节的制约需求的区间上沿预计只能在190GW略多（160GW全球装机、1.2容配比），因此硅片环节的供需相对较为过剩，硅片价格和盈利面临较大压力，硅片环节利润释放利好硅片产能配套较少的电池+组件一体化企业而非垂直一体化更为深入的硅片+电池片+组件龙头。

2、我们的观点：（1）研究的关键在于明年行业整体的竞争格局。2021年行业龙头扩产规划和出货计划相比2020年均大幅提升，因此2021年预计将是电池片和组件环节集中度提升的关键年份，龙头急需通过构建更强大的竞争优势来完成市场份额提升。虽然硅片盈利承压是大概率事件，但具备硅片环节的组件龙头相比其他竞争对手依然可以留存更多的利润，从而具备更强的竞争优势和更强的抗风险能力，攫取市场份额的可能性也相对更高；（2）电池和组件环节很难留住硅片环节释放的利润。考虑到2021年电池和组件两个环节供需同样较为过剩，我们认为硅片环节释放的利润大部分将让渡给下游电站，助力行业实现全面平价，电池和组件环节很难留住硅片环节释放的利润，因此市场认为的电池+组件一体化企业盈利边际大幅改善的可能性不大。

■争议二：中期来看，电池环节HJT带来的技术迭代可能会对垂直一体化龙头产生消极影响。

1、分歧点：伴随着硅片和电池片技术扩散，产品的趋同质化（比如PERC电池的转换效率各家差距很小）和成本曲线趋于平缓，使得垂直一体化战略的实施成为可能。然而，目前电池片环节存在新一轮技术迭代的动力（HJT替代PERC），市场认为未来各企业可能会在HJT的转换效率方面做出差异，从而重新使得电池片环节具备差异化，而这对垂直一体化的企业显然是不利的。

2、我们的观点：HJT替代PERC从本质上和PERC替代BSF并没有什么不同，技术扩散的速度预计会很快。诚然制造业技术扩散的速度部分取决于新技术know-how的难度，从这个角度看HJT显然比PERC技术扩散的难度

行业快报

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
601012 隆基股份	-	买入-A
600438 通威股份	-	买入-A
002459 晶澳科技	-	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.96	0.36	-23.14
绝对收益	-8.15	9.16	1.20

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

王瀚

报告联系人

wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰

报告联系人

guoyc@essence.com.cn

相关报告

关于光伏玻璃行业的再思考
2020-12-19

垂直一体化：光伏龙头的利器与进阶之路
2020-12-14

关于颗粒硅的几点看法 2020-12-13

二论光伏跟踪系统：组件1时代，经济性依然显著！ 2020-09-24

一论光伏跟踪系统：四大核心壁垒，远非“打铁”那么简单！ 2020-09-19

要高。然而，我们认为设备供应商才是决定技术扩散和学习曲线深入速度的主要变量。回顾过去数年，硅片环节在单晶替代的过程中享受了长达 4-5 年维度的超额利润期，这与隆基采用连城数控、美畅股份等有别于其他竞争对手的设备商有很大的关系。而反观电池环节，设备的国产化催生了迈为、捷佳等电池设备企业，中游制造企业共用设备供应商导致 PERC 技术扩散速度非常快，电池片行业技术迭代引发的超额利润期仅有 1 年左右，因此从这个维度去思考，HJT 替代 PERC 从本质上和 PERC 替代 BSF 并没有什么不同，专业化企业的先发优势预计并不会持续太久，对于垂直一体化龙头的冲击预计也不会像预期那样明显。

■**争议三：随着硅片和电池片环节技术的迅速扩散，垂直一体化战略是一种价值毁灭的战略和行为。**

1、**分歧点：**伴随硅片和电池片环节的迅速扩散，成本曲线趋于平缓，垂直一体化的推进将使得主产业链各环节盈利水平都回归到较为平庸的水平，而单位投资额继续下降的幅度已经不大，因此未来中游环节新增产能的资本回报率会持续下降、项目回收期会变长。从这个角度看，深度的垂直一体化战略是一种价值毁灭的战略和行为。

2、**我们的观点：**生存一直都是光伏企业的第一目标。在降本增效的驱动下，持续的技术迭代和工艺改良逼迫企业不断扩张先进产能，扩产的首要目的从来不是盈利，而是生存。在当前光伏行业的背景下，我们认为深度垂直一体化是让企业生存下来的概率更大而绝非死得更快。如果企业连短期的生存都无法保障，那么长期的永续性以及是价值创造还是价值毁灭的争论更是一句空谈。

■**投资建议：**继续看好垂直一体化龙头业绩增长和估值提升。从短期看，2021 年将是电池片和组件环节集中度提升的关键年份，选择垂直一体化竞争战略的行业龙头，将拉开与竞争对手的成本差距、扩大成本端竞争优势，从而实现市占率进一步提升；从中长期看，垂直一体化龙头中长期的市占率、盈利能力和业绩将变得愈发清晰，对于盈利的预测可以拉得更长、看得更远，从而进一步摆脱由于盈利和业绩的波动对企业估值带来的桎梏，最终有望持续实现戴维斯双击。重点推荐隆基股份、通威股份、晶澳科技，建议关注晶科能源（美股）。

■**风险提示：**光伏行业需求不及预期、产业链恶性竞争等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034