

头部产能低谷并购，光伏供给收缩加速

电气设备

评级：看好

日期：2024.08.19

分析师 蔡紫豪

登记编码：S0950523070002

☎：0755-23375705

✉：caizihao@wkzq.com.cn

联系人 钟林志

☎：021-61102511

✉：zhonglinzhi@wkzq.com.cn

事件描述

8月13日，通威股份公告，拟以不超过50亿元取得润阳股份股权，交易完成后，润阳股份将成为通威股份控股子公司。

事件点评

非上市头部企业被收购，现金流趋紧下价格战持续缩圈。润阳股份于2022年3月披露招股书，计划募资40亿元，用于扩产5万吨高纯多晶硅项目、年产5GW异质结电池片项目和补充部分流动资金，但在2024年6月因IPO批文失效终止上市，其过去3年是光伏电池出货排名第三的企业，但在24H1因行业竞争激烈掉出前五榜单，出货量同比下滑，主要因现金流紧张所致。根据CPIA统计，2024H1有超过60GW的电池片项目终止或者延期，经营压力逐步由尾部企业向头部扩散。本次通威股份拟收购润阳股份，反映行业现金流紧张现象已经蔓延到头部企业，存量竞争下决赛圈持续缩小。虽然本次收购计划没有实质减少存量产能，但是在一定程度上减少了行业新增产能，同时市占率的提高会一定程度减少价格竞争，我们预计未来会有更多并购案例产生，以实现行业格局重塑，减轻价格竞争。

逆全球化下贸易摩擦加剧，国内产能输出海外成趋势。全球需求主要分散在中国、欧洲和美国，而供给主要在中国和东南亚地区。近年来逆全球化趋势明显，美国、欧洲、印度等国家地区纷纷设置贸易壁垒，将优质产能移出中国本土，带来中国产能全球输出。在这一趋势下，国内企业加大海外产能建设。通威股份硅料、电池、组件产能主要分布在国内，在海外建厂步伐相对缓慢。而润阳股份具备工业硅产能5.5万吨、多晶硅产能13万吨、拉晶产能7GW、切片产能10GW、电池片57GW、组件产能13GW，其中，部分产能分布在美国、泰国、越南，这对于通威股份海外产能建设是良好的补充，以提升其全球综合竞争力，符合通威股份“打造世界级清洁能源运营商”的长期战略目标。

行业低谷龙头逆势并购，减少社会资源浪费：目前光伏行业PB估值处于历史低位，此时产生收购合并具备性价比，通威股份2023年末拥有硅料和电池产能45万吨和95GW，计划2026年实现80~100万吨和130~150GW，本次收购计划可以提前完成其电池产能目标；另一方面，该方案解决了润阳股份现金流压力问题，符合有关部门关于引导光伏产业有序健康发展的相关意见，有利于促进光伏行业优质资源整合，减少社会资源浪费和产业低效竞争的目标。

风险提示：

- 1、收购计划具备不确定性；
- 2、行业产能收缩不及预期带来竞争加剧超预期。

行业表现

2024/8/19



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《去库持续推进，光伏硅料小幅涨价》 (2024/8/7)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24年7月下）：亚非拉贡献新能源增量，深远海风电获批彰显成长性》 (2024/7/30)
- 《五矿证券电力钟声系列2：能源转型卡在储能，储能卡点在哪？》 (2024/7/24)
- 《锂电行业点评：韩国电池企业SK On现“危机”，欧洲电池企业和中国竞争中或处于下风》 (2024/7/22)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24年7月上）：韩国电池厂商SK On陷入“危机”，成本压力大》 (2024/7/16)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24年6月下）：宝马取消Northvolt订单，欧洲电池企业仍处竞争下风》 (2024/7/3)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24年6月上）：电网投资提速预期加强，特高压新线路启动可研》 (2024/6/17)
- 《锂电行业点评：部分锂电材料开启涨价？》 (2024/6/14)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24年5月下）：电力体制改革成热议，消纳是当前主要矛盾》 (2024/6/11)

经营压力扩散，竞争压力已影响至头部企业

根据 Infolink Consulting，润阳股份近年电池出货排名前五，2024H1 掉出前五榜单。

图表 1: 电池企业出货排名

排名	2022	2023	2024H1
1	通威股份	通威股份	中润光能
2	爱旭股份	爱旭股份	捷泰科技
3	润阳股份	中润光能	通威股份
4	中润光能	捷泰科技	爱旭股份/应发睿能
5	捷泰科技	润阳股份	

资料来源: Infolink Consulting 五矿证券研究所

行业竞争压力持续，光伏长尾部分产能出现较多经营压力，现逐步扩散至头部企业，行业出清持续推进。

图表 2: 2024H1 光伏企业减产停产情况



资料来源: CPIA, 五矿证券研究所

地缘政治影响光伏贸易，国内企业开始出海

美、欧、印、巴西、南非等全球头部光伏市场纷纷出台贸易壁垒政策，限制我国产品直接出口；我国企业海外产能开始遭遇贸易壁垒问题。

图表 3: 地缘政治压力施加光伏行业

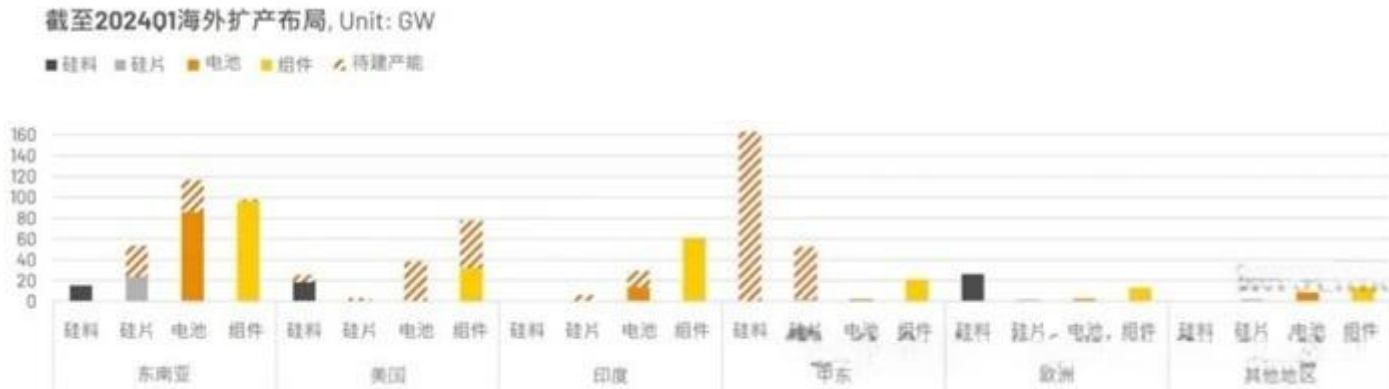


资料来源: CPIA, 五矿证券研究所

为应对贸易壁垒，企业扩产方向从东南亚逐步向美国、中东、印度等国家地区转移，实现优质产能出口。

润阳股份具备美国、泰国、越南产能，有助于通威股份实现全球化布局，“打造世界级清洁能源运营商”的长期战略目标。

图表 4：企业光伏产能向中东、美国、印度倾斜

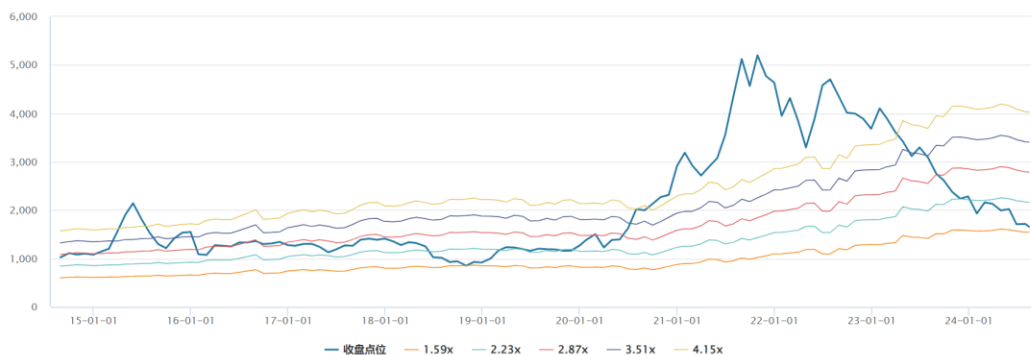


资料来源：Infolink Consulting, 五矿证券研究所

行业低谷逆向收购实现资源配置优化

目前光伏行业 PB 处于历史低位，企业间并购具备性价比。符合有关部门关于引导光伏产业有序健康发展的相关意见，有利于促进光伏行业优质资源整合，减少社会资源浪费和产业低效竞争的目标。

图表 5：光伏行业 PB 处于历史地位（光伏 866023.WI）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

风险提示

- 1、收购计划具备不确定性；
- 2、行业产能收缩不及预期带来竞争加剧超预期。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及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一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037