

# 产业的深秋，电站开发的春天

—光伏行业投资策略

民生精品---深度研究报告/电气设备与新能源行业

2012年12月10日

## 报告摘要:

国家近期频繁出台政策，大力补贴国内光伏应用。但国内市场在全球占比相对较小，产业基本面的恶化并不会因此缓解。而随着补贴政策的不断加强和产品价格的进一步下跌，下游电站开发商将迎来一个灿烂的春天。

最近我们对主管部门、制造类企业、设备和辅材供应商、电站开发商进行了深入调研，对近期政策的解读，及明年行业的走势进行了再思考。本文主要分析以下3个问题：1) 国内政策对市场的影响是什么；2) 光伏产业中期趋势和长期成长逻辑判断；3) 对下游电站开发市场的影响。

### ● 国内光伏政策：发力新能源投资，不是为了救产业

我们认为近期频繁出台的政策并不是为了救产业，而是国家发力新能源投资，促进经济转型，与市场观点不同，我们认为：1) 金太阳装机将会超预期发展。2) 光伏大规模应用示范区，短期并不会带动装机量爆发式增长。3) 虽然电网公司分布式并网利好政策频出，但是短期仍不乐观。4) 国家不会对光伏企业直接救助。国内市场未来3年复合增速30%，明年难以拉动全球市场需求显著增长。

### ● 行业中期趋势研究：基本面仍将下行，国内装机爆发拉动有限

我们从明年需求、供给、盈利能力和企业业绩三个角度判断，认为制造业基本面仍将下行，明年上半年或将最差：

1) 需求：不论是否双反，中国组件厂明年可接触的市场都无增长，估计出货量接近15GW，与今年持平或略下降。全球需求估计小幅增至37GW左右。

2) 供给：产能明年一季度将开始逐步退出，但预计明年全年，全球电池产能仍有55-60GW，国内产能30~40GW，过剩仍然严重。而且由于市场增速放缓，平衡的“产能/装机”比例由历史上的1.3~1.5，下降至1以内。

3) 企业业绩和盈利能力：短期仍将恶化，至少明年上半年看不到改善的理由。

### ● 下游电站开发环节：迎来灿烂的春天

明年起，国内电站开发商利润提升、风险下降、退出渠道打开，将迎来一个灿烂的春天：1) 利润提升，如果考虑2元/Wp的开发毛利，贷款70%，则理论资本金收益率由9.4%上升至15.4%；2) 风险下降，随着并网条件的改善，地面电站的投资风险已经开始降低；3) 退出渠道打开，目前多家大型央企，开始投资布局光伏电站。国内部分电站开发商将能通过出售电站资产获得丰厚回报。

### ● 重点公司推荐

我们在寻找国内光伏电站开发市场机遇的获益者：1) 拥有稳健的现金流，在即将到来的寒冬入场整合；2) 具备电站项目的强大开发和销售能力；3) 前期固定资产投入低，折旧和债务负担轻。这样的企业，同样非常可能平安度过严冬，而成为光伏行业未来的整合者。我们看好中利科技，目前该领域最具弹性和安全性的标的。

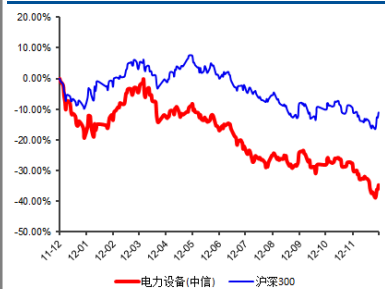
### ● 盈利预测及投资建议

重点公司	股价	EPS			PE			评级
	2012/12/7	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
中利科技	9.46	0.43	0.76	1.21	22	12	8	强烈推荐

资料来源：wind，民生证券研究院

**推荐** 维持评级

行业与沪深300走势比较



分析师

分析师：王海生

执业证书编号：S0100512090003

电话：(021) 58768935

Email: [wanghaiheng@mszq.com](mailto:wanghaiheng@mszq.com)

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: [chenlong@mszq.com](mailto:chenlong@mszq.com)

分析师：袁瑶

执业证书编号：S0100512100004

电话：(021) 58768935

Email: [yuan Yao@mszq.com](mailto:yuan Yao@mszq.com)

研究助理：黄彤

电话：(021) 68885792

Email: [huangtong@mszq.com](mailto:huangtong@mszq.com)

研究助理：龙雷

电话：(021) 58769278

Email: [longlei@mszq.com](mailto:longlei@mszq.com)

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

## 目录

<b>一、国内光伏政策：发力新能源应用，不是为救产业.....</b>	<b>3</b>
(一) 金太阳示范工程：装机量可能超预期.....	3
(二) 光伏大规模应用示范区：短期并不会出现爆发增长.....	3
(三) 电网公司对并网的政策：分布式并网需要长期努力.....	4
(四) 传说中的直接救助计划：可能性较小.....	5
<b>二、行业中期趋势研究：基本面仍将下行，国内装机爆发拉动有限.....</b>	<b>5</b>
(一) 需求：金太阳对国内市场有拉动，但中国组件厂可接触的市场无增长.....	5
(二) 供给：明年上半年，或将是行业最差的时期.....	7
(三) 企业业绩和盈利能力：短期看不到改善.....	9
<b>三、下游电站开发环节：迎来灿烂的春天.....</b>	<b>10</b>
(一) 国内电站开发已具备核心条件.....	10
(二) 电站盈利能力提升.....	10
(三) 投资风险降低.....	12
(四) 持有电站的央企出现，开发商退出机制形成.....	12
<b>四、重点公司推荐——中利科技.....</b>	<b>13</b>
<b>图表目录.....</b>	<b>14</b>

国家近期频繁出台政策，大力补贴国内光伏应用。但国内市场在全球占比较小，产业基本面的恶化并不会因此缓解。而随着补贴政策的不断加强和产品价格的进一步下跌，下游电站开发商将迎来一个灿烂的春天。

最近我们对主管部门、制造类企业、设备和辅材供应商、电站开发商进行了深入调研，对近期政策的解读，及明年行业的走势进行了再思考。本文主要分析以下 3 个问题：1) 国内政策对市场的影响是什么；2) 光伏产业中期趋势和长期成长逻辑判断；3) 对下游电站开发市场的影响。

## 一、国内光伏政策：发力新能源应用，不是为救产业

我们认为近期频繁出台的政策并不是为了救光伏产业，而是国家发力新能源投资，促进经济转型，下面就以下主要政策进行解读：1) 金太阳示范工程。2) 光伏大规模应用示范区。3) 电网公司对并网的政策。4) 传说中，国家对某些企业的直接救助。

### (一) 金太阳示范工程：装机量可能超预期

今年第一批审批通过的金太阳为 1.7GW，第二批据媒体报道审批通过为 2.8GW，这样今年金太阳审批将达 4.5GW，远超去年 689MW 的总量，其中补贴按照 5.5 元/Wp。

其中第一批有 500MW 在今年年底并网，剩余 1.2GW 在明年年中并网，第二批 2.8GW 将在年底并网，若明年第一批金太阳项目出台招标 1GW，则金太阳项目将至少并网 5GW，装机量或将超预期。

若 5GW 金太阳工程并网，则需要国家拿出 275 亿元补贴，巨额补贴将拉动明年国内装机，也反映了政府启动国内市场的决心。

### (二) 光伏大规模应用示范区：短期并不会出现爆发增长

最近国家政策面最大的变化，是“光伏大规模应用示范区”项目的推出：要求每省区申报不超过 500MW，上限将达 15GW。

首批示范总装机量 15GW 预计将会在近期完成申报，并在年内完成审批。届时十二五由该政策扶持的光伏电站项目将会在业主、实施框架等方面全部确定下来。根据 Solarzoom 报导，此次可能采取自发自用，余电上网的方式，度电补贴可能在 0.4-0.6 元。我们认为：

1) **业主将不早于 2014 年开展大规模安装。**这个政策，是全球光伏市场极为少见的，连续三年不下调 FiT 的政策。对于理性的开发商来说，若看跌产品价格(这无疑是大概率事件)，最优的选择是等到政策实施的中后期，即 2014~2015 年启动投资。届时补贴金额不变，但建设成本将进一步大幅下降，且相关配套措施更成熟，投资安全性提升。一般的 FiT 项目，越早投资，越能抢占优质项目资源；而此次，项目是基本锁定的，晚些投资并没有丢失资源的风险。

2) **低收益高风险，短期很难激发投资热情。**根据我们此前分析，该政策只有在珠三角、长三角等电力成本高企、工业用户集中的地区，才能有一定的经济性，其收益率在几乎所有

地区都远低于既有的地面电站补贴政策 and 金太阳补贴政策。根据我们测算，江苏省即使在度电补贴 0.6 元的最乐观情况下，IRR 也仅有 11.5%，远低于大型地面电站和金太阳工程。

而且用户投资安全，对电网和客户的配合都有极强的依赖性，资产持有人的“要求回报率”会远高于地面电站和金太阳项目。在进一步的配套政策出台之前，推广工作在大部分省区将较难进展。而由于项目审批是每省 3 个示范区的平均化布局，条件好的地区也难以超常规发展，落后的地区会拉低整体项目的完成比例。

**图表1. 江苏不同模式 IRR 测算**

大型电站		金太阳		分布式能源示范区	
投资成本:	9.5 元/W	投资成本:	11 元/W, 初装补贴 5.5 元/W	投资成本:	11 元/W
系统效率:	80%	系统效率:	80%	系统效率:	80%
融资条件:	70% 比例, 6.6% 利率, 15 年	融资条件:	70% 比例, 6.6% 利率, 15 年	融资条件:	70% 比例, 6.6% 利率, 15 年
20 年电价 (江苏省):	1.3 元/kWh	20 年电价 (合同能源管理):	0.7 元/kWh	20 年电价 (合同能源管理):	0.7 元/kWh
光照小时数:	1300 小时	光照小时数:	1300 小时	光照小时数:	1300 小时
所得税率:	25%	所得税率:	25%	所得税率:	25%
增值税率:	17%	增值税率:	17%	增值税率:	17%
IRR:	16.2%	IRR:	19.1%	IRR:	度电补贴 0.4, 2.1 % 度电补贴 0.6, 11.5%

资料来源：民生证券研究院

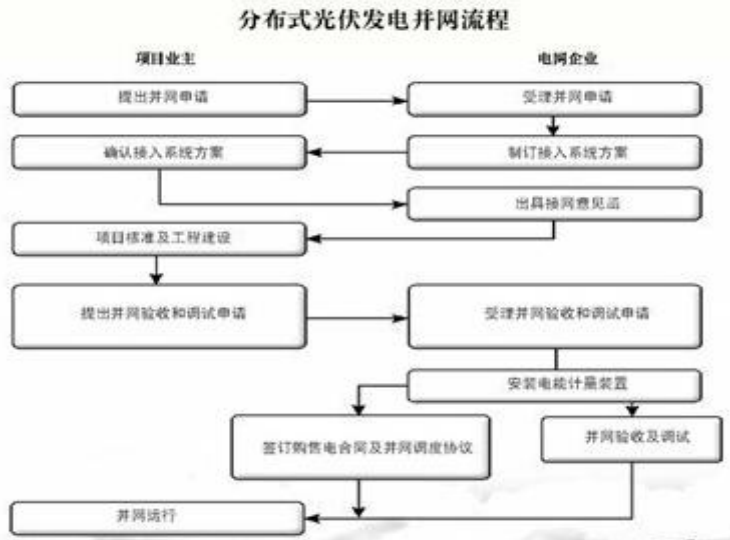
综上所述，我们认为这 15GW 的推广必将是前低后高，逐步提速。而地面电站和金太阳工程每年新批项目量很难大幅增加。2012~2015 年国内市场预测为：5.5GW, 12GW, 14GW, 16GW，复合增速 30%。考虑产品每年 10% 的降价，组件产品国内市场容量复合增速 17%。

### （三）电网公司对并网的政策：分布式并网需要长期努力

国家电网公司近期正式发布了《分布式光伏发电并网管理工作意见》、《分布式光伏发电并网服务工作意见》和《分布式光伏发电接入配电网相关技术规定》等一系列文件支持分布式光伏电站并网。

政策规定：从 11 月 1 日开始，用户不超过 6 兆瓦的光伏发电项目可直接在当地电网公司申请，45 个工作日即可完成建设实现并网运行。并网运行后发电可自用，多余电量可享受 1 元每度补贴电价卖给电网。

**图表2. 分布式光伏发电并网流程**



资料来源：国网公司、民生证券研究院

根据我们测算，2MW 分布式光伏电站相比集中电站在系统并网接入费用、升压站建设费用、公共电网改造费用、前期申请规划费用、盖章公关费用，能节省大约 600-800 万元费用，折合 0.3-0.4 元/W。

但我们担忧，该政策的执行未必到位。在整个规则设定中，并没有考虑电网公司的积极性。电网公司尽管受国家政策指引，出台了相关指导意见，但如果没有下级子公司的有力执行、考核和问责制度支撑，后续并网问题的解决，必不会是一朝一夕。

我们根据调研，发现大型电站审批收紧的同时，新能源电力消纳能力确在提升，大型电站的开发商资金安全性提升。如果可再生能源配额制出台，能够从根本上解决并网难题。

#### （四）传说中的直接救助计划：可能性较小

最近媒体在热炒“六大六小”的授信支持和国家及地方政府对尚德、赛维的紧急救助。我们认为：

1) 此消息真实性存疑，我们并未从有关部门得到对此政策的确认，但通过调研得知，各大银行对产业的新增贷款已经停止，目前只有对光伏电站项目的贷款还在继续；

2) 尚德和赛维的案例未有定论，我们仍然倾向于政府不应也不会真的对其大力救助，更不会推广到救助整个产业。

我们认为救助对产业弊大于利，且为欧美发动贸易战提供借口，国家政府不会继续犯过错越陷越深。

## 二、行业中期趋势研究：基本面仍将下行，国内装机爆发拉动有限

我们将从明年的需求、供给、盈利能力和企业业绩三个角度去判断板块的趋势。

### （一）需求：金太阳对国内市场有拉动，但中国组件厂可接触的市场

## 无增长

预计明年装机至少 12GW，同比增长 100%以上。其中预计明年金太阳装机 5GW，大型电站 4GW，分布式能源示范区至少 3GW。金太阳对于明年国内市场有一定的拉动，但是明年的市场将会继续靠新兴市场的增长来弥补欧洲市场的下滑，总量基本稳定。

但更影响行业基本面的是中国企业“可接触”的市场，考虑欧美“双反”的影响，这个市场容量在明年有很大不确定性。

图表3. 各主要市场的并网数据

单位 (MWp)	2010 年	2011 年	2012 年 (预测)	2013 年 (预测)
西班牙	369	400	200	400
德国	7408	7500	8000	3500
意大利	3800	7600	3000	1000
捷克	1490	150	200	200
法国	719	1840	550	500
葡萄牙	16	120	200	300
希腊	150	286	250	250
比利时	424	787	600	400
保加利亚	11	200	600	300
欧洲其他地区	338	1100	700	800
美国	878	1855	3500	3500
加拿大	260	300	600	600
日本	992	1296	3500	5000
中国	500	2200	5500	12000
全球其他地区	753	2100	4000	8000
<b>总计 MW</b>	<b>18108</b>	<b>27734</b>	<b>31400</b>	<b>36750</b>
<b>增速</b>	<b>151%</b>	<b>53%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>

资料来源：民生证券研究院

见上表，我们认为明年的市场总装机需求与今年相比略有增长：

1) 德国：今年年初、年中政府两次大幅下调补贴，目前电站收益率较低。当地银行贷款不畅，项目开发不踊跃。而今年年中抢装致上半年装机高达 4.37GW，给明年的大幅下滑打开了空间。

2) 意大利：年度累计补贴上限 67 亿欧元。今年的累计补贴，公布数字 61 亿欧元，实际估计达 64 亿欧元。剩余 3 亿欧元只能支持未来几年 3GW 新增装机，直到争取到新的资金，估计市场容量会下滑到 1GW 量级，即可忽略。且该国今年以来，国家风险提升，要求回报率大幅上升，同样极大影响了开发商的积极性。

3) 美国：今年上半年很多项目是 2011 年最后一批享受现金初装补贴的“抢装”项目。而今年 SREC 大幅下降，开发商积极性受影响。对中国电池实行“双反”后，开发商积极性进一步受挫，市场价格不升反降。下一届政府对光伏的政策也是一个风险。

4) 日本：尽管政府给出了 3 年 42 日元的强力补贴政策，但由于市场长期封闭，开发和产品营销都壁垒重重。土地资源少，项目多为小型化的分布式项目，开发速度难以提升。很多开发商取得项目许可以后，由于不担心补贴下调，也在等待产品价格进一步下跌。所以市

场在今年明年未必出现此前预期的全面爆发。

5) 其他新兴市场: 越来越多的地区开始实现或接近平价上网。(见我们此前报告《全球化视野下的平价上网路径》) 尽管基数较小, 但这块市场才是最值得期待的。

综上所述, 在对中国、日本、新兴市场做出中性乐观估计后, 全球总需求在 2013 年也是略有增长的局面。如果考虑欧美双反影响, 市场下滑可能加速, 见下表:

**图表4. 无论双反与否, 2013 年中国企业可接触市场都无增长**

	2011A	2012E	2013E (不双反)	2013E (双反)
中国	2200	5500	12000	12000
美国可接触市场	1855	2450	1750	1750
欧洲可接触市场	19983	14300	7650	3825
全球其他地区	3696	8100	13600	13600
全球总量	27734	31400	36750	36750
可接触市场安装量	27734	30350	35000	31175
组件均价 (\$/Wp)	1.2	0.75	0.55	0.5
可接触市场 (亿\$)	3328	2276	1925	1559

资料来源: 民生证券研究院

\*我们对美国市场今年考虑 70%, 明年考虑 50% 可接触, 是因为其并未限制中国组件采购台湾电池。对欧洲双反情境考虑 50% 可接触, 是因为年中才会初裁, 且不追溯。

由于市场增速低, 明年估计电池出货量与安装量接近 (见我们下文的分析), 按照 50% 的占有率, 中国企业可能维持 15GW 左右的出货量。

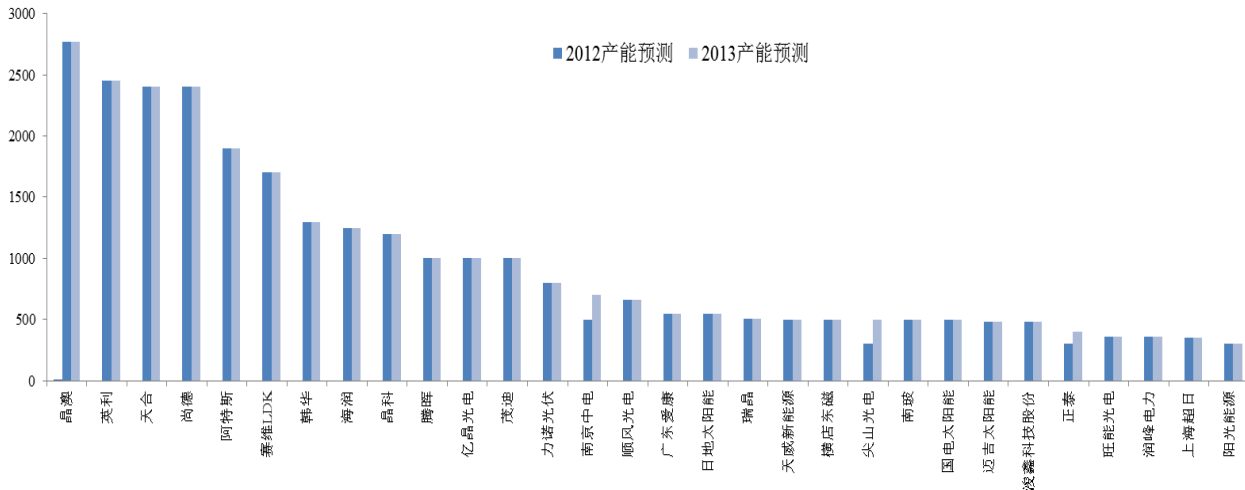
## (二) 供给: 明年上半年, 或将是行业最差的时期

在几乎全产业链亏损的情况下, 2012 年开始有企业退出光伏产业。然而, 供给面的恶化仍将持续。

由于公开统计数据缺失, 我们根据调研情况, 把电池供应商分为 3 组:

1. 大厂 (GW 级): 总产能 25-30GW。这部分厂数量约 30 家, 每家都有较强的竞争力或股东背景, 融资能力强, 退出成本极高, 他们短期内很难退出产业。目前大厂开工率维持在 60-70%, 我们认为这一组产能明年最多有 10-20% 退出行业, 对产能的影响忽略不计。

**图表5. 国内前 30 大厂商产能预计**

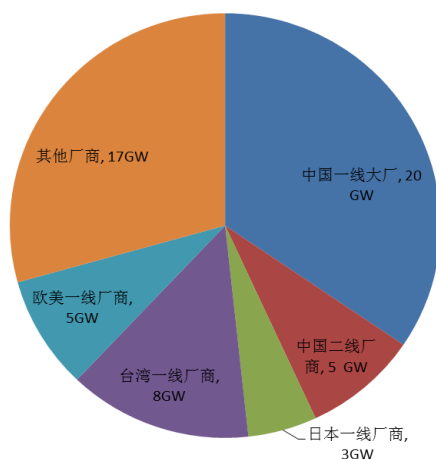


资料来源：民生证券研究院

2. 中型厂（100~500MW 量级）：总产能 20GW 以上。这部分厂估计有 50 家以上，以民营为主，竞争力和融资能力都有限，但退出成本也很高，不会轻易考虑退出。这部分产能将是明年退出市场的主力，估计有 30% 退出行业，消化 10GW 产能。

3. 小型厂（100MW 以下）：数量众多，总产能估计 10-20GW。这部分厂经营方面较为灵活，相对于其经营者的身家，退出成本同样很高。然而由于上半年的几次抢装潮，小厂产能到今年下半年才开始退出，明年上半年将迎来退出的高峰，估计截至明年底 60%-80% 退出行业，消化 10GW 以上产能。但同时也将迎来清库存的高峰，对价格压力较大。

**图表6. 预计明年市场产能格局**



资料来源：民生证券研究院

\*其他厂商含中国三线小厂，以及欧美、日韩二线厂商以及其他新兴市场国家。

我们认为，明年供需关系不会出现质变，预计 2013 年底经过残酷的淘汰，国内厂商产能降至 30-40GW，而国内厂商产能历史上占全球产能一半以内。考虑台湾地区 8-10GW、欧美地区厂商产能 4-6GW、日韩及其他新兴市场国家等，预计 2013 年底全球产能达到



55-60GW，相比明年 37GW 需求仍然显著的过剩。

此外，我们认为今明两年，“产能/装机”比率与 2010 年及以前相比失去参照性。在过去市场复合增速超过 50% 的时期，由于装机相对制造滞后将近半年时间，该比率大于 1.3 才是稳定的平衡。而市场增速放缓的今明两年，该比例的平衡值将接近于 1。考虑到开工率的弹性，以及清库存的效应，明年这个平衡值甚至会显著低于 1。

综上，预计从今年下半年到明年，从小厂到中型厂，开始逐步由产能开始退出，但同时清库存和坏账的压力，将进一步打压行业基本面，我们认为明年上半年或将是行业最差的时期。

### （三）企业业绩和盈利能力：短期看不到改善

由于欧美双反，产业链价格进一步承压，价格下降幅度大于成本下降速度，三季度光伏制造业整体毛利率进一步下滑。若欧盟对我双反最终裁定，行业将遭重挫，企业盈利能力进一步下降。

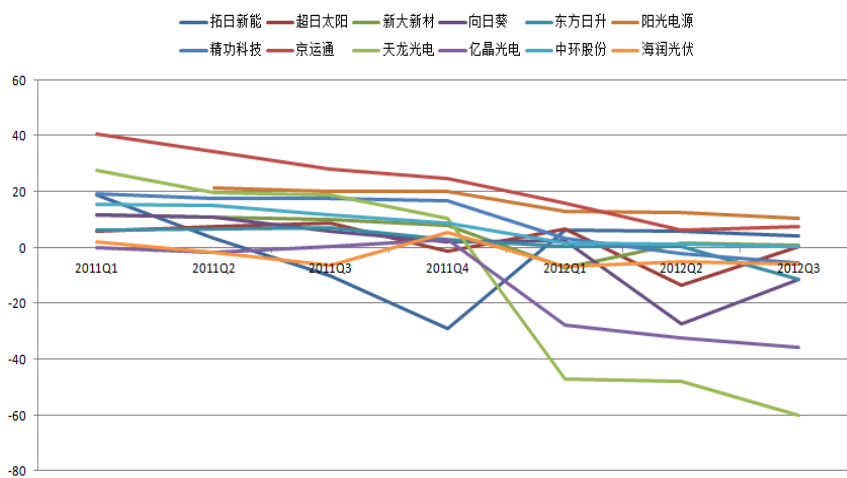
从 A 股上市公司来看，目前大部分厂商存在无效扩产转固定资产，当销量下滑的时候，产成品转至存货，存货大幅增加，现金流持续恶化，销售净利润下滑。

图表7. 制造业现金流持续恶化

类型	证券简称	经营活动现金流入小计	经营活动现金净额	应收账款 (12 年 1H)	应收账款 (11 年 1H)
硅片	隆基股份	657	-39	347	176
组件	海润光伏	2,855	2	1,818	
设备	晶盛机电	165	-29	286	
逆变器	阳光电源	298	-157	500	180
辅材	爱康科技	642	-390	304	190
电站	中利科技	2,985	-305	2,279	1,351

资料来源：民生证券研究院

图表8. 销售净利率继续向下



资料来源：民生证券研究院

综上，无论产业链价格，企业现金流状况和企业盈利状况我们目前仍然看不到改善迹象，预计明年上半年业绩仍不乐观。

### 三、下游电站开发环节：迎来灿烂的春天

目前在整个行业景气度向下时，我们惊喜发现在光伏应用而非制造领域出现大量商业模式创新、应用方式创新。

#### （一）国内电站开发已具备核心条件

电站的投资，即通过收购或自己申请，来获取高收益的电站项目，再经过融资、采购、建设等环节完成电站的并网，最后以维持合理 IRR 的价格出售给第三方，赚取回报。商业模式大都是传统的 EPC、BOT、BT 等。

**电站开发:**申请电站开发的许可，获取土地、屋顶使用权、环保许可等，光伏发电量的长期购电协议，及电网公司的系统并网与输送协议。即传统意义上的电站批文获取。

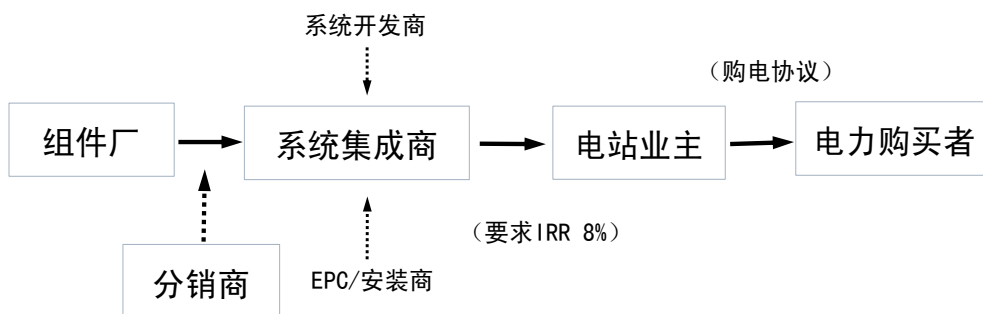
**投融资:** 电站融资，及建成后向第三方出售。（投资者、电力公司、工商业企业等）

**EPC/安装:** 工程设计、组件与 BOS 采购、建设三个环节的简称，为电站开发商或直接为光伏系统拥有者提供（如电力公司）提供服务。

**电力购买者:** 中国及欧洲为 FiT，政府许诺电价后电网无条件收购；美国为 PPA（Power purchase Agreement, 电力采购协议，在特定的时间内按照固定好的价格购买），直接与电力购买方签订长期电价协议。

**运营维护:** 远程的发电量及安全监控，现场维护等。

图表9. 国内电站投资产业链



资料来源：民生证券研究院

系统集成商即集成电站开发、投融资、EPC、运营维护等为一体的企业。我们认为这一环节的企业，在未来 2 年将受益于政策和市场的变化。

#### （二）电站盈利能力提升

电站建设成本迅速下降，而国家为鼓励投资仍然维持较高的补贴电价，造成电站项目盈利能力提升。

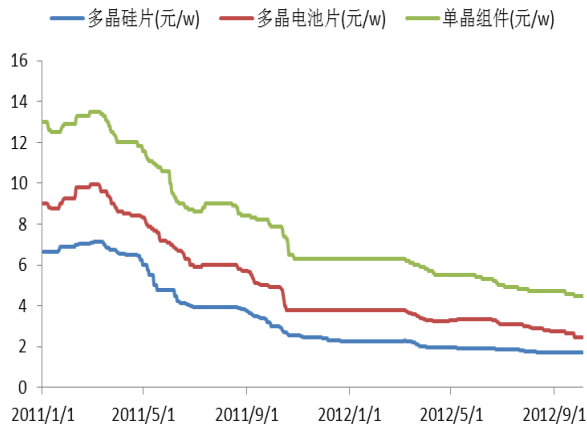
简单地讲，电站投资回报率由以下公式决定：

$$\text{投资回报率} = (\text{发电量} \times \text{上网电价} - \text{运营费用}) / \text{装机成本}$$

下图中给出近年来光伏产品的价格走势，我们看到，由于产能过剩带来的价格竞争和成

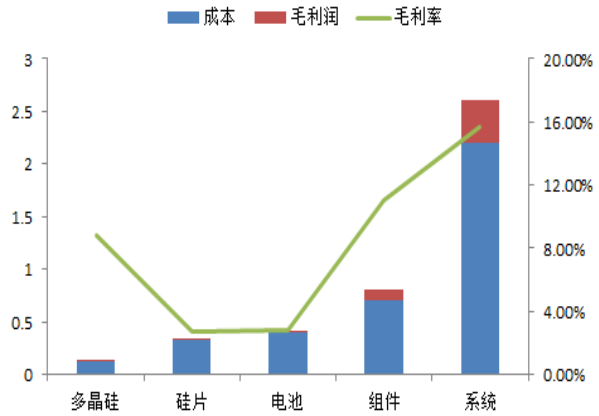
本的不断降低，组件价格从2012年初至今下跌了1/3，平均装机成本由11.5元/Wp下降26%降至8.5元/Wp。而国家为鼓励国内光伏应用的推广，在未来2-3年内，包括大型地面电站、金太阳项目、光伏大规模应用示范区项目，补贴电价下调幅度较小。

图表10. 欧美双反导致产业链进一步承压



资料来源：民生证券研究院

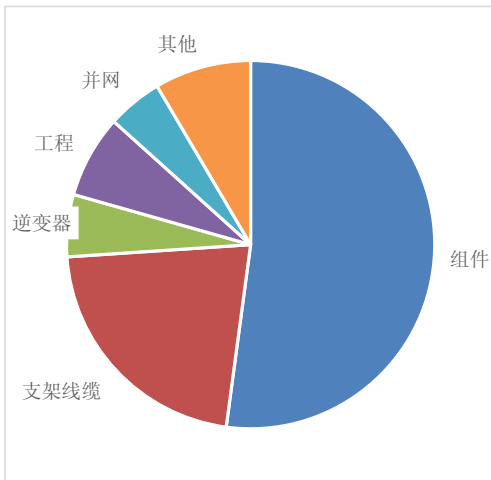
图表11. 产业链盈利情况 (美元/w)



资料来源：民生证券研究院

我们以西部电站来测算，西部地区的土地等多有政策支持，相对廉价，同时会附加一定比例的使用税，但人力及物流、并网成本相对偏高，预计总成本可以控制在8.5元/W以下。国内EPC的利润薄弱，毛利率一般不足10%。按造价计算，在目前的上网电价下，嘉峪关发电小时数在1450小时左右，IRR可以达到22%。假设项目建成后以8%的资本金收益率转让，理论转让价格在14.5元/W以上。

图表12. 地面电站投资的成本构成



资料来源：民生证券研究院

图表13. 嘉峪关电站投资的模型假设

投资测算	
投资成本:	8.5元/W (含税)
系统效率:	78%
融资条件:	70%比例, 6.55%利率, 10年

20 年电价:	1.00 元/kWh (含税)
发电小时数:	1450 小时
所得税率:	25%
增值税率:	17%
IRR:	22.0%
杠杆后 8%收益下的转让价格:	14.5 元/Wp

资料来源: 民生证券研究院

如果均考虑 2 元/Wp 的毛利, 则贷款 70% 以后的资本金收益率由 9.4% 上升至 15.4%。考虑今年年底到明年上半年制造业景气继续下降, 电站开发商的收益率仍将继续上升。

### (三) 投资风险降低

国家电网公司 26 日召开服务分布式光伏发电并网新闻发布会正式发布《关于做好分布式光伏发电并网服务工作的意见》。大力保障分布式光伏发电分散接入低压配电网。同时, 电网公司也加大了对大型地面系统并网的审核力度, 严控上网规模, 并加速建设并网条件, 改善“弃光”现象。据我们调研所知, 今年下半年西部省区“弃光”情况已明显好转。

尽管分布式系统的投资风险还有待于进一步的完善政策来解决, 但地面电站的投资风险已经开始降低。

从今年第二批金太阳招标补贴 5.5 元/Wp, 可以看出第三方电站开发商投资风险降低, 金太阳财政补贴是去年根据 11 元/Wp 的造价估算的, 但目前实际的造价已降至 8.5 元/Wp, 国家对此十分清楚, 但仍然沿用 5.5 元补贴, 再次印证了我们此前“国家将通过给开发商创造盈利空间来拉动投资热情”的论断, 这将有效刺激光伏建设热情, 并可保证第三方电站开发商投资安全性。

### (四) 持有电站的央企出现, 开发商退出机制形成

此前制约国内电站开发商盈利的最主要因素, 是缺乏退出机制, 相对于成熟的欧洲市场, 国内缺少以持有电站为主业的买家。

图表14. 部分海外电站转让收益率

公司	国家	规模	收益率
综艺股份	意大利	8MW	19.6%
综艺股份	意大利	5.6MW	18.3%
东方日升	英国	5MW	16.1%
保利协鑫	美国	92MW	17%

资料来源: 民生证券研究院

从相关上市公司公告可见, 随着光伏电站投资收益率的提升和风险的下降, 目前多家大型央企, 如中广核、中节能、招商局新能源、上海实业等, 都在积极通过“合作开发”的模式, 开始投资布局光伏电站。今年下半年开始, 随着这些合作全面开始落实, 国内部分有实力的电站开发商将通过出售电站资产获得快速回报。

图表15. 央企布局电站不完全统计

央企	
中广核	中广核太阳能美国公司与中利科技双方拟定 2012 年~2015 年计划在美国开发约 500MW 光伏电站。协鑫集团 1GW 电站合作框架协议

中节能	中节能太阳能与中节能太阳能联合开发海外光伏电站
招商局新能源	分别与中利科技（1GW）、海润光伏（200MW）、正信光伏（450MW）、保利协鑫（973MW）、正泰新能源（500MW）签订共计3.1GW电站开发合约。
上海实业	上海实业与航天机电合作投50亿建海外光伏电站
中电投	与保利协鑫合作开发电站

资料来源：民生证券研究院

综上，今年年底到明年，国内电站开发商利润提升、风险下降、退出渠道打开，将会迎来一个灿烂的春天。

## 四、重点公司推荐——中利科技

我们在寻找国内光伏电站开发市场机遇的获益者：1）拥有稳健的现金流，在即将到来的寒冬入场整合；2）具备电站项目的强大开发和销售能力；3）前期固定资产投入低，折旧和债务负担轻。这样的企业，同样非常可能平安度过严冬，而成为光伏行业未来的整合者。我们看好中利科技，目前该领域最具最具弹性和安全性的标的。

公司是国内光伏电站开发龙头，通过此前与招商局新能源等多家运营商的合作开发协议成功锁定电站退出路径。

**光伏组件业务：在低谷中快速成长。**1）公司组件成本控制领先于一线企业：一、没有多晶硅长单束缚，可直接现货采购低价硅片，同时与保利协鑫签订长期的硅片供应协议，二、设备采购时点及自动化程度，带来折旧及人工成本的优势。

**公司具备电站业务的核心条件：**一、光伏电站开发进入壁垒高，公司拿项目能力较强，目前有较多的优质项目储备。二、电站项目转让确保收益，公司目前已经与招商新能源、中广核签署战略合作框架协议，未来确保电站，能够形成项目资源开发——项目转让——新项目资源的良性循环。三、向下垂直一体化确保公司产品出货量。

**电缆类传统业务预期向好。**传统业务成长稳健，市场地位稳固。公司阻燃耐火软电缆业务的根基深厚。在通信运营商市场，公司的市场份额为50%以上，市场议价能力较强。传统业务成长稳健，市场地位稳固。未来公司在矿用电缆领域、消费电子市场和电缆料市场均有较快发展。

图表16. 盈利预测

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	4,799	9,517	11,721	14,006
增长率（%）	64.41%	98.32%	23.16%	19.49%
归属母公司股东净利润（百万元）	208	363	579	682
增长率（%）	10.05%	74.84%	59.44%	17.77%
每股收益（元）	0.43	0.76	1.21	1.42
PE	24.89	14.24	8.93	7.58
PB	1.92	1.49	1.26	1.07

## 图表目录

图表 1. 江苏不同模式 IRR 测算 .....	4
图表 2. 分布式光伏发电并网流程 .....	4
图表 3. 各主要市场的并网数据 .....	6
图表 4. 无论双反与否，2013 年中国企业可接触市场都无增长 .....	7
图表 5. 国内前 30 大厂商产能预计 .....	7
图表 6. 预计明年市场产能格局 .....	8
图表 7. 制造业现金流持续恶化 .....	9
图表 8. 销售净利率继续向下 .....	9
图表 9. 国内电站投资产业链 .....	10
图表 10. 欧美双反导致产业链进一步承压 .....	11
图表 11. 产业链盈利情况（美元/w） .....	11
图表 12. 地面电站投资的成本构成 .....	11
图表 13. 嘉峪关电站投资的模型假设 .....	11
图表 14. 部分海外电站转让收益率 .....	12
图表 15. 央企布局电站不完全统计 .....	12
图表 16. 盈利预测 .....	13

## 分析师简介

**王海生**，民生证券，电力设备及新能源行业首席分析师。全联新能源商会 副秘书长，常务理事。

清华大学自动化系学士、硕士。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售经理、战略市场经理。2011年，“新财富”、“水晶球”最佳分析师评选第3名。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。