

兴业证券苏晨：光伏正从周期股向成长股转换

光伏是中国走向世界的一张亮丽名片。刚刚过去的2018年，受531新政影响，该行业遭受巨大冲击。可实际上，光伏行业每年都在超预期发展，2018年全年的装机量也是超过市场想象。在兴业证券电力设备与新能源行业首席分析师苏晨看来，光伏行业的集中度正在日益提升，竞争格局正日渐优化。2018年三季度是光伏行业的产业底，行业黄金发展阶段才刚刚开始。未来10倍光伏大牛股会持续不断地涌现，但需要投资者有耐心慢慢地陪伴成长。

本周，《红周刊》对话兴业证券研究所高端装备制造研究部总经理苏晨，以下是对话实录。

政策对光伏产业的影响越来越弱

记者：您怎么看待影响光伏产业发展的三大变量——政策、需求及技术？

苏晨：首先，政策的影响越来越弱化。2019年，政策规划多5GW少5GW完全不影响整个光伏行业的投资逻辑。

其次，海外需求正呈现两个态势，一是增速不低且越来越稳健；二是去中心化，从最早的欧洲一家独大，到日本、美国、中国三家，再到后来印度新兴市场。从2018年开始，全球有十几个GW级的国家和地区开始出现。在去中心化过程中，全球需求是持续向上的健康状态。

对于技术，我把技术和工艺分开。从细分子行业看，硅料、硅片属于工艺提升的环节，虽然硅片出现过较大技术转变，即多晶向单晶的转移。但从多晶和单晶内部的技术来看，这两个环节更多是工艺提升，如金刚线切割单晶。

记者：从竞争格局和市场供需来看，当前光伏产业链中，哪个环节更为良性？

苏晨：从周期性制造业来看，最根本的差异是成本差异，成本差异有管理上的、工艺上的，我们找差异相对比较大的环节。

组件和电池很难拉开差距。从历史上看，这两个环节的ROE和净利率也都不是特别高。但中上游的硅料硅片成本差异较大。如硅料，老硅料跟新硅料之间有后发优势且资金壁垒高，既是资金密集和技术密集。

从行业讲，当下新进者投资硅料很难，现在投硅料、大规模扩张硅料的基本上都是行业已有玩家。硅片环节因为涉及良品率，工艺的提升，效率的提升，包括高效的管理，都会使成本之间出现比较大的差异。

而且，从技术角度看，若技术更迭特别快，企业就比较辛苦，要大量投研发持续更迭技术，最关键的是要换设备。而从几年前到现在，业内提高硅料硅片设备的效率、提高容量或提高其它的一些指标，但没有说把这些设备全部干掉。这也是我为何把技术和工艺分开。

所以，光伏产业链中，硅料和硅片两个环节技术相对稳定，工艺又可以不断改进，竞争格局会更好一些，毛利率空间也会更高一些，而且有马太效应。一旦规模效应出来以后，在资金实力、工艺积淀、技术储备等方面让新进入者很难超越。

黄金发展阶段刚刚开始

记者：二级市场对未来光伏行业的发展分歧很大，您怎么看？

苏晨：分歧由来已久从未间断。对每年的需求量，悲观者跟乐观者之间的预期差很大。而实际上，行业的发展每年都超预期。

2012年光伏行业很痛苦，行业见底，但后来一路走来，光伏一直没有让大家失望，包括2018年的531新政后，全年的装机量也比大家想象多。

历史上，所有机构对光伏装机量的预测绝大多数低于实际发展。十年前全球的预测机构给的十年后的光伏装机量连现在的零头都不到。因为这个行业是新兴产业，会发生非线性增长。不是每年10%或30%的增长，中间有的时间段可能是100%甚至百分之几百增长。

记者：平价时代渐行渐近，整个行业的竞争也日趋激烈，毛利率在日渐下降。这个判断是否成立？

苏晨：这个判断有问题。

因为行业竞争一直很激烈，但现在的趋势是集中度越来越高，尤其是硅片硅料环节。

竞争格局就看CR1、CR3、CR5这些指标，虽然中间可能有短周期的波动，但总体趋势是一直在变好。如531新政后，2018年三季度就属于短周期波动，但你很快可能会发现2019年一季度、二季度，整个利润率又回来了。

硅片的毛利率是2018年三季度开始降的，降得比较多，2018年全年略微下降，但相信2019年会有恢复性增长，这源于供需的平衡度。因为，2019年终端需求不错，尤其是一线厂商。

分析这个产业要遵循一个基本的经济学原理，即价格由供需决定，利润率是由行业的竞争格局决定。从供给端看，531政策对需求是个打击，但对供给侧是好事，提前淘汰了一批中小企业，让行业集中度更加提升。相对于内忧外患的2018年，2019年的需求是内外齐升，中国和海外都在出现向上的需求带动。

从估值来讲，2019年到2020年平价上网项目也开始出现，那时全球的成长性会开始凸显，而在这个变化过程中，整个行业的估值可能也会出现比较明确的向上提升趋势。

因此，从整个大行业判断上来讲，2018年三季度应该是整个产业发展的底部。

记者：那就是说，实际上行业的黄金发展阶段并没有结束？

苏晨：我认为是光伏行业的黄金发展阶段刚刚开始。要找一个渗透率比较低，又开始逐步走向成长的行业是挺难的，而光伏行业正好处于逐步过渡到高速成长期的阶段。相对于还处于初创期的燃料电池，以及还在依赖补贴的新能源汽车，光伏已经开始逐步摆脱补贴了，政策对它的影响越来越小。这时正是行业真正开始发展之时，而不是要结束之时。

从周期股向成长股转变

记者：您认为，从ROE拆分分析光伏板块，可以看到周期波动的变化；而从现金流来分析，则可以看到未来成长性的到来。为什么这么讲？

苏晨：可以从资产负债表角度来分析光伏行业的周期变化。把相关指标与历史上的相关周期分门别类地全部对应进去后，你会发现，这和相关时段产业链的股价波动非常吻合。假设两种情景：

情景一，资产周转率提升、净利率提升、需求往上走、PB开始往上走，整个板块龙头公司不需要再融资。这个过程是光伏板块的二级市场投资最舒服的阶段，因为享受到了企业的高成长和企业盈利的爆发，又不被再融资摊薄，这就带来了估值PB的提升和ROE的提升，从而带来股价的提升。

2017年就是这个阶段，龙头公司没有再融资，需求完全超预期，净利率、周转率全部往上走，ROE和PB也是往上走，那时光伏板块有一波大行情。

情景二，行业越来越恶化。如2018年大部分指标就崩塌了，ROE一直往下，净利率、需求都崩掉了。很多公司筹备或开始做再融资方案，这对整个估值体系的影响是比较大的。所以2018年整个板块出现了比较明显的下跌。

但2019年光伏行业ROE整体来讲会往上走，尤其是硅料硅片这种制造业环节。首先全球需求相比2018年会提升，那么净利率会回升，周转率会提升。这样算下来，ROE也在提升，PB即估值水平选择的参考指标是再融资。而2019年龙头公司可能要配股，但配股的比例应该不是很高，所以我认为再融资虽然有一定影响，但影响比较小。

所以，2019年到2020年是从情景二到情景一的转变过程中，向最好的状态过渡。按照这个方法来投资，可以抛开很多跟投资没有直接关系的扰动因素，分清影响行业的主次因素，抓住主要矛盾，基本上可以判断大的趋势性变化。因此，我们给予这个时期的板块推荐评级。

之前因为周期性波动，光伏创造的自由现金流不稳定，从5-10年周期看，创造的自由现金流很少甚至为负。而在平

价上网之后，很多光伏制造业的龙头公司是可以提供自由现金流，从市场上挣的钱可以完全覆盖资本开支及其他的一些支出，最后给股东创造稳定的自由现金流，这其实就是买股票追求的一个好结果，是股票的真正价值来源。这对投资来说是很好的事情，可以比较好地做价值投资，会慢慢地摆脱之前的周期性思维。

所以，现在的光伏股正在从周期向成长转变。

记者：那周期的影响还有多大？

苏晨：很难量化。短期股价波动肯定会体现周期的影响，包括人心的变化，但中长期看周期影响会越来越小。以后光伏企业的估值或会在一个稳定的水平，EPS每年高增长，投资者就去赚收益的钱。接下来光伏行业投资者最需要去做的事情是把更多精力放在跟踪优秀的公司并陪伴其成长。

当然，在周期向成长过渡阶段，不排除戴维斯双击的情况，即业绩增长的同时估值也在提升，这也是合理的。

10倍光伏大牛何处寻？

记者：纵观中国光伏产业发展史，各时段龙头企业基本上是各领风骚三五年。为什么会这样？

苏晨：是的，但这是以前的状况，也就是咱们刚刚讨论的PB和ROE的问题，这是周期性问题，因为整个产业链的需求出现大幅波动，由此带来的影响也比较大。现在行业慢慢向成长过渡，格局会越来越清晰和稳定，如第一梯队的硅料硅片及电池组件公司都开始进入稳定期。

记者：那以后会不会出现颠覆性的技术，把现有的产业格局颠覆掉？

苏晨：突然出现一个黑科技把现在所有产业链颠覆，这种可能性很小。以前薄膜电池和晶硅一起发展，但现在晶硅的占有率处于绝对主导地位，这与它的转化效率、综合成本下降、下降速度、下降的位置都有关系。

记者：近十年来，资本市场中诞生了三只10倍以上的光伏大牛股，分别在A股、港股和美股。这三只大牛股背后的逻辑是什么？

苏晨：无论在哪上市，背景都一样，即中国和全球光伏产业爆发期的到来，在各自的细分领域成为老大。比如港股那只10倍股，当时在多晶硅料和多晶硅片的产业链上保持老大的地位，A股那只10倍股在单晶硅片领域的龙头地位也是有目共睹，美股那只虽是后起之秀，但一直在整个产业链特别是电池组件方面做得比较优秀。

在爆发成长的行业中走出一批优秀的龙头公司，并诞生几只10倍以上的大牛股很正常。这就是新能源行业的魅力所在，它成长性爆发性比较强，而早期光伏行业的周期性波动，恰恰又给投资者带来一个很便宜的价格，周期低点时，很多龙头公司估值和业绩都处于一个极其低洼的状态，这种股票爆发性很强，而且接下来会有戴维斯双击。

记者：那光伏产业链未来还会不会继续诞生10倍大牛股？

苏晨：肯定有且会不断涌现，但需要投资者陪伴它成长，有一些细分子行业的龙头慢慢成长成真正的稳健型成长股，会慢慢走出来。

现在来看，很多细分领域都有机会，后面我们会持续跟踪，现在就做定论十年后回看也不一定准，因为中间也有可能会出现变化。而这种行业的魅力就在于它的需求始终会有一个快速增长，而需求快速增长的行业一定会涌现一些机会，就看怎么去挖掘了。

记者：现在光伏产业链中竞争格局最好、毛利率最高的应该是硅料，硅料这种比较好的竞争格局能够延续多长时间？

苏晨：从竞争格局来看，硅料龙头的市占率这两年的提升比较明显。

硅料厂经历了两个阶段，一是国产替代，二是有能力、有技术、有工艺、有资金实力的企业，不断提高自己的国内及全球市占率。在两个阶段叠加的过程中，有一些公司会慢慢走出来，首先成为国内的一线龙头，继而又成为全球的一线龙头。从长期来看，未来硅料的进步空间还是能够看到的，因为现在只是太阳能级硅料，以后可能精度越来越高

，应用领域会越来越广。

原文地址：<http://www.china-nengyuan.com/news/134932.html>