

【要点】

◇新能源股票估值泡沫蕴含系统性风险。2008年年底以来，新能源板块在流动性推动及政策刺激的双重作用下大幅上涨，相对底部涨幅达120%，超出同期上证指数涨幅59个百分点。目前光伏、风电、核电的板块滚动市盈率分别为89.75、55倍，2009年动态市盈率分别为52.45、34倍，部分个股如拓日新能的2009年动态市盈率高达90倍。政策及题材对股价的号召力逐步递减。在经历了“四万亿投资拉动行情”、“七大产业振兴规划行情”之后，市场对政策的前瞻性极大提升，目前尚未正式出台的“新能源振兴规划”、“节能环保行业振兴规划”、“低碳经济振兴规划”已被广为流传。人气和政策作为新能源此轮行情的重要推动力量，对A股参与者的号召力正逐渐减弱。当市场从狂热冷静下来，价值终将回归，新能源个股的盈利能力将被重新审视。

◇太阳能电池行业增量不增收。目前多晶硅市价最低已跌至60~80美元/公斤，仅为2008年均价300美元/公斤的24%。2009年底多晶硅行业又将迎来一轮新增产能投产，2010年的多晶硅价格可能看低至国内平均成本45~50美元/公斤。在上游原材料价格下跌的同时，电池片价格同样延续下跌态势，目前组件报价约为2美元/瓦，相对2008年高点下跌40%。虽然二季度以来全球光伏市场相对一季度明显回暖，且2009年的出货量预计将在欧美金融市场恢复信货后仍维持正增长，但产品价格的下跌抵消了出货量的增加，2009年的行业收入预计同比下降20~30%，且利润向龙头公司略有集中。

◇风电设备制造业洗牌渐行渐近。在成本降低及政策推动下，中国风电行业规模迅速扩张。与此同时，产业混战日趋激烈，风电制造业正进入全面竞争阶段。由于政策大力扶持，我们毫不怀疑风电制造业仍处于成长阶段，但制造领域产能过剩所导致的市场化洗牌渐行渐近，预计风机制造业的整体毛利率将持续走低，直至洗牌结束后形成寡头垄断格局。

◇新能源个股面临大幅回调风险。估值水平下降和盈利预测调低将压低股价，建议回避。

太阳能电池
增量不增收

2008年四季度以来，受欧美信贷冻结导致需求不振的影响，国内光伏企业出货量急剧下降，电池组件价格迅速下跌。同时，多晶硅价格自2008年四季度以来跳水，导致光伏电池企业计提大量存货跌价准备。2009年以来，价格下跌的趋势延续，多晶硅从年初的150美元/公斤跌至目前约70美元/公斤，电池片价格继续从年初约2.5美元/瓦下跌至最近约1.6美元/瓦。

多晶硅企业的单季盈利急剧下滑。国内首家千吨级多晶硅生产商新光硅业2008年三季度单季盈利3.6亿元，而四季度盈利急剧下滑至0.98亿元。

下游太阳能电池厂商在产品价格大幅下跌和原材料同步下跌的夹缝中求生存。国内电池领军企业无锡尚德2008年四季度单季毛利率仅0.6%，单季亏损6590万美元(-0.42\$/Ads)；至2009年一季度单季毛利率回升至17.8%，单季盈利180万美元(0.01\$/Ads)。天威英利2008年四季度单季毛利率13.2%，净利润1470万美元；2009年一季度单季毛利率回升至15.3%，单季净利润2070万美元。

自2009年二季度以来，全球光伏行业回暖明显，国内光伏企业出货量明显增加。由于欧美信贷恢复融资供能，电池组件价格下跌之后催生的潜在需求喷薄而出，预计2009年出货量仍将维持正增长。从具体企业来看，无锡尚德2009年的预计出货量为600~700MW，相对2008年的497.5MW同比增加20~40%；天威英利2009年预计出货量为450~500MW，相对2008年281.5MW同比增加60~78%。不过，由于电池片价格下跌约40%，出货量须同比增加60%才能抵消收入的减少。总体上，我们预计2009年国内太阳能电池行业出货量将增加20%，但主营收入将减少30%——增量不增收。

在买方市场格局下，有质量和声誉的龙头企业市场份额将提升。利润方面，预计无锡尚德2009~2010年每股收益为0.3和0.7美元；英利绿色能源2009~2010年每股收益分别为0.5和1.1美元（贡献天威保变1.7亿、3.7亿元投资收益）。

□长城证券 周涛 宁子夏 徐超

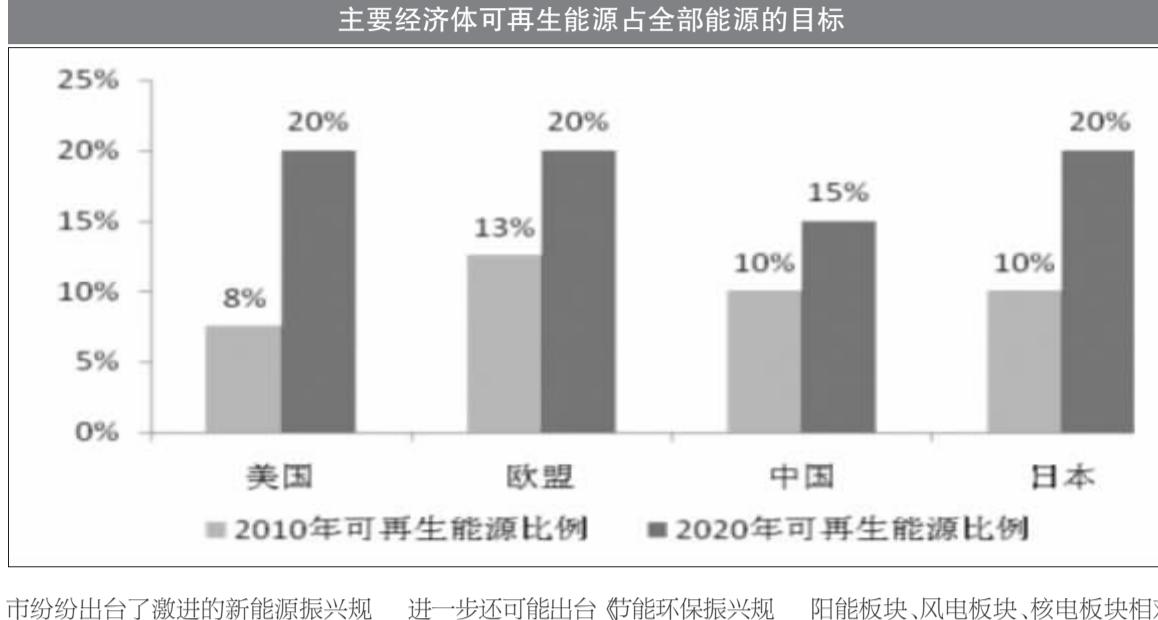
考虑到新能源振兴规划尚未推出，但其内容早已妇孺皆知，且板块估值压力渐显，我们下调新能源行业评级至“中性”。我们认为，目前时点，新能源泡沫继续疯狂的可能性较小，提醒投资者注意泡沫破灭带来的股价下挫风险。

提升至战略高度

在能源危机、金融危机以及环境危机的影响下，世界各国政府相继出台了针对新能源的扶持政策以及远景规划，拟通过发展新能源拉动经济和就业，并力求在中长期摆脱对化石能源的依赖。

自2009年以来，我国政府对于新能源（特别是太阳能）的态度发生了积极变化，从之前的“积极引导”提升为“战略高度重视”。3月26日，财政部城乡建设部联合出台“太阳能屋顶计划”；3月21日，发改委主导的敦煌并网光伏10MW发电项目曝出0.69元低电价并于近期定调1.09元；至5月份以来，《新能源产业振兴规划》开始酝酿出台，而后续还可能有《节能环保产业振兴规划》、《低碳经济产业振兴规划》等。

展望2009年下半年的新能源政策，主要包括国内和国际两条主线。国内是围绕着《新能源产业振兴规划》，相关的配套规章将陆续公布，地方政府的振兴规划实施细则也会随后推进，



市纷纷出台了激进的新能源振兴规划。江苏规划至2011年将太阳能电池产能扩张至10GW(1000万千瓦)，湖南和江西也分别计划在未来2~3年打造千亿规模的光伏产业。相较而言，青海、宁夏、内蒙古等资源大省更侧重新能源的应用。

展望2009年下半年的新能源政策，主要包括国内和国际两条主线。国内是围绕着《新能源产业振兴规划》，相关的配套规章将陆续公布，地方政府的振兴规划实施细则也会随后推进，

进一步还可能出台《节能环保振兴规划》、《低碳经济振兴规划》。国际政策主线主要围绕着2009年全球气候谈判的一系列磋商和谈判，以及在争论中不断推进的美国ACES法案。

估值水平偏高

自2008年1664点大底以来，新能源板块涨幅高达129%，远超同期上证指数涨幅(+70%)和深圳成指涨幅(+94%)，仅次于有色、地产、综合类指数。新能源的核心子板块太

阳能板、风电板、核电板相对底部的涨幅分别为176%、167%、201%。目前新能源板块的平均滚动市盈率PE(TTM)为73倍，2009年动态市盈率为44倍。部分新能源龙头股票的2009年动态市盈率高达50~100倍，估值压力明显。

政策边际效应递减

新能源行业本身目前挑战大于机遇，合理引导此轮资本市场泡沫是关键！企业需要注重技术研发（或跟

进和商业模式的创新，而不是盲目扩产能；政府需要注重建立和完善游戏规则，搭建更开放的资本、科技、资讯平台，而不要借有形的行政之手参与指挥市场。新能源作为新兴行业，技术更新非常快，行业发展日新月异。在新能源领域，市场竞争在推动行业发展方面起到更重要的作用。

资本市场方面，在经历了2009年上半年的狂热之后，未来政策对股价刺激的边际效应呈现递减态势。A股市场在经历了4万亿投资、新增天量信贷、十大产业振兴规划等系列利好之后，已开始出现利好疲惫症。利多出尽是利空，这将影响后续出台的新能源振兴规划对市场的提振力度。

当人气和政策退居其次时，上市公司的业绩和估值将更受关注。恰恰新能源上市公司的利润并不乐观，多晶硅、电池片价格大幅回落，风机制造毛利呈下降趋势。

而一系列新能源振兴规划不仅不会带给上市公司如预期中的业绩增长，相反部分区域性振兴规划致力于上马更大的产能，这意味着投资新能源的总体边际收益率呈下降趋势。新能源板块大幅调整不可避免。我们建议投资者静待新能源个股泡沫破灭，放弃可能的反弹利润，远离风险。

技术更新快 下游整合忙
——太阳能产业技术与商业模式之变

金融危机的爆发挤去了光伏产品的高价泡沫，实际上有利于行业的长远健康发展。2008年的卖方市场下，只要能生产出产品就不愁卖，企业没有千方百计压缩成本改进工艺的动力。而2009年的买方市场直接促进了产品质量的提升，促进了企业苦练内功，促进了行业淘汰洗牌。目前太阳能行业正在两个方向发生深刻的变化：技术方面突飞猛进，商业模式上向下游延伸。

技术方面，晶体硅电池的转化效率继续以每年一个百分点的速度递增。截至2009年4月，全球CSP的在建项目已达到1.2GW，另有13.9GW项目工程到2014年之前会宣布开工（代表企业为esolar）。薄膜和聚光之外，其他一些新兴技术也可能对整个光伏产业带来挑战，如Innolight的纳米硅墨水技术路线。此外，太阳能追踪系统因为能够提升发电比例约30%，也越来越受到业内的重视（代表企业RayTracker）。

总体而言，由于太阳能发电领域的相关技术日新月异，盲目投资低转化效率电池产业，蕴含着极大的风险。

现有的国内部分太阳能电池生产商存在几年以后被淘汰的风险。

我国政府在出台相关太阳能扶持政策时，有必要重视这一点。高转化率的晶体硅电池、高转化率的薄膜电池是发展趋势；同时聚光热在并网光伏发电方面的竞争力不容忽视。除成本以外，该技术路线可以和生物质、天然气发电互为补充，做到连续稳定供电。

金融危机给太阳能行业还带来了商业模式之变。在2008年初的卖方市场格局下，业内“拥硅者为王”，向下游发展多晶硅是业内企业的首选。时过境迁，多晶硅在未来的2~3年的供给将非常充裕，而金融危机冲击下的产品销售成为企业面临的最大问题，这推动了太阳能电池行业向下游整合。目前整个产业链有从目前卖电池向零开始。太阳能电池及组件制造商目前充当了国内太阳能项目安装、运营的主角，其产业链也正逐步从制造业向下游安装、服务、乃至运营延伸。

金融危机给太阳能行业还带来了商业模式之变。在2008年初的卖方市场格局下，业内“拥硅者为王”，向下游发展多晶硅是业内企业的首选。时过境迁，多晶硅在未来的2~3年的供给将非常充裕，而金融危机冲击下的产品销售成为企业面临的最大问题，这推动了太阳能电池行业向下游整合。目前整个产业链有从目前卖电池向零开始。太阳能电池及组件制造商目前充当了国内太阳能项目安装、运营的主角，其产业链也正逐步从制造业向下游安装、服务、乃至运营延伸。

金融危机会给太阳能行业还带来了商业模式之变。在2008年初的卖方市场格局下，业内“拥硅者为王”，向下游发展多晶硅是业内企业的首选。时过境迁，多晶硅在未来的2~3年的供给将非常充裕，而金融危机冲击下的产品销售成为企业面临的最大问题，这推动了太阳能电池行业向下游整合。目前整个产业链有从目前卖电池向零开始。太阳能电池及组件制造商目前充当了国内太阳能项目安装、运营的主角，其产业链也正逐步从制造业向下游安装、服务、乃至运营延伸。

金融危机会给太阳能行业还带来了商业模式之变。在2008年初的卖方