

### 太陽能行業-太陽能公司拜訪的重點摘要

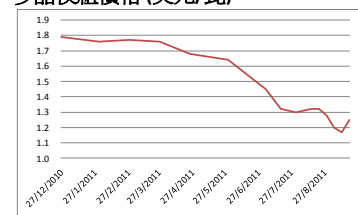
- ❖ **太陽能電池組件價格尚未見底。**上週，我們拜訪了保利協鑫（3800 HK），卡姆丹克太陽能（712 HK），尚德電力（STP US）和天合光能（TSL US）的管理層。我們相信太陽能電池組件價格尚未見底，並預期中游的晶圓，電池和模組行業將出現行業整合。
- ❖ **中游產能顯著供過於求。**2011 年，全球太陽能系統的需求預計將達到 20GW，對比 2010 年的 17GW 上升 17%。雖然德國和意大利的需求轉弱，市場仍然預計 2012 年全球出貨量將健康成長至 22-24GW，動能來自美國、中國和日本的新需求。然而，在中國廠商快速擴張下，2011 年全球電池產能預計將達 40GW。隨著整個行業供過於求明顯，九月底多晶模組價格已下跌至 1.25 美元/瓦，年初至今已下降 29.0%。我們相信模組價格下行壓力將持續並預計今年第三季晶圓、電池和模組製造商的毛利率將下降到個位數。我們預期除非上游多晶矽價格暴跌或行業大幅整合，中游製造商的經營環境將不會得到改善。
- ❖ **上游的多晶矽廠商將面臨價格壓力。**上游多晶矽行業的特色是資本密集，並擁有較高的進入壁壘，廠商多保持超過 30% 的毛利率（成本領導者保利協鑫在 2011 年上半年錄得 38.6% 毛利率）。然而，我們預計 2012 年多晶矽的價格和廠商毛利率都將下降。僅保利協鑫和 OCI（韓國）兩間市場領導廠商已可於 2012 年中以前提升各自的多晶矽產能至 6.5 萬噸和 6.2 萬噸（相當於 22GW 電力）。我們認為 2012 年多晶矽價格將面臨壓力，並預期從目前的 50 美元/公斤下調至 35-40 美元/公斤。基於多晶矽的降價預期，我們相信晶圓/電池製造商的成本壓力將在明年一季開始舒減。
- ❖ **上游成本領導者及明確市場定位者將存活。**基於龐大的閒置生產力消化需時，我們相信太陽能行業股價調整尚未完成。面對即將到來的行業整合，我們認為上游的多晶矽製造商受影響輕微，因為市場是由包括保利協鑫在內的 3 至 4 間具有較強定價能力的企業寡頭壟斷。雖然供應增加將令保利協鑫定價能力受到一定程度的削弱，但我們預計市場份額的擴大將進一步鞏固保利協鑫的市場領導者的地位。在中游晶圓/電池市場，激烈的價格競爭將淘汰二線廠家和過度擴充的製造商。我們相信卡姆丹克太陽能將存活並壯大，因其 1) 擴張謹慎 2) 資產負債表健康和現金充沛 3) 市場地位精準-N 型單晶晶圓產品享有高溢價。

世界太陽能指數



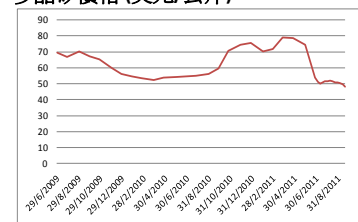
來源：彭博、招銀國際研究部整理

多晶模組價格 (美元/瓦)



來源：彭博、招銀國際研究部整理

多晶矽價格 (美元/公斤)



來源：彭博、招銀國際研究部整理

# 免責聲明及披露

---

## 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

## 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

## 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

## 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。