

中国太阳能行业 (同步大市) — 下游需求回暖

- ❖ **三季度中上游急速冷却，四季度需求回暖。**中国太阳能行业自6月末起需求急速冷却，主要因下半年开始上网电价调整而带来上半年光伏电站抢装潮。抢装潮结束后，三季度光伏下游需求急剧萎缩。光伏中上游产品制造商在需求冷却过程受到了较大冲击，光伏供应链中多数产品价格均录得大幅下跌。所幸近几周开始光伏产品价格呈现企稳信号，我们认为价格企稳指示新增装机需求开始进入市场，这将缓解市场对于需求短缺的忧虑，同时也确认未来装机增长将继续扩张。
- ❖ **竞争力增加提升未来需求增长。**快速下跌的光伏产品价格使光伏项目的开发成本迅速下跌。光伏度电成本(LCOE)平均以每年16.5%的幅度下跌，自2009年292.4美元/兆瓦时已下跌至2015年的99.4美元/兆瓦时。我们估计2016年LCOE还能录得15-20%的降幅，进一步提升光伏电站竞争力，并促进中国以外市场的光伏需求，比如美国受太阳能投资税收抵免刺激，以及光伏新兴市场如印度和南美洲国家等。我们预期这将平顺因中国光伏抢装而带来的需求扭曲。
- ❖ **中国光伏下游政策指引或将趋紧。**自下半年开始，我们观察到光伏下游在项目层面的竞争持续加剧，这种竞争除呈现于5.5吉瓦的领跑者项目以外，更进一步拓展至12.6吉瓦的普通地面电站指标。此外，发改委较早前发布了远高于市场预期的2017年光伏上网电价下调征求意见稿。我们认为这两者均体现了光伏下游市场政策指引将趋紧的信号，其原因因为1)控件项目开发节奏以避免更多的弃光限电，2)与目前已经承压的火电机组进行平衡，以及3)进一步推进光伏平价上网。
- ❖ **首选为开发成本领先的下游企业。**我们认为光伏下游的项目开发将受益于快速下降的中上游产品价格。并且，我们通过测算得知，即便是发改委坚持执行其较为进取的上网电价调整目标，成本领先的下游光伏开发商仍然可以保持较为可观的利润水平。除此以外，我们相信光伏玻璃的产品价格较其它光伏相关中上游产品价格更为独立。因此，在我们的中国太阳能行业跟踪范围中，我们首选协鑫新能源(451 HK, 买入)，并将信义光能(968 HK, 无评级)列入我们的偏好列表。

研究部
research@cmbi.com.hk
(852)-3900-0849

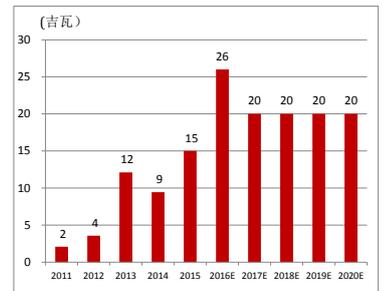
中国太阳能行业

光伏及风电度电成本曲线



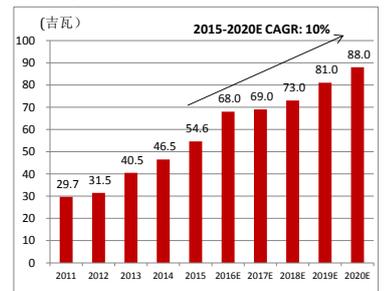
来源: 彭博 BNEF

中国光伏装机需求



来源: 招银国际预测

全球光伏装机需求



来源: 招银国际预测

估值表

公司	代码	供应链位置	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	市盈率		市帳率	
							16E	17E	16E	17E
保利協鑫	3800 HK	上游	1.08	1.45	買入	20,075	7.3	7.1	0.8	0.7
新特能源	1799 HK	上游	5.21	n.a.	無評級	5,444	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
卡姆丹克	712 HK	上游	0.39	n.a.	無評級	595	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
順風光電	1165 HK	中下游	0.92	n.a.	無評級	3,969	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
信義光能	968 HK	中下游	2.91	n.a.	無評級	19,639	9.8	7.7	2.6	2.1
福萊特玻璃	6865 HK	中游	1.70	n.a.	無評級	3,060	5.1	4.8	0.7	0.7
聯合光伏	686 HK	下游	0.69	0.94	買入	3,343	43.3	27.7	1.6	1.5
協鑫新能源	451 HK	下游	0.47	0.60	買入	8,869	18.6	8.3	1.5	1.1
興業太陽能	750 HK	下游	4.13	n.a.	無評級	3,445	5.9	5.7	0.7	0.6
北控清潔能源	1250 HK	下游	0.21	n.a.	無評級	6,575	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均							15.0	10.2	1.3	1.1

来源: 彭博、招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。