

太阳能行业-太阳能公司拜访的重点摘要

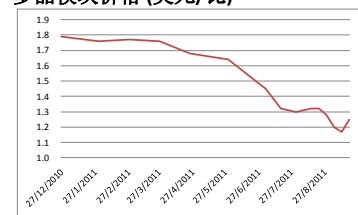
- ❖ **太阳能电池组件价格尚未见底。**上周，我们拜访了保利协鑫（3800 HK），卡姆丹克太阳能（712 HK），尚德电力（STP US）和天合光能（TSL US）的管理层。我们相信太阳能电池组件价格尚未见底，并预期中游的晶圆，电池和模块行业将出现行业整合。
- ❖ **中游产能显著供过于求。**2011 年，全球太阳能系统的需求预计将达到 20GW，对比 2010 年的 17GW 上升 17%。虽然德国和意大利的需求转弱，市场仍然预计 2012 年全球出货量将健康成长至 22-24GW，动能来自美国、中国和日本的新需求。然而，在中国厂商快速扩张下，2011 年全球电池产能预计将达 40GW。随着整个行业供过于求明显，九月底多晶模块价格已下跌至 1.25 美元/瓦，年初至今已下降 29.0%。我们相信模块价格下行压力将持续并预计今年第三季晶圆、电池和模块制造商的毛利率将下降到个位数。我们预期除非上游多晶硅价格暴跌或行业大幅整合，中游制造商的经营环境将不会得到改善。
- ❖ **上游的多晶硅厂商将面临价格压力。**上游多晶硅行业的特色是资本密集，并拥有较高的进入壁垒，厂商多保持超过 30% 的毛利率（成本领导者保利协鑫在 2011 年上半年录得 38.6% 毛利率）。然而，我们预计 2012 年多晶硅的价格和厂商毛利率都将下降。仅保利协鑫和 OCI（韩国）两间市场领导厂商已可于 2012 年中以前提升各自的多晶硅产能至 6.5 万吨和 6.2 万吨（相当于 22GW 电力）。我们认为 2012 年多晶硅价格将面临压力，并预期从目前的 50 美元/公斤下调至 35-40 美元/公斤。基于多晶硅的降价预期，我们相信晶圆/电池制造商的成本压力将在明年一季开始舒减。
- ❖ **上游成本领导者及明确市场定位者将存活。**基于庞大的闲置生产力消化需时，我们相信太阳能行业股价调整尚未完成。面对即将到来的行业整合，我们认为上游的多晶硅制造商受影响轻微，因为市场是由包括保利协鑫在内的 3 至 4 间具有较强定价能力的企业寡头垄断。虽然供应增加将令保利协鑫定价能力受到一定程度的削弱，但我们预计市场份额的扩大将进一步巩固保利协鑫的市场领导者的地位。在中游晶圆/电池市场，激烈的价格竞争将淘汰二线厂家和过度扩充的制造商。我们相信卡姆丹克太阳能将存活并壮大，因其 1) 扩张谨慎 2) 资产负债表健康和现金充沛 3) 市场地位精准-N 型单晶晶圆产品享有高溢价。

世界太阳能指数



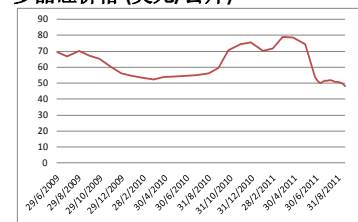
来源：彭博、招银国际研究部整理

多晶模块价格 (美元/瓦)



来源：彭博、招银国际研究部整理

多晶硅价格 (美元/公斤)



来源：彭博、招银国际研究部整理

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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，并可能会受标的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风险。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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人士。