



睿智投資

太陽能行業 - 尚未走出低谷

- ❖ **太陽能產品價格仍然呈下降趨勢。**全球太陽能公司股價在經歷一月和二月的短暫上升後，於三月和四月持續向下。2011年第4季業績欠佳和太陽能產品價格長期疲軟皆影響市場情緒。世界太陽能指數於5月4日達到131.6點，環比下降4.1%，比今年2月9日的年度高位219.0點下降達39.9%。太陽能產品價格仍受產能過剩影響，多晶矽價格4月份下降了9.8%，而同期多晶電池和模組價格亦分別下降了5.9%和1.2%。
 - ❖ **德國2012年光伏在需求將下降。**我們於2月10日的報告“太陽能行業-維持謹慎看法，缺乏基本因素支持”中指出，2012年一月份太陽能公司股價和太陽能產品價格上升皆因德國第四季光伏安裝量遠超市場預期。然而我們同時亦指出年底安裝高峰將不可持續。德國政府已決定大幅削減光伏產業補貼，4月1日已做出一次性的補貼削減達29%，而且由5月至11月將每月再削減1%的補貼。補貼大幅削減將在很大程度上限制光伏裝機量，德國政府打算限制總光伏裝機量至每年3.5GW，比2011年的7.5GW大幅下降。
 - ❖ **成本領導者將成為多晶矽行業的最大贏家。**四月多晶矽價格下降至每公斤24-25美元。大部分多晶矽生產商的成本皆超過每公斤30美元，以目前的價格來看他們都將無法生存。只有全球頭四大廠商包括保利協鑫(3800HK)、Hemlock(美國)、OCI(韓國)和Wacker(德國)，將能夠保持微薄利潤，並擴充產能。保利協鑫、Hemlock、OCI和Wacker分別計劃在2012年擴大41%、49%、20%和23%的多晶矽生產力。保利協鑫的產能在2012年年底將達65,000噸，並成為世界最大的多晶矽生產商。擴產後將產生巨大的規模效應，我們相信保利協鑫將進一步鞏固其行業成本領導者的地位。我們預計多晶矽價格將長期保持在每公斤20-25美元範圍，這將迫使市場上的絕大部分廠商離場，成本領導者如保利協鑫將成為最大的贏家和長期受益者。
 - ❖ **太陽能產品價格不大可能在短期內回升。**德國光伏補貼大減導致需求疲弱，太陽能產品價格仍在尋底。太陽能供應鏈整體的訂單能見度仍然偏低。我們預計太陽能產品的平均售價在2012年下半年將下調5-10%，這只會對供應鏈中的成本領導者有利，因其可以擴大市場份額。我們保持對太陽能類股的短期負面看法。但我們仍看好保利協鑫的長期前景。



來源：彭博、招銀國際研究部整理



來源：彭博、招銀國際研究部整理



來源：彭博、招銀國際研究部整理



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。接收本報告之行為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。