

中國太陽能行業 (同步大市) — 下游需求回暖

- ❖ **三季度中上游急速冷卻，四季度需求回暖。**中國太陽能行業自 6 月末起需求急速冷卻，主要因下半年開始上網電價調整而帶來上半年光伏電站搶裝潮。搶裝潮結束後，三季度光伏下游需求急劇萎縮。光伏中上游產品製造商在需求冷卻過程受到了較大衝擊，光伏供應鏈中多數產品價格均錄得大幅下跌。所幸近幾周開始光伏產品價格呈現企穩信號，我們認為價格企穩指示新增裝機需求開始進入市場，這將緩解市場對於需求短缺的憂慮，同時也確認未來裝機增長將繼續擴張。
- ❖ **競爭力增加提升未來需求增長。**快速下跌的光伏產品價格使光伏項目的開發成本迅速下跌。光伏度電成本 (LCOE) 平均以每年 16.5% 的幅度下跌，自 2009 年 292.4 美元/兆瓦時已下跌至 2015 年的 99.4 美元/兆瓦時。我們估計 2016 年 LCOE 還能錄得 15-20% 的降幅，進一步提升光伏電站競爭力，並促進中國以外市場的光伏需求，比如美國受太陽能投資稅收抵免刺激，以及光伏新興市場如印度和南美洲國家等。我們預期這將平順因中國光伏搶裝而帶來的需求扭曲。
- ❖ **中國光伏下游政策指引或將趨緊。**自下半年開始，我們觀察到光伏下游在項目層面的競爭持續加劇，這種競爭除呈現於 5.5 吉瓦的領跑者項目以外，更進一步拓展至 12.6 吉瓦的普通地面電站指標。此外，發改委較早前發佈了遠高於市場預期的 2017 年光伏上網電價下調徵求意見稿。我們認為這兩者均體現了光伏下游市場政策指引將趨緊的信號，其原因為 1) 控制項目開發節奏以避免更多的棄光限電，2) 與目前已經承壓的火電機組進行平衡，以及 3) 進一步推進光伏平價上網。
- ❖ **首選為開發成本領先的下游企業。**我們認為光伏下游的項目開發將受益於快速下降的中上游產品價格。並且，我們通過測算得知，即便是發改委堅持執行其較為進取的上網電價調整目標，成本領先的下游光伏開發商仍然可以保持較為可觀的利潤水準。除此以外，我們相信光伏玻璃的產品價格較其它光伏相關中上游產品價格更為獨立。因此，在我們的中國太陽能行業跟蹤範圍中，我們首選協鑫新能源 (451 HK, 買入)，並將信義光能 (968 HK, 無評級) 列入我們的偏好列表。

估值表

公司	代碼	供應鏈位置	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

來源: 彭博、招銀國際研究部

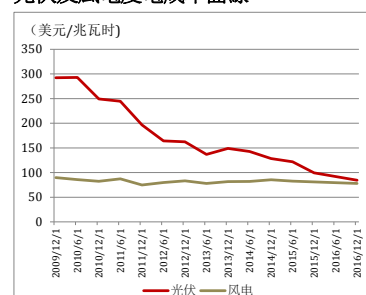
研究部

research@cmbi.com.hk

(852)-3900-0849

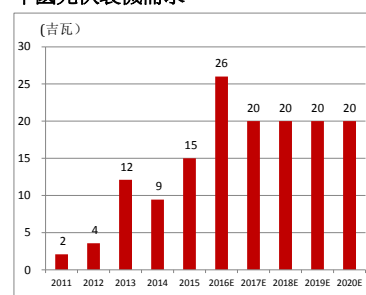
中國太陽能行業

光伏及風電度電成本曲線



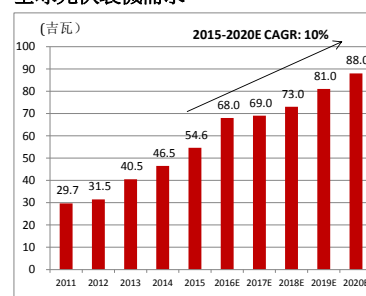
來源: 彭博 BNEF

中國光伏裝機需求



來源: 招銀國際預測

全球光伏裝機需求



來源: 招銀國際預測

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。