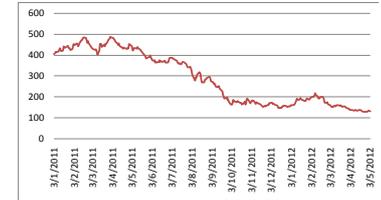


## 太阳能行业 - 尚未走出低谷

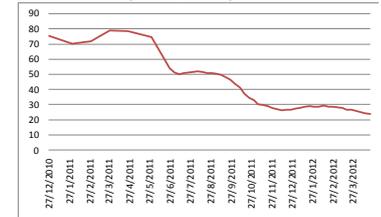
- ❖ **太阳能产品价格仍然呈下降趋势。**全球太阳能公司股价在经历一月和二月的短暂上升后，于三月和四月持续向下。2011年第4季业绩欠佳和太阳能产品价格长期疲软皆影响市场情绪。世界太阳能指数于5月4日达到131.6点，环比下降4.1%，比今年2月9日的年度高位219.0点下降达39.9%。太阳能产品价格仍受产能过剩影响，多晶硅价格4月份下降了9.8%，而同期多晶电池和模块价格亦分别下降了5.9%和1.2%。
- ❖ **德国2012年光伏在需求将下降。**我们于2月10日的报告“太阳能行业-维持谨慎看法，缺乏基本因素支持”中指出，2012年一月份太阳能公司股价和太阳能产品价格上升皆因德国第四季光伏安装量远超市场预期。然而我们同时亦指出年底安装高峰将不可持续。德国政府已决定大幅削减光伏产业补贴，4月1日已做出一次性的补贴削减达29%，而且由5月至11月将每月再削减1%的补贴。补贴大幅削减将在很大程度上限制光伏装机量，德国政府打算限制总光伏装机量至每年3.5GW，比2011年的7.5GW大幅下降。
- ❖ **成本领导者将成为多晶硅行业的最大赢家。**四月多晶硅价格下降至每公斤24-25美元。大部分多晶硅生产商的成本皆超过每公斤30美元，以目前的价格来看他们都将无法生存。只有全球头四大厂商包括保利协鑫（3800 HK）、Hemlock（美国）、OCI（韩国）和Wacker（德国），将能够保持微薄利润，并扩充产能。保利协鑫、Hemlock、OCI和Wacker分别计划在2012年扩大41%、49%、20%和23%的多晶硅生产力。保利协鑫的产能在2012年年底将达65,000吨，并成为世界最大的多晶硅生产商。扩产后将产生巨大的规模效应，我们相信保利协鑫将进一步巩固其行业成本领导者的地位。我们预计多晶硅价格将长期保持在每公斤20-25美元范围，这将迫使市场上的绝大部分厂商离场，成本领导者如保利协鑫将成为最大的赢家和长期受益者。
- ❖ **太阳能产品价格不大可能在短期内回升。**德国光伏补贴大减导致需求疲弱，太阳能产品价格仍在寻底。太阳能供应链整体的订单能见度仍然偏低。我们预计太阳能产品的平均售价在2012年下半年将下调5-10%，这只会对供应链中的成本领导者有利，因其可以扩大市场份额。我们保持对太阳能类股的短期负面看法。但我们仍看好保利协鑫的长期前景。

世界太阳能指数



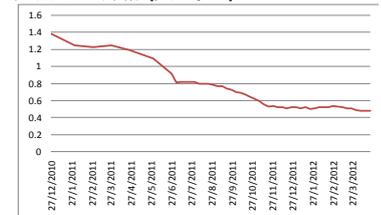
来源：彭博、招银国际研究部整理

多晶硅价格 (美元/公斤)



来源：彭博、招银国际研究部整理

多晶电池价格 (美元/瓦)



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

# 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

本报告期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作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人士。