

今日焦點:

► 中國太陽能產業：上游主導價格反彈，成本傳導仍顯乏力（2025年第29週）

2025年第29週，中國太陽能供應鏈主要環節價格出現同步反彈。根據InfoLink數據，多晶硅價格上漲至42元人民幣/公斤，按周升14%，按月升20%。硅片價格上漲至1.10元人民幣/片，按周升10%，按月升21%。電池片價格攀升至0.27元人民幣/瓦，按周升4%，按月升15。組件價格則持平於0.68元人民幣/瓦，按周及按月均無變化。本輪復甦主要由上游的價格管控努力及政策支持所推動，下游需求依然疲弱。因此，產業鏈的成本傳導能力仍然有限，各環節的盈利能力改善情況不一。

圖 1: 太陽能產業價格

Table: Solar Price Table		2025-07-24	2025-07-17	WoW%	MoM%	YoY%
Polysilicon	Mono grade (Rmb/kg)	42.00	37.00	14%	20%	8%
Wafer	M10-182mm (Rmb/pc)	1.10	1.00	10%	21%	-12%
Mono cell	PERC-M10-182mm (Rmb/w)	0.27	0.26	4%	15%	-1%
Mono module	PERC-M10-182mm (Rmb/w)	0.68	0.68	0%	0%	-12%

上游價格反彈，成本定價機制漸成：多晶硅價格本週再次領漲，市場進入以完全生產成本為基礎的新定價階段。緻密料價格升至50-52元人民幣/公斤，顆粒料跟隨上漲至42-45元人民幣/公斤。隨著低價訂單基本執行完畢，生產商正提高報價，並重新轉向「量價談判」。部分廠商已開始採用「拒接低價單」及「統一報價」等策略，顯示基於成本支撐和政策信號的新定價共識正在形成。

硅片價格趨向政策引導：183N、210RN及210N產品價格分別上漲至1.10、1.25及1.45元人民幣/片。生產商控制庫存以支撐價格，買方開始接受更高價格。銷售情況改善，價格向高端靠攏。隨著利潤回升，部分廠商計劃重啟生產或提升產能。然而，行業仍處於庫存去化的最後階段，長期價格穩定仍有賴於需求復甦。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,667	0.5%	28.0%
中資企業指數	9,257	0.2%	27.0%
紅籌指數	4,334	0.9%	14.6%
滬深300指數	4,149	0.7%	5.4%
上海A股	3,780	0.7%	0.2%
上海B股	267	1.4%	0.2%
深圳A股	2,304	1.2%	12.6%
深圳B股	1,282	0.5%	5.7%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	44,693	-0.7%	5.1%
標普500	6,363	0.1%	8.2%
美國納斯達克指數	21,057	0.2%	9.0%
日經平均指數	41,731	-0.2%	4.6%
英國富時指數	9,138	0.8%	11.8%
法國證券公會指數	7,818	-0.4%	5.9%
德國法蘭克福指數	24,295	0.2%	22.0%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,368	-0.5%	28.5%
銅價 (美元/盎司)	2,172	-1.6%	21.6%
銀價 (美元/盎司)	39	-0.5%	35.4%
原油 (美元/桶)	66	1.2%	-7.7%
鋁價 (美元/盎司)	9,877	-0.4%	12.6%
鉛價 (美元/盎司)	2,647	-0.4%	3.7%
鋅價 (美元/盎司)	1,414	-0.5%	56.5%
鎘價 (美元/盎司)	2,843	-0.6%	-4.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	541	0.2%	-1.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	420	0.8%	-5.0%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,024	0.1%	0.2%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-6.8%
CRB 指數	304	0.2%	3.0%
BDI			112.6%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.0	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.7	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		172.7	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	184.8		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.5	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	-6.8%

中下游：電池片漲幅收窄，組件盈利仍承壓：

電池片：價格持續上漲，183N、210RN及210N價格維持在0.27-0.275元人民幣/瓦。但漲幅已見放緩。此輪上漲主要受硅片成本上升、出口退稅調整及部分緊急海外訂單驅動。專業電池片廠商庫存水平可控，議價能力有所提升。然而，新增需求有限，顯示價格上漲更多源於成本推動，而非真實需求復甦。

組件：定價動能依然疲弱。分佈式市場買家對漲價接受度略高，少量緊急訂單價格甚至觸及0.70元人民幣/瓦，但主流價格仍徘徊在0.68元人民幣/瓦左右。對於大型地面電站項目，價格則穩定在0.64-0.66元人民幣/瓦。儘管頭部企業嘗試統一調價，但內部收益率(IRR)變化、電力政策調整及付款延遲等因素，導致實際成本傳導效果不均。中期來看，新的出口退稅規則可能重塑海外定價結構，且隨著庫存去化及上游成本上升，組件價格或呈上行趨勢。然而，具體時點將極大取決於項目重啟進度及政策推進力度。

我們觀點：近期價格反彈主要由政策驅動，而非強勁市場需求的信號。在監管機構引導行業避免低於成本銷售的情況下，多晶硅及硅片製造商率先實現利潤邊際修復。部分企業現金流改善，基於成本的定價機制正逐步形成。然而，電池片及組件環節仍面臨成本傳導乏力的困境。下游訂單有限，行業整體盈利改善尚未完全兌現。展望未來，兩大關鍵問題仍待解答：1) 行業自律與有效整合：在政府引導下的行業自律及有效整合，將是確保復甦可持續性的關鍵。2) 終端需求實質反彈：如過往太陽能上行週期所見，終端需求的實質性回升仍是需要密切關注的決定性因素。

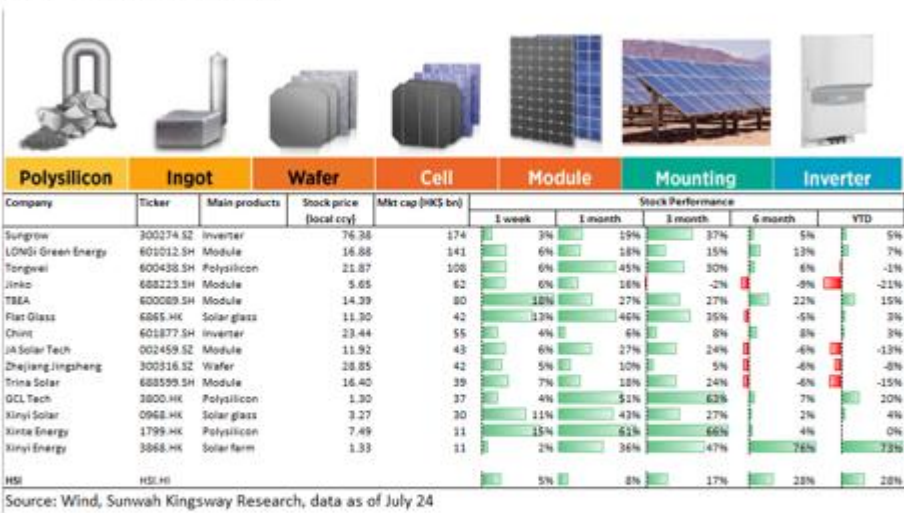
回顧歷史，中國前兩輪主要的太陽能產業上行週期均由強勁需求驅動。政策有助於穩定底部，但不太可能主導復甦。要使當前的反彈成為真正的趨勢，多晶硅價格或需穩定在60,000元人民幣/公噸以上，組件價格則需站穩0.85元人民幣/瓦以上，方能讓整個價值鏈獲得可持續的利潤空間。

鑒於當前環境，我們建議投資者關注具備成本優勢及靈活庫存管理能力的龍頭企業。特別是：

- 多晶硅環節：如協鑫科技 (GCL Technology, 3800.HK, 股價HK\$1.3, 市值HK\$370億)，
- 光伏玻璃環節：如信義光能 (Xinyi Solar, 0968.HK, 股價HK\$3.27, 市值HK\$296.9億)

這些公司可能更受益於供給側改革及更強的價格紀律。(研究部)

圖 2: 上市公司股價表現



Source: Wind, Sunwah Kingsway Research, data as of July 24

圖 3: 太陽能價格追蹤器-多晶矽

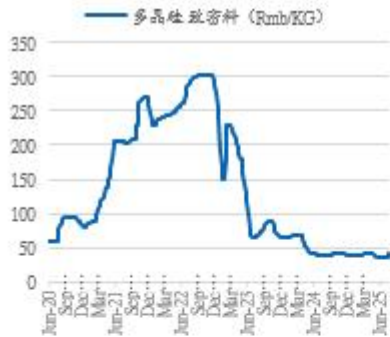


圖 4: 太陽能價格追蹤器-單晶硅

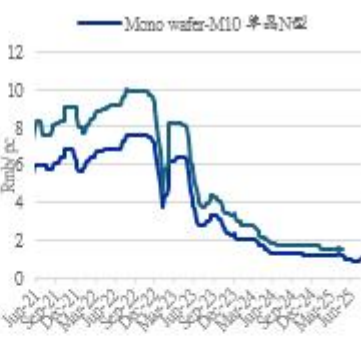


圖 5: 太陽能價格追蹤器-單晶電池

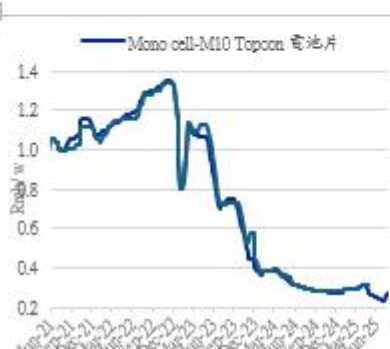
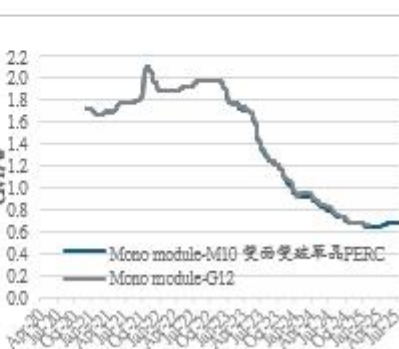
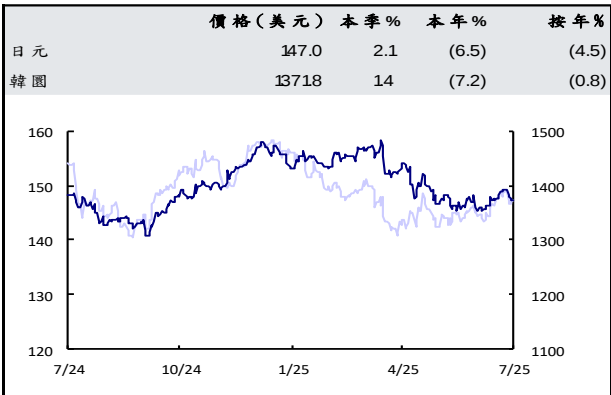
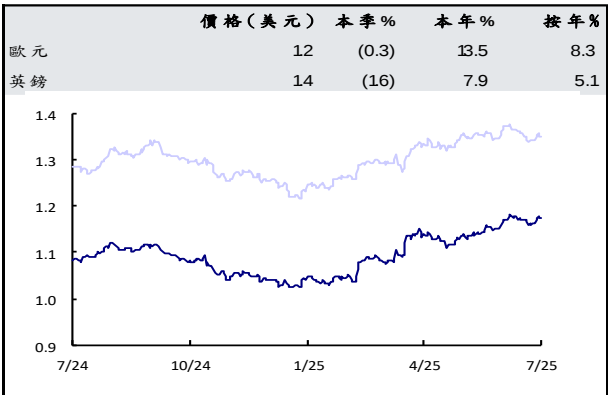
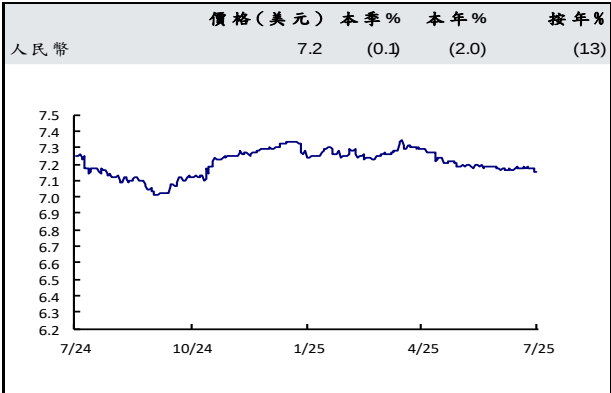
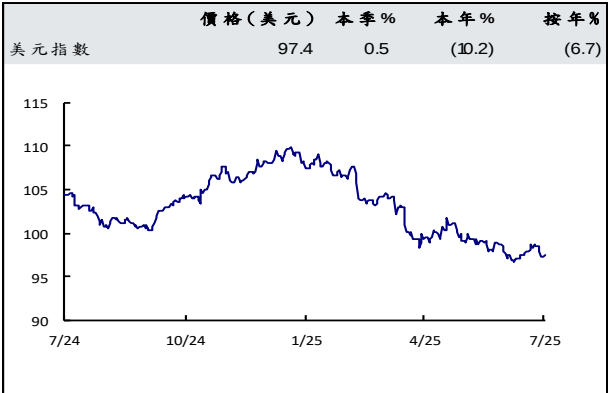
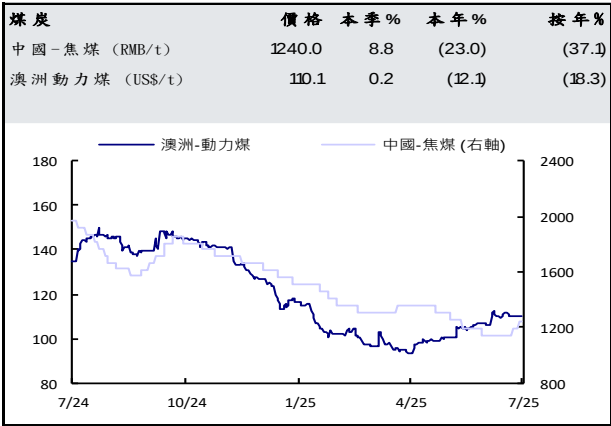
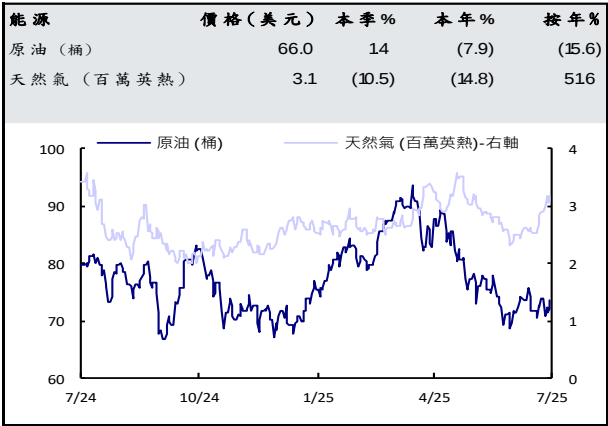
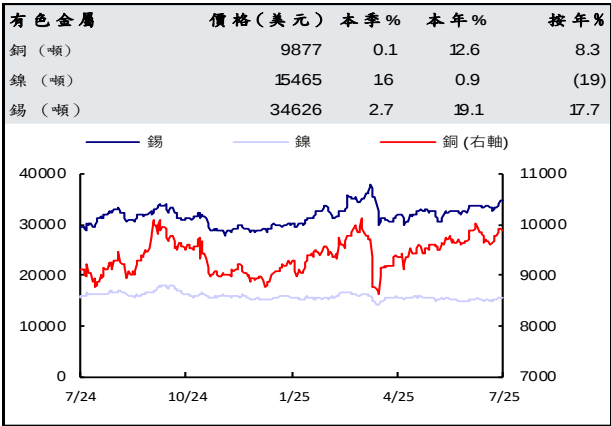
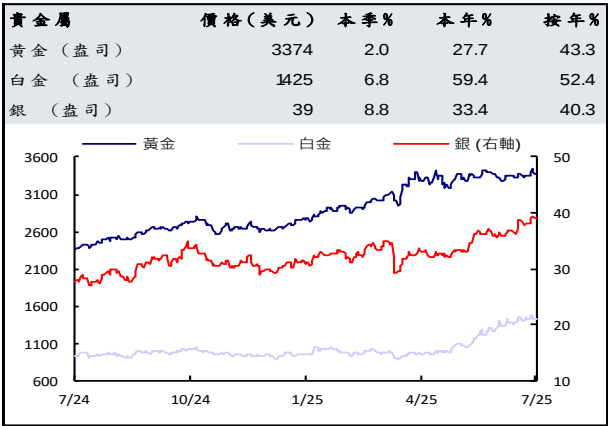


圖 6: 太陽能價格追蹤器-單聲道模組



市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年7月24日
新屋銷售	月		25年7月24日
耐久財訂單	月		25年7月25日
批發庫存	月		25年7月29日
消費者信心指數	月		25年7月29日
國內生產毛額	季		25年7月30日
個人收入與支出	月		25年7月31日
採購經理人指數	月		25年8月1日
就業報告	月		25年8月1日
工廠訂單	月		25年8月4日
貿易收支	月		25年8月5日
消費者物價指數	月		25年8月12日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年7月31日
外匯儲備	季		25年8月7日
貿易收支	月		25年8月7日
M2貨幣供應量	月		25年8月9日
生產者物價指數	月		25年8月9日
消費者物價指數	月		25年8月9日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年7月28日
國內生產毛額	季		25年7月31日
M2貨幣供應量	月		25年7月31日
零售業銷售額	月		25年7月31日
採購經理人指數	月		25年8月5日
外匯儲備	月		25年8月7日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam