

产能释放，市占率提升

华泰研究

2023年2月20日 | 中国香港

公告点评

新能源及动力系统

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.29

研究员 申建国
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员 周敦伟
SAC No. S0570522120001 zhoudunwei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

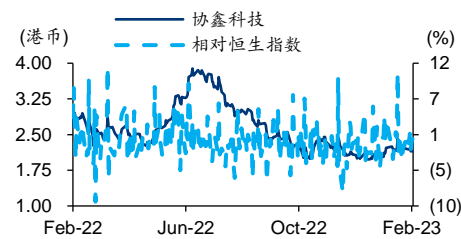
研究员 边文婧
SAC No. S0570518110004 bianwenjing@htsc.com
SFC No. BJSJ399 +(86) 755 8277 6411

联系人 吴柯良
SAC No. S0570122070159 wukeliang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	4.29
收盘价(港币 截至2月17日)	2.15
市值(港币百万)	58,215
6个月平均日成交额(港币百万)	434.92
52周价格范围(港币)	1.93-3.99
BVPS(人民币)	1.33

股价走势图



资料来源: S&P

全球光伏行业持续高景气度，维持“买入”评级

据公司22年年度业绩预告，公司2022年归母净利润不低于155亿元，同比增长不低于204%。考虑到光伏景气度持续超市场预期，我们上调公司22-24年硅料出货量，预计22-24年EPS分别为0.56/0.47/0.47元（前值：0.52/0.40/0.43），可比公司23年Wind一致预期均值为5.10xPE，考虑到公司领先的成本优势，我们给予公司23年8xPE，目标价4.29港元（前值：4.13港币），维持“买入”评级。

硅料产能快速释放，市场占有率加速提升

产能方面，公司颗粒硅徐州、乐山、包头、呼和浩特、乌海等多个生产基地均在建设及陆续投产中。根据公司公告，截至22年底，公司颗粒硅有效产能超过12万吨，其中徐州6万吨、乐山前三个模组合计6万吨均已处于满产状态。据公司公开披露信息，22年公司颗粒硅产品全球市占率超过10%，公司预计2025年将获得30%的市占率。

颗粒硅成本优势明显，产品品质持续提升

相较西门子法，颗粒硅成本优势明显。根据公司公告数据，协鑫颗粒硅晶硅组件对比棒状晶硅组件全产业链生产电耗降低45%，反应转化效率高达90%，远超西门子法转化效率的10%。此外，在低碳方面，根据公司公告，每生产1万吨颗粒硅二氧化碳排放二氧化碳当量仅37公斤。品质方面，公司颗粒硅产品品质持续提升，根据公司公告，截至22Q4，80.29%的颗粒硅产品总金属杂质含量小于3ppbw，品质已实现大幅改善。

钙钛矿产业化步伐加快，CCZ取得突破进展

钙钛矿方面，公司持股的协鑫光电为钙钛矿领军企业。根据协鑫光电披露数据，协鑫光电100MW钙钛矿中试线稳步爬产中，组件面积1m*2m，预计23年量产效率达到18%。此外，在CCZ布局方面，根据公司公告，子公司中能硅业彩虹工程一期100MWCCZ项目达产，首根超长单晶硅棒出炉，棒体长5.1米，重量达600千克，较常规单晶棒延长42%，重量增加50%，产能提升25%，二期300MW也将于2023年达产。

风险提示：新增光伏装机增速低于预期；硅料跌价风险；毛利率下降风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	14,671	19,698	36,453	40,549	47,742
+/-%	(23.78)	34.26	85.06	11.24	17.74
归属母公司净利润(人民币百万)	(952.90)	4,747	15,174	12,679	12,754
+/-%	(53.83)	(598.14)	219.67	(16.44)	0.59
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.05)	0.18	0.56	0.47	0.47
ROE(%)	(4.91)	20.81	45.46	31.26	26.72
PE(倍)	(40.15)	10.03	3.14	3.75	3.73
PB(倍)	2.31	1.64	1.26	1.10	0.91
EV EBITDA(倍)	19.99	7.37	3.01	3.15	2.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值水平对比表（2023年2月17日收盘价计）

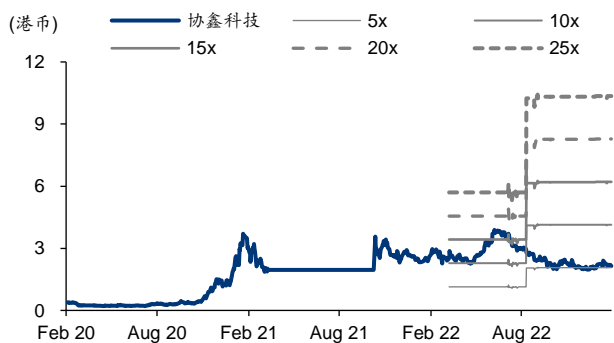
代码	证券简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600438 CH	通威股份	38.84	1.82	6.27	5.02	5.00	24.66	6.20	7.73	7.77
688303 CH	大全能源	47.04	2.97	9.24	7.54	6.60	20.84	5.09	6.24	7.13
1799 HK	新特能源	16.3	3.92	9.63	10.81	7.75	3.41	1.48	1.32	1.84
	平均值	34.06	2.90	8.38	7.79	6.45	16.30	4.26	5.10	5.58
3800 HK	协鑫科技	2.15	0.18	0.56	0.47	0.47	10.03	3.14	3.75	3.73

注1：除了协鑫科技外，盈利预测均采用Wind一致预期

注2：通威、大全收盘价为元，新特、协鑫收盘价为港元

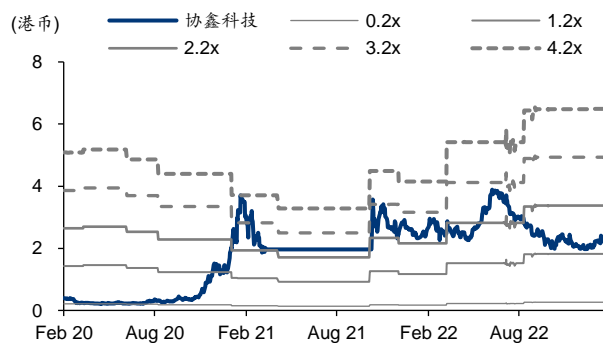
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：协鑫科技 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：协鑫科技 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,671	19,698	36,453	40,549	47,742
销售成本	(10,918)	(12,350)	(19,144)	(20,724)	(25,412)
毛利润	3,753	7,348	17,309	19,825	22,331
销售及分销成本	(93.94)	(98.06)	(145.81)	(162.20)	(190.97)
管理费用	(1,814)	(2,034)	(1,823)	(1,987)	(2,148)
其他收入/支出	(1,032)	(1,385)	1,713	243.30	(811.61)
财务成本净额	(2,929)	(1,793)	(1,255)	(1,130)	(1,130)
应占联营公司利润及亏损	168.01	2,574	3,302	1,562	1,270
税前利润	(1,446)	4,955	19,100	18,352	19,320
税费开支	(110.50)	(591.04)	(2,865)	(2,753)	(2,898)
少数股东损益	(603.39)	(382.95)	1,061	2,920	3,668
净利润	(952.90)	4,747	15,174	12,679	12,754
折旧和摊销	(3,638)	(2,295)	(2,524)	(2,777)	(3,054)
EBITDA	5,122	9,043	22,880	22,258	23,504
EPS (人民币, 基本)	(0.05)	0.18	0.56	0.47	0.47

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	488.63	950.58	1,496	922.16	1,195
应收账款和票据	15,642	14,298	23,775	21,279	15,854
现金及现金等价物	1,710	6,702	1,232	12,526	15,387
其他流动资产	821.72	3,493	4,203	2,556	4,075
总流动资产	27,481	29,815	34,064	37,031	36,312
固定资产	36,160	16,904	21,975	25,052	27,557
无形资产	213.34	179.87	215.84	259.01	310.82
其他长期资产	7,796	7,582	11,635	14,061	16,325
总长期资产	53,022	34,283	42,853	51,424	56,566
总资产	80,503	64,098	76,917	88,455	92,878
应付账款	11,861	12,999	19,972	13,417	10,583
短期借款	26,986	5,523	4,694	5,164	4,647
其他负债	6,904	6,064	2,948	11,548	6,297
总流动负债	44,649	24,217	27,614	30,128	21,527
长期债务	13,472	6,208	5,587	5,867	6,453
其他长期债务	1,991	1,371	1,646	1,810	1,901
总长期负债	15,463	7,579	7,233	7,677	8,354
股本	1,863	2,359	2,359	2,359	2,359
储备/其他项目	14,726	26,667	35,375	41,035	49,714
股东权益	16,589	29,026	37,734	43,394	52,073
少数股东权益	3,802	3,276	4,337	7,256	10,924
总权益	20,391	32,302	42,071	50,650	62,997

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(40.15)	10.03	3.14	3.75	3.73
PB	2.31	1.64	1.26	1.10	0.91
EV EBITDA	19.99	7.37	3.01	3.15	2.80
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.93)	(5.29)	22.90	26.15	32.17

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	5,122	9,043	22,880	22,258	23,504
融资成本	2,929	1,793	1,255	1,130	1,130
营运资本变动	(3,551)	(4,956)	(3,759)	(1,839)	799.33
税费	(110.50)	(591.04)	(2,865)	(2,753)	(2,898)
其他	(2,800)	(3,407)	(8,928)	4,778	(8,781)
经营活动现金流	1,589	1,882	8,583	23,575	13,754
CAPEX	(2,158)	(5,978)	(4,406)	(4,181)	(4,855)
其他投资活动	4,895	6,721	(476.99)	(699.39)	(903.05)
投资活动现金流	2,737	742.87	(4,883)	(4,880)	(5,758)
债务增加量	15,424	9,879	(1,449)	748.78	70.29
权益增加量	333.14	8,862	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(19,915)	(16,321)	(7,721)	(8,149)	(5,205)
融资活动现金流	(4,158)	2,420	(9,171)	(7,400)	(5,135)
现金变动	167.63	5,045	(5,471)	11,294	2,861
年初现金	1,548	1,710	6,702	1,232	12,526
汇率波动影响	41.95	(76.64)	(76.64)	(76.64)	(76.64)
年末现金	1,710	6,702	1,232	12,526	15,387

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	(23.78)	34.26	85.06	11.24	17.74
毛利润	(19.79)	95.79	135.57	14.54	12.64
营业利润	(25.43)	217.31	308.51	5.08	7.03
净利润	(53.83)	(598.14)	219.67	(16.44)	0.59
EPS	(56.67)	(488.99)	219.67	(16.44)	0.59
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	25.58	37.30	47.48	48.89	46.77
EBITDA	34.91	45.91	62.76	54.89	49.23
净利润率	(6.49)	24.10	41.63	31.27	26.71
ROE	(4.91)	20.81	45.46	31.26	26.72
ROA	(1.05)	6.57	21.52	15.33	14.07
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	233.58	17.32	23.98	(3.45)	(8.23)
流动比率	0.62	1.23	1.23	1.23	1.69
速动比率	0.60	1.19	1.18	1.20	1.63
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.16	0.27	0.52	0.49	0.53
应收账款周转天数	351.37	273.59	188.00	200.00	140.00
应付账款周转天数	432.30	362.31	310.00	290.00	170.00
存货周转天数	20.44	20.98	23.00	21.00	15.00
现金转换周期	(60.49)	(67.74)	(99.00)	(69.00)	(15.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.05)	0.18	0.56	0.47	0.47
每股净资产	0.78	1.07	1.39	1.60	1.92

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、周敦伟、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新特能源（1799 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、周敦伟、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 协鑫科技（3800 HK）、通威股份（600438 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 协鑫科技（3800 HK）、通威股份（600438 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 新特能源（1799 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司