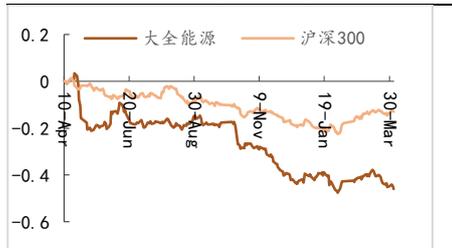


评级： 买入

董海军  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522090001  
donghaijun@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1712

张星梅  
研究助理  
zhangxingmei@sczq.com.cn  
电话：010-81152658

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	32.96
一年内最高/最低价 (元)	68.00/32.62
市盈率 (当前)	15.83
市净率 (当前)	3.83
总股本 (亿股)	75.82
总市值 (亿元)	2,498.87

资料来源：聚源数据

相关研究

- 硅料出货稳步上升，N 型硅料品质优异
- 产能扩张成本优势显著，库存改善产销稳步增长

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年度报告，2023 年公司实现营业收入 163.29 亿元，同比下降 47.22%。实现归母净利润 57.63 亿元，同比下降 69.86%。实现扣非后归母净利润 57.76 亿元，同比下降 69.84%。其中，2023 年四季度营收 34.51 亿元，同比下降 44.90%，归母净利润 6.48 亿元，同比下降 83.95%，扣非后归母净利润 9.34 亿元，同比下降 76.88%。公司营收和利润的减少主要是因为主营产品多晶硅价格下降所致，2023 年，多晶硅新增产能陆续释放，供给量大幅增加，导致多晶硅价格快速回落，公司营收和利润双双下滑。
- **产销维持高位，Q4 盈利能力改善。**公司 2023Q4 实现多晶硅产量 6.10 万吨，销量 5.99 万吨，产销维持高位。公司 Q4 多晶硅价格 5.74 万/吨，环比提高 3.21%。从盈利上来看，公司四季度盈利能力较三季度有所修复，四季度销售毛利率达到 19.70%，扣非后销售净利率达到 27.07%，分别较三季度提升 4.76pct、15.34pct，在硅料价格下跌的市场行情中，公司盈利情况仍有改善。
- **产能稳步释放，布局工业硅提升保供能力。**公司包头一期 10 万吨多晶硅产能已经达产，目前产能 20.5 吨/年。包头二期 10 万吨产能预计 2024Q2 投产，届时多晶硅产能将达到 30.5 吨/年。公司布局工业硅，有效提升保供能力，目前其他募投项目中，年产 1000 吨半导体多晶硅项目已于 2023Q2 建成投产，年产 10 万吨高纯硅基材料项目正在建设中。
- **技术水平持续提升，N 型硅料快速放量。**2023 年公司实施多项降本增效措施，效果显著，多晶硅单位现金成本从 2022 年 53.06 元/公斤降至 42.70 元/公斤，降幅 19.53%。2023 年公司 N 型硅料销量 5.32 万吨，其中 12 月 N 型硅料销售占比 59.11%。公司提前布局 N 型技术，因此在本轮产品迭代中公司的 N 型硅料快速放量，占比持续提升。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.2/34.7/40.6 亿元，每股收益分别为 1.32/1.62/1.89 元，对应 PE 分别为 19.6/15.9/13.6 倍。我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**供需失衡使多晶硅价格进一步下跌；原材料价格上涨致毛利率下滑。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	163.3	156.3	175.4	181.1
营收增速 (%)	-47.2	-4.3	12.2	3.2
净利润 (亿元)	57.9	28.2	34.7	40.6
净利润增速 (%)	-69.8	-51.2	23.1	16.8
EPS(元/股)	2.70	1.32	1.62	1.89
PE	9.6	19.6	15.9	13.6

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23374	29724	33791	37924	经营活动现金流	8741	4232	4318	4916
现金	19629	25772	29407	33479	净利润	5787	2821	3474	4059
应收账款	0	0	0	0	折旧摊销	1058	1487	1377	1275
其它应收款	293	280	315	325	财务费用	88	-226	-274	-314
预付账款	102	124	136	134	投资损失	0	-20	-20	-20
存货	1336	1620	1770	1753	营运资金变动	1817	188	-238	-83
其他	2002	1916	2151	2220	其它	-8	-19	0	-1
非流动资产	27322	25936	24661	23492	投资活动现金流	-5090	-81	-81	-86
长期投资	4	4	4	4	资本支出	5219	100	100	105
固定资产	17856	16602	15443	14371	长期投资	0	0	0	0
无形资产	1083	975	878	795	其他	129	19	19	19
其他	1441	1441	1441	1441	筹资活动现金流	-7746	1991	-603	-758
资产总计	50695	55660	58452	61416	短期借款	0	0	0	0
流动负债	5875	6332	6527	6504	长期借款	0	50	-30	-30
短期借款	0	0	0	0	其他	1705	1716	-846	-1042
应付账款	661	807	881	873	现金净增加额	-4095	6143	3635	4072
其他	0	0	0	0					
非流动负债	941	911	881	851	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	-30	-60	-90	成长能力				
其他	937	937	937	937	营业收入	-47.2%	-4.3%	12.2%	3.2%
负债合计	6816	7243	7408	7355	营业利润	-69.3%	-50.1%	22.9%	16.7%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-69.8%	-51.2%	23.1%	16.8%
归属母公司股东权益	43879	48417	51044	54061	获利能力				
负债和股东权益	50695	55660	58452	61416	毛利率	40.3%	24.0%	26.0%	29.0%
					净利率	35.4%	18.0%	19.8%	22.4%
					ROE	13.2%	5.8%	6.8%	7.5%
					ROIC	12.4%	5.5%	6.4%	7.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	16329	15632	17544	18106	资产负债率	13.4%	13.0%	12.7%	12.0%
营业成本	9741	11880	12983	12855	净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	174	167	187	193	流动比率	3.98	4.69	5.18	5.83
营业费用	15	14	16	16	速动比率	3.75	4.44	4.91	5.56
研发费用	47	45	51	53	营运能力				
管理费用	332	318	356	368	总资产周转率	0.32	0.28	0.30	0.29
财务费用	-331	-226	-274	-314	应收账款周转率	26.86	1364.12	1474.93	1416.52
资产减值损失	-32	0	0	0	应付账款周转率	11.83	16.19	15.38	14.66
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	608	20	20	20	每股收益	2.70	1.32	1.62	1.89
营业利润	6927	3454	4245	4955	每股经营现金	4.08	1.97	2.01	2.29
营业外收入	1	1	1	1	每股净资产	20.46	22.57	23.80	25.20
营业外支出	34	34	34	34	估值比率				
利润总额	6894	3420	4212	4922	P/E	9.6	19.6	15.9	13.6
所得税	1107	599	738	863	P/B	1.26	1.14	1.08	1.02
净利润	5787	2821	3474	4059					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	5787	2821	3474	4059					
EBITDA	7620	4716	5348	5917					
EPS (元)	2.70	1.32	1.62	1.89					

## 分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>		
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现