

协鑫科技(3800.HK):

颗粒硅成本优势或将助力穿越周期

多晶硅及硅片价格走低拖累业绩增长。公司近期公布 24 年一季度业绩，Q1 公司实现营收 54.7 亿元，归母净利润 0.33 亿元，同比分别下降 51.1%、99.2%。营收与归母净利润下滑主要由于 (1) 24 年一季度多晶硅料市场均价大致在 6-7 万元/吨，较上年同期 15-23 万元/吨的价格大幅下滑约 60%-70%；(2) 公司呼和浩特项目的新增产能正处于爬坡期，预计 24 年下半年全面达产后，整体颗粒硅平均成本仍有进一步降低的空间；(3) 2024 年第一季度的研发费用支出超过 4 亿元；(4) 硅片端业务出现亏损。

颗粒硅市场占有率不断提升。2024 年一季度，公司颗粒硅产量 6.55 万吨，出货量 6.52 万吨 (含内部销售 0.33 万吨)，同比/环比分别增长 120.6%/18.7%。Q1 公司颗粒硅对外平均销售均价 (含税) 为 5.5 万元/吨。截至 2023 年末，公司有效产能达 34 万吨，内蒙古呼和浩特鑫环项目预计将于 24 年下半年全面达产，24 年末公司颗粒硅有效产能有望达 48 万吨。我们预计 24 年公司颗粒硅产量有望达到 40 万吨左右，随着市场对颗粒硅认可度的不断增强，其市场占有率提升至 25% 左右。

颗粒硅成本优势逐步显现，钙钛矿产业化进程加速推进。(1) 二季度以来，多晶硅价格不断走低，我们预计 24 年全年多晶硅料价格大概率维持底部运行态势。公司颗粒硅的全成本将有望低于 5 万元/吨，单吨净利或达 0.5-1 万元左右。(2) 公司钙钛矿单结组件光电转化效率已达到 19%，叠层组件已达 26.3% 的转换效率，兆瓦级钙钛矿示范项目已全面投运，公司钙钛矿产业化进程加速推进。

股份回购/分红计划有利于提振市场信心。公司公告回购/分红计划，在 24-26 三年内将进行不低于 26 亿元的股份回购 (注销) 或分红，此举将有利于提振市场信心，提升公司估值水平，彰显公司发展信心。

盈利预测及估值：我们预计公司 24—26 年多晶硅产量将分别达到 42/50/55 万吨，归母净利润 22 /32.8/42.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.12/ 0.16 元。尽管当前仍处于行业调整期，但我们预计颗粒硅在电耗等方面带来的成本优势将使公司在行业的低谷期表现出较好的盈利能力。维持公司目标价 1.80 港元，对应 25 年 PE 13.9 X，维持“买入”的投资评级。

风险提示：光伏新增装机规模不及预期；多晶硅料价格调整幅度超预期；颗粒硅产能释放不及预期；CCZ 技术研发推广不及预期。

单位: CNY 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33700.48	34908.83	38415.76	41848.93
增长率 (%)	-8.30%	3.59%	10.05%	8.94%
归属于母公司股东利润	2510.08	2200.94	3282.42	4248.45
增长率 (%)	-84.34%	-12.32%	49.14%	29.43%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.08	0.12	0.16
市盈率(P/E)	14.27	16.28	10.92	8.43
市净率(P/B)	0.84	0.80	0.75	0.68

资料来源: 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

香港

新能源

2024 年 5 月 14 日

买入

目标价 (HKD)

1.80

收盘价 (13 May 24)

1.43

上升/下降

25.87%

恒生指数

19115.06

总市值 (HKD 亿)

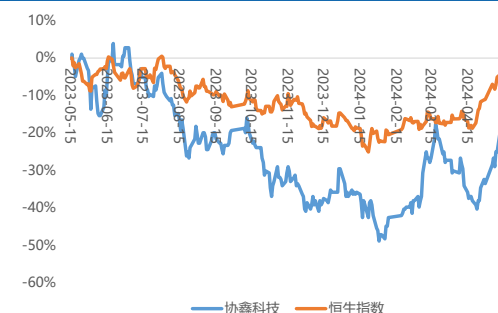
386

52 周最高/最低 (HKD)

1.86/0.89

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部整理

近一年股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部整理

相关研究:

《协鑫科技 (3800.HK) : 颗粒硅市场占有率稳步提升, 回购、分红计划彰显发展信心》

《协鑫科技 (3800.HK) : 行业调整期颗粒硅优势逐步显现》

《协鑫科技 (3800.HK) : 颗粒硅产能快速释放, 品质持续提升》

《协鑫科技 (3800.HK) : 颗粒硅产业化加速推进, 估值有望明显提升》

徐进

SFC CE No.: BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

财务数据

资产负债表

利润表

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9143.3	7272.9	6266.8	7200.6	营业收入	33700.5	34908.8	38415.8	41848.9
应收账款	12230.5	11309.6	12445.8	13558.0	销售成本	22008.3	25987.2	27778.4	29551.3
预付款项、按金及其他 应收款项	1805.6	10926.4	12024.0	13098.6	销售费用	250.9	184.1	202.6	220.7
其他应收款	4703.0	2090.1	2300.1	2505.7	管理费用	2274.0	2562.7	2820.1	3072.1
存货	2884.2	2989.0	3195.0	3398.9	财务费用	417.8	569.5	458.9	459.1
其他流动资产	3924.6	3918.9	4142.4	4361.3	营业利润	8940.3	5019.9	6511.6	7843.9
流动资产总计	34691.3	38506.9	40374.2	44123.2	其他非经营损益	-4638.4	-1985.7	-1985.7	-1985.7
长期股权投资	5936.1	5936.1	5936.1	5936.1	税前利润	4301.9	3034.3	4525.9	5858.3
固定资产	34783.7	35646.8	40007.1	43285.5	所得税	974.8	734.8	1096.5	1419.6
无形资产	1657.9	1402.4	1163.4	915.7	税后利润	3327.1	2299.5	3429.4	4438.7
其他非流动资产	5699.2	5675.7	5626.9	5578.1	归属于非控制股 东利润	817.0	98.5	147.0	190.2
非流动资产合计	48076.9	53222.4	57066.9	60005.4	归属于母公司股 东利润	2510.1	2200.9	3282.4	4248.5
资产总计	82768.2	91729.3	97441.0	104128.5	EBITDA	8035.2	7631.3	9856.7	12008.0
短期借款	5315.9	5365.7	6347.8	7409.6	NOPLAT	8383.3	4716.5	5762.7	6772.0
应付账款	13014.6	13301.5	14218.3	15125.7	EPS(元)	0.09	0.08	0.12	0.16
其他流动负债	3808.4	15499.2	16864.7	18206.0					
流动负债合计	22138.9	34166.3	37430.8	40741.4	主要财务比率				
长期借款	9951.1	9951.1	9951.1	9951.1	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	2360.5	2360.5	2360.5	2360.5	成长能力				
非流动负债合计	12311.5	12311.5	12311.5	12311.5	营收额增长率	-8.30%	3.59%	10.05%	8.94%
负债合计	34450.5	46477.8	49742.3	53053.0	EBIT 增长率	-73.85%	-23.64%	38.32%	26.73%
股本	2344.3	2344.3	2344.3	2344.3	EBITDA 增长率	-60.18%	-5.03%	29.16%	21.83%
储备	40242.7	40242.7	40242.7	40242.7	税后利润增长率	-78.51%	-30.89%	49.14%	29.43%
归属于母公司股东权益	42587.0	44788.0	48070.4	52318.8	盈利能力				
归属于非控制股股 东权益	5730.7	5829.2	5976.2	6166.4	毛利率	34.69%	25.56%	27.69%	29.39%
权益合计	48317.7	50617.2	54046.6	58485.2	净利率	9.87%	6.59%	8.93%	10.61%
负债和权益合计	82768.2	97095.0	103788.9	111538.2	ROE	5.89%	4.91%	6.83%	8.12%
					ROA	3.03%	2.40%	3.37%	4.08%
					ROIC	16.04%	8.40%	10.46%	11.31%
现金流量表					估值倍数				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	14.27	16.28	10.92	8.43
税后经营利润	6766.8	3802.6	4932.5	5941.8	P/S	1.06	1.03	0.93	0.86
折旧与摊销	3315.4	4027.5	4871.9	5690.7	P/B	0.84	0.80	0.75	0.68
财务费用	417.8	569.5	458.9	459.1	EV/EBIT	3.53	3.72	2.99	2.30
其他经营资金	3431.0	6291.6	-591.0	-566.3	EV/EBITDA	2.07	1.76	1.51	1.21
经营性现金净流量	13931.1	14691.2	9672.3	11525.2	EV/NOPLAT	1.99	2.85	2.59	2.15
投资性现金净流量	-11893.0	-10676.1	-10219.5	-10132.3					
筹资性现金净流量	-387.0	-5885.5	-458.9	-459.1					
现金流量净额	13931.1	-1870.4	-1006.1	933.8					

资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance >20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于 -5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于 -5%至 -20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于 -20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于 -5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于 -5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。