

**买入**

2024年05月22日

**有望以颗粒硅成本优势率先走出行业底部**

**► 降价与减值影响业绩:** 2023 年全年收入 337 亿元，同比减少 6.2%，毛利率同比下降 14ppts 至 34.7%，股东净利同比下降 84.7% 至 25.1 亿元；利润端下滑主要因为硅料和硅片价格的大幅下降以及部分项目出表的减值影响等。2024Q1 业绩依然承压，股东利润 0.33 亿元，同比大幅下降。主要是受（1）硅料及硅片均价同比下降影响（Q1 硅料均价（含税）55 元每公斤，同比下降近 70%），硅片业务亏损；（2）近期呼和浩特新产能爬坡影响降本；（3）24Q1 研发费用保持较高影响。公司公布 2024-26 年股东回报方案，计划三年内进行不低于 26 亿元的股份回购或分红。

**► 产能爬坡及工艺稳步提升:** 公司实现颗粒硅产能和产出的大幅增长，截止 2023 年底有效产能达到 34 万吨，较年初提升 20 万吨，实现硅料出货 22.6 万吨，同比增长 141%。2024Q1 颗粒硅出货 6.5 万吨，同比及环比分别提升 120% 及 19%，我们预计 2024 年全年有望实现出货 35 万吨左右。目前颗粒硅浊度水平基本全部降至 120NTU 以内，100NTU 以下产品比例达到 75%，浊度降低预计能有效提升下游客户拉晶单产水平；同时金属杂质控制水平逐步提升，颗粒硅 5 元素总金属杂质小于 0.5ppbw 的产品比例超过 90%（2023Q4 为 75%），18 元素总金属杂质小于 1ppbw 的产品比例超过 60%（2023Q4 为 43%），在下游 N 型市场应用效果处于头部位置。

**► 颗粒硅成本优势进一步提升:** 2023 年底公司颗粒硅平均制造成本较 2022 年底降低 27%，已处于行业最领先水平，2023 年底包头鑫元平均生产成本已低至 35.9 元每公斤。我们预计随着公司新产能的逐步达产、电力保障措施的完善、以及相关洁净材料等辅材瓶颈的改善，公司四大基地产能 2024Q2 后有望维持较高稼动率，整体预计到年底现金成本/全成本有望分别达到 34 元/40 元每公斤以下，相较西门子法工艺头部优质公司的 35 元每公斤的现金成本区间仍有明显优势。

**► 目标价 2 港元，维持买入评级:** 当前硅料价格已接近头部企业现金成本水平，且硅料的供需形势仍未看到实质的改善，价格预计仍将维持低位，短期盈利仍将承压，但随着新产能爬坡完成，公司成本端有望持续优化，季度业绩预计环比改善明显。我们仍看好公司以成本和品质优势穿越行业周期底部的长逻辑。综上考虑我们相应调整公司 2024-2026 年利润预测以反映硅料价格低位盘整和颗粒硅的低成本优势，预计公司 2024-2026 年净利润为 23/38/46 亿元，未来十二个月目标价 2 港元，对应 2024-2026 年 20/12/10 倍预测市盈率，维持买入评级。

**► 风险提示:** 投产和运营进度不及预期，行业供给收缩不及预期

**黄佳杰**
**+ 852-25321599**
**harry.huang@firstshanghai.com.hk**
**陈晓霞**
**+ 852-25321956**
**xx.chen@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	光伏
股价	1.33 港元
目标价	2.00 港元 (+50%)
股票代码	03800
已发行股本	269.21 亿股
总市值	358.05 亿港元
52 周高/低	1.87 港元/0.89 港元
每股净资产	1.74 港元
主要股东	朱共山家族 25.4%

**表 1: 盈利摘要**

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入(百万元人民币)	35,930	33,700	25,497	30,604	35,101
同比变动	113%	-6%	-24%	20%	15%
股东净利润(百万元人民币)	16,394	2,510	2,313	3,848	4,694
同比变动	213%	-85%	-8%	66%	22%
每股收益(元人民币)	0.61	0.09	0.09	0.14	0.18
市盈率(倍, @1.33港元)	2.0	12.6	13.7	8.3	6.8
每股派息(元港币)	0.06	0.00	0.02	0.04	0.05
股息现价比率(%)	4.5%	0.0%	1.8%	3.0%	3.7%
每股净资产	1.70	1.82	1.90	2.06	2.26

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


资料来源: 彭博

## 主要财务报表

损益表 (百万人民币)	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	财务分析	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
总收入	35,930	33,700	25,497	30,604	35,101	毛利率	48.69%	34.70%	18.99%	22.91%	23.64%
毛利润	17,496	11,693	4,842	7,011	8,299	EBITDA率	45%	22%	24%	25%	25%
销售及行政费用	(1,849)	(2,525)	(1,720)	(2,025)	(2,294)	税前利润率	51%	13%	12%	16%	17%
经营利润	14,274	4,112	2,714	4,663	5,825	净利润率	46%	10%	11%	15%	16%
EBITDA	16,230	7,314	6,016	7,776	8,787	净资产收益率	36.05%	6.89%	5.55%	8.21%	9.15%
应占合营/联营企业利润	4,029	191	432	361	304	净负债权益比 %	73%	57%	52%	52%	54%
财务费用	(240)	(418)	(543)	(625)	(807)	应收账款周转天数	242	197	220	209	214
税前利润	18,303	4,302	3,145	5,023	6,129	库存周转天数	51	48	50	50	50
净利润	16,423	3,327	2,799	4,471	5,455	应付账款周转天数	234	169	212	201	198
归属股东净利润	16,394	2,510	2,313	3,848	4,694						
每股收益 (人民币元)	0.61	0.09	0.09	0.14	0.18						
每股派息 (人民币元)	0.05	-	0.03	0.04	0.05						
每股净资产 (人民币元)	1.70	1.82	1.90	2.05	2.25						
现金流量表 (百万人民币)	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	资产负债表 (百万人民币)	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
净利润	15,480	3,327	2,799	4,471	5,455	现金及现金等价物	6,636	6,821	13,937	20,176	26,685
折旧及摊销	1,939	3,109	3,303	3,114	2,962	应收账款	23,842	18,215	15,350	17,483	20,592
营运资金变动	(8,119)	(14,809)	2,139	(524)	(1,350)	库存	2,587	2,884	2,829	3,232	3,671
经营现金流净额	7,869	-3,847	8,352	7,326	7,569	总资产	85,563	82,767	90,592	103,113	118,513
投资活动						应付账款	23,077	15,607	14,826	16,838	19,036
资本性支出	-16,323	-12,733	-6,500	-6,500	-8,000	借贷	13,226	15,267	21,767	28,267	36,267
其他投资活动	80	215	0	0	0	总负债	40,009	34,450	40,168	48,680	58,878
投资现金流净额	-16,548	-10,914	-6,500	-6,500	-8,000	股东权益	45,555	48,318	50,423	54,433	59,634
自由现金流	16,399	10,855	6,213	7,849	8,920	少数股东权益	2,873	5,731	6,217	6,840	7,600
融资活动						总负债及总权益	85,564	82,767	90,591	103,113	118,512
利息	-928	-577	-543	-625	-807						
银行净贷款	9,326	17,628	6,500	6,500	8,000						
其他融资活动	-1	-2,085	-694	-1,154	-1,408						
融资现金流净额	8,397	14,965	5,263	4,720	5,785						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。