

新能源	收盘价 港元 1.42	目标价 港元 1.62↓	潜在涨幅 +14.1%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年6月7日

## 协鑫科技 (3800 HK)

### 颗粒硅折价收窄后周期底部盈利优势凸显，但大涨后估值吸引力有限

⊕ **预期2季度亏损，3季度成本有望下降**：由于多晶硅及硅片价格大跌，我们预计公司短期盈利压力较大，2季度将亏损约2亿元。公司1季度归母净利润仅0.33亿元（人民币，下同），低于我们预期。由于徐州2月因极端天气停电导致洁净材料损坏和短缺，1季度颗粒硅产能利用率降至仅70%左右，产量环比下降3%至6.55万吨（出货量6.52万吨，含内部销售0.33万吨），导致成本环比上升，含税销售均价5.5万元/吨，低于棒状硅企业的6.1-6.5万元/吨，呼和浩特项目爬产阶段成本较高，计提0.5亿元存货减值。1季度硅片业务亏损1亿元（含0.5亿元存货减值）。然而，目前颗粒硅产能利用率已升至80-90%，公司预计3季度开始满产，全成本有望降至4万元/吨以下。另外，公司5月和阿联酋主权基金签订合作协议，探讨在当地合作建厂，有望在今年开工。

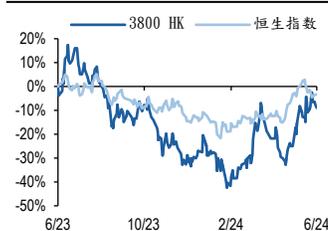
⊕ **近期多晶硅价格暴跌，全行业严重亏损，颗粒硅折价收窄后盈利优势凸显**：由于供给持续增长导致供过于求加剧，3月底以来多晶硅价格大幅下跌，根据Infolink，致密料/颗粒硅单吨价格由6.8/6.1万元跌至目前的4.0/3.7万元（不含税仅3.5/3.3万元），跌破除公司外所有企业的现金成本，但随着品质提高，颗粒硅折价由0.7万元大幅收窄至0.3万元。4月公司与硅片龙头隆基签订长单，约定2024-26年向其销售12.5/15/15万吨颗粒硅，占我们预计公司年产量的37%/32%/31%，我们认为有利公司产能消化，表明颗粒硅品质已得到行业充分认可。随着四川等多晶硅主产区电价大幅上涨，1季度成本最低的棒状硅企业现金成本也升至接近4万元/吨，低电耗的颗粒硅成本优势明显扩大，公司目前现金成本3-3.5万元/吨，我们预计相比同业的单吨毛利优势超0.5万元，在折价收窄后盈利优势凸显。在亏损和库存压力下，5月全国产量已环比下降4%，硅业分会预计6月将环比大幅下降20%，或有望开始去库。我们预计当前行业严重亏损状况难以持续，多晶硅价格已见底，3季度将触底回升。

⊕ **周期底部业绩承压，大涨后估值吸引力有限，下调至中性**：由于产品价格下跌超预期，我们下调盈利预测。周期底部业绩承压，我们基于9.2亿元的每万吨产能市值（相比A股大全能源（688303 CH）折让50%），给予多晶硅业务355亿元估值，参考一级市场和同业上市公司，给予钙钛矿、硅烷气等新业务50亿元估值，合计405亿元，将目标价下调至1.62港元（原1.67港元）。我们看好公司长期发展前景和持续提升市占率，但近期股价大涨后我们认为短期估值吸引力有限，将评级由买入下调至中性。

#### 个股评级

中性↓

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	1.83
52周低位 (港元)	0.90
市值 (百万港元)	37,539.29
日均成交量 (百万)	188.64
年初至今变化 (%)	14.52
200天平均价 (港元)	1.17

资料来源: FactSet

#### 文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3667

#### 郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1810

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	35,930	33,700	22,865	28,221	31,965
同比增长 (%)	113.0	-6.2	-32.2	23.4	13.3
净利润 (百万人民币)	16,394	2,510	236	1,109	3,345
每股盈利 (人民币)	0.60	0.09	0.01	0.04	0.12
同比增长 (%)	212.7	-84.6	-90.6	370.1	201.5
前EPS预测值 (人民币)			0.12	0.15	0.18
调整幅度 (%)			-92.6	-73.2	-29.4
市盈率 (倍)	2.2	14.1	150.4	32.0	10.6
每股账面净值 (人民币)	1.57	1.58	1.59	1.63	1.76
市账率 (倍)	0.84	0.83	0.83	0.81	0.75
股息率 (%)	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 公司多晶硅业务数据预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
出货量(吨)	93,900	226,123	323,700	447,200	466,200
单吨含税销售均价(万元)	24.4	9.5	4.9	4.9	5.5
单吨生产成本(万元)	5.4	4.1	3.7	3.5	3.4
单吨毛利(万元)	16.2	4.3	0.6	0.8	1.5
毛利率(%)	75.0	51.2	14.7	19.3	30.1

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 分部估值

分部	估值基准	估值(人民币亿元)	每股价值(港元)
多晶硅	9.2亿元的每万吨产能市值(相比A股大全能源(688303 CH)折让50%), 38.7万吨的2024年底权益产能	355	1.42
钙钛矿、硅烷气等新兴业务	参考协鑫光电一级市场估值和硅烷气龙头上市公司市值	50	0.20
<b>加总</b>		<b>405</b>	<b>1.62</b>

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 协鑫科技 (3800 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2380 HK	中国电力	买入	3.84	4.75	23.7%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.65	9.03	18.0%	2024年05月28日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.12	2.10	-0.9%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.01	2.00	-0.5%	2024年03月28日	运营商
836 HK	华润电力	买入	23.65	22.70	-4.0%	2024年03月20日	运营商
688390 CH	固德威	买入	97.65	113.50	16.2%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	99.90	124.50	24.6%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	9.06	12.04	32.9%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.42	1.62	14.1%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.66	4.98	6.9%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.71	6.65	41.2%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	15.22	19.50	28.1%	2024年03月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.08	1.16	7.4%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: 交银国际预测, 收盘价截至2024年6月6日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	35,930	33,700	22,865	28,221	31,965
主营业务成本	(18,435)	(22,008)	(20,242)	(23,945)	(24,256)
<b>毛利</b>	<b>17,496</b>	<b>11,692</b>	<b>2,624</b>	<b>4,276</b>	<b>7,709</b>
销售及管理费用	(1,849)	(2,525)	(2,195)	(2,371)	(2,589)
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营净收入/费用	(1,133)	(4,638)	49	(159)	(283)
<b>经营利润</b>	<b>14,513</b>	<b>4,529</b>	<b>478</b>	<b>1,747</b>	<b>4,836</b>
财务成本净额	(240)	(418)	(403)	(369)	(343)
应占联营公司利润及亏损	4,029	191	(24)	(24)	79
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>18,303</b>	<b>4,302</b>	<b>51</b>	<b>1,354</b>	<b>4,572</b>
税费	(1,880)	(975)	(6)	(162)	(549)
非控股权益	(29)	(817)	191	(82)	(678)
<b>净利润</b>	<b>16,394</b>	<b>2,510</b>	<b>236</b>	<b>1,109</b>	<b>3,345</b>
作每股收益计算的净利润	16,394	2,510	236	1,109	3,345

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,636	6,821	6,072	7,183	7,277
应收账款及票据	23,621	17,901	12,146	14,990	16,979
存货	2,587	2,884	2,875	3,404	3,449
其他流动资产	4,727	7,084	7,084	7,084	7,084
<b>总流动资产</b>	<b>37,571</b>	<b>34,691</b>	<b>28,178</b>	<b>32,663</b>	<b>34,789</b>
投资物业	378	365	365	365	365
物业、厂房及设备	26,531	34,784	37,327	35,824	34,153
无形资产	1,722	1,658	1,658	1,658	1,658
合资企业/联营公司投资	15,186	5,936	5,912	5,888	5,967
其他长期资产	4,176	5,334	5,334	5,334	5,334
<b>总长期资产</b>	<b>47,994</b>	<b>48,077</b>	<b>50,596</b>	<b>49,069</b>	<b>47,477</b>
<b>总资产</b>	<b>85,564</b>	<b>82,768</b>	<b>78,774</b>	<b>81,732</b>	<b>82,266</b>
短期贷款	9,524	5,386	3,396	7,155	5,645
应付账款	19,581	14,246	14,246	14,246	14,246
其他短期负债	5,213	2,506	2,457	2,465	2,485
<b>总流动负债</b>	<b>34,318</b>	<b>22,139</b>	<b>20,099</b>	<b>23,866</b>	<b>22,376</b>
长期贷款	3,853	10,027	8,027	6,027	4,027
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,838	2,285	2,285	2,285	2,285
<b>总长期负债</b>	<b>5,691</b>	<b>12,312</b>	<b>10,312</b>	<b>8,312</b>	<b>6,312</b>
<b>总负债</b>	<b>40,010</b>	<b>34,450</b>	<b>30,411</b>	<b>32,178</b>	<b>28,688</b>
股本	2,360	2,344	2,344	2,344	2,344
储备及其他资本项目	40,322	40,243	40,479	41,588	44,934
<b>股东权益</b>	<b>42,682</b>	<b>42,587</b>	<b>42,823</b>	<b>43,932</b>	<b>47,278</b>
非控股权益	2,873	5,731	5,540	5,622	6,300
<b>总权益</b>	<b>45,555</b>	<b>48,318</b>	<b>48,363</b>	<b>49,554</b>	<b>53,578</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	18,303	4,302	51	1,354	4,572
合资企业/联营公司收入调整	(4,029)	(191)	24	24	(79)
折旧及摊销	2,126	3,315	3,707	4,003	4,171
营运资本变动	(8,120)	(14,810)	5,716	(3,366)	(2,014)
利息调整	240	418	403	369	343
税费	(1,191)	(787)	(6)	(162)	(549)
其他经营活动现金流	540	3,905	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,869</b>	<b>(3,848)</b>	<b>9,894</b>	<b>2,221</b>	<b>6,446</b>
资本开支	(15,321)	(12,177)	(6,250)	(2,500)	(2,500)
其他投资活动现金流	(1,225)	1,263	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16,547)</b>	<b>(10,914)</b>	<b>(6,250)</b>	<b>(2,500)</b>	<b>(2,500)</b>
负债净变动	7,602	17,467	(3,991)	1,759	(3,509)
权益净变动	276	1	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	519	(2,503)	(403)	(369)	(343)
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,397</b>	<b>14,965</b>	<b>(4,393)</b>	<b>1,390</b>	<b>(3,852)</b>
汇率收益/损失	191	(18)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>6,726</b>	<b>6,636</b>	<b>6,821</b>	<b>6,072</b>	<b>7,183</b>
<b>年末现金</b>	<b>6,636</b>	<b>6,821</b>	<b>6,072</b>	<b>7,183</b>	<b>7,277</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.605	0.093	0.009	0.041	0.124
全面摊薄每股收益	0.605	0.093	0.009	0.041	0.124
每股股息	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	1.574	1.581	1.590	1.631	1.755
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	48.7	34.7	11.5	15.2	24.1
EBITDA利润率	57.5	23.8	18.2	20.3	28.4
EBIT利润率	51.6	14.0	2.0	6.1	15.4
净利率	45.6	7.4	1.0	3.9	10.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	24.8	5.6	0.6	2.1	6.0
ROE	45.7	5.9	0.6	2.6	7.3
ROIC	46.3	7.8	0.8	2.9	8.1
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	14.8	17.8	11.1	12.1	4.5
利息覆盖率	86.3	19.2	10.3	15.5	26.5
流动比率	1.1	1.6	1.4	1.4	1.6
存货周转天数	35.0	45.4	51.9	47.9	51.6
应收账款周转天数	209.2	224.9	239.8	175.5	182.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。