

颗粒硅优势显著，钙钛矿、硅烷气业务加速进击

2024 年 09 月 02 日

➤ **事件:** 8 月 30 日, 公司发布 2024 年半年报, 根据公告, 24H1 公司实现收入 93.52 亿元, 同比-56.04%, 归母净利润-14.80 亿元, 同比-126.81%, 扣非归母净利润为-14.51 亿元, 同比-127.90%。我们认为公司业绩由盈转亏主要系多晶硅产能阶段性过剩, 竞争加剧导致价格跌至现金成本以下所致。

➤ **硅料产销稳步提升, 成本控制能力强。** 公司 24H1 实现多晶硅产量 13.64 万吨, 同比+22.80%, 销售量 12.64 万吨 (含内部销售 5722 吨), 同比+24.99%, 其中前三大客户出货量分别为 4.98/1.68/1.20 万吨, 客户 CR3 占比达到 62.2%。总体来看, 颗粒硅销量稳步提升, 体现了下游客户对颗粒硅认可度的提升。此外, 公司不断进行成本优化, 硅耗、能耗和生产效率显著提升, 颗粒硅成本持续下降, 根据公司预测, 预计颗粒硅现金成本将降到 30 元/kg 以下。

➤ **金属杂质、浊度含量逐季降低, 产品质量持续提升。** 2024 年以来, 公司颗粒硅品质不断进步, 目前在金属杂质水平控制方面保持行业领先水平。公司颗粒硅基本全面实现 5 元素总金属杂质含量低于 1ppbw; 同时, 5 元素总金属杂质含量 $\leq 0.5\text{ppbw}$ 产品整体比例提升至约 95%, 该产品优于市场 N 型致密复投料的品质标准; 除此, 颗粒硅 18 元素总金属杂质的产品比例由 2023 年 Q4 的 43.0% 提升至 2024 年 6 月的 69.5%, 提升比例近 62%。浊度方面仍在不断持续优化, 颗粒硅已经全部实现浊度 $\leq 120\text{NTU}$, 尤其是浊度低于 100NTU 以下的颗粒硅产品比例提升至 90%, 随着浊度改善, 颗粒硅断线率已经降至和棒状硅相当的水平, 有望为下游客户带来更高价值。

➤ **钙钛矿、硅烷气业务有望带来新增量。** 公司深耕钙钛矿十余载, 在高效率、大面积和长寿命三大难题上取得突破, 到今年年底, 协鑫 GW 级量产线将全线跑通, 锚定 35% - 40% 的长期效率目标。根据协鑫光电公众号, 公司多次打破钙钛矿转换效率世界纪录, 目前叠层组件效率最高可达到 27.34% (2050cm²), 公司钙钛矿产线实现量产后, 或将进一步推动钙钛矿组件的商用化。硅烷气方面, 公司多年来保持 UCC 法高纯硅烷气研发与生产领先, 产能位居全球第一, 后续有望成为公司新的利润增长点。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 24-26 年实现营收 181/337/404 亿元, 净利润为 -23.75/12.37/23.41 亿元, 对应 25-26 年 PE 为 23x/12x。随着光伏行业产能出清, 叠加公司颗粒硅成本持续下降, 在盈利有望修复的同时市占率或将提升, 钙钛矿、硅烷气有望提供新增量, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 上游原材料价格波动、终端需求不及预期、行业竞争加剧、技术发展不及预期等。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,700	18,081	33,690	40,383
增长率(%)	-6.2	-46.3	86.3	19.9
净利润	2,510	-2,375	1,237	2,341
增长率(%)	-84.7	-194.6	152.1	89.1
EPS	0.09	-0.09	0.05	0.09
P/E	11	-	23	12
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价, 汇率 1HKD=0.91MB)

推荐

维持评级

当前价格:

1.16 港元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

1. 协鑫科技 (3800.HK) 动态报告: 颗粒硅渗透率加速提升, 钙钛矿产业化持续突破-2024/04/09
2. 协鑫科技 (3800.HK) 业绩预告点评: 颗粒硅产能快速扩张, 布局钙钛矿着眼未来-2023/02/22

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	34,691	33,242	42,348	51,134
现金及现金等价物	6,821	1,854	3,452	6,565
应收账款及票据	12,054	15,068	18,717	22,435
存货	2,884	2,665	2,886	3,174
其他	12,932	13,655	17,293	18,960
非流动资产合计	48,077	46,534	45,404	43,974
固定资产	34,784	32,284	29,584	26,584
商誉及无形资产	180	1,450	2,720	3,990
其他	13,113	12,800	13,100	13,400
资产合计	82,768	79,775	87,752	95,107
流动负债合计	22,139	22,313	28,640	32,874
短期借贷	5,471	4,471	4,471	4,471
应付账款及票据	7,396	9,328	13,709	15,869
其他	9,273	8,514	10,460	12,535
非流动负债合计	12,312	12,312	12,312	12,312
长期借贷	10,027	10,027	10,027	10,027
其他	2,285	2,285	2,285	2,285
负债合计	34,450	34,624	40,951	45,185
普通股股本	2,344	2,344	2,344	2,344
储备	40,232	37,857	39,094	41,435
归属母公司股东权益	42,587	40,212	41,449	43,790
少数股东权益	5,731	4,939	5,352	6,132
股东权益合计	48,318	45,151	46,801	49,922
负债和股东权益合计	82,768	79,775	87,752	95,107

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3,848	-1,163	4,931	6,145
净利润	2,510	-2,375	1,237	2,341
少数股东权益	817	-792	412	780
折旧摊销	3,315	4,030	4,030	4,030
营运资金变动及其他	-10,490	-2,026	-749	-1,006
投资活动现金流	-10,914	-2,138	-2,689	-2,389
资本支出	-12,224	-2,800	-2,600	-2,300
其他投资	1,311	662	-89	-89
筹资活动现金流	14,965	-1,667	-644	-644
借款增加	2,048	-1,000	0	0
普通股增加	-181	0	0	0
已付股利	-1,440	0	0	0
其他	14,538	-667	-644	-644
现金净增加额	186	-4,968	1,599	3,112

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,700	18,081	33,690	40,383
其他收入	429	500	500	500
营业成本	22,008	18,656	27,418	31,737
销售费用	251	253	455	545
管理费用	2,274	1,175	2,021	2,342
研发费用	1,873	1,175	2,021	2,342
财务费用	178	623	631	621
权益性投资损益	191	-141	211	211
其他损益	-3,434	0	0	0
除税前利润	4,302	-3,442	1,854	3,506
所得税	975	-275	204	386
净利润	3,327	-3,167	1,650	3,121
少数股东损益	817	-792	412	780
归属母公司净利润	2,510	-2,375	1,237	2,341
EBIT	4,480	-2,819	2,485	4,127
EBITDA	7,795	1,211	6,515	8,157
EPS (元)	0.09	-0.09	0.05	0.09

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-6.21	-46.35	86.33	19.87
归属母公司净利润	-84.69	-194.62	152.10	89.15
盈利能力(%)				
毛利率	34.69	-3.18	18.62	21.41
净利率	7.45	-13.13	3.67	5.80
ROE	5.89	-5.91	2.99	5.34
ROIC	5.43	-4.35	3.61	5.70
偿债能力				
资产负债率(%)	41.62	43.40	46.67	47.51
净负债比率(%)	17.96	28.00	23.60	15.89
流动比率	1.57	1.49	1.48	1.56
速动比率	1.26	1.16	1.10	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.22	0.40	0.44
应收账款周转率	2.17	1.33	1.99	1.96
应付账款周转率	2.30	2.23	2.38	2.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	-0.09	0.05	0.09
每股经营现金流	-0.14	-0.04	0.18	0.23
每股净资产	1.58	1.49	1.54	1.63
估值比率				
P/E	11	-	23	12
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.37	34.55	6.42	5.13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026