

买入

2024年09月03日

颗粒硅成本及品质优势有望进一步体现

➤ **降价与减值导致业绩盈转亏：**公司上半年收入同比减少 57.7%至 88.6 亿元人民币（下同），毛利为-5.5 亿，同比减少 106.3%，股东净利润-14.8 亿元，同比减少 126.8%。业绩下滑主要因为期内硅料价格同比大幅下降 68%以及存货减值 8.2 亿元的影响，其中 2Q 单季度亏损约 15.1 亿元，低于我们先前预期。期末资产负债率 41.3%（扣除背书及折现票据影响则为 37%），财务状态仍相对健康。

➤ **产品持续迭代优化：**上半年公司颗粒硅销售 12.6 万吨，同比增加 25%，硅料收入 48.6 亿元，平均不含税均价 40.3 元每公斤。品质持续提升，颗粒硅基本全面实现 5 元素总金属杂质含量低于 1ppbw 及小于 0.5ppbw 产品比例提升至 95%，已与市场 N 型致密复投料品质标准一致，18 元素总金属杂质产品比例亦由 43%提升至 69.5%；浊度缺陷取得实质优化，7 月 120NTU 和 100NTU 产品比例分别达到 99.9%及 90.4%，整体断线率（32.2%）已接近同期棒状硅水平（31.4%）。颗粒硅品质和短板的持续优化，使得下游客户应用颗粒硅的单产问题已经全面解决，上半年前三大客户出货量分别为 4.9/1.7/1.2 万吨，占总出货量的 62.2%，未来下游应用和投料比例有望持续提升。

➤ **颗粒硅降本仍有空间：**公司下半年徐州 6 万吨模块化项目有望投产运营，预计单产效益进一步提升。四季度四大基地陆续完成技改后，在开工率正常状态下颗粒硅现金成本有望降至 30 元每公斤以下，进一步扩大成本优势，夯实盈利空间。

➤ **目标价 1.54 港元，维持买入评级：**7-8 月行业及公司开工率进一步下降，硅料价格触底或导致公司现金亏损，目前公司硅料库存已恢复至 2 周的正常水平，且硅料价格已呈现触底企稳趋势，但短期供需形式仍难以实质改善，我们预计硅料价格预计仍将围绕头部厂商生产成本区间振荡，我们下调公司下半年颗粒硅出货量、均价和毛利率，以及 25-26 年硅料均价，仍看好公司产能率先于行业恢复开工率以及恢复现金盈利，以及中长期颗粒硅市占率持续提升和低碳属性的体现。预计公司 2024-2026 年净利润为-22/9/27 亿元，下调未来十二个月目标价至 1.54 港元，对应 2024 年 0.8 倍预测市净率及 2025-2026 年 39/14 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

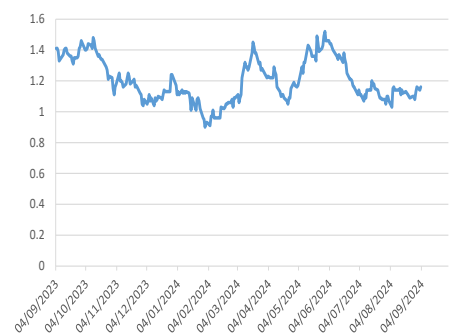
黄佳杰
+ 852-25321599
harry.huang@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
+ 852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	光伏
股价	1.14 港元
目标价	1.54 港元 (+35%)
股票代码	03800
已发行股本	269.21 亿股
总市值	312.28 亿港元
52 周高/低	1.64 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	17,003	23,300	31,145
同比变动	113%	-6%	-50%	37%	34%
股东净利润(百万元人民币)	16,394	2,510	-2,248	941	2,710
同比变动	213%	-85%	-190%	-142%	188%
每股收益(元人民币)	0.61	0.09	-0.08	0.04	0.10
市盈率(倍, @1.14港元)	1.7	10.8	NA	28.9	10.0
市净率(倍, @1.14港元)	0.60	0.56	0.59	0.59	0.56
每股派息(元港币)	0.06	0.00	0.00	0.01	0.03
股息现价比率(%)	5.3%	0.0%	0.0%	0.9%	2.5%

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	17,003	23,300	31,145	毛利率	48.69%	34.70%	-6.95%	13.80%	21.08%
毛利润	17,496	11,693	(1,182)	3,216	6,566	EBITDA率	45%	22%	0%	17%	19%
销售及行政费用	(1,849)	(2,525)	(1,445)	(1,748)	(2,336)	税前利润率	51%	13%	-20%	5%	11%
经营利润	14,274	4,112	(3,236)	879	3,106	净利润率	46%	10%	-18%	5%	10%
EBITDA	16,230	7,314	66	3,993	6,068	净资产收益率	36.05%	6.89%	-6.67%	2.39%	6.23%
应占合营/联营企业利润	4,029	191	(200)	361	304	净负债权益比 %	73%	57%	54%	68%	82%
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	(3,436)	1,240	3,409	库存周转天数	51	48	50	50	50
净利润	16,423	3,327	(3,058)	1,103	3,034	应付账款周转天数	234	169	282	226	205
归属股东净利润	16,394	2,510	(2,248)	941	2,710						
每股收益 (人民币元)	0.61	0.09	(0.08)	0.04	0.10						
每股派息 (人民币元)	0.05	-	-	0.01	0.03						
每股净资产 (人民币元)	1.70	1.82	1.73	1.74	1.84						
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	-3,058	1,103	3,034	现金及现金等价物	6,636	6,821	14,053	20,484	27,228
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)	5,899	(2,034)	(2,497)	库存	2,587	2,884	2,829	3,232	3,671
经营现金流净额	7,869	-3,847	6,886	2,448	4,002	总资产	85,563	82,767	90,707	103,421	119,055
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	50,538	54,626	59,869
自由现金流	16,399	10,855	987	4,482	6,499	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	90,707	103,306	118,747
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	562	-235	-678						
融资现金流净额	8,397	14,965	6,519	5,639	6,516						

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。