

2024年9月9日

协鑫科技 (3800.HK)

提质降本，穿越行业寒冬

协鑫科技 3800.HK 近期公布 2024 年中期经营业绩，受行业底部周期影响，公司净利润录得亏损。多晶硅料价格同比大幅下降是公司收入下降及录得亏损的主要原因。在行业底部周期，公司关注提升产品品质及降低成本。经过技术升级，上半年公司颗粒硅 901A 及以上产品占比达 96.6%，总金属杂质含量及浊度指标大幅提升。下游断线率与棒状硅致密料相比差异在 1 个百分点以内。公司产线升级改造中，现金成本将在年内实现低于 30 元/公斤，行业内最低。我们认为公司有独有颗粒硅生产技术，成本最优，品质快速提升，必将穿越行业寒冬，可持续关注，逢低布局。

报告摘要

行业周期下行，协鑫科技上半年亏损。2024 年上半年由于光伏产业链周期下行，多晶硅料售价大幅下跌，协鑫科技利润受行业周期影响下行。2024H1 公司收入同比减少 57.7%至 88.6 亿元人民币，毛亏损 5.53 亿同比减少 106.3%，毛利率降低了 48.5 个百分点至-6.6%，归母净利润同比减少 126.8%至亏损 14.8 亿元。公司收入大幅下滑主要由于期内多晶硅料平均售价同比大幅下降。上半年公司多晶硅平均售价为 40.3 元/公斤，而去年同期公司多晶硅平均售价为 124.1 元/公斤，同比大幅下降 67.5%。同时由于公司存货减值 8.2 亿元人民币，最终公司毛利率为-6.6%。

公司核心产品颗粒硅品质持续快速提升。在行业下行周期，公司持续推进技术升级提升核心产品颗粒硅品质。上半年公司颗粒硅产品达到 901A 及以上产品（电子级 I 级水平，完全符合所有下游客户的 N 型料需求）占比提升至 96.6%，较年初提升占比约 10 个百分点。总金属杂质含量进一步下降，颗粒硅基本全面实现 5 元素总金属杂质含量低于 1ppbw;5 元素总金属杂质含量≤0.5ppbw 产品占比提升至约 95%，满足这一标准的颗粒硅品质优于市场 N 型致密复投料的质量标准。另一指标浊度方面，颗粒硅全部实现浊度≤120NTU，浊度≤100NTU 以下的颗粒硅产品比例提升至 90%。对比下游拉晶断线率，颗粒硅与非颗粒硅的断线率差异已经压缩至 1 个百分点以内。公司持续推进颗粒硅产线技术迭代升级，未来颗粒硅品质仍有较大上升空间。

颗粒硅市场占有率持续提升。协鑫科技位于徐州、乐山、包头及呼和浩特的四大颗粒硅生产基地全面达产，有效产能达 42 万吨/年。上半年由于检修及技术升级等，公司生产多晶硅料 13.6 万吨，同比增长 23%，颗粒硅产量较去年同期同比增长 65.6%。上半年颗粒硅销量同比增长约 5 成至达 12.6 万吨。公司库存在 2 周左右。颗粒硅市场份额进一步提升。公司与下游主流客户签订销售长单，涉及供货量超过 120 万吨，基本覆盖未来 2-3 年产量。随着颗粒硅产量提升，市占率将进一步提升。

颗粒硅生产成本已为行业最低，仍有下降空间。颗粒硅由于生产流程简单及电耗低等，相比改良西门子法棒状硅具备成本优势。协鑫科技产能达产后，成本已经是行业内最低水平。2 季度开始，公司对四大生产基地依次进行检修及技术升级，预期在 3 季度各基地技术升级陆续完成并达产。技改升级后，预期颗粒硅现金成本将进一步下降至 30 元/公斤。协鑫科技的低成本，在行业底部周期提升公司的竞争力。

投资建议：2024H1 公司净亏损 14.8 亿元人民币，行业底部周期，2024 年全年公司预计录得亏损 20 亿元 RMB 以内。根据彭博一致预期，2025 年行业逐步走出底部，公司预计扭亏为盈，净利润 24 亿元人民币，目前股价对应 12 倍 2025 年预测 PE。我们认为目前光伏产业链处于底部周期，行业普遍录得亏损，协鑫科技处于多晶硅料环节，凭借独有核心产品颗粒硅，具备最低成本优势；颗粒硅产品品质快速提升，满足下游 N 型硅料需求。我们认为协鑫科技具备独有竞争优势，产业链触底反弹后，公司竞争优势将充分显现，可持续关注逢低布局。

风险提示：行业底部周期长于预期；产能过剩愈演愈烈；产业链需求不及预期。

公司动态报告

证券研究报告

新能源

投资评级： 未有

目标价格： 未有

现价(2024-9-6)： 1.17 港元

总市值(百万港元)	31,497.36
流通市值(百万港元)	31,497.36
总股本(百万股)	26,920.82
流通股本(百万股)	26,920.82
12 个月低/高(港元)	0.89/1.64
平均成交(百万港元)	151.49

股东结构

主席朱共山先生及家族	23.8%
其他	76.2%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.01	-10.56	-6.37
绝对收益	0.88	-17.86	-13.53

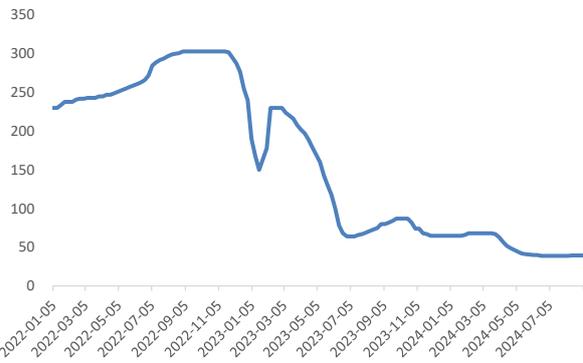
数据来源：Bloomberg、港交所、公司

罗璐 新能源行业分析师

+852-2213 1410

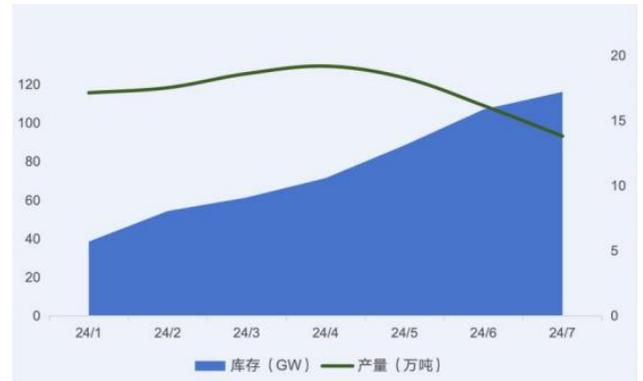
lilianluo@eif.com.hk

图表 1: 多晶硅料(致密料)平均价 RMB/kg



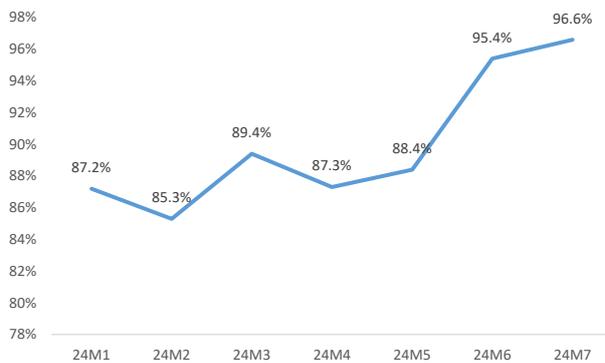
资料来源: PV-InfoLink, 安信国际

图表 2: 2024H1 多晶硅料行业库存持续累积

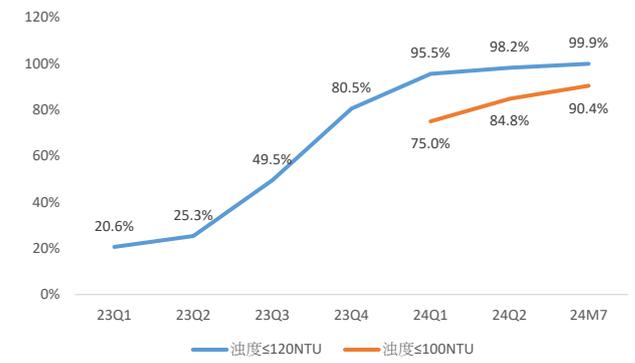


资料来源: 硅业分会, 上市公司资料, 安信国际

图表 3: 2024H1 颗粒硅 901A 及以上产品比例持续提升 图表 4: 颗粒硅浊度水平持续提升



资料来源: 上市公司资料, 安信国际



资料来源: 上市公司资料, 安信国际

图表 5: 同业估值比较 - 光伏产业链企业

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股总率 (%)			市净率 (倍)			ROE %	ROA %	
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			比率% *
港股																					
协鑫科技控股有限公司	3800 HK Equity	30,959	1.17	12/2023	11.3	-ve E	11.4	7.0	-85.1	n/a	n/a	61.7	n/a	0.56	0.28	0.67	0.66	0.62	16.2	-10.2	-5.09
新特能源股份有限公司	1799 HK Equity	9,510	6.9	12/2023	2.1	7.9	3.9	3.2	-67.4	-73.8	103.1	21.2	n/a	7.28	6.72	0.25	0.25	0.24	49.6	12.8	5.26
信义光能控股有限公司	968 HK Equity	26,202	3.1	12/2023	6.6	7.1	5.6	4.7	9.5	-6.9	25.6	19.8	8.50	6.74	8.45	0.86	0.81	0.74	27.2	15.6	8.24
福莱特玻璃集团股份有限公司	6865 HK Equity	39,451	10.9	12/2023	8.0	8.4	6.6	5.5	25.3	-4.8	27.4	19.3	5.35	3.81	4.91	1.05	0.99	0.87	41.8	16.9	7.86
彩虹集团新能源股份有限公司	438 HK Equity	455	2.58	12/2023	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.23	n/a	n/a	238.4	-4.4	-0.97
凯盛新能源股份有限公司	1108 HK Equity	4,899	4	12/2023	6.0	-ve E	331.6	11.6	42.0	n/a	n/a	27.6x	n/a	n/a	n/a	0.51	0.52	0.52	99.4	4.7	1.75
板块平均					7.0	7.8	6.9	5.1													
美股																					
大全新能源公司	DQ US Equity	999	15.35	12/2023	2.7	-ve E	-ve E	11.5	-76.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.21	0.21	0.21	-63.8	-1.2	-0.80
晶科能源控股有限公司	JKS US Equity	919	17.95	12/2023	1.9	15.1	5.4	3.4	429.4	-87.3	181.0	58.7	8.51	n/a	n/a	0.33	0.29	0.27	208.8	9.3	1.47
阿特斯阳光电力有限公司	CSIQ US Equity	770	12.51	12/2023	3.0	8.0	3.6	2.4	12.3	-62.7	123.0	49.5	n/a	n/a	n/a	0.32	0.26	0.24	99.1	1.4	0.31
板块平均					2.5	11.6	4.5	5.8													
A股																					
通威股份有限公司	600438 CH Equity	85,943	19.11	12/2023	6.3	-ve E	23.5	12.7	-47.3	n/a	n/a	85.5	4.74	0.31	0.78	1.40	1.55	1.51	43.1	-4.9	-1.60
隆基绿能科技股份有限公司	601012 CH Equity	101,470	13.53	12/2023	9.5	-ve E	29.2	16.4	-27.2	n/a	n/a	77.6	1.27	0.27	0.51	1.45	1.56	1.48	-21.3	-5.5	-2.33
阳光电源股份有限公司	300274 CH Equity	157,751	75.65	12/2023	16.7	13.7	12.1	10.9	162.8	21.8	12.7	11.5	0.91	1.06	1.17	5.68	4.04	3.10	11.5	36.8	12.02
晶澳太阳能科技股份有限公司	002459 CH Equity	33,428	10.12	12/2023	4.7	142.5	13.8	8.0	75.2	-96.7	935.2	72.5	5.57	0.40	1.17	0.95	1.01	1.02	69.1	4.2	1.30
天合光能股份有限公司	688599 CH Equity	35,611	16.45	12/2023	6.5	13.0	8.0	6.2	48.3	-50.2	62.5	28.7	3.87	1.00	1.85	1.13	1.09	0.98	75.0	8.3	1.95
TCL中环新能源科技股份有限公司	1002129 CH Equity	31,779	7.93	12/2023	9.3	-ve E	16.7	11.0	-49.7	n/a	n/a	51.4	3.31	0.15	0.82	0.77	0.83	0.79	89.4	-10.5	-3.38
新疆大全新能源股份有限公司	688303 CH Equity	38,437	17.75	12/2023	6.6	-ve E	26.1	14.6	-71.3	n/a	n/a	78.5	2.33	0.34	0.28	0.86	0.91	0.88	-44.6	1.6	1.38
福莱特玻璃集团股份有限公司	601865 CH Equity	35,977	16.95	12/2023	13.7	13.9	10.9	9.3	25.3	-1.9	27.3	18.2	3.05	2.34	3.13	1.79	1.64	1.47	41.8	15.2	7.32
锦浪科技股份有限公司	300763 CH Equity	22,848	56.16	12/2023	28.4	22.1	16.9	13.5	-30.2	28.3	30.9	25.2	0.35	0.49	0.65	2.90	2.58	2.24	128.8	6.4	2.40
固德威	688390 CH Equity	10,667	44.78	12/2023	12.7	15.3	10.8	8.7	31.2	-16.9	40.8	24.1	1.22	1.20	1.66	3.63	2.85	2.31	0.1	3.1	1.21
上海海优威新材料股份有限公司	688680 CH Equity	2,098	25.26	12/2023	-ve E	25.2	11.8	7.4	n/a	n/a	113.7	60.3	0.48	n/a	n/a	0.97	0.96	0.90	97.1	-11.6	-6.59
苏州赛伍应用技术股份有限公司	603212 CH Equity	4,637	11.09	12/2023	46.2	23.6	15.2	11.7	-41.5	95.8	55.3	29.5	0.68	1.26	2.16	1.63	1.53	1.42	21.3	3.3	0.76
江苏中信博新能源科技股份有限公司	688408 CH Equity	12,545	62.06	12/2023	36.4	18.4	14.2	11.5	669.7	97.9	29.6	23.6	0.95	1.18	1.51	4.45	3.55	2.93	13.4	16.8	6.04
板块平均					16.4	32.0	16.1	10.9													
总平均					11.5	22.7	26.3	8.9													

注: *净负债比率为负数代表净现金
数据来源: 彭博

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。