

## 研发占比持续提升，颗粒硅品质与成本持续突破

——协鑫科技 2024 半年报点评



## 买入(维持)

行业：电力设备

日期：2024年09月09日

分析师：开文明

E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523070002

分析师：刘清馨

E-mail: liuqingxin@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523090001

## 核心观点

8月29日，公司发布2024年半年报，2024年上半年公司实现收入88.63亿元，同比-57.7%；归母净利润-14.80亿元，同比-126.8%。

2024年上半年，多晶硅出货约12.64万吨（含内部销售5722吨），同比+24.99%，多晶硅平均对外不含税售价为40.3元/kg；销售硅片约19.45GW（含代工硅片约6.4GW），同比-24.3%。2024年上半年，颗粒硅前三大客户出货量分别为4.98万吨、1.68万吨、1.20万吨，占总出货量62.2%。公司42万吨多晶硅名义产能已经全部达产。颗粒硅成本再创新低，现金成本预计能降低至30元/kg以下。

**颗粒硅质量持续提升，N型占比超96%。**公司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产品整体比例提升至约95%。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%。浊度方面持续优化，颗粒硅已经全面实现浊度≤120NTU，尤其是浊度低于100NTU以下的颗粒硅产品比例提升至90%。随着浊度优化成果在客户使用中展现，整体断线率综合水平与棒状硅量产水平相当。

**研发支出占比持续提升。**公司上半年研发支出约7.18亿元，研发费用率继续提高，上半年研发费用率超8%，同比增长3.8pct。上半年公司共获得专利65件，其中发明专利16件。公司坚持以颗粒硅为主力军，推动工业硅、硅烷气、钙钛矿、CCZ等技术多元发展。预计到今年年底，协鑫GW级量产线全线跑通。我们认为，公司在研发上持续高比例投入将继续推动颗粒硅品质升级、成本降低，并且也将推动钙钛矿、CCZ等领先技术持续突破。

## 投资建议

由于多晶硅价格大幅调整，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为171.60亿元、305.23亿元、421.18亿元，同比分别-49%、+78%、+38%。归母净利润为-19.15亿元、15.67亿元、43.54亿元，同比分别-176%、+182%、+178%。9月6日股价对应2025、2026年PE分别为20、7倍。维持“买入”评级。我们看好公司颗粒硅成本持续下降、品质提升，随着多晶硅价格逐步复苏，公司盈利能力将得到修复。

## 风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、出海进展落地不及预期、客户集中度较高

## 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33700	17160	30523	42118
年增长率(%)	-6%	-49%	78%	38%
归属于母公司的净利润	2510	-1915	1567	4354
年增长率(%)	-84%	-176%	182%	178%
每股收益(元)	0.09	-0.07	0.06	0.16
市盈率(X)	13.09	-16.44	20.11	7.23

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年09月06日收盘价）

## 基本数据

收盘价(元)	1.17
12mthH股价区间(元)	0.89-1.64
已发行普通股(百万股)	26920.82
流通市值(亿元)	286.88

## 最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

《与阿联酋主权基金合作，颗粒硅出海在即》

——2024年06月05日

《颗粒硅、CCZ、钙钛矿三重奏，奏响绿色能源新篇章》

——2024年04月14日

**附录：公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	34,691	25,513	34,470	46,525
现金	6,821	9,400	9,179	13,198
应收账款及票据	12,054	5,243	9,326	12,869
存货	2,884	2,168	2,922	3,568
其他	12,932	8,701	13,043	16,889
<b>非流动资产</b>	48,077	47,968	47,422	47,306
固定资产	34,784	33,227	31,082	29,365
无形资产	180	680	1,180	1,680
其他	13,113	14,061	15,161	16,261
<b>资产总计</b>	82,768	73,480	81,892	93,831
<b>流动负债</b>	22,139	15,669	21,567	26,693
短期借款	5,471	5,471	5,471	5,471
应付账款及票据	7,396	4,818	6,493	7,929
其他	9,273	5,381	9,603	13,293
<b>非流动负债</b>	12,312	12,014	12,014	12,014
长期债务	10,027	10,027	10,027	10,027
其他	2,285	1,987	1,987	1,987
<b>负债合计</b>	34,450	27,683	33,581	38,707
普通股股本	2,344	2,344	2,344	2,344
储备	40,232	38,316	39,883	44,236
<b>归属母公司股东权益</b>	42,587	40,672	42,238	46,592
少数股东权益	5,731	5,125	6,073	8,532
<b>股东权益合计</b>	48,318	45,797	48,311	55,124
负债和股东权益	82,768	73,480	81,892	93,831
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>经营活动现金流</b>	-3,848	10,869	7,191	11,664
净利润	2,510	-1,915	1,567	4,354
少数股东权益	817	-605	948	2,459
折旧摊销	3,315	7,557	7,145	6,716
营运资金变动及其他	-10,490	5,833	-2,469	-1,865
<b>投资活动现金流</b>	-10,914	-8,118	-7,107	-7,223
资本支出	-12,224	-6,500	-5,500	-5,500
其他投资	1,311	-1,618	-1,607	-1,723
<b>筹资活动现金流</b>	14,965	-172	-305	-421
借款增加	17,467	0	0	0
普通股增加	-181	0	0	0
已付股利	-1,440	-172	-305	-421
其他	-881	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	186	2,579	-222	4,019

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	33,700	17,160	30,523	42,118
其他收入	429	200	200	200
<b>营业成本</b>	22,008	17,343	23,373	28,544
销售费用	251	69	122	168
管理费用	2,274	772	1,374	1,895
研发费用	1,873	1,030	1,679	2,316
财务费用	178	35	117	238
<b>除税前溢利</b>	4,302	-3,065	3,209	8,618
所得税	975	-544	695	1,805
<b>净利润</b>	3,327	-2,521	2,515	6,812
少数股东损益	817	-605	948	2,459
<b>归属母公司净利润</b>	2,510	-1,915	1,567	4,354
<b>EBIT</b>	4,480	-3,030	3,326	8,855
<b>EBITDA</b>	7,795	4,527	10,472	15,572
<b>EPS (元)</b>	0.09	-0.07	0.06	0.16

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.21%	-49.08%	77.88%	37.99%
归属母公司净利润	-84.34%	-176.31%	181.79%	177.91%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.69%	-1.07%	23.42%	32.23%
销售净利率	7.45%	-11.16%	5.13%	10.34%
ROE	5.89%	-4.71%	3.71%	9.34%
ROIC	5.43%	-4.07%	4.08%	9.91%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.62%	37.67%	41.01%	41.25%
净负债比率	17.96%	13.31%	13.08%	4.17%
流动比率	1.57	1.63	1.60	1.74
速动比率	1.33	1.40	1.35	1.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.22	0.39	0.48
应收账款周转率	2.17	1.98	4.19	3.80
应付账款周转率	2.30	2.84	4.13	3.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.09	-0.07	0.06	0.16
每股经营现金流	-0.14	0.40	0.27	0.43
每股净资产	1.58	1.51	1.57	1.73
<b>估值比率</b>				
P/E	13.09	-16.44	20.11	7.23
P/B	0.78	0.77	0.75	0.68
EV/EBITDA	5.40	8.31	3.61	2.17

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。