

新能源

收盘价

港元 1.71

目标价

港元 1.77个

潜在涨幅

+3.5%

2024 年 10 月 28 日

协鑫科技 (3800 HK)

技改推动成本明显下降，供给侧改革有望加快多晶硅供给出清

④ **3 季度亏损小幅收窄，技改推动成本明显下降：**公司 2024 年 3 季度归母净利润 14.92 亿元（人民币，下同）（前三季度亏损 29.71 亿元），环比收窄 0.20 亿元，主要由于存货减值减少。光伏材料分部亏损（含少数股东损益）18 亿元。颗粒硅产量/出货量 6.20/8.09 万吨，环比-13%/+32%，库存在行业持续累库的情况下环比大幅下降 1.89 万吨（前三季度下降 0.9 万吨），吨平均售价 2.90 万元，环比下跌 0.25 万元，吨现金成本（含研发费用）3.32 万元，在技改导致产能利用率降低的情况下仍环比下降 0.2 万元，技改成效显著，吨生产现金亏损 0.42 万元，环比仅微增 0.04 万元。随着技改完成后逐渐满产，我们预计公司现金成本降至 3 万元以下的目标可在明年 1 季度实现，届时公司有望成为行业首家生产现金扭亏的企业。

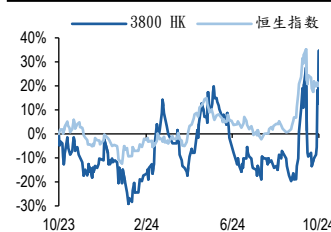
④ **供给侧改革有望出台，颗粒硅低电耗优势将放大：**在严重亏损后行业近期对供给侧改革的呼声高涨，我们预计政府或将出台提高电耗标准等政策，加快行业供给出清和售价回升，并放大颗粒硅的低电耗优势（公司的每千克综合电耗仅 13.8 千瓦时，而棒状硅龙头约 50 千瓦时），推动其市占率更快提高。若能出台提高棒状硅电价的政策，则颗粒硅的成本优势将明显放大。公司所有多晶硅产能均为近年来建设的先进颗粒硅产能，我们预计公司或将是行业内唯一无需进行老旧产能关停的龙头企业。

④ **估值进一步提升有待政策利好实际落地，维持中性：**我们将 2024 年盈利由-19.07 亿元下调至-38.39 亿元，但将 2025/26 年盈利由-10.56/26.31 亿元上调至-8.57/30.85 亿元。我们预计 2026 年颗粒硅含税平均售价 5.5 万元/吨，为可长期维持的合理售价。由于 2025-26 年盈利复苏的可见性增加，我们把公司多晶硅板块的估值基准由 7 亿元的每万吨产能市值上调至 10 亿元（相比 A 股大全能源（688303 CH）折让 63%），将目标价上调至 1.77 港元（原 1.31 港元）。我们看好公司凭借成本优势将颗粒硅全球市占率由 2024 年的 14% 提升至 2025/26 年的 20%/22%，但近期股价大涨已较充分反映了供给侧改革的利好预期，估值进一步提升有待政策落地，维持中性。

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)	1.71
52周低位 (港元)	0.90
市值 (百万港元)	45,205.77
日均成交量 (百万)	2,876.38
年初至今变化 (%)	37.90
200天平均价 (港元)	1.21

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	16,169	19,644	26,978
同比增长 (%)	113.0	-6.2	-52.0	21.5	37.3
净利润 (百万人民币)	16,394	2,510	(3,839)	(857)	3,085
每股盈利 (人民币)	0.60	0.09	(0.14)	(0.03)	0.11
同比增长 (%)	212.7	-84.6	-253.0	-77.7	-459.9
前EPS预测值 (人民币)			(0.07)	(0.04)	0.10
调整幅度 (%)			101.4	-18.8	17.3
市盈率 (倍)	2.6	16.8	NA	NA	13.7
每股账面净值 (人民币)	1.57	1.58	1.44	1.41	1.52
市账率 (倍)	1.00	0.99	1.09	1.11	1.03
股息率 (%)	3.4	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	280,000	399,600	456,600
单吨含税平均售价(万元)	24.4	9.5	3.9	4.2	5.5
单吨生产成本(万元)	5.4	4.2	4.0	3.4	3.3
单吨毛利(万元)	16.2	4.2	-0.6	0.3	1.6
毛利率(%)	75.0	50.0	-17.4	8.5	32.2

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	10 亿元的每万吨产能市值(相比 A 股大全能源(688303 CH) 折让 63%), 38.7 万吨的 2024 年底权益产能	387	1.57
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
加总		437	1.77

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
836 HK	华润电力	买入	19.30	25.02	29.6%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.96	2.37	20.9%	2024 年 10 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.08	8.35	17.9%	2024 年 10 月 17 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.55	4.56	28.5%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.38	1.92	-19.3%	2024 年 08 月 28 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	57.04	57.10	0.1%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	95.31	86.60	-9.1%	2024 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	9.36	9.93	6.1%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.71	1.77	3.5%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.63	3.36	-27.4%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	15.70	11.09	-29.4%	2024 年 08 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.20	4.09	-2.6%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.96	1.02	6.3%	2024 年 09 月 20 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 10 月 25 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	16,169	19,644	26,978
主营业务成本	(18,435)	(22,008)	(18,715)	(18,350)	(19,687)
毛利	17,496	11,692	(2,546)	1,295	7,291
销售及管理费用	(1,849)	(2,525)	(1,649)	(1,886)	(2,374)
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营净收入/费用	(1,133)	(4,638)	(290)	(264)	(235)
经营利润	14,513	4,529	(4,485)	(855)	4,682
财务成本净额	(240)	(418)	(596)	(571)	(557)
应占联营公司利润及亏损	4,029	191	(243)	(121)	152
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	18,303	4,302	(5,325)	(1,547)	4,277
税费	(1,880)	(975)	639	186	(513)
非控股权益	(29)	(817)	847	504	(678)
净利润	16,394	2,510	(3,839)	(857)	3,085
作每股收益计算的净利润	16,394	2,510	(3,839)	(857)	3,085

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	3,743	3,670	3,937
应收账款及票据	23,621	17,901	14,552	15,715	18,884
存货	2,587	2,884	2,653	2,600	2,791
其他流动资产	4,727	7,084	7,084	7,084	7,084
总流动资产	37,571	34,691	28,032	29,070	32,698
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	5,693	5,572	5,723
其他长期资产	4,176	5,334	5,334	5,334	5,334
总长期资产	47,994	48,077	50,377	48,753	47,233
总资产	85,564	82,768	78,409	77,823	79,931
短期贷款	9,524	5,386	10,644	13,397	13,706
应付账款	19,581	14,246	11,397	11,397	11,397
其他短期负债	5,213	2,506	2,425	2,448	2,483
总流动负债	34,318	22,139	24,465	27,241	27,586
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
总长期负债	5,691	12,312	10,312	8,312	6,312
总负债	40,010	34,450	34,777	35,553	33,897
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	36,403	35,546	38,631
股东权益	42,682	42,587	38,748	37,890	40,976
非控股权益	2,873	5,731	4,884	4,380	5,058
总权益	45,555	48,318	43,632	42,270	46,034

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	(5,325)	(1,547)	4,277
合资企业/联营公司收入调整	(4,029)	(191)	243	121	(152)
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)	3,500	(1,088)	(3,325)
利息调整	240	418	596	571	557
税费	(1,191)	(787)	639	186	(513)
其他经营活动现金流	540	3,905	0	0	0
经营活动现金流	7,869	(3,848)	3,360	2,245	5,016
资本开支	(15,321)	(12,177)	(9,099)	(2,500)	(2,500)
其他投资活动现金流	(1,225)	1,263	0	0	0
投资活动现金流	(16,547)	(10,914)	(9,099)	(2,500)	(2,500)
负债净变动	7,602	17,467	3,257	753	(1,691)
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)	(596)	(571)	(557)
融资活动现金流	8,397	14,965	2,661	182	(2,248)
汇率收益/损失	191	(18)	0	0	0
年初现金	6,726	6,636	6,821	3,743	3,670
年末现金	6,636	6,821	3,743	3,670	3,937

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.605	0.093	(0.143)	(0.032)	0.115
全面摊薄每股收益	0.605	0.093	(0.143)	(0.032)	0.115
每股股息	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	1.574	1.581	1.438	1.407	1.521
利润率分析(%)					
毛利率	48.7	34.7	(15.7)	6.6	27.0
EBITDA利润率	57.5	23.8	(6.3)	15.4	33.4
EBIT利润率	51.6	14.0	(29.2)	(5.0)	17.9
净利率	45.6	7.4	(23.7)	(4.4)	11.4
盈利能力(%)					
ROA	24.8	5.6	(5.9)	(1.2)	6.1
ROE	45.7	5.9	(9.4)	(2.2)	7.8
ROIC	46.3	7.8	(7.9)	(1.5)	7.5
其他					
净负债权益比(%)	14.8	17.8	34.2	37.3	30.0
利息覆盖率	86.3	19.2	(1.7)	5.3	16.2
流动比率	1.1	1.6	1.1	1.1	1.2
存货周转天数	35.0	45.4	54.0	52.2	50.0
应收账款周转天数	209.2	224.9	366.3	281.2	234.1

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关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，而并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。