

现金成本持续降低，碳足迹刷新全球记录

买入(维持)

核心观点

10月25日，公司发布2024年三季度业务更新，2024年第三季度未经审核拥有人应占亏损为-14.92亿元，2024年前三季度拥有人应占未经审核亏损约29.71亿元。

现金成本持续降低，产能利用率回升有望带动成本继续走低。2024年第三季度公司颗粒硅产量6.2万吨，出货量为8.09万吨，含税售价为32.75元/kg，生产现金成本为33.18元/kg。2024年年内颗粒硅现金成本持续走低，2024Q3现金成本相比2024Q1降低12.32%，环比2024Q2降低5.71%。我们认为随着公司技改完成，产能利用率触底回升，公司颗粒硅成本有望继续创新低。

乐山基地碳足迹降低33%，刷新全球行业纪录。根据公司公众号9月23日信息，公司乐山基地颗粒硅已取得法国环境与能源控制署(ADEME)碳足迹认证，每千克颗粒硅的碳排放仅为24.913千克二氧化碳当量，相比2021年徐州基地颗粒硅37.000千克二氧化碳当量的碳足迹数值，大幅降低了33%，再次刷新全球行业纪录。同时协鑫科技乐山基地在颗粒硅生产过程中使用100%清洁能源，获得了四川电力交易中心出具的《清洁能源消纳凭证》。公司接下来将以协鑫碳链组件SiRo面市为标志，全部采用协鑫颗粒硅为原材料的光伏组件，搭乘全球首条光伏碳链——协鑫碳链，可提供全生命周期供应链溯源、产品及组织碳足迹管理、ESG报告实时查询服务，引领行业全产业链共同降碳脱碳。我们认为，在碳关税/碳排放相关政策落地后，颗粒硅的低碳优势将得以体现，产品竞争优势将进一步凸显。

投资建议

由于多晶硅价格下跌，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为170.57亿元、305.23亿元、421.18亿元，同比分别-49%、+79%、+38%。归母净利润为-29.21亿元、15.44亿元、43.26亿元，同比分别-216%、+153%、+180%。10月28日股价对应2025、2026年PE分别为30、11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	17057	30523	42118
年增长率(%)	-6%	-49%	79%	38%
归属于母公司的净利润	2510	-2921	1544	4326
年增长率(%)	-84%	-216%	153%	180%
每股收益(元)	0.09	-0.11	0.06	0.16
市盈率(X)	13.09	-15.76	29.81	10.64

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年10月28日收盘价）

行业： 电力设备
日期： 2024年11月02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

基本数据

收盘价(港元) 1.71
流通市值(亿元) 422.29

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

《盈利短期承压，成本优势未来可期》

——2024年05月14日

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,691	24,546	33,072	45,102
现金	6,821	8,295	7,781	11,776
应收账款及票据	12,054	5,212	9,326	12,869
存货	2,884	2,367	2,922	3,568
其他	12,932	8,672	13,043	16,889
非流动资产	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
资产总计	82,768	72,514	80,494	92,408
流动负债	22,139	16,082	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	5,261	6,493	7,929
其他	9,273	5,350	9,603	13,293
非流动负债	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
负债合计	34,450	28,096	33,581	38,707
普通股股本	2,344	2,344	2,344	2,344
储备	40,232	37,314	38,861	43,190
归属母公司股东权益	42,587	39,669	41,217	45,546
少数股东权益	5,731	4,748	5,696	8,155
股东权益合计	48,318	44,418	46,913	53,701
负债和股东权益	82,768	72,514	80,494	92,408
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3,848	9,758	6,896	11,636
净利润	2,510	-2,921	1,544	4,326
少数股东权益	817	-982	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	6,105	-2,742	-1,865
投资活动现金流	-10,914	-8,117	-7,107	-7,223
资本支出	-12,224	-6,500	-5,500	-5,500
其他投资	1,311	-1,617	-1,607	-1,723
筹资活动现金流	14,965	-171	-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	-171	-305	-421
其他	-881	0	0	0
现金净增加额	186	1,473	-514	3,995

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,700	17,057	30,523	42,118
其他收入	429	200	200	200
营业成本	22,008	18,940	23,373	28,544
销售费用	251	68	122	168
管理费用	2,274	768	1,374	1,895
研发费用	1,873	1,023	1,679	2,316
财务费用	178	34	139	266
除税前溢利	4,302	-4,751	3,187	8,590
所得税	975	-848	695	1,805
净利润	3,327	-3,903	2,492	6,785
少数股东损益	817	-982	948	2,459
归属母公司净利润	2,510	-2,921	1,544	4,326
EBIT	4,480	-4,717	3,326	8,855
EBITDA	7,795	2,840	10,472	15,572
EPS (元)	0.09	-0.11	0.06	0.16

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-6.21%	-49.39%	78.95%	37.99%
归属母公司净利润	-84.34%	-216.36%	152.88%	180.08%
获利能力				
毛利率	34.69%	-11.04%	23.42%	32.23%
销售净利率	7.45%	-17.12%	5.06%	10.27%
ROE	5.89%	-7.36%	3.75%	9.50%
ROIC	5.43%	-6.47%	4.17%	10.11%
偿债能力				
资产负债率	41.62%	38.75%	41.72%	41.89%
净负债比率	17.96%	16.22%	16.45%	6.93%
流动比率	1.57	1.53	1.53	1.69
速动比率	1.33	1.29	1.28	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.22	0.40	0.49
应收账款周转率	2.17	1.98	4.20	3.80
应付账款周转率	2.30	2.99	3.98	3.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	-0.11	0.06	0.16
每股经营现金流	-0.14	0.36	0.26	0.43
每股净资产	1.58	1.47	1.53	1.69
估值比率				
P/E	13.09	-15.76	29.81	10.64
P/B	0.78	1.16	1.12	1.01
EV/EBITDA	5.40	18.75	5.13	3.20

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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。