

颗粒硅成本优势显著

华泰研究

2023年8月30日 | 中国香港

中报点评

新能源及动力系统

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

3.00

研究员	申建国
SAC No. S0570522020002	shenjianguo@htsc.com +(86) 755 8249 2388
研究员	边文姣
SAC No. S0570518110004	bianwenjiao@htsc.com +(86) 755 8277 6411
研究员	周敦伟
SAC No. S0570522120001	zhouhunwei@htsc.com +(86) 21 2897 2228
联系人	吴柯良
SAC No. S0570122070159	wukeliang@htsc.com +(86) 21 2897 2228

战略聚焦颗粒硅, 维持“买入”评级

据公司23年半年报披露, 公司23H1营收209.46亿元, 同增41.80%; 归母净利润55.18亿元, 同降20.1%, 其中Q2营收97.56亿元, 环降12.82%; 归母净利润14.28亿元, 环降65.09%。考虑到硅料价格目前处于周期低位, 且短期内硅料价格回升速度放缓, 我们下调公司23/24年硅料售价, 我们预计公司23-25年归母净利润为83.12/53.59/61.02亿元(23-24年前值: 126.79/127.54亿元), 可比公司23年Wind一致预期均值为8.09xPE, 考虑到硅料环节整体进入降价周期, 但公司凭借成本优势可以保持较强竞争力, 故我们给予公司23年9xPE, 目标价3.00港币(前值: 4.13港币), 维持“买入”评级。

硅料产能快速释放, 差异化押注颗粒硅赛道

根据公司23年半年报披露, 23H1公司多晶硅产量约11.11万吨(其中颗粒硅/棒状硅产量8.24/2.87万吨), 同增177.1%。截至2023年8月20日, 公司多晶硅总产量达约11.35万吨, 总出货量达约11.63万吨(含内部销售约1.18万吨), 公司徐州、乐山及包头三大基地均实现满产满销, 已实现颗粒硅有效产能28万吨。基于公司的颗粒硅产能提升、客户反馈改造推进细节优化, 目前下游厂商使用公司颗粒硅的投料比例可提升至50%, 公司的颗粒硅产品占国内供应商N型供应份额已超约20%。

颗粒硅成本优势显著, 产品品质不断提升

目前公司颗粒硅品质正在由太阳能级向电子级快速推进, 全面满足N型时代要求。根据公司23年半年报披露, 公司所生产的颗粒硅总金属含量在0.5ppbw及以下的产品已占到颗粒硅总产量的约70%, 完美适配N型产品时代的客户需求。伴随目前光伏行业N型电池片产能大量释放, 预计下半年高品质的N型料价格会有稳固支撑。根据公司23年半年报披露, 乐山协鑫颗粒硅项目生产成本约35.68元/公斤, 公司颗粒硅成本行业内优势显著, 并不断扩大成本优势。

颗粒硅市占率不断提升, 钙钛矿技术持续进步

根据公司23年半年报披露, 截止2023年6月, 公司颗粒硅市占率已突破15%, 基于颗粒硅生产成本不断下降, 未来市占率将有望持续提升, 公司预计2025年颗粒硅市占率将突破30%。钙钛矿方面, 公司旗下昆山协鑫光电1m×2m全球最大尺寸钙钛矿组件光电转换效率已超16%, 公司预计年内有望突破18%, 我们看好公司领先的技术优势。

风险提示: 新增光伏装机增速低于预期; 硅料跌价风险; 毛利率下降风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	16,868	36,453	31,019	30,434	35,924
+/-%	14.98	116.10	(14.91)	(1.89)	18.04
归属母公司净利润(人民币百万)	4,045	17,969	8,312	5,359	6,102
+/-%	(340.61)	344.20	(53.74)	(35.52)	13.85
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.15	0.66	0.31	0.20	0.23
ROE(%)	17.74	50.12	18.12	9.93	9.42
PE(倍)	7.89	1.78	4.34	6.74	5.55
PB(倍)	1.10	0.75	0.74	0.61	0.48
EV EBITDA(倍)	7.45	2.36	3.99	4.19	2.76

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

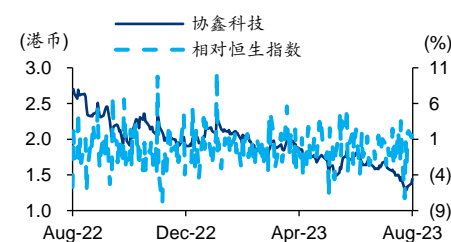
华泰证券研究所分析师名录



基本数据

目标价(港币)	3.00
收盘价(港币 截至8月29日)	1.44
市值(港币百万)	38,870
6个月平均日成交额(港币百万)	228.27
52周价格范围(港币)	1.29-3.03
BVPS(人民币)	1.72

股价走势图



资料来源: S&P

图表1: 核心假设表

	上次报告假设			本次报告假设			假设变更逻辑
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
硅料价格(元/公斤, 不含税)	113.00	95.00	-	87.00	58.00	55.00	硅料产能加速释放, 硅料价格大幅降低
毛利率(%)	48.9%	46.8%	-	44.1%	39.1%	39.6%	硅料价格大幅降低, 硅料盈利能力降低

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 可比公司估值水平对比表 (2023年8月29日收盘价计)

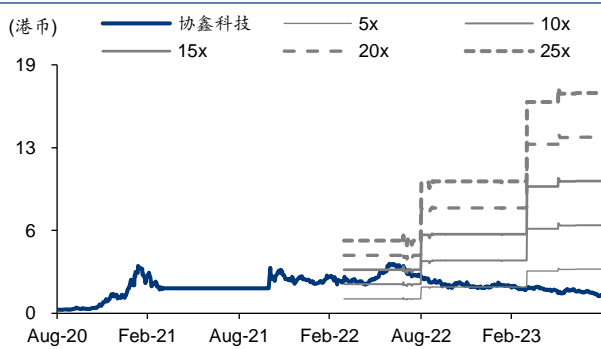
代码	证券简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600438 CH	通威股份	32.71	5.71	4.21	3.63	4.30	6.75	7.78	9.01	7.60
688303 CH	大全能源	41.66	8.95	3.00	1.89	2.44	5.33	13.91	22.08	17.04
1799 HK	新特能源	14.00	9.37	4.98	3.65	4.41	1.38	2.58	3.52	2.91
	平均值	29.46	8.01	4.06	3.06	3.72	4.49	8.09	11.54	9.18
3800 HK	协鑫科技	1.44	0.66	0.31	0.20	0.23	1.78	4.34	6.74	5.55

注1: 除了协鑫科技外, 盈利预测均采用 Wind 一致预期

注2: 通威、大全收盘价为元, 新特、协鑫收盘价为港元

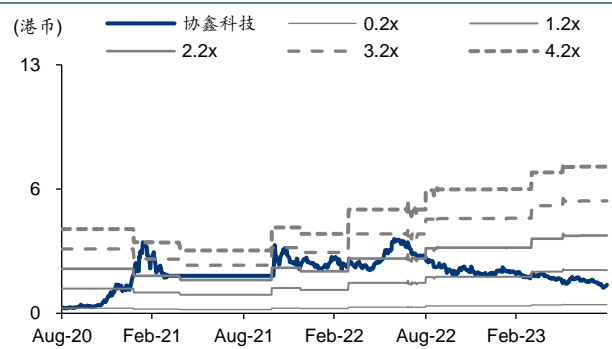
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 协鑫科技 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 协鑫科技 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,868	36,453	31,019	30,434	35,924
销售成本	(11,294)	(19,144)	(17,344)	(18,540)	(21,708)
毛利润	5,574	17,309	13,675	11,894	14,216
销售及分销成本	(98.06)	185.06	(124.08)	(121.74)	(143.70)
管理费用	(1,364)	(2,034)	(1,551)	(1,370)	(1,617)
其他收入/支出	(2,055)	1,713	186.12	(517.38)	(359.24)
财务成本净额	(324.73)	(1,903)	(267.54)	(267.54)	(267.54)
应占联营公司利润及亏损	2,474	4,029	1,294	1,003	1,232
税前利润	4,206	19,299	13,213	10,620	13,061
税费开支	(543.99)	(1,880)	(1,982)	(1,593)	(1,959)
少数股东损益	(382.95)	(550.36)	2,920	3,668	5,000
净利润	4,045	17,969	8,312	5,359	6,102
折旧和摊销	(2,295)	(2,126)	(2,339)	(2,573)	(2,830)
EBITDA	6,826	23,328	15,820	13,461	16,159
EPS (人民币, 基本)	0.15	0.66	0.31	0.20	0.23

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	950.58	2,587	303.28	1,242	1,291
应收账款和票据	14,873	21,287	13,179	10,492	14,455
现金及现金等价物	6,702	6,636	12,526	15,387	18,901
其他流动资产	2,918	42.49	5,127	1,298	2,694
总流动资产	29,815	37,571	40,807	38,816	36,241
固定资产	16,904	20,783	23,693	26,062	28,668
无形资产	179.87	150.94	181.13	217.36	260.83
其他长期资产	7,483	10,937	12,896	14,664	16,776
总长期资产	34,283	47,994	57,592	64,503	72,244
总资产	64,098	85,564	98,399	103,319	108,485
应付账款	13,721	18,628	9,315	8,195	9,895
短期借款	5,372	9,524	10,477	5,238	2,619
其他负债	5,747	7,992	17,663	14,951	3,705
总流动负债	24,217	34,318	37,455	28,384	16,219
长期债务	6,676	3,853	4,045	4,450	4,895
其他长期债务	903.14	1,838	2,022	2,123	2,230
总长期负债	7,579	5,691	6,068	6,573	7,124
股本	2,359	2,360	2,360	2,360	2,360
储备/其他项目	26,667	40,322	46,725	56,542	68,322
股东权益	29,026	42,682	49,085	58,902	70,682
少数股东权益	3,276	2,873	5,792	9,460	14,460
总权益	32,302	45,555	54,877	68,361	85,142

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.89	1.78	4.34	6.74	5.55
PB	1.10	0.75	0.74	0.61	0.48
EV EBITDA	7.45	2.36	3.99	4.19	2.76
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(12.91)	(6.12)	7.62	19.27	(0.44)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	6,826	23,328	15,820	13,461	16,159
融资成本	324.73	1,903	267.54	267.54	267.54
营运资本变动	(4,956)	(8,120)	(4,006)	4,459	(3,709)
税费	(543.99)	(1,880)	(1,982)	(1,593)	(1,959)
其他	231.78	(7,362)	8,009	(4,082)	(12,846)
经营活动现金流	1,882	7,869	18,109	12,512	(2,088)
CAPEX	(5,878)	(15,321)	(7,078)	(9,426)	(10,608)
其他投资活动	8,081	(1,225)	(481.23)	(663.72)	(773.39)
投资活动现金流	2,203	(16,547)	(7,559)	(10,090)	(11,382)
债务增加量	9,879	18,148	1,145	(4,834)	(2,174)
权益增加量	8,862	2,211	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(17,781)	(11,963)	(2,177)	4,190	5,411
融资活动现金流	959.20	8,397	(1,032)	(643.86)	3,237
现金变动	5,045	(280.67)	9,517	1,778	(10,233)
年初现金	1,758	6,726	6,636	16,153	17,931
汇率波动影响	(76.64)	190.65	190.65	190.65	190.65
年末现金	6,726	6,636	16,153	17,931	7,698

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	14.98	116.10	(14.91)	(1.89)	18.04
毛利润	48.53	210.53	(20.99)	(13.03)	19.52
营业利润	152.96	734.92	(29.04)	(18.88)	22.36
净利润	(340.61)	344.20	(53.74)	(35.52)	13.85
EPS	(287.73)	344.20	(53.56)	(35.52)	13.85
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	33.04	47.48	44.09	39.08	39.57
EBITDA	40.46	63.99	51.00	44.23	44.98
净利润率	23.98	49.29	26.80	17.61	16.99
ROE	17.74	50.12	18.12	9.93	9.42
ROA	5.60	24.01	9.04	5.31	5.76
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	18.42	15.79	4.07	(9.67)	(16.11)
流动比率	1.23	1.09	1.09	1.37	2.23
速动比率	1.19	1.02	1.08	1.32	2.15
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.23	0.49	0.34	0.30	0.34
应收账款周转天数	325.63	178.55	200.00	140.00	125.00
应付账款周转天数	407.70	304.15	290.00	170.00	150.00
存货周转天数	22.94	33.26	30.00	15.00	21.00
现金转换周期	(59.13)	(92.34)	(60.00)	(15.00)	(4.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.15	0.66	0.31	0.20	0.23
每股净资产	1.07	1.58	1.82	2.18	2.62

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、边文姣、周敦伟, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣、周敦伟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司