

新能源

2025 年 7 月 28 日

光伏行业

新销售政策要求下多晶硅价格大涨，后续产能出清可期

④ **不得低于成本销售要求下多晶硅价格大涨：**7月24日国家发改委、市场监管总局公布《价格法修正草案（征求意见稿）》，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。基于不得低于生产经营成本销售的政策要求，以多晶硅为代表的光伏主材价格近期大涨。根据硅业分会，N型复投料价格由最低点6月25日的3.44万元/吨（人民币，下同）大涨至7月23日的4.68万元/吨，而多晶硅期货价格7月25日收盘价更高达5.1万元/吨。在成本传导下，硅片、电池片价格同样大涨，组件价格也已小幅上涨。

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

④ **若该要求能严格执行，高成本产能有望快速出清：**据我们了解，政策要求各企业销售价格不得低于各自生产经营成本，因此在供过于求的情况下高成本产能只能以更高的价格销售。我们预计如果该要求能严格执行，高成本产能有望快速出清。由于多晶硅环节在产企业数量相对较少（9家）且产能主要集中于前几大龙头，我们认为不得低于成本销售将更容易执行。

④ **多晶硅能耗标准大幅收紧，新增绿电消费比例要求，均利好颗粒硅：**7月24日的光伏行业供应链发展（大同）研讨会透露，多晶硅综合能耗国标正在修订中，拟将1/2/3级标准由≤7.5/8.5/10.5 kgce/kg大幅收紧至≤5/6/7.5 kgce/kg，以推动落后产能出清。原国标规定现有产能应符合3级标准，新建产能应符合2级标准。根据修订后的国标，仅有颗粒硅符合1级标准，通威等极少数棒状硅企业或可符合2级标准。这意味着未来可新建产能的企业将局限于协鑫等少数龙头，同时部分落后产能将因不符合3级标准而被淘汰。更重要的是，我们预计效仿电解铝等行业根据能耗等级实施阶梯电价或有望成为未来政策选择之一，阶梯电价每高0.01元/千瓦时，颗粒硅成本优势将扩大0.05万元/吨。

此外，7月11日《2025年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》发布，增设多晶硅等行业绿电消费比例。购买绿电需付出额外成本，按照0.03元/千瓦时的绿电溢价和30%的绿电比例测算，低电耗的颗粒硅成本优势将扩大0.03万元/吨，并将随着绿电消费比例增加而不断扩大。

④ **多晶硅产能收储计划预期升温：**我们了解到市场对多晶硅产能收储计划有一定预期，市场主流看法是多晶硅龙头在今年内收储剩余企业产能后将其关停。虽然目前各方尚未达成一致，但我们认为该方案符合各方利益，成功实施的可能性较大，收购的产能关停后多晶硅将实现供需平衡，价格有望涨至6万元/吨以上。

④ **首选颗粒硅龙头协鑫，对光伏玻璃在股价大涨后暂持谨慎态度：**我们预计多晶硅行业有望成为本轮反内卷的试点环节，并得到政府的格外重视，从而率先实现产能出清。在光伏板块内，我们首选盈利优势明显且因低电耗符合政策导向而将继续扩大的颗粒硅龙头协鑫科技（3800 HK/买入）。对于光伏玻璃环节，由于相关反内卷政策尚未推出，且组件价格上涨将导致其需求萎缩，在股价大涨后我们暂持谨慎态度。

图表 1：交银国际光伏行业覆盖公司

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
2380 HK	中国电力	买入	3.15	3.77	19.7%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.55	3.03	18.8%	2025 年 05 月 02 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.25	7.81	7.7%	2025 年 04 月 30 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.36	2.65	12.3%	2025 年 03 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.76	23.06	16.7%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	75.78	72.50	-4.3%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	43.45	43.30	-0.3%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	7.14	6.28	-12.0%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.23	1.49	21.1%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.96	11.45	4.5%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	3.25	4.28	31.7%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	5.18	3.47	-33.0%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	45.87	49.82	8.6%	2025 年 07 月 16 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	14.77	16.50	11.7%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	1.29	1.17	-9.3%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 25 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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有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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股有限公司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，或可能以受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，而非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。