MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.5.12

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	CNY 16.9
현재주가(25/5/9)	CNY 14.92
상승여력	12.9%

상하이 종합(p)	3,342.00
EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.7
시가총액(십억CNY)	113.06
시가총액(조원)	21.80
상장주식수(백만주)	7,578.0
60일 평균 거래대금(백만CNY)	1,403.13
52주 최저가(CNY)	12.73
52주 최고가(CNY)	20.46

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.4	-22.4	-21.3
상대주가	-3.3	-19.9	-25.7

[에너지/정유화학]
이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com
김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

601012 CH · 글로벌 태양광 · 중국

융기실리콘자재

불붙는 HPBC 2.0 증설 속도

향후 전망: 깊어지는 골짜기

단기적으로 융기실리콘자재의 실적이 개선되기는 어려울 것으로 전망한다. 1) 미국 반덤핑/상계관세로 인해 시장 진입이 어려워졌고, 2) 공급 과잉 심화로 인해 CPIA가 주도했던 감산 협정이 어려움을 겪고 있기 때문이다. 더군다나 중국 전력 정책의 변화로 하반기 수요가 크게 개선되기도 어려워보인다.

다만, HPBC 2.0에 거는 기대감과 여전히 안정적인 재무구조는 긍정적이다. 동사의 순현금은 약 73억 위안(약 1.4조원)으로 약 2년 전보다는 1/3 정도로 감소한 수준이나, 여전히 긴 호흡에서 바라봐도 좋은 기업이다.

2024년 및 1Q25 Review: 상장 이후, 24년 첫 연간 순손실 기록

동사의 24년 매출액은 822억 위안(원화 약 15.6조원)으로 전년대비 약 36% 감소했으며, 순손익은 -86억 위안(약 -1.6조원)으로 전년대비 적자전환했다. 22년 말부터 이어지고 있는 태양광 가격 하락세의 영향이며, 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀 가격은 2Q24부터 생산 비용을 하회하는 중이다. 반면, 출하량은 82.3GW로 오히려 전년대비 12% 증가했다.

동사의 1Q25 매출액은 136억 위안(약 2.6조원)으로 전분기 대비 43% 감소했으며, 순손익은 -14억 위안(약 -2,700억원)으로 적자폭은 축소되었다. 긍정적인 부분은 구조조정을 통해 현금 흐름을 개선했다는 점이다.

HPBC 2.0, 위기의 Longi를 구원할 수 있을까?

HPBC는 동사의 신규 셀 기술로서, 당사는 곧 현재 시장 주류인 TOPCon을 넘어설 제품으로 기대하고 있다. 당사에 따르면, N형 모듈 대비 HPBC 2.0의 강점은 1) 전력량이 40W 이상 높고, 2) 동일 면적 대비 발전량도 10% 이상 많다. 그리고 2.0으로 넘어오며, 기존 HPBC 제품의 고질적인 문제인 1) 낮은 수율, 2) 높은 비용 문제도 해결되었다고 발표했다. 또한 추가 개선 기대감이 높지 않은 기존 모듈 대비, 귀금속 사용량 추가 절감, 페로브스카이트 3단 적층 기술 등 기술적 개선의 여지도 아직 많이 남아있다.

동사는 HPBC 2.0의 셀 생산능력을 15GW(현재)에서 50GW(25년 말)까지 빠르게 확대할 계획이다.

결산기 (12월)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액 (억CNY)	1,295	826	915	1,080	1,074
영업이익 (억CNY)	121	-74	4	50	62
영업이익률 (%)	9.3	-9.0	0.4	4.7	5.8
순이익 (억CNY)	108	-86	-77	56	53
EPS (CNY)	1.42	-1.14	0.43	0.78	0.81
ROE (%)	16.2	-7.6	-6.8	5.0	4.7
P/E (배)	16.1	-	78.9	23.7	20.6
P/B (배)	2.5	2.0	1.8	1.7	1.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 융기실리콘자재, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A 번역

1. 올해 BC 기술의 비용 절감 계획과 BC 용량 확대 진행 상황은?

BC 모듈은 연말까지 TOPCon 제품과 비용이 비슷해지는 것을 목표로 한다. 현재 5GW의 BC 2세대 양산 용량을 보유 중이며, 6월 말 35GW, 연말 50GW로 확대될 예정이다. 7월부터 BC 제품 생산량이 급격히 증가해, 하반기 자사 셀 생산의 절반을 차지할 전망이다.

2. 비귀금속화 방안의 최신 진행 상황은?

연말까지 은(Ag) 소모량이 대폭 감소할 계획이며, 비귀금속 도입을 위한 철저한 테스트를 진행 중이다. 현재 시험 생산 단계로, 모든 공정 장애가 해결되기 전에는 양산 기여도가 없을 것이다. 현재 실질적 장애는 없으며, 대부분의 공정 문제가 효과적으로 해결되고 있다.

3. TOPCon 대비 BC 2세대의 비귀금속 사용 우위는?

이론적·실제적 분석에서 BC 2세대는 TOPCon보다 비귀금속 사용이 더 용이하고 기술적 난이도가 낮다. 비귀금속 도입으로 금속화 비용이 와트당 0.02위안(약 0.3센트) 절감될 수 있다. BC 2세대는 비귀금속화에서 더 뚜렷한 경쟁 우위를 가진다.

4. 비귀금속화 제품 출시 후, 분산형 또는 집중형 시장 우선 적용 여부는?

비귀금속화는 신뢰성 등 기능에서 더 나은 성능을 보이며, 우선 단면 제품에 적용될 것이다. 사용 측면에서 단면 제품이 초기 적용 대상이 될 전망이다. 적용 시장은 구체적 시나리오에 따라 결정될 것이다.

5. 하이브리드 BC(HIBC) 기술이 차세대 BC 기술이 될 가능성과 비용·효율은?

HIBC는 4년 이상 연구를 진행했으며, 600MW 양산 라인에서 표준 모듈 기준 최대 출력 680W를 달성했다. 현재 비용은 BC 2세대보다 높으나, 고출력 시나리오에서 경쟁력을 가질 가능성이 있다. HIBC는 특정 고출력 수요 시나리오에서 우위를 가질 수 있다.

6. 페로브스카이트 탠덤 기술의 산업화 전망은?

최근 2~3년간 페로브스카이트 탠덤 기술은 안정성 측면에서 큰 진전을 이루었다. 장기적으로 상용화 가능성이 있는 제품으로 발전할 가능성이 있다. 현재는 상용화까지 시간이 더 필요하다.

7. 현 경쟁 환경에서 신기술 변혁과 진보를 어떻게 추진하나?

신기술 양산의 기술적 난이도와 주기가 증가하고 있으나, 고객 수요에 맞춘 제품·솔루션을 지속 제공한다. 고객이 제품 가치를 인식하면 시장 수요가 기술 진보의 최대 동력이 된다.

8. 2025~2026년 태양광 시장 수요 전망은?

2025~2026년은 중저속 성장 단계로, 2024년 큰 성장 후 2025년은 불확실성이 많아 수요가 보합 또는 소폭 증가할 전망이다. 전력 시스템이 신재생에너지 수용에 적응하면, 2026년 수요는 성장할 것이다. 시장은 안정적 성장을 지속할 가능성이 높다.

9. BC 2세대 제품의 현재 및 미래 가격 전략은?

장기적으로 LCOE 비용 절감을 목표로, 핵심 기술을 통해 비용 절감과 효율 향상을 추구한다. Hi-MO 9(집중식), Hi-MO X10(분산식) 등 고객 수요 기반 제품을 합리적으로 가격 책정하며, 제품 간 가격 차이가 크다. 복잡한 시장에서 고객의 다양한 시나리오 수요에 맞춘 차별화된 가격 전략을 유지한다.

10. 미국 무역 장벽에 대한 견해와 대응 전략은?

말레이시아에서 셀을 생산해 미국 JV 공장으로 수출하며, 말레이시아는 타 동남아 지역보다 낮은 관세율로 상대적 우위를 가진다. 미국 정책 변화로 시장 규모의 불확실성이 존재하나, 기존 공급망을 활용해 안정적으로 사업을 추진한다. 미국 관련 정책을 지속 모니터링하며 대응할 계획이다.

11. TOPCon 성능 향상이 BC 제품 시장에 미치는 영향은?

회사는 30GW TOPCon 용량을 보유하며, 신기술 개발·도입을 병행하고 있다. BC 2세대는 지속 진보하며 TOPCon과의 경쟁 우위를 유지하고 있다. TOPCon 성능 향상에도 BC 2세대의 시장 경쟁력이 강하다.

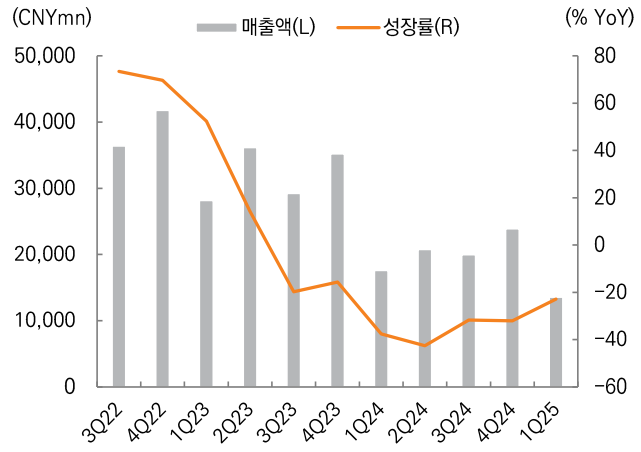
12. ESS 사업 계획은?

현재 회사의 전략은 주력 사업에 집중하며, 에너지 저장에 대한 명확한 의견이나 결론은 없다. 에너지 저장은 현재 우선순위가 아닌 상태다. 향후 시장 상황에 따라 검토할 가능성은 있다.

13. 장기적으로 산업 가격 안정 후 BC 제품의 프리미엄과 수익성은?

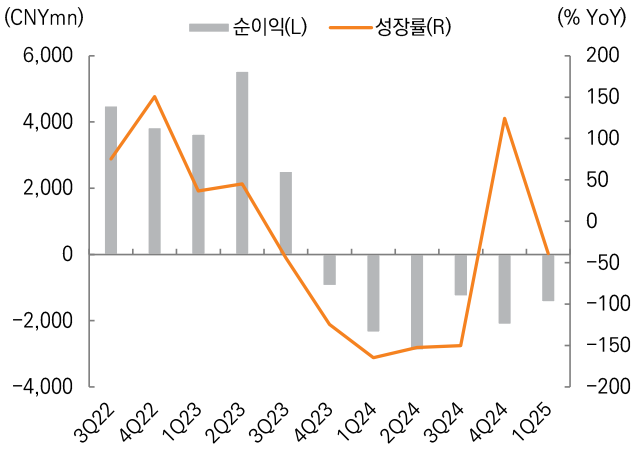
집중식 시장에서 BC 제품은 약 15% 프리미엄을 기대하며, 분산식 시장은 제품 다양성으로 더 높은 프리미엄이 가능하다. 2025년은 신제품을 통해 분기별 개선을 목표로 경영 상태를 강화한다. BC 제품은 차별화된 가치로 지속적인 수익성을 확보할 전망이다.

그림 1. 융기실리콘자재 분기별 매출액 및 성장률 추이



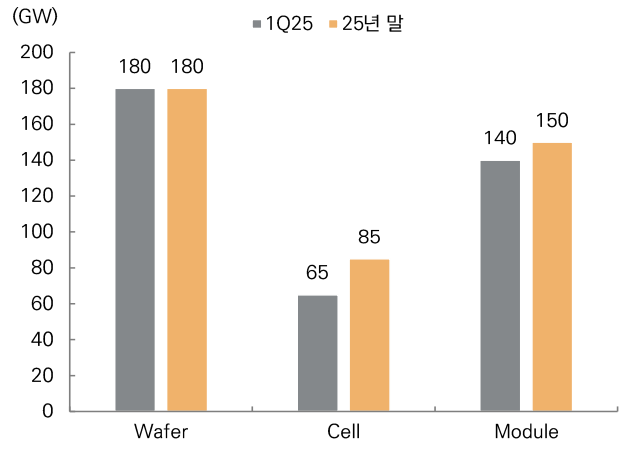
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 융기실리콘자재 분기별 순이익 및 성장률 추이



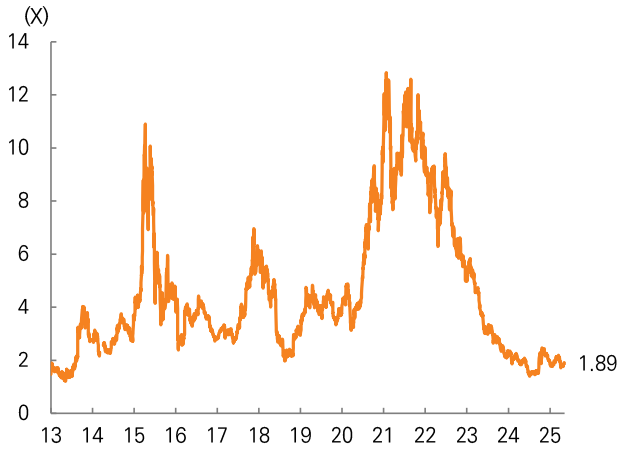
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 융기실리콘자재 캐파 증설 계획



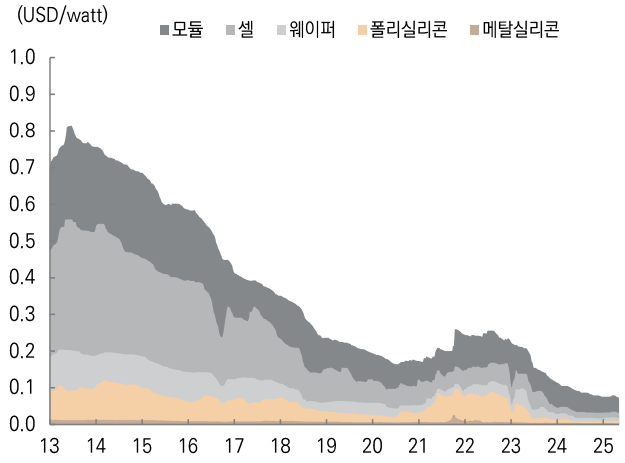
자료: 융기실리콘자재, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 융기실리콘자재 Trailing PBR 추이



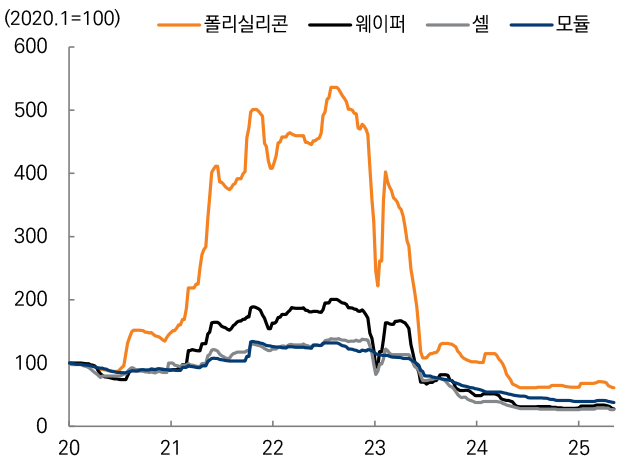
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 중국 태양광 밸류체인 가격 분석



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 태양광 제품 상대가격 추이(2020.1=100)



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 미국 상무부 동남아시아 4개국에 대한 반덤핑/상계관세(AD/CVD)율 최종 판결 (%)

국가	생산자	예비 AD	최종 AD	예비 CVD	최종 CVD	예비 AD+CDV	최종 AD+CVD
캄보디아	Hounen Solar	125.37	125.37	8.25	3,403.96	133.62	3,529.33
	Solar Long PV Tech	125.37	125.37	8.25	3,403.96	133.62	3,529.33
	Solarspace New Energy	125.37	125.37	8.25	534.67	133.62	660.04
	Jintek PV Tech, ISC Cambodia	125.37	125.37	68.45	3,403.96	193.82	3,529.33
	나머지 캄보디아 기업들	125.37	125.37	8.25	534.67	133.62	660.04
말레이시아	Hanwha Q Cells Malaysia	0.00	0.00	14.72	14.64	14.72	14.64
	Jinko Solar, Omega Solar	21.31	6.10	3.47	38.38	24.78	44.48
	Baojia, Pax Union, SunMax Energy	81.24	81.24	123.94	168.80	205.18	250.04
	CRC, Lynter, Mega PP	81.24	81.24	9.13	32.49	90.37	113.73
	나머지 말레이시아 기업들	21.31	8.59	9.13	32.49	30.44	41.08
태국	Trina Solar	77.85	111.45	0.14	263.74	77.99	375.19
	Sunshine Electrical, Taihua	154.68	202.90	34.52	799.55	189.20	1,002.45
	나머지 태국 기업들	77.85	111.45	23.06	263.74	100.91	375.19
베트남	JA Solar	53.30	271.28	2.85	68.15	56.15	339.43
	Jinko Solar	56.51	58.07	2.85	124.57	59.36	182.64
	Blue Moon Vina	54.46	125.91	2.85	124.57	57.31	250.48
	Boviet Solar	54.46	82.65	0.81	230.66	55.27	313.31
	Elite Solar, Letsolar, Mecen Solar, Nexuns, Trina Solar, Vietnergy, Vietnam Sunergy	54.46	82.65	2.85	124.57	57.31	207.22
	GEP New Energy, HT Solar, Shengtian New Energy, Vietnam Green Energy	271.28	271.28	292.61	542.64	563.89	813.92
	나머지 베트남 기업들	271.28	271.28	2.85	124.57	274.13	395.85

주: 관세율 상향은 빨간색, 하향은 파란색 음영 표시
자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.