

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 9.20	港元 12.04↓	+30.9%

2024年5月10日

## 新特能源 (1799 HK)

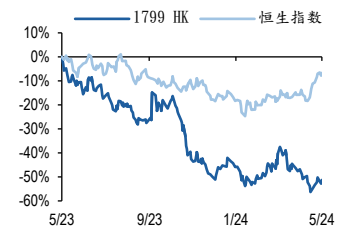
### 多晶硅价格下跌，周期底部估值具吸引力

- 成本大幅下降推动1季度多晶硅板块扭亏：公司1季度实现营收/归母净利润56.0/3.59亿元（人民币，下同），环比下降26%/扭亏，毛利率/归母净利率23.4%/6.4%，环比提升8.8/16.2个百分点。随着三大基地逐渐满产，1季度公司多晶硅产/销量环比增长22%/1%至7.8/6.2万吨，并推动单吨生产成本环比由5.34万元大幅下降至4.85万元（全成本5.05万元），4月进一步降至4.6万元，单吨含税售价则环比由6.4万元下跌至6.1万元，多晶硅板块环比由剔除减值影响后小幅亏损转为盈利1.9亿元。电站等其他板块盈利1.7亿元。
- 多晶硅价格下跌，但我们预计已基本见底：由于供给持续增长导致供过于求加剧，3月底以来多晶硅价格下跌，根据Infolink，致密料/颗粒硅单吨价格由6.8/6.1万元跌至目前的4.4/4.1万元，对应不含税价格仅3.9/3.6万元，我们预计或已低于所有棒状硅企业的现金成本和颗粒硅企业的生产成本。在亏损和库存压力下，硅业分会预计5月行业将有大量产线（包括公司甘泉堡基地）提前进行检修，月产量将环比持平，持续增长的势头暂停。我们预计当前绝大多数龙头均现金亏损的状况难以长期维持，多晶硅价格已基本见底，3季度有望触底回升。
- 周期底部估值具吸引力，维持买入：由于多晶硅价格跌幅超预期，我们将2024-26年归母净利下调至3.5/8.2/20.7亿元，其中稳定增长的电站板块贡献9.9/12.9/14.9亿元。若给予电站板块6倍2024年市盈率，按当前市值计算，多晶硅板块市值仅60亿元，单吨市值仅2.1亿元。公司多晶硅生产成本目前已降至和大全能源（688303 SH）基本一致（后者1季度4.6万元/吨），权益产能也接近（公司/大全为27.7/30.5万吨），我们认为两者有较强可比性。目前A股大全市值高达544亿元，单吨市值高达17.8亿元，即使考虑AH溢价和公司更高的负债率，我们认为公司相比大全仍严重低估。基于3.6亿元的多晶硅板块单吨市值（相比大全折让80%）和电站板块6倍2024年市盈率，我们下调目标价至12.04港元（原12.80港元），对应46/19/8倍2024-26年市盈率，其中电站板块每股价值4.52港元。周期底部业绩承压，但我们认为公司作为多晶硅龙头，长期仍具竞争力，目前估值具吸引力，维持买入。

#### 个股评级

买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	18.62
52周低位 (港元)	8.17
市值 (百万港元)	3,460.76
日均成交量 (百万)	3.38
年初至今变化 (%)	(15.90)
200天平均价 (港元)	10.14

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)	37,541	30,752	25,483	27,879	30,865
同比增长 (%)	66.7	-18.1	-17.1	9.4	10.7
净利润 (百万人民币)	13,395	4,345	347	822	2,065
每股盈利 (人民币)	9.37	3.04	0.24	0.57	1.44
同比增长 (%)	126.8	-67.6	-92.0	136.8	151.4
前EPS预测值 (人民币)			1.31	1.57	1.95
调整幅度 (%)			-81.5	-63.5	-25.9
市盈率 (倍)	0.9	2.8	35.1	14.8	5.9
每股账面净值 (人民币)	22.24	25.46	25.63	26.04	27.05
市账率 (倍)	0.38	0.33	0.33	0.33	0.31
股息率 (%)	0.0	0.0	0.9	2.0	5.1

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: 新特能源 (1799 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 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
916 HK	龙源电力	买入	6.52	6.92	6.1%	2024年04月29日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.98	2.10	6.1%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.79	2.00	11.7%	2024年03月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.40	3.90	14.7%	2024年03月25日	运营商
836 HK	华润电力	买入	21.10	22.70	7.6%	2024年03月20日	运营商
688390 CH	固德威	买入	103.60	113.50	9.6%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	106.70	124.50	16.7%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	9.20	12.04	30.9%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.32	1.67	26.5%	2024年03月18日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	5.16	4.98	-3.5%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	5.77	6.65	15.3%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 5 月 10 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	37,541	30,752	25,483	27,879	30,865
主营业务成本	(16,466)	(20,465)	(22,100)	(23,657)	(24,842)
<b>毛利</b>	<b>21,075</b>	<b>10,286</b>	<b>3,383</b>	<b>4,221</b>	<b>6,023</b>
销售及管理费用	(1,564)	(1,724)	(1,758)	(1,868)	(2,006)
研发费用	(325)	(274)	(280)	(279)	(309)
其他经营净收入/费用	(1,677)	(1,604)	(191)	(210)	(233)
<b>经营利润</b>	<b>17,508</b>	<b>6,685</b>	<b>1,153</b>	<b>1,865</b>	<b>3,474</b>
财务成本净额	(702)	(609)	(484)	(543)	(537)
应占联营公司利润及亏损	130	79	50	50	50
其他非经营净收入/费用	(121)	(51)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>16,815</b>	<b>6,105</b>	<b>719</b>	<b>1,371</b>	<b>2,987</b>
税费	(2,389)	(987)	(108)	(206)	(448)
非控股权益	(1,031)	(772)	(264)	(344)	(474)
<b>净利润</b>	<b>13,395</b>	<b>4,345</b>	<b>347</b>	<b>822</b>	<b>2,065</b>
作每股收益计算的净利润	13,395	4,345	347	822	2,065

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,410	11,867	6,630	5,914	5,465
有价证券	67	52	52	52	52
应收账款及票据	13,478	10,410	12,741	13,939	15,433
存货	4,611	3,658	5,270	5,605	5,852
其他流动资产	5,803	5,533	5,533	5,533	5,533
<b>总流动资产</b>	<b>27,369</b>	<b>31,520</b>	<b>30,227</b>	<b>31,044</b>	<b>32,335</b>
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	46,250	48,354	49,982	50,048	49,792
无形资产	1,352	1,404	1,411	1,413	1,412
合资企业/联营公司投资	396	420	470	520	570
其他长期资产	3,894	4,232	4,232	4,232	4,232
<b>总长期资产</b>	<b>51,892</b>	<b>54,409</b>	<b>56,094</b>	<b>56,213</b>	<b>56,007</b>
<b>总资产</b>	<b>79,261</b>	<b>85,929</b>	<b>86,321</b>	<b>87,257</b>	<b>88,342</b>
短期贷款	4,004	2,427	5,677	6,401	6,603
应付账款	15,100	17,320	17,680	17,743	17,390
其他短期负债	4,841	3,698	2,973	3,203	3,519
<b>总流动负债</b>	<b>23,945</b>	<b>23,445</b>	<b>26,330</b>	<b>27,347</b>	<b>27,511</b>
长期贷款	17,355	19,816	16,816	15,816	14,816
长期应付账款	355	0	0	0	0
其他长期负债	1,463	1,437	1,437	1,437	1,437
<b>总长期负债</b>	<b>19,173</b>	<b>21,252</b>	<b>18,252</b>	<b>17,252</b>	<b>16,252</b>
<b>总负债</b>	<b>43,117</b>	<b>44,698</b>	<b>44,582</b>	<b>44,599</b>	<b>43,764</b>
股本	1,430	1,430	1,430	1,430	1,430
储备及其他资本项目	30,370	34,983	35,226	35,801	37,247
<b>股东权益</b>	<b>31,800</b>	<b>36,413</b>	<b>36,656</b>	<b>37,231</b>	<b>38,677</b>
非控股权益	4,344	4,819	5,083	5,427	5,901
<b>总权益</b>	<b>36,144</b>	<b>41,232</b>	<b>41,739</b>	<b>42,658</b>	<b>44,578</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	16,815	6,105	719	1,371	2,987
合资企业/联营公司收入调整	(130)	(79)	(50)	(50)	(50)
折旧及摊销	1,914	2,425	2,956	3,135	3,277
营运资本变动	(5,163)	4,729	(4,309)	(1,240)	(1,777)
利息调整	702	609	484	543	537
其他经营活动现金流	(1,407)	583	(128)	(225)	(468)
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,732</b>	<b>14,371</b>	<b>(328)</b>	<b>3,534</b>	<b>4,507</b>
资本开支	(14,457)	(8,111)	(4,493)	(3,136)	(2,957)
其他投资活动现金流	222	963	109	79	73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(14,235)</b>	<b>(7,148)</b>	<b>(4,384)</b>	<b>(3,057)</b>	<b>(2,884)</b>
负债净变动	4,047	2,021	250	(276)	(798)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,573)	0	(104)	(246)	(620)
其他融资活动现金流	(762)	(789)	(671)	(671)	(655)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,711</b>	<b>1,232</b>	<b>(525)</b>	<b>(1,193)</b>	<b>(2,072)</b>
汇率收益/损失	9	2	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>3,192</b>	<b>3,410</b>	<b>11,867</b>	<b>6,630</b>	<b>5,914</b>
<b>年末现金</b>	<b>3,410</b>	<b>11,867</b>	<b>6,630</b>	<b>5,914</b>	<b>5,465</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	9.367	3.038	0.243	0.575	1.444
全面摊薄每股收益	9.367	3.038	0.243	0.575	1.444
每股股息	0.000	0.000	0.073	0.172	0.433
每股账面值	22.238	25.464	25.634	26.036	27.047
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	56.1	33.5	13.3	15.1	19.5
EBITDA利润率	51.8	29.7	16.3	18.1	22.0
EBIT利润率	46.7	21.8	4.7	6.9	11.4
净利率	35.7	14.1	1.4	2.9	6.7
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	25.5	8.1	1.4	2.2	4.0
ROE	51.7	12.7	0.9	2.2	5.4
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	49.7	25.2	38.0	38.2	35.8
利息覆盖率	23.5	15.0	7.1	8.3	11.3
流动比率	1.1	1.3	1.1	1.1	1.2
存货周转天数	92.3	73.7	73.7	83.9	84.2
应收账款周转天数	121.5	141.8	165.8	174.7	173.7

## 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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 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、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、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、极觅速递环球有限公司、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、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问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Interra Acquisition Corp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。