

新能源

收盘价
港元 6.44

目标价
港元 7.66↓

潜在涨幅
+18.9%

2025 年 3 月 12 日

新特能源 (1799 HK)

大额减值导致预亏超预期，调出港股通或导致股价短期承压

④ **控股股东大力资金支持有助于度过周期底部：**公司在 2025 年 3 月 7 日公布，为保障准东 3GW 新能源项目建设所需资本金及项目消纳，控股股东特变电工以 0.9 亿元（人民币，下同）受让新特持有的项目公司 25% 股权并向其增资 6.0 亿元（新特在项目公司持股比例由 100% 降至 60%）。特变电工于 2024 年 11 月已受让公司 4.3 亿元应收账款，12 月以 15.1 亿元向新特出售煤电子公司 49% 股权（对应 2023 年市盈率仅 4.0 倍），我们认为以上举措显示控股股东在资金层面大力支持公司，有助公司度过周期底部。

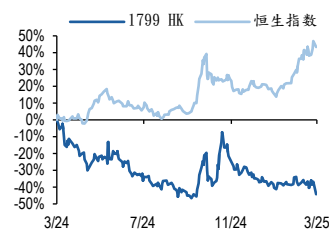
④ **大额减值导致预亏超预期，多晶硅售价偏低：**公司早前预计 2024 年亏损 38-41 亿元，其中 4 季度亏损 24-27 亿元，超过我们预期，主要由于期末计提 21.49 亿元减值，包括：1）老旧多晶硅产线计提固定资产减值 14.74 亿元；2）新疆、甘肃地区 4 个自营光伏电站因电价机制调整及限电率较高，计提减值 6.75 亿元。公司 2024 年多晶硅平均售价同比下跌约 60% 至约 3.8 万元/吨，低于我们预期，我们测算 4 季度售价约 3 万元/吨，低于大全能源的 3.3 万元/吨，也低于 3.5-4 万元/吨的现金成本；2024 年产量 19.88 万吨，产能利用率 66%，其中 4 季度仅 1.7 万吨，环比降约一半，产能利用率仅 23%，我们预计 2025 年产量将降至 10 万吨以减少亏损。

④ **调出港股通或导致股价短期承压，下调目标价：**受益于行业自律和四川、云南进入枯水期导致电价上涨推动多晶硅大幅减产，内地月产量由 2024 年 11 月的 13.3 万吨降至目前低于 10 万吨，在长期累库后 2025 年 1-2 月首次去库，推动棒状硅含税报价近期由 3.9 万元/吨小幅反弹至 4 万元/吨，我们预计后续供给侧改革有望推动 2026 年价格明显回升。公司去年底撤回 A 股 IPO 申请，今年 3 月 10 日被调出港股通（持股比例达 51%），或将导致股价短期承压。我们将 2024-26 年盈利调整为 -39.4/-2.5/15.3 亿元，其中电站、逆变器等板块贡献约 4/16/18 亿元。我们以分部估值法给出目标价：1）基于 5.5 倍 2025 年市盈率给予电站等板块 88 亿元估值，2）由于多晶硅业务竞争力较弱，基于 0.5 亿元的每万吨产能市值给予该板块 14 亿元估值，合计 102 亿元，下调目标价至 7.66 港元（原 9.93 港元），对应 6.6 倍 2026 年市盈率，其中电站等板块每股价值约 6.62 港元，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)	11.66
52周低位 (港元)	6.30
市值 (百万港元)	2,422.53
日均成交量 (百万)	3.98
年初至今变化 (%)	(14.02)
200天平均价 (港元)	7.73

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	20,788	17,657	23,255
同比增长 (%)	66.7	-18.1	-32.4	-15.1	31.7
净利润 (百万人民币)	13,395	4,345	(3,936)	(248)	1,534
每股盈利 (人民币)	9.37	3.04	(2.75)	(0.17)	1.07
同比增长 (%)	126.8	-67.6	-190.6	-93.7	-719.2
前EPS预测值 (人民币)			(1.16)	(0.52)	1.43
调整幅度 (%)			136.6	-66.6	-25.0
市盈率 (倍)	0.6	2.0	NA	NA	5.6
每股账面净值 (人民币)	22.24	25.46	22.71	22.54	23.29
市账率 (倍)	0.27	0.24	0.26	0.27	0.26
股息率 (%)	0.0	0.0	13.8	0.9	5.4

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: 公司多晶硅业务关键数据预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨)	7.8	12.6	19.1	19.9	10.0	18.0
产销率 (%)	95.5%	84.7%	106.1%	100.0%	100.0%	100.0%
销量 (万吨)	7.5	10.7	20.3	19.9	10.0	18.0
单吨销售均价 (万元, 含税)	17.0	26.8	10.8	4.3	3.7	5.2
单吨销售均价 (万元, 不含税)	15.0	23.8	9.5	3.8	3.3	4.6
单吨生产成本 (万元)	6.0	6.9	6.0	5.0	5.3	4.6
单吨毛利 (万元)	9.0	16.9	0.0	-1.2	-2.0	0.0
分部收入 (亿元)	115.8	256.6	195.18	75.72	32.74	82.83
分部毛利率 (%)	58.7	70.4	35.9	-31.3	-61.9	0.0
分部毛利 (亿元)	67.9	180.7	70.06	-23.68	-20.26	0.03

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 分部估值

分部	估值基准	估值 (人民币亿元)	每股价值 (港元)
多晶硅	0.5 亿元的每万吨产能市值*27.7 万吨的权益产能	14	1.04
电站、逆变器	2025 年分部利润 16 亿元*5.5 倍市盈率	88	6.62
加总		102	7.66

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 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 4: 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
2380 HK	中国电力	买入	2.97	3.72	25.3%	2025 年 03 月 07 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.04	8.00	32.5%	2025 年 02 月 21 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.36	25.02	36.3%	2024 年 10 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.89	2.37	25.4%	2024 年 10 月 21 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.20	1.92	-12.7%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	67.53	104.80	55.2%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	42.03	57.10	35.9%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.29	7.66	21.8%	2025 年 03 月 12 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.15	1.77	53.9%	2024 年 10 月 28 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.35	4.28	27.8%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.62	3.80	5.0%	2024 年 10 月 31 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	12.58	13.15	4.5%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	58.86	73.36	24.6%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	13.92	11.04	-20.7%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	买入	0.94	1.17	24.5%	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 03 月 12 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	37,541	30,752	20,788	17,657	23,255
主营业务成本	(16,466)	(20,465)	(19,271)	(15,339)	(18,613)
毛利	21,075	10,286	1,517	2,318	4,642
销售及管理费用	(1,564)	(1,724)	(1,559)	(1,430)	(1,535)
研发费用	(325)	(274)	(312)	(318)	(326)
其他经营净收入/费用	(1,677)	(1,604)	(3,258)	(284)	(328)
经营利润	17,508	6,685	(3,612)	286	2,454
财务成本净额	(702)	(609)	(567)	(721)	(742)
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
税前利润	16,815	6,105	(4,129)	(385)	1,762
税费	(2,389)	(987)	206	58	(264)
非控股权益	(1,031)	(772)	(14)	79	37
净利润	13,395	4,345	(3,936)	(248)	1,534
作每股收益计算的净利润	13,395	4,345	(3,936)	(248)	1,534

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,410	11,867	5,781	3,835	4,095
有价证券	67	52	52	52	52
应收账款及票据	13,478	10,410	10,394	8,828	11,627
存货	4,611	3,658	4,563	3,524	4,295
其他流动资产	5,803	5,533	5,533	5,533	5,533
总流动资产	27,369	31,520	26,324	21,772	25,603
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
总长期资产	51,892	54,409	56,094	56,213	56,007
总资产	79,261	85,929	82,418	77,985	81,609
短期贷款	4,004	2,427	10,942	11,991	13,537
应付账款	15,100	17,320	15,417	11,504	13,029
其他短期负债	4,841	3,698	2,497	2,256	2,771
总流动负债	23,945	23,445	28,856	25,750	29,337
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
总长期负债	19,173	21,252	18,252	17,252	16,252
总负债	43,117	44,698	47,108	43,002	45,589
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	31,047	30,799	31,873
股东权益	31,800	36,413	32,477	32,229	33,303
非控股权益	4,344	4,819	2,832	2,753	2,716
总权益	36,144	41,232	35,310	34,983	36,020

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	16,815	6,105	(4,129)	(385)	1,762
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	(3,993)	(1,550)	(1,530)
利息调整	702	609	567	721	742
其他经营活动现金流	(1,407)	583	187	38	(284)
经营活动现金流	12,732	14,371	(4,462)	1,909	3,917
资本开支	(14,457)	(8,111)	(6,493)	(3,136)	(2,957)
其他投资活动现金流	222	963	105	64	56
投资活动现金流	(14,235)	(7,148)	(6,388)	(3,071)	(2,901)
负债净变动	4,047	2,021	5,514	49	547
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,573)	0	0	0	(460)
其他融资活动现金流	(762)	(789)	(750)	(833)	(842)
融资活动现金流	1,711	1,232	4,764	(785)	(756)
汇率收益/损失	9	2	0	0	0
年初现金	3,192	3,410	11,867	5,781	3,835
年末现金	3,410	11,867	5,781	3,835	4,095

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	9.367	3.038	(2.752)	(0.173)	1.073
全面摊薄每股收益	9.367	3.038	(2.752)	(0.173)	1.073
每股股息	0.000	0.000	(0.826)	(0.052)	0.322
每股账面值	22.238	25.464	22.711	22.538	23.289
利润率分析(%)					
毛利率	56.1	33.5	7.3	13.1	20.0
EBITDA利润率	51.8	29.7	(2.9)	19.7	24.9
EBIT利润率	46.7	21.8	(17.1)	1.9	10.8
净利率	35.7	14.1	(18.9)	(1.4)	6.6
盈利能力(%)					
ROA	25.5	8.1	(4.2)	0.4	3.1
ROE	51.7	12.7	(11.4)	(0.8)	4.7
其他					
净负债权益比(%)	49.7	25.2	62.2	68.5	67.3
利息覆盖率	23.5	15.0	(0.9)	4.4	7.2
流动比率	1.1	1.3	0.9	0.8	0.9
存货周转天数	92.3	73.7	77.9	96.2	76.7
应收账款周转天数	121.5	141.8	182.6	198.7	160.5

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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、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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、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及北京赛目科技股份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，而并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。