

**买入**
**多重利空释放，静待多晶硅供需改善**
**新特能源 (1799.HK)**

2025-06-05 星期四

### 【投资要点】

 目标价: **5.66 港元**

 现价: **4.30 港元**

 预计升幅: **32%**

### 重要数据

| 日期          | 2025-6-4  |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元)    | 4.30      |
| 总股本 (亿股)    | 14.3      |
| 总市值 (亿港元)   | 61        |
| 净资产 (亿元)    | 353       |
| 总资产 (亿元)    | 817       |
| 52 周高低 (港元) | 13.5/3.78 |
| 每股净资产 (元)   | 22.93     |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

特变电工股份有限公司 (66.60%)

新疆特变电工集团(6.07%)

上海宁泉资产管理 (3.72%)

### 相关报告

深度报告-20211119

更新报告-20211213

更新报告-20220630/0908

更新报告-20230417/0818/0918

更新报告-20240717

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

#### ➤ 2025 年 Q1 净亏损 2.63 亿元，多重利空已释放

2025 年一季度，公司实现收入人民币 3,198.89 百万元，营业成本人民币 3,006.23 百万元及归属于上市公司股东的净亏损人民币 263.01 百万元。行业周期底部，公司经营亏损，大额资产减值，A 股上市撤回以及调出港股通等多重利空已经释放。未来在特变电工集团资金支持，以及应收账款保理等积极措施下，将有力保障公司穿越周期底部。

#### ➤ 多晶硅供需改善缓慢，2025 年业绩或将持续承压

硅业分会(截至 20250604)数据显示: n 型复投料成交均价为 3.75 万元/吨, n 型颗粒硅成交均价为 3.45 万元/吨, p 型多晶硅成交均价为 3.13 万元/吨, 价格暂时稳定。目前多晶硅在产企业数量为 11 家, 基本全部处于降负荷运作状态。2025 年 5 月, 我国多晶硅产量为 10.16 万吨。在行业自律的前提下, 各多晶硅厂均按配额进行生产, 产量不会有太大波动。截至 5 月中旬, 国内显性库存达 28.37 万吨, 叠加硅片、电池片环节隐性库存, 全产业链库存超过 45 万吨, 因此在需求不振, 库存高企形势下, 预期多晶硅供需关系改善尚待时日。但基于目前多晶硅价格, 下行空间已极为有限。2025 年整体行业业绩将持续承压, 下半年在供给侧持续停产检修措施下, 预期 2026 年供需关系改善后, 价格有望回归理性。

#### ➤ 考虑公司风光电站建设及运营资产价值, 公司价值严重低估

公司 2024 年主营收入构成中, 多晶硅业务占 37.4%, 风光电站建设和运营分别占 35.9%和 11.3%, 电气设备及其他占 15.4%。截至 2024 年底, 公司已实现并网发电的运营电站项目约 3.5GW, 2024 年确认收入的光伏及风电建设项目装机约 3GW。因此若考虑公司风光电站资产价值, 公司价值严重低估。我们更新公司盈利预测, 初步判断 2026 年公司将回归正常盈利。

#### ➤ 给予“买入”评级, 目标价 5.66 港元/股

我们给予公司 5.66 港元/股目标价, 对应 2026 年 8 倍 PE, 目标价较现价有 32%的涨幅空间, 给予“买入”评级。

| 人民币百万元        | FY2023 | FY2024  | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|---------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 收入            | 30,752 | 21,213  | 20,518 | 21,898  | 22,738 |
| 变动(%)         | -18.1% | -31.0%  | -3.3%  | 6.7%    | 3.8%   |
| 归属股东净利润       | 4,345  | (3,905) | (875)  | 1,098   | 1,534  |
| 变动(%)         | -67.6% | -189.9% | -77.6% | -225.4% | 39.7%  |
| 基本每股盈利(元)     | 3.04   | (2.73)  | (0.61) | 0.77    | 1.07   |
| 市盈率@4.3 港元(倍) | 1.3    | -1.4    | -6.4   | 5.1     | 3.7    |
| 每股净资产(元)      | 28.83  | 24.68   | 23.47  | 24.49   | 25.90  |
| 市净率@4.3 港元(倍) | 0.1    | 0.2     | 0.2    | 0.2     | 0.2    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 2025 年 Q1 净亏损 2.63 亿元，多重利空已释放

2025 年一季度，公司实现收入人民币 3,198.89 百万元，营业成本人民币 3,006.23 百万元及归属于上市公司股东的净亏损人民币 263.01 百万元。行业周期底部，公司经营亏损，大额资产减值，A 股上市撤回以及调出港股通等多重利空已经释放。未来在特变电工集团资金支持，以及应收账款保理等积极措施下，将有力保障公司穿越周期底部。

### ➤ 多晶硅供需改善缓慢，2025 年业绩或将持续承压

硅业分会（截至 20250604）数据显示：n 型复投料成交均价为 3.75 万元/吨，n 型颗粒硅成交均价为 3.45 万元/吨，p 型多晶硅成交均价为 3.13 万元/吨，价格暂时稳定。目前多晶硅在产企业数量为 11 家，基本全部处于降负荷运作状态。2025 年 5 月，我国多晶硅产量为 10.16 万吨。在行业自律的前提下，各多晶硅厂均按配额进行生产，产量不会有太大波动。

截至 5 月中旬，国内显性库存达 28.37 万吨，叠加硅片、电池片环节隐性库存，全产业链库存超过 45 万吨，因此在需求不振，库存高企形势下，预期多晶硅供需关系改善尚待时日。但基于目前多晶硅价格，下行空间已极为有限。2025 年整体行业业绩将持续承压，下半年在供给侧持续停产检修措施下，预期 2026 年供需关系改善后，价格有望回归理性。

### ➤ 考虑公司风光电站建设及运营资产价值，公司价值严重低估

公司 2024 年主营收入构成中，多晶硅业务占 37.4%，风光电站建设和运营分别占 35.9%和 11.3%，电气设备及其他占 15.4%。截至 2024 年底，公司已实现并网发电的运营电站项目约 3.5GW，2024 年确认收入的光伏及风电建设项目装机约 3GW。因此若考虑公司风光电站资产价值，公司价值严重低估。我们更新公司盈利预测，初步判断 2026 年公司将回归正常盈利。

### ➤ 给予“买入”评级，目标价 5.66 港元/股

我们给予公司 5.66 港元/股目标价，对应 2026 年 8 倍 PE，目标价较现价有 32% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

**表 1：行业估值比较 (20250604)**

| 行业    | 代码        | 简称     | 货币  | 股价    | 市值<br>(亿元人民币) | PE           |               |             |             | PB         |            |            |            |
|-------|-----------|--------|-----|-------|---------------|--------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|       |           |        |     |       |               | 2024A        | 2025E         | 2026E       | 2027E       | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
| 多晶硅   | 600438.SH | 通威股份   | CNY | 16.31 | 734           | -10.4        | -27.5         | 26.9        | 15.0        | 1.6        | 1.6        | 1.5        | 1.5        |
|       | 688303.SH | 大全能源   | CNY | 18.88 | 405           | -14.9        | -817.3        | 20.8        | 14.9        | 1.0        | 1.0        | 1.0        | 1.0        |
|       | 3800.HK   | 协鑫科技   | HKD | 0.82  | 234           | -4.6         | -313.1        | 12.7        | 7.2         | 0.6        | 0.5        | 0.5        | 0.5        |
|       | <b>平均</b> |        |     |       |               | <b>-10.0</b> | <b>-386.0</b> | <b>20.1</b> | <b>12.4</b> | <b>1.1</b> | <b>1.0</b> | <b>1.0</b> | <b>1.0</b> |
|       | 代码        | 简称     | 货币  | 股价    | 市值<br>(亿港元)   | PE           |               |             |             | PB         |            |            |            |
|       |           |        |     |       |               | 2024A        | 2025E         | 2026E       | 2027E       | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
| 新能源运营 | 0916.HK   | 龙源电力   | HKD | 6.74  | 1,131         | 8.1          | 7.2           | 6.7         | 6.3         | 0.7        | 0.7        | 0.6        | 0.6        |
|       | 2380.HK   | 中国电力   | HKD | 3.20  | 396           | 9.5          | 8.5           | 7.5         | 7.0         | 0.7        | 0.7        | 0.7        | 0.6        |
|       | 0836.HK   | 华润电力   | HKD | 20.50 | 1,061         | 7.4          | 7.3           | 6.8         | 6.5         | 1.1        | 0.9        | 0.8        | 0.8        |
|       | 0916.HK   | 龙源电力   | HKD | 6.74  | 1,131         | 8.1          | 7.2           | 6.7         | 6.3         | 0.7        | 0.7        | 0.6        | 0.6        |
|       | 0182.HK   | 协合新能源  | HKD | 0.43  | 34            | 3.9          | 3.2           | 3.0         | 3.0         | 0.4        | 0.4        | 0.3        | 0.3        |
|       | 0956.HK   | 新天绿色能源 | HKD | 4.25  | 286           | 9.9          | 6.6           | 5.9         | 5.1         | 0.7        | 0.7        | 0.6        | 0.5        |
|       | <b>平均</b> |        |     |       |               | <b>7.8</b>   | <b>6.7</b>    | <b>6.1</b>  | <b>5.7</b>  | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> |
|       | 1799.HK   | 新特能源   | HKD | 4.30  | 61            | -1.4         | -6.4          | 5.1         | 3.7         | 0.2        | 0.2        | 0.2        | 0.2        |

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪 (香港) 预测及整理

### 【风险提示】

1. 多晶硅价格持续下降
2. 产能扩张不及预期
3. 新增装机不及预期

## 【财务报表摘要】

### 损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|            | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入       | 30,752  | 21,213  | 20,518  | 21,898 | 22,738 |
| 营业成本       | 20,465  | 19,852  | 19,442  | 17,944 | 18,089 |
| 其他收入       | 0       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 行政费用       | 988     | 1,178   | 616     | 657    | 682    |
| 财务开支       | 609     | 602     | 718     | 766    | 796    |
| 应占联营公司利润   | 79      | 65      | 70      | 74     | 77     |
| 其他开支       | 240     | 179     | 144     | 153    | 159    |
| 税前盈利       | 6,105   | (4,079) | (1,209) | 1,516  | 2,118  |
| 所得税        | 987     | (36)    | (179)   | 224    | 313    |
| 少数股东应占利润   | 772     | (139)   | (154)   | 194    | 271    |
| 归属股东净利润    | 4,345   | (3,905) | (875)   | 1,098  | 1,534  |
| 折旧及摊销      | (1,602) | (3,410) | (575)   | (613)  | (637)  |
| EBITDA     | 7,019   | (1,336) | (1,422) | 1,289  | 1,881  |
| 增长         |         |         |         |        |        |
| 总收入 (%)    | -18%    | -31%    | -3%     | 7%     | 4%     |
| EBITDA (%) | -59%    | -119%   | 6%      | -191%  | 46%    |

### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|             | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 现金          | 13,501 | 11,663 | 5,549   | 8,365  | 9,985  |
| 应收账款        | 4,902  | 5,058  | 3,600   | 3,842  | 3,989  |
| 存货          | 3,658  | 4,725  | 4,300   | 3,968  | 4,000  |
| 其他流动资产      | 9,460  | 7,186  | 8,018   | 8,217  | 8,377  |
| 流动资产        | 31,520 | 28,633 | 21,466  | 24,393 | 26,351 |
| 固定资产        | 44,297 | 41,000 | 43,050  | 45,203 | 47,463 |
| 其他固定资产      | 10,112 | 12,048 | 19,495  | 19,656 | 22,897 |
| 非流动资产       | 54,409 | 53,048 | 62,545  | 64,859 | 70,360 |
| 总资产         | 85,929 | 81,681 | 84,012  | 89,251 | 96,711 |
| 流动负债        | 23,445 | 25,691 | 26,054  | 25,270 | 25,236 |
| 应付账款        | 9,870  | 10,870 | 10,327  | 9,811  | 9,320  |
| 短期银行贷款      | 3      | 610    | 671     | 739    | 812    |
| 其他短期负债      | 13,573 | 14,211 | 15,055  | 14,721 | 15,103 |
| 非流动负债       | 21,252 | 20,695 | 24,402  | 28,959 | 34,433 |
| 长期银行贷款      | 19,816 | 19,073 | 22,888  | 27,465 | 32,958 |
| 其他负债        | 1,437  | 1,622  | 1,514   | 1,493  | 1,475  |
| 总负债         | 44,698 | 46,387 | 50,456  | 54,228 | 59,669 |
| 少数股东权益      | 4,819  | 2,500  | 2,423   | 2,520  | 2,655  |
| 股东权益        | 36,413 | 32,793 | 31,133  | 32,503 | 34,387 |
| 每股账面值(人民币元) | 25.46  | 22.93  | 21.77   | 22.73  | 24.05  |
| 营运资金        | 8,075  | 2,941  | (4,587) | (877)  | 1,115  |

### 财务分析

|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 盈利能力          |         |         |         |         |         |
| EBITDA 利率 (%) | 23%     | -6%     | -7%     | 6%      | 8%      |
| 净利率 (%)       | 14%     | -18%    | -4%     | 5%      | 7%      |
| 营运表现          |         |         |         |         |         |
| SG&A/收入 (%)   | -3%     | -6%     | -3%     | -3%     | -3%     |
| 实际税率 (%)      | -16%    | -1%     | -15%    | -15%    | -15%    |
| 股息支付率 (%)     | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| 营业周期 (月)      | 12      | 61      | 62      | 63      | 64      |
| 应付账款天数        | 322     | 322     | 322     | 322     | 322     |
| 应收账款天数        | 189     | 189     | 189     | 189     | 189     |
| ROE (%)       | 12%     | -12%    | -3%     | 3%      | 4%      |
| ROA (%)       | 5%      | -5%     | -1%     | 1%      | 2%      |
| 财务状况          |         |         |         |         |         |
| 净负债/股本        | 0.17    | 0.24    | 0.58    | 0.61    | 0.69    |
| 收入/总资产        | 0.36    | 0.26    | 0.24    | 0.25    | 0.24    |
| 总资产/股本        | 2.36    | 2.49    | 2.70    | 2.75    | 2.81    |
| 收入对利息倍数       | (50.51) | (35.26) | (28.57) | (28.57) | (28.57) |

### 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|         | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBITDA  | 7,019    | (1,336)  | (1,422)  | 1,289    | 1,881    |
| 融资成本    | 1,715    | 8,260    | 16,943   | 5,202    | 6,798    |
| 营运资金变化  | 4,651    | (5,134)  | (7,528)  | 3,710    | 1,993    |
| 所得税     | 987      | (36)     | (179)    | 224      | 313      |
| 营运现金流   | 14,371   | 1,755    | 7,814    | 10,425   | 10,985   |
| 资本开支    | 8,264    | 13,903   | 12,687   | 11,715   | 10,937   |
| 其他投资活动  | (15,412) | (23,403) | (20,884) | (18,850) | (17,202) |
| 投资活动现金流 | (7,148)  | (9,500)  | (8,197)  | (7,135)  | (6,265)  |
| 负债变化    | 531      | (135)    | 3,876    | 4,645    | 5,567    |
| 股本变化    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 股息      | 1,230    | 1,204    | 1,445    | 1,733    | 2,080    |
| 其他融资活动  | 8,376    | 302      | (4,884)  | (6,854)  | (10,748) |
| 融资活动现金流 | 10,138   | 1,371    | 436      | (475)    | (3,101)  |
| 现金变化    | 8,457    | (6,374)  | 53       | 2,815    | 1,619    |
| 期初持有现金  | 3,410    | 11,867   | 5,495    | 5,549    | 8,365    |
| 汇率变动    | 2        | 1        | 1        | 1        | 1        |
| 期末持有现金  | 11,867   | 5,495    | 5,549    | 8,365    | 9,985    |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>