

## 买入

## A 股 IPO 获受理，公司估值优势凸显长期价值

**新特能源 (1799.HK)**

2022-6-30 星期四

### 投资要点

目标价: **28.9 港元**  
 现价: 23.1 港元  
 预计升幅: 25%

#### 多晶硅供应紧缺持续，预期 Q3 价格仍将维持高位：

2022 年以来，多晶硅价格呈现持续上涨态势，主要因为光伏终端需求强劲带来硅片产能的快速扩张，与此同时，供应端产能释放受制限电停电，计划外停产，检修等多重因素，造成硅料供应紧缺。展望三季度，光伏进入装机旺季，而主要硅料厂商通威股份，新特能源以及协鑫科技新增产能陆续释放，产量尚需要 3-6 个月爬坡期，在三季度供应两旺形势下，预期多晶硅价格有望持续高位运行。

#### 公司内蒙古包头新产能即将投运，A 股 IPO 获受理：

公司二季度完成新疆冷氢化产线技改，改造升级后产能达 10 万吨。内蒙包头 10 万吨硅料项目即将投产，7 月有产出，9-10 月完成爬坡，实现满产，至 2022 年底公司硅料年化产能将达 20 万吨。2022 年 3 月 15 日，公司董事会审议通过首次公开发行 A 股并在上海证券交易所上市的议案，于 2022 年 6 月 28 日，A 股发行申请材料获证监会受理，募集资金投建准东 20 万吨电子级多晶硅项目，预计在 2023-2024 年陆续投产。

#### 预期 2022 年上半年业绩亮眼，公司低估值优势凸显长期价值：

根据公司披露的未经审计的 2022 年一季报，公司实现营业收入人民币 67.12 亿元，营业成本人民币 31.54 亿元，归属于上市公司股东的净利润人民币 24.91 亿元。基于多晶硅二季度高位价格，预期上半年公司多晶硅业务利润同比显著增长，上半年业绩表现良好，公司低估值优势凸显长期投资价值。

#### 维持买入评级，目标价 28.9 港元：

我们更新公司目标价为 28.9 港元，相当于 2022 年和 2023 年 6.4 倍和 6.3 倍 PE，目标价较现价有 25% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	14,182	22,523	26,663	30,555	38,391
同比增长 (%)	62.6%	58.8%	18.4%	14.6%	25.6%
归属股东净利润	635	4,955	7,556	7,656	8,344
同比增长 (%)	57.6%	680.9%	52.5%	1.3%	9.0%
每股盈利 (元)	0.53	3.92	5.28	5.35	5.83
PE@23.1HKD	44.8	6.1	4.5	4.4	4.1
每股股息 (元)	0.10	1.05	1.10	1.15	1.25
股息率 (%)	0.49%	5.19%	5.44%	5.68%	6.19%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 重要数据

日期	2022-6-29
收盘价 (港元)	23.1
总股本 (百万股)	1,430
总市值 (百万港元)	33,033
净资产 (百万元)	23,389
总资产 (百万元)	58,199
52 周高低 (港元)	25.5 / 12.09
每股净资产 (港元)	17.13

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

特变电工 (香港) 有限公司 (66.5%)

### 相关报告

深度报告-20211119

更新报告-20211213

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

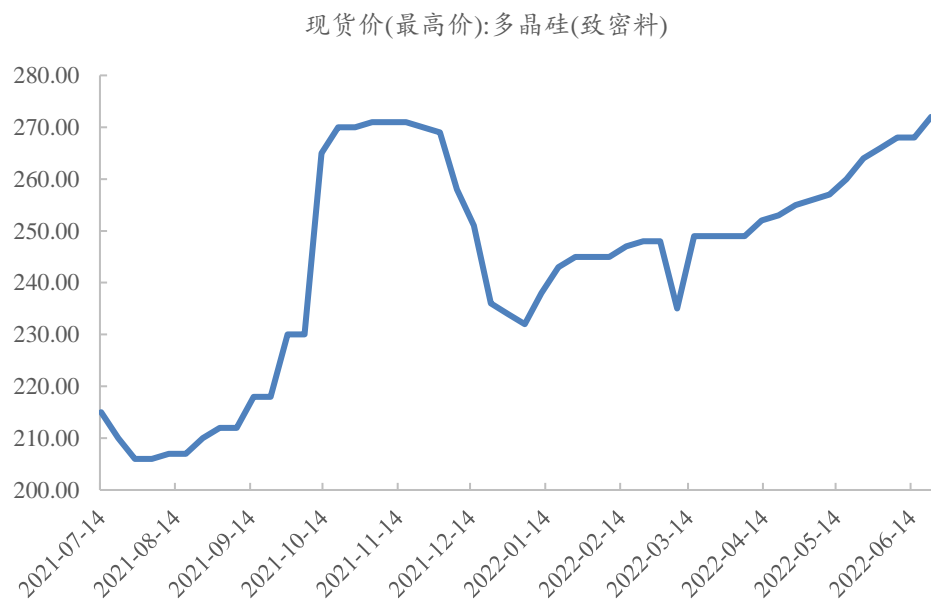
## 報告正文

### 多晶硅供应紧缺持续，预期 Q3 价格仍将维持高位：

硅业分会最新数据显示：本周国内单晶复投料价格区间在 28.5-29.0 万元/吨，成交均价为 28.63 万元/吨，周环比涨幅为 4.83%；单晶致密料价格区间在 28.3-28.8 万元/吨，成交均价为 28.42 万元/吨，周环比涨幅为 5.10%。

2022 年以来，多晶硅价格呈现持续上涨态势，主要因为光伏终端需求强劲带来硅片产能的快速扩张，与此同时，供应端产能释放受限制电停电，计划外停产，检修等多重因素，造成硅料供应紧缺。展望三季度，光伏进入装机旺季，而主要硅料厂商通威股份，新特能源以及协鑫科技新增产能陆续释放，产量尚需要 3-6 个月爬坡期，在三季度供应两旺形势下，预期多晶硅价格有望持续高位运行。

**图1：多晶硅价格 (元/kg)**



资料来源：Wind、硅业分会、国元证券经纪（香港）预测

### 公司内蒙古包头新产能即将投运，A 股 IPO 获受理：

公司二季度完成新疆冷氢化产线技改，改造升级后产能达 10 万吨。内蒙包头 10 万吨硅料项目即将投产，7 月有产出，9-10 月完成爬坡，实现满产，至 2022 年底公司硅料年化产能将达 20 万吨。2022 年 3 月 15 日，公司董事会审议通过首次公开发行 A 股并在上海证券交易所上市的议案，于 2022 年 6 月 28 日，A 股发行申请材料获证监会受理，募集资金投建准东 20 万吨电子级多晶硅项目，预计在 2023-2024 年陆续投产。

### 预期 2022 年上半年业绩亮眼，公司低估值优势凸显长期价值：

根据公司披露的未经审计的 2022 年一季报，公司实现营业收入人民币 67.12 亿元，营业成本人民币 31.54 亿元，归属于上市公司股东的净利润人民币 24.91 亿元。基于多晶硅二季度高位价格，预期上半年公司多晶硅业务利润同比显著增长，上半年业绩表现良好，公司低估值优势凸显长期投资价值。

### 维持买入评级，目标价 28.9 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，我们更新公司目标价为 28.9 港元，相当于 2022 年和 2023 年 6.4 倍和 6.3 倍 PE，目标价较现价有 25% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

多晶硅价格下降、产能扩张不及预期、新增装机不及预期

**表1：行业估值**

行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
硅料	600438.SH	通威股份	CNY	56.93	2,563	31.2	14.5	15.8	14.0	5.8	4.8	3.9	3.1
	688303.SH	大全能源	CNY	64.60	1,244	21.7	10.2	12.4	11.6	6.0	4.4	3.3	2.6
	3800.HK	协鑫科技	HKD	3.77	1,022	16.4	8.9	9.5	9.9	2.9	2.3	1.8	1.6
	<b>平均</b>					<b>23.1</b>	<b>11.2</b>	<b>12.5</b>	<b>11.8</b>	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>
新能源运营													
	2208.HK	金风科技	HKD	14.28	674	0.0	13.6	12.0	10.6	1.4	1.3	1.2	1.1
	0916.HK	龙源电力	HKD	14.84	1,745	0.0	14.2	12.1	10.5	1.8	1.5	1.4	1.2
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.76	68	0.0	6.5	5.4	4.5	0.8	0.7	0.6	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.07	414	0.0	6.1	5.0	4.0	0.7	0.7	0.6	0.6
	<b>平均</b>					<b>0.0</b>	<b>10.1</b>	<b>8.6</b>	<b>7.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
	1799.HK	新特能源	HKD	23.10	330	6.1	4.5	4.4	4.1	1.3	1.1	0.8	0.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	14,182	22,523	26,663	30,555	38,391
营业成本	-11,745	-13,231	-14,650	-18,065	-25,087
<b>毛利</b>	2,438	9,292	12,013	12,490	13,303
其他收入	118	77	91	105	132
销售费用	506	742	853	958	1,180
用	457	702	853	929	1,109
<b>经营利润</b>	900	6,302	10,098	10,262	11,123
财务收入	39	44	48	53	58
财务费用	689	743	823	864	907
投资利润净额	20	21	21	23	23
<b>税前盈利</b>	892	6,318	8,928	9,045	9,858
所得税	-64	-934	-714	-724	-789
少数股东应占利润	194	429	657	666	726
<b>归属股东净利润</b>	635	4,955	7,556	7,656	8,344
折旧及摊销	1,108	1,430	1,277	1,364	1,459
<b>EBITDA</b>	1,311	7,005	9,382	9,545	10,410
<b>增长</b>					
总收入 (%)	63%	59%	18%	15%	26%
净利润 (%)	58%	681%	52%	1%	9%

财务分析

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	17%	41%	45%	41%	35%
EBITDA 利率 (%)	9%	31%	35%	31%	27%
净利率 (%)	4%	22%	28%	25%	22%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	7%	15%	8%	8%	8%
股息支付率 (%)	19%	18%	18%	18%	18%
库存周转	82	82	82	82	82
应付账款天数	286	286	286	286	286
应收账款天数	128	128	128	123	123
ROE (%)	5%	25%	57%	56%	59%
ROA (%)	1%	9%	14%	13%	13%
<b>财务状况</b>					
总资产负债率 (%)	68%	60%	70%	71%	73%
净负债/股本	1.2	0.7	1.2	1.1	1.1
收入/总资产	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
总资产/股本	3.8	2.9	4.1	4.3	4.7
收入对利息倍数	-20.6	-30.3	-32.4	-35.4	-42.3

资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	1,994	3,192	3,670	4,862	5,296
应收账款	6,093	7,906	9,368	10,736	13,489
存货	2,260	3,718	3,304	4,075	5,659
其他流动资产	6,201	9,072	6,853	6,943	7,149
<b>流动资产</b>	16,549	23,888	23,196	26,615	31,592
固定资产	25,505	29,786	27,480	28,678	30,036
其他固定资产	3,536	4,525	3,826	4,010	4,224
<b>非流动资产</b>	29,040	34,311	31,306	32,688	34,260
<b>总资产</b>	45,589	58,199	54,502	59,303	65,852
<b>流动负债</b>	16,264	19,278	20,507	23,740	28,630
应付帐款	10,067	12,213	11,486	14,163	19,669
短期银行贷款	1,984	3,384	2,187	2,296	2,411
其他短期负债	4,213	3,681	6,835	7,281	6,550
<b>非流动负债</b>	14,766	15,532	17,743	18,614	19,528
长期银行贷款	14,245	14,341	17,201	18,061	18,964
其他负债	520	1,191	541	552	563
<b>总负债</b>	31,029	34,810	38,250	42,353	48,158
少数股东权益	2,488	3,361	3,011	3,312	3,643
<b>股东权益</b>	12,071	20,028	13,241	13,638	14,051
每股账面值(人民币)	10.06	10.53	9.26	9.54	9.83
营运资金	285	4,610	2,688	2,875	2,962

现金流量表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	1,311	7,005	9,382	9,545	10,410
财务开支净额	553	(787)	(871)	(917)	(965)
营运资金变化	37	(2,207)	(587)	615	1,244
所得税	(113)	(934)	(714)	(724)	(789)
<b>营运现金流</b>	2,965	4,310	7,122	8,494	9,709
资本开支	(6,340)	(8,411)	(8,654)	(9,519)	(9,995)
其他投资活动	3,188	1,177	(569)	(357)	(310)
<b>投资活动现金流</b>	(3,152)	(7,308)	(9,223)	(9,876)	(10,305)
负债变化	4,871	5,067	5,320	5,587	4,469
股本变化	0	0	0	0	0
股息	120	1,277	1,360	1,378	1,502
其他融资活动	(5,580)	(2,153)	(4,087)	(4,376)	(4,927)
<b>融资活动现金流</b>	(589)	4,191	2,593	2,588	1,044
<b>现金变化</b>	(776)	1,193	492	1,206	448
期初持有现金	2,781	1,994	3,192	3,670	4,862
汇率变动	(11)	5	(14)	(14)	(14)
期末持有现金	1,994	3,192	3,670	4,862	5,296

# 投资评级定义和免责条款

## 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>