

买入

硅料扩产顺利，未来业绩增长有保障

新特能源 (1799.HK)

2022-09-08 星期四

### 投资要点

目标价: **31.6 港元**  
 现价: 21.85 港元  
 预计升幅: 45%

#### ➤ 2022H1 盈利人民币 56.17 亿元，同比增长 357.37%:

2022H1 受益多晶硅价格高涨，公司实现收入人民币 147.16 亿元，同比增长 88.83%，归属股东净利润人民币 56.17 亿元，同比增长 357.37%，基本每股盈利人民币 3.93 元。目前多晶硅市场从 7-8 月的高紧缺状态开始有所缓解，在 2022Q4 海内外装机需求高峰形势下，预期硅料市场将持续紧平衡，硅料价格高位有望持续至年底，保障公司全年业绩高增长。

### 重要数据

日期	2022-09-07
收盘价 (港元)	21.85
总股本 (百万股)	1,430
总市值 (百万港元)	31,246
净资产 (百万元)	24,056
总资产 (百万元)	67,665
52 周高低 (港元)	257.7/12.36
每股净资产 (港元)	19.67

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 硅料扩产顺利，预期 2022/2023 年产量分别约为 11/24 万吨:

目前新疆产线产能已达到 10 万吨/年，考虑检修，预计 2022 年可贡献产量在 9 万吨；内蒙一期的 10 万吨多晶硅 Q3-Q4 进入调试和产能爬坡阶段，Q3 预计产量 6000 吨，Q4 全面达产，预计产量达到 2 万吨；内蒙二期 10 万吨项目已经取得各类审批手续，正在开展前期准备工作。同时，准东 20 万吨多晶硅一期 10 万吨项目已开工建设，预计 2023 年上半年建成投产，二期计划 2023 年下半年开工建设，预计 2024 年 6 月底投产。总体预计 2022 年产量 11-12 万吨，2023 年产量 24-25 万吨。

#### ➤ 风光电站业务稳步推进:

2022H1 公司风光电站建设和运营业务分别实现毛利人民币 6.02 亿元和 7.96 亿元，分别同比增长 87% 和 53.31%；期内公司新获取风光指标超过 2GW，截至 2022 年 6 月底，公司已并网运营电站达到 2.37GW，其中在建项目 1GW，预期在 2022H2 和 2023 年陆续并网发电。

#### ➤ 维持买入评级，提高目标价至 31.6 港元:

预期公司 A 股 IPO 有望在 2023 年上半年正式发行，A 股发行+进入港股通，有利于提升公司估值。我们更新公司盈利预期，并提高公司目标价为 31.6 港元，相当于 2022 年和 2023 年 5 倍和 4.8 倍 PE，目标价较现价有 45% 上升空间，维持买入评级。

### 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

更新报告-20220630

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	14,182	22,523	34,332	37,204	44,541
同比增长 (%)	62.6%	58.8%	52.4%	8.4%	19.7%
归属股东净利润	635	4,955	10,174	10,594	11,362
同比增长 (%)	57.6%	680.9%	105.3%	4.1%	7.3%
每股盈利 (元)	0.53	3.92	7.11	7.41	7.95
PE@21.85HKD	41.2	5.6	3.1	2.9	2.7
每股股息 (元)	0.10	1.10	1.16	1.21	1.27
股息率 (%)	0.52%	5.71%	6.00%	6.30%	6.62%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2022H1 盈利人民币 56.17 亿元，同比增长 357.37%：

2022H1 受益多晶硅价格高涨，公司实现收入人民币 147.16 亿元，同比增长 88.83%，归属股东净利润人民币 56.17 亿元，同比增长 357.37%，基本每股盈利人民币 3.93 元。目前多晶硅市场从 7-8 月的高紧缺状态开始有所缓解，在 2022Q4 海内外装机需求高峰形势下，预期硅料市场将持续紧平衡，硅料价格高位有望持续至年底，保障公司全年业绩高增长。

### 硅料扩产顺利，预期 2022/2023 年产量分别约为 11/24 万吨：

目前新疆产线产能已达到 10 万吨/年，考虑检修，预计 2022 年可贡献产量在 9 万吨；内蒙一期的 10 万吨多晶硅 Q3-Q4 进入调试和产能爬坡阶段，Q3 预计产量 6000 吨，Q4 全面达产，预计产量达到 2 万吨；内蒙二期 10 万吨项目已经取得各类审批手续，正在开展前期准备工作。同时，准东 20 万吨多晶硅一期 10 万吨项目已开工建设，预计 2023 年上半年建成投产，二期计划 2023 年下半年开工建设，预计 2024 年 6 月底投产。总体预计 2022 年产量 11-12 万吨，2023 年产量 24-25 万吨。

图1：公司多晶硅产能扩充计划



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

### 风光电站业务稳步推进：

2022H1 公司风光电站建设和运营业务分别实现毛利人民币 6.02 亿元和 7.96 亿元，分别同比增长 87% 和 53.31%；期内公司新获取风光指标超过 2GW，截至 2022 年 6 月底，公司已并网运营电站达到 2.37GW，其中在建项目 1GW，预期在 2022H2 和 2023 年陆续并网发电。

**维持买入评级，提高目标价至 31.6 港元：**

预期公司 A 股 IPO 有望在 2023 年上半年正式发行，A 股发行+进入港股通，有利于提升公司估值。我们更新公司盈利预期，并提高公司目标价为 31.6 港元，相当于 2022 年和 2023 年 5 倍和 4.8 倍 PE，目标价较现价有 45% 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	56.69	2,552	31.1	10.8	12.7	12.1	5.4	4.4	3.4	2.8
	688303.SH	大全能源	CNY	57.26	1,224	21.4	7.3	8.8	9.7	3.4	3.4	2.5	2.0
	3800.HK	协鑫科技	HKD	2.74	743	11.9	5.2	5.2	5.7	1.8	1.5	1.2	1.0
	<b>平均</b>					<b>21.5</b>	<b>7.8</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
新能源运营	2208.HK	金风科技	HKD	11.50	608	11.5	11.8	10.3	9.1	1.1	1.1	1.0	1.0
	0916.HK	龙源电力	HKD	12.62	1,702	14.0	12.4	10.4	9.0	1.4	1.3	1.2	1.1
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.72	65	6.8	6.5	4.6	3.6	0.7	0.7	0.7	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.56	386	5.6	5.8	4.7	4.0	0.7	0.6	0.6	0.5
	<b>平均</b>					<b>9.5</b>	<b>9.1</b>	<b>7.5</b>	<b>6.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
	1799.HK	新特能源	HKD	21.85	312	5.6	3.1	2.9	2.7	1.1	1.2	0.9	0.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14,182	22,523	34,332	37,204	44,541
营业成本	11,745	13,231	16,461	18,433	23,893
其他收入	72	213	325	352	421
行政费用	457	702	1,030	1,116	1,336
财务开支	703	714	1,202	1,302	1,559
应占联营公司利润	20	58	116	126	151
其他开支	97	168	240	260	312
<b>税前盈利</b>	892	6,318	14,049	14,629	15,689
所得税	64	934	2,079	2,165	2,322
少数股东应占利润	194	429	1,795	1,870	2,005
<b>归属股东净利润</b>	635	4,955	10,174	10,594	11,362
折旧及摊销	(383)	(692)	(961)	(1,042)	(1,247)
<b>EBITDA</b>	481	6,026	13,368	13,890	14,805
<b>增长</b>					
总收入 (%)		59%	52%	8%	20%
EBITDA (%)		1153%	122%	4%	7%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金	3,664	5,379	5,282	9,139	9,616
应收账款	4,586	6,103	15,058	16,317	19,535
存货	2,215	3,718	3,640	4,077	5,284
其他流动资产	5,931	8,688	11,489	12,021	12,812
<b>流动资产</b>	16,397	23,888	35,469	41,554	47,247
固定资产	16,770	25,216	28,578	30,578	34,905
其他固定资产	12,148	9,095	11,394	16,210	24,386
<b>非流动资产</b>	28,918	34,311	39,972	46,788	59,291
<b>总资产</b>	45,315	58,199	75,441	88,342	106,539
<b>流动负债</b>	15,755	19,278	24,986	25,685	30,578
应付账款	5,229	5,573	7,599	8,509	11,029
短期银行贷款	1,202	1,766	3,647	3,282	2,954
其他短期负债	9,325	11,939	13,740	13,894	16,594
<b>非流动负债</b>	15,058	15,532	14,097	12,796	11,625
长期银行贷款	13,930	14,341	12,907	11,616	10,454
其他负债	1,127	1,191	1,190	1,180	1,171
<b>总负债</b>	30,813	34,810	39,083	38,481	42,203
少数股东权益	2,460	3,361	4,259	5,194	6,196
<b>股东权益</b>	12,041	20,028	32,100	44,667	58,139
每股账面值(人民币元)	10.03	14.01	22.45	31.24	40.66
营运资金	641	4,610	10,484	15,869	16,670

**财务分析**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	3%	27%	39%	37%	33%
净利率 (%)	4%	22%	30%	28%	26%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-7%	-15%	-15%	-15%	-15%
股息支付率 (%)	19%	28%	16%	16%	16%
营业周期 (月)	12	12	12	12	61
应付账款天数	333	322	322	322	322
应收账天数	276	189	189	189	189
ROE (%)	5%	25%	32%	24%	20%
ROA (%)	3%	10%	15%	13%	12%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.95	0.54	0.35	0.13	0.07
收入/总资产	0.31	0.39	0.46	0.42	0.42
总资产/股本	3.76	2.91	2.35	1.98	1.83
收入对利息倍数	(20.17)	(31.55)	(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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	481	6,026	13,368	13,890	14,805
融资成本	1,779	(6,619)	(14,315)	(7,029)	(2,593)
营运资金变化	641	3,969	5,873	5,385	801
所得税	64	934	2,079	2,165	2,322
<b>营运现金流</b>	2,965	4,310	7,006	14,411	15,335
资本开支	6,011	8,762	9,544	12,288	14,669
其他投资活动	(9,163)	(16,070)	(17,626)	(23,086)	(27,818)
<b>投资活动现金流</b>	(3,152)	(7,308)	(8,082)	(10,798)	(13,149)
负债变化	15,132	974	447	(1,655)	(1,490)
股本变化	1,200	230	0	0	0
股息	834	1,277	1,405	1,545	1,700
其他融资活动	(17,755)	1,710	1,309	347	(1,924)
<b>融资活动现金流</b>	(589)	4,191	3,161	237	(1,714)
<b>现金变化</b>	(787)	1,199	2,085	3,851	472
期初持有现金	2,781	1,994	3,192	5,282	9,139
汇率变动	(11)	5	5	5	5
期末持有现金	1,994	3,192	5,282	9,139	9,616

## 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>