

买入

A 股 IPO 提升估值，N 型硅料显优势

新特能源 (1799.HK)

2023-09-18 星期一

投资要点

目标价: **20 港元**
 现价: 16.18 港元
 预计升幅: 24%

重要数据

日期	2023-09-17
收盘价 (港元)	16.18
总股本 (百万股)	1,430
总市值 (百万港元)	23,137
净资产 (百万元)	41,724
总资产 (百万元)	84,325
52 周高低 (港元)	24.05/13.1
每股净资产 (港元)	28.06

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(64.43%)
 特变电工集团有限公司(5.86%)

相关报告

深度报告-20211119
 更新报告-20211213
 更新报告-20220630
 更新报告-20220908
 更新报告-20230417/0818

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **A 股 IPO 即将上会，预期年底完成发行：**

上交所上市委 9 月 12 日公告，公司上交所主板 IPO 首发定于 9 月 19 日上会。公司此次 A 股 IPO，发行不超过 3 亿股，募集资金不超过 88 亿元，用于建设准东 20 万吨多晶硅项目，其中一期 10 万吨已于 2023 年 6 月底建成，年底前将达产。若 A 股 IPO 成功过会，有望在 2023 年底前完成发行。预期 A 股的成功发行，有利拓宽融资渠道，降低财务成本，募集集团除满足扩产需求外，更为未来的股息分派创造更多且稳定的现金流。因此，A 股顺利发行，是提升公司整体估值的关键催化剂。

➤ **短期多晶硅价格维稳向上，利好公司 Q3 利润环比回升：**

硅业分会最新数据显示，单晶复投料主流价格为 82.3 元/KG，单晶致密料的主流价格为 80.4 元/KG；N 型料价格为 92.3 元/KG，硅料价格整体环比持平。近期多晶硅供需偏紧，库存持续低位。从供给端来看，硅料新产能实际产出有限，整体供应仍显紧张；从需求端来看，近期硅片排产大幅提升，硅料的采购需求持续强劲。短期供需偏紧形势下，预期 Q3 价格维稳向上，有利公司 Q3 利润环比回升。

➤ **N-P 型硅料价差拉大，公司 N 型硅料显优势：**

目前 N-P 型硅料价差达到 1 元/KG。随着 N 型硅片渗透率增长（2023 年约 30%，2024 年将达到约 70%），N 型硅料市场需求将扩大，预期 N-P 型价差或进一步拉大。2023H1 公司甘泉堡基地 N 型硅料的占比约 50%，内蒙古 N 型硅料占比约 30%，公司作为多晶硅头部企业，生产装置根据下游订单需求可以更多产出具价格优势的 N 型料。

➤ **维持买入评级，提高目标价至 20 港元：**

我们提高公司目标价至 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 5 倍和 4.7 倍 PE，目标价较现价有 24% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	22,523	37,541	32,498	38,616	39,988
同比增长 (%)	58.8%	66.7%	-13.4%	18.8%	3.6%
归属股东净利润	4,955	13,395	6,230	6,612	6,782
同比增长 (%)	680.9%	170.3%	-53.5%	6.1%	2.6%
每股盈利 (元)	3.92	9.37	4.36	4.62	4.74
PE@16.18HKD	4.1	1.7	3.7	3.5	3.4
每股股息 (元)	1.10	0.00	1.21	1.27	1.27
股息率 (%)	7.42%	0.00%	8.18%	8.59%	8.59%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

A 股 IPO 即将上会，预期年底完成发行：

上交所上市委 9 月 12 日公告，公司上交所主板 IPO 首发定于 9 月 19 日上会。公司此次 A 股 IPO，发行不超过 3 亿股，募集资金不超过 88 亿元，用于建设准东 20 万吨多晶硅项目，其中一期 10 万吨已于 2023 年 6 月底建成，年底前将达产。

若 A 股 IPO 成功过会，有望在 2023 年底前完成发行。预期 A 股的成功发行，有利拓宽融资渠道，降低财务成本，募集集团除满足扩产需求外，更为未来的股息分派创造更多且稳定的现金流。因此，A 股顺利发行，是提升公司整体估值的关键催化剂。

短期多晶硅价格维稳向上，利好公司 Q3 利润环比回升：

硅业分会最新数据显示，单晶复投料主流价格为 82.3 元/KG，单晶致密料的主流价格为 80.4 元/KG；N 型料价格为 92.3 元/KG，硅料价格整体环比持平。近期多晶硅供需偏紧，库存持续低位。从供给端来看，硅料新产能实际产出有限，整体供应仍显紧张；从需求端来看，近期硅片排产大幅提升，硅料的采购需求持续强劲。短期供需偏紧形势下，预期 Q3 价格维稳向上，有利公司 Q3 利润环比回升。

N-P 型硅料价差拉大，公司 N 型硅料显优势：

目前 N-P 型硅料价差达到 1 元/KG。随着 N 型硅片渗透率增长（2023 年约 30%，2024 年将达到约 70%），N 型硅料市场需求将扩大，预期 N-P 型价差或进一步拉大。2023H1 公司甘泉堡基地 N 型硅料的占比约 50%，内蒙古 N 型硅料占比约 30%，公司作为多晶硅头部企业，生产装置根据下游订单需求可以更多产出具价格优势的 N 型料。

维持买入评级，提高目标价至 20 港元：

我们提高公司目标价至 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 5 倍和 4.7 倍 PE，目标价较现价有 24% 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			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
多晶硅	600438.SH	通威股份	CNY	31.00	1,387	6.5	7.4	8.7	8.5	2.3	1.9	1.7	1.8
	688303.SH	大全能源	CNY	40.20	856	4.5	13.4	21.3	16.4	2.0	1.8	1.7	1.6
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.38	373	2.1	3.6	4.0	3.3	0.7	0.7	0.6	0.5
	平均					4.4	8.1	11.4	9.4	1.7	1.5	1.3	1.3
新能源运营	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
	0916.HK	龙源电力	HKD	6.56	1,266	9.6	6.3	5.4	4.7	0.8	0.7	0.6	0.6
	2380.HK	中国电力	HKD	2.99	370	12.5	8.2	5.4	4.3	0.7	0.7	0.7	0.6
	0836.HK	华润电力	HKD	15.32	737	10.5	5.6	4.8	4.2	0.9	0.8	0.7	0.6
	0916.HK	龙源电力	HKD	6.56	1,266	9.6	6.3	5.4	4.7	0.8	0.7	0.6	0.8
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.61	53	5.4	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.76	264	4.5	0.0	0.0	2.7	0.5	0.5	0.5	0.4
平均					8.7	4.4	3.5	3.4	0.7	0.7	0.6	0.6	
1799.HK	新特能源	HKD	16.18	231	4.1	1.7	3.7	3.5	0.6	0.6	0.5	0.5	

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,523	37,541	32,498	38,616	39,988
营业成本	13,231	16,466	20,277	25,186	26,171
其他收入	213	0	0	0	0
行政费用	702	906	975	1,158	1,200
财务开支	714	702	1,137	1,352	1,400
应占联营公司利润	58	130	110	131	136
其他开支	168	386	227	270	280
税前盈利	6,318	16,815	8,603	9,130	9,365
所得税	934	2,389	1,273	1,351	1,386
少数股东应占利润	429	1,031	1,099	1,167	1,197
归属股东净利润	4,955	13,395	6,230	6,612	6,782
折旧及摊销	(692)	(1,340)	(910)	(1,081)	(1,120)
EBITDA	6,026	17,323	8,265	8,729	8,949
增长					
总收入 (%)	59%	67%	-13%	19%	4%
EBITDA (%)	1153%	187%	-52%	6%	3%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	5,379	5,195	4,711	4,121	6,849
应收账款	6,103	5,207	9,977	9,315	7,015
存货	3,718	4,611	4,484	5,570	5,788
其他流动资产	8,688	12,355	11,829	12,576	12,957
流动资产	23,888	27,369	31,001	31,582	32,608
固定资产	25,216	34,112	35,136	37,947	37,947
其他固定资产	9,095	17,780	25,816	34,092	48,559
非流动资产	34,311	51,892	60,951	72,039	86,506
总资产	58,199	79,261	91,952	103,621	119,114
流动负债	19,278	23,945	27,090	30,153	32,686
应付账款	5,573	10,399	9,360	10,464	12,081
短期银行贷款	1,766	1,932	1,739	1,565	1,722
其他短期负债	11,939	11,614	15,991	18,124	18,884
非流动负债	15,532	19,173	21,049	21,850	25,997
长期银行贷款	14,341	17,355	19,090	20,045	24,054
其他负债	1,191	1,818	1,959	1,806	1,943
总负债	34,810	43,117	48,140	52,003	58,683
少数股东权益	3,361	4,344	4,893	5,477	6,075
股东权益	20,028	31,800	38,919	46,140	54,356
每股账面值(人民币元)	14.01	22.24	27.22	32.27	38.01
营运资金	4,610	3,424	3,911	1,429	(78)

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	27%	46%	25%	23%	22%
净利率 (%)	22%	36%	19%	17%	17%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-15%	-14%	-15%	-15%	-15%
股息支付率 (%)	28%	0%	28%	28%	27%
营业周期 (月)	12	12	12	61	62
应付账款天数	322	322	322	322	322
应收账天数	189	189	189	189	189
ROE (%)	25%	42%	16%	14%	12%
ROA (%)	10%	19%	7%	7%	6%
财务状况					
净负债/股本	0.54	0.44	0.41	0.38	0.35
收入/总资产	0.39	0.47	0.35	0.37	0.34
总资产/股本	2.91	2.49	2.36	2.25	2.19
收入对利息倍数	(31.55)	(53.47)	(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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	6,026	17,323	8,265	8,729	8,949
融资成本	(6,619)	(869)	572	1,989	689
营运资金变化	3,969	(1,186)	486	(2,482)	(1,506)
所得税	934	2,389	1,273	1,351	1,386
营运现金流	4,310	17,656	10,597	9,587	9,518
资本开支	8,762	12,085	12,036	13,189	11,874
其他投资活动	(16,070)	(22,743)	(22,616)	(24,893)	(22,233)
投资活动现金流	(7,308)	(10,658)	(10,580)	(11,704)	(10,359)
负债变化	974	3,180	1,542	781	4,165
股本变化	230	0	0	0	0
股息	1,277	1,405	1,405	1,686	2,023
其他融资活动	1,710	(9,585)	(3,454)	(945)	(2,625)
融资活动现金流	4,191	(5,000)	(506)	1,522	3,563
现金变化	1,199	1,998	(490)	(595)	2,722
期初持有现金	1,994	3,192	5,195	4,711	4,121
汇率变动	5	5	5	5	5
期末持有现金	3,192	5,195	4,711	4,121	6,849

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>