

买入

多晶硅价格理性回归，不改公司长期投资逻辑

新特能源 (1799.HK)

2021-12-13 星期一

投资要点

目标价: **21.8 港元**
 现价: 15.9 港元
 预计升幅: 37%

➤ 预计 2022 年公司多晶硅全年实际产量将达到 13-14 万吨左右:

2021 年 1-9 月, 公司多晶硅产量 5.6 万吨。受益于冷氢化升级, 9 月后公司单月产量较之前提升约 500-600 吨; 10-11 月公司月产量接近 7400-7500 吨。预计随着冷氢化产能的释放, 2021 年公司全年产量将达到 7.6 万吨。预计新疆冷氢化技术改造将于 2022 年 Q1 完成, 年产能将提升至 10 万吨; 内蒙包头一期 10 万吨多晶硅项目建设, 预计 2022 年下半年建成投产, 届时公司多晶硅总产能将提升至 20 万吨/年, 考虑产量逐步释放爬坡期, 预计全年实际产量将达到 13-14 万左右。

重要数据

日期	2021-12-10
收盘价 (港元)	15.90
总股本 (百万股)	1,430
总市值 (百万港元)	22,737
净资产 (百万元)	15,658
总资产 (百万元)	48,277
52 周高低 (港元)	19.05 / 6.35
每股净资产 (港元)	9.2

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 受工业硅和硅片价格下降传导, 多晶硅价格开始松动:

近期随着工业硅价格的下降, 特别是下游硅片价格也开始出现较大幅度的下降, 两头的传导效应影响, 造成多晶硅市场交易价格开始出现松动。多晶硅厂商与下游硅片企业新一轮的合约正在商谈中, 我们预计 12 月中下旬后, 多晶硅价格将从高位开始出现一定幅度的下降。

➤ 多晶硅价格理性回归, 不改公司长期投资逻辑:

根据 2022 年全行业多晶硅产能释放情况, 对应终端装机需求, 整体供需平衡, 若对应下游硅片产能, 则供需错配将持续, 多晶硅价格仍将有较大支撑。在国家能耗双控政策下, 未来扩产将受到能评指标限制, 产能释放周期将拉长, 头部企业集中度和竞争力将进一步提升。因此, 即使多晶硅价格理性回归, 头部企业仍将有合理的利润率水平, 通过扩产以量抵价, 未来业绩仍将保持增长。而且多晶硅价格下降的风险前期已经有所释放, 因此, 多晶硅价格理性回归, 不改公司长期投资逻辑。

➤ 维持买入评级, 目标价 21.8 港元:

我们更新公司目标价为 21.8 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 7.5 倍和 7.2 倍 PE, 目标价较现价有 37% 上升空间, 维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	8,722	13,507	18,579	22,547	24,571
同比增长 (%)	-27.6%	54.9%	37.6%	21.4%	9.0%
归属股东净利润	403	695	4,262	4,462	4,544
同比增长 (%)	-63.7%	72.7%	512.9%	4.7%	1.8%
每股盈利 (元)	0.34	0.58	3.55	3.72	3.79
PE@15.9HKD	46.8	27.4	4.5	4.3	4.2
每股股息 (元)	0.06	0.10	0.64	0.67	0.68
股息率 (%)	0.46%	0.77%	4.92%	5.15%	5.25%

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

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

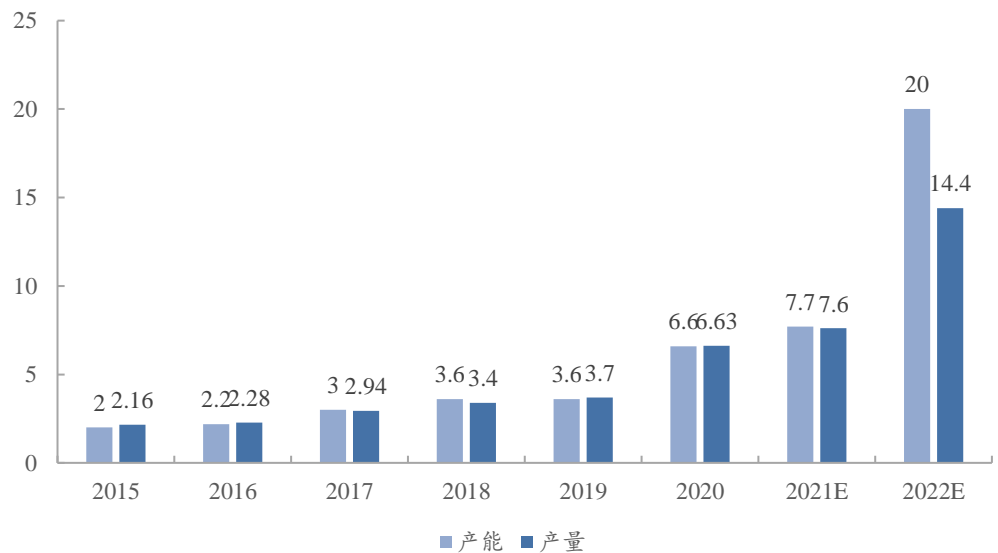
報告正文

预计 2022 年公司多晶硅全年实际产量将达到 13-14 万吨左右：

2021 年 1-9 月，公司实现多晶硅产量 5.6 万吨，其中第三季度产量为 2 万吨，主要是新疆产线冷氢化技改带来的产能提升。

受益于冷氢化升级，9 月份以后公司单月产量较之前提升约 500-600 吨；到 10-11 月，冷氢化效益持续发挥，月产量接近 7400-7500 吨。我们预计随着冷氢化产能的释放，2021 年公司全年产量将达到 7.6 万吨。新疆多晶硅产线技改项目预计 2022 年 4 月底完成，经过 2-3 个月试产后，新疆多晶硅产能将提升至 10 万吨/年。此外，新疆内蒙一期 10 万吨多晶硅项目在 8 月份已完成项目备案、环评、安评及能评等重要批文及项目用地的获取，基本完成设计、关键核心设备的招标及采购，目前正在建设，预计 2022 年中期将建设，3 个月之后达产，届时公司名义产能将达到 20 万吨/年。考虑产量逐步释放爬坡期，预计全年实际产量将达到 13-14 万左右。

图1：公司多晶硅产能及产量(万吨)

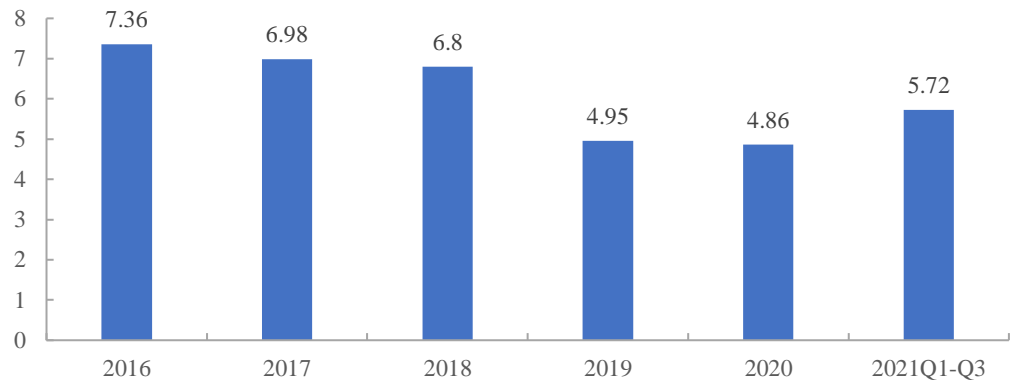


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

预计 2021 年全年成本有所上升：

2021 年 1-9 月份，受到三氯氢硅供应不足，原材料工业硅大幅涨价及生产线例行检修等因素的影响，公司生产成本有所上升，2021 年 1-9 月公司多晶硅平均生产成本为 5.72 万元/吨。不过随着公司冷氢化产能释放，三氯氢硅大量自供，全国限电限产现象缓解，工业硅价格逐渐下降，预计公司全年平均生产成本较前三季度平均成本有所下降。

图2：公司多晶硅生产成本（万元/吨）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

受工业硅和硅片价格下降传导，多晶硅价格开始松动：

近期随着工业硅价格的下降，特别是下游硅片价格也开始出现较大幅度的下降，两头的传导效应影响，造成多晶硅市场交易价格开始出现松动。多晶硅厂商与下游硅片企业新一轮的合约正在商谈中，我们预计 12 月中下旬后，多晶硅价格将从高位开始出现一定幅度的下降。

多晶硅价格理性回归，不改公司长期投资逻辑：

根据 2022 年全行业多晶硅产能释放情况，对应终端装机需求，整体供需平衡，若对应下游硅片产能，则供需错配将持续，多晶硅价格仍将有较大支撑。在国家能耗双控政策下，未来扩产将受到能评指标限制，产能释放周期将拉长，头部企业集中度和竞争力将进一步提升。因此，即使多晶硅价格理性回归，头部企业仍将有合理的利润率水平，通过扩产以量抵价，未来业绩仍将保持增长。而且多晶硅价格下降的风险前期已经有所释放，因此，多晶硅价格理性回归，不改公司长期投资逻辑。

维持买入评级，目标价 21.8 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，更新公司目标价 21.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 7.5 倍和 7.2 倍 PE，目标价较现价有 37% 上升空间，给予持有评级。

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			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
硅料	600438.SH	通威股份	CNY	48.43	2,180	60.4	26.4	20.2	17.8	6.2	5.8	4.6	0.8
	688303.SH	大全能源	CNY	68.48	1,318	126.3	20.1	17.5	16.8	8.7	9.1	6.1	4.6
	平均					93.4	23.2	18.8	17.3	7.4	7.4	5.3	2.7
	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
新能源运营	2208.HK	金风科技	HKD	17.22	884	20.7	15.2	13.6	12.1	1.8	1.6	1.5	1.3
	0916.HK	龙源电力	HKD	17.18	1,381	24.6	18.3	15.9	13.9	2.1	1.8	1.7	1.5
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.80	71	8.9	6.9	5.5	4.4	0.9	0.8	0.7	0.7
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	5.92	542	12.7	8.1	7.2	6.7	1.5	1.2	1.0	0.9
	平均					16.7	12.1	10.6	9.3	1.6	1.4	1.2	1.1
	1799.HK	新特能源	HKD	15.90	227	27.5	4.5	4.3	4.2	1.4	1.0	1.0	0.9

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	8,722	13,507	18,579	22,547	24,571
营业成本	-6,888	-11,364	-11,960	-15,577	-17,554
毛利	1,834	2,142	6,618	6,970	7,016
其他收入	84	148	204	247	270
销售费用	-403	-567	-702	-835	-892
行政费用及其他营业费用	-581	-646	-733	-872	-903
经营利润	903	1,498	5,455	5,706	5,828
财务收入	41	42	46	50	55
财务费用	-417	-595	-677	-710	-746
投资利润净额	35	20	21	21	23
税前盈利	562	966	4,846	5,067	5,161
所得税	-45	-73	-367	-384	-391
少数股东应占利润	114	197	217	221	226
归属股东净利润	403	695	4,262	4,462	4,544
折旧及摊销	880	1,108	1,430	1,277	1,364
EBITDA	1,859	2,668	6,952	7,055	7,270
增长					
总收入 (%)	-28%	55%	38%	21%	9%
净利润 (%)	-64%	73%	513%	5%	2%

资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	2,747	1,774	2,360	3,333	4,187
应收账款	3,874	6,093	6,855	8,319	9,065
存货	3,038	2,260	2,788	3,631	4,092
其他流动资产	6,706	6,422	6,656	6,853	6,943
流动资产	16,365	16,549	18,658	22,136	24,287
固定资产	19,278	25,505	26,427	27,480	28,678
其他固定资产	6,063	3,536	3,669	3,826	4,010
非流动资产	25,340	29,040	30,096	31,306	32,688
总资产	41,705	45,589	48,754	53,442	56,975
流动负债	14,401	16,264	16,471	19,447	21,411
应付账款	8,343	10,067	9,206	11,990	13,512
短期银行贷款	3,268	1,984	2,083	2,187	2,296
其他短期负债	2,790	4,213	5,182	5,271	5,603
非流动负债	13,456	14,766	16,913	17,743	18,614
长期银行贷款	12,822	14,245	16,382	17,201	18,061
其他负债	634	520	531	541	552
总负债	27,856	31,029	33,384	37,190	40,025
少数股东权益	2,425	2,488	2,737	3,011	3,312
股东权益	11,423	12,071	12,633	13,241	13,638
每股账面值(人民币)	9.52	10.06	10.53	11.03	11.37
营运资金	1,964	285	2,188	2,688	2,875

财务分析

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	21%	16%	36%	31%	29%
EBITDA 利率 (%)	21%	20%	37%	31%	30%
净利率 (%)	5%	5%	23%	20%	18%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7%	5%	4%	4%	4%
实际税率 (%)	8%	8%	8%	8%	8%
股息支付率 (%)	18%	17%	18%	18%	18%
库存周转	158	85	85	85	85
应付账款天数	471	281	281	281	281
应收账款天数	157	135	135	135	129
ROE (%)	4%	6%	34%	34%	33%
ROA (%)	1%	2%	9%	8%	8%
财务状况					
总资产负债率 (%)	67%	68%	68%	70%	70%
净负债/股本	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
收入/总资产	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	3.7	3.8	3.9	4.0	4.2
收入对利息倍数	20.9	22.7	27.5	31.7	32.9

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1,859	2,668	6,952	7,055	7,270
财务开支净额	376	553	631	660	690
营运资金变化	(3,126)	37	(2,119)	552	390
所得税	(87)	(113)	(367)	(384)	(391)
营运现金流	(1,474)	2,279	3,593	6,261	6,324
资本开支	(4,902)	(6,340)	(6,657)	(7,855)	(8,248)
其他投资活动	589	(682)	520	(569)	(357)
投资活动现金流	(4,313)	(7,022)	(6,136)	(8,424)	(8,605)
负债变化	3,537	4,871	5,067	5,320	5,587
股本变化	155	0	0	0	0
股息	72	120	767	803	818
其他融资活动	909	(1,207)	(2,690)	(2,973)	(3,256)
融资活动现金流	4,673	3,784	3,145	3,150	3,148
现金变化	(1,114)	(959)	601	987	868
期初持有现金	3,856	2,747	1,774	2,360	3,333
汇率变动	5	(14)	(14)	(14)	(14)
期末持有现金	2,747	1,774	2,360	3,333	4,187

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>