

持有

上半年盈警，静待硅料价格穿越周期底部

新特能源 (1799.HK)

2024-07-17 星期三

投资要点

目标价: **9.16 港元**
现价: 7.85 港元
预计升幅: 17%

重要数据

日期	2024-7-16
收盘价 (港元)	7.85
总股本 (百万股)	1,430
总市值 (百万港元)	11,226
净资产 (百万元)	41,232
总资产 (百万元)	85,929
52 周高低 (港元)	16.42/7.36
每股净资产 (港元)	27.87

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-20230417/0818/0918

研究部

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

➤ 预计 2024 年上半年亏损 7.8-9.5 亿元:

公司公告经初步评估, 预计 2024 年上半年亏损 7.8 亿元至 9.5 亿元, 而去年同期盈利 47.59 亿元。期内公司多晶硅销量同比增长 50%, 多晶硅生产成本同比下降约 30%, 但受市场供需关系变化的影响, 多晶硅平均售价较 2023 年同期大幅下降。公司电站建设及运营业务稳步推进, 逆变器关键设备出货量较 2023 年同期实现大幅增长, 但上述业务增长对盈利的贡献不及多晶硅销售价格下跌对盈利的影响。公司 2024Q1 实现盈利 3.59 亿元, 预计 Q2 亏损约 12 亿元。

➤ 硅料库存仍在高位, 价格从底部反弹尚需时日:

近期硅料交易冷清, 价格基本保持稳定, Energy Trend 最新单晶复投料主流成交价格为 34 元/KG, 单晶致密料的主流成交价格为 32 元/KG; N 型料报价为 38 元/KG。当前硅料价格下, 一二线大厂单 KG 亏损约 10-15 元, 价格已经逼近底部, 但硅料库存的水平仍在 25 万-30 万吨高位, 对应 40~50 天的库存水平, 预计只有库存消化到 15 万吨及以下, 对应 20 天库存水平, 硅料价格才有望从底部反弹。

➤ 工信部发文规范光伏制造业, 利好行业供需格局改善:

近日工信部发文规范光伏制造业, 对新建及改扩建项目中的自有资金比例从 20% 上调至 30%, 在目前硅料全行业亏损情况下, 预计下半年起, 在建或预备建设的硅料项目大概率会出现延迟, 该文件出台将加速落后产能出清, 利好行业供需格局改善。考虑到目前头部厂商仍有大量待建产能, 初步预计此轮整合至少仍需 6-12 月才能完成。

➤ 更新目标价至 9.16 港元, 给予持有评级:

我们更新公司目标价 9.16 港元, 相当于 2025 年和 2026 年 9 倍和 5.5 倍 PE, 目标价较现价有 17% 上升空间, 给予持有评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	37,541	30,752	20,949	28,134	29,759
同比增长 (%)	66.7%	-18.1%	-31.9%	34.3%	5.8%
归属股东净利润	13,395	4,345	(622)	1,585	2,620
同比增长 (%)	170.3%	-67.6%	-114.3%	-354.7%	65.3%
每股盈利 (元)	9.31	3.04	(0.44)	1.11	1.83
PE@7.85HKD	0.8	2.6	-18.0	7.1	4.3
每股净资产 (元)	10.17	12.63	12.02	14.08	14.09

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

预计 2024 年上半年亏损 7.8-9.5 亿元：

公司公告经初步评估，预计 2024 年上半年亏损 7.8 亿元至 9.5 亿元，而去年同期盈利 47.59 亿元。期内公司多晶硅销量同比增长 50%，多晶硅生产成本同比下降约 30%，但受市场供需关系变化的影响，多晶硅平均售价较 2023 年同期大幅下降。公司电站建设及运营业务稳步推进，逆变器等关键设备出货量较 2023 年同期实现大幅增长，但上述业务增长对盈利的贡献不及多晶硅销售价格下跌对盈利的影响。公司 2024Q1 实现盈利 3.59 亿元，预计 Q2 亏损约 12 亿元。

硅料库存仍在高位，价格从底部反弹尚需时日：

近期硅料交易冷清，价格基本保持稳定，Energy Trend 最新单晶复投料主流成交价格为 34 元/KG，单晶致密料的主流成交价格为 32 元/KG；N 型料报价为 38 元/KG。当前硅料价格下，一二线大厂单 KG 亏损约 10-15 元，价格已经逼近底部，但硅料库存的水平仍在 25 万-30 万吨高位，对应 40~50 天的库存水平，预计只有库存消化到 15 万吨及以下，对应 20 天库存水平，硅料价格才有望从底部反弹。

工信部发文规范光伏制造业，利好行业供需格局改善：

近日工信部发文规范光伏制造业，对新建及改扩建项目中的自有资金比例从 20% 上调至 30%，在目前硅料全行业亏损情况下，预计下半年起，在建或预备建设的硅料项目大概率会出现延迟，该文件出台将加速落后产能出清，利好行业供需格局改善。考虑到目前头部厂商仍有大量待建产能，初步预计本轮整合至少仍需 6-12 月才能完成。

更新目标价 9.16 港元，给予持有评级：

我们更新公司目标价 9.16 港元，相当于 2025 年和 2026 年 9 倍和 5.5 倍 PE，目标价较现价有 17% 上升空间，给予持有评级。

风险提示：

多晶硅价格持续下降

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			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	
多晶硅	600438.SH	通威股份	CNY	18.08	814	6.0	24.0	12.4	8.7	1.3	1.3	1.2	1.1
	688303.SH	大全能源	CNY	18.35	394	6.8	17.0	13.1	11.0	0.9	0.9	0.8	0.8
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.20	323	11.7	15.1	9.5	6.9	0.7	0.6	0.6	0.5
	平均					8.2	18.7	11.7	8.9	1.0	0.9	0.9	0.8
新能源运营	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.35	1,200	8.8	7.4	6.6	6.0	0.8	0.7	0.7	0.6
	2380.HK	中国电力	HKD	3.74	463	13.6	8.6	6.6	5.5	0.8	0.8	0.8	0.7
	0836.HK	华润电力	HKD	22.15	1,066	9.7	7.3	6.4	5.5	1.3	1.1	1.0	0.9
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.35	1,200	8.8	7.4	6.6	6.0	0.8	0.7	0.7	0.6
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.61	49	4.6	4.0	3.7	3.6	0.5	0.6	0.5	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.52	265	6.1	5.2	4.5	3.9	0.6	0.6	0.6	0.5
平均					8.6	6.6	5.7	5.1	0.8	0.8	0.7	0.6	
1799.HK	新特能源	HKD	7.85	112	2.3	n/a	7.1	4.3	0.3	0.3	0.3	0.3	

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,541	30,752	20,949	28,134	29,759
营业成本	16,466	20,465	19,476	22,813	22,828
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	906	988	628	844	893
财务开支	702	609	733	985	1,042
应占联营公司利润	130	79	71	95	101
其他开支	386	240	147	197	208
税前盈利	16,815	6,105	(859)	2,188	3,618
所得税	2,389	987	(127)	324	535
少数股东应占利润	1,031	772	(110)	280	462
归属股东净利润	13,395	4,345	(622)	1,585	2,620
折旧及摊销	(1,340)	(1,602)	(587)	(788)	(833)
EBITDA	17,323	7,019	(1,077)	1,896	3,309
增长					
总收入 (%)	67%	-18%	-32%	34%	6%
EBITDA (%)	187%	-59%	-115%	-276%	75%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	5,195	13,501	7,150	6,116	7,872
应收账款	5,207	4,902	5,053	4,936	5,221
存货	4,611	3,658	4,307	5,045	5,048
其他流动资产	12,355	9,460	10,851	11,702	12,122
流动资产	27,369	31,520	27,362	27,799	30,263
固定资产	34,112	44,297	47,841	50,233	52,745
其他固定资产	17,780	10,112	10,218	12,677	16,353
非流动资产	51,892	54,409	58,060	62,910	69,098
总资产	79,261	85,929	85,421	90,710	99,361
流动负债	23,945	23,445	22,575	23,863	23,796
应付账款	10,399	9,870	8,091	7,687	7,302
短期银行贷款	1,932	3	2	3	3
其他短期负债	11,614	13,573	14,481	16,174	16,491
非流动负债	19,173	21,252	23,281	25,050	30,359
长期银行贷款	17,355	19,816	20,806	24,968	29,961
其他负债	1,818	1,437	2,474	82	398
总负债	43,117	44,698	45,856	48,913	54,155
少数股东权益	4,344	4,819	4,764	4,904	5,135
股东权益	31,800	36,413	34,802	36,893	40,070
每股账面值(人民币元)	22.24	25.46	24.34	25.80	28.02
营运资金	3,424	8,075	4,787	3,936	6,467

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	46%	23%	-5%	7%	11%
净利率 (%)	36%	14%	-3%	6%	9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-14%	-16%	-15%	-15%	-15%
股息支付率 (%)	0%	0%	-293%	115%	69%
营业周期 (月)	12	12	61	62	63
应付账款天数	322	322	322	322	322
应收账天数	189	189	189	189	189
ROE (%)	42%	12%	-2%	4%	7%
ROA (%)	19%	5%	-1%	2%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.44	0.17	0.39	0.51	0.55
收入/总资产	0.47	0.36	0.25	0.31	0.30
总资产/股本	2.49	2.36	2.45	2.46	2.48
收入对利息倍数	(53.47)	(50.51)	(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

	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	17,323	7,019	(1,077)	1,896	3,309
融资成本	(5,793)	1,715	7,565	4,628	1,992
营运资金变化	(1,186)	4,651	(3,288)	(851)	2,530
所得税	2,389	987	(127)	324	535
营运现金流	12,732	14,371	3,072	5,997	8,367
资本开支	16,216	8,264	9,058	7,260	5,822
其他投资活动	(30,451)	(15,412)	(16,978)	(13,360)	(10,460)
投资活动现金流	(14,235)	(7,148)	(7,920)	(6,100)	(4,638)
负债变化	3,180	531	991	4,161	4,994
股本变化	0	0	0	0	0
股息	2,601	1,230	1,476	1,772	2,126
其他融资活动	(4,070)	8,376	(2,338)	(6,867)	(9,095)
融资活动现金流	1,711	10,138	129	(934)	(1,976)
现金变化	218	8,457	(4,719)	(1,036)	1,753
期初持有现金	3,192	3,410	11,867	7,150	6,116
汇率变动	9	2	2	2	2
期末持有现金	3,410	11,867	7,150	6,116	7,872

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>