

买入

硅料快速扩产，A股IPO提升估值

新特能源 (1799.HK)

2023-04-17 星期一

投资要点

目标价: **26.8 港元**
 现价: 20.95 港元
 预计升幅: 28%

➤ A股IPO进展顺利，有利改善现金流并提升估值：

公司A股相关申请材料于2023年3月6日获得了上交所正式受理，目前正在回复上交所的问询。公司A股发行最大数目为3.45亿股(含15%超额配售)，募集资金用于建设准东20万吨多晶硅项目。公司A股IPO整体进展顺利，根据目前排队情况，有望在2023H1完成核准和发行工作。预期A股的成功发行，有利公司多晶硅快速扩产巩固行业地位，并为未来的股息分派创造更多且稳定的收益流，进而提升公司整体估值。

重要数据

日期	2023-04-17
收盘价(港元)	20.95
总股本(百万股)	1,430
总市值(百万港元)	29,959
净资产(百万元)	36,144
总资产(百万元)	79,261
52周高低(港元)	27.7/13.76
每股净资产(港元)	24.89

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 硅料快速扩产，2023年产量指引23-24万吨：

预期公司2023年多晶硅产能将从2022年底的20万吨/年增至30万吨/年，产量指引23-24万吨，其中新疆甘泉堡和内蒙古包头贡献20万吨；准东生产基地一期多晶硅10万吨项目，预计于2023年中期建成，年底前达产，2023年贡献3-4万吨产量。公司产量快速增长可以部分抵消价格下降对业绩的影响。

➤ 2023年多晶硅价格回归理性，公司盈利依旧可观：

硅业分会最新数据显示，单晶致密料价格成交均价为19.53万元/吨，周环比呈持续微跌态势。预期2023H2随着产能释放，多晶硅价格或将较快理性回归至合理区间，而随着N型硅片渗透率增长，预期单晶致密料市场需求将扩大，将与复投料进一步拉开价格差距。公司作为多晶硅头部企业，生产装置根据订单需求可以更多产出具价格优势的致密料，而且基于公司目前新投产多晶硅的生产成本，即使价格下行至100-150元/KG左右，整体盈利依旧可观，只是较2022年历史高位将下降。

➤ 维持买入评级，更新目标价至26.8港元：

我们更新公司目标价至26.8港元，相当于2023年和2024年4倍和5.3倍PE，目标价较现价有28%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	39,796	41,844	43,572
同比增长(%)	58.8%	66.7%	6.0%	5.1%	4.1%
归属股东净利润	4,955	13,395	10,927	8,317	8,490
同比增长(%)	680.9%	170.3%	-18.4%	-23.9%	2.1%
每股盈利(元)	3.92	9.37	7.64	5.82	5.94
PE@20.95HKD	5.3	2.2	2.7	3.6	3.5
每股股息(元)	1.10	0.00	1.21	1.27	1.27
股息率(%)	6.00%	0.00%	6.62%	6.95%	6.95%

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

更新报告-20220630

更新报告-20220908

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzq.com.hk

報告正文

A 股 IPO 進展順利，有利改善現金流並提升估值：

公司于 2022 年 6 月向證監會提交 A 發行材料並受到了受理，因全面實行股票發行註冊制自 2023 年 2 月 17 日起生效，公司相關申請材料已按照全面實行股票發行註冊制的最新要求申報至上交所，並於 2023 年 3 月 6 日獲得了正式受理，目前正在回復上交所的審核問詢。

公司 A 股發行最大數目為 3.45 億股（含 15% 超額配售），募集資金用於建設准東 20 萬噸多晶硅項目。公司 A 股 IPO 整體進展順利，根據目前排隊情況，有望在 2023H1 完成核准和發行工作。

預期 A 股的成功發行，有利多晶硅的快速擴產鞏固行業地位，並為未來的股息分派創造更多且穩定的收益流，進而提升公司整體估值。

硅料快速擴產，2023 年產量指引 23-24 萬噸：

預期公司 2023 年多晶硅產能將從 2022 年底的 20 萬噸/年增至 30 萬噸/年，產量指引 23-24 萬噸，其中新疆甘泉堡和內蒙古包頭貢獻 20 萬噸；准東生產基地一期多晶硅 10 萬噸項目，預計於 2023 年中期建成，年底前達產，2023 年貢獻 3-4 萬噸產量。

准東二期開工時間將根據募集資金到位時間和一期投運情況來確定，准東二期 10 萬噸投產後，公司遠期多晶硅產能將達到 40 萬噸/年。

圖1：公司多晶硅產能擴充計劃



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）預測

2023年多晶硅价格回归理性，公司盈利依旧可观：

硅业分会最新数据显示，单晶致密料价格成交均价为 19.53 万元/吨，周环比呈持续微跌态势。预期 2023H2 随着产能释放，多晶硅价格或将较快理性回归至合理区间，而随着 N 型硅片渗透率增长，预期单晶致密料市场需求将扩大，将与复投料进一步拉开价格差距。公司作为多晶硅头部企业，生产装置根据订单需求可以更多产出具价格优势的致密料，而且基于公司目前新投产多晶硅的生产成本，即使价格下行至 100-150 元/KG 左右，整体盈利依旧可观，只是较 2022 年历史高位将下降。

维持买入评级，更新目标价至 26.8 港元：

我们更新公司目标价至 26.8 港元，相当于 2023 年和 2024 年 4 倍和 5.3 倍 PE，目标价较现价有 28% 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
硅料	600438.SH	通威股份	CNY	40.56	1,804	6.5	8.2	8.3	8.5	3.2	2.3	1.9	1.8
	688303.SH	大全能源	CNY	49.52	1,048	5.5	7.2	8.7	9.6	2.3	1.9	1.6	1.4
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.92	520	2.9	3.3	3.2	3.0	1.1	0.8	0.6	0.5
	平均					5.0	6.2	6.7	7.0	2.2	1.7	1.4	1.2
	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
新能源运营	2208.HK	金风科技	HKD	6.80	501	10.8	7.7	6.6	5.3	0.7	0.6	0.6	0.5
	0916.HK	龙源电力	HKD	8.97	1,348	13.1	8.0	6.5	6.0	1.1	0.9	0.8	0.8
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.72	62	6.4	4.5	3.5	2.5	0.7	0.6	0.5	0.5
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.46	316	5.6	4.6	4.0	3.2	0.7	0.5	0.4	0.4
	平均					9.0	6.2	5.2	4.3	0.8	0.7	0.6	0.6
	1799.HK	新特能源	HKD	20.95	300	5.3	2.2	2.7	3.6	0.8	0.6	0.6	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	39,796	41,844	43,572
营业成本	13,231	16,466	20,277	25,700	26,997
其他收入	213	0	0	0	0
行政费用	702	906	1,194	1,255	1,307
财务开支	714	702	1,393	1,465	1,525
应占联营公司利润	58	130	135	142	148
其他开支	168	386	279	293	305
税前盈利	6,318	16,815	15,089	11,485	11,724
所得税	934	2,389	2,233	1,700	1,735
少数股东应占利润	429	1,031	1,928	1,468	1,498
归属股东净利润	4,955	13,395	10,927	8,317	8,490
折旧及摊销	(692)	(1,340)	(1,114)	(1,172)	(1,220)
EBITDA	6,026	17,323	14,675	11,050	11,271
增长					
总收入 (%)	59%	67%	6%	5%	4%
EBITDA (%)	1153%	187%	-15%	-25%	2%

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	8,138	6,279	7,532
应收账款	6,103	5,207	12,218	10,094	7,644
存货	3,718	4,611	4,484	5,684	5,970
其他流动资产	8,688	12,355	12,413	12,834	13,243
流动资产	23,888	27,369	37,253	34,890	34,389
固定资产	25,216	34,112	35,136	37,947	38,706
其他固定资产	9,095	17,780	25,816	40,282	57,844
非流动资产	34,311	51,892	60,951	78,229	96,550
总资产	58,199	79,261	98,204	113,119	130,940
流动负债	19,278	23,945	27,090	30,583	33,415
应付账款	5,573	10,399	9,360	10,677	12,462
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	18,341	19,232
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	52,434	59,412
少数股东权益	3,361	4,344	5,308	6,042	6,791
股东权益	20,028	31,800	44,757	54,644	64,736
每股账面值(人民币元)	14.01	22.24	31.30	38.21	45.27
营运资金	4,610	3,424	10,162	4,307	974

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	27%	46%	37%	26%	26%
净利率 (%)	22%	36%	27%	20%	19%
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%	16%	22%	21%
营业周期 (月)	12	12	12	61	62
应付账款天数	322	322	322	322	322
应收账款天数	189	189	189	189	189
ROE (%)	25%	42%	24%	15%	13%
ROA (%)	10%	19%	12%	8%	7%
财务状况					
净负债/股本	0.54	0.44	0.28	0.28	0.28
收入/总资产	0.39	0.47	0.41	0.37	0.33
总资产/股本	2.91	2.49	2.19	2.07	2.02
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	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA	6,026	17,323	14,675	11,050	11,271
融资成本	(6,619)	(869)	(9,622)	2,601	(570)
营运资金变化	3,969	(1,186)	6,738	(5,855)	(3,333)
所得税	934	2,389	2,233	1,700	1,735
营运现金流	4,310	17,656	14,024	9,495	9,103
资本开支	8,762	12,085	12,036	14,366	12,933
其他投资活动	(16,070)	(22,743)	(22,616)	(27,248)	(24,352)
投资活动现金流	(7,308)	(10,658)	(10,580)	(12,881)	(11,419)
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	2,937	(1,864)	1,247
期初持有现金	1,994	3,192	5,195	8,138	6,279
汇率变动	5	5	5	5	5
期末持有现金	3,192	5,195	8,138	6,279	7,532

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>