

**买入**
**穿越周期，重塑价值**
**新特能源 (1799.HK)**

2025-9-16 星期二

### 【投资要点】

**目标价： 10.00 港元**
**现价： 7.84 港元**
**预计升幅： 28%**

### 重要数据

日期	2025-9-15
收盘价(港元)	7.84
总股本(亿股)	14.3
总市值(亿港元)	112
净资产(亿元)	881
总资产(亿元)	370
52周高低(港元)	13.5/3.78
每股净资产(元)	22.79

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 (66.60%)  
新疆特变电工集团(6.07%)  
上海宁泉资产管理 (3.72%)

### 相关报告

深度报告-20211119  
更新报告-20211213  
更新报告-20220630/0908  
更新报告-20230417/0818/0918  
更新报告-20240717/20250605

#### ➤ 2025年上半年显著减亏，电站及电力设备业务保持增长

2025年上半年，公司营业收入 73.11 亿元，同比减少 37.74%；归属于上市公司股东的净亏损为 2.56 亿元，较上年同期的亏损 8.87 亿元减亏 6.31 亿元，同比收窄 71.11%；基本每股亏损为人民币 0.18 元，较上年同期基本每股亏损币 0.62 元减少 0.44 元。受多晶硅行业深度调整影响，上半年公司多晶硅产量 3.36 万吨，同比下降 77%，带来收入同比下降 83.32%，但公司电站建设、电站运营和电力设备业务分别同比增长 4.18%、5.17% 和 36.98%。公司 2025 年上半年主营收入构成中，多晶硅业务占 50%，风光电站建设和运营分别占 27% 和 11%，电气设备及其他占 12%，在多晶硅业务亏损情况下，公司盈利贡献主要来自电站建设及运营业务。

#### ➤ 期待多晶硅“配额制”有效执行，带来行业供需实质性改善

目前反内卷进入重要关键节点，行业协会最新决定在 9-12 月剩余的 4 个月时间里，对多晶硅生产实行配额限制，合计配额总量为 50 万吨。各家企业将依据自身产能获得相应的生产配额，以此重新平衡月度供需格局。短期受库存累积影响，价格上涨受到压制，通过 4 个月的生产配额将推动库存出清，有望带动价格稳向上，而产能出清的力度直接影响上涨幅度。因此，若配额制得到有效实施，执行到位，行业供需也将实质性改善，初步判断 2026 年行业有望回归正常盈利，公司作为头部企业盈利将显著改善。

#### ➤ 公司风光电站运营规模超过 4GW，价值亟待重估

截至 2025 年 6 月末，公司已实现并网发电的运营电站项目超过 4GW，上半年公司加快推动准东 3GW 新能源项目建设，完成并确认收入的光伏及风电建设项目装机约 1.35GW，上半年上网电量同比增长约 17%。公司 2025 年 PB 约 0.32 倍，若考虑公司风光电站资产价值，公司价值严重低估。

#### ➤ 维持“买入”评级，提高目标价至 10.00 港元/股

我们提高公司目标价至 10.00 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 28% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	30,752	21,213	20,518	21,898	22,738
变动(%)	-18.1%	-31.0%	-3.3%	6.7%	3.8%
归属股东净利润	4,345	(3,905)	(411)	1,117	1,553
变动(%)	-67.6%	-189.9%	-89.5%	-	39.0%
基本每股盈利(元)	3.04	(2.73)	(0.29)	0.78	1.09
市盈率@7.84 港元(倍)	2.4	-2.6	-24.9	9.2	6.6
每股净资产(元)	28.83	24.68	23.69	24.56	25.81
市净率@7.84 港元(倍)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ 2025年上半年显著减亏，电站及电力设备业务保持增长

2025年上半年，公司营业收入73.11亿元，同比减少37.74%；归属于上市公司股东的净亏损为2.56亿元，较上年同期的亏损8.87亿元减亏6.31亿元，同比收窄71.11%；基本每股亏损为人民币0.18元，较上年同期基本每股亏损0.62元减少0.44元。

受多晶硅行业深度调整影响，上半年公司多晶硅产量3.36万吨，同比下降77%，带来收入同比下降83.32%，但公司电站建设、电站运营和电力设备业务分别同比增长4.18%、5.17%和36.98%。

公司2025年上半年主营收入构成中，多晶硅业务占50%，风光电站建设和运营分别占27%和11%，电气设备及其他占12%，在多晶硅业务亏损情况下，公司盈利贡献主要来自电站建设及运营业务。

### ➤ 期待多晶硅"配额制"有效执行，带来行业供需实质性改善

目前反内卷进入重要关键节点，行业协会最新决定在9-12月剩余的4个月时间里，对多晶硅生产实行配额限制，合计配额总量为50万吨。各家企业将依据自身产能获得相应的生产配额，以此重新平衡月度供需格局。

短期受库存累积影响，价格上涨受到压制，通过4个月的生产配额将推动库存出清，有望带动价格稳向上，而产能出清的力度直接影响上涨幅度。因此，若配额制得到有效实施，执行到位，行业供需也将实质性改善，初步判断2026年行业有望回归正常盈利，公司作为头部企业盈利将显著改善。

### ➤ 公司风光电站运营规模超过4GW，价值亟待重估

截至2025年6月末，公司已实现并网发电的运营电站项目超过4GW，上半年公司加快推动准东3GW新能源项目建设，完成并确认收入的光伏及风电建设项目装机约1.35GW，上半年上网电量同比增长约17%。公司2025年PB约0.32倍，若考虑公司风光电站资产价值，公司价值严重低估。

➤ 维持“买入”评级，提高目标价至 10.00 港元/股

9月多晶硅报涨至50元/KG，较6月底35元/KG历史低位，已显著反弹+43%，公司下半年盈利有望明显改善。

我们更新公司盈利预测并提高公司目标价至10.00港元/股，分别对应2026年和2027年14倍和10倍PE，目标价较现价有28%的涨幅空间，维持“买入”评级。

**表1：行业估值比较（20250915）**

行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
多晶硅	600438.SH	通威股份	CNY	22.16	998	-14.2	-19.4	38.7	19.3	2.3	2.3	2.2	2.1
	688303.SH	大全能源	CNY	30.11	646	-23.8	-47.3	51.5	27.6	1.7	1.7	1.6	1.6
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.26	359	-7.0	-23.9	28.1	13.3	0.9	0.9	0.9	0.8
	<b>平均</b>					<b>-15.0</b>	<b>-30.2</b>	<b>39.5</b>	<b>20.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
新能源运营	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.47	1,203	9.0	8.5	7.9	7.2	0.8	0.7	0.7	0.7
	2380.HK	中国电力	HKD	3.49	432	10.4	10.0	8.8	7.7	0.7	0.8	0.7	0.7
	0836.HK	华润电力	HKD	18.41	953	6.6	6.7	6.4	6.0	0.9	0.8	0.8	0.7
	0916.HK	龙源电力	HKD	7.47	1,203	9.0	8.5	7.9	7.2	0.8	0.7	0.7	0.7
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.40	32	3.6	3.9	3.0	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.35	286	10.1	7.0	6.2	5.5	0.7	0.7	0.6	0.5
	<b>平均</b>					<b>8.1</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
	1799.HK	新特能源	HKD	7.84	112	-2.6	-24.9	9.2	6.6	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 多晶硅价格持续下降
2. 行业生产配额方案执行不到位
3. 新增装机不及预期

## 【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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	30,752	21,213	20,518	21,898	22,738
营业成本	20,465	19,852	19,442	17,944	18,089
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	988	1,178	616	657	682
财务开支	609	602	718	766	796
应占联营公司利润	79	65	70	74	77
其他开支	240	179	144	153	159
<b>税前盈利</b>	6,105	(4,079)	(567)	1,543	2,145
所得税	987	(36)	(84)	228	317
少数股东应占利润	772	(139)	(72)	197	274
<b>归属股东净利润</b>	4,345	(3,905)	(411)	1,117	1,553
折旧及摊销	(1,602)	(3,410)	(344)	(368)	(382)
<b>EBITDA</b>	7,019	(1,336)	(1,012)	1,070	1,654
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-18%	-31%	-3%	7%	4%
EBITDA (%)	-59%	-119%	-24%	-206%	55%

### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>现金</b>	13,501	11,663	5,865	8,458	9,846
应收账款	4,902	5,058	3,600	3,842	3,989
存货	3,658	4,725	4,300	3,968	4,000
其他流动资产	9,460	7,186	8,018	8,217	8,377
<b>流动资产</b>	31,520	28,633	21,782	24,485	26,213
固定资产	44,297	41,000	43,050	45,203	47,463
其他固定资产	10,112	12,048	19,495	19,656	22,897
<b>非流动资产</b>	54,409	53,048	62,545	64,859	70,360
<b>总资产</b>	85,929	81,681	84,327	89,344	96,572
<b>流动负债</b>	23,445	25,691	26,054	25,270	25,236
应付账款	9,870	10,870	10,327	9,811	9,320
短期银行贷款	3	610	671	739	812
其他短期负债	13,573	14,211	15,055	14,721	15,103
<b>非流动负债</b>	21,252	20,695	24,402	28,959	34,433
长期银行贷款	19,816	19,073	22,888	27,465	32,958
其他负债	1,437	1,622	1,514	1,493	1,475
<b>总负债</b>	44,698	46,387	50,456	54,228	59,669
少数股东权益	4,819	2,500	2,464	2,563	2,700
<b>股东权益</b>	36,413	32,793	31,407	32,553	34,203
每股账面值(人民币元)	25.46	22.93	21.96	22.76	23.92
营运资金	8,075	2,941	(4,272)	(785)	977

### 财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	23%	-6%	-5%	5%	7%
净利率(%)	14%	-18%	-2%	5%	7%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入(%)	-3%	-6%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-16%	-1%	-15%	-15%	-15%
股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
营业周期 (月)	12	61	62	63	64
应付账款天数	322	322	322	322	322
应收账款天数	189	189	189	189	189
ROE (%)	12%	-12%	-1%	3%	5%
ROA (%)	5%	-5%	0%	1%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.17	0.24	0.56	0.61	0.70
收入/总资产	0.36	0.26	0.24	0.25	0.24
总资产/股本	2.36	2.49	2.68	2.74	2.82
收入对利息倍数	(50.51)	(35.26)	(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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>EBITDA</b>	7,019	(1,336)	(1,012)	1,070	1,654
融资资本	1,715	8,260	16,438	5,417	7,021
营运资金变化	4,651	(5,134)	(7,213)	3,487	1,761
所得税	987	(36)	(84)	228	317
<b>营运现金流</b>	14,371	1,755	8,129	10,202	10,754
资本开支	8,264	13,903	12,687	11,715	10,937
其他投资活动	(15,412)	(23,403)	(20,884)	(18,850)	(17,202)
<b>投资活动现金流</b>	(7,148)	(9,500)	(8,197)	(7,135)	(6,265)
负债变化	531	(135)	3,876	4,645	5,567
股本变化	0	0	0	0	0
股息	1,230	1,204	1,445	1,733	2,080
其他融资活动	8,376	302	(4,884)	(6,854)	(10,748)
<b>融资活动现金流</b>	10,138	1,371	436	(475)	(3,101)
<b>现金变化</b>	8,457	(6,374)	369	2,592	1,387
期初持有现金	3,410	11,867	5,495	5,865	8,458
汇率变动	2	1	1	1	1
期末持有现金	11,867	5,495	5,865	8,458	9,846

# 投资评级定义及免责条款

## 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

## 免责条款

### 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着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受到任何形式的补偿。

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>