

新特能源 (1799 HK)

成本效益領先的多晶矽生產商

- ❖ **特變電工旗下專注于新能源產品及項目的平臺企業。**新特能源 2015 年末由特變電工 (600089 CH) 分拆在港股上市，是特變電工旗下專注于新能源產品及項目的平臺企業。公司擁有四個主要業務板塊，包括 1) 多晶矽生產及銷售；2) 新能源項目工程建設和承包 (ECC)，包含 EPC 和 BT 服務；3) BOO 業務，建設、持有、運營新能源項目；以及 4) 其他新能源相關製造業務，包括光伏逆變器、無功補償和柔性直流換流閥等。公司的主營業務高度聚焦于光伏業務，截止目前，公司是全球最大的光伏電站 EPC 總承包上，同時在新疆運營有年產量三萬噸的多晶矽產能。多晶矽業務及 ECC 業務是目前公司主要的收入和利潤來源。
- ❖ **多晶矽製造：成本效益領先，位處第一梯隊。**新特能源多晶矽廠房布局在新疆，並配備自備電廠享受低廉的電價成本。公司的多晶矽成本效益領先同業，全成本僅約每公斤人民幣 65 元。管理層透露公司的電價和蒸汽成本僅分別為每千瓦時人民幣 0.18 元及每蒸噸人民幣 25 元。在多晶矽產能擴張方面，公司有一條年產 36,000 噸新產綫目前正在建設施工。新建產能將對目前的多晶還原爐技術進行優化升級，同時新產能的資本開支也較原有產能節約。管理層預計新產能多晶矽全成本在達產後，將較目前成本低至少 23% 至低於每公斤 50 元人民幣。公司計劃新產能將於 2019 年一季度實現投產。
- ❖ **ECC 及 BOO 業務：重心自光伏轉向風電。**公司的工程服務和自營電站業務自較單一的光伏電站業務逐步擴張至風電場業務。公司 2018 年已完成 500 兆瓦光伏電站建設，有 200 兆瓦領跑者項目正在建設當中，同時在海外一帶一路地區還有較為充裕的項目儲備。在 BOO 業務方面，新特能源目前正推進內蒙古特高壓綫路配套風電項目，共計 975 兆瓦。基于目前風電項目需要的補貼水平較低，以及風電政策能見度更高，管理層希望將業務重心逐漸由光伏項目向風電項目過渡。
- ❖ **其他新能源相關製造：或在 2019 年帶來驚喜。**新特能源在新能源相關裝備製造方面的技術實力，與母公司特變電工同樣卓越。公司在年內獲得南方電網授出烏東德特高壓柔性直流換流閥訂單。該訂單規模約人民幣 7 億元，我們預期將於 2019 年實現訂單交付。
- ❖ **對光伏需求回暖有較高盈利彈性。**由于光伏相關業務目前對新特能源收入及利潤占比較高，公司業績受 5.31 政策影響有所下滑，前三季度淨利潤同比下跌 4.7% 至人民幣 9.11 億元。隨著公司新的多晶矽產能釋放，我們預期公司將對光伏市場需求回暖具有較高的業績彈性。我們認為公司目前主要的問題在于缺乏港股二級市場流動性。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬人民幣)	7,403	9,441	12,001	11,421
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	575	612	801	1,061
調整後 EPS (人民幣)	1.00	0.76	0.77	1.01
EPS 變動 (%)	n/a	(24)	1	32
市盈率 (x)	7.0	9.2	9.1	6.8
市帳率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	-	1.4	1.7	2.9
權益收益率 (%)	15	11	10	12
淨財務杠杆率 (%)	138.4	49.7	78.7	85.6

資料來源：公司，招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$7.90

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國太陽能行業

市值(百萬港元)	8,256
3 月平均流通量 (百萬港元)	0.00
52 周內股價高/低 (港元)	8.92/5.95
總股本 (百萬)	1,045

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

L.R. Capital	15.3%
CM International Capital	14.0%
GF Energy Investment	9.3%
流通股	25% 61.4%

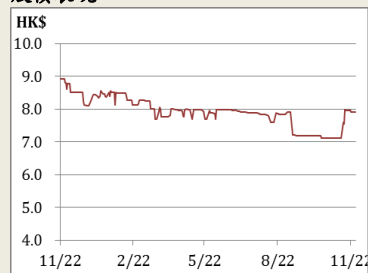
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.0%	4.0%
3-月	0.9%	8.5%
6-月	-0.8%	15.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.xtnysolar.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。