

# 新特能源 (01799.HK)

## 硅料供应偏紧龙头受惠，转战 A 股迎来价值发现

光伏发电平价时代到来，成长性显现。光伏行业一直保持高速增长，2019 年全球光伏累计装机 627 吉瓦，最近五年新装机量复合增长 29%；国内光伏累计装机 204 吉瓦，最近五年复合增长 47%。光电平价上网前，光伏发电一直在各国政策的补贴扶持下发展。平价后成本优势逐步显现，未来有望取代火电成为全球最主要的发电方式。

硅料供应偏紧，具备成本优势的硅料生产企业盈利能力上升。由于下游硅片产能扩张迅速，硅料行业也处于景气度较高阶段，经过多年的洗牌，行业集中度提升，具备成本优势的生产商产能有限。在硅料需求旺盛的情况下，供应从 2020 年下半年开始偏紧，多晶硅价格爬升，预计 2021 年硅料价格仍会保持相对较高的水平。

新特能源硅料产能全球第四，产品维持高价情况下盈利能力强。各家硅料公司的生产成本各不一样，大致按照投产年份呈阶梯式下降。由于成本大致固定不变，硅料价格的上升会带来盈利上升弹性，利润会有爆发式增长。新特能源新旧两个产能的成本在同行中具有竞争力，将受益于这一轮价格周期。

公司计划在 A 股二次上市，有望迎来价值发现。新特能源在 2021 年 1 月 13 日发布公告有意以发行 A 股的方式回归 A 股，之前港股也有福莱特玻璃、新天绿色能源等新能源行业公司通过类似的操作提高交易活跃度，提升企业价值。回归 A 股也有助于公司募集更多资金，迎接行业高速发展下的新机遇。

盈利预测：从业务分部、行业地位、硅料产能和所在上市市场几个角度来看，大全新能源是新特能源在估值上最为可比的同行，所以我们对新特能源估值时主要参考大全新能源的估值。我们预计公司 2020-2022 的营业收入为 103/125/134 亿元，同比增长 18.4%/20.9%/7.7%；归母净利润为 6.8/17.4/15.8 亿元，同比增长 69.7%/154.0%/-8.8%，给予新特能源目标价 32 港元，对应 2021 年 PE 20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：硅料价格不及预期，硅料工厂存在安全事故风险，新特能源回归 A 股上市进展不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,054	8,722	10,326	12,481	13,436
增长率 yoy (%)	5.5	-27.6	18.4	20.9	7.7
归母净利润(百万元)	1,108	403	683	1,736	1,583
增长率 yoy (%)	3.5	-63.7	69.7	154.0	-8.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.92	0.34	0.57	1.45	1.32
净资产收益率 (%)	9.8	3.7	4.8	10.9	9.2
P/E (倍)	23.3	64.0	37.7	14.8	16.3
P/B (倍)	2.7	3.0	2.6	1.8	1.8

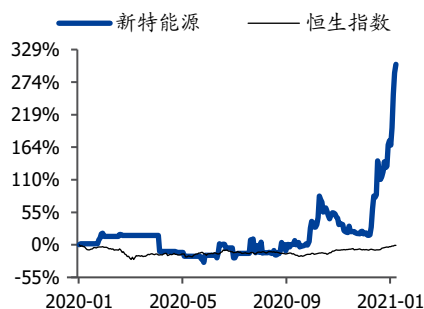
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	海外
最新收盘价(港元)	24.00
总市值(百万港元)	28,800.00
总股本(百万股)	1,200.00
其中自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	363.33

#### 股价走势



#### 作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

研究助理 王逸然

邮箱: wangyiran@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	16441	16365	16392	19246	22318	<b>营业收入</b>	12054	8722	10326	12481	13436
现金	6167	4057	4819	6253	7637	营业成本	9642	6888	8107	9081	10110
应收账款	3641	3874	2027	3521	4157	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	416	380	562	577	649	营业费用	420	403	423	437	457
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	594	581	599	612	632
存货	2915	3038	3969	3879	4858	财务费用	338	341	475	520	567
其他流动资产	3303	5016	5016	5016	5016	资产减值损失	-14	55	0	0	0
<b>非流动资产</b>	19258	25340	27736	29429	30876	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	141	645	828	1067	1375	投资净收益	0	0	0	0	0
固定投资	17063	19965	22023	23506	24744	<b>营业利润</b>	1073	455	721	1832	1671
无形资产	107	97	110	116	125	营业外收入	135	107	0	0	0
其他非流动资产	1947	4634	4775	4740	4632	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	35700	41705	44128	48675	53194	<b>利润总额</b>	1208	562	721	1833	1671
<b>流动负债</b>	15790	14401	14371	15647	17304	所得税	98	45	36	92	84
短期借款	4849	3268	3700	3700	3700	<b>净利润</b>	1111	517	685	1741	1587
应付账款	7788	8343	6397	8132	8718	少数股东收益	3	114	2	5	5
其他流动负债	3152	2790	4274	3815	4886	<b>归属母公司净利润</b>	1108	403	683	1736	1583
<b>非流动负债</b>	8620	13456	14045	14285	14335	EBITDA	2686	2405	2822	4050	3987
长期借款	8099	12822	13411	13651	13701	EPS (元/股)	0.92	0.34	0.57	1.45	1.32
其他非流动负债	521	634	634	634	634						
<b>负债合计</b>	24410	27856	28416	29932	31639						
少数股东权益	1269	2425	2427	2433	2437	<b>主要财务比率</b>					
股本	1045	1200	1200	1200	1200	<b>会计年度</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	8976	5957	5957	5957	5957	<b>成长能力</b>					
留存收益	4031	4266	4828	6255	7557	营业收入 (%)	5.5	-27.6	18.4	20.9	7.7
归属母公司股东收益	10021	11423	13285	16310	19118	营业利润 (%)	-7.6	-57.6	58.5	154.1	-8.8
<b>负债和股东权益</b>	35700	41705	44128	48675	53194	归属母公司净利润 (%)	3.5	-63.7	69.7	154.0	-8.8
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	20.0	21.0	21.5	27.2	24.8
						净利率 (%)	9.2	4.6	6.6	13.9	11.8
						ROE (%)	9.8	3.7	4.8	10.9	9.2
						ROIC (%)	7.4	5.0	5.4	8.3	7.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	68.4	66.8	64.4	61.5	59.5
						净负债比率 (%)	60.1	86.9	88.8	72.5	59.5
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
						速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	3.1	2.3	3.5	4.5	3.5
						应付账款周转率	1.3	0.9	1.1	1.3	1.2
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.92	0.34	0.57	1.45	1.32
						每股经营现金流 (最新摊薄)	3.03	-0.81	1.73	2.80	2.92
						每股净资产 (最新摊薄)	8.35	9.52	9.95	11.29	12.35
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	23.3	64.0	37.7	14.8	16.3
						P/B	2.57	2.26	2.16	1.90	1.74
						EV/EBITDA	2.7	3.0	2.6	1.8	1.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况.....	5
1.1 特变电工旗下的新能源业务平台 .....	5
1.2 多晶硅业务贡献主要收入，其他新能源业务共同发力 .....	6
2. 行业分析：光伏行业高速增长，硅料行业高景气 .....	7
2.1 全球光伏发电行业高速增长 .....	7
2.2 硅料子行业伴随光伏行业成长 .....	8
2.2.1 硅料低成本产能持续替代高成本产能，龙头企业产能占比高 .....	8
2.2.2 硅料的定价和价格波动因素 .....	11
3. 公司分析：新特能源硅料产能具备成本优势，新能源建造开发项目规模领先 .....	14
3.1 硅料业务生产成本低、产品品质好、订单饱满 .....	14
3.2 BOO 和 ECC 业务开发规模领先 .....	14
4. 盈利预测、估值与投资建议 .....	16
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 估值 .....	18
4.3 回归 A 股科创板上市 .....	19
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革 .....	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日） .....	5
图表 3: 公司历年营业收入及增速 .....	6
图表 4: 公司历年归母净利润及增速 .....	6
图表 5: 公司历年分部收入占比情况（截至 2020 年 6 月 30 日） .....	6
图表 6: 公司历年分部毛利率 .....	7
图表 7: 公司历年多晶硅产能及产量增长情况 .....	7
图表 8: 全球光伏累计装机量 .....	8
图表 9: 中国光伏累计装机量 .....	8
图表 10: 光伏产业链各环节组成部分 .....	8
图表 11: 多晶硅全球产能和产量（万吨） .....	9
图表 12: 多晶硅全球产能和产量（万吨） .....	9
图表 13: 单晶硅片和多晶硅片的市场份额占比 .....	9
图表 14: 2019 年全球硅料市场份额 .....	10
图表 15: 2015-2019 年全球硅料 CR5 市占率 .....	10
图表 16: 多晶硅料产能情况（单位：吨） .....	11
图表 17: 各公司硅料产能及成本 .....	12
图表 18: 各厂商多晶硅毛利率变化趋势 .....	12
图表 19: 国产多晶硅菜花料与致密料价格走势 .....	13
图表 20: 下游生产厂商通过长单锁定采购硅料 .....	13
图表 21: 新特能源多晶硅产能扩张计划 .....	14
图表 22: 订单基本上锁定了长协 .....	14
图表 23: 新特能源过往 ECC 项目中标量 .....	15
图表 24: 新特能源 ECC 业务历史装机量 .....	15
图表 25: 新特 BOO 项目累计装机量 .....	16

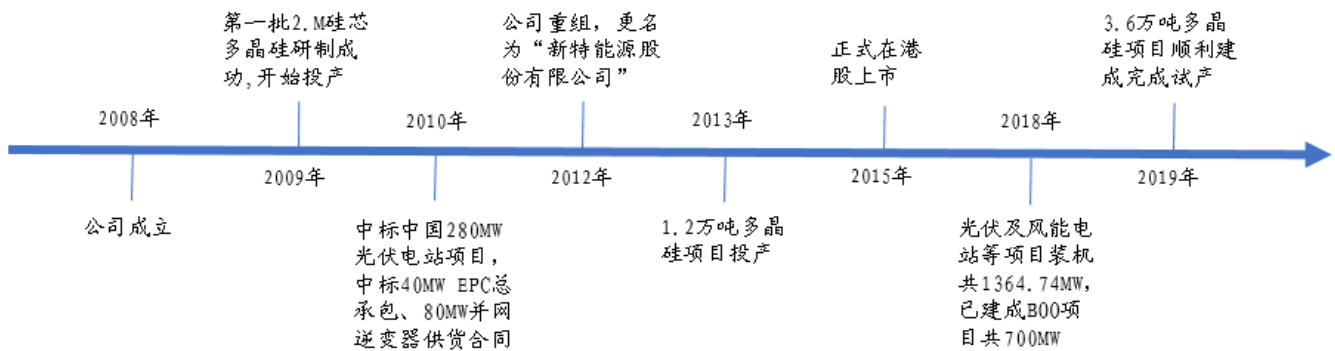
图表 26: 公司 ECC 及 BOO 业务毛利及占比.....	16
图表 27: 光伏新增装机量推算多晶硅料需求.....	17
图表 28: 公司主营业务收入预测.....	17
图表 29: 公司毛利率预测.....	18
图表 30: 公司销售、管理费用预测.....	18
图表 31: 海外同业公司盈利预测.....	18
图表 32: A 股同业公司盈利预测.....	19

## 1. 公司概况

### 1.1 特变电工旗下的新能源业务平台

**绿色、环保的多晶硅生产商及新能源项目承包商。**新特能源股份有限公司（股票代码：1799.HK）是特变电工股份有限公司（600089.SH）的控股子公司，成立于2008年，当年即开始投产多晶硅产能，目前最主要业务仍然是多晶硅生产及销售，同时公司也是新能源解决方案提供商，参与风能、光能的开发运营。新特能源于2015年12月在港交所正式挂牌上市。

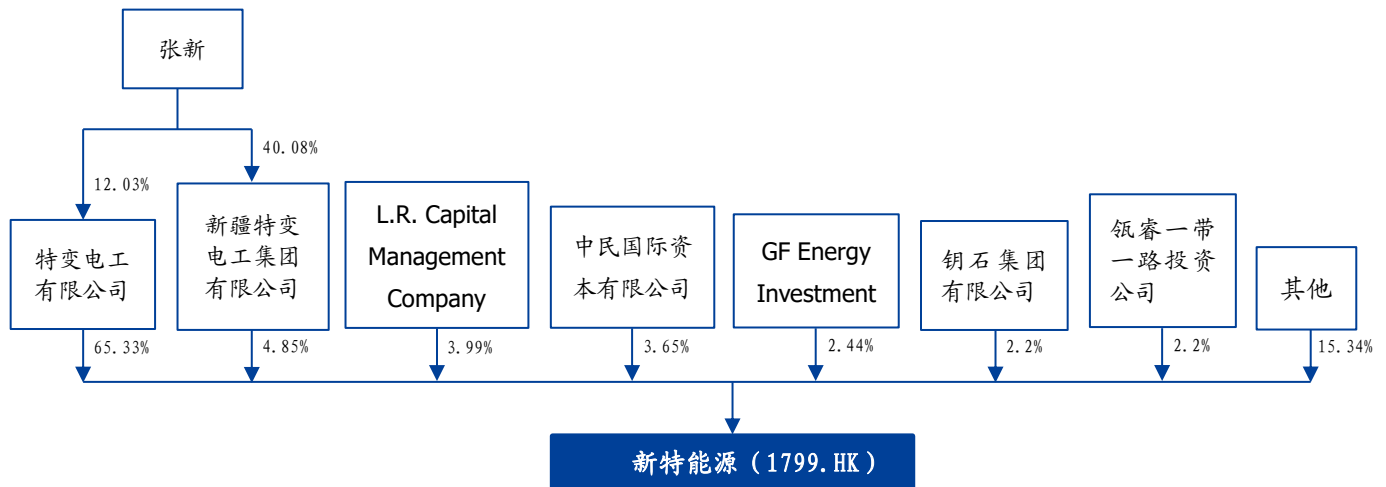
图表 1: 公司历史沿革



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

公司是特变电工旗下新能源业务平台，大股东持股较集中。特变电工股份有限公司为新特能源母公司及最大股东，持有 65.33% 股。IPO 时引入瓴睿一带一路投资公司、钼石集团、新疆能源投资及 Union Sky（史玉柱全资）四个基石投资者，首次发行总募集 14.8 亿港元，大部分资金用于自建新能源发电站运营（BOO）项目。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日)



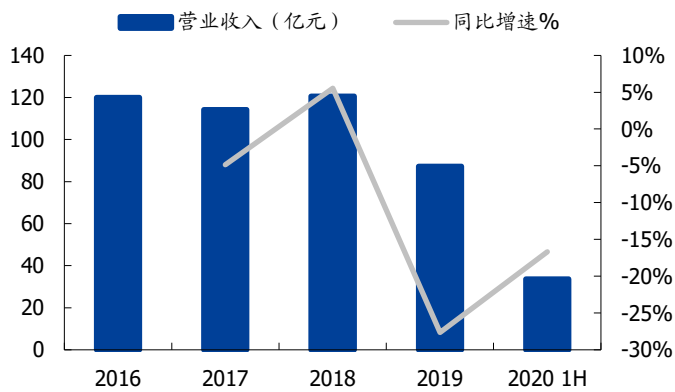
资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司 2018 年 11 月进行了一次增发（以 7.78 元/股的价格向大股东特变电工定向增发），共募集资金约 12 亿元，其中约 4 亿人民币用于 3.6 万吨多晶硅项目，8 亿人民币用于锡盟 BOO 风电项目。完成后总计对外发行股数 12 亿股，其中内资股占比 73.88%，H 股占比 26.12%。

## 1.2 多晶硅业务贡献主要收入，其他新能源业务共同发力

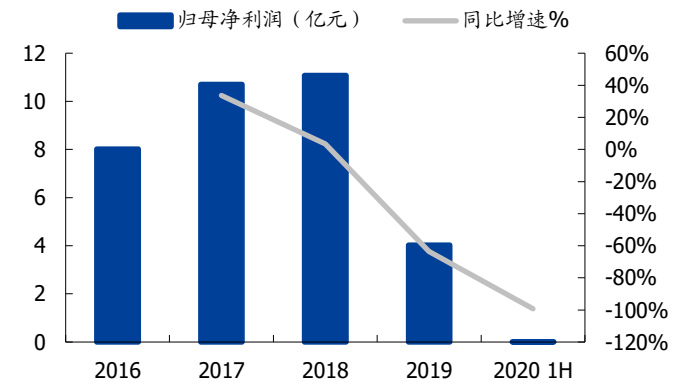
公司整体业绩稳定，净利润处于历史最低位。新特能源总营收近年来有所减少，主要原因是多晶硅价格下降。2020 年上半年公司营业收入 33.7 亿元，同比减少 16.67%，归母净利润同比减少 99% 至 1.74 百万元，主要是受疫情影响硅料需求减少及公司风电、光伏建设承包服务（ECC）的业务规模缩小。

图表 3: 公司历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

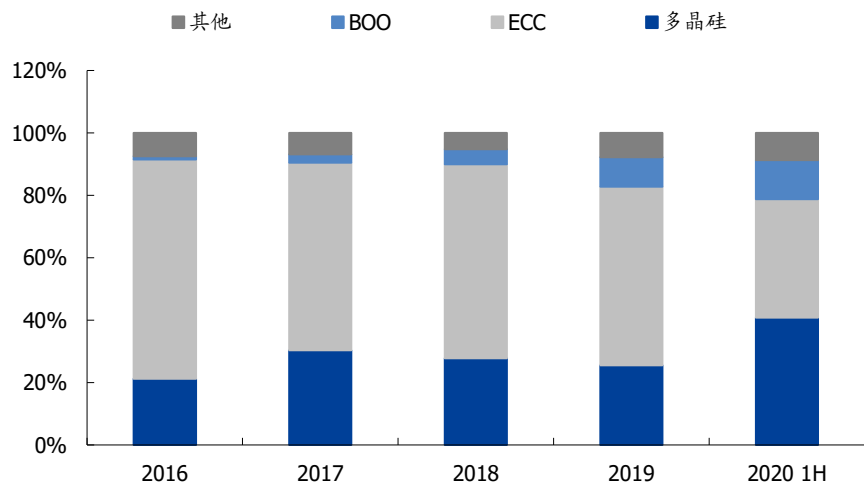
图表 4: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

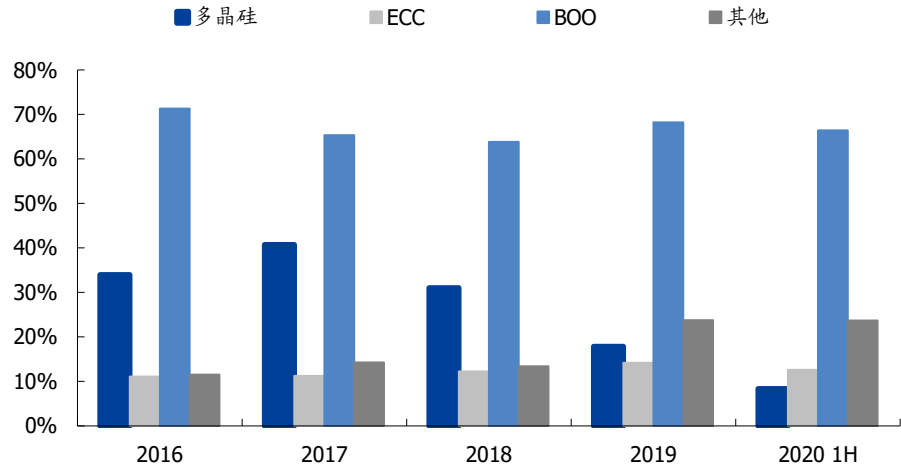
多晶硅销售为公司主要业务。新特能源共有四个业务分部，其中占主导地位的是多晶硅的生产及销售，占 2020 年上半年收入 41%；第二大收入来源是 ECC 项目（光伏、风力发电项目的建设承包），包含 EPC 及 BT 模式；第三部分业务为 BOO 项目（发电站的运营）；其他收入主要包括逆变器、SVG 的生产销售以及其他零星业务。

图表 5: 公司历年分部收入占比情况（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

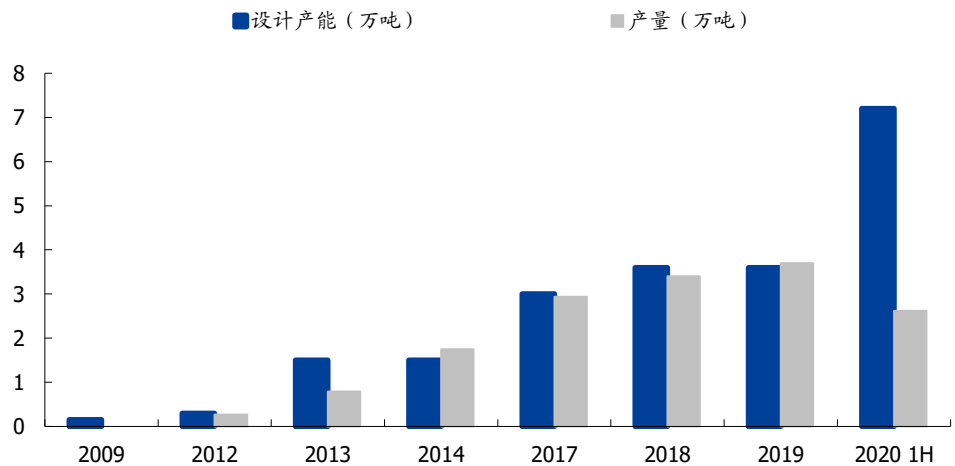
图表6: 公司历年分部毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多晶硅行业洗牌产能逐年叠加, 3.6万吨新项目产能初步得到释放。公司的多晶硅生产基地位于新疆, 2009年开始投产, 早期产能仅1500吨, 后经过5期扩产计划公司产能不断爬坡, 最新一期2020年4月份落地3.6万吨, 考虑到老产能(3.6万吨)升级及填平补齐, 我们预计公司2020年年底多晶硅产能增加到8万吨/年。

图表7: 公司历年多晶硅产能及产量增长情况



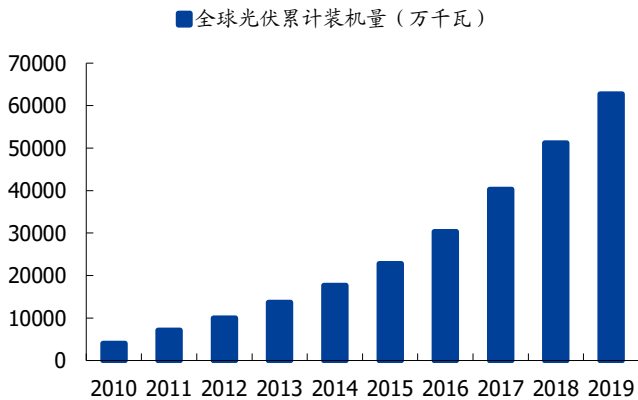
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 行业分析: 光伏行业高速增长, 硅料行业高景气

### 2.1 全球光伏发电行业高速增长

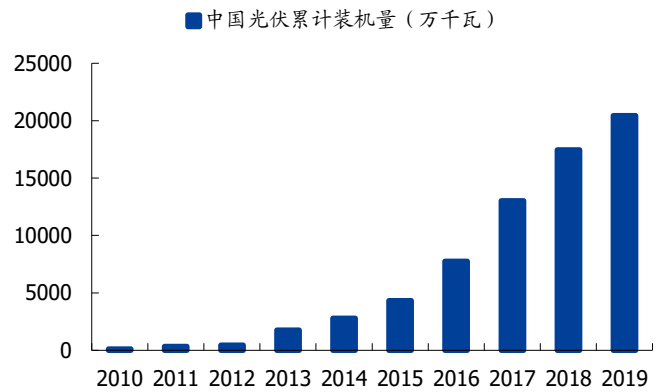
太阳能光伏发电是利用半导体的光伏效应, 将太阳光辐射能转换为电能的发电方式, 发电系统分为集中式和分布式。全球和我国的光伏装机量持续提升。全球2019年累计装机627吉瓦, 2015-2019年新增装机量复合增长为28.7%。我国到2019年光伏累计装机204吉瓦, 2015-2019年新增装机量复合增长为47.5%。

图表 8: 全球光伏累计装机容量



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

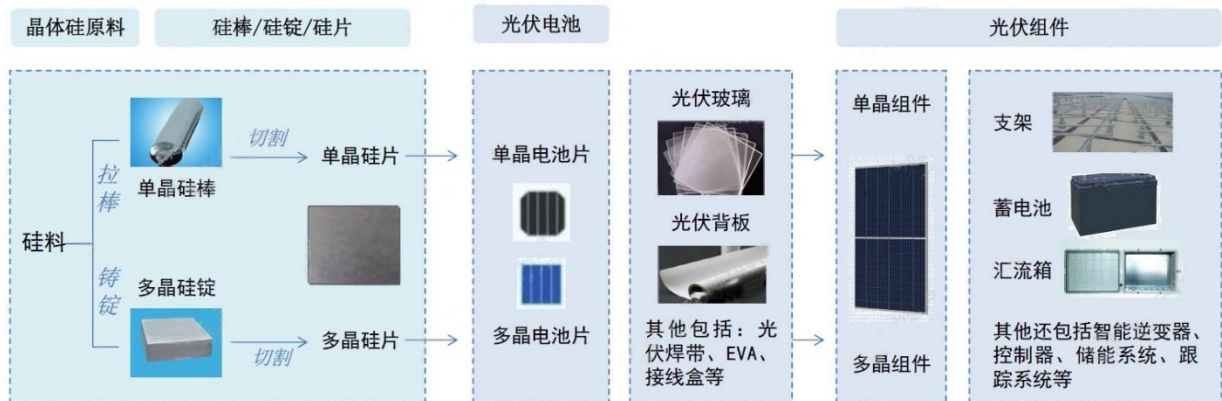
图表 9: 中国光伏累计装机容量



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

光伏产业链上游包括单/多晶硅的冶炼、铸锭/拉棒、切片等环节, 中游包括太阳能电池生产、光伏发电组件封装等环节, 下游包括光伏应用系统的安装及服务。

图表 10: 光伏产业链各环节组成部分



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

## 2.2 硅料子行业伴随光伏行业成长

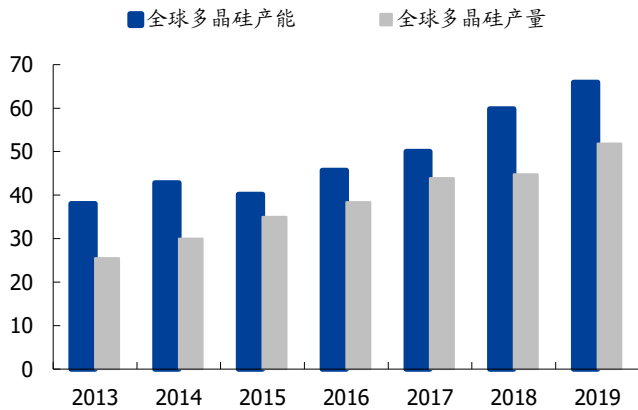
### 2.2.1 硅料低成本产能持续替代高成本产能, 龙头企业产能占比高

多晶硅料生产是产业链条最上游的环节, 在太阳能发电平价上网前, 光伏发电行业一直在各国政策补贴扶持下发展, 政策周期导致光伏新增装机也有较强的周期性。多晶硅行业也历经狂热投资、产能过剩、淘汰兼并的过程, 硅料价格从十多年前至今总体趋势向下, 具备成本优势的龙头企业慢慢跑出, 行业集中度提升。



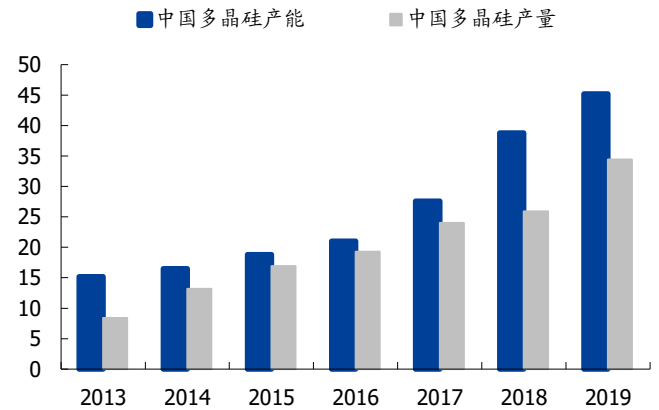
2019年底，全球多晶硅产能约65.9万吨，产量为51.9万吨，同比分别增长10.2%和15.8%。全球多晶硅总需求量为48.4万吨，供应大于需求。中国多晶硅产能约45.2万吨，产量34.4万吨，分别增长16.5%和32.8%，产量连续四年超过全球一半以上，2019年占比高达66.3%，居全球第一。由于国内生产效率高、成本低，全球多晶硅产业向中国转移的趋势明显。又由于中国企业占下游光伏组件行业的市场份额很高，对多晶硅料有大量需求，总需求量为45.6万吨，所以国内2019年多晶硅仍需要进口，净进口量为14.3万吨。

图表 11: 多晶硅全球产能和产量 (万吨)



资料来源: 硅业协会, 国盛证券研究所

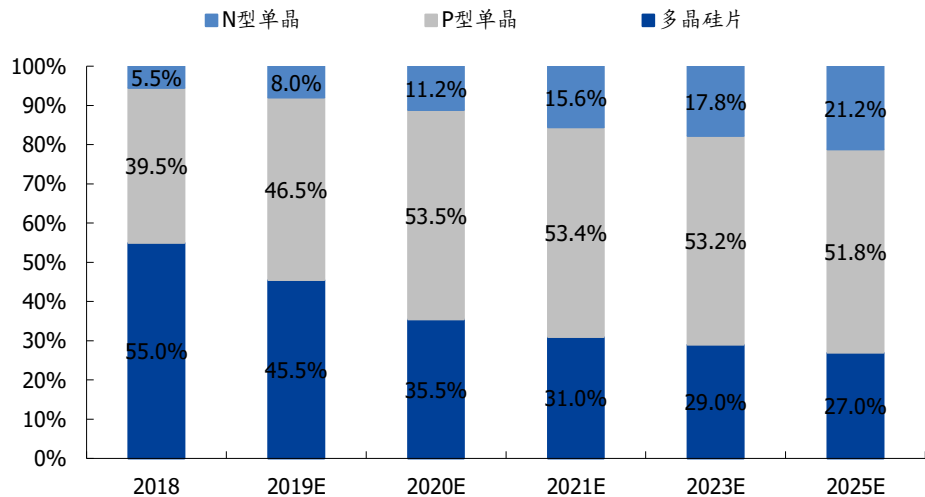
图表 12: 多晶硅全球产能和产量 (万吨)



资料来源: 硅业协会, 国盛证券研究所

从单、多晶用料构成来看，全球单晶用料供应量约33万吨，单晶硅片消耗多晶硅约32.4万吨，供需基本平衡；而全球多晶铸锭用料供应量为15.9万吨，多晶硅片消耗多晶硅约13万吨，略有过剩。

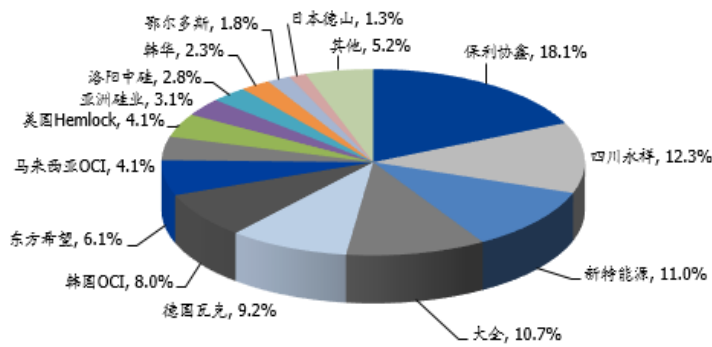
图表 13: 单晶硅片和多晶硅片的市场份额占比



资料来源: CPIA, 国盛证券研究所

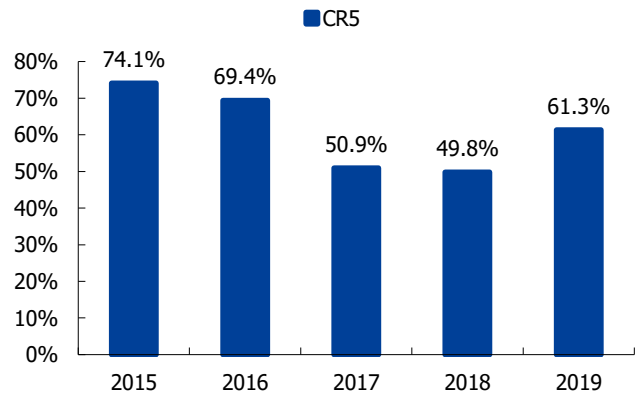
全球现在的硅料龙头企业主要有: 保利协鑫、通威股份、新特能源、大全新能源、东方希望、亚洲硅业韩国OCI、德国Wacker和内蒙古盾安等, 2019年全球硅料CR5约为61.3%。

图表 14: 2019 年全球硅料市场份额



资料来源: 硅料分会, CPIA, 国盛证券研究所

图表 15: 2015-2019 年全球硅料 CR5 市占率



资料来源: 硅业协会, CPIA, 国盛证券研究所

全球生产规模最大的五家公司有四家在国内, 分别是保利协鑫 (18.1%市占率)、通威永祥 (12.3%市占率)、新特能源 (11%市占率)、大全新能源 (10.7%市占率)。保利协鑫共有 11.8 万吨产能, 其中徐州基地年产能 7 万吨, 新疆产能已经爬坡至 4.8 万吨, 另外到 2020 年底已经有 1 万吨颗粒硅产能。国内硅料产能第二名是通威集团, 拥有永祥工厂 2 万吨产能, 乐山一期、包头一期共 6 万吨, 计划中还有乐山二期、云南保山一期各 4 万吨产能, 预计 2021 年底建成并分阶段投入使用。特变电工旗下的新特能源排名第三, 2020 年 4 月份新投产 3.6 万吨产能, 预计公司 2020 年底实际产能约 8 万吨。大全新能源硅料排名国内第四, 2019 年 9 月最新新疆石子河 4A 硅料项目建成投产后产能达到 7 万吨。

图表 16: 多晶硅料产能情况 (单位: 吨)

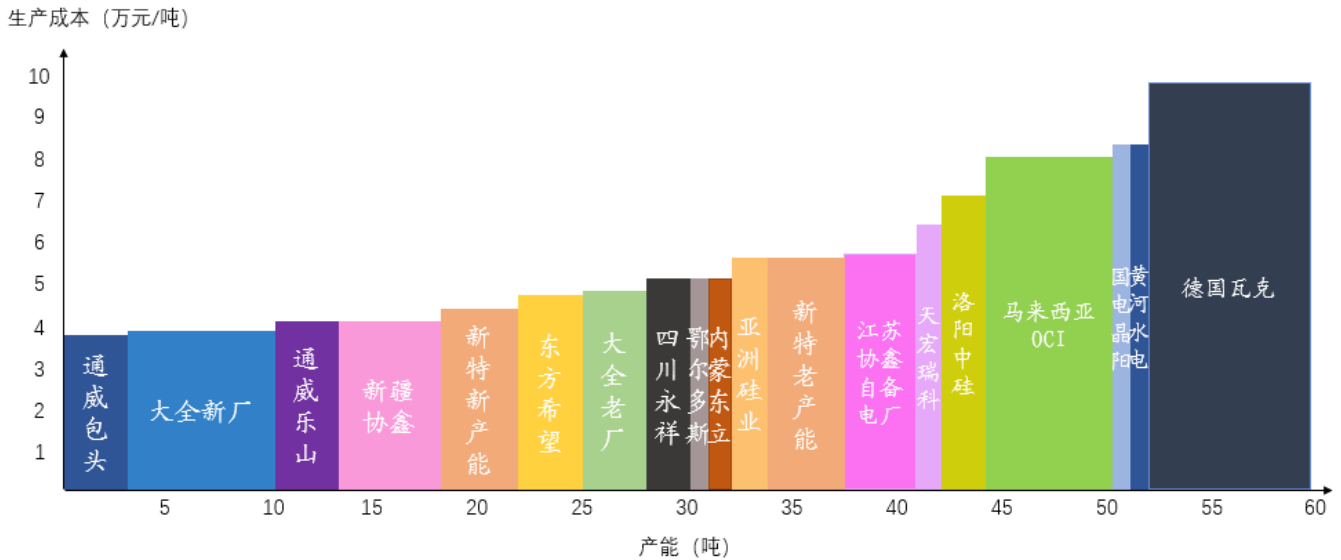
企业名称	2019 年底	2020 年 6 月底	2020 年底	2021 年后	备注
保利协鑫	118000	118000	118000	118000	
永祥股份	80000	80000	80000	80000+80000	新产能在 2021 年 4 季度释放
新特能源	72000	72000	80000	80000	
新疆大全	70000	70000	70000	70000	
东方希望	40000	40000	70000	70000	
亚洲硅业	20000	20000	20000	20000+30000	新产能预计在 2022 年释放第一期
鄂尔多斯	12000	12000	12000	12000	
内蒙东立	12000	12000	12000	12000	
国内其他	61000	18500	19300	19300	
<b>国内合计</b>	<b>452000</b>	<b>419500</b>	<b>470300</b>	<b>575300</b>	
德国 wacker	60000	42000	60000	60000	
马来 OCI	27000	27000	27000	27000	
美国 wacker	20000	20000	20000	20000	
美国 Hemlock	18000	18000	18000	18000	
美国 REC	2500	2500	2500	2500	
日本住友	5000	5000	5000	5000	
日本三菱	3000	3000	3000	3000	
日本 Tokuyama	8000	8000	8000	8000	
韩国 OCI	52000	5000	5000	5000	2020 年 3 月转电子级
<b>海外合计</b>	<b>195500</b>	<b>130500</b>	<b>148500</b>	<b>148500</b>	

资料来源: 《2020 年中国硅产业现状与发展趋势》, 国盛证券研究所

### 2.2.2 硅料的定价和价格波动因素

**成本呈阶梯式下降:** 硅料新旧产能的成本区别大, 整体按照投产年份阶梯式下降, 新投入的产能成本较低, 盈利能力较强, 老旧产能由于成本高于市价持续被淘汰。国内龙头企业的工艺研发能力和生产效率在全球已经是极致水平, 国内新产能生产成本要优于国外同行, 硅料生产正逐步转到中国。

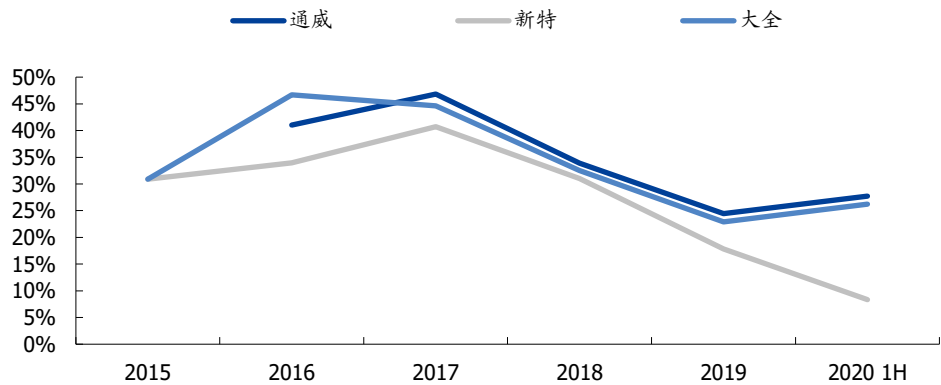
图表 17: 各公司硅料产能及成本



资料来源: 公司公告, 硅业协会, PVinfolink, 国盛证券研究所

硅料定价由边际成本更高的厂商决定, 只要是成本线低于硅料市场的厂商都能盈利, 而且盈利能力的波动趋势一致。按照目前约 85 元/千克的硅料(致密料)价格来计算, 目前能够实现生产经济的厂商全球只有十余家。

图表 18: 各厂商多晶硅毛利率变化趋势



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

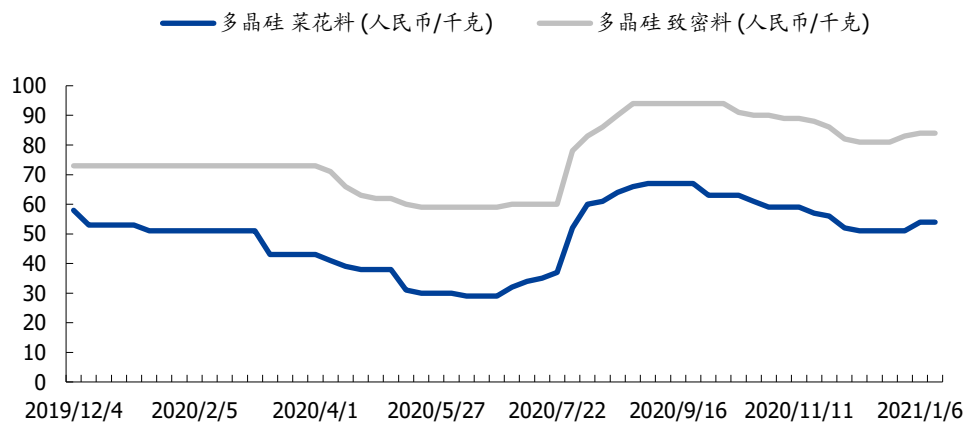
### 价格波动的影响因素:

**1) 长期来看:** 光伏发电正在进入平价时代, 自身能通过成本优势提升在整个能源结构中的比例, 不再依赖补贴。加上光伏对比起传统能源中占比最大的火电而言具有环保优势, 未来很大概率会成为全球最主要的发电方式。2019年12月13日, 国家发改委能源所发布《中国2050年光伏发展展望(2019)》: “十四五”将会成为中国光伏启动加速部署期, “十五五”期间, 随着储能技术的成熟, 到2030年的装机规模已成为所有电源类型的第一位, 2035年光伏发电量成为所有电源类型的第一位。欧盟委员会2020年9月11日发布2030年气候目标计划, 提出将2030年温室气体排放目标降至1990年的45%, 到时可再生能源发电占比目标为65%, 光伏发电是可再生能源发电中的主力。

**2) 中短期来看:** 新冠疫情在 2020 年一季度对光伏产业链各环节生产和交付产生负面影响, 二季度光伏组件需求开始恢复, 硅料和硅片供需关系开始逆转。2020 年下半年多晶硅行业事故频发, 7 月大全石河子工厂发生爆炸、保利协鑫新疆工厂爆炸、瓦克(Wacker) 位于美国特纳西州的生产基地爆炸, 8 月份四川永祥(通威) 2 万吨产能因为洪涝关停一度加剧了市场供不应求的局面。其后, 习主席在 9 月 22 日第七十五届联合国大会提出中国努力争取 2060 年前实现碳中和的目标, 提升了市场对能源结构优化的预期。

2020 年四季度至今硅料价格一直维持在 80-90 元/千克区间。展望 2021 年, 硅料行业仍然高景气, 目前接近 80% 的硅料产能已经被下游硅片企业锁单。多晶硅产能扩张周期长, 从投资建设到调试完毕并量产需要一年多的时间, 从各家龙头的扩产计划来推算, 大规模的硅料项目投运要到 2021 年末, 逐步爬坡后开始对市场产生作用需要到 2022 年, 所以 2021 年硅料价格大概率维持高位。

图表 19: 国产多晶硅菜花料与致密料价格走势



资料来源: PVinfolink, 国盛证券研究所

图表 20: 下游生产厂商通过长单锁定采购硅料

时间	买方	卖方	采购数量(万吨)	采购周期	预期交易金额
2020.8.18	隆基股份	亚洲硅业	12.48	2020.9-2025.8	94.98 亿
2020.8.24	上机数控	新疆大全	2.16-3.2	2020.9-2020	19.44-28.8 亿
2020.8.31	上机数控	江苏中能、新疆协鑫	1.67	2020.9-2021	15.7 亿
2020.9.15	东海晶澳	新特能源	9.72	2020.10-2025.12	91.37 亿
2020.9.25	隆基股份	通威股份	10.18/年	第一阶段: 2020-2021	双方优先交易
2020.11.6	晶科能源	通威股份	9.3	2020.11-2023.12	锁量不锁价
2020.11.17	包头美科	通威股份	6.88	2021.1-2023.12	18 亿
2020.11.17	天合光能	通威股份	7.2	2021.1-2023.12	19 亿
2020.11.30	天合光能	大全新能源	3-3.76	2021.11-2023.12	月度议价
2020.12.14	隆基股份	新特能源	>27	2021.1-2025.12	192.35 亿
2020.12.23	东海晶澳	大全新能源	3.24-4.32	2021.1-2023.12	月度议价
2020.12.23	未披露	大全新能源	1.2	2021.1-2022.12	月度议价

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3. 公司分析：新特能源硅料产能具备成本优势，新能源建造开发项目规模领先

#### 3.1 硅料业务生产成本低、产品品质好、订单饱满

**成本具备优势：**新特能源的一、二、三、四期老产能生产成本约 5.5 万元/吨，去年 2 季度投产的五期新产能爬坡后生产成本接近 4 万元/吨，与新特新产能成本较为接近的只有通威乐山一期和包头工厂，大全新厂和保利协鑫新疆工厂。多晶硅料经过多年的价格下跌，边际下跌幅度已经大大减缓，如果没有新的工艺路线，具有成本优势的龙头越来越难被颠覆，行业格局在短期内改变的可能性不大。新特能源利用了新疆丰富的煤炭资源，加上自备电厂发电，成本目前处在行业第一梯队，在可见的未来有望保持优势。

图表 21：新特能源多晶硅产能扩张计划

	年份	新增产能 (万吨)	总产能 (万吨)
第一阶段	2009	0.15	0.15
第二阶段	2012	0.15	0.3
第三阶段	2013	1.2	1.5
第四阶段	2017	1.5	3
第五阶段	2020E	3.6	8

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**品质获下游大客户认可，大部分产能通过长协锁定销售：**公司采用改良西门子法生产，生产技术处于行业先进水平。可用于制作单晶硅片的硅料产能占整体产能超过九成，硅料品质高，跟隆基、晶澳等下游知名客户有长期的合作关系，通过长协锁定销售。

图表 22：订单基本上锁定了长协

公告日期	采购公司	采购数量	订单周期	交易金额
2018.07.27	隆基	9.12 万吨	2019.01-2021.12	80.24 亿元
2019.01.28	乌海京运通	3.2 万吨	2019.01-2021.12	25.31 亿元
2020.09.15	东海晶澳	9.72 万吨	2020.10-2025.12	91.37 亿元
2020.12.14	隆基硅材料	27 万吨	2021.01-2025.12	192.35 亿元

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

#### 3.2 BOO 和 ECC 业务开发规模领先

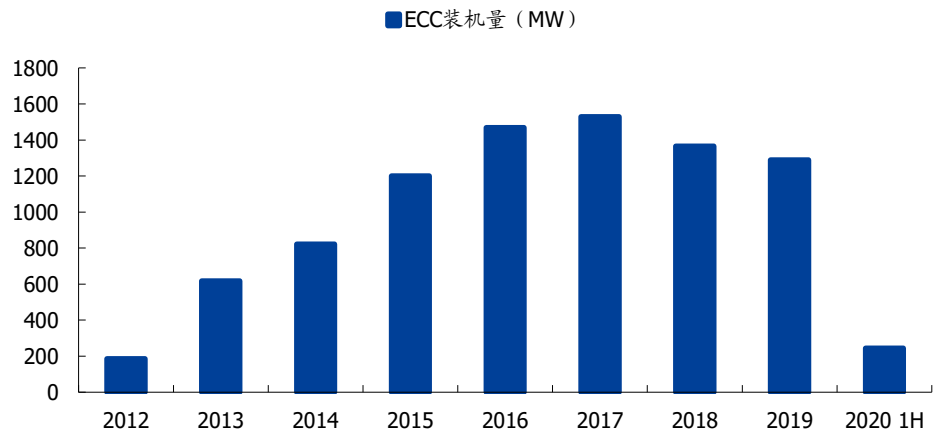
**ECC 开发规模领先。**ECC 业务占新特能源 2019 年总收入的 57%，总毛利的 8%。公司 ECC 业务包括新能源电站 EPC 和 BT 两种业务模式，其中 EPC 指公司担任整个项目设计、采购、建造的总包模式，BT 指公司自行投融资，落实项目建设，建成后移交给第三方，最后逐步回收成本的承建模式。目前公司已形成风电、光伏等工程项目设计、咨询、建设、调试和运维服务等为一体的系统集成服务能力，累计建设容量约 13GW，毛利率基本稳定在 11%-14%。公司 2015-2017 年连续三年蝉联全球光伏并网装机规模第一，2018 年居全球第二、中国第一。虽然疫情之下公司 EPC 承建项目及 BT 转让项目 2020 年上半年营收有所减少，但该部分收入会受益于可再生能源行业高速发展重新恢复增长。

图表 23: 新特能源过往 ECC 项目中标量

年份	ECC 中标项目	中标量 (MW)
2010	中国 280MW 光伏电站特许项目	40
2014	巴基斯坦旁遮普省光伏 EPC 项目	100
2016	阳泉、芮城、新泰、包头四个“光伏领跑者”项目	370
	河北宣化奥运光伏廊道项目	70
	内蒙古二连浩特正镶白旗可再生能源微电网（光伏、风电）项目	220
2017	内蒙古锡盟风电专案	500
	正镶白旗风电项目	575
	河北武强风电专案	200
2019	山西、河北、重庆等地平价及竞价项目	1700
2020 1H	贵州、山西、江苏、河北等地平价及竞价上网专案	1500

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

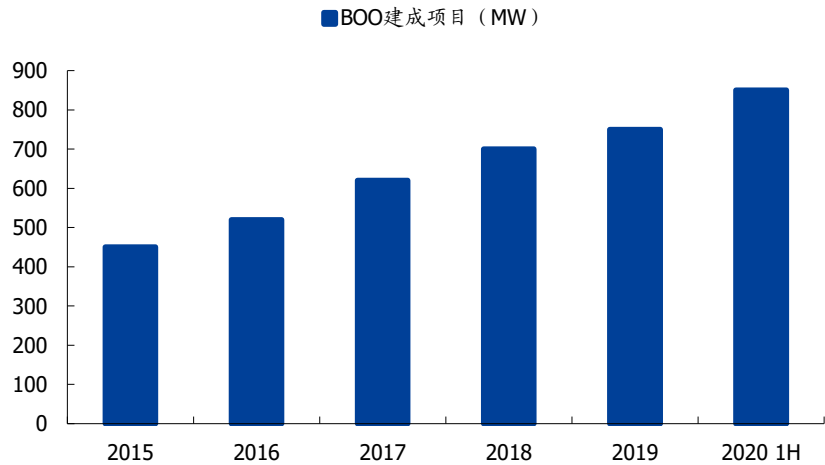
图表 24: 新特能源 ECC 业务历史装机量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

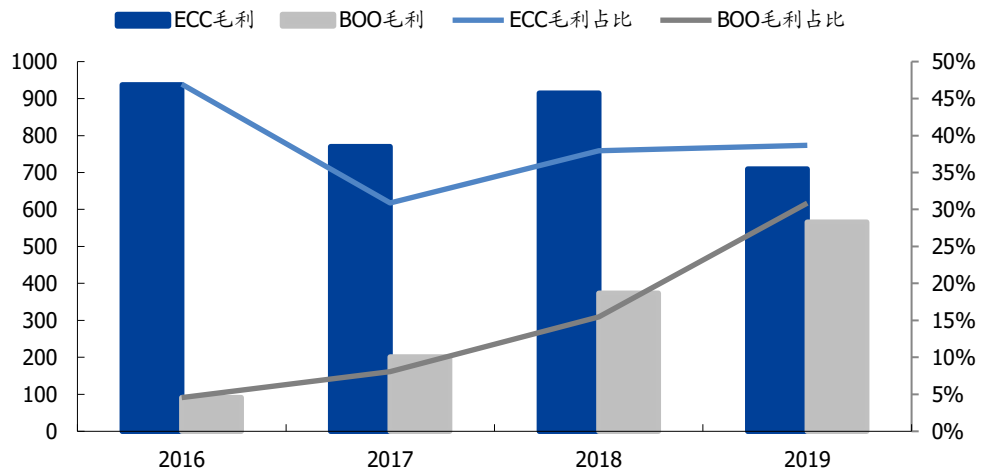
**BOO 主要运营新能源电站资产。**BOO 业务占新特能源 2019 年总收入的 10%，总毛利的 7%。BOO 业务指承包商拥有项目，并担任施工、运营及运维的模式。公司 BOO 业务主要是持有运营新能源电站，2015 年刚上市时只有新疆、内蒙古两地共 3 个储备项目，最初装机容量 450MW。历经 5 年发展，截至 2020H1 已建成 BOO 项目 850MW，在建 BOO 项目 1925MW。通过集控中心建设推进电站集中运维管理，实现大规模数据的存储、高性能计算、数据挖掘、多场站数据对比分析等功能，提升智能运维水平，业务毛利率基本稳定在 65%左右，远高于公司整体毛利水平。

图表 25: 新特 BOO 项目累计装机量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司 ECC 及 BOO 业务毛利及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 行业增长预期:

光伏新增装机加速推动组件需求, 进而驱动硅料需求逐步提升, 我们假设 2020-2022 年全球光伏装机 120/160/190GW, 对应全球硅料行业需求将分别达 44.3/58.6/69.0 万吨。



图表 27: 光伏新增装机量推算多晶硅料需求

	2020E	2021E	2022E
装机量 (GW)	120	160	190
容配比	1.2	1.2	1.2
组件装机量 (GW)	144	192	228
单晶组件占比 (GW)	85%	90%	95%
多晶组件占比 (GW)	15%	10%	5%
单晶组件需求 (GW)	122.4	172.8	216.6
多晶组件需求 (GW)	21.6	19.2	11.4
单晶硅耗 (Kg/KW)	3	3	3
多晶硅耗 (Kg/KW)	3.5	3.5	3.5
多晶硅料需求 (万吨)	44.3	58.6	69.0

资料来源: 国盛证券研究所预测

### 公司收入:

对于公司的硅料业务,我们假设公司在 2020 年 4 月扩产后没有大规模的产能新增,2021-2022 年通过填平补齐会有少量的产能释放,2020-2022 年底的产能分别为 8/8/9 万吨。产量增加主要来自于已投产产能逐步爬坡。由于硅料市场价格已经高于新特能源新老产能生产成本,所以我们假设 2020-2022 年的产量分别为 7/8/9 万吨,销量分别为 6.3/8/9 万吨。而 ECC 和 BOO 业务收入分别假设每年 10%和 15%的复合增长。

图表 28: 公司主营业务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	11,421	12,054	8,722	10,326	12,481	13,436
YoY	-4.8%	5.5%	-27.6%	18.4%	20.9%	7.7%
多晶硅收入	3,462	3,352	2,230	3,887	5,351	5,539
YoY	36.2%	-3.2%	-33.5%	74.4%	37.7%	3.5%
ECC 收入	6,864	7,487	4,986	5,484	6,033	6,636
YoY	-18.6%	9.1%	-33.4%	10.0%	10.0%	10.0%
BOO 收入	308	584	829	954	1,097	1,262
YoY	141.5%	89.5%	41.9%	15.0%	15.0%	15.0%
其他收入	787	631	677	700	700	700
YoY	-12.49%	-19.81%	7.37%	3.35%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 毛利率:

2020 年市场多晶硅料 (一级料) 均价为 11.3 美元/千克,我们假设 2021/2022 年分别为 12.5 美元/千克和 11.5 美元/千克,测算出公司多晶硅生产对应的 2020-2022 毛利率分别为 20.6%/34.1%和 28.3%。ECC 和 COO 毛利率分别维持在 12%和 65%。

图表 29: 公司毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总体毛利率	21.8%	20.0%	21.0%	21.5%	27.2%	24.8%
多晶硅毛利率	40.7%	31.0%	17.9%	20.6%	34.1%	28.3%
ECC 毛利率	11.2%	12.2%	14.2%	12.0%	12.0%	12.0%
BOO 毛利率	65.3%	63.9%	68.2%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务毛利率	14.2%	13.4%	23.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 销售费用、管理费用:

预计销售、管理两项费用绝对金额逐年上升, 但因为规模经济原因, 占销售收入比例将持续下降。

图表 30: 公司销售、管理费用预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用(百万元)	-403	-420	-403	-423	-437	-457
占收入比	-3.5%	-3.5%	-4.62%	-4.10%	-3.50%	-3.40%
管理费用(百万元)	-654	-594	-581	-599	-612	-632
占收入比	-5.7%	-4.9%	-6.7%	-5.8%	-4.9%	-4.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.2 估值

我们预计公司 2020-2022 的营业收入为 103/125/134 亿元, 同比增长 18.4%/20.9%/7.7%; 归母净利润为 6.8/17.4/15.8 亿元, 同比增长 69.7%/154.0%/-8.8%。

图表 31: 海外同业公司盈利预测

公司名称	公司代码	市值(亿港元)	EPS			PE			PB(最新)	PS	
			2020	2021	2022	2020	2021	2022		2020	2021
保利协鑫	3800.HK	359	-0.1	-0.03	-0.02	-17	-57	-85	1.38	1.95	1.96
大全新能源	DQ.N	387.69	15.46	29.62	34.74	36.13	18.85	16.07	7.59	7.48	5.69
福莱特玻璃	6865.HK	663	0.88	1.49	1.97	36.99	21.85	16.85	10.13	11.88	7.93
信义玻璃	0868.HK	805	1.21	1.52	1.63	16.48	13.08	12.23	3.94	4.55	3.94

资料来源: Bloomberg, 股价和市值截止 2021/1/18, 国盛证券研究所

图表 32: A 股同行业公司盈利预测

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	EPS			PE			PB (最新)	PS	
			2020	2021	2022	2020	2021	2022		2020	2021
通威股份	600438.SH	1724	1.03	1.26	1.6	37.29	30.32	23.92	6.74	3.81	2.95
隆基股份	601012.SH	3891	2.24	2.91	3.56	46.08	35.49	29.01	11.74	7.32	5.09
中环股份	002129.SZ	922	0.45	0.61	0.8	68.14	49.5	38.23	4.86	4.1	3.05
阳光电源	300274.SZ	1255	1.27	1.82	2.43	67.9	47.2	35.46	12.94	6.53	4.93

资料来源: Bloomberg, 股价和市值截止 2021/1/18, 国盛证券研究所

从业务分部、行业地位、硅料产能和所在交易市场几个角度来看, 大全新能源是新特能源在估值上最为可比的同行, 所以我们对新特能源估值时主要参考大全新能源的估值, 给予新特能源目标价 32 港元, 对应 2021 年 PE 20 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 4.3 回归 A 股科创板上市

新特能源在 2021 年 1 月 13 日发布公告有意以发行 A 股的方式回归 A 股, 之前港股也有福莱特玻璃、新天绿色能源等新能源行业公司通过类似的操作提高交易活跃度, 提升企业价值。回归 A 股也有助于公司募集更多资金, 迎战行业高速发展下的新机遇。

## 5. 风险提示

**硅料价格不及预期:** 硅片企业的需求和硅料企业的产能扩张共同影响硅料价格, 需求的波动和大规模的硅料产能增加都会影响公司的盈利能力。

**硅料产能存在安全事故风险:** 多晶硅料生产过程中容易发生爆炸, 2020 年下半年多家多晶硅料企业均发生生产安全事故, 导致供应瘫痪。新特能源如果出现同类情况, 将会严重影响生产能力。

**新特能源回归 A 股上市进展不及预期:** 公司发表回归 A 股的公告后, 市场对公司未来的融资有一定预期, 但二次上市设计复杂繁琐的流程, 二次上市未必一定能成功。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com