新特能源 (1799 HK)

成本效益领先的多晶硅生产商

❖ **特变电工旗下专注于新能源产品及项目的平台企业。**新特能源 2015 年末由特变电工（600089 CH）分拆在港股上市，是特变电工旗下专注于新能源产品及项目的平台企业。公司拥有四个主要业务板块，包括 1）多晶硅生产及销售；2）新能源项目工程建设和承包（ECC），包含 EPC 和 BT 服务；3）BOO 业务，建设、持有、运营新能源项目；以及 4）其它新能源相关制造业务，包括光伏逆变器、无功补偿和柔性直流换流阀等。公司的主营业务高度聚焦于光伏业务，截止目前，公司是全球最大的光伏电站 EPC 总承包上，同时在新疆运营有年产量三万吨的多晶硅产能。多晶硅业务及 ECC 业务是目前公司主要的收入和利润来源。

❖ **多晶硅制造：成本效益领先，位处第一梯队。**新特能源多晶硅厂房布局在新疆，并配备自备电厂享受低廉的电价成本。公司的多晶硅成本效益领先同业，全成本仅约每公斤人民币 65 元。管理层透露公司的电价和蒸汽成本仅分别为每千瓦时人民币 0.18 元及每蒸吨人民币 25 元。在多晶硅产能扩张方面，公司有一条年产 36,000 吨新产线目前正在建设施工。新建产能将对目前的多晶还原炉技术进行优化升级，同时新产能的资本开支也较原有产能节约。管理层预计新产能多晶硅全成本在达产后，将较目前成本低至少 23%至低于每公斤 50 元人民币。公司计划新产能将于 2019 年一季度实现投产。

❖ **ECC 及 BOO 业务：重心自光伏转向风电。**公司的工程服务和自营电站业务自较单一的光伏电站业务逐步扩张至风电场业务。公司 2018 年已完成 500 兆瓦光伏电站建设，有 200 兆瓦领跑者项目正在建设当中，同时在海外一带一路地区还有较为充裕的项目储备。在 BOO 业务方面，新特能源目前正推进内蒙古特高压线路配套风电项目，共计 975 兆瓦。基于目前风电项目需要的补贴水平较低，以及风电政策能见度更高，管理层希望将业务重心逐渐由光伏项目向风电项目过渡。

❖ **其它新能源相关制造：或在 2019 年带来惊喜。**新特能源在新能源相关装备制造方面的技术实力，与母公司特变电工同样卓越。公司在年内获得南方电网授出乌东德特高压柔性直流换流阀订单。该订单规模约人民币 7 亿元，我们预期将于 2019 年实现订单交付。

❖ **对光伏需求回暖有较高盈利弹性。**由于光伏相关业务目前对新特能源收入及利润占比较高，公司业绩受 5.31 政策影响有所下滑，前三季度净利润同比下跌 4.7%至人民币 9.11 亿元。随着公司新的多晶硅产能释放，我们预期公司将对光伏市场需求回暖具有较高的业绩弹性。我们认为公司目前主要的问题在于缺乏港股二级市场流动性。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万人民币)	7,403	9,441	12,001	11,421
调整后净利润 (百万人民币)	575	612	801	1,061
调整后 EPS (人民币)	1.00	0.76	0.77	1.01
EPS 变动 (%)	n/a	(24)	1	32
市盈率(x)	7.0	9.2	9.1	6.8
市帐率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	-	1.4	1.7	2.9
权益收益率（%）	15	11	10	12
净财务杠杆率(%)	138.4	49.7	78.7	85.6

资料来源：公司，招银国际研究

未评级

当前股价 HK$7.90

萧小川
电话：(852) 3900 0849
邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国太阳能行业

市值(百万港元)	8,256
3 月平均流通量 (百万港元)	0.00
52 周内股价高/低 (港元)	8.92/5.95
总股本 (百万)	1,045

资料来源: 彭博

股东结构 (H 股)

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

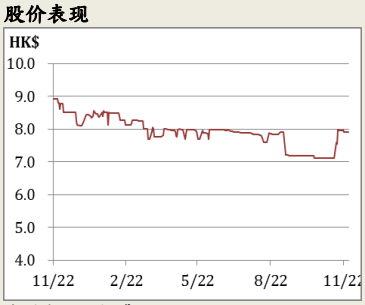
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.0%	4.0%
3-月	0.9%	8.5%
6-月	-0.8%	15.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 普华永道
公司网站: www.xtnysolar.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。