

【投资要点】

目标价: **6.38 港元**
 现价: **3.91 港元**
 预计升幅: **63%**

重要数据

日期	2026-6-30
收盘价(港元)	3.91
总股本(亿股)	14.3
总市值(亿港元)	56
净资产(亿元)	371
总资产(亿元)	821
52周高低(港元)	9.69/3.63
每股净资产(元)	22

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%)
 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
 更新报告-20250916

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ H股全流通落地预期，流动性折价有望改善

公司于2026年6月30日公告，董事会已审议批准建议实施H股全流通，涉及全体内资股股东持有的1,053,829,244股转换为H股，约占总股本73.69%；该事项无需股东会批准，但仍须完成中国证监会备案及联交所批准，截至公告日尚未提交申请。同时控股股东已公告，拟将所持新特能源约9.51亿股内资股全部申请转为H股，占新特能源总股本约66.52%。公司此前H股流通盘相对有限，当前已上市H股仅3.76亿股，而本次拟转换的内资股规模达10.54亿股，相当于现有H股的约2.8倍；若顺利落地，公司可流通股份基础将显著扩容，缓解港股长期因流通性不足而形成的估值折价，发挥H股融资平台功能。考虑到公司目前尚未提交备案及上市申请文件，全流通从董事会批准到最终落地仍需时间。

➤ 多晶硅第一梯队地位稳固，供给侧出清下具备率先受益基础

公司主业覆盖高纯多晶硅、新能源电站建设运营以及电气设备制造等业务。公司多晶硅第一梯队地位稳固，而电站建设与运营和电气设备业务可对冲部分硅料周期波动，维持经营稳定性；价格方面，截至20260701，硅业分会数据显示，N型复投料成交均价为3.28万元/吨，对比行业平均现金成本约3.4万-3.5万元/吨，预计70%企业处于深度亏损，行业进一步恶化的空间在收窄，但供给淘汰压力在上升；政策方面，2026年6月27日发布的能耗/能效相关标准将于2027年1月1日实施，行业高能耗落后产能出清预期强化，头部低成本、具规模与技术积累企业有望受益。

➤ 维持“买入”评级，更新目标价至6.38港元/股

综合判断，公司正进入估值修复通道：1) H股全流通顺利推进，改善交易流动性并提升资本平台价值；2) 多晶硅供给出清加快，行业价格中枢若从现金成本附近逐步修复，公司减亏幅度有望继续扩大。公司2026PB仅约0.16倍，已处于明显偏低水平，具备较高的估值修复弹性。我们更新公司目标价至6.38港元/股，对应2027年16倍PE，目标价较现价有63%的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	21,213	15,254	20,720	21,418	22,309
变动(%)	-31.0%	-28.1%	35.8%	3.4%	4.2%
归属股东净利润	(3,905)	(1,205)	307	657	1,061
变动(%)	-189.9%	-69.1%	-	114.0%	61.5%
基本每股盈利(元)	(2.73)	(0.84)	0.21	0.46	0.74
市盈率@3.91港元(倍)	-	-	15.8	7.4	4.6
每股净资产(元)	24.68	25.91	25.34	25.78	26.76
市净率@3.91港元(倍)	0.15	0.16	0.16	0.15	0.15

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ H股全流通落地预期，流动性折价有望改善

公司于2026年6月30日公告，董事会已审议批准建议实施H股全流通，涉及全体内资股股东持有的1,053,829,244股转换为H股，约占总股本73.69%；该事项无需股东会批准，但仍须完成中国证监会备案及联交所批准，截至公告日尚未提交申请。同时控股股东已公告，拟将所持新特能源约9.51亿股内资股全部申请转为H股，占新特能源总股本约66.52%。

公司此前H股流通盘相对有限，当前已上市H股仅3.76亿股，而本次拟转换的内资股规模达10.54亿股，相当于现有H股的约2.8倍；若顺利落地，公司可流通股份基础将显著扩容，缓解港股长期因流通性不足而形成的估值折价，发挥H股融资平台功能。考虑到公司目前尚未提交备案及上市申请文件，全流通从董事会批准到最终落地仍需时间。

➤ 多晶硅第一梯队地位稳固，供给侧出清下具备率先受益基础

公司主业覆盖高纯多晶硅、新能源电站建设运营以及电气设备制造等业务。公司多晶硅第一梯队地位稳固，而电站建设与运营和电气设备业务可对冲部分硅料周期波动，维持经营稳定性；

价格方面，截至20260701，硅业分会数据显示，N型复投料成交均价为3.28万元/吨，对比行业平均现金成本约3.4万-3.5万元/吨，预计70%企业处于深度亏损，行业进一步恶化的空间在收窄，但供给淘汰压力在上升；

政策方面，2026年6月27日发布的能耗/能效相关标准将于2027年1月1日实施，行业高能耗落后产能出清预期强化，头部低成本、具规模与技术积累企业有望受益。

➤ 维持"买入"评级，更新目标价至6.38港元/股

综合判断，公司正进入估值修复通道：1) H股全流通顺利推进，改善交易流动性并提升资本平台价值；2) 多晶硅供给出清加快，行业价格中枢若从现金成本附近逐步修复，公司减亏幅度有望继续扩大。

公司2026PB仅约0.16倍，已处于明显偏低水平，具备较高的估值修复弹性。我们更新公司目标价至6.38港元/股，对应2027年16倍PE，目标价较现价有63%的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值（20260701）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
3800.HK	协鑫科技	HKD	0.69	229	-	-	36.5	12.9	0.5	0.5	0.5	0.4
0916.HK	龙源电力	HKD	5.00	1,084	8.1	9.0	8.2	6.5	0.5	0.5	0.5	0.5
2380.HK	中国电力	HKD	2.74	339	9.0	10.6	9.6	8.7	0.5	0.5	0.5	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	16.92	876	6.0	7.3	6.8	6.4	0.8	0.7	0.7	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.40	31	20.1	6.6	6.0	5.8	0.3	0.3	0.3	0.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.24	90	5.1	4.2	4.0	3.6	0.4	0.4	0.4	0.3
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.10	260	6.9	5.7	5.1	4.6	0.5	0.4	0.4	0.4
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.15	92	4.3	-	-	-	0.6	0.8	0.8	0.8
平均					8.5	7.2	10.9	6.9	0.5	0.5	0.5	0.5
1799.HK	新特能源	HKD	3.91	56	-	15.8	7.4	4.6	0.16	0.16	0.15	0.15

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. H 股全流通审批进度不及预期
2. 多晶硅价格持续下降
3. 行业“反内卷”执行不到位
4. 新增装机不及预期

【财务报表摘要】

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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	21,213	15,254	20,720	21,418	22,309
营业成本	19,852	13,833	17,944	18,089	18,329
其他收入	0	0	0	0	0
行政费用	1,178	882	622	643	669
财务开支	602	612	725	750	781
应占联营公司利润	65	528	70	73	76
其他开支	179	226	145	150	156
税前盈利	(4,079)	(1,089)	424	907	1,465
所得税	(36)	245	63	134	217
少数股东应占利润	(139)	(129)	54	116	187
归属股东净利润	(3,905)	(1,205)	307	657	1,061
折旧及摊销	(3,410)	(884)	(418)	(424)	(433)
EBITDA	(1,336)	(1,345)	47	508	1,041
增长					
总收入 (%)	-31%	-28%	36%	3%	4%
EBITDA (%)	-119%	1%	-103%	988%	105%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	11,663	9,247	10,758	12,092	10,432
应收账款	5,058	6,149	3,635	3,758	3,914
存货	4,725	5,251	3,968	4,000	4,053
其他流动资产	7,186	5,660	7,115	7,240	7,383
流动资产	28,633	26,307	25,477	27,089	25,782
固定资产	41,000	41,160	43,218	45,379	47,648
其他固定资产	12,048	14,655	21,719	25,001	25,086
非流动资产	53,048	55,815	64,937	70,380	72,733
总资产	81,681	82,121	90,415	97,469	98,515
流动负债	25,691	22,884	25,425	25,435	25,548
应付账款	10,870	10,133	9,626	9,145	8,688
短期银行贷款	610	1,131	1,244	1,369	1,506
其他短期负债	14,211	11,620	14,554	14,921	15,354
非流动负债	20,695	22,191	28,755	35,167	34,698
长期银行贷款	19,073	20,394	24,473	29,367	35,241
其他负债	1,622	1,797	4,283	5,799	(543)
总负债	46,387	45,075	54,180	60,601	60,245
少数股东权益	2,500	5,589	5,616	5,674	5,767
股东权益	32,793	31,458	30,619	31,194	32,503
每股账面值(人民币元)	22.93	22.00	21.41	21.81	22.73
营运资金	2,941	3,423	52	1,654	234

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	-6%	-9%	0%	2%	5%
净利率 (%)	-18%	-8%	1%	3%	5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-6%	-6%	-3%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-1%	22%	-15%	-15%	-15%
股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
营业周期 (月)	61	62	63	64	65
应付账款天数	322	322	322	322	322
应收账款天数	189	189	189	189	189
ROE (%)	-12%	-4%	1%	2%	3%
ROA (%)	-5%	-1%	0%	1%	1%
财务状况					
净负债/股本	0.24	0.39	0.49	0.60	0.81
收入/总资产	0.26	0.19	0.23	0.22	0.23
总资产/股本	2.49	2.61	2.95	3.12	3.03
收入对利息倍数	(35.26)	(24.91)	(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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(1,336)	(1,345)	47	508	1,041
融资成本	8,260	(1,497)	5,274	(912)	2,167
营运资金变化	(5,134)	481	(3,370)	1,602	(1,420)
所得税	(36)	245	63	134	217
营运现金流	1,755	(2,116)	2,013	1,333	2,005
资本开支	13,903	9,733	8,600	7,693	6,968
其他投资活动	(23,403)	(12,634)	(10,231)	(8,278)	(6,685)
投资活动现金流	(9,500)	(2,901)	(1,631)	(585)	282
负债变化	(135)	1,842	4,192	5,019	6,010
股本变化	0	0	0	0	0
股息	1,204	741	889	1,066	1,280
其他融资活动	302	2,940	(715)	(5,505)	(11,243)
融资活动现金流	1,371	5,522	4,365	580	(3,953)
现金变化	(6,374)	511	4,748	1,328	(1,666)
期初持有现金	11,867	5,495	6,005	10,758	12,092
汇率变动	1	6	6	6	6
期末持有现金	5,495	6,005	10,758	12,092	10,432

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>