

新兴能源

顺风光电 (1165.HK)

评级: 增持

当前价格 (港元): 7.06

2014.11.20

顺势而为，打造全球清洁能源供应商龙头

公司首次覆盖报告

刘骁 (分析师)	洪荣华 (分析师)
010-59312823	021-38675854
liuxiao009336@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com
证书编号 S0880512040002	S0880514080002

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	3.23-12.08
当前股本 (百万股)	2,392
当前市值 (百万港元)	18,565

本报告导读:

公司作为国内光伏电站运营领域布局最早、扩张最快的龙头，将充分享受新一轮光伏周期下的运营环节机遇。强大的融资能力和纵向一体化布局确保其竞争优势。

摘要:

- **首次覆盖，增持评级，目标价 9 元。**预计 2014-2016 年净利润 12 亿、24.5 亿和 48 亿元，按考虑可转债行使后 62.8 亿股本计算，EPS 0.19 元、0.39 元和 0.76 元，复合增速 100%。参照同行可比公司估值和电站市值加成法，给予 9 元目标价，目标市值 450 亿元，对应 2014-2016 年 PE 47、23 和 12 倍。
- **顺应行业趋势，奠定国内光伏运营龙头。**在本轮光伏周期中，产业链利润格局重构，下游电站受益最大，运营环节凭借稳定的收益、更好的增长持续性和持续创新的融资模式，具备显著的投资价值。快速抢占优质资源以锁定收益是最优选择，公司具有前瞻性，准确把握行业趋势，提前收购路条并储备项目资源，已形成先发优势。在行业内扩张最快，2014 年预计新增装机 1.7GW，累计装机 2.6GW，远超同行，2014 年起发电收入将迎来快速增长（复合增速 100%以上），业绩迎来拐点，2015 年以后运营业务将成为利润核心来源。
- **强大的资本运作能力契合行业本质。**公司灵活运用金融工具、多渠道融资，不仅多次发行可转债和增发新股，还斩获上百亿元银行授信，并积极探索资产证券化、互联网金融和海外低成本资金，无论从融资规模或种类，公司均引领行业发展。公司过去一年的资本运作堪称“融资性增长”的典范，作为光伏运营行业市值最大的公司，较强的股权融资能力为其快速扩张提供充足的资本支撑。
- **纵向一体化布局提高竞争优势。**公司加快外延扩张，向中上游拓展，打通从电站建设到运营维护各个环节。收购无锡尚德与 Solarcity 自建组件工厂有异曲同工之妙，利用尚德的研发平台，有助于提高组件产品质量和转换效率，保证电站的有效发电量。收购的全球最大运维公司 S.A.G 管理 35000 座电站，合计 8.9GW，市场覆盖 8 个欧洲国家和美国，将提升公司运维实力，并协助公司顺利扩张海外市场。
- **风险提示。**电站拓展与发电数据不达预期；融资进度不达预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1530	7505	17409	26709
(+/-)%	44%	390%	132%	53%
毛利润	152	1551	4004	7879
净利润	-1816	1202	2450	4808
(+/-)%		N/A	104%	96%

目录

1. 顺应行业趋势，布局清洁能源，确立投资价值	3
2. 国内布局最早、扩张最快的光伏电站运营龙头	3
2.1. 电站运营是本轮光伏周期最受益的环节	3
2.2. 电站布局进度远超同行，运营业务的业绩弹性大	4
2.3. 资本运作能力强，契合电站金融化趋势的本质	6
3. 外延扩张建造光伏航母，纵向一体化布局领先	8
3.1. 收购无锡尚德，成为拥有中游产能最大的电站运营商	8
3.2. 整合全球最大光伏电站运维商 S.A.G，提升运维实力	10
4. 盈利预测与估值	13

1. 顺应行业趋势，布局清洁能源，确立投资价值

顺风光电 (1165, HK) 是从事太阳能电池、组件、硅片的生产和制造，并建设和运营光伏电站的公司。过去两年间通过并购包括无锡尚德在内的一系列标的，成功实现垂直产业链关键环节扩张；同时利用资本平台加速扩张电站运营规模，根据公司年报披露 2016 年目标为 10GW，彰显行业龙头地位。

从公司过往历程看，除了优秀的经营管理能力外，准确把握行业发展趋势和周期、深刻理解国家产业政策导向、充分利用资本和杠杆，使得公司以领先竞争对手的速度抢占优质资源（项目路条和标的公司）。

我们从年初便提出了“能源改革”的大方向，并推荐了光伏运营环节（《电站，新周期、新格局下的光伏投资主线》，2014 年 1 月）。从随后发布的产业政策看，光伏已成为继风电后在国内增长最快的能源形式（预计 2014 年装机 14GW，较 2013 年增长约 20%），而运营环节凭借 20 年稳定的电价、逐步完善的扶持政策和持续创新的融资模式，将具备更为显著的投资价值。顺风光电在行业内布局最早、规模扩张最快，必将享受新一轮“能源改革”趋势下光伏运营环节的机遇。

同时，我们注意到公司在过去两年积极拓展其他清洁能源领域，收购了包括 SAG（太阳能相关的贸易、工程、设计以及管理）、powin energy（吸纳储能、调峰及快充装置）和恒劲动力（燃料电池技术）在内的一系列公司，同时与台湾纳米碳管达成协议共同推进海水发电技术的应用。

前瞻的布局和优异的资本运作能力，促成了公司依靠外延扩张迅速整合产业资源并集中发力清洁能源；光伏运营作为突破口将在未来三至五年持续享受政策红利和产业向上周期。

看好公司在清洁能源领域的产业整合眼光和能力，同时随着 2015 年后光伏融资模式多样化和渠道放开，限制企业和行业发展的资金问题终将得到缓解。

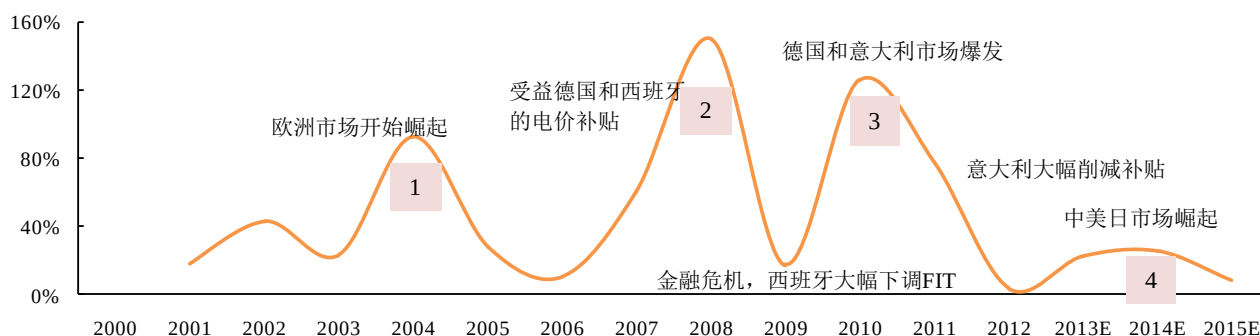
2. 国内布局最早、扩张最快的光伏电站运营龙头

2.1. 电站运营是本轮光伏周期最受益的环节

我们在 2014 年 1 月的深度报告《电站：新周期、新格局下的光伏投资主线》中提出，在本轮光伏周期中，产业链利润格局重构，电站环节受益最大，兼具高增长和高盈利。最看好电站运营模式，目前逻辑逐步兑现。

电站是本轮光伏周期最受益的环节。前几轮光伏周期由欧洲推动，中国在产业链中的分工和政策导向决定了中游制造和设备环节受益最大。本轮周期由中美日推动，预计景气度可持续 2~3 年，中国由制造大国过渡为电站应用大国，装机规划连续上调和较高补贴使电站兼具高增长和高盈利。

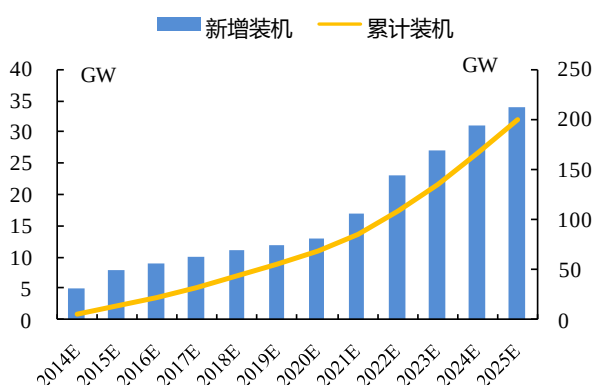
图 1、光伏经历四大景气周期（全球光伏装机增速曲线）



数据来源：EPIA，国泰君安证券研究

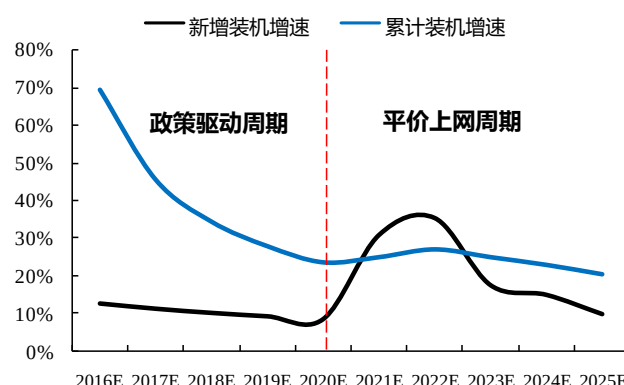
运营环节增长持续性好。电站运营增长持续性好，建成后锁定 20 年现金流，不受光伏景气周期影响。存量项目的电价不会因补贴电价下调而下调，不需考虑异化情形，风险很小。目前是做电站运营的黄金时期，在现有补贴和配套政策下，净利率 30%以上，加杠杆 ROE 15%以上，无杠杆 IRR 10%以上，静态回收期 4~6 年。即使未来国内光伏装机增速趋于平缓，电站运营通过较低的新增量增速仍可保证较高的保有量增速。

图 2、国内分布式光伏装机将迎来快速发展期



数据来源：能源局，国泰君安证券研究

图 3、运营增长与累计装机增速相关，持续性更好



数据来源：国泰君安证券研究

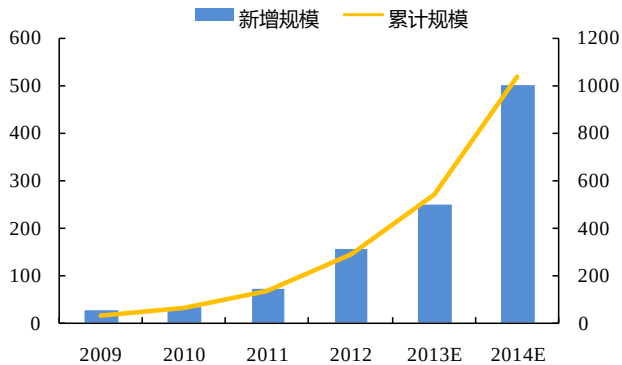
2.2. 电站布局进度远超同行，运营业务的业绩弹性大

我们认为目前是布局电站运营的最好时期，速度比短期业绩释放更重要，主要逻辑在于：1）未来补贴存在下调或取消的风险，在政策的黄金阶段应该多做，锁定收益；2）未来行业竞争必然加剧，在行业成长初期，能够优选合作对象，圈定分布式优质资源，建立先发优势；3）形成一定的资产规模和影响力后，便于资产证券化和资产市场股权融资，有助于借助资本的力量实现快速成长。

从 Solarcity 的成长路径来看，快速扩张是首选。Solarcity 成立至今，实现了年均 200%左右的复合增速，预计到 2014 年实现 1GW 左右的装机容量。Solarcity 的快速扩张，一方面得益于公司成功的多渠道融资，另一方面源于公司对行业的正确理解，通过快速扩张跑马圈地，集合行

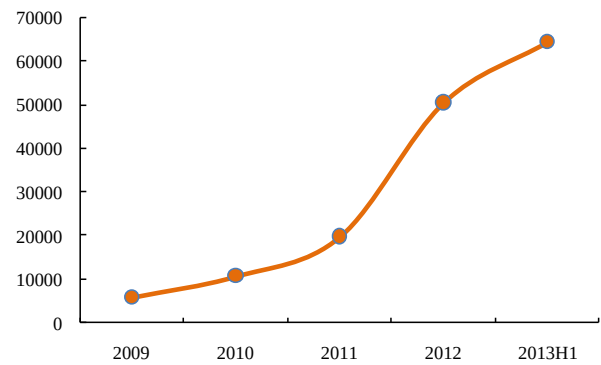
业优质项目资源，锁定收益。

图 4、预计 2014 年底 Solarcity 累计规模 1GW



数据来源：Solarcity 公告，国泰君安证券研究

图 5、Solarcity 用户数快速增长



数据来源：Solarcity 公告，国泰君安证券研究

预计 2014 年累计装机 2.6GW，远超同行。公司于 2013 年初进入下游电站，通过收购新疆、甘肃、青海等地的电站迅速扩大项目规模。截止 2013 年底建成 32 个并网项目，累计装机 890MW。公司上半年在建约 876MW（地面 760MW、地面 116MW），预计下半年开工建设 881MW，全年实现新增装机 1757MW（其中地面光伏电站 1397MW，分布式光伏电站 360MW），保有量达 2.6GW，由于电站集中于四季度并网，可预期 2014 年起发电收入将迎来快速增长（复合增速 100%以上），业绩迎来拐点，2015 年以后运营业务将成为利润核心来源。

根据公司发展规划，未来三年内，公司将与海润光伏、常州益鑫、浚鑫科技以及新疆建设兵团四师和十三师合作开发 2GW 以上项目。至 2016 年，公司将力争实现 8GW 以上装机目标。

表 1、顺风光电的光伏电站项目不完全统计

项目所在地	装机容量	电站数目	电站类型	并网时间
新疆	540MW	24	地面电站	2013.12
甘肃	250MW	4		2013.12
宁夏	30MW	1		2013.12
青海	20MW	1		2013.12
陕西	50MW	1		2013.12
合计	890MW	31		

数据来源：公司 2013 年年报，国泰君安证券研究

表 2、顺风光电签订的光伏电站合作框架协议

合作方	项目地点	装机容量	电站类型	项目进度
海润光伏	全国	499MW		150MW 并网
常州益鑫	新疆、青海	120MW		框架性合作协议
浚鑫科技	新疆	110MW	地面电站	框架性合作协议
中船海	新疆			
新疆生产建设兵团十三师	新疆	500MW		合作协议，预计 2017.10 前完工
新疆生产建设兵团第四师	新疆	1000MW		合作协议，预计 2015 年底前完工

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

发电量逐步提升。，2014 年上半年大部分发电站完成了测试并开始运营，发电量达到了 1.86 亿度，60%来自新疆，其中完成测试而计入为发电收入的 1.68 亿度，对应太阳能发电收入为 1.43 亿元。我们认为考虑 1-4 月的调试期，预计下半年满发后发电量可超过 4 亿度（2014 年已并网的 890MW 电站）。

表 3、随着调试完成，发电量逐步提升

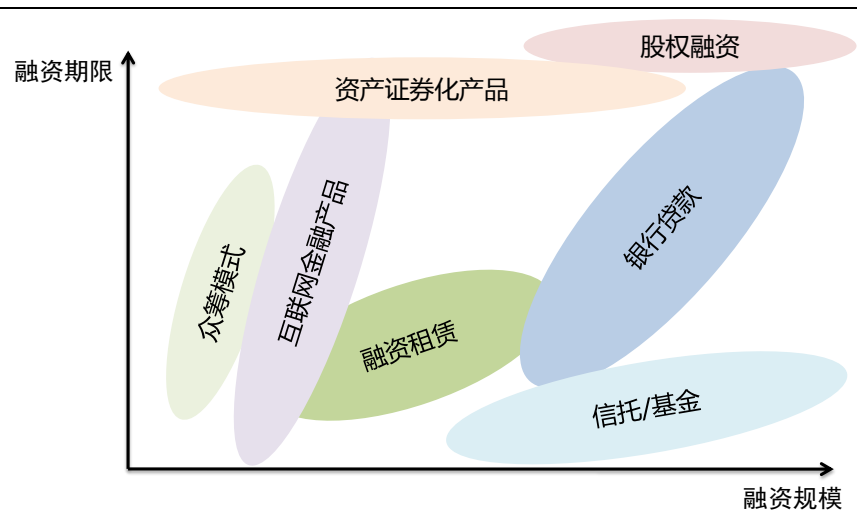
	发电量（兆瓦时）
2014 年 1-4 月	74,639
2014 年 5 月	51,426
2014 年 6 月	59,733
2014 年 7 月	64,825
2014 年 8 月	67,815
2014 年 9 月	66,830
合计	385,268

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 资本运作能力强，契合电站金融化趋势的本质

我们在 2014 年 7 月的专题报告《分布式和电站金融化趋势开启光伏新纪元》中提出，光伏电站的金融属性将越来越强，依托较高的投资回报率（无杠杆 IRR10%左右、70%贷款下 IRR 15-20%）和收益明确的特点，电站类似于高收益的固定收益产品，具备证券化的基础，未来会激发各种商业模式和融资模式的创新。

图 6、各种融资模式对应的融资期限和融资规模对比



数据来源：国泰君安证券研究

强大的资本运作能力契合行业本质。目前包括众筹、ABS 债券等对国内光伏运营企业存在困难，通过上市公司平台进行定增、配股、发债，同时利用银行渠道融入低成本资金将成为决定企业扩张速度、规模和成败的核心因素。顺风光电作为行业内融资渠道使用最为多样、资本市场经验丰富，不仅多次发行可转债和增发新股，还斩获上百亿元银行授信，并积极探索资产证券化、互联网金融和海外低成本资金，无论从融资规

模或种类, 公司均引领行业发展。过去一年的资本运作堪称“融资性增长”的典范, 作为光伏运营行业市值最大的公司, 较强的股权融资能力为其快速扩张提供充足的资本支撑。

同时, 公司于 2014 年 7 月公告取得了招商银行三年 20 亿的授信, 又于 8 月与民生银行上海分行签订了包括各类授信和融资的合作意向, 额度为 200 亿人民币。强大的银行融资能力保障了资金流动的稳定性 and 未来业务发展。

表 4、公司通过银行贷款、配股和可转债解决资金问题

方式	时间	来源	计划融资金额 (亿港元)	转股价 (港元)	新增股本 (亿股)
贷款	2013/9/29	国开行	2.5		
	2013/10/9	香港某金	9.8		
	2013/12/1	融机构	3		
	2014/1/7	国开行	12.3		
	累计举债		27.6		
资本市场	2011/7/13	IPO			15.6
	2013/2/28	可转债 (1)	4.41	0.21	21
	2013/8/19	可转债 (2)	9.2	0.92	10
	2013/10/22	新股配售	11.02	2.8	4
	2013/11/29	可转债 (3)	35.8	3.58	10
	2014/4/14	可转债 (4)	23	10	2.3

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从融资创新来看, 顺风光电、联合光伏和爱康科技是国内运营商对金融工具应用最领先的公司,

表 5、国内主要光伏运营商的融资模式对比

	国开行 贷款	融资租赁	境外资金	信托/基金	互联网 金融	可转债	股权融资	资产证券 化
联合光伏	■	□	■	■	□	■		□
顺风光电	■	□	■	□	□	■	■	□
爱康科技	■	■	×	■	×	×	■	□
林洋电子	■	×	×	×	×	×	■	
上海电力	■				×	×		
江苏旷达	×	□	×	×	×	×	□	□
拓日新能					□	×	■	
彩虹精化		□	■	■	×	×	□	

数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

备注: ■表示已有或较明晰, □表示公司考虑中或存在可能性, ×表示暂时没有。

同时，我们预计随着配套政策推进，针对分布式的保险和商业银行贷款将逐步放开，2015年后优质运营电站资产的证券化将得到全面推广，利于行业龙头缓解融资难题。

3. 外延扩张建造光伏航母，纵向一体化布局领先

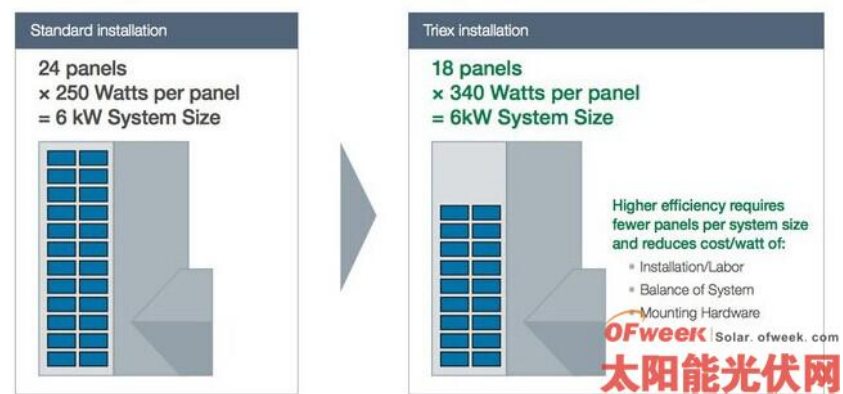
我们认为公司外延路径以清洁能源为主线，沿产业链垂直方向补充核心环节技术和产能，逆周期兼并确保优质标的和合理的收购成本。除此之外，随着行业周期复苏，包括无锡尚德在内的收购公司迅速贡献业绩和现金流，确保了外延扩张的可持续性。

3.1. 收购无锡尚德，成为拥有中游产能最大的电站运营商

抄底无锡尚德，打造产业链一体化。公司于3年10月24日以30亿元人民币收购无锡尚德，无锡尚德定位在制造业基础上增值服务的整合，包括电站管理、建设、运维和整体解决方案，最大的价值是原有的制造产能和品牌、渠道。收购无锡尚德后，公司成为拥有制造业产能最大的光伏运营商，无锡尚德低负债，仅1亿元，资产规模已经100亿元以上，对公司运营业务未来的发展起到非常重要的作用。

把控产业链关键环节是运营商发展的趋势。自建电站可以更好的控制组件产品和工程质量，提升电站的发电能力。以 Solarcity 为例，为构建一体化战略，斥资 3.5 亿美元收购 Silevo，Silevo 以高效组件 Triex 闻名业界，转换效率 24%，通过高转换效率降低系统 BOS 成本，进一步提升其电站盈利能力。此外，公司计划在纽约建设太阳能电池板制造厂，设计产能 1GW。目的是保证有足够的电池板供应，降低组件成本。

图 7、Triex 组件能有效降低 BOS 成本



数据来源：OFweek

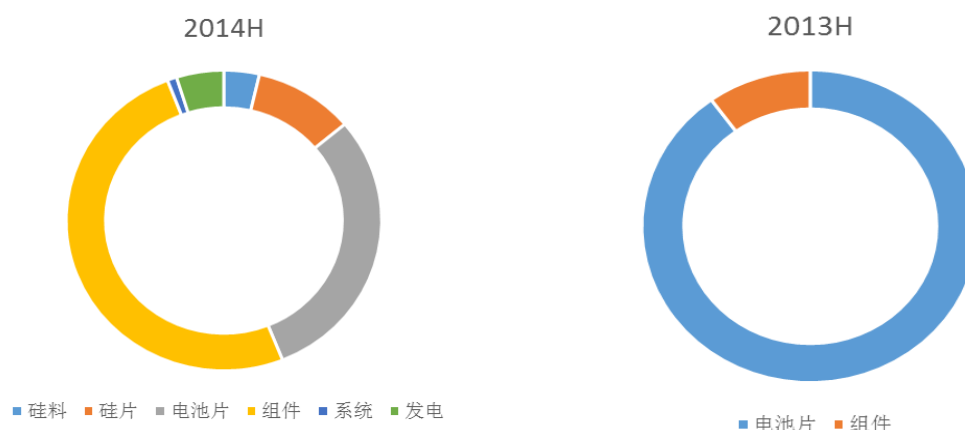
以 2014 年中报为例，公司实现收入 29.46 亿元，同比大幅增长约 600%，主要受益于并购无锡尚德后在太阳能电池片和组件方面的销售口径合并以及行业复苏。

表 6、2014 年半年报分产品明细，合并尚德后电池片和组件增长显著，发电业务开始贡献

	2014 年 6 月 30 日 (万元)	2013 年 6 月 30 日 (万元)	变动 (%)
多晶硅材料销售	10,714	-	Na
硅晶片销售	30,305	-	Na
太阳能电池片销售			
单晶型	16,247	9,619	69%
多晶型	72,164	27,997	158%
太阳能组件销售	148,031	3,979	3620%
光伏系统销售	2,821	-	Na
	280,281	41,595	574%
太阳能发电收入	14,322	-	Na
总计	294,603	41,595	608%

数据来源：国泰君安证券研究、公司 2014 年中报

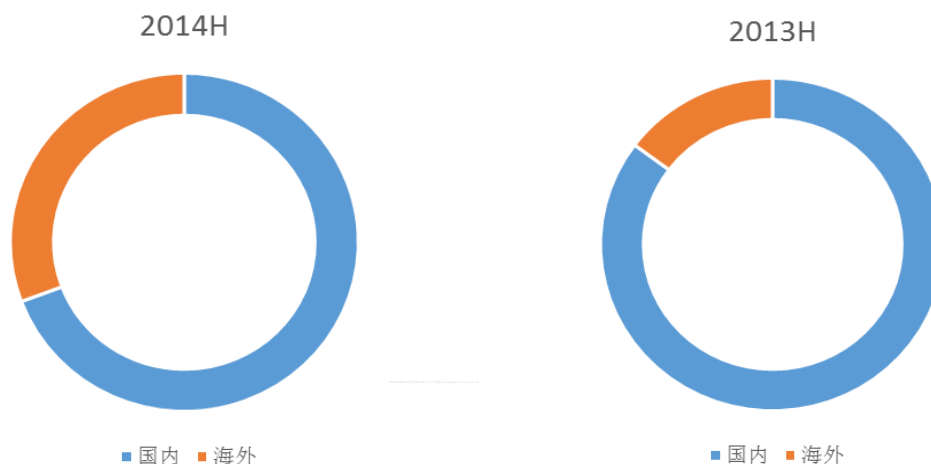
图 8、与 2013 年半年相比，通过对无锡尚德的收购，公司实现产业链强势扩充



数据来源：国泰君安证券研究、公司 2014 年中报

通过对无锡尚德的收购，一方面从垂直产业链角度补足和强化了公司优势，另一方面提升海外销售的品牌效应，受此影响公司 2014 年半年海外销售占比从 14.8% 提升至 30.7%。而对 S.A.G. 的收购更为将来打开欧洲市场做出准备。

图 9、通过对无锡尚德的收购，公司实现海外市场加速开拓，收入占比提升显著



数据来源：国泰君安证券研究、公司 2014 年中报

3.2. 整合全球最大光伏电站运维商 S.A.G，提升运维实力

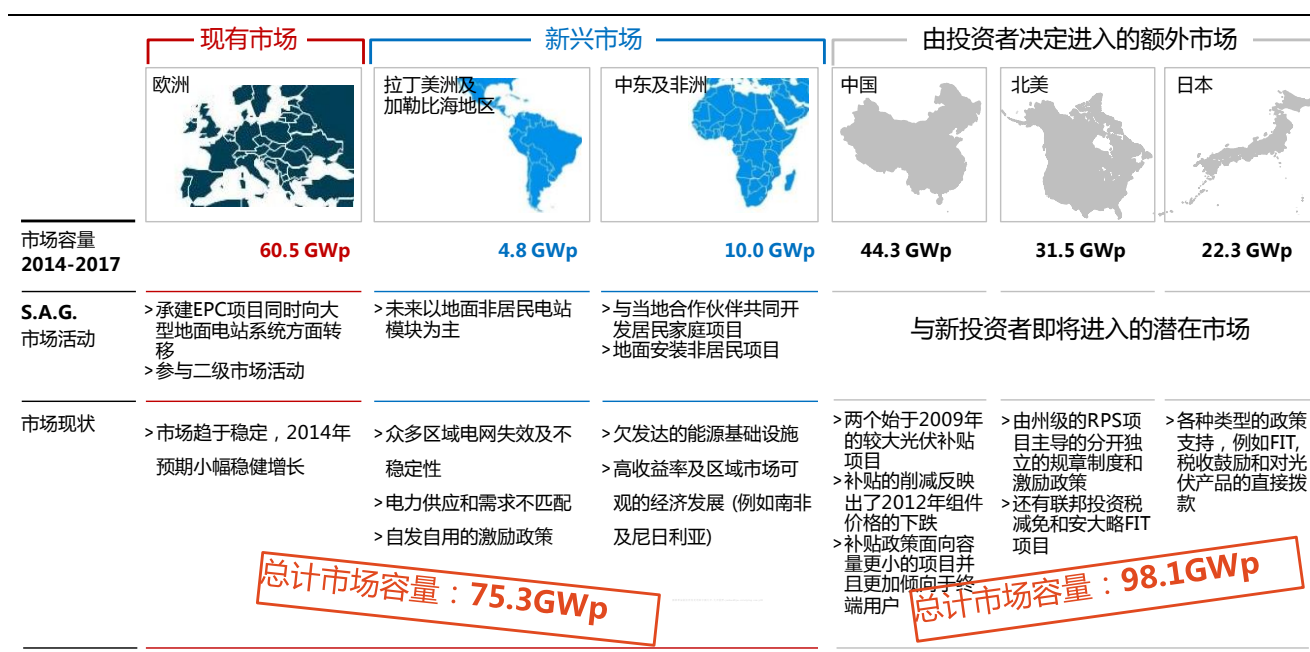
收购 S.A.G 布局运维。S.A.G.是德国领先的光伏制造和专业服务商，运营 117 个自有电站，管理全球 35000 座电站，合计 8.9GW，市场覆盖 8 个欧洲国家和美国。受过去两年光伏行业周期下行的影响，公司 2013 年申请破产保护并于 2014 年 8 月以 6500 万欧元的对价被顺风光电成功并购。与市场理解的 S.A.G.是一家因被破产保护而寻求收购的标的不同，我们认为其具有从项目设计、建设到运营维护的丰富经验，同时在欧洲部分国家享受品牌效应，这些都将协助顺风光电成功扩张海外市场。

表 7、S.A.G.业务覆盖从电站建设到运营维护的全环节，具备丰富运行经验和海外品牌效应

电站建设	电站运营与服务	电力生产	项目销售
			
> 项目开发与收购，工程总承包（EPC） > 国内外制造商的个性化定制服务与解决方案 > 其他专业服务，如技术服务、法律咨询，融资解决方案，光电项目等	> 通过 meteocontrol 提供太阳能光伏系统从设计、规划、建设、运营的全流程服务 > 全流程领域领先的产品技术和管理解决方案 > 完善的售后运营维护服务	> 在欧洲的自有发电站的运营 > 117 个发电站总发电量可达约 28 MWp > 对太阳能领域业务组合发展提供技术层面的深刻洞见	> 光伏发电系统的二级市场业务 > 根据技术与法律需求对太阳能光伏系统进行重整与优化业务 > 住宅能源系统和综合能源系统解决方案的开发与供应商

数据来源：S.A.G. Solarstrom AG、meteocontrol GmbH、罗兰贝格分析、国泰君安证券研究

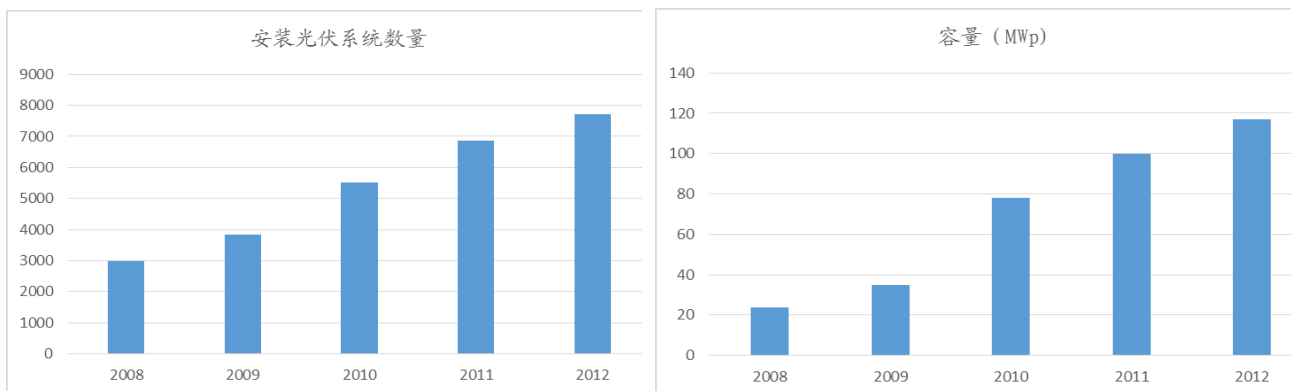
图 10、S.A.G 主要市场及累计容量



数据来源：S.A.G. Solarstrom AG，国泰君安证券研究

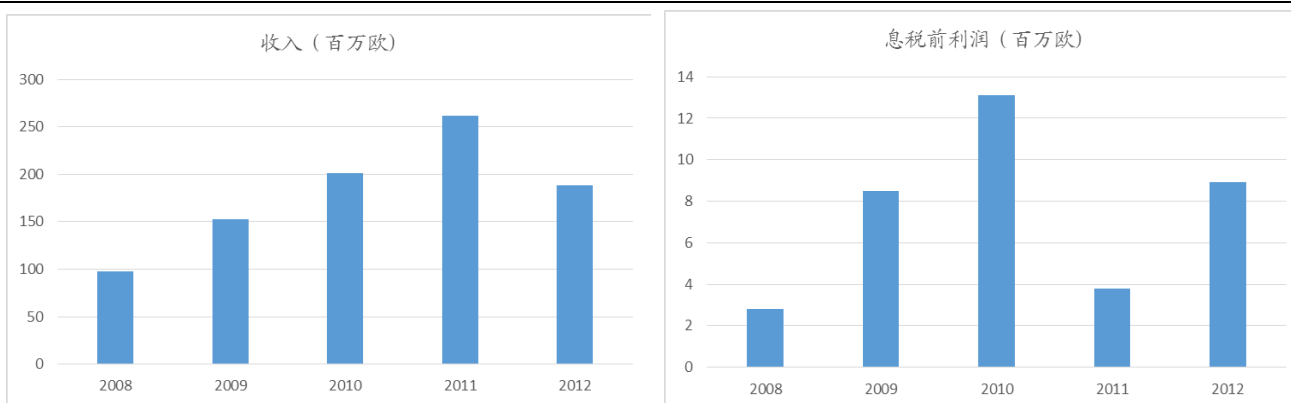
从过去五年的数据看 (2008-2012 年), S.A.G.保持了稳健的增长。其资不抵债主要由于包括德国项目和含有 7 个光伏系统的意大利项目借款问题导致的现金流入延迟, 而核心技术、资产和品牌仍具备显著价值。本次收购无论从产业协同亦或区域扩张的角度, 均体现了顺风光电管理层在外延和资本运作的独到眼光。

图 11、S.A.G.过去五年保持装机容量的稳步增长 (包含与合作方的销售)



数据来源: S.A.G. Solarstrom AG、meteocontrol GmbH、罗兰贝格分析、国泰君安证券研究

图 12、S.A.G.过去五年保持收入和利润的稳定增长



数据来源: S.A.G. Solarstrom AG、meteocontrol GmbH、罗兰贝格分析、国泰君安证券研究

此外, 公司还收购了 powin energy (吸纳储能、调峰及快充装置) 和恒劲动力 (燃料电池技术) 在内的一系列公司, 同时与台湾纳米碳管达成协议共同推进海水发电技术的应用。前瞻的布局和优异的资本运作能力, 促成了公司依靠外延扩张迅速整合产业资源并集中发力清洁能源;

表 8、公司近两年来主要收购与合作, 从光伏产业链突破, 立足发展清洁能源

日期	合作方	协议内容	涉及领域	标的介绍
2013 年 4 月	青海藏族自治州人民政府	建立高原生态有机农业光伏产业园	政府提供 667 万平方米(首期 67 万平方米), 公司十年投资不低于 500 亿人民币	光伏产业园首期项目年产量 1.5GW, 全部项目 15GW
2013 年 4 月	宁夏隆基硅材料	在宁夏建立太阳能发电站, 公司收购并运营	预期 2013 年 220MW, 2015 年底达到 650MW	

2013 年 7 月	海润光伏	收购海润光伏在中国开发的 499MW 电站	太阳能电站运营	
2013 年 10 月	无锡尚德	收购无锡尚德股权	对价 30 亿人民币 收购无锡尚德股权	全球领先的太阳能电池、组件和光伏系统生产企业
2014 年 5 月	Sunways AG	收购 Sunways AG 光伏逆变器及光伏建筑一体化业务	包括 Sunways AG 之品牌及名称, 以及与逆变器和光伏建筑一体化业务相关	
2014 年 7 月	日本设立私募股权基金	约 5.7 亿港元投资于该基金	目标为在日本累积投资容量 100MW 电站	
2014 年 8 月	Powin Energy	认购 Powin Energy 30% 的股权, 并在未来两年拥有 30% 的认购期权	首期 30% 对价为 2500 万美元, 第二期拟认购对价为 3750 万美元	注册于美国, 专门从事大型电站并网、商业储能系统、电动汽车充电和运输的公司
2014 年 8 月	S.A.G.	收购 SAG,	对价为 6500 万欧元	德国的专业从事太阳能电池片研发、制造、销售和技术服务, 在德国经营 56 座电站
2014 年 8 月	台湾奈米碳管等	同意授予於海外地区使用奈米碳管及石墨稀材料相关技术的发明、开发及生产, 尤其专注於海水发电; 同时, 获金元环球同意授予於中国区使用该应用技术及知识产权之许可	海水发电	台湾奈米碳管 2014 年产能可达 400 吨, 成为全球最大

数据来源: 国泰君安证券研究、公司公告

4. 盈利预测与估值

首次覆盖，给予增持评级。预计 2014-2016 年净利润 12 亿、24.5 亿和 48 亿元，按考虑可转债行使后 62.8 亿股本计算，EPS 0.19 元、0.39 元和 0.76 元，复合增速 100%。参照同行可比估值水平，考虑公司在产业链的深入布局、资本运作能力和先发优势，应该享有估值溢价，给予 2015 年 23 倍 PE，目标价 9 元，给予增持评级。

表 9、A 股和 H 股可比上市公司估值水平

证券代码	公司名称	现价	市值 (亿)	EPS			PE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
601222.SH	林洋电子	25.17	89.4	1.32	1.64	2.00	19	15	13
002610.SZ	爱康科技	19.5	70.7	0.47	0.98	1.35	41	20	14
000916.SZ	华北高速	5.49	59.8	0.25	0.31	0.34	22	18	16
002256.SZ	彩虹精化	11.91	37.4	0.34	0.47	0.64	35	25	19
002516.SZ	江苏旷达	20.67	51.7	0.76	1.10	1.58	27	19	13
A 股可比公司平均							29	19	15
0686.HK	联合光伏	0.94	41	-0.06	0.05		-16	19	
0182.HK	中国风电	0.60	54	0.05	0.07	0.09	12	9	7
H 股可比公司平均								14	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究（现价取 2014 年 11 月 18 日收盘价，EPS 全部取自 Wind 一致预测）

市值加成估值。根据我们在 2014 年 1 月的行业深度报告《电站：新周期、新格局下的光伏投资主线》中提出的观点：“每 100MW 加杠杆电站可增厚 8 亿元市值”。按 2014 年 2.6GW 保有量，加成 208 亿元市值。如果考虑 2015 年新增 3GW 电站、累计 5.6GW 预期，则加成 448 亿元市值。综合考虑无锡尚德、S.A.G、powin energy 等产业链资产的价值，合理市值 450 亿元，折合 570 亿港元。目前股本 24.4 亿股，考虑可转债行使后 62.8 亿股本，目标价 9 元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的**指数涨跌幅为基准。	增持	相对**指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对**指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对**指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对**指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的**指数的涨跌幅。	增持	明显强于**指数
	中性	基本与**指数持平
	减持	明显弱于**指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		