

現價：HK\$5.73

新能源行業

順風清潔能源 (1165.HK)

上海 NDR 活動紀要

- 公司四大業務板塊：**一是光伏產品製造，主要來自於收購的無錫尚德業務，也包括公司自己原有的一些產能，今年預計會形成年產 2.5GW 的年產能；二是光伏發電業務，2014 年底已有約 1.5GW 的並網光伏電站，今年預計年底可達到 3GW 的裝機容量；3、光伏電站的 EPC 方案以及電站的運維管理業務，公司去年海外進行了關鍵收購（如 S.A.G.），形成了一些核心技術；4、低碳綜合解決方案，針對公司及家庭客戶提供用電、水、出行、製冷、供暖以及照明等綜合綠色節能解決方案。前兩塊業務將構成公司近兩三年業績增長的主要部分，而長期看，輕資產的第三和第四塊業務將是公司更大發展的基石。
- 外延擴張：**公司為實現以上規劃進行了大量收購業務，主要包括：無錫尚德（光伏產品）、德國 S.A.G.（光伏電站 EPC、運維管理服務）、上海恒勁和德國 Powerin Energy（電池儲能）、德國 Sunways（光伏逆變器等）、挪寶新能源（地源熱泵）、晶能光電（LED 晶片及照明）、吉林及河北風電場、陸地方舟（電動汽車）等。
- 業績預期：**公司 2015 年及今後兩三年的業績有可能會保持高速增長，其中 2015 年淨利潤的預期為 20-25 億港元，四個業務板塊中，光伏製造業務將有 100 億港元的銷售收入，並達到 15% 的毛利率，淨利潤 10 億元，光伏發電業務預計發電 20 億千瓦時，利潤接近 10 億元，電站運維服務 2014 年雖然只有 1500 萬港元的收入，但今年將快速增長到 3 億元，利潤 2 億元，而低碳綜合解決方案業務也將於今年貢獻收入，目前公司已與中航集團和常州市政府簽訂戰略協定，提供能源管理服務，預期今年貢獻 3 億元收入。2016 年，公司業績仍有大幅增長可能，其中光伏製造業務僅增長 20-30%，但其他板塊業務都有翻番可能。
- 發電業務近況：**公司 1 季度光伏發電業務發展良好，預計可發電 3 億千瓦時，不過公司從 2 月份起不再公告月度發電資料，改為半年公佈。目前光伏發電在甘肅省存在嚴重限電情況（限電達到 50%），公司有兩個總計 100MW 電站受到影響，預計明年能明顯改善。
- 融資計畫：**公司今年資本支出預計達到 160 億元，仍需要從資本市場融資約 40 億元，預計上下半年各進行一次股權融資（包括可轉債）。目前公司已發行股本 29.6 億股，可轉債轉股的全面攤薄股本為 56.4 億股。預計公司最終股本會達到 80 億股。公司管理層也有分拆四大業務板塊單獨上市的長期計畫，將公司變成一家控股投資型的公司。

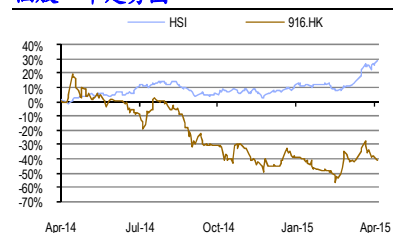
- 構建四大業務板塊
- 業績有高速增長可能
- 仍需從資本市場融資

股份資料

| | |
|-----------------|----------|
| 52 周高位 (HK\$) | 12.08 |
| 52 周低位 (HK\$) | 3.88 |
| 市值 (百萬港幣) | 17,502 |
| 發行股數 (百萬) | 2956.396 |
| 日成交量 (百萬港幣) | 21.39 |
| 1 個月內變化 (%) | 3.14 |
| 年初至今變化 (%) | 7.83 |
| 50 天平均價 (HK\$) | 5.68 |
| 200 天平均價 (HK\$) | 7.06 |
| 14 天強弱指數 | 49.43 |

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

孫勝權

louis.sun@bocomgroup.com

電話：(8621) 6065 3606

公司背景

順風國際清潔能源在清潔能源領域擁有領先的發電及產品製造技術、智慧電網、電站運營管理先進技術，儲能產品及領先的儲能技術。並利用集團的整體技術及產品優勢，發揮整體協同效應，將順風清潔能源發展成為全球領先的低碳綜合解決方案供應商；高效率、低成本的、使用更便利的清潔能源供應商，使集團在清潔能源與傳統能源的競爭上更具優勢。

順風清潔能源 (1165.HK): 財務報表

| (RMB m) | | | | | |
|----------------|---------|----------|-----------|----------|----------|
| 年結 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
| 利潤表摘要 | | | | | |
| 總營業收入 | 1,317.7 | 1,962.2 | 7,376.8 | 20,783.3 | 23,672.5 |
| 同比(%) | -45.92 | 44.37 | 277.24 | 182.21 | 13.90 |
| 營業利潤 | -37.8 | 38.1 | 747.2 | | |
| 同比(%) | -120.33 | 197.63 | 1,869.69 | | |
| 稅前利潤 | -334.8 | -2,292.0 | 1,842.8 | 3,261.2 | 3,025.8 |
| 同比(%) | -889.08 | -563.65 | 180.68 | | |
| 持續經營淨利潤 | -229.8 | -2,309.4 | 1,657.9 | | |
| 同比(%) | -425.88 | -874.33 | 172.03 | | |
| 非持續經營淨利潤 | | | | | |
| 淨利潤 | -229.8 | -2,309.4 | 1,657.9 | 2,639.8 | 2,553.8 |
| 同比(%) | -425.88 | -874.33 | 172.03 | | |
| EBIT | -37.8 | 38.1 | 747.2 | 4,426.7 | 4,720.3 |
| EBITDA | 60.6 | 155.7 | 1,424.9 | 9,233.1 | 10,306.3 |
| 資產負債表摘要 | | | | | |
| 總資產 | 2,530.0 | 12,259.7 | 26,786.3 | | |
| 總負債 | 1,998.2 | 9,994.1 | 19,019.8 | | |
| 普通股權益 | 604.9 | 2,260.5 | 7,760.0 | | |
| 股東權益合計 | 531.9 | 2,265.6 | 7,766.5 | | |
| 現金流量表摘要 | | | | | |
| 經營活動現金流量 | 295.5 | 912.0 | 1,917.4 | | |
| 投資活動現金流量 | -174.5 | -5,329.0 | -11,613.8 | | |
| 資本支出 | 319.5 | 4,370.9 | 7,596.6 | | |
| 籌資活動現金流量 | -247.8 | 4,663.8 | 10,564.9 | | |
| 現金淨流量 | -126.8 | 242.1 | 903.8 | | |
| 關鍵比率 | | | | | |
| EPS(基本) | -0.15 | -1.41 | 0.72 | 0.89 | 0.86 |
| 每股淨資產 BPS | 0.39 | 1.06 | 2.78 | 3.14 | 4.01 |
| ROE(%) | -31.92 | -160.13 | 33.11 | 31.95 | 25.34 |
| ROA(%) | -7.97 | -31.06 | 8.50 | | |
| EBIT Margin(%) | -18.42 | -113.95 | 30.52 | | |
| 資產負債率(%) | 78.98 | 81.52 | 71.01 | | |
| P/E(TTM) | -15.40 | -12.25 | -18.95 | | |
| P/E(LYR) | -2.44 | -5.71 | 9.25 | 6.81 | 7.04 |
| P/B(MRQ) | 0.93 | 5.83 | 1.98 | | |
| P/S(TTM) | 0.29 | 12.87 | 3.00 | | |

資料來源：公司、Wind 市場普遍預期

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%
長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

李博 (852) 2977 9203 David.Li

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張兩璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

穀馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展（控股）有限責任公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齊合天地集團有限公司及綠地香港控股有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。