

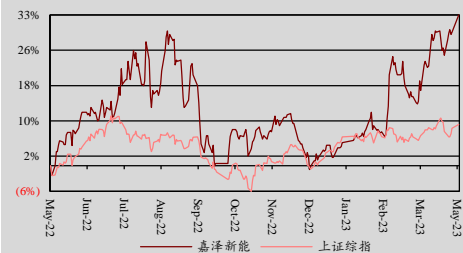
601619.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.94

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.0	8.3	25.7	36.8
相对上证综指	21.5	7.2	23.0	26.9

发行股数 (百万)	2,434.31
流通股 (百万)	2,393.13
总市值 (人民币 百万)	12,025.50
3个月日均交易额 (人民币 百万)	119.45
主要股东	
北京嘉实龙博投资管理有限公司	16.15

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年5月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 电力

证券分析师: 李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518070001

嘉泽新能

低估值新能源运营商, 优质资产推动业绩增长

公司深耕风电运营十三年; 风力发电高收益率构建核心竞争力, 滚动开发提供发展动力; 快速切入分布式光伏赛道, 渠道合作获取优质资源; 收购宁柏基金提振装机容量, 基金、资管多维开花, 首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **深耕风电运营十三年, “十四五”新模式再出发:** 公司成立于2010年, 是宁夏区域风电运营龙头企业。公司以风电开发运营业务为核心, 形成了新能源发电、屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、新能源发电资产管理、新能源产业基金五大业务协同发展的格局。
- **风力发电高收益率构建核心竞争力, 滚动开发提供发展动力:** 公司风电项目逐步向天津、黑龙江等高电价区域发展, 通过产业配套, 可实现产业投资与项目开发一体化推进。在2025年央企新能源装机比例达到50%的政策指导下, 央企购买外部项目具备内在动力。2021年以来公司出售电站单瓦溢价逐渐提升, 公司计划2023-2025年年均出售电站300MW以上, 我们预计电站出售板块将实现超过4亿元的年均税前收入。
- **快速切入分布式光伏赛道, 渠道合作获取优质资源:** “分时电价”“能耗双控”的政策驱动下, “自发自用, 余电上网”的分布式光伏业务发展将受益。2022年公司以中东部经济发达地区为重点开发市场正式切入分布式光伏赛道, 目前累计并网达19个, 并网容量超过36MW。2023年公司工商业屋顶分布式光伏业务计划取得备案容量500MW-600MW, 计划并网容量300MW-400MW, 计划在3年内完成800MW-1000MW资源覆盖。
- **收购宁柏基金提振装机容量, 基金、资管多维开花:** 2022年公司成功收购宁柏基金提升装机容量722MW, 目前积极参与开发型产业基金、收益型产业基金、股权投资基金, 推动资本与产业有效融合。新能源资产管理业务覆盖发电侧、用户侧, 公司新能源资产管理业务迅速发展, 计划2023年新能源电站规模同比增长50%以上, 代理售电量同比增长30%以上。

估值

- 在当前股本下, 我们预计公司2023-2025年实现每股收益0.41/0.53/0.65元, 对应市盈率11.9/9.2/7.6倍, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 政策风险; 项目核准量不达预期; 在建工程进度不达预期; 电价下降风险; 融资风险; 电站装机风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,423	1,841	3,774	4,843	6,154
增长率(%)	40.6	29.4	105.0	28.3	27.1
EBITDA(人民币 百万)	1,134	1,487	2,171	2,602	3,023
归母净利润(人民币 百万)	752	535	1,006	1,301	1,589
增长率(%)	279.6	(28.8)	88.0	29.3	22.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.22	0.41	0.53	0.65
市盈率(倍)	16.0	22.5	11.9	9.2	7.6
市净率(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(倍)	17.0	17.9	13.9	11.4	10.2
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
股息率(%)	1.9	0.0	0.0	3.2	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

深耕风电十三年，“十四五”新模式再出发.....	5
立足宁夏布局全国，五大业务板块协同发展.....	5
民营企业，股权结构稳定.....	6
以风电业务为核心，业务板块多元化转型.....	7
风力发电高收益率构建核心竞争力，滚动开发提供发展动力	9
风力发电立足宁夏，后续通过产业配套布局省外业务.....	9
优质风电资源配合优秀管理创造高收益率.....	10
滚动开发模式为公司业绩提供稳定支撑.....	11
出售电站获得较高溢价，支持后续电站开发.....	12
快速切入分布式光伏赛道，通过渠道合作获取优质资源	14
分布式光伏蓝海广阔，工商业光伏成增长主力.....	14
分布式光伏行业新军，渠道合作获取优质项目.....	15
收购宁柏提振装机容量，基金、资管多维开花	17
宁柏基金创造成功案例，并表提振装机容量.....	17
新能源资产管理业务迅速发展.....	18
盈利预测与估值.....	19
投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1.公司发展历程.....5

图表 2.公司业务板块.....6

图表 3.公司各个板块业务的协同作用图示.....6

图表 4.公司股权结构.....7

图表 5. 2022 年末公司董事、高级管理人员股票激励情况.....7

图表 6. 2018-2023Q1 公司营业收入及增速.....8

图表 7. 2018-2022 公司装机容量及上网电量.....8

图表 8. 2018-2023Q1 公司毛利率、净利率、ROE.....8

图表 9. 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速.....8

图表 10. 2022 年公司收入结构（按区域）.....8

图表 11. 2018-2022 公司风电毛利率及综合毛利率.....8

图表 12. 各省燃煤上网基准价.....9

图表 13.截至 2023 年 4 月末公司披露的产业园配套项目.....9

图表 14. 2022 年底公司已取得的核准、备案项目及储备开发的风电等项目装机容量（MW）.....10

图表 15. 公司计划开发、建设、并网的风电和集中式光伏装机容量.....10

图表 16. 风电平均利用率及公司风电利用率对比.....10

图表 17. 风电平均利用小时数及公司风电利用小时数对比.....10

图表 18. 2021 年末五大发电集团新能源装机量占比.....11

图表 19. 2021 年末各大央企新能源装机量.....11

图表 20. 2020-2022 风电资产交易市场情况.....12

图表 21. 2020 年嘉泽新能风电项目建设项目及收益率估算.....12

图表 22.公司出售标的基本情况.....12

续 图表 22.公司出售标的基本情况.....13

图表 23. 公司计划出售的电站容量及对应投资收益.....13

图表 24. 2013 至 2022 年全国光伏发电新增装机容量.....14

图表 25. 全国各地电网企业代理购电价格（元/兆瓦时）.....14

续 图表 25. 全国各地电网企业代理购电价格（元/兆瓦时）.....15

图表 26. 全国高峰电价与平段电价比例.....15

图表 27. 2022 年底公司已取得的核准、备案项目及储备开发的新能源项目装机容量（MW）.....15

图表 28. 公司与新能源公司合作开发的分布式光伏项目.....16

图表 29. 宁柏公司项目开发模式与流程.....17

图表 30. 公司参与部分基金.....17

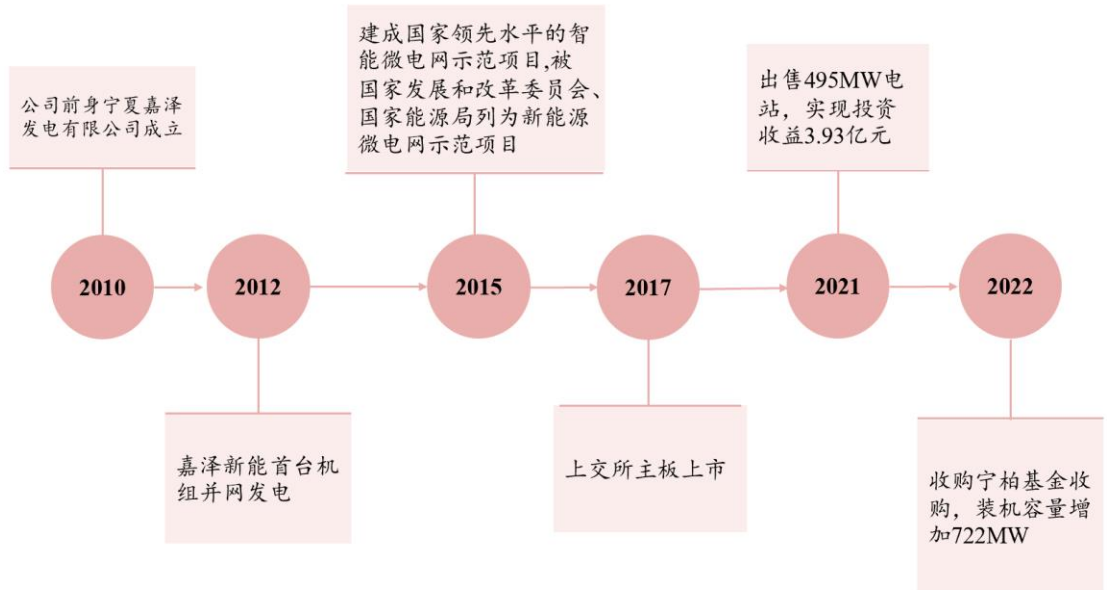
图表 31.公司新能源资产管理业务类型.....	18
图表 32. 公司主营业务收入与毛利率预测.....	19
图表 33. 嘉泽新能可比上市公司估值比较.....	19
利润表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
财务指标.....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22

深耕风电十三年，“十四五”新模式再出发

立足宁夏布局全国，五大业务板块协同发展

民营新能源运营商，区域内具备独特性：宁夏嘉泽新能源股份有限公司成立于 2010 年，2017 年在上交所主板上市。主营业务包括新能源电站的开发、运营，并逐渐发展“分布式光伏”、“电站开发-建设-出售”、“基金”等业务，截至 2022 年末，公司新能源权益并网装机容量约 2GW。公司自 2018 年以来一直担任宁夏电力市场管理委员会委员单位，是委员会发电企业中的唯一非国有企业。

图表 1.公司发展历程

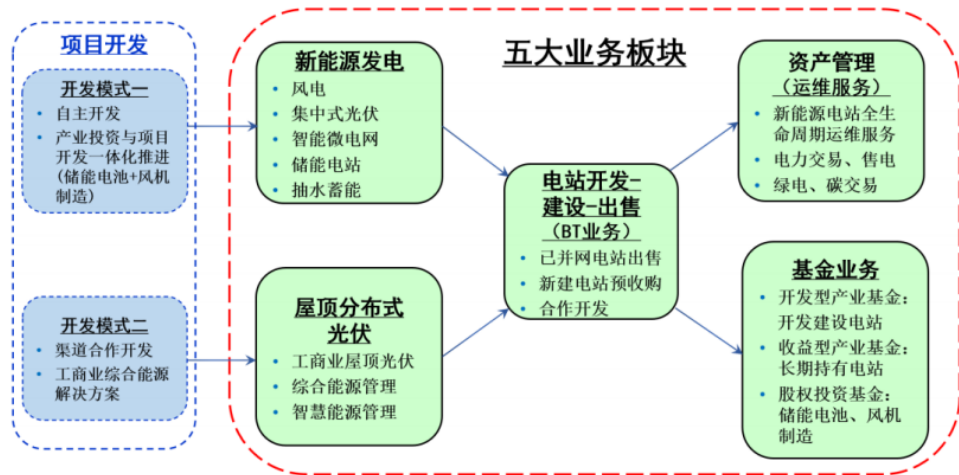


资料来源：公司公告，中银证券

新能源发电、屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、新能源发电资产管理、新能源产业基金业务五大业务协同发展：

- 1) **新能源发电**：通过风电、光伏发电、智能微电网、储能电站、抽水蓄能等多种类型电站的开发、建设、运营，实现发电业务销售收入；
- 2) **屋顶分布式光伏**：开发屋顶分布式光伏发电项目，后续计划开展综合能源管理业务；
- 3) **电站开发-建设-出售**：售出存量项目以优化现金流，2021 年售出 495MW 风电场，实现投资收益 3.93 亿元。根据公司 2022 年年报，目前一个装机容量 50MW 的电站出售工作已经基本完成，预计实现税前利润 0.7 亿元；
- 4) **新能源发电资产管理**：电站后服务市场，提供生产运维、电力交易（售电）、绿电交易、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。
- 5) **新能源产业基金**：通过开发型产业基金（项目开发）、收益型产业基金（收购电站）、股权投资基金（产业投资与项目开发一体化）开展工作，2022 年筹备设立多只股权投资基金，将于 2023 年开始运营。

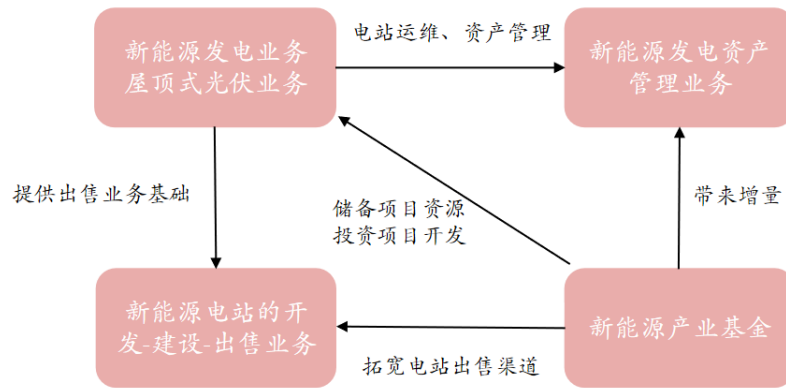
图表 2.公司业务板块



资料来源：嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

电站开发-建设-出售、新能源产业基金起到纽带作用：新能源发电、屋顶分布式光伏的规模增长为电站出售业务奠定基础。电站开发-建设-出售业务为公司提供资金支持，同时提升新能源发电资产管理规模。新能源产业基金主要投资于新能源电站的开发或运营，公司既可以通过开发基金储备项目资源、扩大资产规模；也可以将新能源电站出售给产业基金，同时为基金持有的电站提供资产管理服务。基金业务拓宽电站出售渠道，实现产业投资与项目开发一体化，同时助力项目开发及发电资产管理。

图表 3.公司各个板块业务的协同作用图示

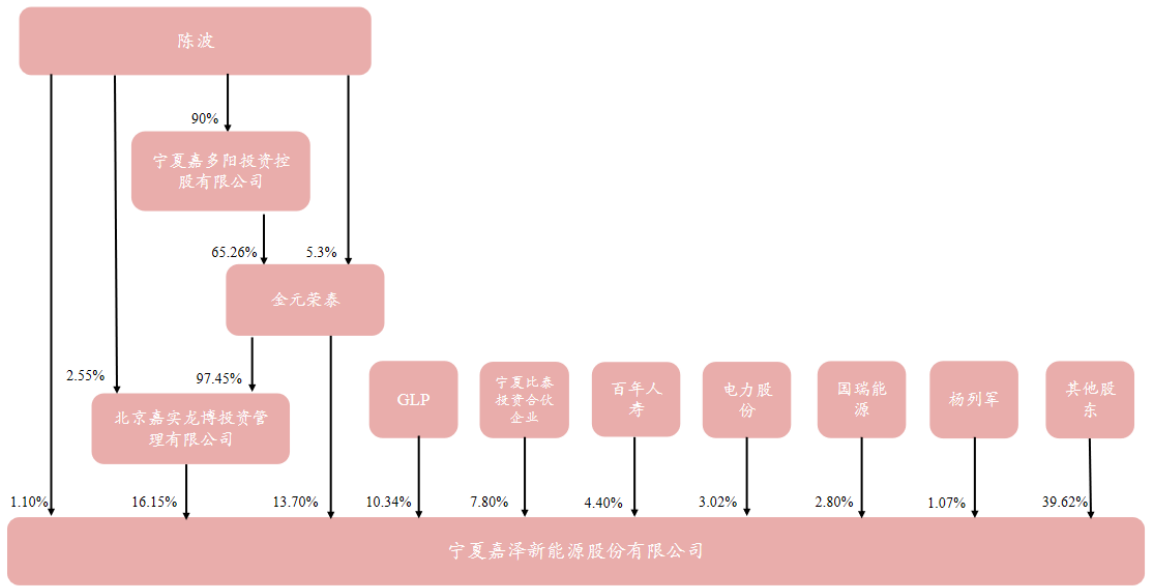


资料来源：公司公告，中银证券

民营企业，股权结构稳定

股权结构稳定，普洛斯战略入股：截至 2022 年末，公司实控人陈波直接持股 1.10%，通过嘉实龙博、金元荣泰以直接、间接方式持股合计 30.95%，股权较为集中。GLP（普洛斯）是除控股股东及其一致行动人以外的第二大股东，是公司于 2021 年 10 月引入的战略投资者，公司计划利用普洛斯的资本运作能力，将重资产转变成轻资产，目前公司已与普洛斯就参股嘉隆资管公司、合资成立新能源产业基金等工作达成进一步合作。此外，2021 年以来长江电力持股比例有序提升，截至 2021 年年末、2022 年 6 月末、2022 年 9 月末、2022 年年末，长江电力持股比例分别为 0%、2.32%、2.40%、3.02%。

图表 4. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

2020 年开展股权激励计划，调动核心人员积极性：2020 年公司开展股权激励计划，向高管、核心技术/业务人员等 77 人授予 6897 万股限制性股票，占当时总股本的 3.33%，授予价格为每股 1.59 元。该限制性股票的解除限售考核年度为 2020-2022 年，以 2017-2019 年公司平均营业收入、净利润、每股分红作为基准，2020 年平均营业收入、净利润增长率不低于 0% 或每股分红增长率不低于 5%、2021 年平均营业收入或净利润或每股分红增长率不低于 10%、2022 年平均营业收入或净利润或每股分红增长率不低于 15%。三期解除限售比例分别为 40%、40%、20%。目前，公司限制性股票第一个限售期解除限售条件已达成激励计划中 40% 限制性股票已上市流通，目前尚未解除限售的股权激励股票剩余 4,129.2 万股。

图表 5. 2022 年末公司董事、高级管理人员股票激励情况

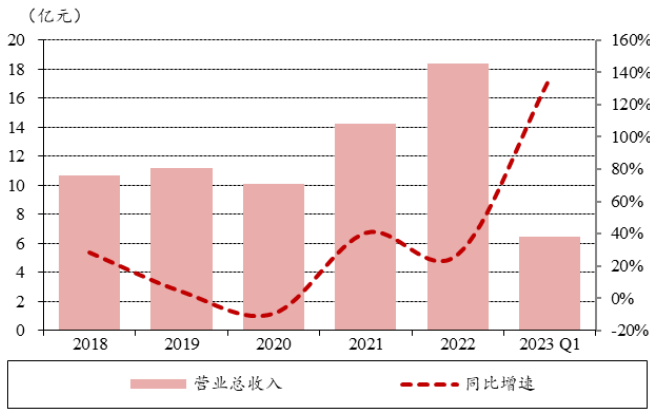
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)
赵继伟	董事、总经理	260	3.77
杨宁	董事、财务总监、董事会秘书	160	2.32
韩晓东	常务副总经理	160	2.32
巨新团	副总经理	160	2.32

资料来源：嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

以风电业务为核心，业务板块多元化转型

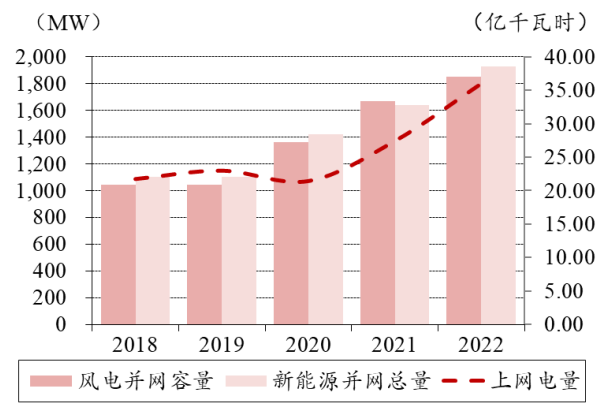
发电收入稳定增长：2022 年公司实现营业收入 18.41 亿元，同比增长 27.26%。公司营业收入主要由新能源发电贡献，2018-2022 年，新能源发电收入占比保持 95% 以上，故而公司收入增长主要驱动力为新能源并网装机量提升导致的上网电量提升。2022 年公司完成对宁柏基金收购，装机容量提升 722MW，资产规模提升带动公司发电业务收入增长。

图表 6. 2018-2023Q1 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，中银证券

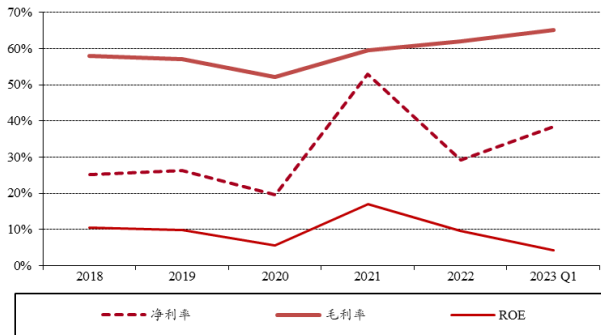
图表 7. 2018-2022 公司装机容量及上网电量



资料来源：公司公告，中银证券

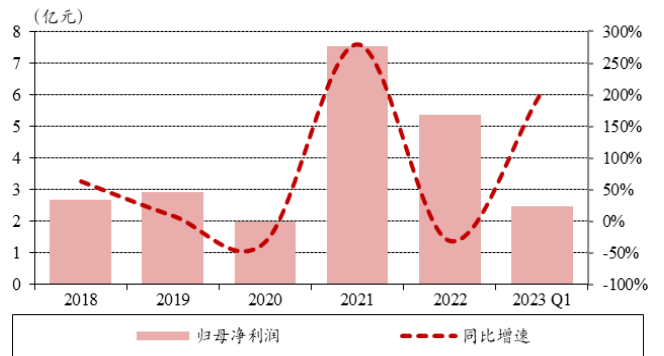
电站出售进度影响盈利确认节奏： 2022 年公司实现归母净利润 5.35 亿元，同比下降 30.59%，主要原因系 2022 年电站出售受疫情影响未能贡献利润。公司原计划 2022 年出售 200MW 电站，但实际没有容量出售。2021 年，公司归母净利润达到 7.52 亿元，同比增加 280%，主要原因系当年出售了 495MW 电站，实现投资收益 3.93 亿元。2023 年 1 月，公司二级子公司宁夏嘉盈已与收购方京能公司达成关于宁夏泽华的股权转让协议，宁夏嘉盈下属 50MW 风电资产出售工作正顺利展开。

图表 8. 2018-2023Q1 公司毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，中银证券

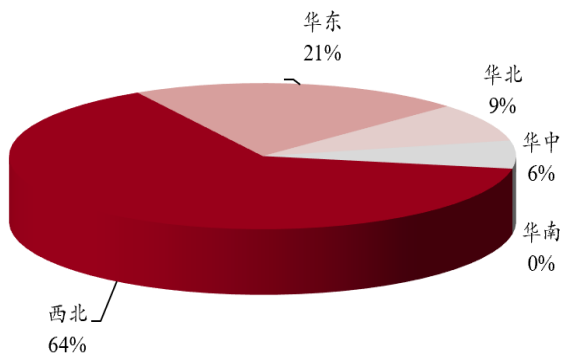
图表 9. 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中银证券

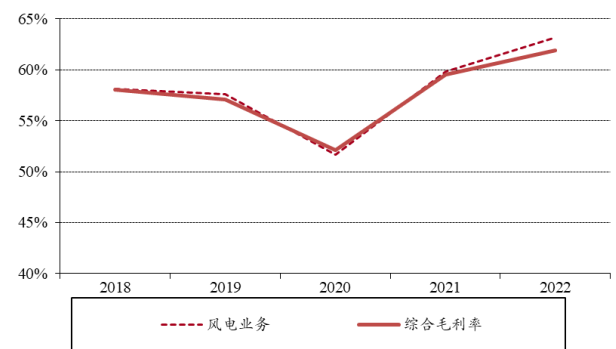
风电毛利率提高，带动公司整体毛利上升： 2018-2022 年公司风力发电业务毛利率波动上升至 63.15%，带动公司整体毛利率提升至 61.93%，风电发电业务毛利率上升的主要原因系公司逐渐扩展风力发电业务至发电毛利率较高的河南等地。净利润方面，得益于出售电站的高额投资收益，2021 年公司净利率显著增长至 52.85%，同比提升 33.27 个百分点。2022 年受制于出售电站进度较慢，公司净利率下滑，但仍能保持 30% 左右。

图表 10. 2022 年公司收入结构（按区域）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2018-2022 公司风电毛利率及综合毛利率



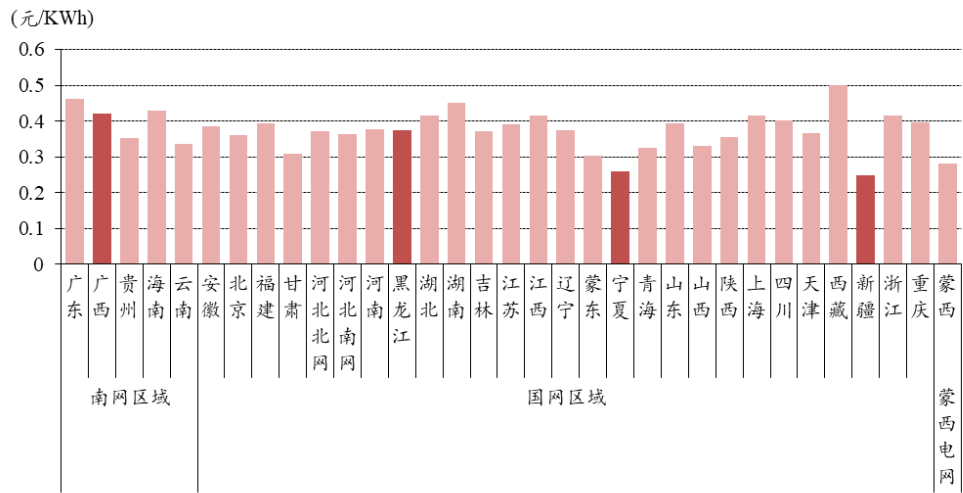
资料来源：公司公告，中银证券

风力发电高收益率构建核心竞争力，滚动开发提供发展动力

风力发电立足宁夏，后续通过产业配套布局省外业务

风电资源立足宁夏，积极拓展省外市场：根据公司历年年报披露及我们计算，公司上市初期风电项目集中在宁夏、新疆等西北地区，2017年公司上市后核准项目逐步扩展至天津、河北、山东、黑龙江等高电价区域。2022年公司在宁夏区域风力发电量达22.76亿千瓦时，约占宁夏2022年总体风电发电量的9%。2022年公司河南商水县张民乡25MW风电项目、天津宁河镇17.5MW分散式风电项目等项目并网发电，公司拓展省外市场战略初见成效。2022年公司在宁夏区域合计发电22.91亿千瓦时，占公司发电总量的60.94%，宁夏区域发电量占比同比下降34.46个百分点。

图表 12. 各省燃煤上网基准价



资料来源：北极星电力网，中银证券

产业配套能力强，产业投资与项目开发一体化推进：2021年公司与中车集团、金风科技等大型风电制造企业合作，在黑龙江鸡西、广西柳州共同推进新能源产业基地建设，开发配套风电、光伏和储能项目，有助于公司在项目地取得风电、储能电站和抽水蓄能项目。截至2023年4月，公司已在黑龙江地区已经累计取得风电项目核准容量合计1,400MW。公司计划在未来3年内推进黑龙江、广西、吉林的产业园区建设，同时推广在黑龙江的成功经验，结合产业投资与项目开发一体化，继续扩大项目储备资源。

图表 13.截至 2023 年 4 月末公司披露的产业园配套项目

合作项目	项目地	日期	合作方	地区风电规划	合作细节	已获地区指标
新能源装备制造和新能源智慧运营维护园区	黑龙江鸡西市	2021/6	天津中车风能	黑龙江：“十四五”新增风电、光伏发电、生物质发电等新能源及可再生能源装机3000万千瓦以上。 鸡西：建设以电力外送为主的可再生能源基地，因地制宜发展分布式能源。科学布局生物质热电联产、燃气调峰电站，建设抽水蓄能电站等储能设施	投资6亿，投建设风力发电机总装厂、风机塔筒智能制造厂，首台风电机组已下线 风力发电机总装厂：年产100台4MW-6MW风力发电机组智能装备 风机塔筒：200台4MW-6MW风机塔筒 集中运维中心：可承接3,000MW的新能源发电项目的全寿命周期的生产运维	1.4GW
生态新区零碳新能源智慧装备产业园（一期）	广西柳州市	2022/9	金风科技	广西：“十四五”期间，新增陆上风电并网装机不低于1500万千瓦； 柳州：加快柳州陆上风电基地化发展；积极推进柳州抽水蓄能电站前期工作；布局储能装备产业园区	投资11亿，建设智能风力发电机总装厂、风机塔筒智能制造厂、储能总装厂，首台风电机组已下线 风力发电设备：年产300万千瓦 风电塔筒设备：年产10万吨 储能设备：2500MWh	/

资料来源：公司公告，中银证券

核准、开工、并网预期逐渐递增：得益于公司产业投资与项目开发一体化战略，公司预计 2023-2025 年平均取得核准容量 2.5GW，在项目核准的基础上实现年均开工 1.2GW、并网 0.8GW。截至 2022 年末，公司新能源发电并网装机容量 1,926MW，若不考虑风电资产出售，2022-2025 年，公司装机复合增速约 31%。在高速装机的背景下，公司计划建设储能提升消纳能力，2023 年公司计划开工建设“嘉泽同心县 150MW/300MWh 储能电站项目”，预计 2024 年并网运行，同时公司正在积极跟踪东北地区抽水蓄能项目开发机会。

图表 14. 2022 年底公司已取得的核准、备案项目及储备开发的风电等项目装机容量 (MW)

项目类型	已核准项目	已备案项目	储备开发项目(列入地方规模开发计划)	资源储备(签订开发协议)
风电	1,580		1,242	4,718
储能电站		300		
抽水蓄能			1,200	

资料来源：嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

图表 15. 公司计划开发、建设、并网的风电和集中式光伏装机容量

项目类型	计划取得核准容量 (MW)	计划开工建设容量 (MW)	计划并网容量 (MW)
2023 年	2,000	1,000	600
2024 年	2,500	1,200	800
2025 年	3,000	1,500	1,000

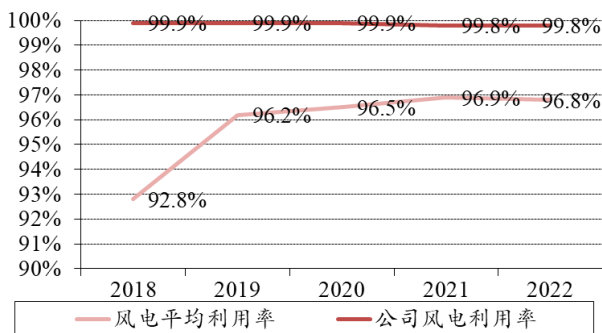
资料来源：嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

优质风电资源配合优秀管理创造高收益率

公司风电项目优质，收益率高：公司主要建成项目位于宁夏、新疆，目前正积极开拓黑龙江、吉林等地区，公司风电资源集中在风力资源较好的“三北”地区，为高收益率打下坚实基础。根据公司公告，公司存量风电项目自有资金收益率约 15%，全投资收益率约 10%，远高于央企普遍要求的 6%-7% 收益率要求。2016-2022 年，公司发电业务毛利率维持 60% 左右。

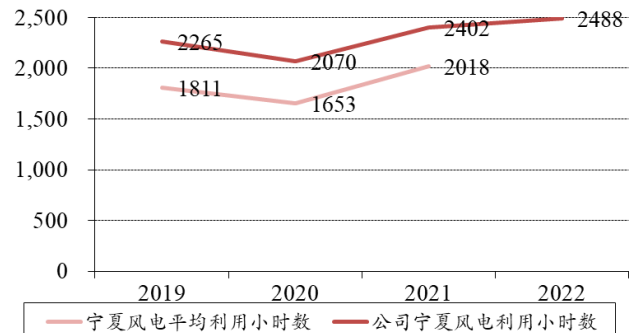
精细化管理、高利用小时数保证优质收益率：与全国及西北地区水平相比，公司风电利用小时数及风机利用率均处于优势地位，2019-2021 年公司风电平均利用小时超出宁夏平均水平 20% 以上。公司风电利用率及利用小时数较高的主要原因在于选址、发电机组、调度等方面。选址方面，公司会通过测风塔取得了一年以上的风资源后再决定机组点位，从立项到建成通常需要 2-3 年的时间；发电机组方面，公司可以针对不同风况选取更为合适的机组，上市初期使用风电机组基本由金风科技提供；调度方面，公司下属各电厂曾连续多年被国网宁夏电力公司评为“并网友好型风电场”，风电利用率高。

图表 16. 风电平均利用率及公司风电利用率对比



资料来源：公司公告，人民日报，中银证券

图表 17. 风电平均利用小时数及公司风电利用小时数对比

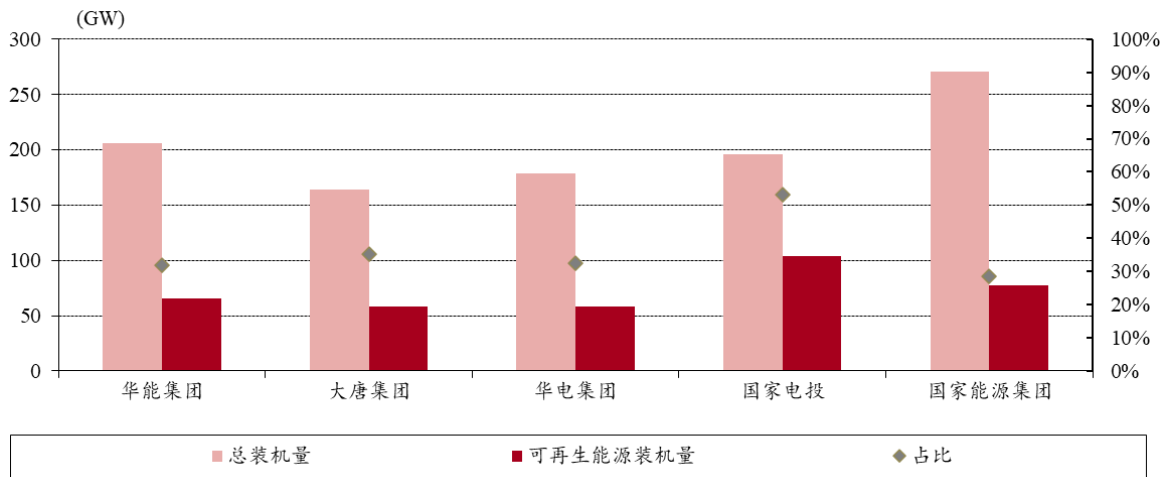


资料来源：公司公告，中银证券

滚动开发模式为公司业绩提供稳定支撑

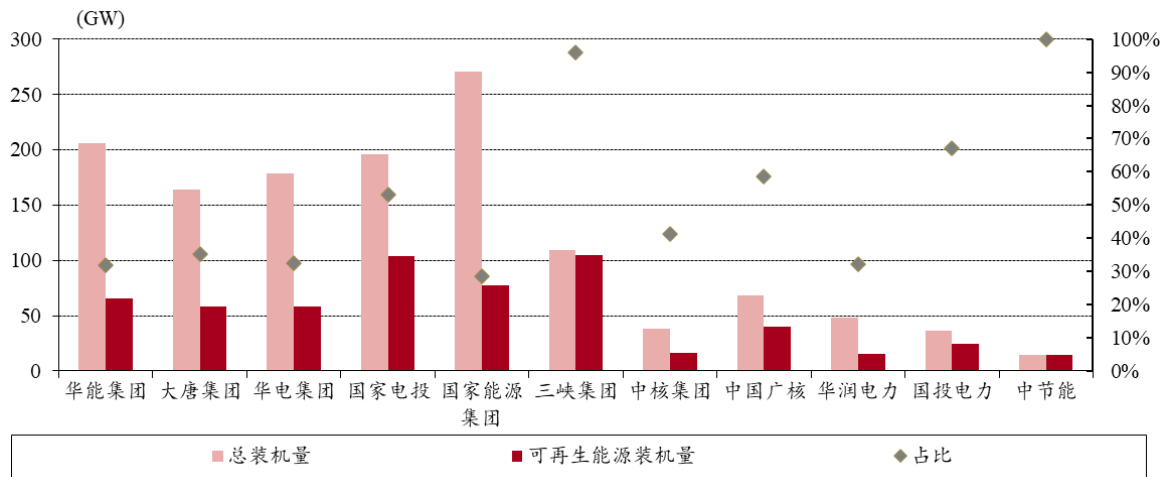
央企需补齐新能源装机，购买外部项目具备内在动力：2021年12月，国资委印发《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》，其中明确提出到2025年中央企业可再生能源装机比重需要达到50%以上。截至2021年底，五大发电集团可再生能源装机比例平均35.82%，五大六小发电集团合计可再生能源装机比例平均43.52%，距离目标仍有6.48%差距，若需达到50%新能源占比至少需要新增可再生能源装机172.40GW。在碳中和的大背景之下，能源开发企业普遍采取自主开发、合作开发和收并购等多种开发模式。一般自主开发和合作开发周期比较长，对央企来说收购存量项目可以快速扩大装机规模，在国资委2025年前装机比重达到50%以上的要求之下，各大大央企购买外部新能源项目具备内在动力。

图表 18. 2021 年末五大发电集团新能源装机量占比



资料来源：北极星电力网，中银证券

图表 19. 2021 年末各大央企新能源装机量



资料来源：北极星电力网，中银证券

2022 年风电资产交易量提升：根据北极星电力网，2022 年沪深港三地股市、地方产权交易所、公开渠道共披露 80 笔风电资产交易，交易装机容量 25.50GW，交易额超过 461 亿元。2022 年风电资产交易笔数和装机容量较 2021 年大幅上升。根据公司 2022 年，2022 年国有能源企业共买入 6,780MW 项目，国电投等五大发电集团、三峡、中核、中广核、国投电力等企业都是风电资产交易市场中的积极参与者。

图表 20. 2020-2022 风电资产交易市场情况

	交易笔数	标的装机容量 (万千瓦)	交易金额 (亿元)
2020 年	18	1,024	58
2021 年	39	1,970	638
2022 年	80	2,550	461

资料来源：北极星电力网，嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

公司通过滚动开发可优化现金流：公司从 2020 年开始计划出售部分电站，2021 年起逐步形成“电站开发-建设-出售（BT 业务）”，基于“滚动开发”的理念，采取“开发一批、建设一批、运营一批、出售一批”的经营模式，该业务逻辑在于：通过售出项目加速资金回笼，可优化企业现金流、提升净资产收益率；2) 公司风电项目利用小时数高，导致收益率高，通过将平价电站售出，公司可以获得溢价。当项目完成出售之后，公司可以利用出售资金进行新电站的开发。2021 年，公司出售 495MW 电站，实现投资收益 3.93 亿元。

出售电站获得较高溢价，支持后续电站开发

出售带补贴电站可获得较高溢价：根据公司公告，嘉泽新能带补贴项目自有资金收益率可达 15%；若按照年 2050 利用小时数、0.51 元/kWh 补贴电价、30% 自有资金、贷款利率 7% 逆推，公司单位装机成本为 6.18 元/W。将带补贴项目出售给央企可获得较高溢价。

图表 21. 2020 年嘉泽新能风电项目建设项目及收益率估算

	嘉泽新能
单位造价 (元/W)	6.18
利用小时数 (小时)	2050
电价 (元/kWh)	0.51
自有资金比例 (%)	30
贷款利率 (%)	7.00
贷款年限 (年)	12
1GW 项目开发总投资 (亿元)	89.48
1GW 项目自有资金 (亿元)	18.54
1GW 项目贷款本息 (亿元)	70.94
自有资金内部收益率 (%)	15.00
全投资内部收益率 (%)	10.42

资料来源：中银证券

出售电站溢价率逐渐提升，央企对优质项目需求旺盛：2021 年以来，公司先后出售新疆嘉泽、宁夏恺阳、宁夏博阳、宁夏泽华及其下属的 11 个风电电厂及光伏电站。根据溢价率计算，公司出售电站溢价率逐渐提升由 9.89% 逐渐提升至 124.24%，单瓦收购溢价也逐渐由 0.45 元/W 提升至 1.64 元/W，收购方对于优质风电项目的需求逐渐旺盛。

图表 22. 公司出售标的基本情况

出售标的	日期	收购方	下属资产	净资产 (亿元)	收购价格 (亿元)	出售溢价 (亿元)	溢价率 (%)
新疆嘉泽	2021 年 6 月	中电投新疆	鄯善楼兰风电场一期 49MW； 鄯善楼兰风电场二期 49MW； 大唐 220kV 升压站	4.45	4.89	0.44	9.89

资料来源：公司公告，中银证券

续 图表 22. 公司出售标的基本情况

出售标的	日期	收购方	下属资产	净资产 (亿元)	收购价格 (亿元)	出售溢价 (亿元)	溢价率 (%)
宁夏博阳	2021年7月	京能清洁能源	宁夏红寺堡风电场嘉泽一期 49.5MW; 宁夏红寺堡风电场(大河乡耍艺山) 嘉泽 49.5MW; 宁夏红寺堡风电场(大河乡磨脐子) 嘉泽 49.5MW; 宁夏红寺堡风电场(大河乡小井子) 嘉泽 49.5MW; 宁夏红寺堡风电场嘉泽青山 49.5MW 工程; 宁夏嘉泽红寺堡大河乡 20MWp 光伏; 宁夏红寺堡大河乡二期 30MWp 光伏; 牛首山 330kV 升压站资产;	7.24	10.72	3.48	48.07
宁夏恺阳	2021年7月	京能清洁能源	宁夏同心风电场嘉泽田家岭 49.5MW 风电; 宁夏同心风电场嘉泽康佳湾 49.5MW 风电	2.28	3.81	1.53	67.11
宁夏泽华	2023年1月	京能清洁能源	红寺堡谭庄子 50MW 风电	0.66	1.48	0.82	124.24

资料来源: 公司公告, 中银证券

后续电站出售已有规划, 年利润贡献超 3 亿: 根据公司 2022 年年报, 2022 年公司原计划出售 200MW 风电资产, 但由于疫情影响, 出售计划延后。目前一个装机容量 50MW 的电站出售工作已经基本完成, 预计实现约 7000 万元税前利润。2023-2025 年, 公司分别计划出售电站 200-350MW、300-400MW、400-500MW, 计划出售电站容量逐步提高。若按照 2023-2025 年, 每年出售 200MW、300MW、400MW 电站, 单瓦溢价 1.5 元估算, 2023-2025 年公司 BT 业务利润约 3 亿元、4.5 亿元、6.0 亿元。

图表 23. 公司计划出售的电站容量及对应投资收益

	计划出售电站容量 (MW)	收购单瓦溢价 (元/W)	计划盈利 (亿元)
2023 年	200-350	1.5	3.00-5.25
2024 年	300-400	1.5	4.50-6.00
2025 年	400-500	1.5	6.00-7.50

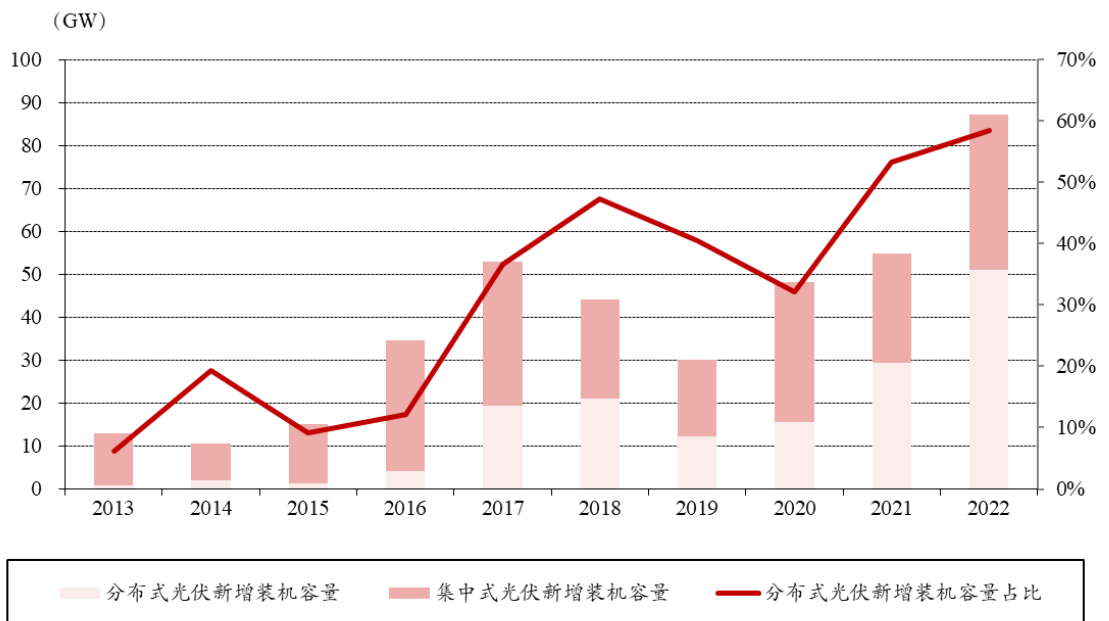
资料来源: 嘉泽新能 2022 年年报, 中银证券

快速切入分布式光伏赛道，通过渠道合作获取优质资源

分布式光伏蓝海广阔，工商业光伏成增长主力

分布式光伏利好政策不断，行业迎来发展机遇期：自 2021 年以来，国家密集出台推动分布式光伏高速发展的一系列政策，大力促进分布式光伏发电的推广。2021 年 6 月，国家能源局《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》中明确为加快推进屋顶分布式光伏发展，将在全国组织开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作。2022 年 6 月，国家发展改革委、国家能源局等九部门联合发布的《“十四五”可再生能源发展规划》指出，全面推进分布式光伏开发，重点推进工业园区、经济开发区、公共建筑等屋顶光伏开发利用行动，在新建厂房和公共建筑积极推进光伏建筑一体化开发。政策推动屋顶分布式光伏发电进入高速发展期，根据中国光伏行业协会数据，2022 年，我国光伏新增装机 87.41GW，同比增长 59.3%。其中，分布式光伏新增装机 51.1 GW，同比增长 74.5%。工商业光伏新增装机达 25.86 GW，同比增长 236.7%，分布式光伏迎来高速发展期。

图表 24. 2013 至 2022 年全国光伏发电新增装机容量



资料来源：国家能源局，中银证券

“分时电价”“能耗双控”政策驱动，“自发自用，余电上网”业务发展受益：2021 年下半年各大省份陆续出台分时电价政策，调整峰谷电价及峰谷时段。与此同时，各地“能耗双控”政策频出，部分企业被通过停产、限电的方式控制能耗以完成年度能源“双控”目标。在此背景下，“自发自用，余电上网”的工商业分布式光伏作为能从供给侧贯穿至消费侧实现零碳排放的清洁能源，迎来了发展的新机遇。

图表 25. 全国各地电网企业代理购电价格（元/兆瓦时）

地区	2022.10	2022.11	2022.12	2023.1	2023.2	2023.3
江苏	468.6	453.3	465.8	453.7	467.9	467.4
安徽	461.3	461.3	461.3	461.3	461.3	461.3
广东	511.5	513	487.2	559.9	561.2	561.2
山东	379.2	394.6	372.9	388.3	390.0	392.2
山西	414.1	409.7	449.4	487.6	454.0	419.1
北京	402.1	411.5	423.7	425.2	428.6	410.1

资料来源：北极星电力网，中银证券

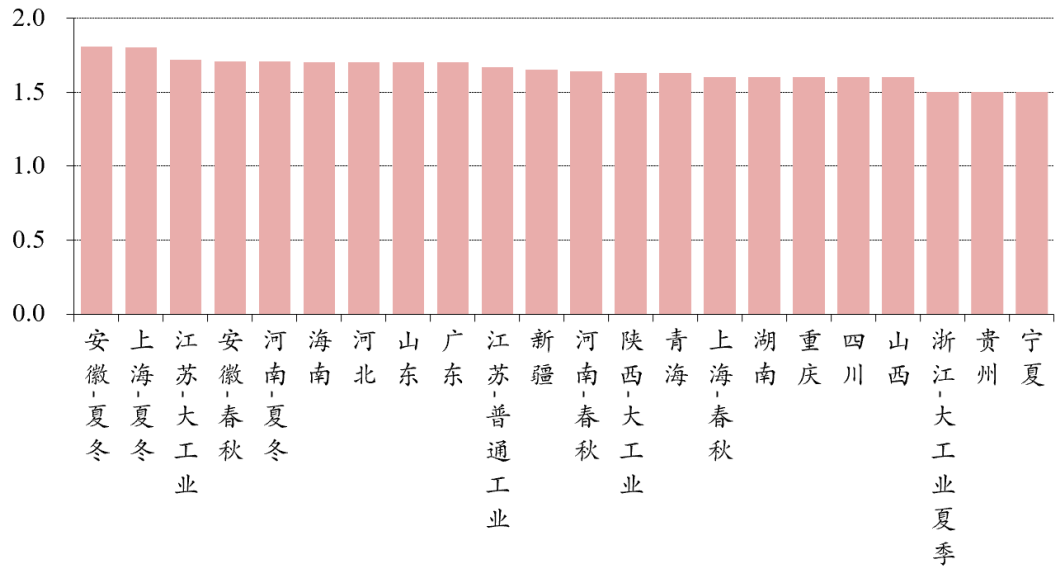
续 图表 25. 全国各地电网企业代理购电价格 (元/兆瓦时)

地区		2022.10	2022.11	2022.12	2023.1	2023.2	2023.3
河北	不满 1KV	372.2	372.8	383.3	396.9	398.5	377.7
	其他	438.8	435.5	443.9	457.7	480.4	462.4
河南		454.9	467.6	473.8	496.2	502.3	506.4
冀北	不满 1KV	376.4	377.5	380.0	380.3	384.0	375.3
	其他	441.2	433.6	434.5	440.6	440.7	431.4
上海		570.9	577.2	610.5	598.7	598.4	580.9
重庆		543.9	531.9	585.1	565.7	550.7	515.2
四川		415.0	425.0	457.8	453.0	453.0	502.2

资料来源：北极星电力网，中银证券

建设分布式光伏对电站投资方、业主方双方受益：1) 对业主，使用光伏电不仅能降低用电成本，且由于所用光伏电不纳入能源消费总量考核，还可缓解其限电压力。业主出于降本增效的目的，安装光伏电站的意愿大大增强。2) 对电站投资方，大工业平均用电价格提高意味着“自发自用，余电上网”分布式光伏电站综合度电收入相应提高，存量和新增的分布式电站项目收益率将提高。

图表 26. 全国高峰电价与平段电价比例



资料来源：北极星售电网，中银证券

分布式光伏行业新军，渠道合作获取优质项目

快速切入分布式光伏赛道，发展势头强：2022 年公司采用“自发自用、余电上网”的运营模式，以中东部经济发达地区为重点开发市场正式切入分布式光伏赛道。截至 2022 年末，公司屋顶分布式光伏项目累计并网已达 19 个，并网容量超过 36MW。目前公司已备案待建项目 191MW，资源储备项目容量达 400MW，项目覆盖了华北、华东、华南等区域十数个省份。公司 2023 年工商业屋顶分布式光伏业务计划取得备案容量 500MW-600MW，计划并网容量 300MW-400MW。

图表 27. 2022 年底公司已取得的核准、备案项目及储备开发的新能源项目装机容量 (MW)

项目类型	已核准项目	已备案项目	储备开发项目 (列入地方规模开发计划)	资源储备 (签订开发协议)
集中式光伏				200
工商业屋顶分布式光伏		191		400

资料来源：嘉泽新能 2022 年年报，中银证券

采用“渠道合作”模式，资源获取能力较强：公司与分布式光伏项目所在地的新能源公司进行渠道合作，通过当地新能源公司的资源禀赋获取优质客户资源。目前公司分布式光伏已在“京津冀”、“鄂豫皖”、“珠三角地区”等负荷中心进行布局，已经成立全资子公司北京嘉泽智慧能源有限公司，专门负责大力开发屋顶光伏项目，提升开拓分布式光伏市场的效率。目前嘉泽智慧能源旗下有13家公司按合资运用模式成立，其中2家合资公司存在项目在建。

图表 28. 公司与新能源公司合作开发的分布式光伏项目

项目名称	项目公司	控股公司	股权比例(%)
841.48 千瓦分布式光伏发电项目	广东兴长新能源有限公司	北京嘉泽智慧能源有限公司	75
		广东江门市莲声新能源有限公司	25
山东聊城市华经高科建设开发有限公司 3MW 分布式屋顶光伏发电项目	聊城昌润泽恺新能源有限公司	宁夏嘉泽新能源股份有限公司	50
		山东聊城昌润新能源有限公司	50
841.48 千瓦分布式光伏发电项目	广东兴长新能源有限公司	北京嘉泽智慧能源有限公司	80
		安徽恒昌新能源有限公司	20

资料来源：同花顺，中国招标投标公共服务平台，公司官网，公司公告，中银证券

普洛斯战略入股，有望赋能公司业绩增长：行业内领先的物流开发商普洛斯是公司第三大股东及战略投资者。普洛斯在中国 70 个地区市场拥有超过 4,900 万平方米的物流及工业基础设施资产面积。若假设 1 平方米面积可容纳 150W 分布式光伏容量，普洛斯屋顶具备 7GW 分布式光伏装机空间，公司有望受益于与普洛斯的深度合作。

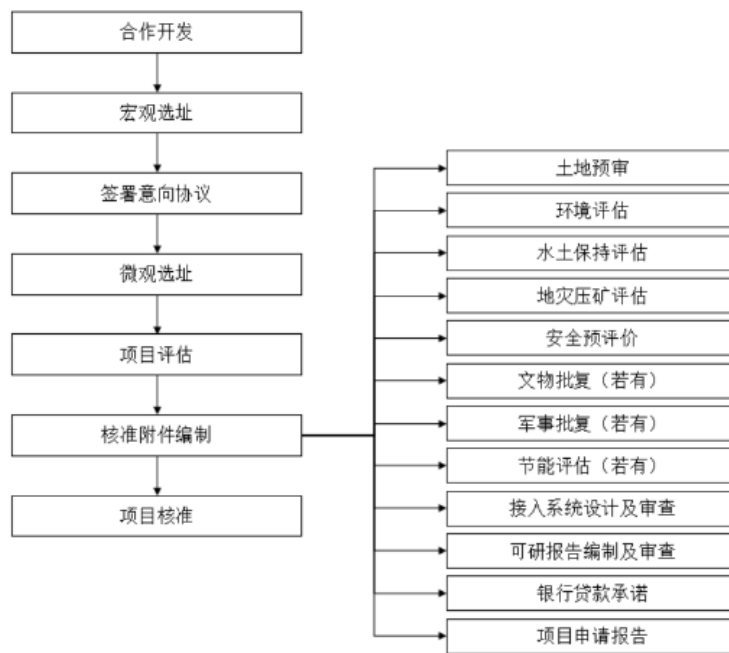
制定 3-5 年分布式光伏发展规划，资源覆盖、能源服务并举：根据公司 2022 年年报，公司计划在资源覆盖、能源服务方面发展分布式光伏：1) 资源覆盖方面，公司计划利用三年时间在经济发达的东南沿海区域重点开发工商业客户，从配套屋顶光伏为切入点，快速与工商业客户建立深度合作关系，计划在 3 年内完成 800MW-1000MW 的资源覆盖，与 500-700 个工商业客户建立深度合作关系。2) 能源服务方面，公司计划结合售电、跨省购电、绿电交易、碳资产交易、分散式储能以及充电桩等多种技术手段和措施，拓展和深化业务服务的深度和广度，将初级的屋顶分布式光伏解决方案逐步向更高效、更全面的综合能源管理，再到智慧能源管理解决方案过渡。

收购宁柏提振装机容量，基金、资管多维开花

宁柏基金创造成功案例，并表提振装机容量

2022 年完成对宁柏基金收购，装机容量增加 722MW：宁柏基金通过与合作方、普通或有限合伙人合作，共同从事风力发电、光伏发电的开发运营工作，主要电站位于山东、河北、河南。公司 2017 年入伙宁柏基金，出资比例 1.11%，为了加快资产和业务规模的扩张，公司从 2020 年下半年开始积极采取并购重组手段，陆续收购宁柏基金投资人的合伙份额。2022 年 4 月，公司顺利完成了对宁柏基金的收购，实现了对宁柏基金投资的全部新能源发电资产的控制和合并报表，成功将宁柏基金下属 11 家风力、光伏发电业务项目公司并表，装机容量增加 722MW，包括 682MW 风电项目、30MW 光伏项目、10MW 储能项目。

图表 29. 宁柏公司项目开发模式与流程



资料来源：嘉泽新能源重大资产购买暨关联交易报告书，中银证券

公司基金涉及开发型产业基金、收益型产业基金、股权投资基金三种形式：1) 开发型基金专注于新能源发电项目的开发和建设；项目建成并网后，出售给公司。2) 收益型产业基金投资收购新能源电站，并通过长期持有新能源的电站资产，获取电站的运行收入。公司可以将电站出售给收益型基金，也可以为基金持有的发电资产提供资产管理服务。3) 股权投资基金主要服务于新能源发电项目开发，通过产业投资与项目开发一体化推进的模式，利用股权基金投资风机主机、储能电池等新能源上下游相关的制造业，促使被投资的制造型企业在重点区域落地产能，带动公司在当地的新能源项目开发。

图表 30. 公司参与部分基金

时间	收购基金及所拥有的产业配套基金	基金类型	基金规模	其他投资人
2023 年 2 月	嘉元清能基金	收益型产业基金	10.00 亿元	国电投清洁能源基金
2022 年 4 月	海南开弦绿色能源产业投资基金	股权投资基金	5.10 亿元	浙江巽能、开弦私募股权投资基金
2021 年 8 月	保新嘉泽新能源开发产业基金	开发型产业基金	0.42 亿元	保利(天津)股权投资基金管理有限公司
2021 年 6 月	风能开发产业基金(宁夏)	开发型产业基金	16.00 亿元	中车资本、山东电建和开弦资本等
2021 年	宁柏基金		19.00 亿元	上海电气投资、嘉泽新能源等

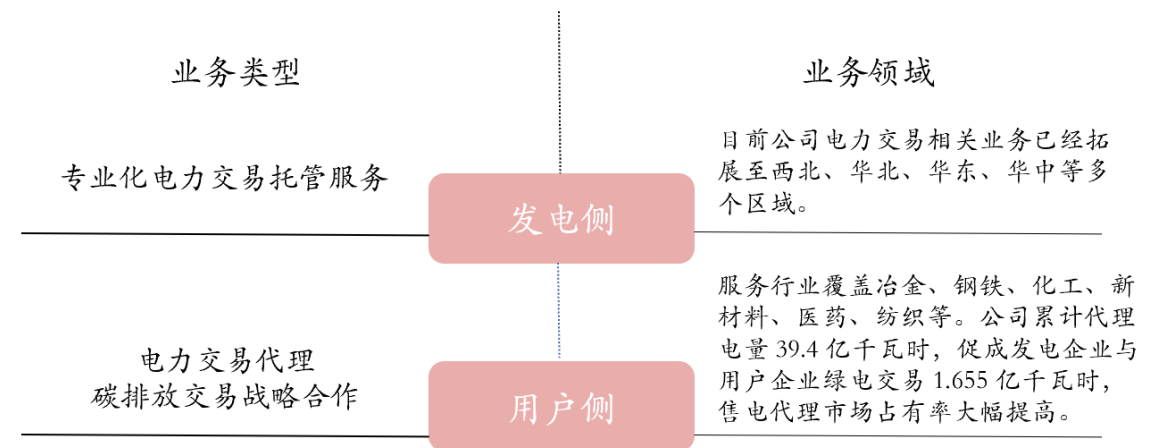
资料来源：公司公告，中银证券

通过多种基金模式，推动资本与产业有效融合：2021年，公司积极在新能源产业基金领域与中车集团、中国电建、国电投、保利集团、普洛斯等开展深度合作。截至2022年末，风能开发产业基金、保新嘉泽新能源开发基金已经稳步运营。2022年，公司开始探索收益型产业基金、股权投资基金路线，收益型基金方面，公司已与普洛斯共同拟发起设立“中国风能收益基金”、与国电投共同发起设立“电投嘉泽清能股权投资基金”；股权投资基金方面，公司已开始与多家投资机构开展合作，筹备设立多只股权投资基金，预计将于2023年陆续完成设立并开始运营。

新能源资产管理业务迅速发展

新能源资产管理业务聚焦电站后服务市场，覆盖发电侧、用户侧：公司新能源发电资产管理业务围绕电站后服务市场，业务覆盖发电侧、用户侧。发电侧方面，公司可以为新能源项目提供电力交易托管服务，在全国范围内代理新能源项目参与交易。公司子公司嘉骏售电于2021年8月份与宁夏电力交易中心签订了《入市协议》，成为宁夏地区首家既有新能源发电又具备售电（代理）资质的售电公司。用户侧方面，公司可提供电力交易代理、碳排放交易服务，为用户提供低成本、低风险、低碳排的节能用电方案，目前服务行业覆盖冶金、钢铁、化工、新材料、医药、纺织等。

图表 31.公司新能源资产管理业务类型



资料来源：嘉泽新能2022年年报，中银证券

新能源资产管理业务规模快速扩大：2022年公司累计代理电量39.4亿千瓦时，促成发电企业与用户企业绿电交易1.655亿千瓦时，管理业务实现服务收入7,936.46万元，同比增长185.85%；实现净利润1,265万元，同比增长66%，资产管理业务规模达到2.57GW，同比增长6%。随着公司资产发电业务、屋顶分布式光伏和电站出售业务规模提升，为资产管理业务带来持续增量。公司目标2023年将继续扩大新能源电站资产管理规模，计划实现管理新能源电站规模同比增长50%以上，代理售电量同比增长30%以上。

盈利预测与估值

关键假设：1) 考虑公司规划及行业需求情况，预计公司 2023-2025 年分别出售 200MW、300MW、400MW 风电场。2) 考虑到公司核准项目容量提升，预计公司 2023-2025 年分别并网 461MW、600MW、600MW 风电场。

图表 32. 公司主营业务收入与毛利率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
发电				
收入 (百万元)	1,760.37	2,482.13	2,854.45	3,239.80
同比增长(%)	24.07	41.00	15.00	13.50
毛利率(%)	63.01	60.00	60.00	60.00
屋顶分布式				
收入 (百万元)	1.15	49.86	137.67	197.16
同比增长(%)		4,232.46	176.14	43.21
毛利率(%)	53.48	50.00	50.00	50.00
电站开发-建设-出售				
收入 (百万元)		1,122.80	1,684.20	2,483.20
同比增长(%)			50.00	47.44
毛利率(%)		26.72	26.72	24.16
资产管理				
收入 (百万元)	79.36	119.05	166.67	233.33
同比增长(%)	185.85	50.00	40.00	40.00
毛利率(%)	37.98	30.00	30.00	30.00
基金业务				
收入 (百万元)	0.08	0.09	0.11	0.14
同比增长(%)		20.00	20.00	20.00
毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入合计				
	1,840.97	3,773.92	4,843.10	6,153.62
同比增长(%)	29.41	105.00	28.33	27.06
综合毛利率(%)	61.93	49.02	47.11	44.08

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 37.74 亿元、48.43 亿元、61.54 亿元，同比增长 105.00%、28.33%、27.06%；归属于上市公司股东的净利润分别为 10.06 亿元、13.01 亿元、15.89 亿元，同比增长 88.00%、29.31%、22.09%；在当前股本下，每股收益分别为 0.41 元、0.53 元、0.65 元。

相对估值：我们选取同为新能源运营商的三峡能源、浙江新能、江苏新能、节能风电以及分布式光伏领跑者芯能科技作为可比公司进行估值比较，根据 2023 年 5 月 4 日收盘价，公司 2023 年预测盈利对应市盈率 11.9 倍，低于行业平均水平，考虑到公司加速发展分布式光伏、BT 业务为公司业绩增长带来新动能，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 33. 嘉泽新能可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
三峡能源	600905.SH	5.46	741.09	1,562.88	0.25	0.32	0.39	21.84	16.97	13.99	1.97	未有评级
浙江新能	600032.SH	11.31	23.52	271.97	0.37	0.48	0.62	30.35	23.45	18.17	3.11	未有评级
江苏新能	603693.SH	12.67	101.79	112.95	0.53	0.78	1.05	23.73	16.33	12.02	1.81	未有评级
芯能科技	603105.SH	14.83	74.15	74.15	0.38	0.52	0.66	38.71	28.63	22.52	4.13	未有评级
节能风电	601016.SH	3.86	229.73	249.93	0.25	0.30	0.35	15.33	13.00	11.18	1.57	未有评级
行业平均值								25.99	19.68	15.58	2.52	
嘉泽新能	601619.SH	4.94	118.22	120.26	0.22	0.41	0.53	22.46	11.95	9.24	2.00	增持

资料来源：万得，中银证券

注1：股价与市值截止日2023年5月4日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期，已出年报公司数据来自年报

注2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议

公司积极推进“风电开发-运营-出售业务”及“分布式光伏业务”两大板块。“风电开发-运营-出售业务”方面，公司能够通过产业配套获得风电开发资源，在具备较高的风力发电高收益率的前提下，通过项目滚动开发能力构建核心竞争力。分布式光伏方面，公司通过渠道合作方式获取优质分布式光伏资源，快速切入分布式光伏赛道。我们认为公司具备产业链资源及资金优势，有望保持较高业绩增速。考虑到公司加速发展分布式光伏、BT 业务为公司业绩增长带来新动能；首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

政策风险：公司出售电站业务逻辑核心在于央企受到政策驱动具备收购新能源电站内在动力，若政策发生波动，或对公司 BT 业务产生不利影响。

项目核准量不达预期：公司已在黑龙江、柳州等地进行产业配套，但后续是否能获得电站指标核准仍存在不确定性，若公司项目核准量不达预期，或对公司业务产生不利影响。

在建工程进度不达预期：公司 BT 业务逻辑为电站开发-建设-出售，需以电站开发为前提，若公司电站建设进度放缓，或对公司整体运营造成不利影响。

电价下降风险：目前公司正积极开拓东北、华北、华南等高电价区域市场，若未来电价产生不利波动，或对公司经营造成不利影响。

融资风险：公司建设电站一般需要依靠 50% 以上贷款，目前公司已核准风电项目容量超过 1.3GW，若公司后续无法顺利取得贷款，或对公司经营造成不利影响。

电站装机风险：公司计划 3-5 年内完成对 800MW-1000MW 分布式光伏的资源覆盖，若分布式光伏装机不及预期或对公司经营产生不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,423	1,841	3,774	4,843	6,154
营业收入	1,423	1,841	3,774	4,843	6,154
营业成本	575	701	1,924	2,561	3,441
营业税金及附加	7	9	15	19	25
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	133	178	340	436	554
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	335	413	415	429	428
其他收益	14	24	10	10	10
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(12)	(10)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	477	(16)	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	850	539	1,080	1,397	1,707
营业外收入	2	42	5	5	5
营业外支出	1	6	3	3	3
利润总额	851	574	1,082	1,399	1,709
所得税	99	39	76	98	120
净利润	752	536	1,006	1,301	1,589
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	752	535	1,006	1,301	1,589
EBITDA	1,134	1,487	2,171	2,602	3,023
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.22	0.41	0.53	0.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,654	3,688	8,168	7,041	12,240
货币资金	634	833	1,132	1,453	1,846
应收账款	1,496	2,509	5,702	4,835	8,553
应收票据	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
预付账款	184	5	516	178	754
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	339	341	818	574	1,087
非流动资产	9,377	15,278	15,953	16,990	18,272
长期投资	2,220	220	220	220	220
固定资产	4,902	7,036	7,761	8,764	9,870
无形资产	82	1,605	1,862	2,112	2,355
其他长期资产	2,172	6,418	6,110	5,893	5,827
资产合计	12,031	18,967	24,121	24,030	30,512
流动负债	1,498	4,136	9,487	8,790	14,315
短期借款	0	0	1,996	1,988	3,489
应付账款	649	1,247	3,956	2,971	6,335
其他流动负债	850	2,889	3,534	3,831	4,491
非流动负债	5,284	9,106	7,903	7,599	7,444
长期借款	2,272	2,537	3,166	1,975	2,263
其他长期负债	3,012	6,569	4,737	5,624	5,181
负债合计	6,783	13,242	17,390	16,389	21,758
股本	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434
少数股东权益	13	(88)	(88)	(88)	(88)
归属母公司股东权益	5,235	5,812	6,819	7,730	8,842
负债和股东权益合计	12,031	18,967	24,121	24,030	30,512

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	752	536	1,006	1,301	1,589
折旧摊销	440	544	690	791	903
营运资金变动	(80)	(247)	(921)	259	(782)
其他	(572)	324	(635)	956	156
经营活动现金流	540	1,157	141	3,308	1,867
资本支出	(323)	(937)	(1,420)	(1,800)	(2,200)
投资变动	(1,546)	2,000	0	0	0
其他	1,805	(2,208)	5	5	5
投资活动现金流	(64)	(1,145)	(1,415)	(1,795)	(2,195)
银行借款	(1,687)	265	2,626	(1,200)	1,789
股权融资	1,783	(3,033)	0	(390)	(477)
其他	(253)	2,983	(1,052)	398	(591)
筹资活动现金流	(157)	214	1,573	(1,192)	721
净现金流	319	226	299	321	393

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	40.6	29.4	105.0	28.3	27.1
营业利润增长率(%)	283.5	(36.7)	100.6	29.4	22.1
归属于母公司净利润增长率(%)	279.6	(28.8)	88.0	29.3	22.1
息税前利润增长率(%)	43.5	35.9	56.9	22.4	17.0
息税折旧前利润增长率(%)	28.7	31.1	46.0	19.9	16.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	279.6	(28.8)	88.0	29.3	22.1
获利能力					
息税前利润率(%)	48.8	51.2	39.2	37.4	34.4
营业利润率(%)	59.8	29.3	28.6	28.9	27.7
毛利率(%)	59.5	61.9	49.0	47.1	44.1
归母净利润率(%)	52.8	29.1	26.7	26.9	25.8
ROE(%)	14.4	9.2	14.8	16.8	18.0
ROIC(%)	5.1	3.8	5.5	6.7	7.2
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.6	1.2	1.3	1.0	1.0
流动比率	1.8	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应付账款周转率	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3
费用率					
销售费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用率(%)	9.4	9.7	9.0	9.0	9.0
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	23.5	22.4	11.0	8.9	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.5	0.1	1.4	0.8
每股净资产(最新摊薄)	2.2	2.4	2.8	3.2	3.6
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.0	22.5	11.9	9.2	7.6
P/B(最新摊薄)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.0	17.9	13.9	11.4	10.2
价格/现金流(倍)	22.3	10.4	85.3	3.6	6.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371