

**彩虹精化(002256.SZ)**
**业绩修正不改传统业务反转势头，光伏电站项目陆续落地**
**评级: 买入**
**前次: 买入**
**目标价(元):**
**19.5**

首席分析师

高级分析师 沈成

曾朵红

S0740514080003

S0740514080001

shencheng@r.qlzq.com.cn

021-20315167

高级分析师 张俊

zengdh@r.qlzq.com.cn

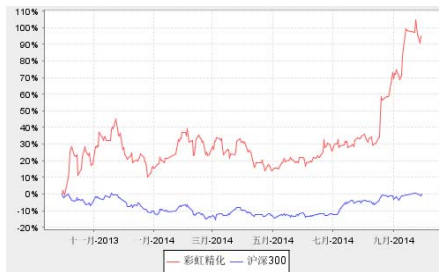
S0740514080002

2014年10月16日

zhangjun@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	314.60
流通股本(百万股)	313.20
市价(元)	13.17
市值(百万元)	4143.28
流通市值(百万元)	4124.84

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	477	589	705	1,423	2,382
营业收入增速	13.67%	23.60%	19.61%	101.85	67.44%
净利润增长率	-67.10%	767.17	50.19%	168.26	72.35%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.19	0.29	0.78	1.34
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	208.47	42.28	45.43	16.94	9.83
PEG	—	0.06	0.91	0.10	0.14
每股净资产(元)	1.44	1.61	1.87	2.65	3.99
每股现金流量	0.03	0.23	0.48	2.32	5.38
净资产收益率	1.55%	11.96%	15.52%	29.39%	33.62%
市净率	3.22	5.06	7.05	4.98	3.30
总股本(百万股)	313.20	313.20	313.20	313.20	313.20

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 公司向下修正前三季度业绩预告:** 公司发布 2014 年前三季度业绩预告修正公告, 预计前三季度归属于上市公司股东的净利润 5000-5500 万元, 同比减少 11.68%-2.85%。此前公司在半年报中预计的盈利区间为 5661.25-6793.50 万元, 同比增长 0%-20%。向下修正的主要原因为: 部分主要原材料因突发性问题延迟到货期, 导致发货期滞后; 同时, 随着国内房地产市场不景气度的持续加剧, 公司产品销量低于预期。
- 前三季度扣非后业绩几乎翻番, 传统业务反转势头明显:** 公司去年前三季度盈利 5661 万元, 但扣非后仅有 2607 万元; 今年前三季度盈利 5000-5500 万元且非经常性损益极少, 扣非后业绩几乎翻番。目前贡献利润的业务基本均为传统业务, 扣非后业绩高增速反映了传统业务反转势头明显。公司传统化工气雾剂业务、生物降解材料业务、环保电器系列产品和室内空气污染防治整体解决方案, 未来有望保持持续高增长。
- 收购惠州中至正, 20MW 屋顶项目落地:** 公司全资子公司永晟新能源近期与中至正投资签署了《股权转让协议》, 永晟新能源拟收购中至正投资持有惠州中至正的 100% 股权, 交易价格为人民币 1 元, 从而获得了惠州比亚迪工业园区 20MW 光伏发电项目所有权。预计该项目将在今年内建成并网发电, 这是继江西新余 35MW 并网光伏农业地面电站项目一期与广东佛山群志 15.2MW 分布式项目之后又一落地的项目, 向 2014 年底完成装机并网 150MW 的目标又迈进一步。

- **与攀枝花市东区人民政府签署 30MW 电站项目投资意向协议书:** 公司与攀枝花市东区人民政府签署了《投资意向协议书》，双方同意在攀枝花市东区投资建设光伏林业综合利用项目，首期项目用地位于东区银江镇双龙滩村，工程计划总投资 3 亿元人民币，开发建设 30MW 光伏发电项目，配套开发林业种植，实现土地的光伏发电和林业生产综合利用，预计该项目将在明年建成并网。
- **携手行业巨头，深化战略合作，确保项目资源:** 公司于 2014 年 4 月与比亚迪达成战略合作协议，双方将在国内光伏太阳能电站项目的开发建设、工程设计、运维管理等方面展开合作，建立长期深入的战略合作关系；此次惠州比亚迪工业园区 20MW 项目有利于进一步深化双方的合作关系。2014 年 9 月，公司与兴业太阳能签署战略合作协议，2015 年兴业太阳能将为公司开发 100MW 分布式项目，双方将在 2014 年 9 月-2015 年 9 月期间在西部地区共同合作开发 100MW 地面电站项目。公司积极与拥有屋顶资源和电站资源的公司、国内各大经济技术开发区等深度合作，预计未来将有更多的项目落地，超预期空间极大。
- **多元化的融资体系彰显强大的融资能力:** 2014 年中期，公司账上现金余额近 3 亿元，资产负债率仅为 25.5%，融资空间较大；公司凭借良好的盈利能力和资信状况，与银行保持长期稳定的合作关系。公司拟与在光伏产业拥有深厚背景的中科宏易、博大资本共同成立产业基金，基金首期规模目标为人民币或等值外币 10 亿元，采用平行模式，境内外募集比例各 50%。公司还可以通过融资租赁、公司债、甚至增发等融资渠道募集配套资金。公司多元化的融资体系正逐步建立，强大的融资能力为公司完成电站装机目标提供有力保障。
- **搭建专业化光伏团队，管理水平与执行能力出众:** 公司制定了系统的人才引进规划和人员编制计划，广泛吸纳认同公司企业文化并且愿意长期稳定与公司共同发展、进步的社会精英和业界专业人士，公司主要团队成员均来自于招商新能源、汉能新能源等国内知名光伏企业，成员之间有着长期的默契及良好的合作关系。公司实际控制人陈永弟亲自挂帅永晟新能源，结合专业的光伏团队，我们看好公司在电站领域的管理水平与执行能力，对于公司实现甚至超额完成目标充满信心。
- **投资建议:** 我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.29 元、0.78 元和 1.34 元，对应 PE 分别为 45.4 倍、16.9 倍和 9.8 倍，给予公司“买入”的投资评级，目标价 19.5 元，对应于 2015 年 25 倍 PE。
- **风险提示:** 分布式政策不达预期；地面电站备案或发电量不达预期；分布式项目推进不达预期；融资不达预期；传统业务复苏不达预期。

图表 1: 彩虹精化三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	419	477	589	705	1,423	2,382
增长率	5.74%	13.7%	23.6%	19.6%	101.8%	67.4%
营业成本	-331	-384	-455	-454	-794	-1,239
%销售收入	79.0%	80.5%	77.2%	64.3%	55.8%	52.0%
毛利	88	93	134	251	629	1,143
%销售收入	21.0%	19.5%	22.8%	35.7%	44.2%	48.0%
营业税金及附加	-2	-3	-2	-3	-5	-9
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-34	-41	-46	-51	-85	-119
%销售收入	8.2%	8.7%	7.8%	7.2%	6.0%	5.0%
管理费用	-44	-54	-51	-56	-92	-131
%销售收入	10.4%	11.4%	8.6%	8.0%	6.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	8	-5	35	141	446	884
%销售收入	1.9%	-1.1%	5.9%	20.1%	31.3%	37.1%
财务费用	1	1	1	-25	-177	-439
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.1%	3.5%	12.4%	18.4%
资产减值损失	-1	-4	-8	-9	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	35	5	5	5
%税前利润	-4.6%	—	56.5%	4.4%	1.9%	1.1%
营业利润	8	-12	62	112	267	441
营业利润率	2.0%	-2.6%	10.6%	16.0%	18.7%	18.5%
营业外收支	1	2	0	1	1	1
税前利润	10	-11	63	113	268	442
利润率	2.3%	-2.3%	10.6%	16.1%	18.8%	18.5%
所得税	0	2	-3	-14	-16	-13
所得税率	-4.1%	15.0%	4.6%	12.0%	6.0%	3.0%
净利润	10	-9	60	100	252	429
少数股东损益	-11	-16	-1	9	8	9
归属于母公司的净利润	21	7	60	91	244	420
净利率	5.1%	1.5%	10.3%	12.9%	17.1%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	10	-9	60	100	252	429
少数股东损益	0	0	0	9	8	9
非现金支出	24	31	26	79	375	918
非经营收益	-6	-2	-38	23	173	435
营运资金变动	-30	-10	24	-50	-72	-97
经营活动现金净流	-2	10	72	160	735	1,693
资本开支	42	16	12	1,274	4,749	6,089
投资	-6	-11	123	-55	0	0
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-48	-27	110	-1,324	-4,744	-6,084
股权募资	22	30	7	0	0	0
债权募资	0	26	-30	974	4,206	4,841
其他	-2	-19	-9	-29	-190	-441
筹资活动现金净流	19	38	-31	946	4,017	4,400
现金净流量	-31	20	151	-218	8	9

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	154	180	327	100	100	100
应收款项	73	99	76	108	218	365
存货	45	120	60	90	158	246
其他流动资产	35	28	13	13	15	17
流动资产	306	427	477	311	490	727
%总资产	44.7%	52.8%	73.7%	17.9%	7.8%	6.2%
长期投资	36	0	37	91	91	91
固定资产	175	155	45	1,260	5,646	10,830
%总资产	25.6%	19.2%	6.9%	72.4%	89.6%	92.4%
无形资产	148	205	81	71	67	64
非流动资产	379	383	170	1,430	5,811	10,992
%总资产	55.3%	47.2%	26.3%	82.1%	92.2%	93.8%
资产总计	685	810	647	1,741	6,302	11,720
短期借款	0	42	5	979	5,185	10,026
应付款项	100	175	115	134	238	374
其他流动负债	4	11	10	22	21	34
流动负债	104	228	130	1,135	5,445	10,434
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	18	1	1	1	1
负债	121	246	131	1,136	5,445	10,435
普通股股东权益	457	451	505	585	829	1,249
少数股东权益	107	113	10	19	28	36
负债股东权益合计	685	810	647	1,741	6,302	11,720

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.101	0.022	0.193	0.290	0.778	1.340
每股净资产 (元)	2.187	1.440	1.614	1.868	2.646	3.986
每股经营现金净流 (元)	-0.010	0.031	0.230	0.483	2.322	5.378
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.035	0.035	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.64%	1.55%	11.96%	15.52%	29.39%	33.62%
总资产收益率	3.09%	0.86%	9.35%	5.22%	3.87%	3.58%
投入资本收益率	2.14%	-0.97%	20.93%	8.94%	7.16%	7.71%
增长率						
营业总收入增长率	5.74%	13.67%	23.60%	19.61%	101.85%	67.44%
EBIT增长率	-63.46%	-162.89%	785.87%	308.26%	214.95%	98.47%
净利润增长率	-32.03%	-67.10%	767.17%	50.19%	168.26%	72.35%
总资产增长率	5.57%	18.26%	-20.18%	169.23%	261.99%	85.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.7	56.6	45.7	45.7	45.7	45.7
存货周转天数	39.0	78.5	72.5	72.5	72.5	72.5
应付账款周转天数	54.7	69.9	60.5	60.5	60.5	60.5
固定资产周转天数	132.7	115.9	60.2	324.7	871.6	1,252.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.36%	-24.42%	-62.44%	145.39%	593.92%	772.54%
EBIT利息保障倍数	-6.6	4.3	-40.7	5.7	2.5	2.0
资产负债率	17.67%	30.37%	20.24%	65.27%	86.41%	89.04%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。