

## 彩虹精化 (002256.SZ)

### 新项目开始落地，电站业务加速推进

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价(元):** 22  
 首席分析师: 高级分析师  
 曾朵红: 沈成  
 S0740514080001: S0740514080003  
 021-20315167: 021-20315203  
 zengdh@r.qlzq.com.cn: shencheng@r.qlzq.com.cn  
 2015年3月17日

#### 基本状况

总股本(百万股)	314.60
流通股本(百万股)	313.20
市价(元)	17.53
市值(百万元)	5514.94
流通市值(百万元)	5490.40

#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	589	528	1,086	1,991	3,137
营业收入增速	23.60%	-10.39%	105.66%	83.37%	57.54%
净利润增长率	767.30%	-30.20%	373.70%	57.80%	30.80%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.13	0.64	1.00	1.32
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)	42.50	75.07	27.45	17.52	13.33
PEG	0.06	—	0.07	0.30	0.43
每股净资产(元)	1.61	1.74	2.32	3.32	4.63
每股现金流量	0.23	-0.07	2.11	5.94	10.21
净资产收益率	11.96%	7.70%	27.43%	30.20%	28.31%
市净率	5.07	5.78	7.56	5.28	3.79
总股本(百万股)	313.20	314.60	314.60	314.60	314.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- 公司取得湖州 106MW 分布式项目备案:** 公司全资孙公司湖州永聚分别取得湖州市吴兴区特种水产养殖园渔光互补 20MW 分布式光伏发电项目一期、二期、三期、四期、五期和湖州吴兴童装环境综合整治配套产业园 6MW 分布式光伏发电项目的备案通知书, 湖州永聚合计取得项目备案 106MW。湖州市吴兴区特种水产养殖园渔光互补合计 100MW 拟建设在湖州市吴兴区新农村综合改革试验区特种水产养殖园, 湖州吴兴童装环境综合整治配套产业园 6MW 分布式光伏发电项目拟建设在湖州市南太湖高新技术产业园吴兴童装环境综合治理整治配套产业园。
- 湖州 106MW 分布式项目是此前框架协议落地:** 公司于 2015 年 2 月 2 日曾与湖州市南太湖高新技术产业园区管委会签署了《战略合作框架协议》, 规划三年投资 200MW 光伏发电项目。随后, 公司光伏业务全资子公司深圳永晟在湖州市投资设立全资子公司湖州永聚, 注册资本为 100 万元, 作为公司在湖州市建立太阳能光伏发电项目的项目公司。此次 106MW 项目取得备案, 是此前框架协议的落地。
- 湖州 106MW 项目优质, 地方给予额外补贴:** 根据公开信息, 湖州南太湖高新技术产业园区 2012 年 9 月由湖州市政府批准建立, 总面积约 75 平方公里, 共辖 26 个行政村, 234 个自然村, 总人口逾 5 万人。高新区南片重点发展以现代物流装备为主导的产业体系, 包括物流装备终端产品、物流机械配套零部件和现代物流装备信息技术。北片重点打造集休闲旅游观光为一体的都市型现代农业园, 突出生态化; 建设服务中心、金融中心、科技中心, 突出智慧化; 建设低密度、高产出的总部基地、研发基地、创意基地, 突出高端化。公司渔光互补项目恰恰与“现代农业园”的特色相契合, 也与公司对于电站项目“有创新、有灵魂、有故事”的理念相一致。根据现有政策, 浙江省、湖州市分别额外给予 0.10 元/kWh、0.18 元/kWh 的度电补贴, 大幅提升了项目的投资收益。

- **转型光伏电站运营态度坚决，装机规模超预期空间较大：**公司目前在建项目 160.2MW，包括江西新余一期 35MW 农业项目、河北省围场县中草药种植结合 50MW 项目、佛山群志 15.2MW 分布式、安徽省庐江县白湖社区胜利圩区种养殖基地 20MW 分布式、安徽省白湖养殖渔场 20MW 分布式、惠州比亚迪工业园区 20MW 分布式，计划于 2015 年上半年内并网。公司拟增发募集资金在浙江、安徽、四川三地加码 200MW 分布式光伏，结合此次新增备案 106MW 项目，显示出公司转型光伏电站运营商的坚决态度。公司在 2014 年制定了三年内实现装机并网发电 1GW 的基本目标，我们认为超预期空间极大。

**图表 1：公司已披露光伏电站项目情况**

项目	装机容量 (MW)	备注
江西省新余市一期分宜县分宜镇横溪村并网光伏农业项目	35	计划 2015 年上半年并网
河北省围场县中草药种植结合光伏发电项目	50	计划 2015 年上半年并网
佛山群志光电有限公司分布式光伏发电项目	15.20	正在并网
安徽省庐江县白湖社区胜利圩区种养殖基地分布式光伏发电项目	20	正在并网
安徽省白湖养殖有限责任公司渔场 20MW 分布式光伏发电项目	20	计划 2015 年上半年并网
惠州比亚迪工业园区 20MW 分布式光伏发电项目	20	计划 2015 年上半年并网
湖州永聚 106MW 分布式光伏发电项目	106	备案
浙江 80MW 分布式光伏发电项目	80	增发募投项目
安徽 60MW 分布式光伏发电项目	60	增发募投项目
四川 60MW 分布式光伏发电项目	60	增发募投项目
合计	466.20	

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **打造能源互联网平台，挖掘光伏电站金融属性：**公司计划拓展项目资源、推进微网建设，并借助现代数字通信、互联网、移动通信及物联网技术，通过云计算、大数据将新能源电站与互联网有机融为一体，致力打造一个全新的能源生产和消费、投资和融资生态系统，实现绿色低碳生态的互联网金融平台。同时，公司将创新光伏电站的投融资模式，挖掘光伏电站的金融属性，进一步构筑公司在电站领域的竞争力。
- **向激励对象授予预留股票期权，有利于提升核心业务人员的积极性：**公司公告将股权激励计划预留的 42 万份股票期权授予核心业务人员共 20 人，行权价格为 17.15 元，有利于保障团队的稳定性，提升核心业务人员的积极性。公司实际控制人和董事、监事、高管等计划大幅认购增发股份，彰显其对于公司未来发展的坚定信心。公司实际控制人陈永弟亲自挂帅光伏业务，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。
- **投资建议：**在不考虑增发摊薄股本的情况下，预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.64 元、1.00 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 27.5 倍、17.5 倍和 13.3 倍，维持公司“买入”的投资评级，上调目标价至 22 元，对应于 2015 年 35 倍 PE。
- **风险提示：**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；新业务布局不达预期。

图表 2: 彩虹精化三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	477	589	528	1,086	1,991	3,137
增长率	13.67%	23.5%	-10.4%	105.7%	83.3%	57.6%
营业成本	-384	-455	-364	-591	-955	-1,427
%销售收入	80.5%	77.2%	68.9%	54.4%	48.0%	45.5%
毛利	93	134	164	495	1,036	1,710
%销售收入	19.5%	22.8%	31.1%	45.6%	52.0%	54.5%
营业税金及附加	-3	-2	-1	-2	-4	-6
%销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-41	-46	-50	-64	-80	-110
%销售收入	8.6%	7.8%	9.5%	5.9%	4.0%	3.5%
管理费用	-54	-51	-57	-74	-90	-125
%销售收入	11.3%	8.7%	10.8%	6.8%	4.5%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	-5	35	56	355	862	1,469
%销售收入	-1.0%	5.9%	10.6%	32.7%	43.3%	46.8%
财务费用	1	1	2	-155	-540	-1,038
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.4%	14.3%	27.1%	33.1%
资产减值损失	-4	-9	-10	-9	-9	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	35	5	7	7	8
%税前利润	—	56.5%	9.4%	3.2%	2.1%	1.8%
营业利润	-12	62	53	198	320	428
营业利润率	-2.5%	10.5%	10.0%	18.2%	16.1%	13.6%
营业外收支	2	0	0	20	20	20
税前利润	-10	62	53	218	340	448
利润率	-2.1%	10.5%	10.0%	20.1%	17.1%	14.3%
所得税	2	-3	-8	-13	-20	-29
所得税率	—	4.8%	15.1%	6.0%	5.9%	6.5%
净利润	-8	59	45	205	320	419
少数股东损益	-16	-1	3	4	5	5
归属于母公司的净利润	8	60	42	201	315	414
净利率	1.7%	10.2%	8.0%	18.5%	15.8%	13.2%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-9	60	46	204	321	418
少数股东损益	0	0	0	4	5	5
非现金支出	31	26	21	304	906	1,604
非经营收益	-2	-38	-1	129	513	1,016
营运资金变动	-10	24	-89	28	129	174
经营活动现金净流	10	72	-23	669	1,874	3,217
资本开支	16	12	66	5,737	6,310	7,590
投资	-11	123	-100	0	0	0
其他	0	0	0	7	7	8
投资活动现金净流	-27	111	-166	-5,730	-6,303	-7,582
股权募资	30	7	6	0	0	0
债权募资	26	-30	148	4,992	8,128	9,106
其他	-19	-9	-84	-156	-559	-1,044
筹资活动现金净流	37	-32	70	4,836	7,569	8,062
现金净流量	20	151	-119	-225	3,140	3,697

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	180	327	275	47	2016E	2017E
应收款项	99	76	164	243	445	701
存货	120	60	71	107	173	258
其他流动资产	28	13	17	24	34	48
流动资产	427	476	527	421	3,833	7,879
%总资产	52.8%	73.7%	43.0%	6.4%	24.8%	30.9%
长期投资	0	37	132	132	132	132
固定资产	155	45	479	5,978	11,414	17,434
%总资产	19.2%	7.0%	39.1%	90.8%	74.0%	68.4%
无形资产	205	81	79	42	39	37
非流动资产	382	170	698	6,160	11,593	17,611
%总资产	47.2%	26.3%	57.0%	93.6%	75.2%	69.1%
资产总计	809	646	1,225	6,581	15,426	25,490
短期借款	42	5	153	1,127	5,333	10,174
应付款项	175	115	500	649	1,051	1,572
其他流动负债	11	10	12	39	35	54
流动负债	228	130	665	1,815	6,419	11,800
长期贷款	0	0	0	4,018	7,940	12,205
其他长期负债	18	1	1	1	1	1
负债	246	131	666	5,834	14,360	24,006
普通股股东权益	451	505	548	729	1,044	1,457
少数股东权益	113	10	14	18	23	29
负债股东权益合计	810	646	1,228	6,581	15,427	25,492

  

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.020	0.190	0.130	0.640	1.000	1.310
每股净资产 (元)	1.440	1.613	1.742	2.317	3.320	4.631
每股经营现金净流 (元)	0.030	0.230	-0.070	2.110	5.940	10.210
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.54%	11.96%	7.70%	27.43%	30.20%	28.31%
总资产收益率	0.86%	9.35%	3.44%	3.04%	2.04%	1.62%
投入资本收益率	-0.97%	20.93%	15.62%	5.83%	7.35%	8.14%
增长率						
营业总收入增长率	13.67%	23.60%	-10.39%	105.66%	83.37%	57.54%
EBIT增长率	-162.89%	786.14%	63.23%	526.84%	143.30%	70.21%
净利润增长率	-67.10%	767.30%	-30.20%	373.70%	57.80%	30.80%
总资产增长率	18.26%	-20.18%	89.62%	436.71%	134.44%	65.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.6	45.7	67.9	67.9	67.9	67.9
存货周转天数	78.5	72.5	66.1	66.1	66.1	66.1
应付账款周转天数	69.9	60.5	160.9	160.9	160.9	160.9
固定资产周转天数	115.9	60.2	29.6	929.6	1,503.6	1,619.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.40%	-62.40%	-21.90%	682.30%	945.10%	1043.80%
EBIT利息保障倍数	4.2	-40.8	-35.1	2.3	1.6	1.4
资产负债率	30.40%	20.20%	54.20%	88.60%	93.10%	94.20%

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。