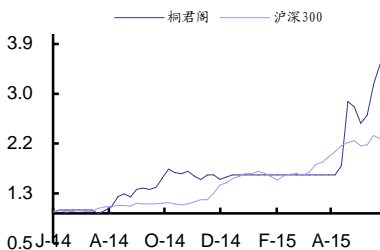


**证券研究报告—动态报告**
**电气设备新能源**
**新能源**
**桐君阁 (000591)**
**增持**

合理估值: 40 元 昨收盘: 32.45 元 (首次评级)

2015年06月02日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	275/275
总市值/流通(百万元)	8,912/8,911
上证综指/深圳成指	4,829/16,918
12个月最高/最低(元)	33.99/8.20

**相关研究报告:**
**证券分析师: 杨敬梅**

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司分析**

## 光伏电站央企最纯正运营平台

**● A 股目前最纯正的央企光伏运营平台**

光伏电站目前是整个新能源行业的蓝海, 但是作为重资产, 资金需求较大。目前光伏电站的资本运作依赖上市平台实现退出。目前大型的央企运营平台主要在港股上市。对光伏电站估值较高的 A 股企业中, 基本都是规模较小的民营企业。借壳完成后, 公司能将成为最为 A 股上市公司中最为纯正的央企光伏运营平台。

**● 存量和增量规模巨大**

目前中节能太阳能已装机容量 1.2GW, 在建项目超过 500MW, 规模领先于同类企业。借助央企巨大的融资能力和信用能力, 中节能阳光在资金和项目上的潜力远超同类民企。未来增长潜力巨大。

**● 股价打开上涨空间**

15年中节能太阳能运营和新并网电站可贡献近 18 亿营业收入和近 5 亿的净利润, 按可比公司 40 倍 PE 算, 股价仍有成长空间。

**● 风险提示**

中节能太阳能并网光伏电站不达预期

**盈利预测和财务指标**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,635	4,749	1,810	2,727	3,744
(+/-%)	-1.5%	2.4%	-61.9%	50.7%	37.3%
净利润(百万元)	33	4.00	511	770	1,074
(+/-%)	8.9%	-88.3%	13079.4%	50.5%	39.5%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.01	1.02	1.53	2.13
EBIT Margin	2.1%	1.9%	46.7%	52.1%	51.4%
净资产收益率(ROE)	7.3%	1.0%	65.4%	56.6%	49.6%
市盈率(PE)	269.0	2296.3	30.5	20.3	14.5
EV/EBITDA	75.1	80.9	21.4	12.7	9.9
市净率(PB)	19.6	22.4	20.0	11.5	7.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 实施重大资产置换，中节能完成借壳上市

### 置入中节能太阳能资产

重庆桐君阁 4 月 16 日公告，与中节能太阳能科技股份有限公司进行股权置换。置出原有资产 4.85 亿元，同时植入中节能太阳能 85.25 亿元。该交易构成借壳上市。交易完成后，原控股股东太极集团将退出，而中国节能合计持有上市公司 38.55% 股份，成为上市公司控股股东及实际控制人。

### 成为中节能旗下光伏开发和运营平台

至此桐君阁成为中节能旗下第七家上市公司，成为其光伏电站运营平台。目前中节能太阳能在运营的光伏电站为 1.2GW，同时有超过 500MW 的电站正在建设。未来这些资产或将都注入上市公司。

### 竞争力远超同类企业

目前 A 股市场上参与光伏电站运营的主要以民营企业为主，其获取项目和融资能力有限。招商新能源等央企目前上市平台主要在海外。完成借壳后，中节能太阳能将成为第一个 A 股央企电站运营平台。

表 1: 上市光伏企业情况

	2015/5/20	公司代码	公司简称	PE 倍数	累计装机容量
A 股上市公司		601222.SH	林洋电子	48.5040	100MW
		002610.SZ	爱康科技	133.1551	510.475MW
		000916.SZ	华北高速	43.2120	275MW
港股上市公司		0296.HK	江山控股	876.0000	600MW
		0451.HK	协鑫新能源	-92.1000	1.26GW
		0686.HK	联合光伏	18.2348	1.712GW
美股上市公司		JKS.N	晶科能源	8.1000	502.6 MW
		TSL.N	天合光能	17.9107	211MW

资料来源：wind，国信证券经济研究所

### 资产重组后股价存在上涨空间

按照光伏电站项目贷款占总资产 70%，贷款利率 6% 来计算，中节能太阳能存量 1.2GW 电站将在 15 年取得 15 亿营业收入和 4 亿净利润（扣除财务费用后）。15 年前三月公司共取得 200MW 路条。若取得路条和建设速度保持均衡，15 年新增电站将带来近 3.6 亿营业收入和 1 亿净利润。按照 A 股同类公司目前平均 40 倍 PE 计算，对应市值 200 亿，仍具有上涨空间。

表 2: 15 年公司电站收益估测

	2014 年存量 电站	2015 年一季 度并网电站	2015 年二 季度并网电 站	2015 年三季 度并网电站	2014 年四季 度并网电站	2015 年末 电站数
并网光伏电站 (MW)	1200	200	200	200	200	2000
营业收入	144769.92	18096.24	12064.16	6032.08	0	180962.4
营业利润	39982.128	4997.766	3331.844	1665.922	0	49977.66

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**表 3: 中节能太阳能已并网光伏电站**

序号	已并网光伏电站	投资日期	持股比例	投资数额	并网光伏数量
1	中节能吴忠太阳山光伏发电有限责任公司	2009.06	100	352,000,000.00	80
2	中节能尚德石嘴山太阳能发电有限责任公司	2009.08	80	39,200,000.00	10
3	中节能武汉太阳能发电有限公司	2009.08	100	20,000,000.00	2.2
4	中节能阿拉善盟太阳能发电有限公司	2010.04	100	193,190,000.00	10
5	中节能青海大柴旦太阳能发电有限公司	2010.04	100	216,220,000.00	50
6	中节能甘肃武威太阳能发电有限公司	2010.05	100	288,680,000.00	160
7	中节能太阳能科技(镇江)有限公司	2012.06	94.44	331,500,000.00	9.8
8	中节能太阳能射阳发电有限公司	2009.11	100	64,270,000.00	20
9	中节能太阳能发电(德州)有限公司	2010.1	100	37,600,000.00	10
10	中节能东台太阳能发电有限公司	2011.08	100	334,000,000.00	60
11	中节能太阳能鄯善有限公司	2011.1	100	147,000,000.00	20
12	中节能太阳能(酒泉)发电有限公司	2012.12	100	84,000,000.00	9.8
13	中节能太阳能发电江阴有限公司	2011.11	100	10,170,000.00	2
14	中节能太阳能科技库尔勒有限公司	2012.07	100	60,000,000.00	20
15	中节能太阳能科技轮台有限公司	2012.07	100	59,000,000.00	50
16	中节能(汉川)光伏农业科技有限公司	2013.01	85	31,025,000.00	10
17	中节能宁夏太阳能发电有限公司	2012.1	100	53,180,000.00	80
18	中节能光伏农业科技(招远)有限公司	2012.11	100	30,000,000.00	9.8
19	中节能太阳能科技南京有限公司	2012.12	100	21,000,000.00	6.1872
20	中节能(乐平)光伏农业科技有限公司	2013.01	100	90,000,000.00	20
21	中节能(应城)光伏农业科技有限公司	2013.01	100	30,000,000.00	10
22	中节能(临沂)光伏农业科技有限公司	2013.01	90	80,100,000.00	20
23	中节能太阳能科技淮安有限公司	2013.04	100	24,000,000.00	8.582
24	中节能太阳能科技如皋有限公司	2013.03	100	22,000,000.00	10
25	中节能中卫太阳能发电有限公司	2013.06	100	81,000,000.00	50
26	中节能太阳能(武威)科技有限公司	2012.12	100	185,000,000.00	100
27	中节能太阳能(敦煌)科技有限公司	2013.07	100	100,000,000.00	50
28	中节能(青岛)太阳能科技有限公司	2013.07	100	81,800,000.00	7.66
29	中节能(临沂)太阳能科技有限公司	2013.09	100	20,000,000.00	10
30	中节能丰镇光伏农业科技有限公司	2013.11	100	58,000,000.00	30
31	中节能(石嘴山)光伏农业科技有限公司	2013.11	100	43,000,000.00	30
32	中节能(汾阳)光伏农业科技有限公司	2013.11	100	99,000,000.00	50
33	中节能太阳能科技德令哈有限公司	2013.12	100	27,000,000.00	10
34	宁夏中卫长河新能源有限公司	2013.06	85.71	30,000,000.00	20
35	阿克苏舒奇蒙光伏发电有限公司	2011.09	100	186,442,256.21	30
36	中节能山西潞安光伏农业科技有限公司	2014.02	60	60,000,000.00	50
37	中节能太阳能科技哈密有限公司	2014.04	100	100,000.00	50
38	中节能(怀来)光伏农业科技有限公司	2014.06	100	42,000,000.00	20
39	中节能(平原)太阳能科技有限公司	2014.08	100	10,000,000.00	6.83
40	中节能大荔光伏农业科技有限公司	2014.07	100	44,000,000.00	20
41	内蒙古香岛宇能农业有限公司	2014.03	66.67	120,010,000.00	105
42	中节能太阳能科技霍尔果斯有限公司	2014.08	100	46000000	30.00
43	中节能平罗光伏农业科技有限公司	2014.09	100	41,000,000.00	20
44	中节能腾格里太阳能科技有限公司	2014.09	100	68,700,000.00	50
45	敦煌力诺太阳能电力有限公司	2012.07	100	81,562,000.00	50
46	中节能太阳能科技(镇赉)有限公司	2014.12	100	5,000,000.00	10
47	中节能(新泰)太阳能科技有限公司	2014.12	75	25,500,000.00	20
48	中节能(杭州)光伏发电有限公司	2014.12	100	51,209,182.64	10

资料来源: 中节能太阳能 2015 年审计报告, 国信证券经济研究所整理

**表 4: 中节能太阳能在建电站**

电站类型	规模(兆瓦)	审批情况	计划开工年月	预计建成时间	项目计划总投资
分布式屋顶	5	已备案, 有可研	2015年5月	2015年12月	3,955.86
分布式屋顶	5	已备案, 有可研	2015年5月	2015年12月	3,967.95
地面	20	已备案, 有可研	2015年1月	2015年12月	15,223.10
水面鱼塘	30	已备案, 有可研	2015年2月	2015年12月	25,209.14
地面	50	已备案, 有可研	2014年12月	2015年12月	38,574.49
大棚	20	已备案, 有可研	2015年2月	2015年12月	20,760.26
地面	50	已备案, 有可研	2015年6月	2015年12月	41,094.00
分布式屋顶	10	已备案, 有可研	2015年4月	2015年12月	8,338.26
分布式屋顶	6	已备案, 有可研	2015年5月	2015年12月	4,858.60
地面	20	已备案, 有可研	2015年3月	2015年12月	17,200.18
地面	50	有可研	2016年1月	2016年12月	43,010.75
大棚	40	已备案, 有可研	2016年1月	2016年12月	39,405.77
地面	30	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	25,802.83
地面	30	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	25,802.83
地面	30	有路条	2016年1月	2016年12月	26,253.22
地面	50	已备案, 有可研	2015年1月	2015年12月	40,449.13
地面	20	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	17,195.06
地面	40	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	34,410.60
地面	50	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	42,834.63
大棚	20	有路条	2016年1月	2016年12月	19,704.93
大棚	20	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	19,704.93
地面	40	有路条	2016年1月	2016年12月	35,004.29
地面	30	有路条, 有可研	2016年1月	2016年12月	25,802.83

资料来源: 中节能太阳能 2015 年审计报告, 国信证券经济研究所整理

## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	780	362	409	487	营业收入	4749	1810	2727	3744
应收款项	742	297	448	616	营业成本	4022	607	811	1086
存货净额	642	67	49	56	营业税金及附加	21	7	11	15
其他流动资产	180	53	84	122	销售费用	402	181	245	374
<b>流动资产合计</b>	<b>2343</b>	<b>780</b>	<b>990</b>	<b>1281</b>	管理费用	216	168	238	344
固定资产	484	6672	9140	11379	财务费用	82	170	401	500
无形资产及其他	155	152	148	145	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	341	341	341	341	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3324</b>	<b>7945</b>	<b>10621</b>	<b>13146</b>	营业利润	4	674	1018	1423
短期借款及交易性金融负债	467	6738	8873	10543	营业外净收支	2	8	8	8
应付款项	1817	166	126	148	<b>利润总额</b>	<b>6</b>	<b>682</b>	<b>1027</b>	<b>1432</b>
其他流动负债	456	74	77	105	所得税费用	10	170	257	358
<b>流动负债合计</b>	<b>2740</b>	<b>6977</b>	<b>9075</b>	<b>10796</b>	少数股东损益	(8)	0	0	0
长期借款及应付债券	27	27	27	27	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4</b>	<b>511</b>	<b>770</b>	<b>1074</b>
其他长期负债	80	80	80	80					
<b>长期负债合计</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2847</b>	<b>7084</b>	<b>9182</b>	<b>10902</b>					
少数股东权益	80	80	80	80					
股东权益	398	782	1359	2165					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3324</b>	<b>7945</b>	<b>10621</b>	<b>13146</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	4	511	770	1074
资产减值准备	(1)	(2)	0	0
折旧摊销	55	216	533	763
公允价值变动损失	2	2	2	2
财务费用	82	170	401	500
营运资本变动	185	(890)	(201)	(163)
其它	98	2	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>343</b>	<b>(161)</b>	<b>1104</b>	<b>1676</b>
资本开支	(59)	(6400)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(59)</b>	<b>(6400)</b>	<b>(3000)</b>	<b>(3000)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(46)	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(128)	(192)	(268)
其它融资现金流	(31)	6271	2135	1671
<b>融资活动现金流</b>	<b>(223)</b>	<b>6143</b>	<b>1943</b>	<b>1402</b>
<b>现金净变动</b>	<b>60</b>	<b>(418)</b>	<b>47</b>	<b>78</b>
货币资金的期初余额	720	780	362	409
货币资金的期末余额	780	362	409	487
企业自由现金流	268	(6440)	(1602)	(957)
权益自由现金流	191	(297)	233	339

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.01	1.02	1.53	2.13
每股红利	0.18	0.25	0.38	0.53
每股净资产	1.45	1.55	2.70	4.30
ROIC	-7%	15%	12%	12%
ROE	1%	65%	57%	50%
毛利率	15%	66%	70%	71%
EBIT Margin	2%	47%	52%	51%
EBITDA Margin	3%	59%	72%	72%
收入增长	2%	-62%	51%	37%
净利润增长率	-88%	13079%	51%	39%
资产负债率	88%	90%	87%	84%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	2,193.7	30.5	20.3	14.5
P/B	21.4	20.0	11.5	7.2
EV/EBITDA	79.1	21.4	12.7	9.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>银行</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
		苏淼	021-60933150		
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				