

**彩虹精化 (002256.SZ)**
**携手招商局资本，凸显资金优势**

**评级:** **买入**      **前次:** **买入**  
**目标价(元):** **45**  
 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7月27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)     | 19.47   |
| 市值(百万元)   | 6125.26 |
| 流通市值(百万元) | 6098.00 |

**股价与行业-市场走势对比**

**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   | 30.47   | 19.45  | 14.79  |
| PEG           | 0.06    | —       | 0.08    | 0.34   | 0.48   |
| 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    | 8.39    | 5.86   | 4.21   |
| 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

**投资要点**

- 公司与招商局资本签署战略合作框架协议:** 公司与招商局资本投资有限责任公司(简称“招商局资本”)就共同发起设立光伏新能源产业基金的合作事项签署了《战略合作框架协议》: 基金名称拟定为招商彩虹新能源产业投资基金, 用于投资、收购太阳能光伏电站; 总规模 50 亿元, 分期设立; 招商局资本认缴金额不超过基金总额的 25%, 公司认缴金额(劣后资金)不低于基金总额的 10%, 基金份额剩余部分将通过银行、保险等渠道进行募集; 基金期限 2+2 年, 前 2 年为投资期, 后 2 年为回收期。同时, 双方共同发起设立基金管理公司(拟定为深圳市招商彩虹资本管理有限责任公司), 负责受托管理上述光伏新能源产业基金; 双方还拟共同设立融资租赁平台, 为新能源产业集约化发展拓展更广泛的融资渠道。双方利用各自的金融和产业背景资源, 共同拓展境内外光伏新能源项目渠道, 推动核心产业规模化发展, 充分实现资源和优势互补, 进一步开展其它相关方面的深度合作。
- 合作方招商局资本背景雄厚实力强大:** 招商局资本是招商局集团旗下专业从事另类投资的管理平台, 注册资本 10 亿元, 国际运营总部设于香港、国内运营总部设于深圳, 拥有 100 余人的国际化专业投资团队。招商局资本作为驻港央企招商局集团的一级子公司, 专门从事另类投资与资产管理, 是集团投资业务的管理与发展平台, 一方面, 在市场中积极探索, 不断培育出新的产业, 以增强资本的活力; 另一方面, 整合集团内部资源, 推动金融与实业的相互结合。目前招商局资本管理基金规模超过 200 亿元, 管理从 VC、PE 到大型产业并购基金等丰富的另类投资资产类型, 投资的重点领域包括: 基础设施(道路、港口等)、新能源、装备机械、金融服务、房地产, 以及高技术、农业食品、医疗医药、文化传媒等。
- 携手资本巨头, 凸显资金优势:** 公司与招商局资本共同发起设立光伏新能源产业基金, 将有利于双方资源共享、优势互补, 进一步推动光伏新能源产业与资本深度协同、积极创新融资模式, 有利于公司的可

持续发展。在当前光伏产业资金链较紧的大背景下，公司与招商局资本这样的资本巨头达成战略合作意向，凸显了公司独特的资金优势。另一方面，资金优势又有利于项目资源的获取与落地，从而实现项目与资金的正反馈。

- **光伏电站项目接连落地，装机规模超预期空间较大：**2015 年以来，公司光伏电站项目接连落地，包括浙江湖州 106MW 项目、攀枝花 65MW 项目、合肥 60MW 项目以及近期拟收购的沭阳 25MW 项目，加上 2014 年的 160.2MW 项目，合计已达 416.2MW。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，显示出公司转型光伏电站运营商的坚决态度。此外，公司还与中国核工业第二二建设有限公司签署了《太阳能光伏电站项目合作框架协议》，在 3 年内合作实现不低于 1GW 的光伏建设规模，总投资约 80 亿元。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。
- **打造能源互联网+金融的双重平台：**光伏电站项目投资强度大、资金密集，有着金融产品的属性。除通过银行一般授信外，公司有望积极开展项目融资、股权融资、融资租赁、并购基金、发行企业债、定向增发、众筹融资、资产证券化等资本融资渠道，充分发挥财务杠杆，在确保资金来源和资金安全的前提下，创新光伏电站的投融资模式，挖掘光伏电站的金融属性。公司与华为签署《框架合作协议》，计划借助现代数字通信、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。公司计划积极推进以微网为中心，按区域大园区整体规划、整体开发，以微网技术形式接入电网中并网运行，提高分布式电站的利用效率和参与电力市场的能力，减少分布式电源的间歇性对电力系统的影响，提高运行能力和供电可靠性，提高效率同时提高投资收益。
- **实际控制人与董监高大幅认购增发股份+实际控制人增持，彰显对于公司未来发展的坚定信心：**公司实际控制人和董事、监事、高管等计划通过大幅认购增发股份向公司注入现金，彰显其对于公司未来发展的坚定信心，同时也为公司未来发展提供了资金支持，有利于优化公司治理结构。近期公司公告实际控制人拟增持 0.3173%-2% 的公司股份，将与公司股东利益保持高度一致，有利于增强投资者的信心，也有利于公司长期稳健的发展。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 30.5 倍、19.5 倍和 14.8 倍，维持公司“买入”的投资评级，目标价 45 元，对应于 2016 年 45 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 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            | 预计 2015 年 10 月并网 |
| 河北省围场县中草药种植结合光伏发电项目             | 50            | 预计 2015 年 9 月并网  |
| 佛山群志光电有限公司分布式光伏发电项目             | 15.20         | 预计 2015 年 6 月并网  |
| 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            | 2015 年 5 月已并网    |
| 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            | 预计 2015 年 8 月并网  |
| 惠州比亚迪工业园区 20MW 分布式光伏发电项目        | 20            | 预计 2015 年 8 月并网  |
| 湖州永聚 106MW 分布式光伏发电项目            | 106           | 备案, 80MW 为增发募投项目 |
| 合肥市肥西县花岗镇河光村渔光互补 20MW 分布式光伏发电项目 | 60            | 备案, 增发募投项目       |
| 攀枝花市林光互补生态修复应用分布式光伏发电项目         | 40            | 备案, 增发募投项目       |
| 攀枝花市西区新庄村光伏生态修复分布式光伏发电项目        | 20            | 备案, 增发募投项目       |
| 攀枝花宇泰轧钢厂区 2.9MW 太阳能屋顶光伏电站       | 2.9           |                  |
| 攀枝花学院 2.1MW 太阳能屋顶光伏电站           | 2.1           | 已并网              |
| 江苏省沐阳县刘集镇 25MW 太阳能光伏电站项目        | 25            | 已并网, 拟收购         |
| <b>合计</b>                       | <b>416.20</b> |                  |

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

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。