

## 珈伟股份(300317.SZ)

### 光伏与LED双轮驱动，未来成长路径清晰

 评级：**买入**

前次：

目标价(元)：

**30**

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

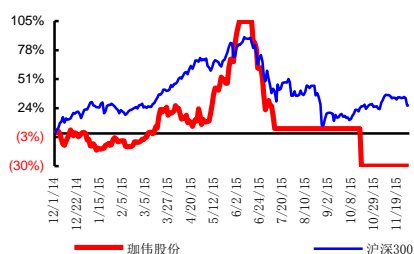
shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年12月1日

#### 基本状况

总股本(百万股)	384
流通股本(百万股)	384
市价(元)	18.15
市值(百万元)	6,963
流通市值(百万元)	6,963

#### 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)	640.72	680.15	1,930.47	4,056.62	5,005.45
营业收入增速	41.22%	6.15%	183.83%	110.14%	23.39%
净利润增长率	246.42%	-59.53%	1673.2%	213.16%	42.15%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.06	0.38	1.18	1.68
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)	85.25	422.64	48.04	15.34	10.79
PEG	0.35	—	0.03	0.07	0.26
每股净资产(元)	4.21	4.20	6.02	7.20	8.88
每股现金流量	0.22	-0.28	0.48	1.83	4.19
净资产收益率	3.43%	1.39%	6.28%	16.44%	18.94%
市净率	2.92	5.87	3.02	2.52	2.04
总股本(百万股)	140.00	140.00	383.66	383.66	383.66

备注：市场预测取 聚源一致预期

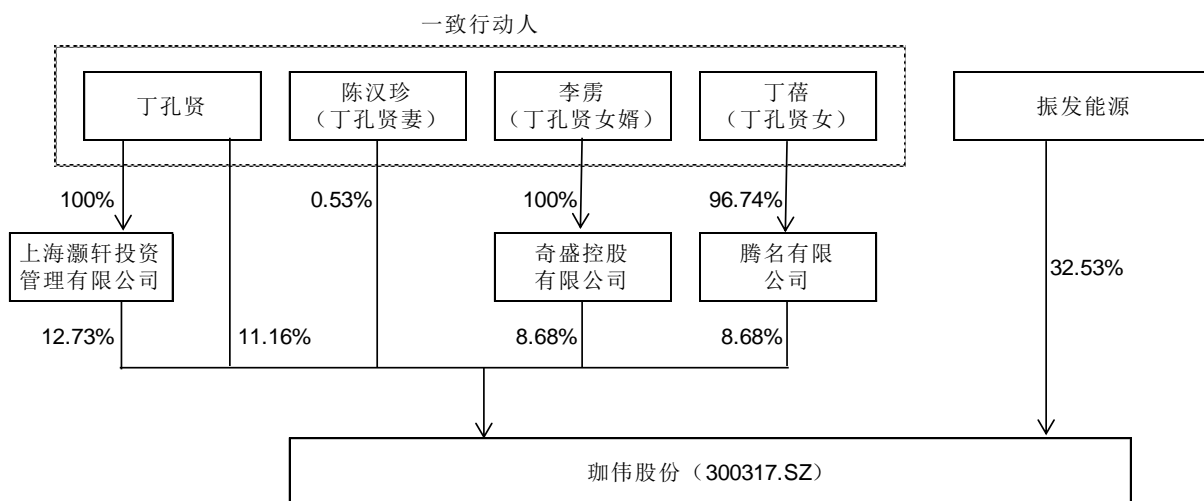
#### 投资要点

- 公司拟增发收购100MW光伏电站并募集配套资金8亿元：**公司拟以19.44元/股的价格非公开发行5684万股，共支付交易对价11.05亿元，购买储阳光伏所持国源电力100%股权；国源电力是甘肃金昌100MW并网光伏电站的项目公司，光伏电站上网电价为1元/kWh。同时，公司拟向不超过5名特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过8亿元，其中6亿元用于投资新建70MW光伏电站项目，2亿元用于补充上市公司流动资金。
- 国源电力三年业绩承诺均超7000万元，交易价格相对合理：**交易方储阳光伏承诺，国源电力2016-2018年扣非后净利润分别不低于7895万元、7018万元、8139万元，且当期期末累积实际净利润将不低于当期期末累积承诺净利润。储阳光伏认购发行股份完成登记之后的3年内逐年解锁25%、25%、50%。国源电力的100MW光伏电站为全资本金投资，此次收购单价约11.05元/W，考虑到全部换股的交易方式，结合未来甘肃限电改善的预期以及与国源电力股东继续合作的可能性，本次交易价格相对合理。
- 国源电力创新商业模式，直供电促进电力消纳：**国源电力持有运营的甘肃金昌100MW光伏电站，分为一期50MW和二期50MW，于2013年12月18日达到试运行状态，并于当月并网发电。国源电力自2013年12月并网发电以来，受甘肃省地区电网限电措施的影响，2014年上网电量为7717万kWh，发电利用率46.42%，实现净利润1165万元。2015年2月，国源电力与金川集团签订的《金昌市新能源电力直接消纳合同》约定，自2015年2月11日至2015年12月31日，金川集团从国源电力直接消纳总电量4000万kWh，实际供电量可以上下浮动10%；国源电力向金川集团销售的电量先行以1元/kWh(含税)的价格与国家电网甘肃省电力公司结算，然后由国源电力以现金向金川集团支付上网结算电价与就地消纳电价的差额0.27元/kWh。换言之，2015年2月11日至2015年12月31日，国源电力以0.73

元/kWh（含税）的售电电价向金川集团直供电 3600-4400 万 kWh，促进电力消纳、改善限电情况。2015 年 1-8 月，国源电力上网电量为 8720 万 kWh，发电利用率为 79.49%，实现净利润 3935 万元。

- **完成收购华源新能源，进军光伏电站 EPC 与运营：**2015 年 8 月，公司完成向振发能源、灏轩投资发行股份及支付现金购买华源新能源 100% 股权，将主营业务拓展至光伏电站 EPC 和投资运营领域。公司以 13.82 元/股的价格，向振发能源非公开发行 8321 万股股份（对价 11.5 亿元）并支付现金对价 2 亿元购买其持有的华源新能源 75% 股权，向灏轩投资非公开发行 3256 万股股份（对价 4.5 亿元）购买其持有的华源新能源 25% 股权，振发能源、灏轩投资的股份锁定三年。华源新能源拥有电力工程施工总承包三级资质，从事光伏电站 EPC 业务，并通过下属子公司高邮振兴和金湖振合持有两座装机容量各 100MW 的光伏电站。2013 年，华源新能源开始从事光伏电站 EPC 业务，除了少量零星的管桩、成品组件销售业务外，主要有滨海 20MW、高邮 20MW、金湖 20MW、射阳 30MW、盱眙 20MW 等 5 个共计 110MW 光伏电站项目 EPC 业务，2013 年实现营业收入 8.73 亿元、净利润 8237 万元。2014 年，华源新能源新增泗洪 109.9MW、金昌 100MW 等两个大型光伏电站项目 EPC 业务，2014 年实现营业收入 11.44 亿元、净利润 2.05 亿元。交易方振发能源、灏轩投资承诺，华源新能源 2015-2017 年扣非后净利润分别不低于 2.59 亿元、3.35 亿元、3.66 亿元。华源新能源交易价格 18 亿元，收购估值约 2014 年 8.8 倍、2015 年 6.9 倍，价格相对较低。此外，华源新能源收购完成之后，振发能源成为公司实际的二股东（实际控制人即一致行动人合计持有公司 41.78% 股权）。

**图 1：公司目前股权结构（收购华源新能源之后，收购国源电力之前）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **打造国内一流的光伏电站 EPC 品牌承包商：**基于华源新能源的光伏电站 EPC 资质和团队，配合公司注入的人力资源和团队，公司力争打造国内一流的光伏电站 EPC 品牌承包商。华源新能源拥有完整的光伏电站 EPC 建设团队，且已有大型光伏电站建设的实际经验；上市公司自成立以来，一直深耕光伏行业，近二十年来经营光伏行业中上游业务，在光伏电池及组件领域与全球光伏领先企业保持长期的技术与业务合作，生产出全球标杆品质的太阳能电池组件，对光伏电站所需部件的品质拥有很强的控制能力。公司通过将多年来在光伏行业中上游的积淀和华源新能源在光伏行业下游电站建设的经验相结合，有望在华源新能源现有电站建设能力的基础上进一步提升。2016 年起，预计公司每年 EPC 建设规模有望超过 300MW（不含自建运营项目）。
- **已并网、拟收购、在建、拟建电站达 390MW，自主开发将成为未来主要方式：**目前，公司通过收购已实现在手并网电站 220MW，拟收购已并网电站 100MW，拟募集配套资金新建电站 70MW，此外已公告储备项目 100MW。2015 年初，公司投资设立上海电站平台子公司以及全国各地设立 10 多个项目公司，进行电站

项目的前期开发工作；随着公司收购的完成和财务结构的改善，公司自身的资金实力和融资实力大大加强，通过自主开发电站来扩大电站持有规模将成为主要方式；2016年，我们预计公司自主开发建设的电站规模为300MW左右；公司有望在3-5年内成为国内领先的电站投资运营商之一。

**图表 2：公司光伏电站项目明细**

项目	装机容量 (MW)	备注
江苏高邮振兴 100MW 鱼塘水面光伏电站项目	100	已并网, 已收购
江苏金湖振合 100MW 鱼塘水面光伏电站项目	100	已并网, 已收购
内蒙古国电电力正镶白旗 20MW 光伏电站项目	20	已并网, 已收购 80% 股权
<b>在手已并网小计</b>	<b>220</b>	
甘肃金昌国源电力 100MW 光伏电站项目	100	已并网, 拟收购
山东成武太普 40MW 农光互补光伏电站项目	40	在建, 已备案, 募集配套资金投资项目
江西抚州珈伟 30MW 地面光伏电站项目	30	拟建, 已备案, 募集配套资金投资项目
<b>拟收购、在建、拟建小计</b>	<b>170</b>	
陕西定边县盐场堡 50MW 光伏电站项目	50	正在开展项目投资的前期准备工作
四川凉山州盐源县 50MW 光伏电站项目	50	正在开展项目投资的前期准备工作
<b>已公告储备项目小计</b>	<b>100</b>	
<b>合计</b>	<b>490</b>	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **继续深耕 LED 业务，拓展智能家居和智能安防业务：**在加码光伏业务的同时，公司亦加快并购整合 LED 业务，国内业务和国外业务形成全球经营网络，打造一流的 LED 照明品牌。公司先后收购国内商业照明著名品牌品上照明、欧洲 LED 照明业务公司 Lion & Dolphin A/S，能够快速弥补在国内市场和欧洲市场网络布局的弱势，进一步完善研发、生产、销售体系，发挥海外超市零售渠道、海外工程经销、国内渠道销售、国内专业工程渠道的协同效应，实现自有品上照明、迈兴照明品牌与金霸王品牌多品牌运作。在深耕传统市场的同时，公司全力推进照明业务向智能和互联网应用方向的升级，并集中力量拓展新的智能家居和智能安防业务。目前公司已推出多款智能照明产品，已在北美等地区进行试销，试销情况良好。公司在今年 5 月份推出的智能安防壁灯，目前已取得数量比较可观的在手订单，未来将进一步加大营销力度；我们预计公司的智能家居和智能安防产品有望快速放量，确保公司 LED 业务稳健增长。
- **加强石墨烯技术研发，以新能源为应用方向：**石墨烯以其独特的结构和优异的材料性能而广泛应用于物理、化学及材料学等领域，其中被寄予厚望的应用之一是高光电转换效率的新一代太阳能电池。公司加强石墨烯应用技术研发，以其经营的光伏及 LED 业务应用为方向，力争在 LED 散热、储能、石墨烯太阳能电池等技术研究领域取得进展，并投入商业应用。2014 年 7 月，公司设立深圳市国创珈伟石墨烯科技有限公司（简称“国创珈伟”），研发石墨烯材料制备技术；2014 年 9 月，与清华大学签署“石墨烯-硅薄膜太阳能电池的研究”项目技术开发合同。目前，国创珈伟生产的石墨烯粉体产品主要有 JIG-AE 系列单层石墨烯、少层石墨烯、石墨烯微片；JIA-T 系列石墨烯导热界面产品、石墨烯导热膏脂、石墨烯导热散热涂料与浆料（包含水性与油性），以及氧化石墨烯溶液和 JIG-LIB 系列用于锂离子电池的石墨烯复合正极添加剂。在今年 10 月份于青岛举行的“2015 中国国际先进碳材料应用博览会”上，国创珈伟首次将自产石墨烯粉体和应用产品摆上展台，吸引了众多观展商前来交流与探讨上下游合作，现场有多家单位与国创珈伟达成合作意向。
- **投资建议：**结合华源新能源 2015-2017 年 2.59 亿元、3.35 亿元、3.66 亿元以及国源电力 2016-2018 年 7895 万元、7018 万元、8139 万元的业绩承诺，我们预计公司 2015-2017 年归属上市公司股东净利润为 1.45 亿元、4.54 亿元、6.45 亿元，业绩增速高达 1673%、213%、42%；在不考虑摊薄股本的情况下，预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.38 元、1.18 元、1.68 元，对应 PE 分别为 48.0 倍、15.3 倍、10.8 倍；增发摊薄后（增发收购资产并募集配套资金，以 19.44 元/股的价格测算），EPS 分别为 0.30 元、0.94 元、1.34

元，对应 PE 分别为 60.3 倍、19.3 倍、13.6 倍；首次给予公司“买入”的投资评级，目标价 30 元，对应于 2016 年摊薄前 25 倍 PE、2016 年摊薄后 32 倍 PE。

- **风险提示：**电站备案或发电量不达预期；收购或融资不达预期；收购资产完成业绩承诺存在不确定性；智能家居与智能安防业务开拓不达预期。

图表 3: 珈伟股份三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	454	641	680	1,930	4,057	5,005
增长率	-24.93%	41.2%	6.2%	183.8%	110.1%	23.4%
营业成本	-341	-483	-514	-1,451	-3,036	-3,633
% 销售收入	75.1%	75.3%	75.6%	75.1%	74.8%	72.6%
毛利	113	158	166	480	1,021	1,372
% 销售收入	24.9%	24.7%	24.4%	24.9%	25.2%	27.4%
营业税金及附加	-1	-3	-1	-4	-9	-11
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-27	-42	-79	-98	-114	-130
% 销售收入	6.0%	6.5%	11.6%	5.1%	2.8%	2.6%
管理费用	-69	-78	-92	-112	-138	-165
% 销售收入	15.3%	12.2%	13.5%	5.8%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	15	35	-6	265	761	1,066
% 销售收入	3.4%	5.5%	-0.9%	13.7%	18.8%	21.3%
财务费用	-9	-9	-10	-83	-214	-307
% 销售收入	2.0%	1.4%	1.5%	4.3%	5.3%	6.1%
资产减值损失	-5	-8	-3	-2	-9	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	6	-1	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	168.8%	-	0.0%	0.0%
营业利润	1	18	-13	178	537	747
营业利润率	0.2%	2.8%	-1.8%	9.2%	13.2%	14.9%
营业外收支	2	5	16	3	5	5
税前利润	3	23	4	181	542	752
利润率	0.7%	3.6%	0.6%	9.4%	13.4%	15.0%
所得税	3	-3	2	-36	-87	-105
所得税率	-92.6%	12.4%	-61.7%	20.0%	16.0%	14.0%
净利润	6	20	6	145	456	647
少数股东损益	0	0	-2	0	2	2
归属于母公司的净利润	6	20	8	145	454	645
净利润率	1.3%	3.2%	1.2%	7.5%	11.2%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	6	20	6	145	456	647
少数股东损益	0	0	0	0	2	2
非现金支出	23	27	24	113	324	528
非经营收益	15	1	8	82	210	302
营运资金变动	-135	-18	-77	-156	-286	131
经营活动现金净流	-92	31	-39	185	705	1,610
资本开支	3	13	34	4,390	2,799	2,980
投资	0	3	-18	1	0	0
其他	3	5	-2	-1	0	0
投资活动现金净流	0	-5	-55	-4,390	-2,799	-2,980
股权筹资	359	23	5	1,586	0	0
债权筹资	109	-44	87	2,418	2,322	1,679
其他	-29	-16	-48	-84	-226	-307
筹资活动现金净流	439	-37	44	3,920	2,096	1,371
现金净流量	348	-11	-49	-284	2	2

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	399	398	385	100	100	100
应收款项	208	225	212	632	1,217	1,365
存货	274	349	466	874	1,663	1,792
其他流动资产	34	47	45	70	113	130
流动资产	914	1,019	1,108	1,677	3,094	3,386
% 总资产	89.5%	90.5%	80.1%	26.9%	30.5%	26.2%
长期投资	0	0	1	0	0	0
固定资产	25	25	63	3,064	5,554	8,024
% 总资产	2.4%	2.2%	4.6%	49.2%	54.8%	62.2%
无形资产	83	78	204	1,485	1,484	1,482
非流动资产	108	107	276	4,557	7,046	9,515
% 总资产	10.5%	9.5%	19.9%	73.1%	69.5%	73.8%
资产总计	1,022	1,126	1,384	6,234	10,140	12,901
短期借款	275	231	303	579	1,094	963
应付款项	139	233	352	1,034	2,143	2,567
其他流动负债	18	11	12	41	61	73
流动负债	431	474	667	1,654	3,299	3,603
长期贷款	0	0	54	2,196	4,002	5,812
其他长期负债	21	26	50	50	50	50
负债	452	500	770	3,900	7,350	9,464
普通股股东权益	570	589	588	2,308	2,762	3,407
少数股东权益	0	36	26	26	28	29
负债股东权益合计	1,022	1,126	1,384	6,234	10,140	12,901

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.042	0.144	0.058	0.378	1.183	1.682
每股净资产 (元)	4.071	4.210	4.201	6.016	7.199	8.881
每股经营现金净流 (元)	-0.654	0.219	-0.278	0.481	1.833	4.193
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.02%	3.43%	1.39%	6.28%	16.44%	18.94%
总资产收益率	0.57%	1.79%	0.59%	2.33%	4.48%	5.00%
投入资本收益率	6.31%	6.45%	-1.66%	4.22%	8.19%	9.05%
增长率						
营业总收入增长率	-24.93%	41.22%	6.15%	183.83%	110.14%	23.39%
EBIT 增长率	-82.68%	130.64%	-117.59%	4399.78%	186.82%	40.13%
净利润增长率	-89.83%	246.42%	-59.53%	1673.18%	213.16%	42.15%
总资产增长率	106.98%	10.13%	22.99%	350.26%	62.66%	27.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.2	111.5	98.7	100.0	90.0	80.0
存货周转天数	266.9	235.5	289.3	220.0	200.0	180.0
应付账款周转天数	100.1	124.8	129.5	129.5	129.5	129.5
固定资产周转天数	21.4	14.0	14.1	284.3	379.2	487.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.76%	-26.73%	-4.55%	114.57%	179.09%	194.23%
EBIT 利息保障倍数	1.7	3.9	-0.6	3.2	3.6	3.5
资产负债率	44.24%	44.43%	55.64%	62.56%	72.49%	73.36%

来源: 中泰证券研究所

**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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。