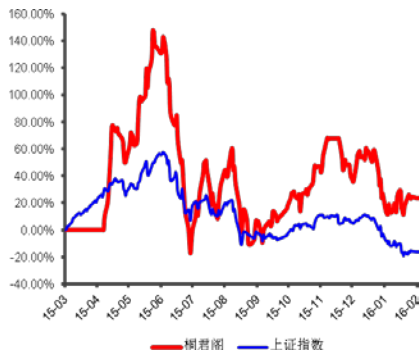


2016 年 3 月 10 日

—桐君阁（000591）临时公告点评

评级：推荐（首次覆盖）

最近 52 周走势：

相关研究报告：
报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

顾泉

电话：0510-82833217

 Email: guquan@glsc.com.cn
独立性申明

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，特此申明。
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：3月9日晚，公司公布了《关于重大资产重组之股份转让完成过户手续的公告》、《股份变动暨新增股份上市公告书摘要》和《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况报告书》等公告。

点评：

- **资产重组购入中节能太阳能，手续基本完成。**根据重组方案，桐君阁以其全部资产和负债与中节能太阳能全体股东持有的中节能太阳能 100% 股份中的等值部分进行置换；置入资产作价超过置出资产作价的差额部分由桐君阁以向中节能太阳能公司全体股东非公开发行的方式购买，完成后桐君阁将持有太阳能公司 100% 股权；太阳能公司全体股东及其指定的现金对价出资方将取得的置出资产加上人民币 3 亿元现金作为支付对价，受让太极集团所持占桐君阁重组前总股本 20% 的股份。3月8日，太极集团向太阳能公司全体股东及其指定的现金对价出资方转让的 20% 的股份（54,926,197 股）已办理过户登记手续。2015 年 12 月 24 日，太阳能公司 100% 股权已过户登记至桐君阁名下。公司以发行价格 11.06 元/股，向中国节能等 16 名交易对方非公开发行 726,383,359 股。新增股份将于 3 月 10 日列入上市公司的股东名册，中国节能将直接持有公司 42.69% 的股权，成为第一大股东。
- **涅 重生成 A 股最大光伏电站运营平台。**截止 2015 年 5 月，中节能拥有电池片产能 500MW、组件产能 600MW 和电站装机容量 1323.82MW，为国内第二大光伏电站投资运营商。重组完成后，公司将成为 A 股第一大光伏电站运营商。2015 年、2016 年、2017 年、2018 年年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 4.5 亿元、5.5 亿元、6.5 亿元、8.04 亿。
- **与拟定增不超过 475,602.95 万元，用于太阳能光伏电站项目建设及补充流动资金。**公司拟以 12.39 元/股，向不超过 10 名其他特定

投资者发行股份数量将不超过 3.84 亿股，募集 47.5,6 万元，投资 15 个电站合计 454.31MW 光伏电站项目和补充 10 亿元流动资金。根据可行性报告，15 个募投项目前三年平均营业收入为 5.18 亿元，平均净利润约 1.64 亿元。

- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2015-2017 年，EPS 分别为 0.48 元、0.57 元和 0.69 元，分别对应 31.56 倍、26.58 倍、21.96 倍 PE。考虑到公司背靠央企中国节能集团，为 A 股最大光伏投资运营商，项目储备丰富，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**竞争激烈带来毛利率下降的风险；电站系统集成业务不达预期风险；应收账款回收风险。

图表 1：主要财务指标预测

项目名称	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E
营业收入（百万）	1710	2291	3070
净利润（百万）	475	570	689
摊薄每股收益（元）	0.48	0.57	0.69
PE	31.56	26.58	21.96

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：截止 2015 年 5 月，并网容量和上网电量情况

项目	2015 年 1 月-5 月	2014 年	2013 年	2012 年
期末并网容量（MW）	1323.82	1223.82	1022.91	346.35
期间上网电量（万度）	63123.88	114071.82	54375.3	36947.46

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：太阳能电池和太阳能组件的产能、产量和销量情况（单位：MW）

项目	2015 年 1 月-5 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	电池	组件	电池	组件	电池	组件	电池	组件
期末产能	500	600	500	600	500	600	150	150
产量	213.16	222.47	522.38	499.06	250.56	215.14	80.31	140.22
代工量	8.52		123.81		163.65			
外购量	14.63		170.27	66.39	254.73	136.33	84.37	126.91
销量	7.37	219.43	60.27	694.59	83.66	479.97	21.15	267.13

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 4: 公司拟募投项目情况 (均已核准/备案)

序号	项目名称	装机容量 (MW)	投资总额 (万元)	拟使用募资 (万元)
1	李井滩三期50兆瓦光伏并网发电项目	50	42,002.00	35,333.80
2	吉林镇赉49.8兆瓦光伏并网发电项目	49.8	42,627.75	42,627.75
3	嘉兴30兆瓦光伏并网发电项目	30	25,206.15	25,206.15
4	民勤100兆瓦光伏并网发电项目一期30兆瓦	30	26,635.75	22,455.95
5	中节能新泰20兆瓦光伏发电项目	20	17,360.76	14,601.61
6	贵溪一期20兆瓦光伏电站项目	20	15,145.22	14,145.22
7	贵溪二期50兆瓦光伏电站项目	50	40,251.61	40,251.61
8	平原40兆瓦光伏农业科技大棚一期20兆瓦	20	19,502.87	19,502.87
9	怀来20兆瓦光伏农业科技大棚并网发电项目	20	26,000.00	20,000.00
10	扬州9.71兆瓦分布式屋顶光伏发电项目	9.71	8,340.16	8,340.16
11	上海广电电气5兆瓦分布式屋顶光伏发电项目	5	3,967.44	3,967.44
12	中节能吉林通榆49.8兆瓦光伏并网发电项目	49.8	43,527.44	43,527.44
13	中节能四师63团二期20兆瓦光伏并网发电项目	20	17,180.32	17,180.32
14	中节能新疆哈密景峡50兆瓦并网发电项目	50	42,437.17	42,437.17
15	中节能轮台二期30兆瓦光伏并网发电项目	30	26,025.46	26,025.46
项目小计		454.31	396,210.10	375,602.95
补充流动资金 (未扣除交易相关费用)				100,000.00
合计				475,602.95

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。