

新能源转型稳步推进，未来前景广阔

增持 首次

目标价格：6元

投资要点：

- 公司所经营的京津塘高速公路是往来于北京和天津塘沽之间的“黄金通道”，拥有显著的区位优势，同时收费标准低于其他线路。近几年受城际列车分流以及计重收费影响，通行费收入有所下滑，随着不利影响逐渐消散，公司未来通行费收入有望重回增长。公司去年起正式进军新能源领域，并联手招商新能源参与江苏丰县光伏项目投资。未来，公司将在新能源领域更进一步，预计三年内投资电站规模的权益部分可达到300MW，成长前景广阔。

报告摘要：

- **收费公路业务有望恢复微幅增长。**京津塘高速往来于北京和天津塘沽之间的“黄金通道”，拥有显著的区位优势和价格优势。近几年计重收费和其他线路分流对公司通行费收入构成不利影响，但影响已逐步减弱。虽然分流效应依然存在，但京津地区客运需求量很大；另外，京津地区其他道路计重收费执行日益严格，导致部分车辆回流。因此，整体上来看，公司车流量未来有望恢复微幅增长。
- **进军新能源领域，未来前进广阔。**公司去年斥资2.25亿元，与招商新能源合作收购江苏徐州丰县23.8MW光伏电站项，该项目内部收益率9.26%，远高于之前5%的ROE水平。此外，公司在投资3年后拥有选择权，保底收益率为8%。公司预计未来两到三年电站投资总规模将达到1GW，其中权益部分大约300MW。公司今后光伏业务的开展坚持以市场为导向，将展开长期发展和扩张。
- **预计公司14-16年EPS分别为0.31, 0.40和0.50元，同比分别增长25.78%, 27.59%和24.54%。**考虑到公司车流量未来有望恢复稳健增长，同时新能源项目投资步伐加快，我们维持公司“增持”评级，目标价6元，分别为15.4×14PE, 12.1×15PE和9.7×16PE。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	631.93	664.15	741.58	772.82	806.11
增长率 (%)	-11.55	5.10	11.66%	4.21%	4.31%
归母净利润(百万)	202.60	269.62	339.13	432.69	540.59
增长率 (%)	-18.32	33.08	25.78%	27.59%	24.94%
每股收益	0.19	0.25	0.31	0.40	0.50
市盈率	25.26	19.40	15.43	12.09	9.68

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：021-65051509

Email: quyongzhong@hysec.com

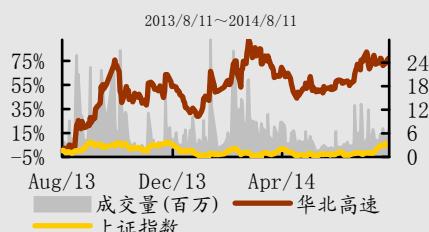
研究助理：

王滔

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、公司概况	4
二、收费公路业务有望恢复微幅增长.....	5
(一)、影响车流量增长的不利因素已逐渐消散	5
(二)、区位优势与价格优势构建京津“黄金通道”	6
1、京津塘高速是往来京津地区最为便捷的通道.....	6
2、价格优势显著，吸引车辆回流.....	7
三、正式迈开战略转型步伐，进军新能源领域.....	8
(一)、杠杆利用率不足，ROE有很大提升空间	8
(二)、我国光伏市场发展迅速，未来有较大容量空间	9
(三)、新项目运营良好，公司进军新能源领域赢得“开门红”	10
1、丰县项目收益稳定，3年后选择性条款“保底”无虞	10
2、风险均在可控范围内，未来影响不大	11
(四)、携手招商新能源仅是开始，未来前景广阔	12
四、重要假设和业务预测	错误!未定义书签。
(一)、重要假设.....	错误!未定义书签。
(二)、业务预测.....	错误!未定义书签。
五、盈利预测与投资建议	错误!未定义书签。
六、风险提示	16

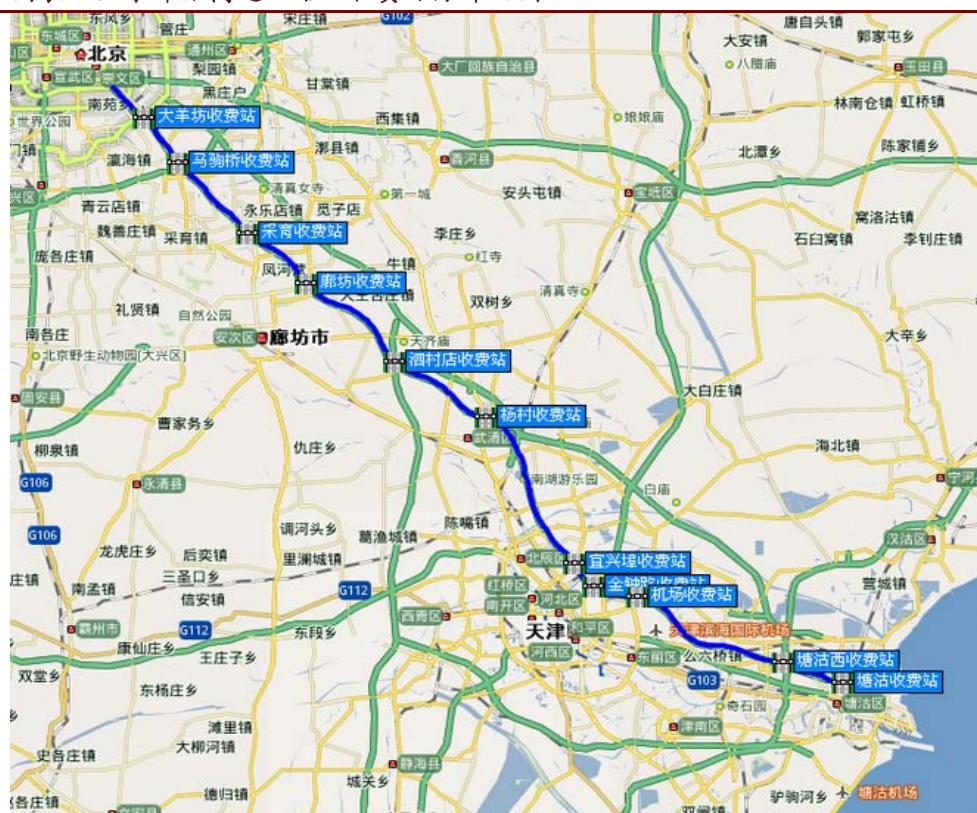
插图

图表 1:	京津塘高速公路及收费站分布地图.....	4
图表 2:	招商局华建 A 股高速公路上市公司投资情况.....	5
图表 3:	通行费目前是公司主要收入来源.....	5
图表 4:	公司通行费收入去年恢复正增长.....	5
图表 5:	天津市客运量近年稳步增长.....	6
图表 6:	2013 年一型车流量占比高达 70%	6
图表 7:	五型车和一型车是通行费收入主要组成.....	6
图表 8:	北京到天津塘沽可选路径对比.....	7
图表 9:	北京至塘沽主要通道.....	7
图表 10:	北京至中心区主要通道.....	7
图表 11:	京津塘高速收费标准.....	8
图表 12:	不同客车型号收费标准比较.....	8
图表 13:	不同货车型号收费标准比较.....	8
图表 14:	公司账上现金余额充足.....	9
图表 15:	公司收益质量好，杠杆利用率不足.....	9
图表 16:	我国新增光伏装机量近年急剧增长.....	10
图表 17:	我国光伏装机量区域分布.....	10
图表 18:	江苏省 14 年计划装机规模全国第一.....	10
图表 19:	丰县项目主要假设及运营参数.....	11
图表 20:	各省份近期光伏补贴政策.....	12
图表 21:	丰县项目构成关联交易.....	13
图表 22:	招商新能源新增装机量全国排名第七.....	13
图表 23:	金保利新能源项目资源丰富(单位: MW).....	14
图表 24:	公司业务预测表.....	15
图表 25:	可比上市公司估值.....	16
图表 26:	三张表摘要.....	17

一、公司概况

公司成立于 1999 年 7 月 20 日，以京津塘高速公路为主营资产。公司成立以来，坚定地发展核心业务，大力推进公路资产和相关产业拓展。作为公司主营资产的京津塘高速公路全长 142.69 公里，其中北京段 35 公里，河北段 6.84 公里，天津段 100.85 公里。全线全部采用立体交叉，与铁路交叉 3 处，与公路互通立交 10 处，分离式立交 23 处，出入口一共 13 个，主要路线为北京--廊坊--天津--塘沽。京津塘高速与北京三、四、五和六环路、天津外环线与京沪、津蓟和唐津高速公路以及 103 国道和 104 国道互相连接，途经北京市经济技术开发区、河北省廊坊市经济技术开发区、天津经济技术开发区、天津港保税区等 11 个新兴区，形成了一条高新技术产业带的新格局；该线路同时也是内蒙、山西、河北等能源大省通往天津港的重要能源通道。京津塘高速公路具有得天独厚的地理位置，低廉的通行费率和最佳的通行路径使其成为区域经济发展的黄金走廊。

图表 1：京津塘高速公路及收费站分布地图



资料来源：互联网资料，宏源证券

公司第一大股东招商局华建公路投资有限公司，持股比例为 26.82%。招商局华建是招商局集团有限公司的全资子公司，业务覆盖公路产业链重要环节，包括公路投融资、经营管理、交通增值服务及行业政策研究等方面。招商局华建是从事经营性收费公路投资运营管理的专业化公司，其直接和间接投资参股管理 21 家公路经营性公司。在 A 股高速公路上市公司中，除了华北高速以外，华建还参股了宁沪高速、四川成渝、皖通高速、深高速、龙江交通、吉林高速、五洲交通、中原高速、山东高速、福建高速等。

图表 2：招商局华建 A 股高速公路上市公司投资情况

投资公司	持股比例	投资里程(公里)	所在省份
华北高速	26.82%	143	京津冀
楚天高速	23.02%	419	湖北
皖通高速	22.24%	562	安徽
四川成渝	22.04%	747	四川
中原高速	20.00%	743	河南
吉林高速	17.92%	152	吉林
龙江交通	16.52%	133	黑龙江
福建高速	17.75%	527	福建
山东高速	15.50%	1054	山东
五洲交通	13.86%	415	广西
宁沪高速	11.69%	768	江苏
深高速	4.00%	701	广东

资料来源：招商局华建，宏源证券

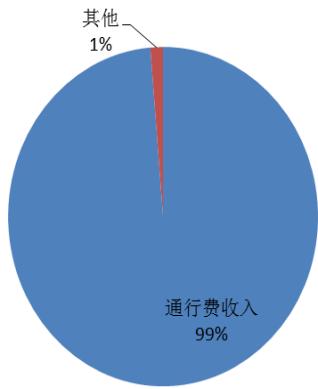
由于大股东以收费公路业务为主，因此之前大股东对于公司资金的投向有较为严格的限制，导致公司的项目开拓范围较为有限。但是目前股东态度已发生一定转变，并赋予公司在项目选择上一定的自由度，因此公司今后发展方向将有所拓宽。

二、收费公路业务有望恢复微幅增长

(一)、影响车流量增长的不利因素已逐渐消散

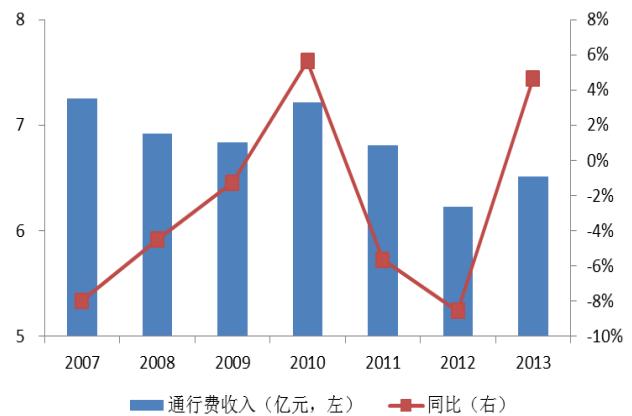
公司通行费收入 2006 年达到 7.88 亿元的顶峰之后，之后几年增速不高，除 2010 年与 2013 年增长率为正之外，其余年份均同比出现下滑。近年公司通行费收入下滑的主要原因在于：第一，2011 年计重收费开始执行，导致部分超载大货车流入国道。第二，其他线路分流；2008 年起，京津地区路网更加完善，在京津高速以及城际列车陆续开通的影响下，分流效应导致京津塘高速车流量逐年下滑。

图表 3：通行费目前是公司主要收入来源



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 4：公司通行费收入去年恢复正增长

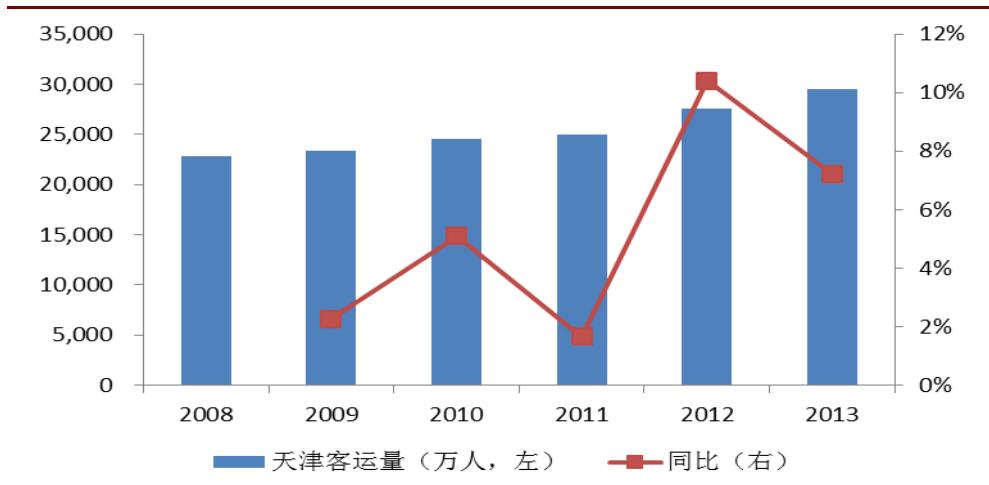


资料来源：上市公司，宏源证券

从最新的情况来看，公司通行费收入有望逐步企稳回升。2013 年全年，公司实现通

行费收入 6.52 亿元，同比增长 4.66%，扭转了连续两年负增长的趋势。虽然目前京津城际高铁替代了大部分公路客运，但是分流影响已经日趋稳定，从整体上看，京津地区客运需求量上升得很快，因此京津塘高速车流量开始增长。另外，京津地区其他道路计重收费执行日益严格，导致部分车辆开始回流，今年一季度车流量同比增幅近两位数。

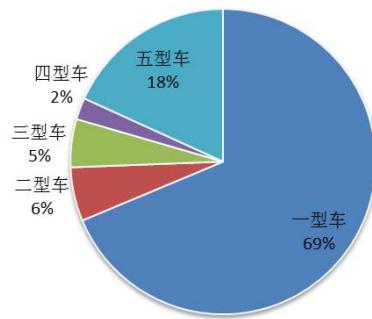
图表 5：天津市客运量近年稳步增长



资料来源：WIND, 宏源证券

2013 年京津塘全线交通量约为 3481 万辆，其中一型客车占 60%，其次为五型货车，占比为 18.2%，两类车型合计占总交通量的 78.2%。从收费构成来看，2013 年京津塘高速公路全线通行费收入为 6.51 亿元，其中五型货车占比最高，为 40.5%，其次为一型客车 37.8%，两类车型通行费合计占总收费额的 78.3%。采取计重收费后，五型货车对于公司通行费收入的贡献日益重要。

图表 6：2013 年一型车流量占比高达 70%



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 7：五型车和一型车是通行费收入主要组成



资料来源：上市公司，宏源证券

（二）、区位优势与价格优势构建京津“黄金通道”

1、京津塘高速是往来京津地区最为便捷的通道

在北京-天津-塘沽通道内，除京津塘高速外，三大节点之间还有京津高速、津滨高速、津蓟高速、G103 线、外环线、S308 线等其他线路可供选择。

图表 8：北京到天津塘沽可选路径对比

道路名称	技术标准	其他要求
京津塘高速	高速、四车道、100km/h	—
北京—塘沽		
京津高速	高速、六车道、120km/h	—
G103 线	快速路、六车道、100km/h	—
外环线	快速路、十车道、100km/h	7:00-19:00 禁止货车行驶
S308 线	一级公路、六车道、100km/h	—
中心区—塘沽		
津滨高速	高速、四车道、120km/h	客车专用通道
G103 线	主干道、六~八车道、100km/h	—
天津大道	快速路、八车道、80km/h	—
北京—中心区		
津蓟高速	高速、四车道、120km/h	—
京津高速	高速、六车道、120km/h	—
G103 线	快速路、六车道、100km/h	—

资料来源：上市公司，宏源证券

京津塘高速作为连接北京到塘沽的“黄金走廊”，途经北京市经济技术开发区、河北省廊坊市经济技术开发区、天津经济技术开发区、天津港保税区等 11 个新兴区，形成了一条高新技术产业带的新格局；该线路同时也是内蒙、山西、河北等能源大省通往天津港的重要能源通道，拥有显著的区位优势。从里程数来看，京津塘高速全长 143 公里，比作为北线通道的京津高速短 30 多公里。

图表 9：北京至塘沽主要通道



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 10：北京至中心区主要通道



资料来源：上市公司，宏源证券

2、价格优势显著，吸引车辆回流

京津塘高速的另一大优势就是价格优势，其收费标准显著低于区域内其他周边通道。2011 年，北京市、天津市和河北省人民政府批准，两市一省主管部门分别签发相关文件，公司自当年 1 月 5 日起调整京津塘高速公路车辆通行费标准，并对货运车辆实行计重收

费，并沿用至今。

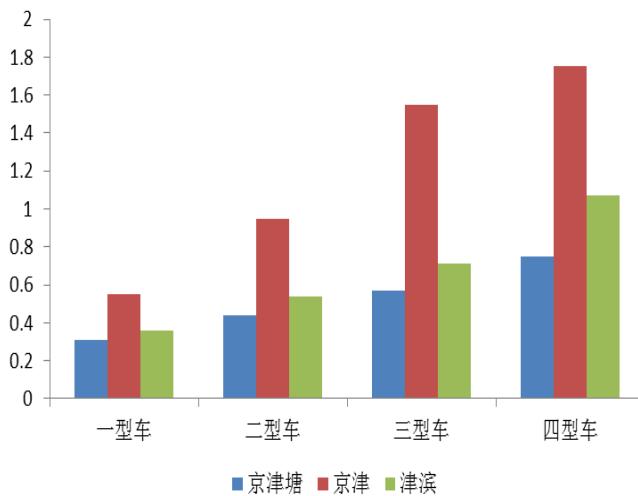
图表 11：京津塘高速收费标准

类别	车型分类收费标准		计重收费标准		
	客车车型及规格	货车核定载质量	收费标准(元/车公里)	货车计重总质量	收费标准(元/吨公里)
一型车	≤7 座	≤2 吨	0.31	基本费率	0.058
二型车	8-19 座	2-5 吨(含)	0.44	≤8 吨	0.058
三型车	20-39 座	5-10 吨(含)	0.57	8-21 吨(含)	按 0.058 线性递减至 0.0348
四型车	≥40 座	10-15 吨(含)	0.75	21-35 吨(含)	按 0.0348 线性递减至 0.0224
				35-49 吨	按 0.0224 线性
五型车	—	>15 吨	0.75	(含)	递减至 0.016
				>49 吨	0.016

资料来源：上市公司，宏源证券

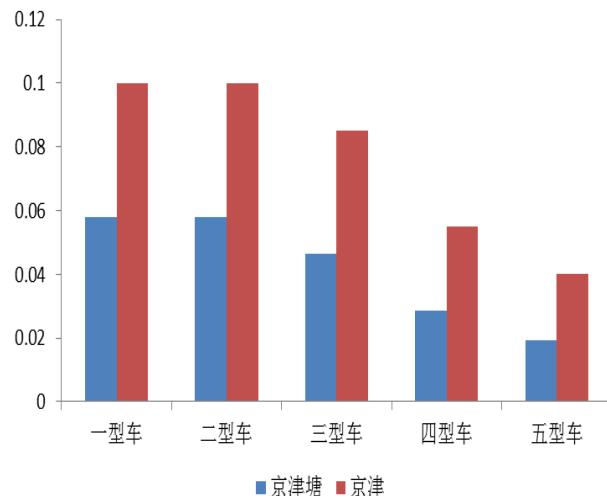
从具体收费标准来看，京津塘高速客车收费标准低于京津高速和津滨高速，京津塘高速三型客车收费标准为 0.57 元/车公里，仅相当于京津高速收费标准的 37%，相当于津滨高速的 80%；货车收费标准约相当于京津高速的 50%，价格优势显著。因此当周边公路严格执行计重收费时，车辆回流京津塘高速的可能性很高。

图表 12：不同客车型号收费标准比较



资料来源：上市公司，宏源证券

图表 13：不同货车型号收费标准比较



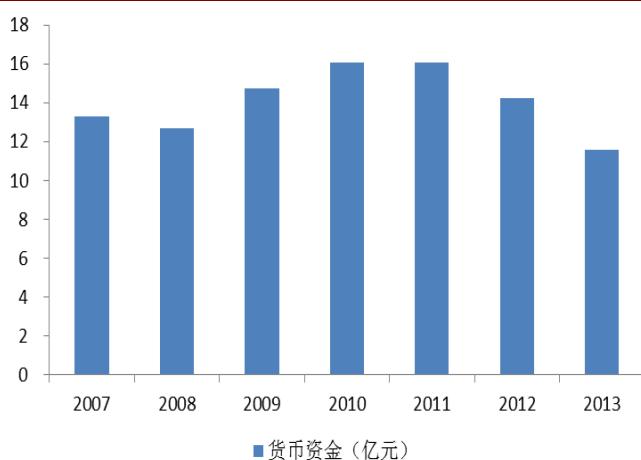
资料来源：上市公司，宏源证券

三、正式迈开战略转型步伐，进军新能源领域

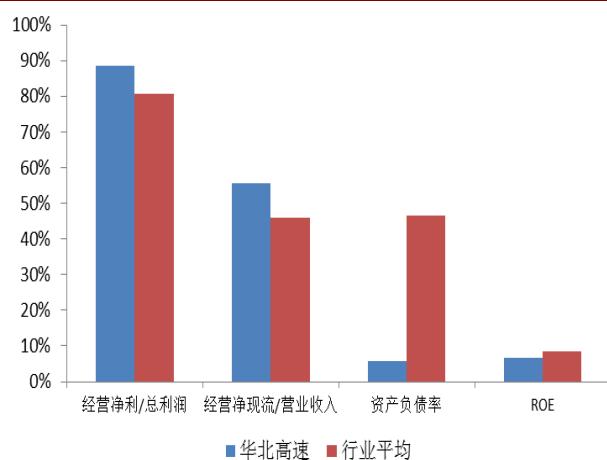
(一) 杠杆利用率不足，ROE 有很大提升空间

高速公路行业通常业务结构单一，现金流较为稳定，账上资金较为充裕，同时杠杆利用率较低，经营风险小，分红较为稳定，属于“现金牛”企业。华北高速具有典型的高速

公路行业特征，具备以上特点。公司账上现金充裕，货币资金余额常年维持在 10 亿元以上，2011 年最高曾达到 16 亿之多。从公司财务状况看，2013 年公司资产负债率仅为 5.87%，远低于行业平均 46% 的水平，杠杆利用率尚有巨大提升空间；2013 年，公司 ROE 为 6.73%，也低于行业 8.57% 的平均水准。从公司收益质量来看，经营活动净利润占利润总额的比重达到 88%，高出行业均值 8 个百分点；经营活动净现金流占营业收入的比重约为 55%，比行业平均值高出 10 个百分点。上述指标表明，公司收益质量良好，同时杠杆利用率与 ROE 处于较低水平，因此公司急需通过业务扩张或多元化发展提高整体收益率水平，为股东带来更好回报。

图表 14：公司账上现金余额充足


资料来源：上市公司，宏源证券

图表 15：公司收益质量好，杠杆利用率不足


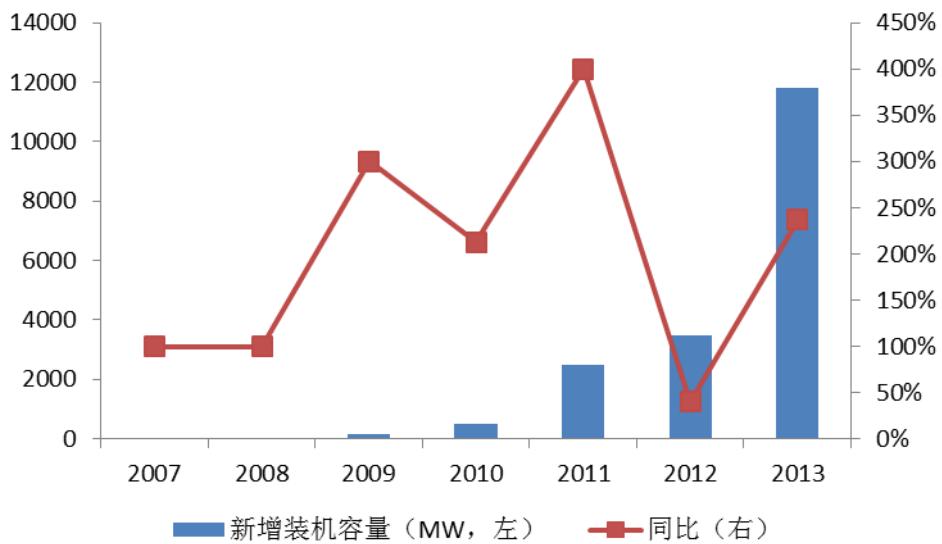
资料来源：上市公司，宏源证券

在上述背景下，公司根据发展战略及外部形势的变化，积极探索寻找国家鼓励的新兴产业投资机会，寻求公司新的利润增长点。公司对一主两翼的发展战略重新进行了修订，在注重提升公路主业运营效益的同时，将两翼的发展方向由金融和房地产调整为与主业相关的智能交通及国家扶持的新型产业。公司在“多元化”发展战略的统领下，结合公司业务和管理特点，利用募集资金投资光伏电站项目，正式进军新能源领域。

（二）、我国光伏市场发展迅速，未来有较大容量空间

2013 年全球光伏市场从以欧洲为核心区域逐步向亚洲转移，中国超越德国，首次成为全球第一大光伏市场。光伏研究机构 solarplaza 统计的数据显示，2013 年中国光伏累计装机容量为 18.6GW，新增装机容量为 12GW，同比增长 230% 以上，占全球新增装机容量的 31%。从 2014 年国家公布的计划安装量数据来看，这种爆炸式增长的趋势丝毫未减。目前，经过调整最终确定的安装量为 14GW。几乎相当于过去所有年份国内光伏电站安装量的总和。

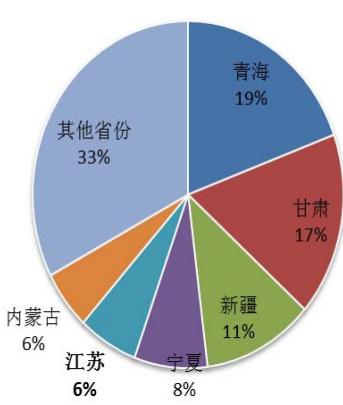
图表 16: 我国新增光伏装机量近年急剧增长



资料来源: solarplaza, 宏源证券

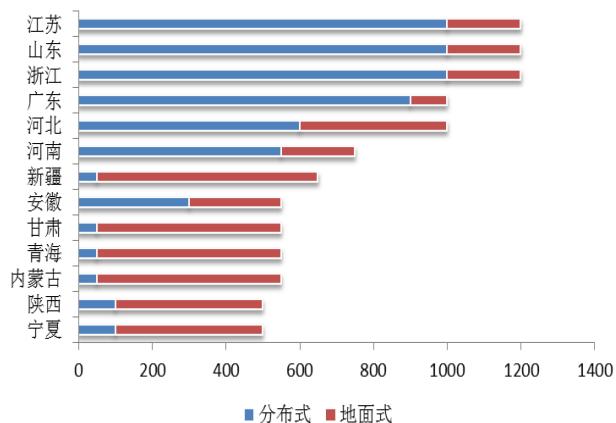
从电站建设的区域分布来看,西部光照资源富集的区域承接了绝大多数的光伏电站安装量。从增长量而言,主要集中在甘肃、新疆和青海。另外,从今年开始,由于分布式光伏电站的崛起,东部省份江苏、山东、浙江、广东等地也将成为光伏电站装机新的力量。公司丰县新能源项目所在的江苏省,2013年光伏装机量占全国累计装机比例约为6%。从2014年新增装机规划来看,江苏省新增光伏发电建设规模达1.2GW,其中分布式1GW,地面式0.2GW,与山东、浙江并列全国第一。

图表 17: 我国光伏装机量区域分布



资料来源: 国家能源局, 宏源证券

图表 18: 江苏省 14 年计划装机规模全国第一



资料来源: 国家能源局, 宏源证券

(三)、新项目运营良好, 公司进军新能源领域赢得“开门红”

1、丰县项目收益稳定, 3年后选择性条款“保底”无虞

随着国家政策和并网细则的进一步规范落实,全产业链的所有环节降本成为必然,而以光伏发电站项目为导向的光伏产业终端市场必将迎来发展机遇。公司去年公告变更募投资项目,公司和联合光伏有限公司、中国太阳能电力集团有限公司共同合作收购江苏徐州丰县23.8MW光伏电站100%股权,公司拟计划出资2.25亿元收购该项目50%股权。该项目位

于江苏省徐州市丰县，为世界最大单体生态农业工厂屋顶光伏电站。总装机容量为23.8MW，占地60万平方米，已于2011年12月25日成功并网。

收益方面：根据公司测算，如该项目如期交割，2014年可实现收入5,810万元，实现净利润2,598万元，项目投资回收期8.18年，全投资内部收益率9.26%，远高于公司目前5%的净资产收益率。该项目目前正常运营，今年基本可以达到之前预计的回报目标。

此外，公司在投资3年后拥有选择权：(1)继续持有项目公司50%的股份，ROE回报可能达到15%左右(2)；金保利新能源或其两家全资子公司之一以现金回购华北高速所持项目公司50%股份，并保证年收益率不低于8%，3年收益共计24%；(3)华北高速有权要求回购方以金保利新能源发行的等值股票做为对价支付，每股1.6元港币。

图表 19：丰县项目主要假设及运营参数

参数名称	参数数值	参数名称	参数数值
年均发电量(万kwh)	2143	净资产账面价值(万元)	40683.39
发电量衰减率	0.8%	项目净现值(万元)	42905.79
年均收入(万元)	4136	毛利率(现值计算)	64%
年均折旧(万元)	1339	必要报酬率	8.47%
折旧年限	23.3	内部收益率	9.26%
残值率	5%	有息负债	0
年均净利润(万元)	2064		0%(2013-2014)
含税电价(元/kwh)	2.41(2031年前) 1.65(2031年后)	所得税率	12.5%(2015-2017) 25%(2017以后)

资料来源：上市公司，宏源证券

2、风险均在可控范围内，未来影响不大

首先，运营风险方面，电站光伏组件质量问题不大，在竞价时就会做评测。大规模电站目前智能化水平较高，管理方面对劳动力数量要求不高，因此人力成本可控。光伏电站的大修改造通常不是针对电站全面的问题，而是部分组件的问题，维修费用不高，此外，目前光伏组件市场较为成熟，产品价格不高，因此即使直接更换组件成本也不高。因此，运营方面风险不大。

其次，光伏补贴政策方面，国家补贴政策有所变化，2013年8月，国家改革委出台《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》。根据该通知要求，截止2013年底，建成且并网发电的光伏电站，国家按照1元/度的标准进行补贴，而过了该时间节点，则执行新的光伏电站标杆上网电价政策。该政策按照各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区。三类资源区补贴标准分别为0.9元/千瓦时，0.95元/千瓦时，1元/千瓦时。

进入2014年，地方各省市关于光伏电站建设相应的细节不断涌现。包括江苏、山东、浙江、福建等地都出台了各自的政策。其中，浙江省13个市县又给出了更加细致的规定。其方式为，在国家补贴的基础上，给予0.1-0.3元/度不等的补贴。而山东省发改委下发通知称，今年全省新增享受国家补贴资金的分布式光伏发电备案规模为100万千瓦。各市备案总规模原则上不得超过下达的规模指标，超出规模指标的项目不纳入补贴资金支持范围。个人分布式光伏发电项目，在受到地区规模指标限制时，可向省级能源主管部门提

出增加规模指标申请，由省级能源主管部门统一向国家能源局申请增加相应规模指标。

图表 20：各省份近期光伏补贴政策

省份	补贴政策摘要
江西	江西省万家屋顶光伏发电示范工程除了国家补贴 0.42 元/kWh 外，省专项资金补助，一期工程补助 4 元/W，二期工程暂定补助 3 元/W。
山东	2013-2015 年并网发电的光伏电站上网电价确定为每 kWh1.2 元(含税，下同)，高于国家标杆电价部分由省级承担。已享受国家金太阳示范工程补助资金、太阳能光电建筑应用补助资金以及我省新能源产业发展专项资金扶持项目不再享受电价补贴。
河南洛阳	对 2015 年底前建成并网发电、且优先使用洛阳市企业生产的组件的分布式光伏发电项目，按其装机容量给予 0.1 元/W 奖励，连续奖励 3 年。 在肥新建光伏发电项目，且全部使用由当地企业生产的组件和逆变器，除享受国家补贴外，按年发电量给予 0.25 元/kWh 补贴；屋顶、光电建筑一体化等光伏电站，按年发电量给予 0.02 元/kWh 补贴；连续补贴 15 年。 家庭投资建设光伏发电项目等，按装机容量一次性给予 2 元/W 补贴，不享受市级光伏 kWh 电补贴政策。
安徽合肥	
江苏	在国家统一上网电价基础上，该省明确 2012 年-2015 年期间，对全省新投产的非国家财政补贴光伏发电项目，实行地面、屋顶、建筑一体化，每 kWh 上网电价分别确定为 2014 年 1.2 元和 2015 年 1.15 元。
河北	控制产能和市场准入、提高行政效率、给予财税政策支持、加大金融政策支持、完善土地鼓励政策、加大电价补贴力度（分布式光伏发电实行国家 0.42 元/度的补贴政策；光伏电站对 2014 年底建成投产的按照每千瓦补贴 0.3 元执行，2015 年底前建成投产的补贴 0.2 元，2017 年底前投产的补贴 0.1 元，自投产之日起执行 3 年。）
上海	上海拟在全国范围内分布式光伏补贴标准为 0.42 元/kWh 基础上，对工、商业用户提供 0.25 元/kWh 的地方补贴，期限为 5 年；对个人、学校等提供 0.4 元/kWh 的地方补贴。对于光伏电站给予 0.3 元/kWh 的补贴。
浙江	光伏发电项目所发电量，实行按照电量补贴的政策，补贴标准在国家规定的基础上，省再补贴 0.1 元/kWh
湖北	光伏电站与分布式光伏发电项目备案管理工作的实施细则、要求及年度规模计划的分配

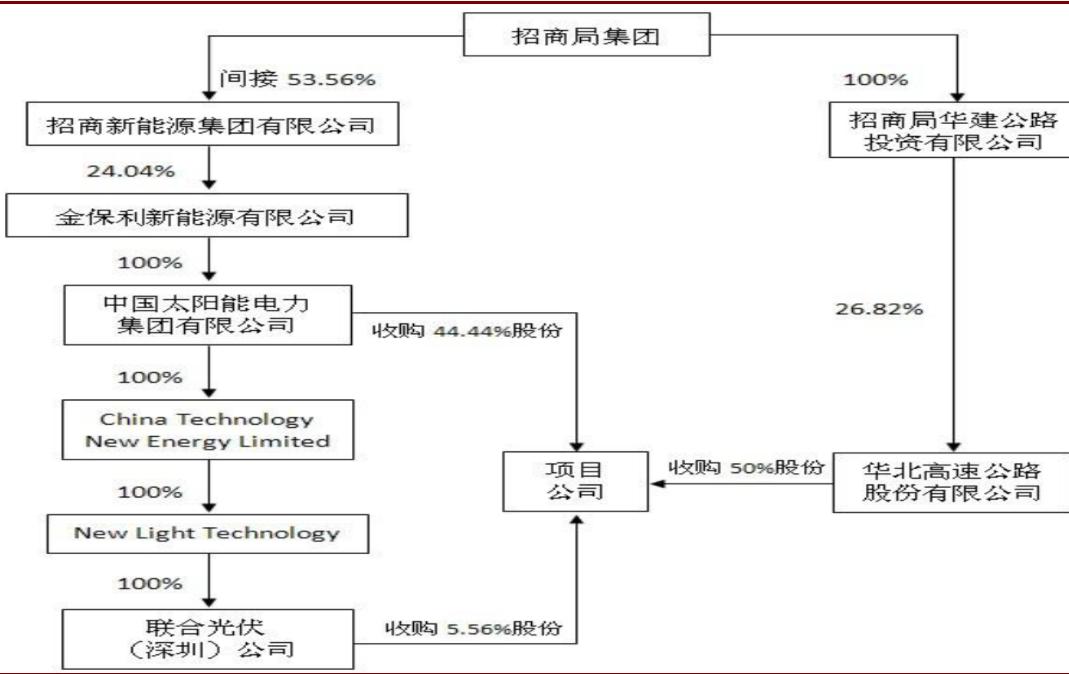
资料来源：公开资料，宏源证券

国家补贴针对单一项目是不变的，不会溯及前期项目。公司目前的项目既有国补也有地方补贴。地方补贴具有不确定性，会受标杆电价变化，光伏建设成本、地方政府实力等多种因素影响。江苏省财政实力较强，补贴兑现周期相比国内其他地区有一定优势，江苏地区地方补贴效率较高，结算周期基本在 3 到 6 个月。从国家大力支持新能源的角度看，近期补贴政策不会发生太大变化，因此补贴风险不大。

(四)、携手招商新能源仅是开始，未来前景广阔

公司投资的丰县光伏项目属于关联交易，公司实际控制人招商局集团间接持有金保利新能源 24.04% 的股份，为其实际控制人，而本次投资合作方太阳能电力公司以及联合光伏（深圳）公司均为金保利新能源的全资子公司。

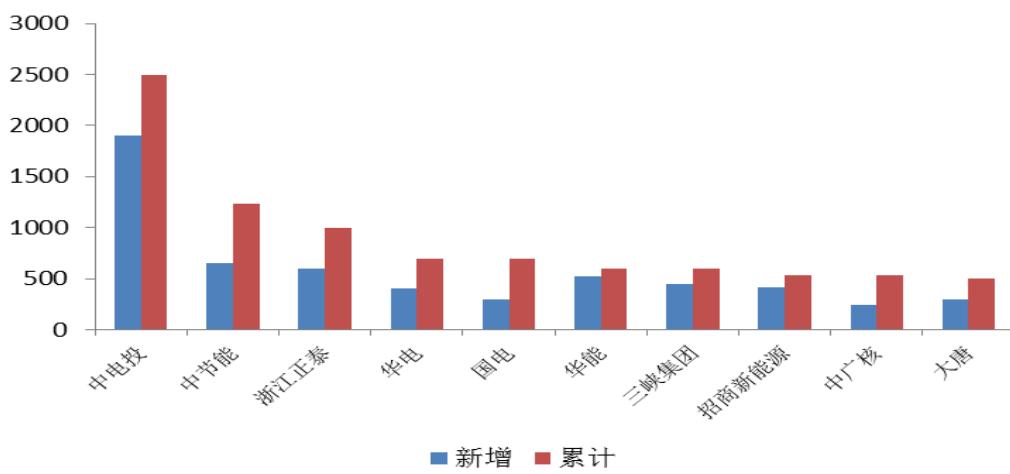
图表 21: 丰县项目构成关联交易



资料来源：上市公司，宏源证券

公司进军新能源的首个项目之所以选择招商新能源作为投资合作方，除了内部沟通较为顺畅外，主要原因在于：招商新能源集团公司规模大，旗下项目众多，实力雄厚，新能源运营经验丰富，数据显示，招商新能源 2013 年新增光伏装机量达 410MW，排名全国第七，公司与其合作有利于新领域经验及资源的积累。事实上，公司今后光伏业务的开展仍然坚持以市场为导向的原则，项目合作也是开放式的。公司已经逐步开始接触与其他合作方，并就新项目进行探索和论证。凡是符合投资条件的项目公司都会加以考虑。

图表 22: 招商新能源新增装机量全国排名第七



资料来源：《能源》杂志，宏源证券

目前金保利旗下运营项目包括丰县项目在内共 12 个，总规模达 532MW，此外，金保利储备项目资源也很丰富，未来 5 年与央企和行业领军企业签订框架协议收购电站项目总规模达 8.4GW。公司预计未来两到三年电站投资总规模将达到 1GW，其中权益部分 200 到 300MW，因此公司不排除与招商新能源之外投资方合作的可能。

图表 23: 金保利新能源项目资源丰富(单位: MW)

项目名称	项目地点	装机容量	电站类型	并网时间
江苏徐州丰县光伏农 业生态项目	江苏省徐州市丰县	23.8	农业大棚屋顶	2011年12月
前海深港合作光伏示 范电站	深圳市前海湾保税港区	2.4	屋顶	2014年3月
用户侧并网光伏发电 示范项目	福建省泉州市晋江经济 开发区	10.8	屋顶/地面并网	2013年6月
甘肃嘉峪关100MW光 伏电站	甘肃省嘉峪关关城以西、 讨赖河北岸光伏产业园	100	地面	2013年6月
内蒙古察右前50MW 旗光伏电站	内蒙古自治区乌兰察布 市察右前旗	50.16	地面	2013年12月
内蒙古土左旗65MW 光伏电站	内蒙古自治区呼和浩特 市土默特左旗	65	地面和分布式	2013年12月
内蒙古托克托县40MW 光伏电站	内蒙古自治区呼和浩特 市托克托县	40.31	地面	2013年12月
内蒙古乌拉特后旗 40MW光伏电站	内蒙古自治区巴彦淖尔 市乌拉特后旗	40	地面	2013年12月
青海共和20MW 光伏电站	青海省海南州共和县	20	地面	2013年9月
青海共和100MW 光伏电站	青海省海南州共和县	100	地面	2013年12月
青海共和50MW 光伏电站	青海省海南州共和县	50	地面	2013年12月
青海共和30MW 光伏电站	青海省海南州共和县	30	地面	2013年12月

资料来源: 金保利, 宏源证券

四、重要假设和业务预测

(一)、重要假设

- 1、收费公路业务，假设14-16年，通行费收入同比增长率分别为4.36%，4.56%和4.65%。
- 2、丰县项目业务收入基本维持稳定，毛利率维持在68%左右。
- 3、其他业务收入不变，公司整体毛利率维持在52%左右
- 4、公司14-16年光伏电站投资总规模（包括丰县项目在内）权益部分分别达到100、200和300MW。

(二)、业务预测

图表 24：公司业务预测表

项目(万元)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	93,838.06	71,031.55	62,861.94	66,162.31	73,875.37	76,986.91	80,303.37
YOY	15.63%	-24.30%	-11.50%	5.25%	11.66%	4.21%	4.31%
营业成本	56,153.78	34,260.86	35,454.06	29,617.54	35,282.10	36,796.72	38,409.61
YOY	30.06%	-38.99%	3.48%	-16.46%	19.13%	4.29%	4.38%
营业利润	37,684.28	36,770.69	27,407.88	36,544.77	38,593.26	40,190.19	41,893.77
YOY	-0.78%	-2.42%	-25.46%	33.34%	5.61%	4.14%	4.24%
毛利率	40.16%	51.77%	43.60%	55.24%	52.24%	52.20%	52.17%

资料来源：上市公司，宏源证券

五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测：

预计2014-2016年公司将实现归属母公司股东净利润3.39, 4.33和5.41亿元，对应最新股本的EPS分别为0.31, 0.40和0.50元，同比分别增长25.78%, 27.59%和24.54%。

2、投资建议：

公司所经营的京津塘高速公路是往来于北京和天津塘沽之间的“黄金通道”，拥有显著的区位优势，同时收费标准低于其他线路。近几年受城际列车分流以及计重收费影响，通行费收入有所下滑，随着不利影响逐渐消散，公司未来通行费收入有望重回增长。公司去年起正式进军新能源领域，并联手招商新能源参与江苏丰县光伏项目投资。未来，公司将在新能源领域更进一步，预计三年内投资电站规模的权益部分可达到300MW，成长前景广阔。预计公司14-16年EPS分别为0.31, 0.40和0.50元，同比分别增长25.78%, 27.59%和24.54%。当前股价对应15.4X14PE, 12.1X15PE和9.7X16PE，考虑到公司车流量未来有望恢复稳健增长，同时新能源项目投资步伐加快，我们维持公司“增持”评级，目标价6元。

图表 25: 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率TTM	市盈率LYR	PB	13EPS
000916	华北高速	2014/8/10	4.65	17.75	18.80	1.23	0.25
000429	粤高速A	2014/8/10	3.39	17.16	33.37	1.01	0.10
000548	湖南投资	2014/8/10	5.23	254.36	244.39	1.77	0.02
000828	东莞控股	2014/8/10	4.93	12.25	12.81	1.42	0.39
000900	现代投资	2014/8/10	4.90	9.80	7.07	0.63	0.69
600012	皖通高速	2014/8/10	4.40	8.32	8.61	1.03	0.51
600020	中原高速	2014/8/10	2.30	10.72	13.10	0.74	0.18
600033	福建高速	2014/8/10	2.34	11.82	11.81	0.86	0.20
600035	楚天高速	2014/8/10	2.49	12.28	9.08	0.66	0.27
600106	重庆路桥	2014/8/10	3.80	12.43	12.57	1.52	0.30
600269	赣粤高速	2014/8/10	2.94	9.89	10.50	0.60	0.28
600350	山东高速	2014/8/10	3.13	6.76	6.48	0.78	0.48
600368	五洲交通	2014/8/10	4.57	18.29	19.87	1.27	0.23
600377	宁沪高速	2014/8/10	6.17	11.47	11.48	1.59	0.54
600548	深高速	2014/8/10	4.22	11.72	12.79	0.92	0.33
601107	四川成渝	2014/8/10	2.88	8.66	8.72	0.80	0.33
601188	龙江交通	2014/8/10	2.76	12.66	15.32	1.13	0.18
601518	吉林高速	2014/8/10	2.43	9.24	10.20	1.30	0.24
平均				25.3	25.9	1.1	

资料来源: WIND, 宏源证券

六、风险提示

- 1、新能源项目投资进展缓慢
- 2、宏观经济不景气
- 3、分流效应持续高于预期

图表 26：三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1160	1395	1326	1294	营业收入	664	742	773	806
应收款项	147	95	107	131	营业成本	296	354	369	386
存货净额	2	2	2	2	营业税金及附加	24	27	28	29
其他流动资产	363	405	423	441	销售费用	0	1	2	2
流动资产合计	2067	2294	2253	2263	管理费用	72	82	85	89
固定资产	1941	1758	1575	1389	财务费用	(47)	10	18	23
无形资产及其他	7	7	7	6	投资收益	35	167	286	426
投资性房地产	430	430	430	430	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	217	912	1641	2298	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4662	5400	5906	6387	营业利润	352	433	555	702
短期借款及交易性金融负债	0	544	743	840	营业外净收支	7	10	10	10
应付款项	77	56	61	68	利润总额	359	443	565	712
其他流动负债	146	133	142	152	所得税费用	94	111	141	178
流动负债合计	223	733	946	1060	少数股东损益	(5)	(7)	(9)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	270	339	433	541
其他长期负债	50	50	50	50					
长期负债合计	50	50	50	50					
负债合计	273	783	997	1110					
少数股东权益	283	278	272	268					
股东权益	4106	4339	4637	5009					
负债和股东权益总计	4662	5400	5906	6387					
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.25	0.31	0.40	0.50	净利润	270	339	433	541
每股红利	0.06	0.10	0.12	0.15	资产减值准备	(9)	4	(1)	(1)
每股净资产	3.77	3.98	4.25	4.60	折旧摊销	122	218	221	225
ROIC	5%	5%	6%	6%	公允价值变动损失	2	2	2	2
ROE	7%	8%	9%	11%	财务费用	(47)	10	18	23
毛利率	55%	52%	52%	52%	营运资本变动	(114)	(21)	(16)	(26)
EBIT Margin	41%	38%	37%	37%	其它	5	(9)	(5)	(4)
EBITDA Margin	59%	67%	66%	65%	经营活动现金流	276	533	634	737
收入增长	5%	12%	4%	4%	资本开支	(410)	(40)	(40)	(40)
净利润增长率	33%	26%	28%	25%	其它投资现金流	(266)	0	0	0
资产负债率	12%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(680)	(735)	(769)	(697)
息率	1.3%	2.2%	2.8%	3.5%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	17.8	14.1	11.1	8.9	负债净变化	0	0	0	0
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	支付股利、利息	(64)	(106)	(135)	(168)
EV/EBITDA	12.9	11.2	11.4	11.2	其它融资现金流	269	544	200	96
					融资活动现金流	142	438	65	(72)
					现金净变动	(263)	236	(70)	(32)
					货币资金的期初余额	1422	1160	1395	1326
					货币资金的期末余额	1160	1395	1326	1294
					企业自由现金流	(140)	365	382	384
					权益自由现金流	130	902	569	463

资料来源: wind, 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士，10年交运从业经验，3年交运行业研究经验，宏源证券交运行业组长，资深分析师。2011年新财富团队第四，2012年金牛奖团队第五。2013年腾讯天眼第三名，21世纪物流行业第二名。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

王滔: 中山大学硕士，3年交运行业研究经验，重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
机构	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内公司的股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。