

收购新项目，光伏开拓再下一城

增持 维持

目标价格：6.00元

事件：

8月19日，公司发布收购资产暨关联交易公告，拟与联合常州光伏共同合作收购科左后旗40MW项目93.68%的股权，公司计划出资6,744.83万元收购该项目84.31%股权；完成收购后，公司和联合常州光伏同比例向该项目公司增资合计33,075.42万元用来偿还该项目公司对外负债，其中公司出资29,767.88万元。增资完成后，公司持有项目公司股权88.89%，联合光伏持股9.88%。

公告点评：

- **收购科左后旗项目，新能源开拓再下一城。**科左后旗项目位于内蒙古自治区科尔沁左翼后旗境内，该地区海拔较高，全年降水较少，日照时数在2600-3400h之间，太阳能辐射较强，是全国的高值地区之一。该项目装机容量为40MW，占地约为1669亩，于2013年9月19号开工建设，12月20日一次并网发电成功。按照投资测算，如该项目如期交割，2015年可实现营业收入5,360万元，实现净利润3,613万元，项目投资回收期9.4年，IRR达到9.06%。
- **机遇大于风险，公司新能源发展仍有广阔空间。**公司在光伏新能源方面仍具有巨大发展空间。行业方面，我国光伏迅速增长的趋势丝毫未减，今年完成10GW的增长目标不变；公司方面，华北高速此前与招商新能源签订框架协议，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，仍有很大成长空间。光伏行业虽存在一定风险，但我们认为目前阶段，最为关键的运营环节以及政策层面风险均不大，因此整体来看，公司面临的机遇大于风险。
- **新领域外延式扩张有加速迹象，前景依旧看好。**从公司的投资进程来看，现有两个项目的总规模仅63.8MW，距此前规划仍有较大差距，因此不排除公司未来加速推进光伏投资进度的可能。我们依旧维持此前观点，看好公司在新领域的发展，维持“增持”评级

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

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现

相关研究

《通行费企稳回升，光伏运营良好》

2014/8/12

《新能源转型稳步推进，未来前景广阔》

2014/8/12

图 1：三张表摘要

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：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世纪金牌分析师亚军。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 曜	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 哲	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
	上海保险/私募	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个月内的公司股价(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。