

## 背靠全球最大光伏投资商 华丽转身新能源运营平台

### 核心观点:

- **中电投集团是全球最大的光伏电站运营商，资产注入预期强烈。**中电投集团清洁能源占比居五大发电集团之首，更是全球最大光伏电站运营商，目前装机规模为2.6GW，预计年底达到3.5-4GW。与华能、大唐、国电不同，中电投没有专业的新能源公司，光伏资产分布在各二级单位。为提高专业化管理能力，解决同业竞争问题，并顺应国企改革大潮，推动混合所有制，我们认为中电投最终将整合集团光伏资产并打包上市。2013年中电投集团对公司进行债务重组及定向增发，控股59%，成为其实际控制人。与集团内其他上市公司相比，目前公司资产少、定位不明确，我们认为最有可能成为中电投的新能源运营平台。
- **中电投光伏电站资产质量好，盈利能力强，**主要原因有：1、造价控制能力强，目前包括前期、土地、送出等全部费用的动态造价控制在8.5元/瓦以下；2、采用集中招标，设备价格、质量、供货有保障；3、集团18年折旧，较20-25年折旧，前期利润明显低估。4、河北省光资源相对较好、无限电，电站盈利好，中电投河北项目盈利更好。此次被收购的中电投河北项目2014年上半年每瓦盈利分别为0.36元和0.38元，全年可超0.7元。
- **收购项目自身造血能力强，公司发展后劲足。**公司收购项目前三年度电补贴0.3元，按照9元的造价，20%的资本金，0.7元的度电盈利，三年可收回投资，即在不融资的情况下，电站规模三年或可翻一倍。光伏运营属公共事业，公司背靠央企，获取项目资源的能力强，项目杠杆比例高，融资成本低，加上项目本身具有较强的造血能力，我们认为公司转型后，业绩将持续爆发性增长。
- **背靠全球最大光伏投资商，华丽转身清洁能源运营平台。**我们预计2014-2016年公司分别实现每股收益0.50元、0.68元和0.99元，对应PE分别为22x、16x和11x，给予“推荐”评级。

### 主要财务指标

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	857	728	789	1,099	1,551
EBITDA	-18	34	175	396	731
归属净利(百万元)	-66	668	240	329	479
摊薄EPS(元)	-0.14	1.38	0.50	0.68	0.99
PE(X)	-14	3	25	19	13
PB(X)	-2.03	3.24	6.66	5.10	3.81
PS(X)	1.78	3.17	7.74	5.55	3.93
ROIC	-0.22	-0.02	0.08	0.09	0.30
总资产周转率	0.61	0.40	0.38	0.39	0.30

资料来源：中国银河证券研究部

## 东方热电 (000958.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling\_yj@chinastock.com.cn

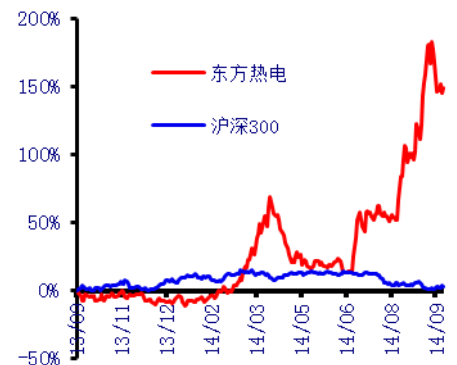
执业证书编号: S0130514020003

### 市场数据

时间 2014.09.23

A股收盘价(元)	12.62
A股一年内最高价(元)	14.90
A股一年内最低价(元)	4.40
沪深300	2399.46
市净率	7.33
总股本(万股)	483.39
实际流通A股(万股)	219.48
流通A股市值(亿元)	23.53

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

1. 公司研究报告\_东方热电：A股清洁能源运营标的 2014.07.22
2. 公司研究报告\_东方热电：借力京津冀一体化积极筹划清洁能源转型 2014.08.09
3. 公司研究报告\_政策调整 上调河北公司年末光伏规模 2014.09.12

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

光伏电站运营业务:我们预计 2014-2016 年公司可控光伏装机容量分别为 70MW、250MW、650MW, 贡献电费收入 1.2 亿、4.1 亿、8.6 亿, 净利润超过 0.5 亿、1.7 亿、4.2 亿元。盈利如此高的假设主要原因如下: 1、河北省光伏项目前三年有财政补贴, 2014 年前投产的 0.3 元/千瓦时、2015 年前投产的电站 0.2 元/千瓦时。2、光伏项目享受所得税三免三减半。

热电业务: 我们预计 2014-2016 年热和电的收入增长分别为 5%、0%、0%, 毛利率略有提升。收入及毛利率水平假设的主要原因: 1、供给居民的热电一厂、三厂、四厂关停, 收入利润贡献占比下降。主要为工业客户的良村热电和石家庄供热比例提升。因此, 热电总体收入和盈利不再受居民消费的波动和非停增加而波动。2、煤价下跌, 提升热电盈利能力。

### 我们与市场不同的观点:

市场认为此次注入后, 不再会有其他的资产注入, 并且光伏电站规模不会持续增长。但我们认为: 1、中电投集团承诺逐步注入河北区域具备条件的热电相关资产及其他优质资产。目前河北公司已将其全部资产委托给公司进行管理, 河北公司资产注入上市公司符合集团承诺。2、与华能、大唐、国电不同, 中电投没有专业的新能源公司, 光伏资产分布在各二级单位。为提高专业化管理能力, 解决同业竞争问题, 我们认为中电投整合集团光伏资产成立专业新能源公司符合行业发展一般规律。推动混合所有制, 将集团优质资产注入上市公司, 既顺应国企改革大潮, 又能拓展融资渠道, 满足发展新能源对资金的高强度需求。与集团内其他上市公司相比, 目前公司资产少、定位不明确, 我们认为最有可能成为中电投的新能源运营平台。

市场认为此次收购光伏电站的高盈利不可持续。我们认为中电投光伏项目盈利能力强的主要原因有: 1、造价控制能力强, 目前包括前期、土地、送出等全部费用的动态造价控制在 8.5 元/瓦以下; 2、采用集中招标, 设备价格、质量、供货有保障; 3、中电投集团 18 年折旧, 较 20-25 年折旧, 前期利润明显低估。4、河北省光资源相对较好、无限电, 电站盈利好, 中电投河北项目盈利更好。此次被收购的中电投河北项目 2014 年上半年每瓦盈利分别为 0.36 元和 0.38 元, 全年可超过 0.7 元。

市场担忧注入资产价格偏高。我们认为 1、此次收购电站价格 PB 约 1.14 倍, PE 约 4.19 倍, 属于较低水平。2、按照收购价格, 20%的资本金, 每年 0.7 元的度电盈利(收购的 70MW 光伏电站, 上半年盈利 2638 万), 三年可收回投资, 即在不融资的情况下, 电站规模三年或可翻一倍。

### 估值与投资建议:

背靠全球最大光伏投资商, 华丽转身清洁能源运营平台。资产注入预期强烈。我们预计 2014-2016 年公司分别实现每股收益 0.50 元、0.68 元和 0.99 元, 对应 PE 分别为 22x、16x 和 11x, 给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂: 河北地区光伏资产注入、河北外光伏资产注入。

**主要风险因素:** 煤价上涨, 公司热电厂面向的工业客户经营不善, 造成公司热电厂盈利大幅下滑。公司可控光伏装机规模低于我们的预期。

## 目 录

<b>一、背靠全球最大光伏投资商 华丽转身新能源运营平台</b> .....	<b>4</b>
(一) 重清洁能源发展, 中电投集团 2015 年光伏装机容量近 4GW.....	4
(二) 为提高专业化管理能力, 中电投或将整合集团光伏资产.....	5
(三) 光伏资产打包上市顺应国企改革大潮、助推更快发展.....	7
(四) 我们认为公司是集团注入的最佳标的.....	8
<b>二、中电投光伏电站资产质量好, 盈利能力强</b> .....	<b>9</b>
(一) 中电投光伏项目造价控制严格, 处于行业较低水平.....	10
(二) 发挥集团优势, 对供应商要求严格, 保障电站盈利水平.....	11
(三) 中电投光伏项目折旧为 18 年, 前期利润明显低估.....	12
(四) 河北电站光资源较好、无限电、盈利好, 中电投项目更好.....	14
<b>三、收购项目自身造血能力强, 公司发展后劲足</b> .....	<b>15</b>
(一) 公司收购集团资产价格低, 项目造血能力强.....	15
(二) 背靠央企, 公司获取项目资源的能力强.....	17
(三) 央企融资能力强, 提高项目收益水平.....	18
<b>四、公司热电面向工业客户, 盈利好、现金流好</b> .....	<b>20</b>
(一) 公司将逐步关停的居民供热电厂.....	20
(二) 工业供热电厂热价高、需求稳定.....	20
<b>五、盈利预测</b> .....	<b>23</b>
(一) 光伏: 河北公司 1GW 光伏电站, 每年贡献 6-7 亿净利.....	23
(二) 热电: 参股公司剩余股权大约对应每年 2 亿净利润.....	25
<b>附录一、集团收购公司, 降低负债率、增加自我造血能力</b> .....	<b>26</b>
(一) 无偿划转、定增后, 中电投集团成为公司实际控制人, 直接和间接持股合计 59.31%.....	26
(二) 公司债务重组完成后获得 5.67 亿收益, 降低公司资产负债率.....	27
(三) 收购帮助恢复公司自身造血能力, 增加净资产.....	28
<b>附录二、光伏行业将更多展现成长性, 特别是河北省</b> .....	<b>31</b>
(一) 国内政策稳健, 光伏行业将更多展现成长性.....	31
(二) 光伏助东部地方政府考核环境指标, 西部地方政府考核经济指标.....	31
(三) 综合各地补贴力度和光照小时数情况, 河北地区项目好.....	31
(四) 京津冀协同发展需要, 河北光伏或国家额外照顾.....	32
<b>附录三、公司财务预测表</b> .....	<b>33</b>

**关键假设：**
**不同规模光伏项目前三年及后期盈利预测、收购价格预估。公司目前持有 70MW 光伏电站。**

规模 (MW)	总资产		净资产		净利润		盈利备注	收购备注
	(亿元)	每瓦 (元)	(亿元)	每瓦 (元)	(亿元)	每瓦 (元)		
70	6.3	9.1	1.9	2.8	0.53	0.75	按照 2014 年中报测算出每瓦贡献 0.75 元利润。	
250	22.7	9.1	6.9	2.8	1.75	0.70	按照每瓦 0.7 元利润, 全年发电可贡献 1.75 亿元	按照 1.14 倍 PB 计算, 250MW 需 7.9 亿元
1000	90.7	9.1	27.6	2.8	7.00	0.70	前三年每年可贡献 7 亿元	按照 1.14 倍 PB 计算, 1GMW 需 31.5 亿元
1000	90.7	9.1	27.6	2.8	4.80	0.48	三年后河北财政不再给与 0.3 元度电补贴, 但仍可贡献至少 4.8 亿元	
2000	181.4	9.1	55.3	2.8	9.60	0.48	后期每年至少贡献 9.6 亿元利润	
3000	272.1	9.1	82.9	2.8	14.4	0.48	后期每年至少贡献 14.4 亿元利润	

注：公司目前持有 70MW 光伏电站，总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

**良村热电分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 49% 股权。**

股权	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	收购备注
49%	13.5	4.3	1.7	
51%	14.1	4.5	1.8	按照 1.05-1.1 倍 PB 计算, 51% 股权需 4.7-5.0 亿元

注：公司目前持有 49% 股权。总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

**供热公司分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 33% 股权。**

股权	净资产 (亿元)	总资产 (亿元)	净利润 (亿元)	收购备注
33%	4.8	0.9	0.2	
67%	9.7	1.7	0.3	按照 1.05-1.1 倍 PB 计算, 51% 股权需 1.8-1.9 亿元

注：公司目前持有 33% 股权。总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

## 一、背靠全球最大光伏投资商 华丽转身新能源运营平台

中电投集团清洁能源占比居五大发电集团之首，更是全球最大光伏电站运营商，目前装机规模为 2.6GW，预计年底达到 3.5-4GW。与华能、大唐、国电不同，中电投没有专业的新能源公司，光伏资产分布在各二级单位。为提高专业化管理能力，解决同业竞争问题，并顺应国企改革大潮，推动混合所有制，我们认为中电投最终将整合集团光伏资产并打包上市。2013 年中电投集团对公司进行债务重组及定向增发，控股 59%，成为其实际控制人。与集团内其他上市公司相比，目前公司资产少、定位不明确，我们认为最有可能成为中电投的新能源运营平台。

### （一）重清洁能源发展，中电投集团 2015 年光伏装机容量近 4GW

中国电力投资集团公司成立于 2002 年 12 月 29 日，是在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业集团公司，包括 213 家成员单位，15 家参股企业，资产分布在全国 28 个省、市、自治区及港、澳等地。

图 1、中电投集团是五大发电集团中装机容量最小的一家

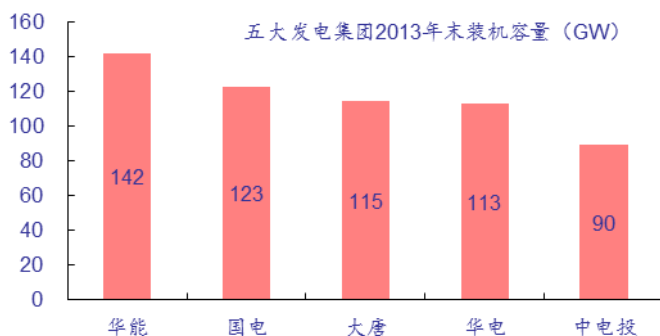
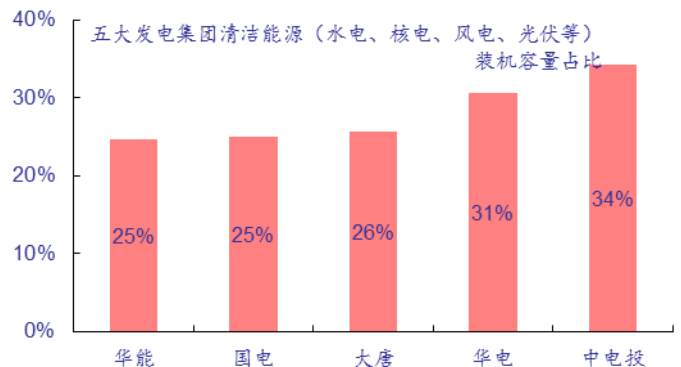


图 2、中电投集团是五大发电集团中清洁能源占比最高的一家



资料来源：中国银河证券研究部整理

资料来源：中国银河证券研究部整理

截至 2013 年年底，中电投集团发电装机容量达到 89.7GW，其中水电、核电、风电、光伏等清洁能源装机容量超过 30GW，占比超过 34.2% 位于五大发电集团之首（图 1、图 2）。水电方面，13 年末集团装机容量 19.3GW，居五大发电集团第二，黄河水电与五凌电力为两大水电开发主力军。核电方面，目前集团正在推进辽宁红沿河核电站和山东海阳核电站工作。风电方面，依托国家规划的江苏、内蒙古等千万千瓦级风电基地和吉林、辽宁等百万千瓦级风电基地，集团风电开发装机已突破 4.7GW。光伏方面，集团通过 6 年工作，发展实现了从无到有，再到全球第一的跨越。2013 年，中电投集团光伏发电容量增长了 3.28 倍，达 2.5GW，装机规模世界第一，是行业名副其实的引领者。我们预计 2014 年末中电投集团公司光伏装机容量将接近 4GW，继续引领全球。

集团将贯彻重清洁能源发展的思路，按照规划到 2015 年将实现可控装机容量 100GW，其中清洁能源发电容量比重达到 40%。到 2020 年，中电投集团将实现控股装机容量 140GW，其中水电、核电、风电、太阳能等清洁能源比重将达到 50%。

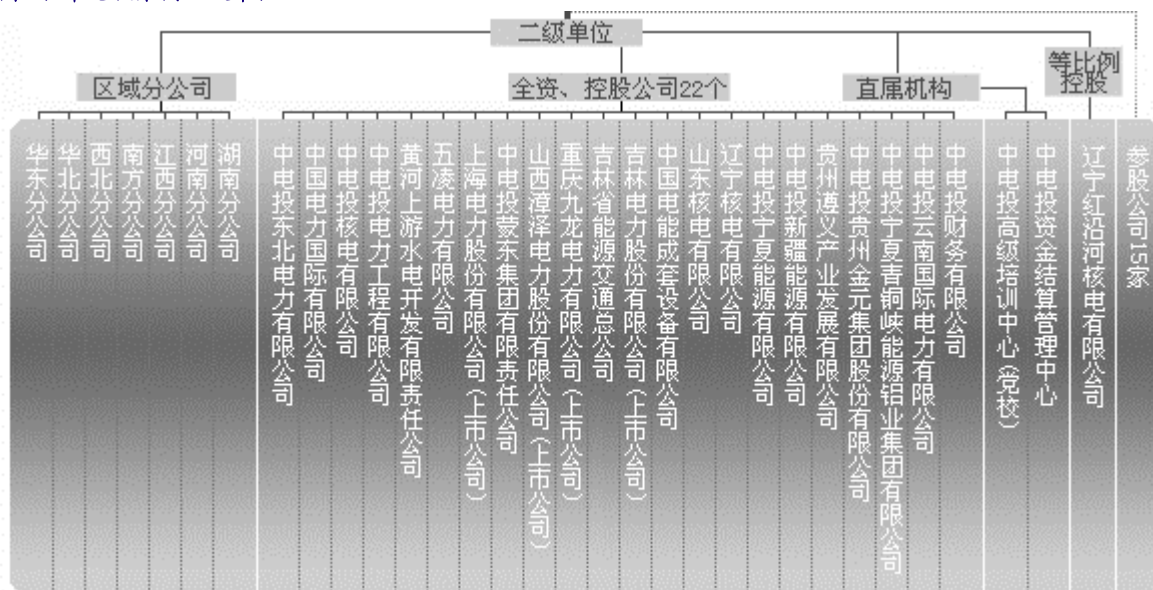
## (二) 为提高专业化管理能力，中电投或将整合集团光伏资产

与华能、大唐、国电不同，中电投没有专业的新能源公司，光伏资产分布在各二级单位。为提高专业化管理能力，解决同业竞争问题，我们认为中电投很有可能整合集团光伏资产、成立新能源公司符合行业一般发展规律。

### 1、中电投集团光伏资产分布在各二级单位，部分属于上市公司

集团二级单位包括区域分公司、全资或控股公司、直属机构、等比例控股公司以及参股公司超过 45 家（图 3）。

图 3、中电投集团二级单位



资料来源：中电投集团网站，中国银河证券研究部整理

为拉动二级单位对光伏等清洁能源项目投资的积极性,集团并未明确规定下属二级单位对光伏等清洁能源项目投资、收购的范围。同一地区或有多家二级单位从事光伏等清洁能源项目的开发运营,如青海省有黄河公司和吉电股份(000875.SZ),江苏省有江苏分公司、上海电力(600021.SH)和黄河公司,甘肃省有中电国际(2380.HK)、黄河公司和吉电股份(000875.SZ),新疆自治区有新疆能源化工和华北公司,宁夏自治区有黄河公司和宁夏能源铝业,河北有河北公司、东方热电(000958.SZ)和华北分公司,山西有华北分公司和国际矿业(表1)。

其中,吉电股份、上海电力、东方热电为A股上市公司,中电国际为港股上市公司。

**表1、中电投集团各地区参与光伏项目的二级单位**

光伏电站所在区域	二级单位
青海	黄河公司、吉电股份(000875.SZ)
新疆	新疆能源化工、华北分公司
江苏	江苏分公司、上海电力(600021.SH)、黄河公司
甘肃	中电国际(2380.HK)、黄河公司、吉电股份(000875.SZ)
宁夏	黄河公司、宁夏能源铝业
河北	河北公司、东方热电(000958.SZ)、华北分公司
山西	华北分公司、国际矿业
云南	云南分公司

资料来源:中国银河证券研究部整理,截止2013年末数据

## 2、中电投集团整合成立新能源公司符合行业发展一般规律

从其他发电集团来看,华能、大唐、国电都成立了专业新能源公司华能新能源、大唐新能源、龙源电力(表2),实现精细化管理。截止2013年末,华能新能源总装机容量为6.55GW,其中风电6.22GW,光伏0.33GW。大唐新能源控股5.84GW装机容量,其中风电5.72GW。龙源电力规模最大,控股装机容量14.07GW,其中风电11.9GW。

目前,中电投集团光伏项目超过2.6GW、风电项目超过4.7GW,已经到一定规模。为提高专业化管理能力,解决同业竞争问题,我们认为中电投很有可能整合集团光伏资产、成立新能源公司符合行业一般发展规律。

**表2、华能新能源、大唐新能源和龙源电力为华能、大唐、国电下属专业新能源公司,主要为风电项目**

公司名称	代码	集团持股	主营业务(截止2013年底规模)	注册地	收入规模 (亿元)	利润规模 (亿元)	市值 (亿元)
大唐新能源	1798.HK	57.4%	控股装机容量5.84GW,其中,风电5.72GW,水电(包含少量风电)2.48GW。	中国北京	57	2	70
华能新能源	0958.HK	61.3%	总装机容量6.55GW,其中,风电6.22GW、光伏0.33GW	中国北京	58	9	210
龙源电力	0916.HK	28.2%	控股装机容量14.07GW,其中风电11.91GW	中国北京	191	20	542

资料来源:中国银河证券研究部整理。均为2013年底数据;收入规模、利润规模均为2013年全年数据;市值为2014年9月1日市值。币种为人民币。

### （三）光伏资产打包上市顺应国企改革大潮、助推更快发展

顺应国企改革大潮推动混合所有制，借助上市融资功能优化融资方式、降低负债率，助推集团公司光伏板块更快发展，我们认为中电投最终将整合的光伏资产打包上市。

#### 1、集团光伏资产上市符合混合所有制改革要求

集团光伏资产的上市，符合国有企业混合所有制的改革需求：

- （1）提高集团对社会公众的透明度；
- （2）社会公众来通过持有上市公司股权，参与垄断行业、新兴产业的项目投资；
- （3）通过社会公众的监督参与，提高集团光伏项目管理及经营能力；
- （4）借助上市融资平台，进一步加大集团高杠杆、低融资成本的项目优势，做大做强光伏业务，实现国有资产保值增值。

#### 2、借助上市融资平台，优化融资方式、降低负债率，助推集团光伏更快发展

2013 年底集团光伏项目平均造价 9.3 元/瓦，2014 年下降至 8.5 元以内以后，每瓦投资仍然是火电的近 3 倍。目前中电投集团新能源项目投资已占到集团总体投资的一半，继续发展的资金压力很大。借助上市平台，增加融资渠道，对中电投集团扩大投资规模、降低整体负债水平、促进光伏板块更好更快发展具有重大意义。



#### (四) 我们认为公司是集团注入的最佳标的

中电投集团持有 7 家上市公司的股权，A 股为上海电力、中电远达、露天煤业、吉电股份和公司，港股为中电国际和中国电力新能源（表 3）。其中，中电远达主营业务为环保工程，露天煤业为煤炭开采及销售。扣除主要为火电运营的上市公司中电国际（火电装机 12.34GW）、上海电力（6.03GW）、漳泽电力（超过 6.7GW）、吉电股份（2.77GW）后，剩余中国电力新能源和公司。前者广泛涉及风电、天然气、水电、光伏、垃圾发电发电，市值约 52 亿，目前被集团二级单位中电国际代管，注册地在百慕大。

相比之下，公司主营业务为热电，但热电资产少并且因政策要求热电资产正在减少，公司定位仍不明确，我们认为最有可能成为中电投集团旗下唯一清洁能源运营平台。

表 3、中电投集团直接或间接持上市公司简介

公司名称	代码	集团持股	主营业务（截止 2013 年底规模）	注册地	收入规模 (亿元)	利润规模 (亿元)	市值 (亿元)
中电国际	2380.HK	63.6%	火电 12.34GW，水电（包含少量风电）2.48GW	中国香港	190	23	191
上海电力	600021.SH	61.7%	权益装机容量 8.48GW，其中，煤电 6.03GW、 气电 2.24GW、新能源 0.20GW	中国上海	151	13	98
中国电力 新能源	0735.HK	28.2%	风电 862.59MW、天然气 324.36MW、水电 595.8MW、光伏 100MW、垃圾发电 54MW	百慕大	22	3	52
中电远达	600292.SH	46.6%	环保工程	中国重庆	33	2	129
露天煤业	002128.SZ	69.4%	煤炭开采及销售	中国内蒙	62	9	98
吉电股份	000875.SZ	26.7%	总装机容量 3.35GW，其中火电 2.77GW，风电 0.50GW,光伏 0.09GW	中国吉林	43	0	46
东方热电	000958.SZ	59.10%	集中供热	中国河北	7	7	55

资料来源：中国银河证券研究部整理。集团间接和直接持股合计，A 股上市公司为 2014 年中报数据，港股为 2013 年底数据；收入规模、利润规模均为 2013 年全年数据；市值为 2014 年 8 月 27 日市值。币种为人民币。

## 二、中电投光伏电站资产质量好，盈利能力强

中电投光伏项目盈利能力强，主要因为：1、造价控制能力强，目前包括前期、土地、送出等全部费用的动态造价控制在 8.5 元/瓦以下；2、采用集中招标，设备价格、质量、供货有保障；3、集团 18 年折旧，对比行业内通行的 20-25 年折旧，前期利润明显低估；3、河北省光资源相对较好、无限电，电站盈利好，中电投河北项目盈利更好。此次被收购的中电投河北项目 2014 年上半年每瓦盈利分别为 0.36 元和 0.38 元，全年可超过 0.7 元。

本章节我们将对三个实际项目和我们的模型进行对比。三个实际项目为公司收购的河北易县 20MW、沧县 50MW 项目，某新疆 100MW 项目，基本资料如下：

中电投河北易县新能源发电有限公司，位于河北省保定市，成立于 2012 年 4 月 10 日，并网运营光伏电站规模 20MW。从报表上看，我们预计项目并网时间为 2012 年末或 2013 年初。项目上网电价为 1 元/千瓦时，并且运营前三年，河北省给予 0.3 元/千瓦时的上网发电补贴。

中电投沧州渤海新区新能源发电有限公司，位于河北省沧州市，成立于 2013 年 2 月，50 MW 光伏电站于 2013 年 5 月开工建设，当年 12 月 18 日开始整体并网调试，2014 年 1 月起正式进入商业运营。项目上网电价为 1 元/千瓦时，并且运营前三年，河北省给予 0.3 元/千瓦时的上网发电补贴。公司设立“四部一场”，即综合管理部、计划财务部、生产安全与工程部、项目开发部和光伏发电场共 5 个部门，现有员工 31 人（含劳务派遣员工 1 人）。

某新疆 100MW 项目，位于新疆维吾尔自治区博尔塔拉蒙古自治州博乐市，成立于 2012 年 6 月，已并网运营合计 100MW 光伏电站，享受上网电价均为 1 元/千瓦时。

## （一）中电投光伏项目造价控制严格，处于行业较低水平

至 2013 年底，中电投光伏平均单位千瓦造价 10.4 元，2013 年新增光伏平均单位千瓦造价 9.3 元，到目前，包括前期、土地、送出等全部费用的动态造价已控制在 8.5 元/瓦以下。

每瓦总资产相当于光伏项目每瓦造价。易县为 2012 年开建项目，每瓦总资产为 10.93 元。沧县为 2013 年开建项目，每瓦总资产 8.44 元。新疆项目也为 2013 年开建项目，每瓦总资产为 11.65 元（表 4）。在三个项目每瓦总资产的比较中，同为 2013 年建设的项目，新疆项目比中电投沧县项目高 38%，比 2012 年建设的易县项目还高 7%。（注一）

表 4、三个项目每瓦资产负债表比较（单位：元）

	20MW 易县	20MW 易县	50MW 沧县	100MW	100MW
	2013A	2014H1	2014H1	2013A	2014H1
货币资金	0.22	1.05	0.31	0.23	0.09
应收账款	0.85	1.30	0.57	0.34	0.74
<b>其他流动资产（待抵扣增值税进项税额）</b>				<b>0.15</b>	<b>0.15</b>
其他	1.45	0.18	0.02	0.09	0.08
流动资产合计	2.53	2.53	0.91	0.81	1.06
<b>固定资产（注五）</b>	<b>7.96</b>	<b>7.71</b>	<b>7.43</b>	<b>4.64</b>	<b>6.44</b>
<b>在建工程（注五）</b>	<b>0.40</b>	<b>0.37</b>	<b>0.06</b>	<b>2.07</b>	<b>1.29</b>
<b>其他非流动资产（注五）</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>2.87</b>	<b>2.86</b>
非流动资产合计	8.40	8.12	7.53	9.58	10.59
<b>资产合计（注一）</b>	<b>10.93</b>	<b>10.65</b>	<b>8.44</b>	<b>10.39</b>	<b>11.65</b>
应付票据			0.80	0.50	0.00
<b>应付账款（注四）</b>	<b>1.12</b>	<b>0.74</b>	<b>1.29</b>	<b>0.82</b>	<b>0.20</b>
其他应付款	3.70	3.79	0.03	2.89	3.18
一年内到期的非流动负债	0.00	0.94	0.48	0.15	0.25
<b>应交税费</b>	<b>-0.74</b>	<b>-0.63</b>	<b>-0.78</b>	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
流动负债合计	4.08	4.84	1.84	4.37	3.64
长期借款			4.22	4.32	6.18
长期应付款	3.49	2.09			
负债合计	7.57	6.94	6.06	8.68	9.81
实收资本	2.50	2.50	2.00	1.69	1.69
盈余公积	0.09	0.12	0.00	0.00	0.00
未分配利润	0.77	1.09	0.38	0.02	0.14
股权权益合计	10.93	10.65	2.38	1.71	1.83

资料来源：公告，中国银河证券研究部整理

## （二）发挥集团优势，对供应商要求严格，保障电站盈利水平

目前中电投采取组件、逆变器集中统一采购方式，与供应商建立长期合作关系，设备价格、供货及质量有保障，从而保障电站运行效益，同时发挥集团对供应商的优势地位，长期占用设备商资金，减少财务费用。

### 1、集中招标，建立长期合作关系，设备价格、供货、质量都有保障

目前中电投采取组件逆变器集中统一采购方式，每年年初按照投产计划安排统一招标，并按照投产项目产品质量对供应商打分。建立长期合作关系，提前锁定价格，让供应商重视产品质量，合理安排供货时间。

通过对供应商的严格要求，集团电站发电运行效益好，每瓦电费收入高。表 5 可见我们测算的模型，每瓦电费收入为 1.44 元，而集团两个电站，2013 年初开始运营的易县，2013 年全年每瓦电费收入均超过 1.50 元，2014 年上半年超过 0.80 元，2014 年初开始运营的沧县项目仅上半年就有发电收入 0.84 元。而新疆项目 2014 年上半年仅 0.39 元。（注二）

表 5、三个项目每瓦利润表比较

		20MW 易县	20MW 易县	50MW 沧县	100MW	100MW
	模型测算	2013A	2014H1	2014H1	2013A	2014H1
含税上网电价（元/千瓦时）	1.30					
不含税上网电价（元/千瓦时）	1.11					
发电小时数（小时）	1300					
<b>每瓦电费收入（元）（注二）</b>	<b>1.44</b>	<b>1.50</b>	<b>0.80</b>	<b>0.84</b>	<b>0.39</b>	<b>0.39</b>
折旧						
折旧年限	20.00					
每瓦年折旧	0.45					
每瓦管理费用（元）	0.05				0.02	0.03
每瓦运营成本（元）	0.50	0.70	0.36	0.30	0.15	0.19
利息						
每瓦投资（元）	9.00					
贷款比率	0.80					
贷款利率	6.5%					
<b>每瓦利息费用（元）（注三）</b>	<b>0.47</b>	<b>0.19</b>	<b>0.08</b>	<b>0.16</b>	<b>0.15</b>	<b>0.11</b>
无补贴度电盈利（元）	0.48	0.60	0.36	0.38	0.04	0.12
其他补贴或支出	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
含补贴度电盈利（元）（注七）	0.48	0.85	0.36	0.38	0.04	0.12

资料来源：公告，中国银河证券研究部整理。此处运营成本包括营业成本和管理费用，不包含财务费用。

## 2、中电投设备占款能力强，减少贷款负担，降低财务费用

我们测算的模型，按照 9 元/瓦的造价，80%的贷款比例，6.5%的贷款成本，每瓦利息费用为 0.47 元，而集团的两个电站，2013 年初开始运营的易县，全年每瓦利息费用 0.19 元，2014 年初开始运营的沧县项目上半年每瓦利息费用 0.16 元。而新疆项目 2014 年上半年为 0.11 元。（注三）

中电投项目每瓦利息费用低，并且随着本金的不断减少，每年利息费用也在逐渐减少。此外，中电投项目对供应商的议价能力强，设备款占用能力强。中电投项目资产负债率低，70%左右，并且每年折旧后，负债率呈下降趋势（表 6）。从表 4，中电投两个项目每瓦应付账款第一年分别为 1.12 元和 1.29 元，第二年为 0.74 元。新疆项目，第一年为 0.80 元，第二年为 0.20 元。（注四）

新疆项目每瓦利息费用低于中电投项目，并且利息费用逐渐上升，但负债率 84%（表 6），而银行最大幅度也是贷款项目投资总额的 80%。我们认为公司可能贷款有一些困难，支撑工程建设的是一些往来款。

表 6、三个项目资产负债率比较

	20MW 易县	50MW 沧县	100MW
2013A	69%		84%
2014H1	65%	72%	84%

资料来源：公告，中国银河证券研究部整理

### （三）中电投光伏项目折旧为 18 年，前期利润明显低估

中电投光伏项目前期利润明显低估。作为央企的子公司，公司财务管理更加正规和偏保守，转固更及时，且集团公司执行的 18 年折旧比 20 年折旧前 18 年每年减少利润 0.05 元/瓦。

## 1、中电投项目在建资产转固更及时、前2年折旧也更高

从实际项目来看，中电投项目在建资产转固更及时、前2年折旧也更高。

同样是在2013年末并网运营的电站，2014年中电投项目已基本完成转固，而新疆项目仍有1.29元/瓦的在建工程，固定资产的20%未转固，并且还有2.24元/瓦的预付工程设备款在其他非流动资产项内未进入固定资产，即公司已现金支付给设备厂商购买设备，而设备仍在路上或库存内，并未安装。（注五）

中电投易县项目，2013年全年固定资产折旧0.38元，2014年上半年0.25元，沧县项目2014年上半年0.18元，而新疆项目2013年0.14元，2014年上半年为0.12元。（注六）

表7、三个项目现金流量表比较（单位：元）

	20MW 易县	20MW 易县	50MW 沧县	100MW	100MW
	2013A	2014H1	2014H1	2013A	2014H1
度电盈利	0.85	0.36	0.38	0.04	0.12
<b>固定资产折旧（注六）</b>	<b>0.38</b>	<b>0.25</b>	<b>0.18</b>	<b>0.14</b>	<b>0.12</b>
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.21	0.09	0.16	0.18	0.11
存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性应收项目的减少	-1.07	0.83	-0.45	-0.32	-0.39
经营性应付项目的增加	3.53	0.14	0.12	2.84	0.00
长期待摊费用摊销	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>3.91</b>	<b>1.67</b>	<b>0.40</b>	<b>2.88</b>	<b>-0.04</b>
<b>扣除往来款后经营活动产生的现金流量净额（注八）</b>	<b>3.91</b>	<b>1.67</b>	<b>0.41</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.04</b>

资料来源：公告，中国银河证券研究部整理，此表为每瓦的现金流量表，单位为元

## 2、中电投光伏项目折旧为 18 年，前期利润每瓦至少低估 0.05-0.14 元

中电投光伏项目折旧为 18 年，前期利润每瓦至少低估 0.05-0.14 元。集团项目前期利润如果按照 20 年折旧方式，可以增加至少 0.05 元/瓦的利润，如果按照 25 年折旧方式，那可以增加至少 0.14 元的利润。（表 8）

表 8、不同折旧年限下每年每瓦折旧的比较（单位：元）

	第 1 到第 18 年	第 19 到第 20 年	第 21 到第 25 年
18 年折旧	0.50		
20 年折旧	0.45	0.45	
25 年折旧	0.36	0.36	0.36

资料来源：中国银河证券研究部整理，此表为按照 9 元/瓦的造价，每瓦的折旧成本，单位为元

### （四）河北电站光资源较好、无限电、盈利好，中电投项目更好

河北省内用电负荷大，光伏项目没有消纳问题，北部地区发电小时数 1300 小时，南部地区 1200 小时，属于中、东部光资源较好的地区。河北省政府在国家补贴的基础上，给予采用当地组件的光伏项目前三年度电 0.3 元的发电补贴。我们按照 1.30 元的上网电价、1300 的发电小时数、9 元/瓦的投资成本、20 年折旧、80%的贷款、6.5%的贷款利率，测算出每瓦年盈利可达 0.48 元。

公司背靠央企，项目盈利更优。2013 年初开始运营的易县，2013 年全年每瓦电费利润 0.86 元，2014 年上半年 0.36 元。2014 年初开始运营的沧县项目仅上半年就有发电利润 0.38 元。（注七）

### 三、收购项目自身造血能力强，公司发展后劲足

公司收购项目前三年度电补贴 0.3 元，按照 9 元的造价，20%的资本金，0.7 元的度电盈利，三年可收回投资，即在不融资的情况下，电站规模三年或可翻一倍。光伏运营属公共事业，公司背靠央企，获取项目资源的能力强，项目杠杆比例高，融资成本低，加上项目本身具有较强的造血能力，我们认为公司转型后，业绩将持续爆发性增长。

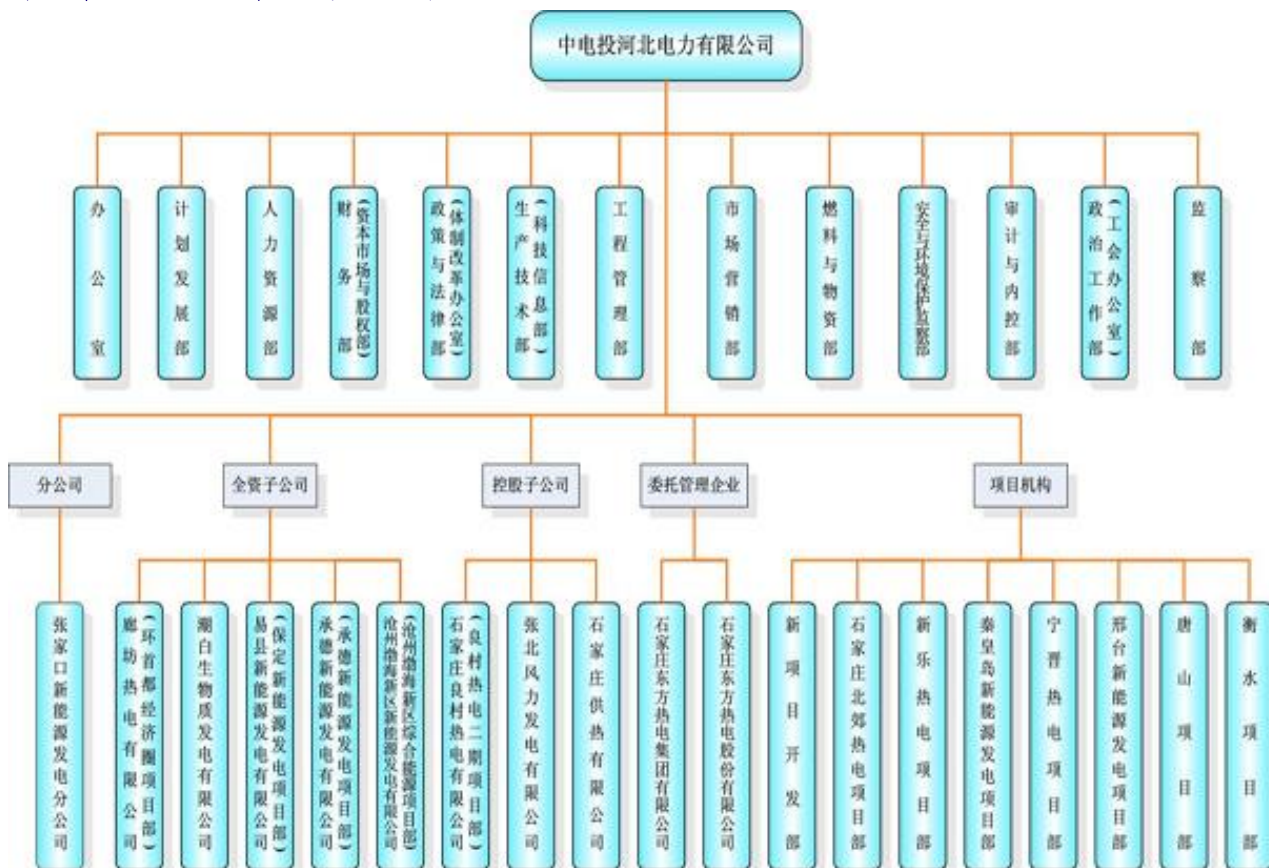
#### (一) 公司收购集团资产价格低，项目造血能力强

公司收购中电投集团易县、沧县两个光伏项目共 70MW，收购价格仅为 1.14 倍 PB，4.19 倍 PE。按照 9 元的造价，20%的资本金，0.7 元的度电盈利计算，三年可收回投资，即在不融资的情况下，电站规模三年或可翻一倍。

#### 1、为保证公司股东的合法利益，河北公司 70MW 光伏项目收购价格仅为 1.14 倍 PB，4.19 倍 PE

目前公司与中电投河北公司为一套班子两块牌子，管理层和下设职能部门事实上为一套人员，资产已实现统一管理，只是所有权分属两个公司。

图 4、中电投河北电力有限公司组织机构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理



中电投集团易县、沧县两个光伏项目共 70MW，截止 2014 年 6 月底，净资产 1.93 亿元，上半年实现利润 2638 万元。此次收购为关联交易，为保证公司股东的合法利益，现金收购价格为 2.21 亿元，仅约 1.14 倍 PB、4.19 倍 PE（表 9）。

**表 9、此次光伏项目现金收购价格仅为 1.14 倍 PB，4.19 倍 PE**

规模	名称	总资产 (万元)	权益 (万元)	利润 (万元)	收购价格 (万元)	PB	PE
20MW	易县	21,297	7,423	1,427	7,865	1.06	5.51
50MW	沧县	42,202	11,925	3,850	14,254	1.20	3.70
70MW	合计	63,499	19,348	5,277	22,120	1.14	4.19

资料来源：中国银河证券研究部整理，数据截止日期为 2014 年 6 月 30 日，其中，全年利润预测为 2014H1 审计后的利润乘以 2

## 2、中电投项目现金流好

我们在第二章分析了中电投项目，盈利高、前期折旧高、应付账款高。这些都大幅增加项目现金流入。

此外，中电投项目，补贴到位、应收账款少。从实例来看，中电投两个项目应收账款占营业收入比重大幅低于新疆项目，并网初期前者为 57% 和 68%，后者为 89%（表 10）。有些民企光伏项目已经建设完成并网成功，对外宣称已拿到指标并可以拿到补贴，而实际情况大部分都是，项目在省发改委盘子里，但并未在国家配额盘子里，因此拿不到补贴。中电投项目不会出现类似情况，项目补贴及时到位。

综上所述，中电投项目现金流好。2014 年上半年扣除往来款后经营活动产生的现金流量净额，中电投两个项目一个为 1.67 元/瓦，另一个为 0.41 元/瓦，而新疆项目几乎为零。（注八）

**表 10、中电投项目应收账款占营业收入比重低于参考的新疆项目**

	20MW 易县	50MW 沧县	100MW
2013A	57%		89%
2014H1	163%	68%	191%

资料来源：公告，中国银河证券研究部整理

## 3、无需融资，公司光伏装机规模三年即可翻倍

中电投河北项目盈利非常好，根据我们的模型，按照 9 元/瓦的初始投资，20% 的负债率，实际投资为 1.8 元/瓦。年利润 0.7 元/瓦利润，不到 3 年可收回投资，即在不融资的情况下，电站规模三年或可翻一倍。

## （二）背靠央企，公司获取项目资源的能力强

中电投是全国性央企，在全国均有较强的资源获取能力。公司背靠中电投，获取资源能力强，特别是在河北地区这个全国光伏项目建设重点区域。公司持有河北省最早的光伏项目—易县 20MW 项目，并通过水光互补等新光伏利用形式，抢占优势资源。

### 1、中电投在全国均有较强的资源获取能力

中电投集团是全国性央企，其二级单位与省级发改委平级。集团在全国各地均有机构涉足光伏项目，积累了大量前期工作经验，有较强的资源获取能力。

2010 年末集团仅 2MW 光伏电站项目。在过去 6 年集团光伏项目规模经历了从无到有，再到全球第一的跨越。2013 年，中电投集团光伏发电容量增长了 3.28 倍，达 2.5GW，占全国的 11%，装机规模世界第一，是行业名副其实的引领者。

### 2、创新光伏利用形式，抢占优势资源

中电投水光互补、渔光互补、风光互补建设积累经验多。丰富的建设经验可以争取更多的光伏建设指标。

中电投龙羊峡水光互补项目场址位于青海省共和县恰卜恰镇塔拉滩，将龙羊峡水电站和光伏电站组合为一个电源，总体规划 850MWp，其中一期建设规模 320MWp，已于去年底建成投产，为世界单体最大的光伏项目。二期 530MWp 作为国家重点建设项目，不占用青海省指标，已于近期开工建设。

中电投建湖光伏发电项目是江苏省首个“渔光互补”项目，利用盐城市建湖县部分湖荡滩涂地及鱼塘建设大型并网光伏电站。项目规划 200MWp，目前已投产 60MWp。

中电投河北公司宣化风光互补发电工程一期风电 49.5 兆瓦、光伏发电 20 兆瓦已开工，计划年内投产。

### 3、借力京津冀一体化，公司在特殊省份具有特殊优势

京津冀一体化，一是环境治理，二是发展经济。河北省重工业密集、污染严重且临近北京，节能减排的任务很重，环境治理有求逐步关停燃煤机组，电力供应出现巨大缺口。发展经济需要投资拉动，发展清洁能源同时满足两者要求，同时河北有英利、晶澳等组件生产企业，投资光伏发电一举三得，一定会成为河北省的重点发展方向。并且，省内用电负荷大、没有消纳问题，太阳能资源相对较好，是全国范围内发展光伏发电最好的地区之一。

从年初安排的新增光伏发电建设规模看，河北省获得 600MWp 分布式和 400MWp 光伏电站总计 1GWp 指标，在全国各省中位居第四。吴新雄局长嘉兴讲话明确提出增加河北省指标，近期，河北下达第二批年度计划，加上第一批和分布式，总容量已达 2.8GWp。

公司持有河北省第一个光伏项目易县 20MW，此项目获得政府 500 万元的直接补贴。拥有先发优势的中电投 2014 年在河北省总计获得 320MW 的光伏建设额度。

**表 11、中电投获取资源能力强，2014 年在河北省获得 320MW 的光伏建设额度**

编号	建设单位	项目名称	核准规模 (MW)
3	中电投河北分公司	沧州渤海新区 50MW 光伏电站	50
5	中节能太阳能科技有限公司	怀来 20MW 光伏农业科技大棚电站项目	20
6	中电投河北电力有限公司	承德县光伏发电项目	20
7	中电投河北电力有限公司	承德县二期 80MW 光伏发电项目	80
8	中电投河北电力有限公司	邢台县皇寺一期 20MW 光伏发电项目	20
9	中电投河北电力有限公司	邢台县皇寺一期 30MW 光伏发电项目	30
11	中电投河北电力有限公司	宣化风光互补工程一期项目	20
12	中电投河北电力有限公司	曲阳县孝墓 50MW 地面光伏电站项目	50

资料来源：能源局，中国银河证券研究部整理

### （三）央企融资能力强，提高项目收益水平

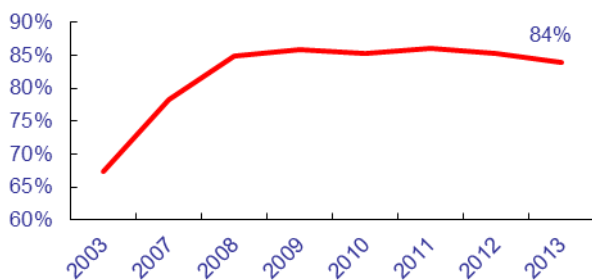
央企持续放杠杆能力强、杠杆比例高、融资成本低。央企贷款一般由集团资产担保，因此利率一般为基准利率，甚至下浮，因此提高杠杆率可提高净资产收益率。五大发电集团自 2008 年起，负债率一直维持在 85% 左右。

#### 1、发电集团杠杆比例高，负债率超过 84%

通过持续放杠杆，过去 10 年五大发电集团实现如此之惊人的装机规模增长、发电量增长。截至 2013 年年底，全国发电装机超过 12 亿千瓦，10 年间翻了两番，其中五大发电集团占比为 46.5%。发电量超过 50 万亿千瓦时，10 年间增长了 2.5 倍，其中五大发电集团占 47.3%。

自 2008 年起，五大发电集团负债率一直维持在 85% 左右。央企杠杆比例高，持续放杠杆能力强。

**图 5、五大发电集团自 2008 年起，负债率一直维持在 85% 左右**



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 2、高杠杆比例、较低贷款成本，提高项目收益水平

有集团固定资产做抵押，央企贷款利率低，一般都为基准利率，有时下浮。净资产收益率=销售净利率\*资产周转率\*杠杆比率。第二章我们分析了集团项目盈利好，因此项目总资产报酬率高于负债利息率，提高杠杆比例可以提高净资产收益率。

按照 9 元/瓦的造价，80%的贷款，贷款上浮 10%相当于增加 5 分钱利息费用。根据我们的模型，0.05 元利息费用的增加，相当于净利润降低 10%。（表 12）

通过加大杠杆比例，同样规模的资本可以投资更多项目。以光伏项目为例，10 元的资本金，80%的贷款比例可投资 5.6 瓦，70%投资 3.7 瓦，60%投资 2.8 瓦，50%投资 2.2 瓦。（表 13）

较低融资成本、放大杠杆比例，投资收益非常可观。我们仍以光伏项目为例，10 元的资本金，80%的贷款比例，可投资 5.6 瓦，按 6.5%的基准利率，第一年每瓦利息费用 0.47 元，10 元投资首年即可获得 2.6 元的利润。如按照 60%的贷款比例投资 2.8 瓦，上浮 10%的利率每瓦利息费用 0.51 元，10 元投资首年即可获得 1.2 元的利润，不到前者利润的一半。（表 14）

**表 12、基准利率比上浮 10%的利率，降低 5 分钱/瓦的利息费用**

	下浮 10%	基准利率	上浮 10%
贷款利率	5.9%	6.5%	7.2%
贷款利息（元）	0.42	0.47	0.51
每瓦利息费用差别（元）	-0.05	0.00	0.05

资料来源：中国银河证券研究部整理，按照 9 元/瓦的造价，80%的贷款

**表 13、贷款比例下降 20%，可投资项目规模缩小 50%**

	案例 1	案例 2	案例 3	案例 4
贷款比例	80%	70%	60%	50%
项目瓦数	5.6	3.7	2.8	2.2

资料来源：中国银河证券研究部整理，按照 9 元/瓦的造价，80%的贷款，10 元资本金可投资项目瓦数

**表 14、提高杠杆比例、较低贷款成本，投资收益更高**

	案例 1	案例 2
贷款比例	80%	60%
贷款利率	6.5%	7.2%
项目个数	5.56	2.78
每瓦利润（元）	0.48	0.43
投资收益（元）	2.6	1.2

资料来源：中国银河证券研究部整理，按照 9 元/瓦的造价，不同贷款比例、不同贷款利率，10 元资本金可投资项目个数、每瓦利润以及投资收益

## 四、公司热电面向工业客户，盈利好、现金流好

热电一、二、三、四厂面向居民用户，热价低，盈利情况差，关停可减少公司亏损。良村热电和供热公司面向居民用户，热价高且需求稳定，未来将提供给公司提供稳定盈利。根据中电投集团承诺，河北区域热电资产也将逐步注入。

### （一）公司将逐步关停的居民供热电厂

在收购光伏资产前，主营业务为热电联产和集中供热，担负着石家庄市的大部分民用供热及冶金、化工、机械、造纸、棉纺、印染等数百家工商企事业单位的热力供应任务，是除了建投能源外河北地区仅有基础设施类上市公司。

公司热电厂资产主要包括：母公司持有的热电一厂 6 台机组、二厂 A 站 5 台机组、三厂 4 台机组、四厂三台机组；控股持有 82% 股权的石家庄经济技术开发区东方热电有限公司；参股持有 49% 股权的石家庄良村热电有限公司，以及 33% 股权的中电投石家庄供热有限公司。

根据国家发展和改革委员会发改能源[2009]469 号文《国家发展改革委关于河北石家庄良村热电“上大压小”工程核准的批复》和石家庄应对气候变化及节能减排领导小组办公室石节减办[2009]3 号文件《石家庄市节能减排工作领导小组办公室关于下达 2009 年淘汰落后产能计划的通知》，结合裕华热电、西郊热电、良村热电等替代热源工程建设进度，公司所属热电一厂、热电二厂 A 站、热电三厂、热电四厂、石家庄经济技术开发区东方热电有限公司发电机组及附属设施计划于 2009 年 9 月和 2010 年 12 月分批关停。2009 年 10 月 11 日，热电四厂全面停产；2011 年 12 月 30 日，石家庄经济技术开发区东方热电有限公司停产备用；2013 年 3 月 15 日，热电一厂全面关停。受替代热源建设进度影响。

目前，热电三厂因夏季关停，未来将根据政府文件要求适时关停。热电二厂仍正常运行。参股持有 49% 股权的石家庄良村热电有限公司以及 33% 股权的中电投石家庄供热有限公司正常运行。

热电一、二、三、四厂面向居民用户，热价低，盈利情况差，关停可减少公司亏损。良村热电和供热公司面向居民用户，热价高且需求稳定，未来将提供给公司提供稳定盈利。

### （二）工业供热电厂热价高、需求稳定

良村热电和供热公司面向居民用户，热价高且需求稳定，未来将提供给公司提供稳定盈利。

#### 1、非居民供热每平方米价格比居民采暖价格高出 50%

根据 2011 年 6 月 9 日石家庄市物价局、市建设局颁布的石价【2011】67 号文，《关于调整我市市区非居民供热价格的通知》。非居民供热（蒸汽）价格按表计量的，调整为 62.6 元。按面积计算的，由现行的每采暖期每平方米 25.6 元调整为 31 元。居民采暖价格由现行每采暖期每平方米 18.4 元调整为 22 元。通知有效期至 2016 年 5 月 11 日止。

## 2、良村热电承担经济技术开发区全部及高新技术开发区东区的供热任务，工业用户比例达到 80%

良村热电目前总装机容量为 30 万千瓦（300MW）。截至 2011 年末，供热管网长度达 35 公里，供热面积 120 万平方米，实现售热量 93.69 万吉焦。良村热电规划一期规模为 600MW，供热范围约 65 平方公里，建成后将实现采暖供热 810 万平方米，供热能力 400 吨/小时，实现年供电 35 亿千瓦时。

良村热电承担经济技术开发区全部及高新技术开发区东区的供热任务，工业用户比例达到 80%。

石家庄经济技术开发区 2013 年被国务院正式批准为国家级开发区，引进了世界 500 强美国 ADM 公司、日本住友商事、日本株式会社、瑞典富士华以及华药、石药、四药、石家庄卷烟厂、益海粮油、河冶科技、太行机械、四方通信、中电投等一大批投资规模大、技术含量高的公司。开发区内还有一批在国内外具有较强影响力，世界最大的链霉素生产厂华胜公司、世界最大的金刚石生产商冀凯富士华集团、拥有亚洲最大的半合抗生产基地的倍达公司、全国最大的无公害生物农兽药生产企业爱诺公司等。

石家庄高新技术产业开发区是 1991 年 3 月经国务院批准设立的首批国家级高新区之一。石家庄高新技术产业开发区内共有各类企业 2000 余家，其中工业企业 650 家，外商投资企业 72 家，高新技术企业 98 家。初步形成了生物与现代医药、电子信息、先进设备制造和现代服务业四大主导产业。高新区内有一批国际知名公司，如日本的富士通、日商岩井株式会社、NEG 公司、日绵公司；美国的休斯公司、哈里斯公司、孟山都公司；德国的赫斯特公司；英国的汇丰银行；意大利的萨普拉斯公司等均在区内建立了企业，还有一批已有一定规模和影响的民营企业如以岭药业、科迪药业、实力克液晶、博深工具、先河科技、河北华为、豪威导电玻璃、天山集团、一山集团等。

**表 15、良村热电 2014H1 实现 1.77 亿元净利润**

	2012H1	2012A	2013H1	2013A	2014H1
总资产	29.93	28.31	30.54	29.33	27.65
净资产	2.74	3.41	4.52	7.79	8.85
营业收入	8.00	15.53	6.86	15.20	8.27
营业利润	0.00	1.25	1.08	2.51	2.35
净利润	0.52	1.19	0.81	1.87	1.77
投资收益	0.25	0.58	0.40	0.92	0.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理，单位：亿元

### 3、供热公司占石家庄市供热总面积的 40%

供热公司成立于 2010 年 11 月 25 日,现有供热管网总长度 334 千米,供热面积 3024 万 m<sup>2</sup>,占石家庄市供热总面积的 40%。工业热负荷 666t/h,自管换热站 35 座,拥有热用户 1716 户。公司各热电厂、热源厂以及良村热电的供热管网运行、供热服务、用户开发和热网建设等都有供热公司负责。供热公司下设三个供热单位:其中热网管理一部,负责原热电一厂、热电二厂和湾里庙热源厂的供热区域。热网管理二部,负责热电三厂、永泰电厂的供热区域。热网管理三部,负责小良村电厂和良村热电的供热区域。

表 16、供热公司 2014H1 实现 0.26 亿元净利润

	2012H1	2012A	2013H1	2013A	2014H1
总资产	12.33	15.55	14.99	16.66	14.49
净资产	1.68	1.82	2.18	2.36	2.62
营业收入	5.77	10.47	5.50	9.90	5.25
营业利润	0.00	0.08	0.44	0.62	0.34
净利润	0.06	0.20	0.33	0.54	0.26
投资收益	0.02	0.07	0.11	0.18	0.09

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理,单位:亿元

## 五、盈利预测

### (一) 光伏：河北公司 1GW 光伏电站，每年贡献 6-7 亿净利

我们认为集团将逐步注入光伏资产，而上市公司也将逐步形成自己的光伏团队后续自行开发光伏项目。我们预计中电投河北公司 2014 年末装机规模达 500MW，2015 年超过 1GW，而集团将在 2014 年末完成靠近 4GW 的规模，2015 年规模持续增长。

#### 1、中电投河北公司 2014 年末装机规模达 500MW，2015 年超过 1GW

依据中电投集团的承诺，我们预计此次现金收购 70MW 光伏电站后，预计中电投河北公司未来还有更多优质资源将注入到上市公司。目前，河北公司已将全部资产委托给公司进行管理。

中电投河北公司层面，规划到 2015 年底，可控电力装机容量将达到 2.97GW，其中煤电规模 0.88GW，燃机规模 0.8GW，风电规模 0.24GW，光伏发电规模 1.04GW，清洁能源比重 70%。

中电投集团层面，我们预计 2014 年末光伏装机规模近 4GW。



## 2、注入光伏资产盈利能力及收购价格预测

公司目前持有 70MW 光伏电站，截止 2014 年末，中电投河北公司可入住公司的光伏电站规模超过 400MW。我们预计未来中电投河北公司将持续注入河北光伏项目，公司也将在 2015 年逐渐形成自己的光伏开发运营团队自己建设开发光伏项目。

河北公司 2015 年 1GW 的光伏均在 2013-2015 年间建成，前两年的电站享受河北省度电 0.3 元的度电补贴每瓦净利润在 0.7 元以上，2015 年享受 0.2 元的补贴，我们预计每瓦净利润在 0.6 元以上。我们预计河北公司 1GW 电站全年运营利润约 6-7 亿元，三年之后利息费用下降，盈利仍能保持较高水平。

我们测算，250MW 光伏项目对应利润为 1.75 亿元，收购价格约 7.9 亿元；1GW 光伏项目对应利润 6-7 亿元，收购价格约 31.5 亿元。

表 17、不同规模光伏项目前三及后期盈利预测、收购价格预估。公司目前持有 70MW 光伏电站。

规模 (MW)	总资产		净资产		净利润		盈利备注	收购备注
	(亿元)	每瓦(元)	(亿元)	每瓦(元)	(亿元)	每瓦(元)		
70	6.3	9.1	1.9	2.8	0.53	0.75	按照 2014 年中报测算出每瓦贡献 0.75 元利润。	
250	22.7	9.1	6.9	2.8	1.75	0.70	按照每瓦 0.7 元利润，全年发电可贡献 1.75 亿元	按照 1.14 倍 PB 计算，250MW 需 7.9 亿元
1000	90.7	9.1	27.6	2.8	7.00	0.70	前三年每年可贡献 7 亿元	按照 1.14 倍 PB 计算，1GMW 需 31.5 亿元
1000	90.7	9.1	27.6	2.8	4.80	0.48	三年后河北财政不再给与 0.3 元度电补贴，但仍可贡献至少 4.8 亿元	
2000	181.4	9.1	55.3	2.8	9.60	0.48	后期每年至少贡献 9.6 亿元利润	
3000	272.1	9.1	82.9	2.8	14.4	0.48	后期每年至少贡献 14.4 亿元利润	

注：公司目前持有 70MW 光伏电站，总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

## (二) 热电：参股公司剩余股权大约对应每年 2 亿净利润

公司参股持有良村热电 49% 的股权以及供热公司 33% 的股权，根据 2014 年中报，良村热电实现净利润 1.77 亿元，供热公司实现 0.26 亿元。两块资产 100% 股权全年约可实现 3.5-4 亿元，其中，参股公司剩余股权大约对应每年 2 亿净利润。

### 1、公司持有良村热电和供热公司股权，上半年贡献 0.96 亿元的投资收益

公司参股持有良村热电 49% 的股权以及供热公司 33% 的股权。根据 2014 年中报，良村热电实现净利润 1.77 亿元，供热公司实现 0.26 亿元，合计给公司共享 0.96 亿元的投资收益。

### 2、剩余股权大约对应每年 2 亿净利润，收购价格约 6.5-6.9 亿元

国家发改委 8 月 28 日下发发改价格[2014]1908 号文《国家发展改革委关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》自 9 月 1 日起，河北北网、河北南网燃煤发电机组上网电价将分别下调元/千瓦时（含税）、0.0082 元/千瓦时（含税），调整后标杆上网电价分别为 0.4141 元/千瓦时（含税）、0.4234 元/千瓦时（含税）。工业供暖需求四个季度比较平稳，假设 2014 年下半年盈利情况和上半年相似，那么良村热电剩余 51% 股权对应全年约 1.8 亿净利润，供热公司 67% 股权全年约 0.3 亿元净利润。扣除上网电价下调的因素，我们预计两者合计约 2 亿元净利润。

按照火电 1.05-1.1 倍 PB 收购价格计算，我们预计良村热电 51% 股权需 4.7-5.0 亿元，供热公司 67% 股权需 1.8-1.9 亿元，合计约 6.5-6.9 亿元。

**表 18、良村热电分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 49% 股权。**

股权	总资产(亿元)	净资产(亿元)	净利润(亿元)	收购备注
49%	13.5	4.3	1.7	
51%	14.1	4.5	1.8	按照 1.05-1.1 倍 PB 计算，51% 股权需 4.7-5.0 亿元

注：公司目前持有 49% 股权。总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

**表 19、供热公司分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 33% 股权。**

股权	净资产(亿元)	总资产(亿元)	净利润(亿元)	收购备注
33%	4.8	0.9	0.2	
67%	9.7	1.7	0.3	按照 1.05-1.1 倍 PB 计算，67% 股权需 1.8-1.9 亿元

注：公司目前持有 33% 股权。总资产、净资产为 2014H1 数据，年贡献利润按照 2014 年中报乘以 2 预测

## 附录一、集团收购公司，降低负债率、增加自我造血能力

### （一）无偿划转、定增后，中电投集团成为公司实际控制人，直接和间接持股合计 59.31%

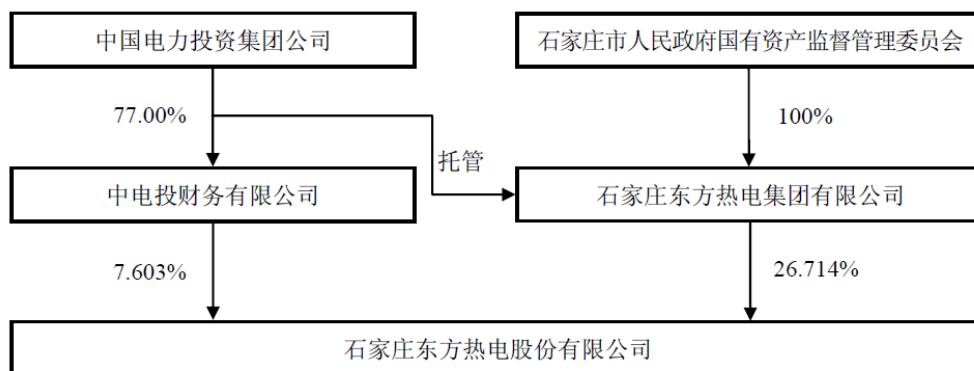
公司原实际控制人为石家庄国资委。因热、电价格严重倒挂、“上大压小”、“淘汰落后产能”等因素，公司一直在亏损边缘，过去 5 年内两度成为\*ST 股。2013 年中电投集团正式入驻公司。

2013 年 5 月 29 日，石家庄市国资委持有的东方集团 100% 股权无偿划转给中电投河北公司（0.80 亿股）。中电投集团下属中电投财务，因司法仲裁（2010 年 3 月 18 日，因中电投财务有限公司购买石家庄市商业银行股份有限公司债权，河北省廊坊市中级人民法院作出[2007]廊指执字第 5-8 号执行裁定书，裁定将石家庄市商业银行股份有限公司持有的本公司 557 万股股票过户至中电投财务有限公司名下，由中电投财务有限公司持有）、债务转移（2010 年 10 月，根据河北省高级人民法院（2004）冀执字第 64-17 号执行裁定书和中电投财务有限公司与石家庄市国资委签订的《股权移交合同》，石家庄东方热电集团有限公司将其持有的本公司 1,720 万股限售流通股抵偿给石家庄市国资委，石家庄市国资委将该 1,720 万股股权移交给中电投财务有限公司）导致股权划转（0.23 亿股）。中电投集团通过其河北公司（持公司股权 16.55%）及财务公司（持公司股权 4.71%）的持股成为公司实际控制人。

2014 年 1 月 15 日，中电投集团向公司定向增发 1.84 亿股。中电投集团通过公司非公开发行直接持股 1.84 亿股，占 38.05%，进一步提升控股比例，至 59%。

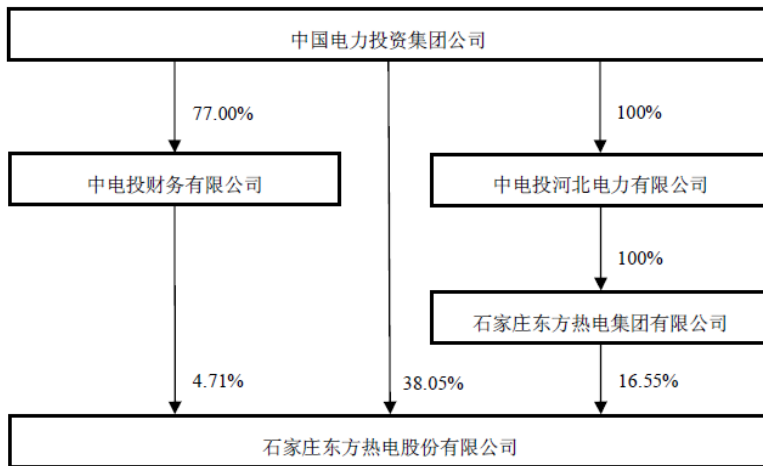
此次收购符合国家需求。中电投集团资产注入以及公司自身发展需求将引导社会资金进入公共事业，推动混合所有制，实现国企改革，符合国家需求。

图 6、无偿划转、定增前，石家庄国资委是实际控制人，间接持股合计 26.714%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 7、无偿划转、定增后，中电投集团成为公司实际控制人，直接和间接持股合计 59.31%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## （二）公司债务重组完成后获得 5.67 亿收益，降低公司资产负债率

中电投集团入驻后，帮助公司完成债务重组获得 5.67 亿重组收益，对公司资源进行整合，提高资产质量及盈利能力。

公司自 2008 年起开始债务重组工作，因金额大，涉及工行、建行、交行、农行、中信银行、民生银行等多家机构，而债权机构自身诉求各异，至迟迟不能取得实质性进展。截止 2013 年 5 月 29 日，在中电投集团的协助下，公司与债权机构签署债务重组相关协议，完成全部债务重组工作。公司以 6.81 亿元的资金共解决逾期债务合计 12.48 亿元，获得债务重组收益 5.67 亿元。

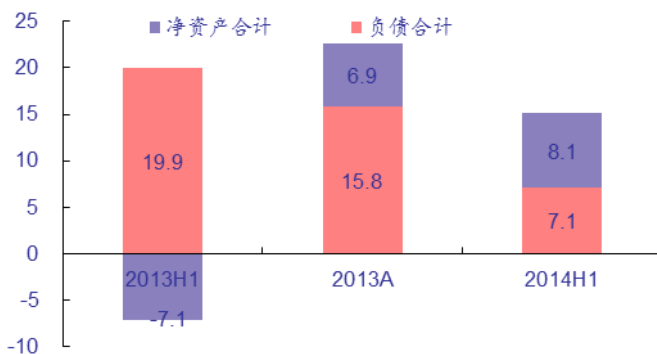
表 20、公司债务重组收益 5.67 亿元

债务方	债权方	本金 (万元)	利息 (万元)	回购金额 (万元)	回购方	收益 (万元)
公司	中国民生银行股份有限公司石家庄分行	8,000	3,932	4,834	中电投	7,097
公司	中信银行股份有限公司石家庄分行	9,000	2,338	5,580	中电投	5,758
公司	交通银行股份有限公司河北省分行	6,000	1,524	3,600	中电投	3,924
公司	中国农业银行股份有限公司河北省分行	9,640	4,836	9,640	中电投河北分公司	4,836
公司	中国银行裕东支行	5,000	2,294	6,173	中电投河北分公司	1,121
公司	建设银行金泉支行	21,877	9,391	13,564	中电投河北分公司	17,705
公司	工商银行建南支行	25,750	9,194	21,850	中电投河北分公司	13,094
控股子公司经开热电	交通银行河北支行	4,825	1,205	2,895	中电投	3,135
合计		90,092	34,715	68,137		56,671

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

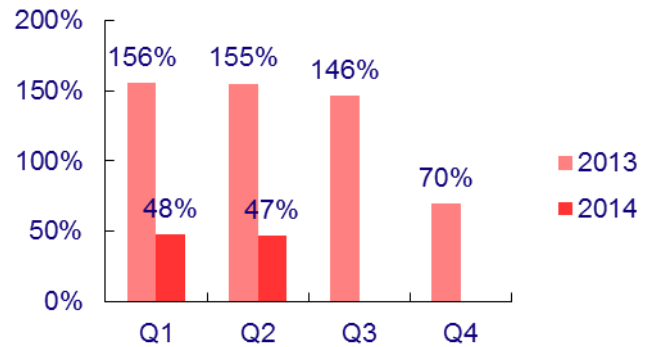
债务重组完成，公司用货币资金归还中电投集团和中电投河北电力公司大额债务重组欠款，并向中电投募集 8 亿资金后，公司资产质量持续好转，净资产由负转正，资产负债率下降至 47%。公司 2014 年中报，净资产 8.1 亿元，一改 2009 年以后负资产的状况，资产负债率为 47%，远低于去年同期的 155%。

图 8、净资产转正



资料来源：中国银河证券研究部

图 9、资产负债率下降至 47%



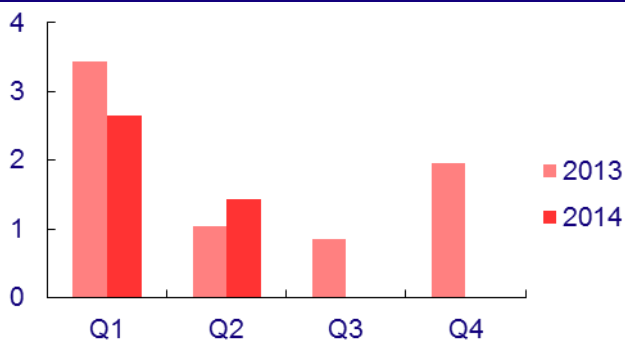
资料来源：中国银河证券研究部

### (三) 收购帮助恢复公司自身造血能力，增加净资产

净资产稳步增长、资产负债率持续下降，我们认为不仅仅归功于公司债务重组的成功，还得益于中电投集团入驻后，进行资源整合，促进公司转型清洁能源发电，提高公司自身盈利能力。负债下降，利息费用大幅下降。原材料价格的下降、生产经营能力的提升，母公司热电厂及参股公司热电厂在营业收入略有下降的情况下，利润仍较大幅度地增长。2014 年上半年公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.21 亿元，较上年同期增长幅度达到 448.23%。

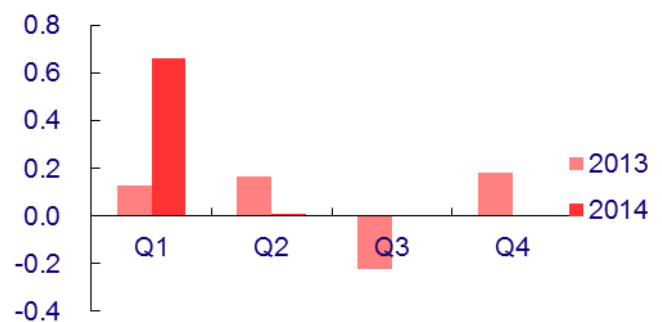
多种积极因素的叠加，公司主营业务盈利能力大幅提升，增加净资产，继续降低公司资产负债率，为公司后续融资提供坚实基础。

图 10、单季度收入 (亿元)



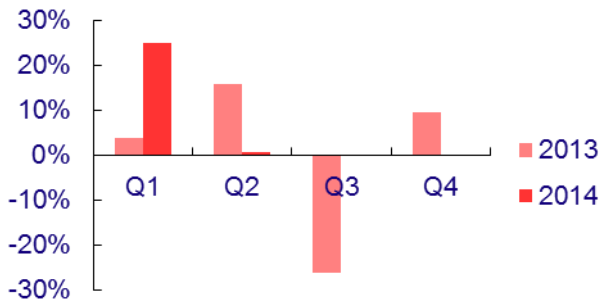
资料来源：中国银河证券研究部

图 11、单季度毛利 (亿元)



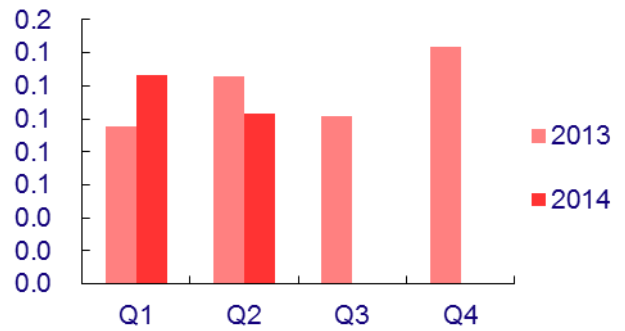
资料来源：中国银河证券研究部

图 11、单季度毛利率



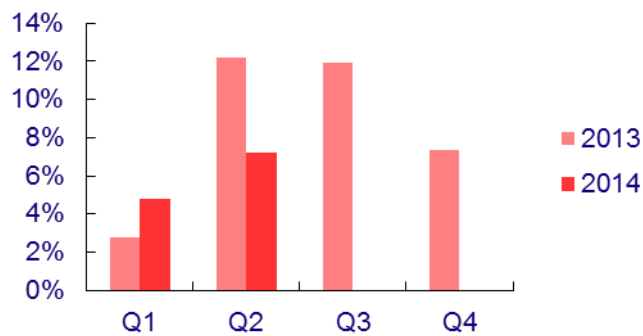
资料来源：中国银河证券研究部

图 12、单季度管理费用 (亿元)



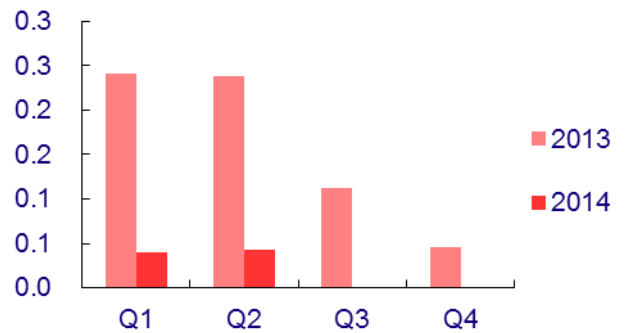
资料来源：中国银河证券研究部

图 12、单季管理费用率



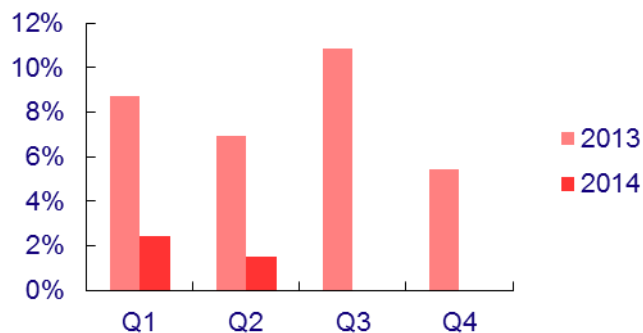
资料来源：中国银河证券研究部

图 13、单季度财务费用 (亿元)



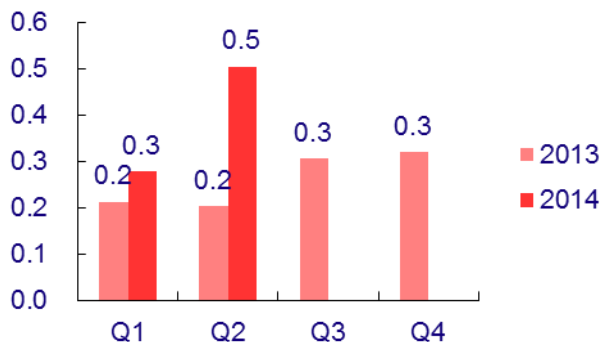
资料来源：中国银河证券研究部

图 14、单季度财务费用率



资料来源：中国银河证券研究部

图 15、单季度投资收益 (亿元)



资料来源：中国银河证券研究部

图 16、单季度归属净利 (亿元)

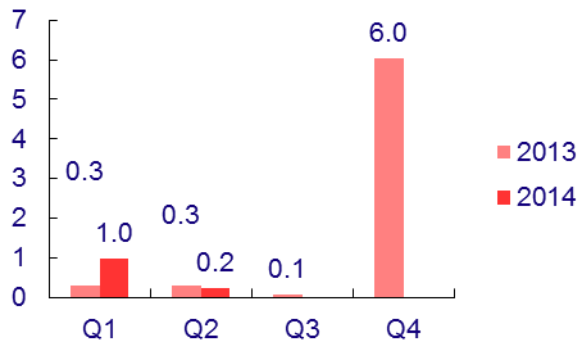
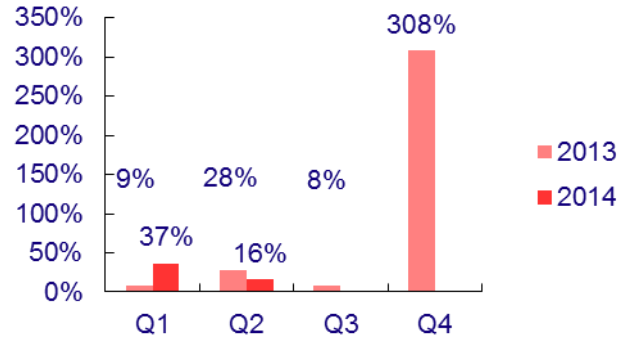


图 17、单季度净利率



资料来源：中国银河证券研究部

## 附录二、光伏行业将更多展现成长性，特别是河北省

### （一）国内政策稳健，光伏行业将更多展现成长性

国内光伏产业的发展已被提高到调整能源结构、保障国家能源安全，转变增长方式等国家战略层面的高度。2013 年中国已成为全球最大的市场国家，未来国内政策将左右光伏市场的波动。中央政府、地方政府、主要投资主体发电集团光伏投资动力充足，电费附加提高保障补贴资金，稳健的光伏政策将保证行业健康发展。随着发电成本的不断下降，分布式光伏新商业模式的完善，储能技术的成熟，以及基础能源价格长期看涨提高光伏吸引力，光伏将迎来 10 年以上稳定增长。详情介绍可参考我们的光伏行业深度报告。

### （二）光伏助东部地方政府考核环境指标，西部地方政府考核经济指标

今年 1 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署大气污染防治十条措施，研究促进光伏产业健康发展，将责任分解至每个省、直辖市、自治区，并签订目标责任书。与以往不同，环境指标纳入各地政府考核。东部地方经济发达，政策财政实力较强，雾霾等环境问题对民生影响大，环境指标被纳入当地政绩考核。东部地方政府有实力也有动力支持光伏发展。如河北省已有计划将太行山周边的荒地全部建成光伏电站，为京津冀地区的节能减排做出贡献。在财政支持上，东部地区力度也都比较大。2014 年新上光伏项目享受的上网电价，江苏 1.25 元/千瓦时、辽宁 1.24 元/千瓦时、河北 1.3 元/千瓦时。

对于西部地区，发展光伏等清洁能源是经济需要。西部地区普遍光照条件比较好，适合发展光伏。以青海省为例，水电已基本开发完毕，缺煤，并且海东地区缺电。青海丰富的光照资源，发展光伏是经济所趋。哈密-郑州特高压直流、甘肃-湖南特高压直流输电等电力外送通道的建设完工，通过“风火打捆搭送光电”送出技术，将加快新疆哈密、甘肃酒泉等地光伏等新能源开发及大规模并网消纳。

### （三）综合各地补贴力度和光照小时数情况，河北地区项目好

在嘉兴分布式光伏会议上，吴新雄强调了政府在发展光伏中应承担的任务。各地政府都积极响应，颁布各省、市、县自己的光伏支持政策。其中，浙江、河北、江苏支持力度大。



**表 21、2014 年各地区补贴政策对应上网电价**

	2014	2015	备注
江苏		1.2	1.15
山东		1.2	1.2
辽宁		1.243	1.2187 补贴每年 10% 递减
河北	<b>1.25-1.3</b>		<b>1.15-1.2 期限 3 年</b>
上海			分布式光伏的“度电补贴”金额为工商业用户 0.25 元/kWh, 个人用户 0.4 元/kWh, 为期 5 年
江西		1.2	期限 20 年
安徽合肥			补助标准提高至 3 元/瓦, 单户最高补助额度不超过 5 千瓦
浙江省	1.1-1.3		市、县财政再给 0.1-0.2 元/瓦补贴, 部分地区有 0.3-3 元/瓦的初装补贴, 屋顶出租方有 15-30 元/平方米的补贴
山西		1.15-1.2	期限 20 年

资料来源: 国家能源局, 中国银河证券研究部整理, 单位: 元/千瓦时

河北北面发电小时数 1300 小时, 南面 1200 小时, 属于中、东部地区较高的发电小时数。河北地区发电小时数比浙江地区平均要高 200-300 小时, 比江苏高 100 小时。

综合各地补贴力度和光照小时数情况, 河北地区项目或最好。

#### (四) 京津冀协同发展需要, 河北光伏或国家额外照顾

根据当前京津冀协同发展及其对京津冀重点区域大气污染防治要求, 细化落实到清洁能源等重大项目上, 作为对煤炭消费削减的补充, 清洁能源的替代利用将加速推进。公司在中电投集团的大力支持下, 将积极谋划、培育、壮大清洁能源产业发展, 将进一步加强向清洁能源的投资力度。国家能源局局长吴新雄近日在嘉兴主持分布式光伏会议对河北这类的特殊地域要增加光伏电站指标。

### 附录三、公司财务预测表

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	8	800	197	275	388	营业收入	857	728	789	1099	1551
应收票据	14	0	0	1	1	营业成本	879	702	620	727	884
应收账款	149	54	43	60	85	营业税金及附加	1	3	3	5	7
预付款项	40	7	7	7	7	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	3	30	32	44	62	管理费用	57	47	47	66	93
存货	117	81	59	70	85	财务费用	101	45	30	104	218
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	-6	0	0	0
长期股权投资	104	434	434	434	434	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	705	673	816	2222	4857	投资收益	66	110	150	144	144
在建工程	1	3	103	403	403	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-123	47	237	342	493
无形资产	236	181	181	181	181	营业外收入	56	631	15	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业外支出	2	5	10	10	10
资产总计	1379	2265	1875	3698	6504	税前利润	-69	674	242	332	483
短期借款	563	196	118	384	1077	减：所得税	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	-69	674	242	332	483
应付账款	215	123	85	100	121	归属于母公司净利润	-66	668	240	329	479
预收款项	10	100	100	100	100	少数股东损益	-3	6	2	3	4
应付职工薪酬	36	22	22	22	22	基本每股收益	-0.22	1.38	0.50	0.68	0.99
应交税费	5	4	4	4	4	稀释每股收益	-0.14	1.38	0.50	0.68	0.99
其他应付款	242	66	66	66	66						
其他流动负债	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期借款	0	0	300	1560	3240	成长性					
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	-12%	-15%	8%	39%	41%
负债合计	2146	1578	982	2522	4918	EBIT 增长率	-40%	-69%	-582%	156%	88%
股东权益合计	-767	687	893	1176	1587	归属净利润增长	0%	0%	-64%	37%	46%
归属母公司权益合计	-752	712	916	1196	1603	盈利性					
总股本	299	483	483	483	483	销售毛利率	-3%	4%	21%	34%	43%
						销售净利率	-8%	93%	31%	30%	31%
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	ROE	9%	94%	26%	27%	30%
净利润	-69	674	242	332	483	ROIC	-22%	-2%	8%	9%	9%
折旧与摊销	61	59	57	94	164	估值倍数					
经营活动现金流	57	264	322	505	829	P/E	-14	3	25	19	13
投资活动现金流	-33	-242	-300	-1800	-2800	P/B	-2.0	3.2	6.7	5.1	3.8
融资活动的现金流	-39	770	155	1372	2084	P/S	1.8	3.2	7.7	5.6	3.9
现金净变动	-16	792	177	78	113	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.2%
期初现金余额	24	8	800	197	275						
期末现金余额	8	800	977	275	388						

数据来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

## 插图目录

图 1、中电投集团是五大发电集团中装机容量最小的一家 .....	4
图 2、中电投集团是五大发电集团中清洁能源占比最高的一家 .....	4
图 3、中电投集团二级单位 .....	5
图 4、中电投河北电力有限公司组织机构 .....	15
图 5、五大发电集团自 2008 年起，负债率一直维持在 85% 左右 .....	18
图 6、无偿划转、定增前，石家庄国资委是实际控制人，间接持股合计 26.714% .....	26
图 7、无偿划转、定增后，中电投集团成为公司实际控制人，直接和间接持股合计 59.31% .....	27
图 8、净资产转正 .....	28
图 9、资产负债率下降至 47% .....	28
图 10、单季度收入（亿元） .....	28
图 11、单季度毛利（亿元） .....	28
图 11、单季度毛利率 .....	29
图 12、单季度管理费用（亿元） .....	29
图 12、单季管理费用率 .....	29
图 13、单季度财务费用（亿元） .....	29
图 14、单季度财务费用率 .....	29
图 15、单季度投资收益（亿元） .....	29
图 16、单季度归属净利（亿元） .....	30
图 17、单季度净利率 .....	30

## 表格目录

不同规模光伏项目前三年及后期盈利预测、收购价格预估。公司目前持有 70MW 光伏电站。.....	3
良村热电分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 49% 股权。.....	3
供热公司分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 33% 股权。.....	3
表 1、中电投集团各地区参与光伏项目的二级单位.....	6
表 2、华能新能源、大唐新能源和龙源电力为华能、大唐、国电下属专业新能源公司，主要为风电项目.....	6
表 3、中电投集团直接或间接持上市公司简介.....	8
表 4、三个项目每瓦资产负债表比较（单位：元）.....	10
表 5、三个项目每瓦利润表比较.....	11
表 6、三个项目资产负债率比较.....	12
表 7、三个项目现金流量表比较（单位：元）.....	13
表 8、不同折旧年限下每年每瓦折旧的比较（单位：元）.....	14
表 9、此次光伏项目现金收购价格仅为 1.14 倍 PB，4.19 倍 PE.....	16
表 10、中电投项目应收账款占营业收入比重低于参考的新疆项目.....	16
表 11、中电投获取资源能力强，2014 年在河北省获得 320MW 的光伏建设额度.....	18
表 12、基准利率比上浮 10% 的利率，降低 5 分钱/瓦的利息费用.....	19
表 13、贷款比例下降 20%，可投资项目规模缩小 50%.....	19
表 14、提高杠杆比例、较低贷款成本，投资收益更高.....	19
表 15、良村热电 2014H1 实现 1.77 亿元净利润.....	21
表 16、供热公司 2014H1 实现 0.26 亿元净利润.....	22
表 17、不同规模光伏项目前三年及后期盈利预测、收购价格预估。公司目前持有 70MW 光伏电站。.....	24
表 18、良村热电分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 49% 股权。.....	25
表 19、供热公司分股权对应总资产、净资产及盈利预测。公司目前持有 33% 股权。.....	25
表 20、公司债务重组收益 5.67 亿元.....	27
表 21、2014 年各地区补贴政策对应上网电价.....	32

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元，张玲为公用事业与环保行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)