

签订股权协议，扩张步伐加快

增持 维持

目标价格：8.00

事件：

■ 华北高速子公司华祺投资与常州中晖光伏及中利科技（担保方）于2014年10月31日签署新疆110MW项目光伏电站股权转让协议，常州中晖将其分别持有的伊犁矽美仕新能源有限公司、吐鲁番市中晖光伏发电有限公司、吐鲁番昱泽光伏发电有限公司、吐鲁番协合太阳能发电有限责任公司、哈密常晖光伏发电有限公司100%的股权转让给华祺投资。本次交易对价金额确定为人民币2600万元。收购完成后公司将通过华祺投资向标的公司垫款99590万元，用以支付标的负债（主要为EPC）。

经营分析：

- **新能源项目有加速扩张之势：**本次交易涉及的5个标的公司分别拥有新疆地区以下光伏发电项目100%所有权：伊犁矽美仕20MW项目、吐鲁番十二师221团20MW项目、吐鲁番三期20MW项目、吐鲁番七泉湖一期20MW项目、哈密红星四场一期30MW项目。上述光伏发电项目合计规模110MW，标的项目预计于2014年12月31日前完成并网。本次收购规模显著超出前两次，扩张呈加速之势。
- **设定担保条款，运营风险可控。**为控制项目风险，协议中包含担保条款：（1）出让方及第三方对五家标的公司年上网电量设定担保，期限八年。保证期内，若年上网电量达不到保证且担保金额不足以弥补损失，则担保方对相关损失承担连带保证。（2）如出让方违反协议的其他约定且不能及时向受让方或标的公司进行赔付，中利科技需对损失及相关费用承担连带保证。
- **收购有利于迅速做大做强，维持“增持”评级。**公司本次收购有利于光伏业务继续做大做强。预计公司14-16年EPS分别为0.27、0.34元和0.41元，对应当前股价21x14PE、17x15PE和14x16PE，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	741.42	880.21	991.73
增长率(%)	-11.55	5.10	11.66	18.72	12.67
归母净利润(百万)	202.60	269.62	290.75	366.80	441.88
增长率(%)	-18.32	33.08	7.70	26.20	20.50
每股收益	0.19	0.25	0.27	0.34	0.41
市盈率	30.00	22.80	21.11	16.76	13.90

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀(S1180514050002)

电话：021-65051190

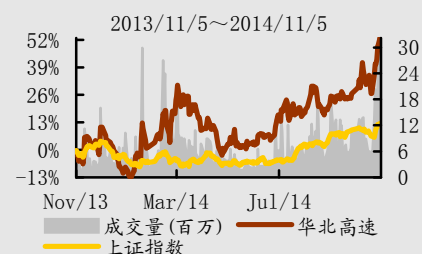
Email: liupan1@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《断路影响显著 新能源有序推进》

2014/8/29

《收购新项目，光伏开拓再下一城》

2014/8/20

《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)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1160	1483	1859	2279	营业收入	664	742	881	993
应收款项	147	96	123	163	营业成本	296	327	387	426
存货净额	2	2	3	3	营业税金及附加	24	27	32	36
其他流动资产	362	404	480	541	销售费用	0	1	1	1
流动资产合计	2067	2381	2861	3382	管理费用	72	73	78	82
固定资产	1941	1756	1574	1387	财务费用	(47)	(5)	(7)	(8)
无形资产及其他	7	7	7	7	投资收益	35	52	78	117
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	220	225	230	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4662	4794	5097	5436	营业利润	352	369	466	571
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	7	10	10	10
应付款项	77	47	68	84	利润总额	359	379	476	581
其他流动负债	146	113	149	172	所得税费用	94	95	119	145
流动负债合计	223	160	217	256	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	291	366	443
其他长期负债	50	50	50	50	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	50	50	50	50		2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	273	210	267	306	净利润	270	291	366	443
少数股东权益	283	278	272	267	资产减值准备	(10)	5	(1)	0
股东权益	4106	4306	4558	4863	折旧摊销	121	218	221	225
负债和股东权益总计	4662	4794	5097	5436	公允价值变动损失	2	2	2	2
关键财务与估值指标					财务费用	(47)	(5)	(7)	(8)
	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(113)	(49)	(48)	(62)
每股收益	0.25	0.27	0.34	0.41	其它	6	(10)	(5)	(5)
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.13	经营活动现金流	276	457	535	603
每股净资产	3.77	3.95	4.18	4.46	资本开支	(409)	(40)	(40)	(40)
ROIC	6%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(267)	0	0	0
ROE	7%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(680)	(43)	(45)	(45)
毛利率	55%	56%	56%	57%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	42%	44%	45%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	59%	72%	69%	68%	支付股利、利息	(64)	(91)	(114)	(138)
收入增长	5%	12%	19%	13%	其它融资现金流	270	0	0	0
净利润增长率	33%	8%	26%	21%	融资活动现金流	142	(91)	(114)	(138)
资产负债率	12%	10%	11%	11%	现金净变动	(262)	323	376	420
息率	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	1422	1160	1483	1859
P/E	22.0	20.4	16.2	13.4	货币资金的期末余额	1160	1483	1859	2279
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	(140)	365	420	459
EV/EBITDA	16.0	11.7	10.4	9.4	权益自由现金流	130	368	426	465

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。

刘 攀: 上海交通大学硕士, 3 年机械行业研究经验, 1 年产业融资租赁行业经验, 宏源证券交运行业组(设备方向)分析师。擅长草根挖掘投资机会, 重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

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	010-88013561	13631508075	liqian@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
		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
	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
机构	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经营范围包括证券投资咨询业务。