



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

# 光伏电站运营收益王，缔造新兴产业投运平台

——华北高速（000916）调研报告

2014年11月08日

强烈推荐/维持

华北高速

调研报告

首席分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 [gongyf@dxzq.net.cn](mailto:gongyf@dxzq.net.cn)

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 罗柏言 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰

## 事件：

近日，我们拜访了华北高速（000916），与公司管理层就光伏电站业务、公路业务的经营现状进行了交流，并对公司未来长期发展战略及方向进行了深入沟通。作为传统高速公路企业，公司在资金及现金流方面均具备较强优势；通过与兄弟企业合作、学习，公司已在光伏电站运营方面积累了一定的经验。目前，公司公路业务稳健，光伏电站业务成为新的巨大增长点，后续公司仍将持续加强包括光伏电站在内的新兴领域业务，积极转型缔造新兴产业投运平台。

**主要观点：**1) 光伏电站运营是未来公司发展方向，保障稳定可靠的收益；2) 公司已与招商新能源、中利科技、国电光伏、PGO 等合作，加速电站业务发展；3) 公司主要业务为光伏电站运营，短期内不会自建电站；4) 未来会向着打造新兴产业平台方向走，作为前奏，已经把高速公路业务整合在一个子公司里；5) 公司 9.9 亿元超募资金投资完毕，这将为后续融资打下基础；6) 电站业务也会逐步增加杠杆撬动，不排除债券、股权融资；7) 节能环保也是公司未来发展转型的一个方向；8) 公司未来高速业务将保持稳健，短期限于各种因素，不会有大的投入；9) 今年的雾霾天气、节假日、领导出行封路等关闭时间比去年减少不少，对公路业务产生正能量，未来会保持稳定增速（YOY 2-3%）。公司基本面朴实，资产优质，随着 110MW 电站收购完成，其超募资金将用完，未来必将探索各种融资途径，促进公司业务持续高速发展。预计 14-15 年公司利润在 2.7 亿元和 3.9 亿元左右，对应 EPS 约 0.23 元和 0.34 元，对应 PE 为 25 和 16 倍，给予 15 年 23 倍 PE，则第一阶段目标价位 7.9 元，持续给予“强烈推荐”评级。

## 点评：

### 1. 进入光伏电站运营领域，预计2014年底运营光伏电站规模近160MW

公司借助控股股东招商局集团大平台的帮助，通过与兄弟公司招商新能源的合作、学习，已经顺利进入光伏电站运营业务领域。目前，公司在手光伏电站项目包括江苏丰县项目（23.8MW）、科左后旗一期项目（40MW）以及新疆项目（110MW），共计 173.8MW 光伏电站项目。其中，江苏丰县项目公司权益占比 50%，科左后旗一期项目权益占比 88.89%，累计来看 2014 年底公司光伏电站权益规模约 155.46MW。同时，科左后旗二期 20MW 项目已经拿到路条，后续将开工建设，将由子公司自筹资金建设。

从收购成本方面来看，由于公司前期刚开始涉及光伏电站项目，仍主要以收购具备路条并已具备并网能力的成品电站为主，其中科左后旗一期项目成本为 10.3 元/瓦、新收购的新疆项目预计成本预计在 9.1 元/瓦左右。虽然较自建光伏电站成本略高，但是公司引入了 EPC 总承包商承诺最低发电量等多项保障机制，使得公

司光伏电站项目回收成本及盈利方面更具备确定性和稳健性, 各项目 IRR 均不低于 9%。

## 2. 建立合作机制, 推进光伏电站业务的快速发展

公司在光伏电站业务的开拓方面更具备包容性和开放性。2014 年初公司与招商新能源签订了未来两年计划落地 1GW 光伏电站项目的意向书, 与国电也达成了计划未来合作建设 200MW 光伏电站项目的意向。同时与包括中利科技在内的多家光伏电站 EPC 企业建立了长期的合作机制, 以确保公司光伏电站业务在未来的发展中拥有充足的项目储备。

同时, 为了控制收购风险, 公司在收购环节制定了, 从立项、战略决策委员会、董事会以及股东大会在内的多层审批机制, 确保收购项目具备良好的安全边际。

现阶段, 光伏电站收购市场中的竞争程度有所提升, 但在收购光伏电站过程中, 公司一大优势是强大的资金能力, 这也是很多电站 EPC 企业将公司放在合作前列的主要因素之一, 在收购过程中的优势地位使公司可对电站项目优中选优, 获得最佳光伏电站资源。

## 3. 在手现金充足, 资产负债率极低

从公司现阶段财务状况来看, 截止 2014 年三季度末, 公司在手现金为 13.49 亿元, 同时资产负债率仅为 5.18%, 2013 年公司净利润为 2.7 亿元, 经营活动净现金流为 2.31 亿元, 可见公司具备良好的投融资能力。前期, 公司先后收购津县、科左后旗一期光伏电站后, 募集资金仍有 4.7 亿元的结余。四季度公司已与中利科技旗下子公司中利腾晖签订多个新疆地区光伏电站的转让合同总规模为 110MW, 收购完成后公司前期募集资金将全部使用完成。为后续公司再融资开启了条件, 在债权、股权融资的选择上具备很强的灵活性。

## 4. 大型货车是公司公路业务利润来源的主力军

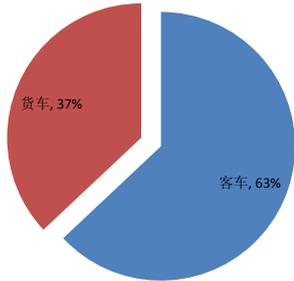
根据公司统计, 客、货车年通行量占比分别为 63%和 37%。其中, 7 座以下小客车通行量占比高达 60%。然而, 随着平行新线的开通等因素影响, 小客车收入增长受到一定制约; 与此相反的是大货车通行量常年维持稳定增长, 货车通行量的稳定增长主要受益于京津塘高速通行费率和计重费用较其他线路低。现阶段, 公司货车通行费收入占公司公路板块业务收入比重接近 60%。

表 1. 京津塘 VS 京津高速货车收费标准

|       | 通行费        |  | 计重收费            |            |
|-------|------------|--|-----------------|------------|
|       | >15 吨      |  | 35-49 吨         | >49 吨      |
| 京津塘高速 | 0.75 元/车公里 |  | 0.0224 元/吨公里    | 0.16 元/吨公里 |
| 京津二高速 | 1.90 元/车公里 |  | 0.07-0.04 元/吨公里 | 0.04 元/吨公里 |

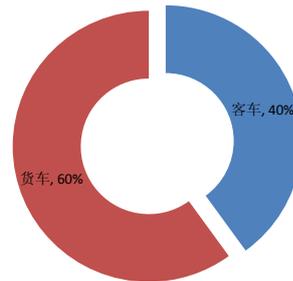
资料来源: 东兴证券研究所

图 1:2013 年京津塘高速客货车通行量占比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2:2013 年京津塘高速客货车通行费收入占比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

## 5. 高速公路业务处于成熟期, 后续关注路产政策变化

公司主要负责运营维护京津塘高速, 收费期截止至 2029 年, 是链接北京、天津、河北部分地区的主要干线网络之一。近年来受到包括费率下调、京津城际开通以及平行高速公路新线的开通, 公司高速公路业务收入及利润出现了一定的波动。但就近两年情况来看, 公司高速路业务再次回归平稳, 2013 年公司公路业务收入为 6.52 亿元, 同比增长 4.65%, 再次恢复到成熟高速路年均收入增速区间内。

公司管理层在高速公路运营方面具备丰富的经验, 为促进该板块业务的发展壮大也曾进行过深入调研, 但是面对目前日益增长的高速路建设成本、缺少优质运营线路选择, 以及路产政策的不确定性, 公司已决定将公路板块业务的扩展暂时搁置, 静待后续相关政策落地后, 再判断是否在路产方面继续投入。

## 6. 断路施工影响2014-2015收益, 政府补偿或有增长

公司为了响应京津冀协同发展的大战略, 决定将天津市中心城区地面段进行高架改造工程, 这次改造采用的是断路施工的方式, 对于行驶于京津塘高速的车辆有一定的影响, 公司预计施工在 2015 年完成, 对于公司 2014-2015 年公路板块的业绩有一定的影响。

公司与地方政府就断路施工所带来的负面影响进行了沟通、协商, 目前, 预计补偿款项总额约 2 亿元, 公司双方还约定如果施工成本超出预期、或是工期延长, 仍会再次协商补偿款项进行一定幅度的上调。我们研判此事项对公司业绩影响负能量有限。

## 7. 从传统高速公路公司, 转型为资本投资运营类公司

为了捋顺公司在传统业务与新业务之间的关系, 年初公司成立了京津塘高速运营分公司, 将原有的道路相关公司统一编制管理, 形成了模块化的管理、运营机制。后续, 公司或将光伏电站运营项目统一编制管理, 以增强内部控制力度, 提升项目盈利能力。

对于新业务的发展, 公司也在调研包括节能环保等在内的多个领域的投资机会, 未来, 公司有望成为一家资本投资运营类公司。

### 盈利预测:

预计公司 2014-2015 年利润在 2.7 亿元和 3.9 亿元左右, 对应 EPS 约 0.23 元和 0.34 元, 对应 PE 为 25 和 16 倍, 给予 15 年 23 倍 PE, 则第一阶段目标价位 7.9 元, 给予“强烈推荐”评级。

### 投资建议:

**公司主要亮点:** 1) 光伏电站运营是未来公司发展方向, 保障稳定可靠的收益; 2) 公司已与招商新能源、中利科技、国电光伏、PGO 等合作, 加速电站业务发展; 3) 公司主要业务为光伏电站运营, 短期内不会自建电站; 4) 未来会向着打造新兴产业平台方向走, 作为前奏, 已经把高速公路业务整合在一个子公司里; 5) 公司 9.9 亿元超募资金投资完毕, 这将为后续融资打下基础; 6) 电站业务也会逐步增加杠杆撬动, 不排除债券、股权融资; 7) 节能环保也是公司未来发展转型的一个方向; 8) 公司未来高速业务将保持稳健, 短期限于各种因素, 不会有大的投入; 9) 今年的雾霾天气、节假日、领导出行封路等关闭时间比去年减少不少, 对公路业务产生正能量, 未来会保持稳定增速 (YOY 2-3%)。公司基本面朴实, 资产优质, 随着 110MW 电站收购完成, 其超募资金将用完, 未来必将探索各种融资途径, 促进公司业务持续高速发展。预计 14-15 年公司利润在 2.7 亿元和 3.9 亿元左右, 对应 EPS 约 0.23 元和 0.34 元, 对应 PE 为 25 和 16 倍, 给予 15 年 23 倍 PE, 则第一阶段目标价位 7.9 元, 持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险:

1. 光伏电站受到限电、天气等原因, 上网电量不达预期
2. 新建高速分流京津唐车辆超预期

### 盈利预测

| 项目           | 2012A   | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E    |
|--------------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 主营收入 (百万元)   | 631.93  | 664.15 | 680.00 | 898.00 | 1,125.00 |
| 主营收入增长率      | -11.60% | 5.10%  | 2.40%  | 32.10% | 25.30%   |
| EBITDA (百万元) | 317.96  | 426.57 | 546.88 | 715.50 | 820.49   |
| EBITDA 增长率   | -19.67% | 34.16% | 28.20% | 30.83% | 14.67%   |
| 净利润 (百万元)    | 202.60  | 269.62 | 248.16 | 374.53 | 458.65   |
| 净利润增长率       | -18.30% | 33.10% | -8.00% | 50.90% | 22.50%   |
| ROE          | 5.18%   | 6.57%  | 8.69%  | 11.73% | 12.72%   |
| EPS (元)      | 0.190   | 0.250  | 0.228  | 0.344  | 0.421    |

|           |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E       | 30.11 | 22.88 | 25.09 | 16.63 | 13.59 |
| P/B       | 1.59  | 1.52  | 2.18  | 1.95  | 1.73  |
| EV/EBITDA | 15.14 | 11.90 | 10.58 | 7.63  | 5.94  |

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

### 弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年, 在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇, 并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

## 东兴证券中小市值团队简介

### 弓永峰 首席分析师, 组长

清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

### 高坤 研究员

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

### 宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

### 孙玉姝

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业6年。2008—2011年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

### 汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构JG-Capital，从事中概TMT行业研究。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于TMT互联网行业研究。

### 罗柏言 研究员

经济学硕士，4年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014年2月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，

我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。