

买入 首次

华北高速 (000916)

2014 年 11 月 6 日

光伏电站运营加速转型，资产优化配置提升价值

2014 年 11 月 05 日收盘于 5.85 元，六个月目标价 8.34 元

电力设备与新能源行业首席分析师：周旭辉
SAC 执业证书编号：S0850514060003
zxh9573@htsec.com
021-23219171交通运输行业分析师：姜明
SAC 执业证书编号：S0850514040001
Jm9176@htsec.com
021-23212111

核心观点：公司主营业务稳健，具备转型光伏电站运营的条件，我们认为当前时点已经成熟，公司转型的进度会加快，而将公司存量资产优化配置可以明显提升公司价值。

- 1、公路运营稳健：**控股股东为招商局，核心资产为京津塘高速公路收费权，在华北地区具有绝对优势。
- 2、具备转型光伏电站运营的条件：**公司目前账面现金 13.5 亿元，资产负债率长期低于 10%。考虑自有资金、债务融资、股权融资，公司能够比较轻松获取 45 亿的资本金，可轻松完成 1GW 光伏电站装机目标，能够再造 1.5 个“华北高速”；
- 3、转型进度加快：**招商局对光伏态度由谨慎转乐观，兄弟公司招商银行放松对光伏电站贷款，联合光伏近期股价的上涨也反映了招商局对其支持力度的变大的预期。公司一年之内运作了三次电站收购，近期的收购体量明显变大，对业绩增厚非常明显，在确认了光伏的高盈利能力之后，我们判断公司也会加快收购进度。

盈利预测与投资评级。根据已经完成的光伏电站收购，考虑公司未来的战略规划，我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.27、0.43、0.62 元，对应的 PE 分别为 21、13、9 倍。鉴于公司公路运营稳健，具备光伏电站运营的竞争优势，转型提速，资产优化配置后，升值空间巨大，预计到 2015 年光伏电站可贡献业绩 2.5 亿元，参考同行业平均估值，按照 2015 年光伏电站 25 倍 PE，高速公路 13 倍 PE，对应目标价 8.34 元，尚有 40% 以上空间，首次给予“买入”评级。超市场预期地方在于，1、由于公司全部采用自有资金收购，没有财务费用拖累，已收购的光伏电站、尤其是最近刚收购的电站对 15 年的业绩影响巨大，能增厚 30% 左右，盈利远超市场预期；2、公司财务状况极其优良，具备两次债权、股权融资的能力，参照行业平均水平，公司能够轻松完成 1GW 以上的光伏电站装机。

主要风险因素。（1）光伏政策调整；（2）收购进度延迟

简评：

1. 高速公路业务经营稳定

1.1 公司概况

华北高速是由华建交通经济开发中心、天津市京津塘高速公路公司、京津塘高速公路北京市公司、河北省公路开发有限公司共同以京津塘高速公路为资产发起，通过公开募集方式设立的股份有限公司，1999 年在深交所 A 股上市，核心资产为 142.69 公里的京津塘高速公路收费权，2013 年车流量超过 890 万次，在华北地区具有绝对优势。

京津塘高速公路的区位优势：公路连接北京、天津和塘沽，是目前唯一一条横贯北京、天津、河北的高速公路。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。公路两侧有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，构建了一条贯穿高新技术产业带的通道，并与北京机场、天津机场构成“海陆空”完整的交通体系。

京津塘对比京津高速有一定价格优势：京津塘和京津高速有较高的重合度，前者 1991 年建成，双向四车道，设计车流量为每天昼夜 5 万辆，但实际每天均超过 6 万辆；京津高速建成于 2008 年，双向八车道，设计车流量为每日 8 万到 10 万辆，全线大部分路段设计时速都在 120 公里以上，两者覆盖的路线大体相同，只是京津高速不经过河北，2008 年京津高速的建成对京津塘高速形成一定的冲击，从车流量变化图也可以看出 2008 年以后京津塘高速车流量连年有所下降，但收费上京津塘有明显优势，普通 7 座以下小轿车，京津塘高速每公里收费 0.31 元，全线走完 44 元；而京津高速北京段每公里 0.5 元，天津段每公里 0.55 元，全线走完 76 元。对于 20 吨货运车，京津塘高速全线走完 115 元，京津高速全线走完 225 元，价格优势很大程度保障了京津塘高速的车流量。

图 1 京津塘高速示意图



资料来源：百度网，海通证券研究所

图 2 京津高速示意图



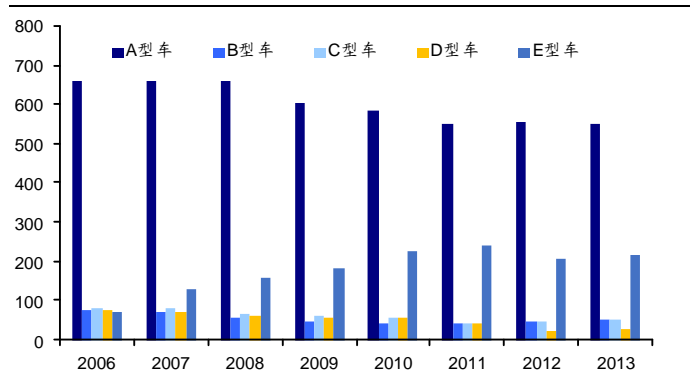
资料来源：百度网，海通证券研究所

表 1 京津塘分车型收费标准

类别	客车规格	货车核定载质量	收费标准 (元/车公里)
A 型车	≤7 座	≤2 吨	0.31
B 型车	8-19 座	2-5 吨 (含)	0.44
C 型车	20-39 座	5-10 吨 (含)	0.57
D 型车	≥40 座	10-15 吨 (含)	0.75
E 型车		> 15 吨	0.75

资料来源：公司官网，海通证券研究所

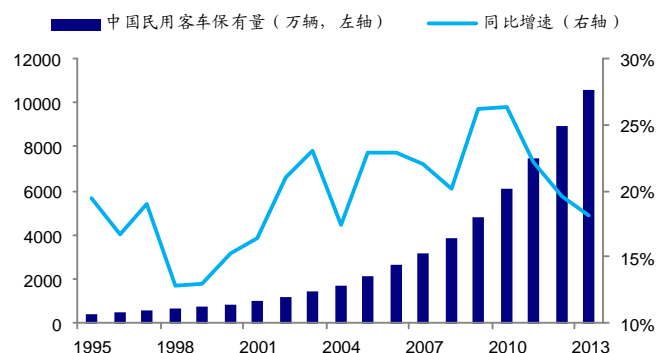
图 3 2006-2013 年京津塘高速分车型车流量 (单位: 万辆)



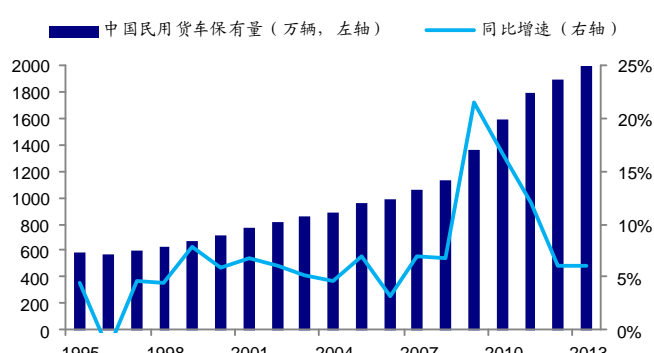
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 主营业务相对稳定

随着近几年民用汽、客车保有量增速的下滑、京津高速的分流、国家节假日的高速公路免费通行政策，2011 年之后公司车流量，营业收入增速趋缓，叠加成本端的上涨，利润有所下滑，今年 10 月京津塘高速公路延长线天津港路段拓宽改造工程竣工通车，公司车流量有望恢复增长。

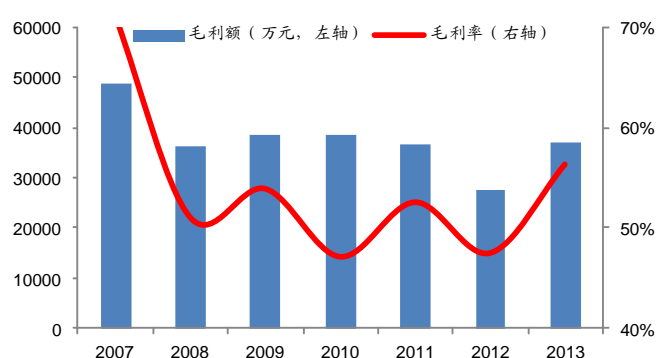
图4 1995-2013年中国民用客车保有量


资料来源：Wind，海通证券研究所

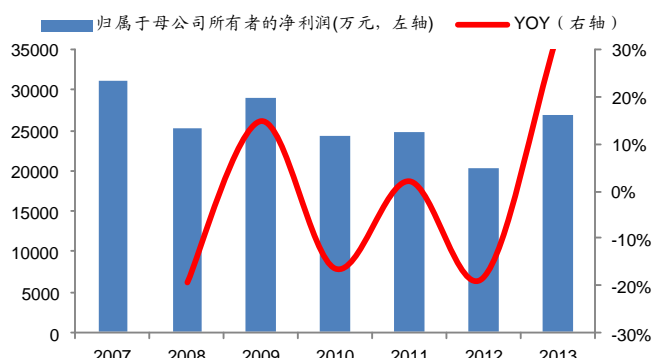
图5 1995-2013年中国民用货车保有量


资料来源：Wind，海通证券研究所

公司转型是必然选择。我国高速公路特许经营权模式是政府授权公司在一定时期内享有公路建设和经营管理的特许权，经营期内公司可以通过收取车辆通行费和综合开发经营，回收投资并获取效益，经营期满后公路收归国家，政府对投资项目拥有最终决策权，投资费用受政府政策影响较大，同时，道路通行后收费政策也受国家管制。这些因素导致了高速公路企业的主营业务发展受限，与企业本身内存的扩张本性和永续经营追求之间的矛盾，因此多元化经营势在必行，譬如龙江交通（601188.SH）涉足实业投资、广告、销售设备建材、汽车维修等业务、中原高速（600020.SH）开展地产金融项目、山东高速（600350.SH）拓展城市运营业务、楚天高速（600035.SH）培育现代物流和金融投资业务等等。

图6 2007-2013年公司高速公路通行费毛利额


资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 2007-2013年公司净利润


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 光伏电站运营提速

2.1 先天条件：现金流充沛，负债率低

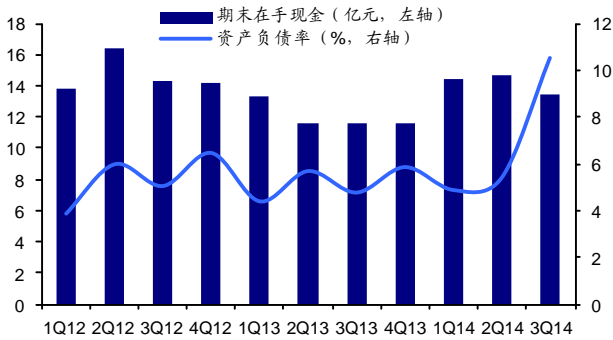
高速公路行业天然适合转型做光伏电站。第一，高速公路运营和光伏电站运营极其类似，都是初始投资很大，后期维护成本相对初始投资额占比非常小，经营周期都比较长，在20年左右；第二，高速公司运营积累的现金可以为光伏电站运营提供输血功能。

华北高速目前账面现金13.5亿元，并能持续累积现金，负债率极低，长期低于10%，作为国有企业公司贷款利率极低，具备直接通过贷款继续增加现金的能力。

没有路条的企业有两种方式切入光伏电站运营领域：第一是收购路条开发电站并持有；第二是收购已建成的电站并持有，前者尚需电站开发能力，后者只需自有资金和贷款。在能源局打击倒卖路条的背景下，收购路条这种方式一定程度上被封锁，直接收购电站变成了切入电站运营更现实的途径，而公司充沛的现金流在已建成的电站收购竞赛中优势更为显著；

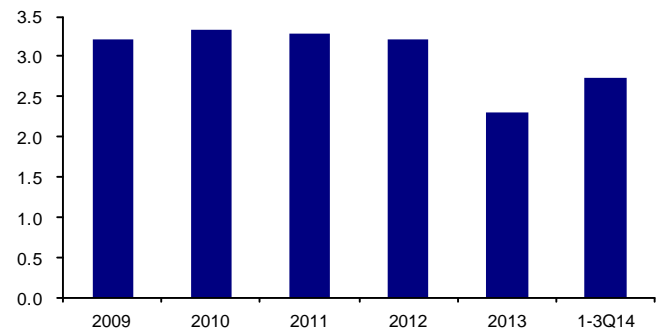
在涉足光伏电站运营领域竞争明显加剧的情况下，资金成为了王道。作为拥有大量现金的“金主”，公司将会和电站开发企业建立更为稳固的关系。

图 8 现金(左轴)超过 10 亿元，资产负债率(右轴)极低



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 9 每年经营活动产生的现金流量净额净流入(亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 集团态度：招商局集团从谨慎转向乐观

华北高速的实际控制人是招商局。招商局旗下还有招商银行和联合光伏等跟光伏电站相关的企业。从联合光伏的动态来看，招商局集团对光伏电站的态度从谨慎转向乐观。

前段时间，[招商银行放开了对光伏电站的信贷，明确表示光伏电站行业定为招商银行适度进入类行业，这是最先表态对光伏电站信贷松动的商业银行之一。](#)

另外，联合光伏近期股价反弹的幅度比较大，市场也预期招商局对其支持力度变大。一直以来，招商局对联合光伏的支持力度不够，市场也对公司的运行失去信心，股价从 2 元附近暴跌至 0.5 元左右。而近期股价走势强劲，反弹到 1 元，市场又在期待招商局对联合光伏给与更大的支持力度。[在电站收购领域，近期也动作频频。10 月 31 日，联合光伏和招商局银科投资联合收购 80MW 的电站。](#)

2.3 公司动作：光伏电站转型提速

2013 年 8 月，公司首度试水光伏电站，收购了江苏徐州丰县 23.8MW 光伏 50% 股权，2014 年 8 月，收购国电科左后旗 40MW 项目 93.68% 的股权，2014 年 11 月，公司收购了中利科技 110MW 电站，有别于前两次，公司此次是单独收购，并且收购的体量明显变大。今年上半年公司，在光伏电站领域(徐州丰县项目贡献)实现毛利润 2015 万，毛利率高达 64%，占公司毛利率的比例 10%。

[由于当前公司全部采用自有资金收购，无财务费用的拖累，这将对上市公司的业绩产生极为重要的影响，仅考虑现有的收购，光伏电站运营的业绩将在原有高速公路业绩的基础上增厚 50% 左右，其中仅最近收购的 110MW 项目，业绩增厚就有 30% 以上。](#)

表 2 收购电站净利润增厚明显，收购 PE 低

项目名称	徐州丰县	国电科左后旗	常州中晖新疆	合计
交易对方	中伏投资	永能新能源	中利科技	
收购金额(亿元)	2.25	3.65	10	15.9
项目规模(mw)	23.8	40	110	173.8
股权比例	50%	88.89%	100%	
单位价格(元/瓦)	18.9	10.3	9.1	
预计项目回报率	9.26%	9.06%	9.10%	
预计项目年收入(万元)	6309	5360	15675	27344
预计项目年净利润(万元)	4029	3613	10675	18317
归属上市公司净利润(万元)	2015	3212	10675	15901
收购 PE	11.2	11.4	9.4	10.0

资料来源：公司对外投资公告，海通证券研究所

而这种收购，对市值的意义重大。如果将现金存在银行，由于利率低，同行业市盈率也低，对市值的贡献极小。但如果用于光伏电站，采用同行业的估值，仅目前已有的收购市值贡献就达 40 亿，贡献将达到 8 倍以上。

表 3 资金用于收购光伏电站对市值的影响巨大（共计 15.9 亿）

	银行存款	收购光伏电站
净利润(亿元)	0.477	1.59
PE	10	25
市值影响（亿元）	4.77	39.75

资料来源：海通证券研究所

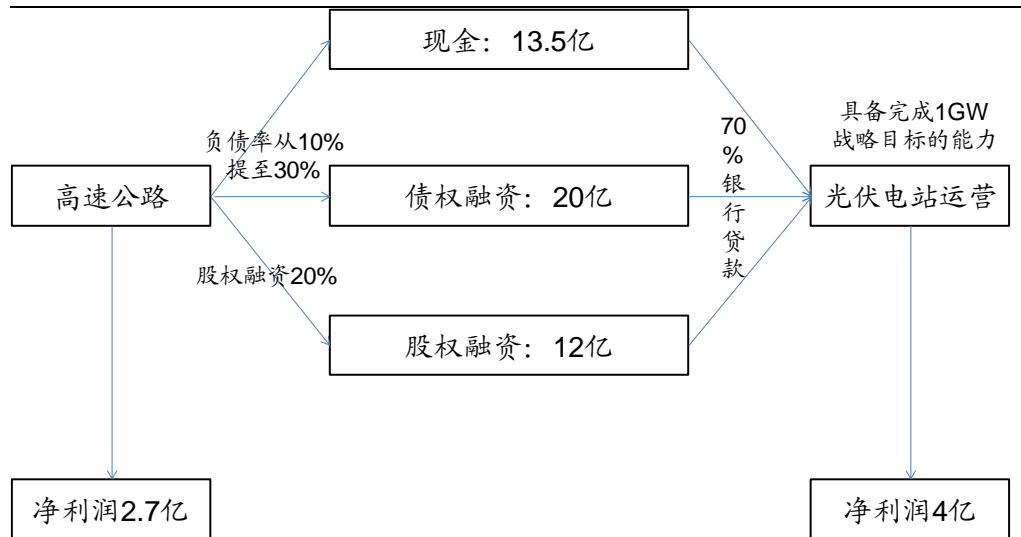
在确认了光伏稳健的盈利能力、也积累了丰富的经验的背景下，我们判断公司的转型步伐会提速。

根据 8 月 28 日的公告，公司的战略规划定位为“一体两翼”，光伏变成重要的一翼之一，并且规划了 1GW 的目标量。而根据公司和同行业的对比来看，公司的资产负债率有上升的空间，并且参考爱康科技、林洋电子等电站运营的公司，股权融资成为重要的辅助手段，我们认为公司完全具备利用这些融资的条件。

鉴于公司已经将光伏电站运营作为重要的战略目标，我们考根据公司目前的财务状况，测算其理论光伏电站运营空间：公司目前在手现金尚有 13.5 亿左右，公司的负债率极低，仅为 11%，公司能够直接增加银行贷款提高负债率进而获得更高的现金，假设公司将负债率提升（参考公路运输同行业平均水平，假设提升至平均水平 30%），意味着公司还可以再去申请 20 亿贷款。另外公司还可以利用股权继续在市场融资（参考爱康科技、林洋电子，假设利用 20%的股权），具备两次加杠杆的能力。综合而言，我们认为公司具备两年内获取权益资金 45 亿的能力，按照 9 元/瓦的价格，30%的自有资金，公司的财务状况足够支撑运营 1.5GW 以上光伏电站，有能力完成公司 1GW 的战略目标量，而 1GW 光伏项目的盈利有望达到当前高速公路业绩的 1.5 倍。

公司向光伏电站运营的转型，本质上是资产从低 ROE 的领域向高 ROE 的领域配置，并且能充分利用杠杆，因此能明显激发公司的价值潜力。

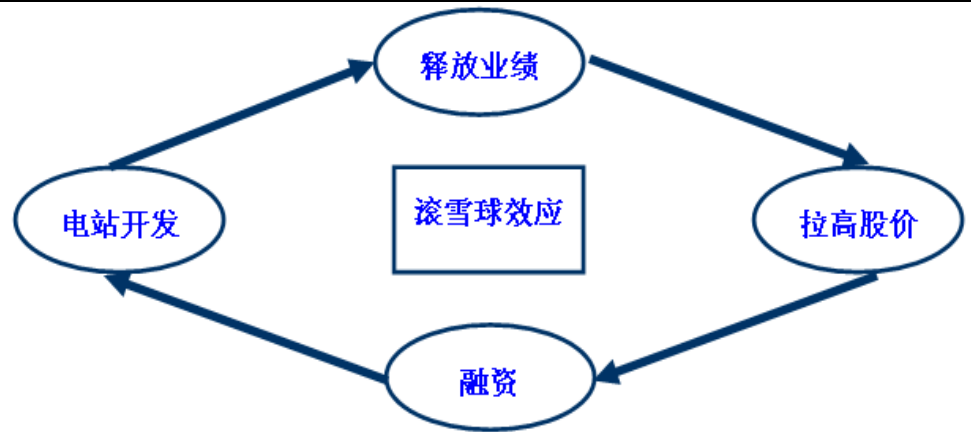
图 10 理论测算：高速公路提供的输血效应有望再造 1.5 个“华北高速”



资料来源：海通证券研究所

电站运营模式本身与资本紧密连接，参考港股顺风光电、协鑫新能源，以及 A 股的爱康科技、林洋电子，最终仍需要从二级市场融资，会出现“电站开发运营-释放业绩-拉高股价-融资-电站开发运营”的正向循环。这种模式一旦激活，会形成巨大的滚雪球效应。详情请见 2013 年 10 月 11 日《Solarcity 商业模式启示录：政策激活电站，分享资本盛宴》。一年以前的报告逻辑在 A 股不断地被企业实践。

图 11 电站运营商的资本运作与实体共振行程的滚雪球效应



资料来源：海通证券研究所

盈利预测与投资评级。根据已经完成的光伏电站收购，考虑公司未来的战略规划，我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.27、0.43、0.62 元，对应的 PE 分别为 21、13、9 倍。鉴于公司公路运营稳健，具备光伏电站运营的竞争优势，转型提速，资产优化配置后，升值空间巨大，预计到 2015 年光伏电站可贡献业绩 2.5 亿元，参考同行业平均估值，按照 2015 年光伏电站 25 倍 PE，高速公路 13 倍 PE，对应目标价 8.34 元，尚有 40% 以上空间，首次给予“买入”评级。超市场预期地方在于，1、由于公司全部采用自有资金收购，没有财务费用拖累，已收购的光伏电站、尤其是最近刚收购的电站对 15 年的业绩影响巨大，能增厚 30% 左右，盈利远超市场预期；2、公司财务状况极其优良，具备两次债权、股权融资的能力，参照行业平均水平，公司能够轻松完成 1GW 以上的光伏电站装机。

主要风险因素。（1）光伏政策调整；（2）收购进度延迟

表 4 可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			BVPS (元)	PE (x)			PB (x)
		11月4日	11月4日	2013	2014E	2015E	2014Q3	2013	2014E	2015E	2014Q3
600151.SH	航天机电	10.48	131.02	0.12	0.23	0.40	3.01	90.82	45.84	26.20	3.48
002610.SZ	爱康科技	19.51	70.72	0.02	0.36	0.79	6.31	836.68	54.21	24.70	3.09
002256.SZ	彩虹精化	12.58	39.58	0.19	0.26	0.59	1.75	65.47	48.93	21.32	7.18
300274.SZ	阳光电源	17.54	114.80	0.28	0.50	0.70	3.28	63.68	35.08	25.06	5.35
光伏行业平均								264.16	46.02	24.32	4.78
600033.SH	福建高速	3.25	89.19	0.20	0.24	0.27	2.80	16.40	13.37	11.83	1.16
600035.SH	楚天高速	3.51	42.51	0.21	0.23	0.24	3.06	16.65	15.29	14.36	1.15
000429.SZ	粤高速 A	4.20	52.80	0.10	0.23	0.29	3.58	41.32	18.04	14.68	1.17
高速行业平均								24.79	15.57	13.62	1.16
000916.SZ	华北高速	5.70	62.13	0.25	0.27	0.40	3.89	23.04	21.11	14.25	1.47

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 华北高速损益表预测（百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	950.12	714.46	631.93	664.15	749.09	1216.24	1824.67
同比增长率	16.30%	-24.80%	-11.55%	5.10%	12.79%	62.36%	50.03%
营业成本	563.83	348.11	355.61	296.18	325.25	502.04	710.74
毛利率	40.66%	51.28%	43.73%	55.41%	56.58%	58.72%	61.05%
营业税金及附加	32.00	25.95	22.00	23.83	25.47	37.70	52.92
销售费用	4.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	70.83	70.95	77.83	71.52	67.42	103.38	155.10
管理费用率	7.46%	9.93%	12.32%	10.77%	9.00%	8.50%	8.50%
财务费用	-28.18	-39.64	-44.43	-47.19	-50.44	-5.35	90.20
财务费用率	-2.97%	-5.55%	-7.03%	-7.11%	-6.73%	-0.44%	4.94%
期间费用	46.78	31.31	33.40	24.33	16.98	98.03	245.30
期间费用率	4.92%	4.38%	5.29%	3.66%	2.27%	8.06%	13.44%
资产减值损失	1.38	1.13	11.62	2.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-0.91	-0.44	0.89	0.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.25	12.30	35.75	34.63	35.00	45.00	55.00
营业利润	320.46	319.83	245.94	352.22	416.39	623.47	870.71
EBIT	279.33	269.46	176.50	272.63	330.95	573.12	905.92
增长率	-2.85%	-3.53%	-34.50%	54.47%	21.39%	73.17%	58.07%
EBIT margin	29.40%	37.71%	27.93%	41.05%	44.18%	47.12%	49.65%
营业外收入	8.43	9.88	16.16	12.74	15.00	18.00	20.00
营业外支出	4.18	6.09	3.93	6.07	7.00	7.00	7.00
利润总额	324.71	323.62	258.17	358.89	424.39	634.47	883.71
增长率	-12.78%	-0.34%	-20.23%	39.01%	18.25%	49.50%	39.28%
所得税	77.90	77.38	69.22	94.48	110.34	133.24	159.07
所得税率	23.99%	23.91%	26.81%	26.33%	26.00%	21.00%	18.00%
净利润	246.82	246.24	188.96	264.41	314.05	501.23	724.64
少数股东损益	4.25	-1.78	-13.64	-5.21	20.41	32.58	47.10
归属于母公司所有者净利润	242.57	248.03	202.60	269.62	293.64	468.65	677.54
净利润率	25.53%	34.72%	32.06%	40.60%	39.20%	38.53%	37.13%
增长率	-16.32%	2.25%	-18.32%	33.08%	8.91%	59.60%	44.57%
总股本（百万股）	1090.00	1090.00	1090.00	1090.00	1090.00	1090.00	1090.00
EPS（元）	0.22	0.23	0.19	0.25	0.27	0.43	0.62

资料来源：公司 2010-2013 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉：电力设备和新能源行业首席分析师

姜明：交通运输行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：阳光电源、特变电工、林洋电子、杉杉股份、新宙邦、信质电机、亚玛顿、隆基股份、海润光伏、亿晶光电、晶盛机电、金风科技、东方日升等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。