

# 华北高速 (000916.SZ) 路桥行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：4.89元

## 光伏项目平稳，断交和成本上升致利润下滑

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	1,089.97
总市值(百万元)	5,330.10
年内股价最高最低(元)	5.45/3.62
沪深 300 指数	2368.83
深证成指	7829.33



### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.186	0.247	0.237	0.279	0.286
每股净资产(元)	3.59	3.77	3.92	4.12	4.33
每股经营性现金流(元)	0.30	0.21	0.40	0.81	1.01
市盈率(倍)	15.66	14.19	19.55	16.61	16.20
行业优化市盈率(倍)	10.22	9.93	11.98	11.98	11.98
净利润增长率(%)	-18.32%	33.08%	-4.26%	17.71%	2.53%
净资产收益率(%)	5.18%	6.57%	6.04%	6.76%	6.60%
总股本(百万股)	1,090.00	1,090.00	1,090.00	1,090.00	1,090.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 三季度公司完成营收 1.78 亿元，同比下降 5.8%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比下降 30%，业绩低于预期。

### 经营分析

- 天津段断交施工是收入下降主因：**三季度公司通行费收入为 1.56 亿，同比下降 15%。7 月起京津塘高速天津段部分路段开始断交施工是导致收入下降的主因，虽然天津方根据协议给与公司的 5000 万元的首批补偿款已经入账并反映在三季报中，但我们认为断交施工对其他路段车流量也有一定负面影响，而这部分损失将无法弥补，这将给公司今明年业绩造成一定拖累。
- 费用化专项工程推高成本，高速业务毛利率大幅跳水：**受费用化专项工程拖累，三季度公路运营成本大幅增长 21%，毛利率也从去年同期的 60% 跳水至 43.6%。从过去几年的情况看，年末高速业务运营成本将继续增加，叠加传统淡季，预计四季度高速业务利润将进一步下降。
- 光伏电站运营良好，收入盈利平稳增长：**我们测算三季度公司光伏电站收入在 2000 万元左右，其中丰县项目约 1650 万元，与上半年 3150 万收入基本对应，新并表的左后旗项目贡献约 350 万收入。丰县项目三季度内实现净利 500 万，也对应上半年 1025 万的净利润，可见公司光伏项目运营情况良好，营收和利润都平稳增长。

### 盈利调整

- 我们下调公司 14~16 年的盈利预测至 0.24 元，0.28 元和 0.29 元，对应回前股价的 PE 为 19.6X，16.6X 和 16.2X。

### 投资建议

- 受降息预期推动近期高速板块表现较好，根据我们测算，降息 50bp 能使 1GW 光伏电站市值由 32.8 亿增加至 35.9 亿，公司高速主业市值也将攀升至 35.9 亿。根据公司战略框架协议，假设 16 年底的权益装机量在 750MW 左右，换算成整年发电的装机量在 500MW 左右，对应的市值为 18 亿，因此在降息 50bp 的情况下，公司合理市值应在 54 亿左右，目前估值水平略高。考虑到国家大力推进光伏等清洁能源，行业成长空间巨大，合作方招商局新能源在业务开拓和规划上又非常积极，我们维持公司“增持”的投资评级，公司看点仍在于“一主两翼”战略指导下的跨界开拓以及京津冀一体化在基本面上对高速客货车流的拉动和在估值上的提升。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号：S1130514080001  
(8621)60230251  
wuyanfeng@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>714</b>	<b>632</b>	<b>664</b>	<b>728</b>	<b>999</b>	<b>1,484</b>	货币资金	1,604	1,422	1,160	425	423	300
增长率	-11.6%	5.1%	9.7%	37.1%	48.6%		应收款项	68	43	147	112	167	268
<b>主营业务成本</b>	<b>-348</b>	<b>-356</b>	<b>-296</b>	<b>-364</b>	<b>-489</b>	<b>-742</b>	存货	6	3	2	2	3	2
% 销售收入	48.7%	56.3%	44.6%	50.0%	48.9%	50.0%	其他流动资产	222	143	759	760	475	376
<b>毛利</b>	<b>366</b>	<b>276</b>	<b>368</b>	<b>364</b>	<b>510</b>	<b>742</b>	流动资产	1,900	1,610	2,067	1,299	1,067	946
% 销售收入	51.3%	43.7%	55.4%	50.0%	51.1%	50.0%	% 总资产	46.5%	37.9%	44.3%	25.9%	12.2%	6.8%
营业税金及附加	-26	-22	-24	-23	-25	-27	长期投资	519	890	635	575	575	585
% 销售收入	3.6%	3.5%	3.6%	3.2%	2.5%	1.8%	固定资产	1,652	1,640	1,941	3,115	7,110	12,284
营业费用	0	0	0	0	0	0	% 总资产	40.5%	38.6%	41.6%	62.2%	81.1%	88.8%
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	7	7	7	7	6	6
管理费用	-71	-78	-72	-67	-68	-71	非流动资产	2,184	2,641	2,595	3,708	7,703	12,887
% 销售收入	9.9%	12.3%	10.8%	9.3%	6.9%	4.8%	% 总资产	53.5%	62.1%	55.7%	74.1%	87.8%	93.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>269</b>	<b>176</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>417</b>	<b>644</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,084</b>	<b>4,252</b>	<b>4,662</b>	<b>5,007</b>	<b>8,770</b>	<b>13,832</b>
% 销售收入	37.7%	27.9%	41.0%	37.5%	41.7%	43.4%	短期借款	0	0	0	0	0	45
财务费用	40	44	47	50	-34	-213	应付款项	105	178	136	115	119	118
% 销售收入	-5.5%	-7.0%	-7.1%	-6.9%	3.4%	14.4%	其他流动负债	49	58	87	131	142	139
资产减值损失	-1	-12	-2	-1	-2	-2	流动负债	154	236	223	246	260	302
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	135	3,629	8,344
投资收益	12	36	35	30	30	20	其他长期负债	42	39	50	45	45	45
% 销售收入	3.8%	13.8%	9.7%	8.4%	7.2%	4.4%	<b>负债</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>273</b>	<b>426</b>	<b>3,934</b>	<b>8,692</b>
<b>营业利润</b>	<b>320</b>	<b>246</b>	<b>352</b>	<b>352</b>	<b>411</b>	<b>449</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,840</b>	<b>3,912</b>	<b>4,106</b>	<b>4,277</b>	<b>4,493</b>	<b>4,718</b>
营业利润率	44.8%	38.9%	53.0%	48.3%	41.2%	30.3%	少数股东权益	48	65	283	305	343	423
营业外收支	4	12	7	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,084</b>	<b>4,252</b>	<b>4,662</b>	<b>5,007</b>	<b>8,770</b>	<b>13,832</b>
<b>税前利润</b>	<b>324</b>	<b>258</b>	<b>359</b>	<b>357</b>	<b>416</b>	<b>454</b>							
利润率	45.3%	40.9%	54.0%	49.0%	41.7%	30.6%							
所得税	-77	-69	-94	-77	-74	-63							
所得税率	23.9%	26.8%	26.3%	21.6%	17.9%	13.8%							
净利润	246	189	264	280	342	392							
少数股东损益	-2	-14	-5	22	38	80							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>248</b>	<b>203</b>	<b>270</b>	<b>258</b>	<b>304</b>	<b>312</b>							
净利率	34.7%	32.1%	40.6%	35.4%	30.4%	21.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>328</b>	<b>322</b>	<b>231</b>	<b>435</b>	<b>879</b>	<b>1,101</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-96	-117	-27	-1,343	-4,270	-5,681	每股收益	0.228	0.186	0.247	0.237	0.279	0.286
投资	-213	-69	-413	59	0	-10	每股净资产	3.523	3.589	3.767	3.924	4.122	4.328
其他	17	-261	12	30	30	20	每股经营现金净流	0.301	0.296	0.212	0.399	0.807	1.010
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-292</b>	<b>-447</b>	<b>-429</b>	<b>-1,254</b>	<b>-4,240</b>	<b>-5,671</b>	每股股利	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080
股权募资	30	30	0	0	0	0							
债权募资	0	0	0	132	3,494	4,760	<b>回报率</b>						
其他	-66	-87	-64	-47	-136	-313	净资产收益率	6.46%	5.18%	6.57%	6.04%	6.76%	6.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-36</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>85</b>	<b>3,358</b>	<b>4,448</b>	总资产收益率	6.07%	4.77%	5.78%	5.15%	3.46%	2.25%
现金净流量	0	-182	-263	-734	-3	-123	投入资本收益率	5.23%	3.22%	4.53%	4.51%	4.02%	4.09%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	4
增持	0	0	1	6	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.78</b>	<b>1.70</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-09-02	<b>增持</b>	4.65	4.10 ~ 4.60

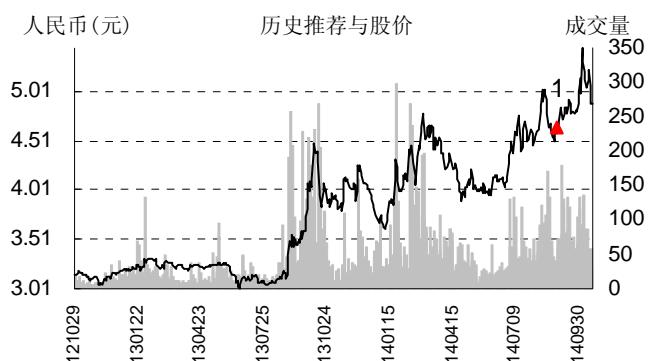
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD