

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）：6.56元

光伏项目平稳，断交施工超预期致业绩下滑

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)	7,150.20
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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.247	0.209	0.270	0.310	0.399
每股净资产(元)	3.77	3.98	3.96	3.71	4.02
每股经营性现金流(元)	0.21	0.38	0.70	0.81	1.10
市盈率(倍)	14.19	24.64	24.30	21.16	16.44
行业优化市盈率(倍)	9.93	16.09	18.67	18.67	18.67
净利润增长率(%)	33.08%	-15.21%	28.54%	14.98%	28.45%
净资产收益率(%)	6.57%	5.25%	6.81%	8.38%	9.91%
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

- 2014 年公司完成营收 7.1 亿元，同比增长 6.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比下降 15.6%，主要由于通行费收入和毛利率下降。全年通行费收入 6.16 亿元，低于公司规划和我们预期。光伏发电收入 8138 万元，毛利占比已达 15%。

经营分析

- 断交施工影响通行费收入，未来有望获补偿：京津塘高速天津路段于 14 年 7 月起断交施工，工期为 10 个月，断交施工对车流量的影响大于此前预估（5 个月工期通行费损失超预估 6 千万）导致公司下半年通行费收入下降约 17%。按照协议，若通行费收入实际损失额比测算值增减幅度超过 10% 时，双方将对补偿金额进行调整。我们对明年施工到期后的补偿收入持谨慎乐观态度，因此对公司中长期业绩影响不大。
- 光伏电站收入盈利平稳增长，双轮驱动初成型：光伏发电全年收入 8138 万元。左后旗项目贡献收入 1669 万元，净利润 879 万元。新疆项目贡献净利润 212 万元。丰县项目贡献收入 6090 万元，净利润 3563 万元，与上半年运营情况接近，可见公司光伏项目运营情况良好，营收和利润都平稳增长，已初步形成光伏和高速双轮启动。
- 组建投资平台，坚定光伏转型目标：公司先后投资收购了科左后旗 40MW 项目 84% 股权，新疆五个电站共 110MW 和宁夏中利 100MW 项目 100% 股权，目前拥有光伏电站权益装机量达 272MW。公司与中利科技共同组建光伏项目投资平台，在优势互补的同时有利自身积累和形成开发、投资、运维上全方位的经验，可见管理层积极推进转型，项目进展有望超预期。

盈利调整

- 我们对公司 15~17 年的盈利预测为 0.28 元，0.34 元和 0.46 元，对应当前股价的 PE 为 23.9X，19.1X 和 14.5X。

投资建议

能源局下达 15 年新增光伏电站建设规模 17.8GW，对应国内光伏发电新增建设规模增速将超 50%，超出市场预期，本次对分布式和地面式不再作建设规模限制，这有利于以地面式电站为主的公司加速推进装机规模。公司目前 25X 的 PE 要远低于爱康科技，彩虹精化 40~60X 的 PE，未来光伏项目有望超预期，有估值需求，维持“增持”评级。

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）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	632	664	709	1,043	1,524	2,036							
增长率	5.1%	6.8%	47.0%	46.2%	33.6%		货币资金	1,422	1,160	365	425	344	418
主营业务成本	-356	-296	-365	-534	-725	-954	应收账款	43	147	160	206	292	374
% 销售收入	56.3%	44.6%	51.4%	51.2%	47.6%	46.9%	存货	3	2	2	3	4	5
毛利	276	368	344	509	799	1,082	其他流动资产	143	759	847	14	14	15
% 销售收入	43.7%	55.4%	48.6%	48.8%	52.4%	53.1%	流动资产	1,610	2,067	1,374	647	655	812
营业税金及附加	-22	-24	-24	-26	-27	-37	% 总资产	37.9%	44.3%	21.9%	8.0%	5.7%	6.7%
% 销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	2.5%	1.8%	1.8%	长期投资	890	635	843	844	843	843
营业费用	0	0	0	0	0	0	固定资产	1,640	1,941	3,993	6,638	10,081	10,502
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	% 总资产	38.6%	41.6%	63.8%	81.6%	87.0%	86.3%
管理费用	-78	-72	-63	-71	-88	-98	无形资产	7	7	38	8	8	7
% 销售收入	12.3%	10.8%	8.8%	6.9%	5.8%	4.8%	非流动资产	2,641	2,595	4,889	7,492	10,933	11,354
息税前利润（EBIT）	176	273	258	411	684	948	% 总资产	62.1%	55.7%	78.1%	92.0%	94.3%	93.3%
% 销售收入	27.9%	41.0%	36.3%	39.4%	44.8%	46.5%	资产总计	4,252	4,662	6,263	8,139	11,588	12,165
财务费用	44	47	50	-27	-199	-351	短期借款	0	0	98	0	0	0
% 销售收入	-7.0%	-7.1%	-7.0%	2.6%	13.0%	17.2%	应付款项	178	136	1,116	571	548	478
资产减值损失	-12	-2	-27	0	0	0	其他流动负债	59	87	70	148	167	173
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	流动负债	236	224	1,284	720	715	651
投资收益	36	35	28	30	20	20	长期贷款	0	0	8	2,749	6,402	6,602
% 税前利润	13.9%	9.7%	8.9%	7.2%	3.9%	3.2%	其他长期负债	39	50	319	0	0	0
营业利润	246	353	309	414	505	616	负债	275	273	1,611	3,469	7,117	7,253
营业利润率	39.0%	53.1%	43.5%	39.7%	33.1%	30.3%	普通股股东权益	3,912	4,106	4,337	4,318	4,038	4,386
营业外收支	12	7	6	5	5	5	少数股东权益	65	283	314	352	433	526
税前利润	258	359	314	419	510	621	负债股东权益合计	4,252	4,662	6,263	8,139	11,588	12,165
利润率	40.9%	54.1%	44.3%	40.2%	33.5%	30.5%	比率分析						
所得税	-69	-94	-67	-87	-91	-93		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	26.8%	26.3%	21.2%	20.7%	17.9%	15.0%	每股指标						
净利润	189	265	248	332	419	528	每股收益	0.186	0.248	0.210	0.270	0.310	0.399
少数股东损益	-14	-5	19	38	80	94	每股净资产	3.589	3.767	3.979	3.961	3.705	4.024
归属于母公司的净利润	203	270	229	294	338	435	每股经营现金净流	0.296	0.212	0.382	0.700	0.812	1.100
净利率	32.1%	40.7%	32.3%	28.2%	22.2%	21.3%	每股股利	0.080	0.080	0.000	0.080	0.080	0.080
现金流量表（人民币百万元）													
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	回报率						
净利润	189	264	246	332	419	528	净资产收益率	5.19%	6.58%	5.28%	6.81%	8.38%	9.91%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	4.77%	5.79%	3.66%	3.62%	2.92%	3.57%
非现金支出	128	124	170	223	374	479	投入资本收益率	3.22%	4.53%	4.20%	4.39%	5.16%	6.99%
非经营收益	-44	-35	-35	-61	186	338	增长率						
营运资金变动	49	-123	35	269	-93	-147	主营业务收入增长率	-11.55%	5.10%	6.79%	47.01%	46.21%	33.55%
经营活动现金净流	322	231	417	763	885	1,199	EBIT增长率	-34.50%	54.47%	-5.54%	59.63%	66.29%	38.60%
资本开支	-117	-27	-1,069	-2,828	-3,810	-895	净利润增长率	-18.11%	33.10%	-15.21%	28.54%	14.98%	28.45%
投资	-69	-413	-40	-1	0	0	总资产增长率	4.10%	9.66%	34.33%	29.97%	42.37%	4.98%
其他	-261	12	13	30	20	20	资产管理能力						
投资活动现金净流	-447	-429	-1,096	-2,799	-3,790	-875	应收账款周转天数	17.0	16.9	33.3	42.0	50.0	60.0
股权募资	30	0	4	0	-531	0	存货周转天数	4.5	2.8	2.1	2.0	2.0	2.0
债权募资	0	0	0	2,397	3,653	200	应付账款周转天数	85.3	96.3	507.5	200.0	150.0	100.0
其他	-87	-64	-111	-300	-298	-451	固定资产周转天数	947.5	1,066.0	1,464.5	1,922.3	2,139.0	1,677.1
筹资活动现金净流	-57	-64	-107	2,096	2,824	-251	偿债能力						
现金净流量	-182	-263	-786	61	-81	74	净负债/股东权益	-39.02%	-26.48%	-5.77%	49.55%	135.27%	125.70%
							EBIT利息保障倍数	-4.0	-5.8	-5.2	15.2	3.4	2.7
							资产负债率	6.47%	5.87%	25.73%	42.62%	61.42%	59.62%

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	0	0	2.00	1.78	1.70

来源：朝阳永续

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。

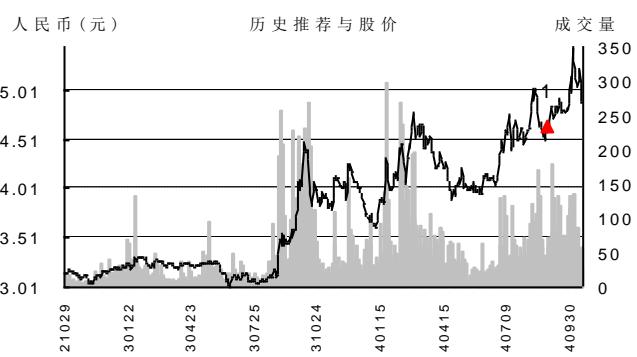
最终评分与平均投资建议对照：

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

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	增持	4.65	4.10~4.60

来源：国金证券研究所

**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