

北新路桥（002307） 建筑与工程

2010 年 8 月 4 日

——在手合同充足，利润提升仍需时日

投资评级	中性	公司评级	B	收盘价	26.90	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

2010 年上半年公司实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 21.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 2824 万元，同比增长 12.66%；实现每股收益 0.15 元。

结论：

因部分工程延期、行业竞争激烈等原因致使公司毛利率同比下降 2.02%；因此上半年公司营业收入及净利润增速低于预期；新签合同保持大幅增长，且主要为高毛利率的 BT 类投资项目，不过其对公司盈利能力的提升尚需时日；预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.37、0.46、0.57 元，暂给予公司“中性”的投资评级。

正文：

◆ 收入及净利润增速低于预期

因国内工程受到恶劣天气、国外工程受到政治危机等不利因素影响，公司收入增速受到一定拖累，同时公路行业竞争趋于激烈及工程的延误也带来成本的上升，导致公司毛利率同比下降，进而导致净利润增速较低。

◆ 国外营业收入大增，国内则同比减少

因前期国外合同储备丰富国外收入同比大增 60.57%，占公司营业收入的 64.62%，不过其毛利率下降 2.53%；国内收入同比减少 21.72%，毛利率同比下降 2.22%，未来国内收入占比随着上半年新签合同的大幅增加有望明显提升。

◆ 未完工合同充足，提升盈利能力尚需时日

今年以来公司新签合同超过 30 亿元，其中 BT 类高毛利率合同占比超过 60%，目前公司未完工合同超过 65 亿元（此外还有与母公司签定的尚处于可行性研究阶段的湖南娄底 35 亿元公路工程合同）；不过 BT 类合同转换成利润期限较长，且主要在工程后期结算，因此不利于公司未来两年盈利能力的提升。

◆ 公司准备增发以满足多项大型合同的顺利进行

公司多个大型 BT 类合同需要投入大量资金，而公司目前负债率已近 70%，因此急需通过增发来弥补资金的不足，公司已准备增发募集 3 亿元资金投资湖南娄底项目，增发能否成功将对公司未来的盈利提升有重要影响。

联系方式

研究员：	包社
执业证书编号：	S0020108081173
电 话：	021-51097188-1923
电 邮：	baoshe@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1480	1879	2407	2887	营业收入	2321	2901	3714	4456
现金	517	580	743	891	营业成本	2087	2614	3350	4015
应收账款	292	366	468	562	营业税金及附加	37	44	56	67
其它应收款	93	164	209	251	营业费用	0	0	0	0
预付账款	84	116	149	178	管理费用	112	136	173	205
存货	494	654	837	1004	财务费用	16	25	30	37
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	360	988	1271	1504	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	4	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	338	466	651	786	营业利润	64	77	99	126
无形资产	1	-1	-3	-5	营业外收入	5	7	8	9
其他	16	518	618	718	营业外支出	1	2	3	4
资产总计	1839	2868	3678	4391	利润总额	68	82	104	131
流动负债	938	1307	1727	2027	所得税	10	12	17	22
短期借款	10	53	172	195	净利润	59	70	88	109
应付账款	316	406	520	624	少数股东损益	0	0	0	0
其他	613	848	1034	1209	归属母公司净利	59	70	88	109
非流动负债	203	801	1104	1408	EBITDA	80	177	246	330
长期借款	186	786	1086	1386	EPS（元）	0.31	0.37	0.46	0.57
其他	17	15	18	22	主要财务比率				
负债合计	1142	2108	2831	3435	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	189	189	189	189	营业收入	41.0%	25.0%	28.0%	20.0%
资本公积	329	329	329	329	营业利润	36.3%	19.8%	29.4%	26.7%
留存收益	179	241	329	438	归属于母公司净	42.4%	18.6%	26.1%	23.9%
归属母公司股东	698	760	847	956	获利能力				
负债和股东权益	1839	2868	3678	4391	毛利率	10.1%	9.9%	9.8%	9.9%
现金流量表					净利率	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
单位:百万元					ROE	8.4%	9.1%	10.3%	11.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	19.9%	9.1%	8.9%	9.4%
经营活动现金流		-416	73	164	偿债能力				
净利润	59	70	88	109	资产负债率	62.1%	73.5%	77.0%	78.2%
折旧摊销	0	75	117	167	净负债比率	#####	44.54%	#####	#####
财务费用	16	25	30	37	流动比率	1.58	1.44	1.39	1.42
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.05	0.94	0.91	0.93
营运资金变动	0	-594	-180	-166	营运能力				
其它	#####	8	18	17	总资产周转率	1.52	1.23	1.13	1.10
投资活动现金流		-201	-300	-300	应收账款周转率	8	8	8	8
资本支出		200	300	300	应付账款周转率	6.63	7.24	7.23	7.02
长期投资	#####	1	0	0	每股指标(元)				
其他	#####	0	0	0	每股收益	0.31	0.37	0.46	0.57
筹资活动现金流		681	389	285	每股经营现金流	#####	-2.20	0.39	0.86
短期借款	-141	43	119	22	每股净资产	3.68	4.01	4.47	5.05
长期借款	106	600	300	300	估值比率				
普通股增加	48	0	0	0	P/E	85.43	72.01	57.10	46.08
资本公积增加	329	0	0	0	P/B	7.17	6.59	5.91	5.24
其他	#####	38	-30	-37	EV/EBITDA	59	27	19	14
现金净增加额		64	162	149					

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn