

高世梁

021-50588666-8022

gaosl@ccnew.com

2009 年 4 月 10 日

路漫漫其修远兮

——中原高速（600020）调研报告

公司调研

观望（维持）

估值区间：2.7—4 元

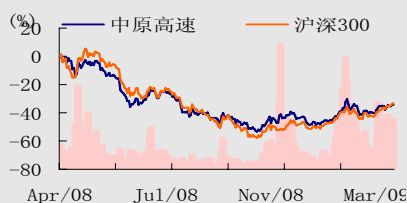
市场数据（2009 年 04 月 08 日）

收盘价（元）	3.36
一年内最高/最低（元）	5.99/2.43
沪深300 指数	2479.35
市净率（倍）	1.31
流通市值（亿元）	32.01

基础数据（2008 年 09 月 30 日）

每股净资产（元）	2.57
每股经营现金流（元）	0.39
毛利率（%）	59.92
净资产收益率（%）	5.57
资产负债率（%）	70.66
总股本/流通股（万股）	211916/95282
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20080626 中原高速调研简报：短期压力巨大、长期发展可期... 08 年 6 月 24 日

20080411 中原高速分析报告：众路产项目保证未来持续发展... 08 年 4 月 08 日

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

关键要素：

“两路一桥”保持相对稳定；郑石高速短期盈利难；在建工程保证可持续发展但带来较大财务压力；多元化投资祸福难断。

投资要点：

- **未来“两路一桥”通行费收入保持相对稳定。**08 年由于灾害天气、“绿色通道”、经济放缓影响，“两路一桥”通行费出现罕见的同时下降走势；由于郑漯高速和郑州黄河大桥处于饱和状态及未明朗的经济形势，“两路一桥”通行费收入未来将保持相对稳定。
- **郑石高速短期难盈利。**08 年全年通行费收入 1.6 亿，难抵消成本费用开支（年财务费用高达 3 亿）。按年 25% 的速度增长，要到 2012 年以后才能盈利。
- **资本支出大，财务压力重。**多路产在建项目保证可持续发展，但目前 70.66% 的负债率水平和 77.57 亿的资本支出给公司带来较大财务压力。
- **多元化发展祸福难断。**公司逐步涉足房地产、股权投资、信托等多个领域，在目前资金面紧张的情况下，是将加速拖累公司业绩还是创造新的利润和现金流增长点尚难判断。
- **预计 08 年-2010 年 EPS 分别为 0.16 元、0.18 元和 0.20 元。**目前估值水平在行业内无优势，维持“观望”的投资评级。
- **风险提示：**郑石高速短期难以盈利；负债率过高，财务压力大；未来面临平行公路、铁路竞争压力；多元化投资未被市场普遍接受。

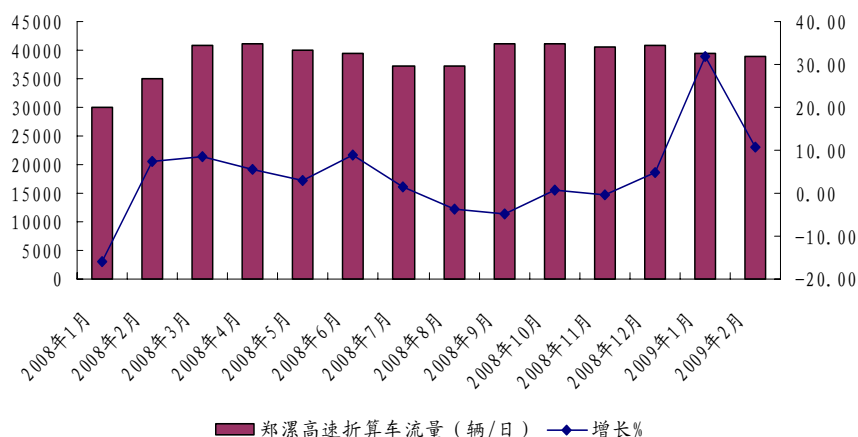
	2006	2007	2008E	2009E
营业收入（万元）	164117	184269	186300	191778
增长比率（%）	7.11	12.28	1.10	2.94
净利润（万元）	56575	59021	33550	37201
增长比率（%）	2.11	4.32	-43.16	10.88
每股收益（元）	0.36	0.32	0.16	0.18
市盈率（倍）	9.33	10.50	21	18.67

1. 困难的2008年

1.1 “两路一桥”通行费收入下降

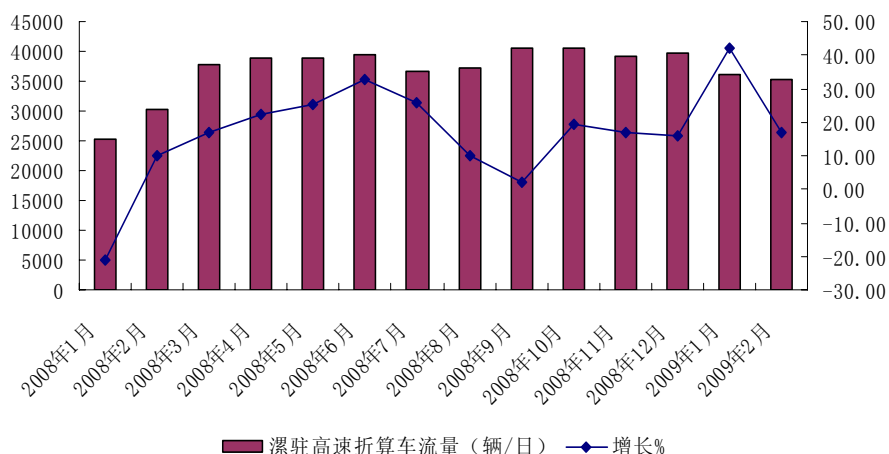
折算车流量总体增速放缓。根据公司网站数据统计，08年郑漯高速日均车流量为38712辆，同比增长1.2%（07年增速为6.37%）。漯驻高速日均车流量为37048辆，同比增长14.27%（07年增速为13.6%）。郑州黄河大桥日均车流量为56525辆，同比增长-4.02%（07年增速为12.48%）。车流量增速放缓主要因为：1、**路段饱和**。郑漯高速和郑州黄河大桥早在05、06年就达到中高级饱和度，车流量再提升难度大。2、**冰雪灾害天气和经济放缓**因素影响。从图1-图3可以看出，年初的冰雪灾害天气对公司“两路一桥”车流量影响较大。郑漯高速1月份的折算车流量增速同比下降了15.95%，漯驻高速更是下降了21.33%。而国内经济放缓将对高速公路客货流将产生长期影响。

图1：郑漯高速折算车流量和同比增长情况



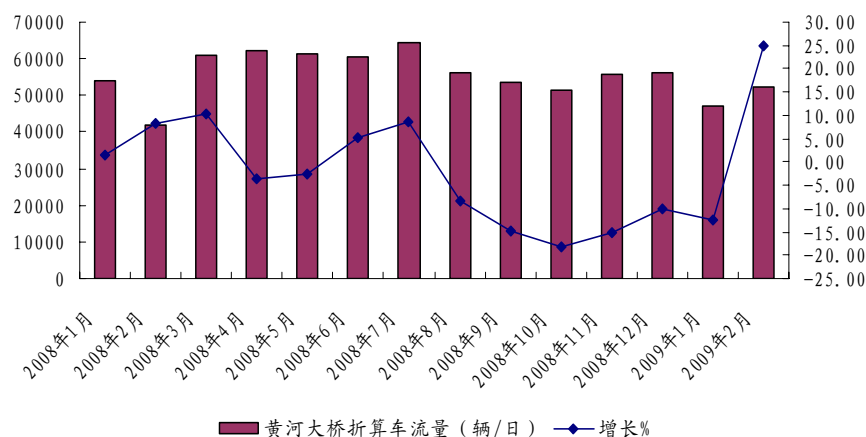
资料来源：公司网站

图2：漯驻高速折算车流量和同比增长情况



资料来源：公司网站

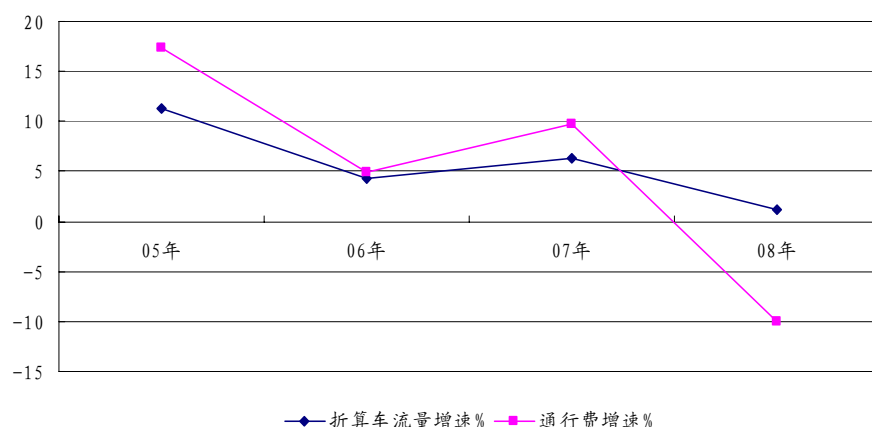
图3: 郑州黄河大桥折算车流量和同比增长情况



资料来源: 公司网站

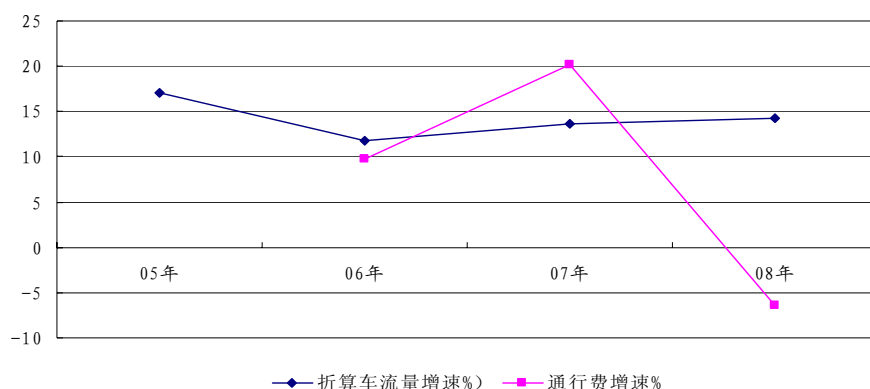
通行费收入同时下降。08年公司“两路一桥”出现了通行费收入同时下降的情况，这在公司经营历史中从未出现过。根据公司网站公布数据，郑漯高速08年实现通行费收入99672万元，同比下降了9.98%。漯驻高速通行费收入45339万元，同比下降6.4%。郑州黄河大桥通行费收入19467万元，同比下降6.23%。通行费收入的下降，除了有上述路段饱和、冰雪灾害以及经济放缓等因素影响外，“绿色通道”政策也是重要原因之一。根据国家及河南省关于对鲜活农产品运输开通“绿色通道”的相关规定，08年河南省国、省道干线公路及高速公路执行“绿色通道”对运输鲜活农产品车辆实行免费政策，而之前只是国、省道干线公路实施，未包含高速公路。“绿色通道”政策的执行使得公司增车流量未增收入，且目前没有停止执行的通知，将继续影响公司通行费收入。

图4: 郑漯高速历年车流量和通行费收入增长情况



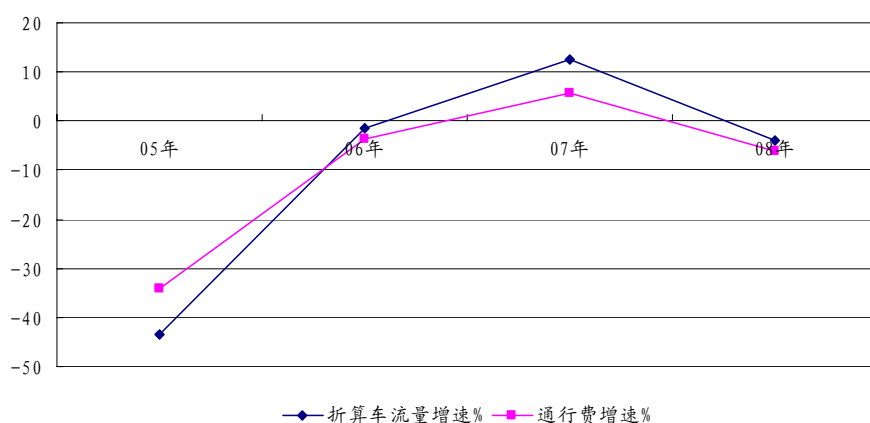
资料来源: 公司网站

图5: 漯驻高速历年车流量和通行费收入增长情况



资料来源: 公司网站

图6: 郑州黄河大桥历年车流量和通行费收入增长情况



资料来源: 公司网站

09年1-2月反弹、全年保持稳定。09年前两个月公司“两路一桥”经营状况有所好转。郑漯高速日均车流量增长了20.49%，通行费收入增长了12.3%。漯驻高速日均车流量增长了28.32%，通行费收入增长了15.32%。前两个经营数据的好转主要是因为去年同期受灾害天气影响，经营数据基数较低。鉴于郑漯高速、郑州黄河大桥饱和现状（漯驻高速尚有增长空间）以及未明朗的经济形势，我们认为全年公司的“两路一桥”通行费收入将保持相对稳定。

1.2 郑石高速短期盈利难

重要的旅游通道。石人山为国家4A级风景区，与著名的白云山、龙峪湾、老界岭、宝天曼、鲁山温泉群等同属伏牛山核心景区重要组成部分。其位于河南省平顶山市鲁山县，属山岳型自然风景名胜区。在景区268平方公里的区域内，奇峰、怪石、飞瀑、温泉、山花、红叶、湖面、云海、原始森

林、珍禽异兽及众多人文景观构成了完整的风景体系。此外，石人山是刘姓的发源地，战国时伟大的思想家墨子的故里。而佛泉寺高达208米的世界第一大佛和重达116吨的世界第一大钟更增添了景区的吸引力。

石人山等景区给鲁山县带来巨大的旅游资源。06年鲁山县共接待游客156万人次，同比增长71.4%。完成旅游总收入2.55亿元，增长56.4%。07年全县共接待游客220万人次，同比增长41.03%，完成旅游总收入4.25亿元，增长66%。丰富的旅游资源也为开通的郑石高速带来良好的经营前景。

郑石高速是河南省规划的一条中央辐射线，为河南省重要的能源和旅游快速通道，也是河南省高速公路网的重要组成部分。武陟至西峡高速的主要路段，沿线先后与郑州市西南绕城高速、许昌至登封高速及属于国家高速公路规划网的南京至洛阳、二连浩特至广州高速等多条重要干线公路交汇。项目终点向西延伸与国家高速公路规划网上海至西安高速相连接。

郑石高速开通前，郑州前往石人山的通道主要是沿京珠高速，经许昌，再沿许南高速到平顶山，转311国道最后进入石人山景区，路线约260公里。郑石高速通车后，要比原路减少80多公里，车程在2小时左右，比原来节省1个多小时。

图7：石人山高速公路示意图

石人山高速公路示意图

Traffic Location Sketch map of the Rockman Mountain

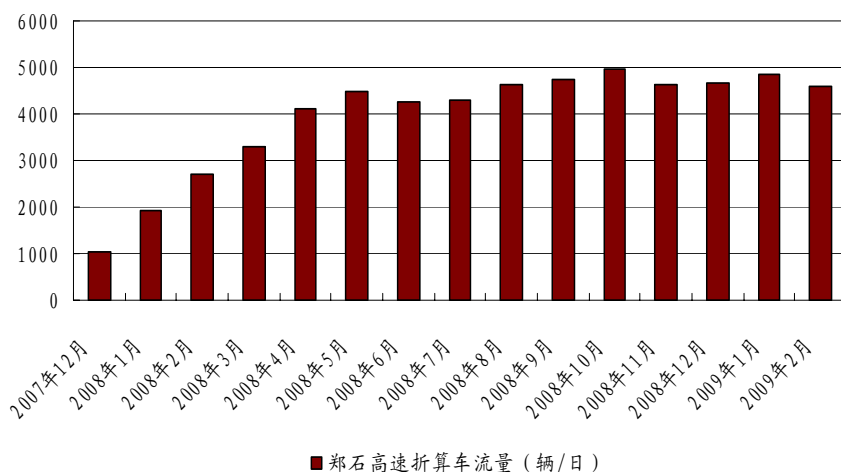


资料来源：www.shirensan.gov.cn

郑石高速于05年9月开工，07年12月21日正式通车。从图8-图9可以看出，郑石高速通车的前几个月，车流量和通行费收入呈现快速增长，但到了08年4月后就进入相对稳定期。日均折算车流量稳定在4000-5000辆，通行费收

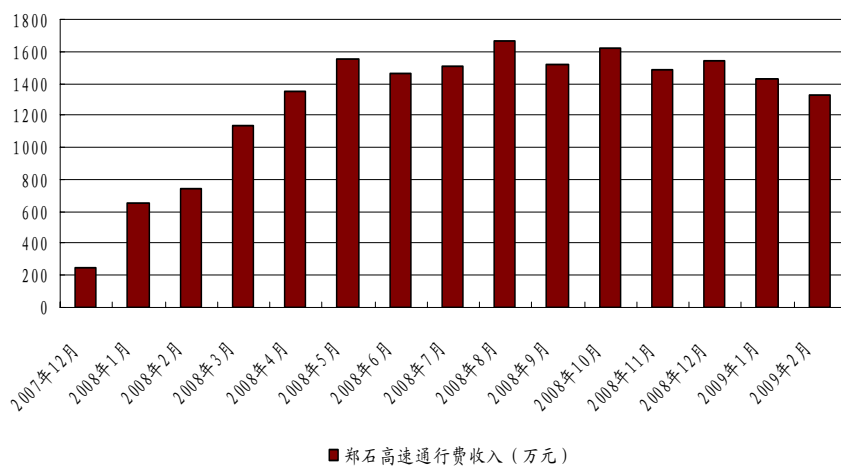
入稳定在1400-1600万元/月左右。

图8: 郑石高速折算车流量情况



资料来源: 公司网站

图9: 郑石高速月度通行费情况



资料来源: 公司网站

短期内盈利难。郑石高速全长183.5公里，占公司“两路一桥”里程的76.39%，在公司路桥经营中重要度不言而喻。但由于郑石高速投资额接近90亿，且主要通过银行借贷投建（08年前三季度公司负债率高达70.66%），郑石高速现有的通行费收入（08年1.6亿）远不能抵消所产生的成本费用（仅年财务费用就高达3亿）。我们假设郑石高速通行费收入以20%-30%的速度增长，公司负债率和借贷成本保持现有水平，粗略测算郑石高速要到2012年以后才能盈利。

2. 在建工程保证未来发展，但带来巨大财务压力

公司目前在建路桥项目有三个：郑漂扩建项目、郑新黄河大桥项目和永亳淮高速商丘段项目。

郑漂扩建项目：对郑漂高速北起新郑机场互通，经新郑、长葛、许昌、临颍，南止于漂河南互通，长约119.55公里路段扩建为八车道，工程建设资金预计为33.24亿元，08年3月开工，三年工期，截止08年上半年累计完成投资2.27亿。

郑新黄河大桥项目（郑州黄河公铁两用桥）：北起自新乡市原阳县原武镇闫庄，接国道G107线，向南经原阳县原武镇，跨越黄河，与郑州市G107辅道相接，全长22.89公里。采用一级公路等级，双向六车道。项目桥位介于公司郑州黄河大桥和新乡至郑州高速公路黄河大桥之间，将于拟建的北京-郑州-武汉铁路客运专线郑州黄河铁路大桥合建为郑州黄河公铁两用桥。公司投资公路桥29.3亿，07年7月开工，工期36个月。截止08年上半年累计投资7.63亿。

永亳淮高速公路商丘段项目：是豫皖两省公路规划网中一条重要的高等级公路，是河南省高速公路网规划的永城至登封高速公路重要组成部分，为豫东境内的重要运输通道。项目是河南省高速公路网“十五”期间重点建设项目之一及安徽省高速公路网规划“五横三纵九连”中第“一横”的贯通路段。起点位于河南省商丘市永城任庄豫皖省界，西与许昌~亳州高速公路相接，向东跨经永城，止于永城市小新庄豫皖省界。项目所属道路跨越河南、安徽两省，连接亳州、永城、淮北市，向东与京福高速公路合徐段相接，远期东延与灵璧、泗县、江苏泗洪连成一线，至江苏泗洪与宁宿徐高速公路相接。

路线长约46公里（其中主线约45.9公里，永城枢纽2公里），估算总投资约15.03亿元，05年底开工，截止08年中期累计完成投资7.54亿。

表1：公司在建路桥项目

单位：亿元

	公司投资额	截止08年上半年投资额	预计完成时间
郑漂扩建	33.24	2.27	2011年
郑新黄河大桥	29.30	7.63	2010年
永亳淮高速商丘段	15.03	7.54	2009-2010年

资料来源：公司公告

由于路桥项目都有经营期，到期后有被政府收回风险，企业面临永续发展问题。通过不断投建新的路桥项目是保证企业可持续发展的途径之一，在建的三个路桥项目以及07年底通车的郑石高速保证了公司的长期发展。

不过，公司现在面临的**最大风险是负债率太高，且未来资本开支巨大。**

截止08年前三季度，公司的负债率高达70.66%，含息长短债总计110.37亿，而公司的现金和经营性现金流分别为20.04亿和8.18亿，偿付能力不足。08年前三季度公司的财务费用高达3.67亿，而07年同期只有0.52亿，财务压力巨大。未来几年，公司的财务状况较难改善。上述三个路桥项目将产生77.57亿资本开支，再加上公司的多元化投资（后文详述），资金面的压力巨大，财务结构短期内难以改善，财务压力将成为制约公司未来几年业绩的重要因素。

3. 竞争压力不容忽视

3.1 铁路竞争

石家庄到武汉铁路客运专线（石武客专）对公司经营的“两路一桥”产生分流影响。石武客专北起石家庄南站，经邢台、邯郸、安阳、鹤壁、新乡，跨黄河后至郑州，再经许昌、漯河、驻马店、信阳，南至武汉天兴洲大桥北岸，正线全长840.7公里，设计最高时速350公里。

石武客专南与武广客专相连，北与京石客专相接，是京广客运专线的重要组成部分。石武客专于08年10月15日开工，全线计划工期38个月，建成后除了会分流公司高速公路客流外，还会相对提高京广铁路货运能力，对货流也产生一定分流作用。

3.2 公路竞争

3.2.1 安信一级公路分流

安信一级公路（安阳-信阳）驻马店境项目和漯河境项目相继获批，虽然上述两段尚未开工，且安信一级公路其他路段尚处于前期论证阶段，但未来安信一级公路的建成必将对郑漯高速、漯驻高速产生一定的分流影响。

未来和郑漯高速、漯驻高速平行的通道包括了上述的石武客专、安信一级公路和公司承包到09年的107国道（距离很近）。虽然石武客专、安信一级公路尚未建成，107国道街道化严重且和高速公路无法形成直接竞争，但这些平行通道未来对公司的竞争压力仍不可轻视。

3.2.2 河南省高速公路规划的其他纵向线分流

根据河南省高速公路网长期规划，未来高速公路网将由6条南北纵向通道、8条东西横向通道、6条区间通道和若干联络线组成，总规模约6280公里。其中焦作-桐柏高速公路和大庆-广州高速公路（河南段）两条纵向线分别位于公司路段所在的京珠高速左右两侧。虽然平行距离较远，但左右的纵向线必然缩小了京珠线吸引的客货流覆盖范围。

4. 多元化投资是福是祸？

在经营高速公路业务的同时，公司也不断尝试多元化发展，先后涉足了房地产、股权投资、信托等多个领域：

参股河南高速房地产开发有限公司：河南高速房地产开发有限公司成立于05年9月，注册资本5000万元。08年7月增资到10亿元，其中公司大股东河南高速公路发展有限公司占80.75%，为控股股东，公司前后共出资1.9亿元，股权比例为19%。

成立河南英地置业有限公司：河南英地置业有限公司成立于08年7月，注册资本10000万元。09年2月注册资本增至40000万元，公司前后共出资39270万元，占98.175%。

成立北京秉原投资有限公司：北京秉原投资有限公司成立于08年7月，注册资本2亿元，为公司全资子公司。经营范围包括专业从事风险投资、创业投资等股权投资和投资咨询、担保、融资服务等业务。目前资金管理规模10个亿，主要业务投资范围涵盖北京、山东、河南三地，自成立以来发展迅速，下属投资设立了河南秉原投资担保有限公司和政府引导型基金，并投资了多个优秀项目。

参股中原信托有限公司：中原信托有限公司是经中国人民银行批准成立的专业信托金融机构，注册资本12.02亿元。其中河南投资集团占48.42%，为控股股东，公司出资4亿，股权比例为33.28%。

表2：公司其他投资项目

单位：万元

	投资额	股权占比%	主营业务
河南高速房地产开发有限公司	19000	19%	房地产
河南英地置业有限公司	39270	98.175%	房地产
北京秉原投资有限公司	20000	100%	股权投资等
中原信托有限公司	40000	33.28%	信托业务

资料来源：公司公告

高速公路企业进行多元化投资一直以来为市场所质疑，市场对公司在资金面不充裕、进行众多和主业无关的投资持保留意见。

不过，公司表示，进行多元化投资是抱着非常谨慎的态度和较为充足的理由：1、**高速公路经营有生命期**。如前文所述，高速公路无法永续经营，即使可以通过收购、新建路产来延续经营，但在优质路产逐渐稀缺、投资成本提高等背景下，高速公路的投资项目盈利能力不比从前。2、**多元化投资是公司探索未来发展方向的试金石**。鉴于高速公路经营的政策性风险，企业尝试进入新领域来探索未来发展方向。3、**希望新领域能为公司产生稳定**

收益和现金流贡献。公司控股的河南英地置业有限公司于09年1月在郑州黄金地段以40053万元竞得土地面积为87776平米的国有建设用地使用权。该地块位于郑州市农科路北，文博东路东，地块范围东至规划路、西至文博西路、北至金基路、南至农科路。土地用途为城镇住宅，规划容积率不大于3.5。公司拿地成本较为便宜，单价为每平米1300元左右（40053/87776/3.5），而该区域目前新盘价格在每平米6000元左右，应该说该项目有不错的盈利前景，公司表示项目最快2010年进入销售期；此外，公司参股的中原信托有限公司是河南省唯一一家信托公司，07年实现净利润3.11亿，08年上半年为0.45亿，公司通过参股中原信托有望获得较为丰厚和稳定的投资收益。

我们认为，经过审慎的项目评估，适时适度的进行多元化投资并聘请专业化管理团队进行管理，可以实现新增利润点的目的。不过，公司仍需考虑目前资金面紧张和财务压力较大的现状。

5. 盈利预测

我们假设未来两年郑漯高速、郑州黄河大桥通行费收入保持稳定，漯驻高速通行费收入小幅增长，郑石高速通行费收入保持年25%的增速，暂不考虑郑漯扩建、郑新黄河大桥以及永亳淮高速商丘段三个项目的影响，预计09年和2010年公司通行费收入分别为187942万元和197866万元。

表 3：各路段通行费收入预测 单位：万元

	2007 年	2008E	2009E	2010E
郑漯高速	110717	99672	99672	99672
增长%	9.81	-9.98	0	0
漯驻高速	48430	45339	48513	53364
增长%	20.10	-6.40	7	10
郑州黄河大桥	20761	19467	19467	19467
增长%	5.60	-6.23	0	0
郑石高速	246.77	16232	20290	25363
增长%	-	-	25	25
合计	180154	180711	187942	197866
增长%	12.01	0.30	4	5.28

假设公司未来两年毛利率小幅提升，保持目前财务结构和单位借贷成本，暂不考虑房地产项目对公司影响，预计08年、09年和2010年EPS分别为0.16元、0.18元和0.20元。

表 4: 损益表

单位: 万元

指标名称	07 年	08 年前三季度	08E	09E	2010E
营业收入	184269	138331	186300	191778	201904
减: 营业成本	72521	55446	78246	72876	70666
减: 营业税金及附加	6458	4859	6521	6712	7067
减: 营业费用	42	4	- -	- -	- -
管理费用	6200	4577	8020	8497	9008
财务费用	9285	36657	52500	60000	66000
减: 资产减值损失	422	165	- -	- -	- -
加: 投资收益	-123	1402	2000	4000	6000
营业利润	89219	38025	43013	47693	55163
加: 营业外收入	401	637	- -	- -	- -
减: 营业外支出	973	126	- -	- -	- -
利润总额	88647	38535	43013	47693	55163
减: 所得税	29607	8330	9463	10492	12136
净利润	59040	30206	33550	37201	43027
减: 少数股东损益	19	-93	- -	- -	- -
归属于母公司所有者的净利润	59021	30299	33550	37201	43027
每股收益 (元/股)	0.32	0.14	0.16	0.18	0.20

6. 相对估值和投资建议

6.1 相对估值

按照4月8日收盘价3.36元计算, 公司08年到2010年的市盈率分别为21倍、18.67倍和16.8倍, 在高速公路板块中处于较高水平。不过, 1.31倍的市净率水平为板块中最低。

表 5: 和同行业上市公司比较

简称	08 年 PE (倍)	09 年 PE (倍)	2010 年 PE (倍)	PB (倍)
宁沪高速	18.74	18.74	16.14	1.83
皖通高速	11.95	12.55	11.95	1.67
中原高速	21.00	18.67	16.80	1.31
现代投资	11.61	11.03	10.08	2.16
福建高速	11.06	13.02	14.65	2.21
粤高速	14.66	18.76	17.37	1.72
深高速	22.70	24.86	20.08	1.63
赣粤高速	10.44	11.41	10.33	1.60
楚天高速	13.60	11.90	10.35	1.83
山东高速	13.89	14.69	12.85	1.95
平均	14.96	15.56	14.06	1.79

6.2 投资建议

公司拥有的“两路一桥”未来保持相对稳定，郑石高速短期盈利难度大；公司负债率高，在建项目众多导致资本开支大，财务压力沉重；目前估值水平在行业内无优势，维持“观望”的投资评级。

7. 风险提示

“两路一桥”成长性不足，郑石高速短期难以盈利；负债率过高，财务压力大，资本开支众多；未来面临平行公路、铁路竞争压力；多元化投资未被市场普遍接受。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。