

公司研究

公司点评

维持评级：短期-中性，长期-B

中原高速（600020）：投资建设郑开高速，看淡其盈利能力

核心观点

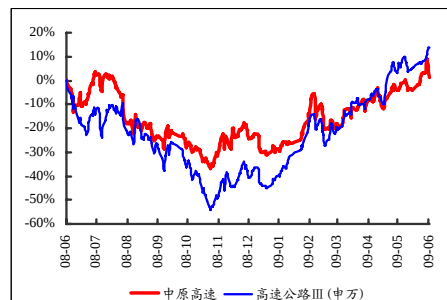
投资 35 亿建设郑民高速郑州至开封段。2009 年 6 月 11 日，公司董事会审议通过投资建设郑民高速公路郑州至开封段项目的议案，并于 2009 年 6 月 29 日召开临时股东大会审议该项议案。郑民高速郑州至开封段项目全长 72.66 公里，为双向四车道，投资估算金额为 35.06 亿元，每公里建设成本为 4825 万元，项目计划 2009 年开工建设，2012 年建成通车，计划工期 36 个月。

地理位置一般，不看好其通车初期盈利能力。郑民高速公路是河南省高速公路网规划的重要组成部分，是河南省高速公路网规划“686”中的 6 条区间通道之一。郑民高速公路郑州至开封段，西接京港澳高速公路和郑州西南绕城高速公路，东连已通车的日照港至南阳高速公路。整体来看该路段的地理位置一般，该路段与国家主干道连霍高速公路河南段构成平行路段，建成之后主要分流连霍高速公路河南段的车流，我们认为分流过境车流的可能性较小，主要分流河南境内的车流，我们认为“当前新建高速公路多属于地方规划路线非国家主干道，短期内新建项目盈利能力差于现有路段”，预计该路建成初期该路盈利能力较差，通车初期可能拖累公司业绩。

面临较大融资需求，资产负债率进一步提升。截至 2009 年 3 月 31 日，公司资产负债率高达 72.14%，是公路板块资产负债率最高的公司。公司当前在建项目有郑漯高速改扩建工程、新郑黄河大桥项目、永亳淮高速商丘段项目，在加上本次拟投资建设的郑民高速郑州至开封段，四个项目总投资高达 112.63 亿元，截至 2008 年末，前三个项目已经投入 28.84 亿元，公司未来的资金需求依然十分巨大。公司的资产负债率将会进一步提升，公司利息支出将会大幅度攀升，新项目建成通车后，折旧成本和财务费用都将会大幅提升，新项目建成初期拖累公司业绩可能性较大。

维持公司“中性-B”投资评级。预计公司 2009 年、2010 年每股收益为 0.22 元、0.22 元，对应 2009、2010 年动态市盈率都为 17.8 倍，公司估值略高于行业平均水平，同时考虑到公司较多后期资本支出较多，新建项目盈利不确定性较大，公司投资风险较高，因此维持公司“短期-中性，长期-B”投资评级。

近一年股价走势：



市场数据

指标	数值
总股本	214,035 万股
流通股	962,35 万股
每股净资产	2.63 元
资产负债率	72.14%
ROE (2008 年)	1.82%

国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图表 1: 中原高速盈利预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	184,269	187,166	196,986	193,763
营业收入增长 (%)	12.28%	1.57%	5.25%	-1.64%
毛利率 (%)	60.64%	54.38%	61.70%	61.50%
二、营业总成本	94,928	148,201	135,233	132,180
其中: 营业成本	72,521	85,378	75,452	74,608
营业税金及附加	6,458	6,622	6,895	6,782
资产减值损失	422	-40	0	0
期间费用	15,527	56,240	52,887	50,790
其中: 销售费用	42	15	0	0
管理费用	6,200	7,248	5,910	5,813
财务费用	9,285	48,977	46,977	44,977
期间费用率 (%)	8.43%	30.05%	26.85%	26.21%
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-123	-708	0	0
加: 影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	89,219	38,257	61,753	61,583
营业利润增长 (%)	6.19%	-57.12%	61.42%	-0.27%
营业利润率 (%)	48.42%	20.44%	31.35%	31.78%
加: 营业外收入	401	650	0	0
减: 营业外支出	973	130	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	0
加: 影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	88,647	38,638	61,753	61,583
利润总额增长 (%)	4.88%	-56.41%	59.83%	-0.27%
减: 所得税	29,607	11,147	15,438	15,396
实际所得税率 (%)	33.40%	28.85%	25.00%	25.00%
五、净利润	59,040	27,491	46,315	46,187
净利润增长 (%)	4.35%	-53.44%	68.47%	-0.27%
其中: 归属母公司所有者净利润	59,021	27,505	46,315	46,187
母公司净利润增长 (%)	4.32%	-53.40%	68.39%	-0.27%
净利润率 (%)	32.03%	14.70%	23.51%	23.84%
少数股东损益	19	-14	0	0
基本每股收益 (元/股)	0.28	0.13	0.22	0.22

数据来源: 国都证券研究

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。