

高速公路III



王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

福建高速 (600033)

资产盈利能力和估值水平是关键

中性 (维持)

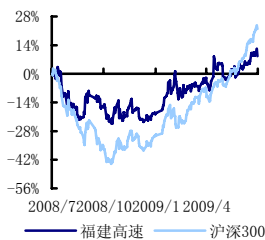
市场数据

报告日期	2009-7-22
收盘价(元)	7.02
52周最高/最低(元)	7.18/4.84
总股本(百万股)	1479.60
流通股本(百万股)	543.17
总市值(百万元)	10386.79
流通市值(百万元)	3813.02
每股净资产(元)	2.76

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2162	2139	1895	1945
同比增长(%)	21.6%	-1.1%	-11.4%	2.6%
净利润(百万元)	780	711	649	612
同比增长(%)	24.7%	-8.9%	-8.7%	-5.6%
毛利率(%)	76.8%	79.5%	78.2%	77.3%
净利率(%)	36.1%	33.2%	34.2%	31.5%
每股收益(元)	0.53	0.48	0.44	0.41
每股经营现金流(元)	0.88	1.10	1.03	1.12

股价走势



投资要点

事件:

报告期内,公司实现营业收入 9.99 亿元,同比下滑 8.6%,营业成本支出 1.79 亿元,同比下滑 1.6%,实现归属于母公司所有者的净利润 3.8 亿元,同比下滑 16.7%,折合每股收益 0.257 元。

点评:

相关报告

《调研信息速递:长期看好,近两年压力较大》2009-7-14

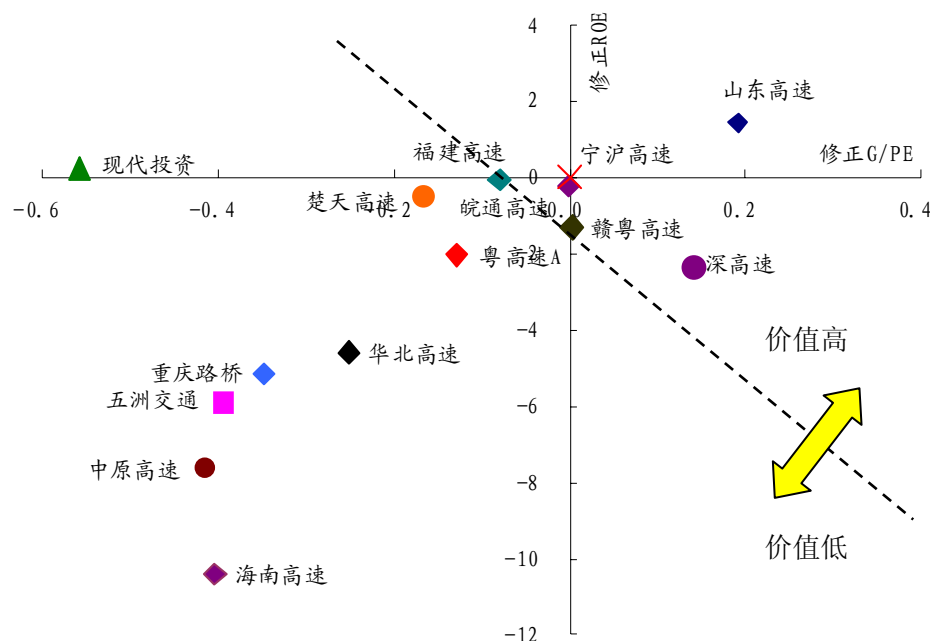
《公司深度报告:与海西经济区一起成长》2009-3-9

《行业深度报告:债券+看涨期权》2009-3-3

- 公司营业收入同比下滑 8.6%,主要是受宏观经济影响,外贸出口萎缩减少了货车流量。公司主要路产泉厦高速、福泉高速和罗宁高速通行费收入分别下滑 12%,8%和 1.3%。
- 公司扩建工程按进度推进。截至 6 月 30 日,福泉高速公路扩建工程实际已完成投资 9.66 亿元,占预算总投资额比例为 10.69%;泉厦高速公路扩建工程实际已完成投资 16.9 亿元,占预算总投资额比例为 25.70%。
- 增发可能近期启动。公司增发方案 08 年早已过会,随着 IPO 的重启,增发的重启也将提上日程。公司方案预计增发不超过 3.5 亿股,募集资金不超过 25 亿,若顺利实施将改善公司的财务结构,为拓建提供部分资本金。
- 资产盈利能力和估值水平是关键。公路行业业绩稳定,缺少投机的弹性,但有一定的配置价值,因此,公司的长期盈利能力和估值水平是关键。公司报告期内毛利率达到 82.29%,盈利能力较高,在上市公司中仅次

于济青高速。拓建后，我们预计毛利率会下滑 5%-8%，维持在 75%左右，仍可以和拓建后的沪宁高速江苏段（宁沪高速路产）媲美。因此，我们看好公司的长期发展趋势。

图 1、我们对行业公司的长期判断



资料来源：兴业证券研发中心

- 资产盈利能力主要体现在路产位置、建造成本以及收费标准。福建高速主要路产位于国家高速公路网主干线同三线，纵贯海西经济区，随着两岸三通的推进，同三线作为区域主干道和南北通道的路网功能都将得到加强；公司建造成本以及收费标准均是高于江浙，低于广东，而且福建省批准的经营期限是通车后 25 年，拓建的投资回报率应该不低于周边省份的路产。

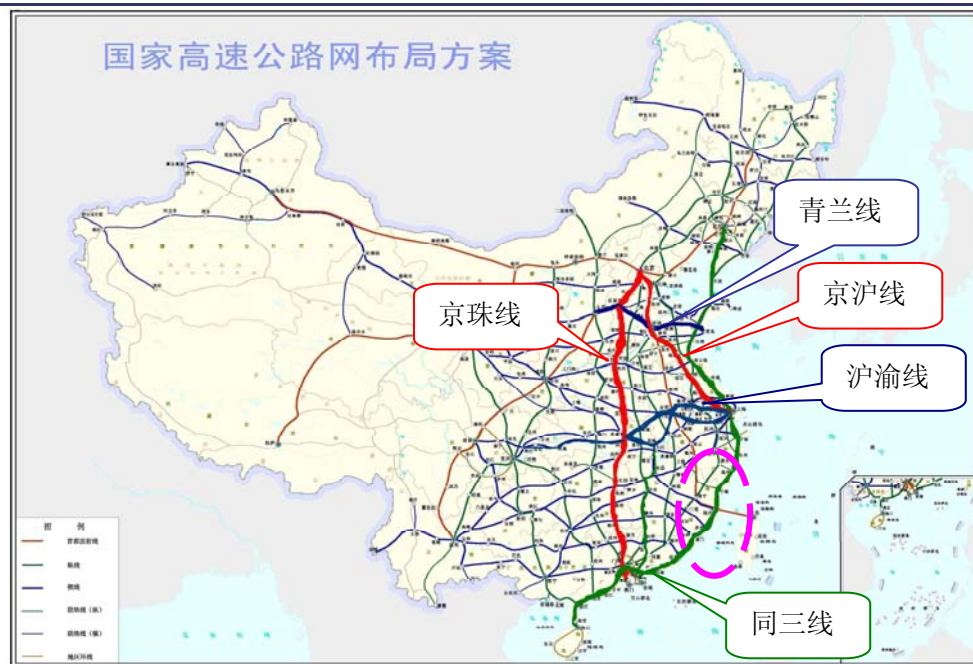
表 1、主要上市公司路产拓建情况

高速公路名称	所属公司	拓建时间	造价 (亿元)	里程 (km)	单公里造价 (万元)	经营期延长情况
沪宁高速江苏段	沪宁高速	2004.6-2006.1	105.4	248	4250	5 年 1996-2032
合宁高速	皖通高速	2006.08-2009	19.64	42.64	4606	
郑漯高速	中原高速	2008.3-2011.3	33.24	120	2770	
广佛高速	粤高速	2008-2009	3.6	8	4500	
佛开高速	粤高速	2009.06-2013	40	46	8696	待议
梅观高速	深高速	2009.09-2010	9.5	19.3	4922	
水官高速	深高速	2009-2010	10	20.1	4975	
福泉高速	福建高速	2009-2010	90.43	147	6152	7 年 1999-2036
泉厦高速	福建高速	2008-2010	65.94	82	8041	6 年 1999-2035

资料来源：兴业证券研发中心

图 2、公司路产位于我国运输主通道和两岸三通主要对接地

我国交通以经济圈内部和南北向为主。路网方面，纵向的京珠线、同三线 and 横向的沪渝线、青兰线构成了我国运输的主骨架，京沪线、赣粤高速路产和沪蓉线也是主要的运输通道。



资料来源：兴业证券研发中心

- **建设资金较为紧张。**基础设施有其固有的生命周期，建设或者拓建期间需要大额投资，之后便是现金的回流阶段，盈利能力是跳跃式的，在拓建期间有较大下滑。预计下半年福泉和泉厦约各需要 15 亿左右的投资，而公司中报账面现金 2.6 亿，下半年产生的经营现金流约为 6 亿，资金缺口约 23 亿，若均采用银行借贷，公司负债率将攀升至 56% 左右，公司近 3-5 年盈利都难有大的增长。但这一阶段也是新生的开始，拓建将打开车流量增长的空间，此后有能力进行高额的分红派息或者再投资。

表 2、福泉、泉厦建造成本（单位：亿元）

建造成本	初始建设成本	拓建概算				
		总价	2008	2009E	2010E	2011E
福泉高速	46.7	92.37	8	20	28	35
泉厦高速	27.86	66	16	20	30	

资料来源：兴业证券研发中心

- **外延增长空间：**福建现有高速公路 1700 余公里，规划里程 6000 多公里，单公里造价平均在 5000 万以上，大股东未来需要投资额度较大。出于资本金的压力，大股东也有可能希望发挥上市公司的融资平台作用，出让部分优质路产，给公司带来外延增长的空间。
- **维持中性评级：**预计公司 09-11 年 EPS 为 0.47, 0.44, 0.41 元，对于 PE 为 14.4/15.5/16.4，DCF 估值结果为 7.23 元（WACC=7.8%）；若考虑增发 3.5 亿股，募集资金 25 亿，则摊薄后的 EPS 为 0.37, 0.35, 0.35 元，对于 PE 为 18.9/20.1/20.1。与沪深 300 和行业公司相比，公司估值水平不高，股价比照

绝对估值结果有一定折让，存在一定的补涨空间；但由于高速公路板块弹性较弱，在市场普遍的乐观情绪下，公路板块难以有超越大盘的收益，因此维持中性评级。

- **风险提示：**宏观经济和外贸回暖的程度低于预期；由于材料价格变化和工程技术问题使拓建工程成本高于预算；增发价格和时间存在不确定性；利率水平的变化会影响公司的现金流和转固后的财务费用。

表、福建高速分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	556	537	531	509	490.7	-11.7%	1094	999	-8.6%	宏观经济下滑所致 折旧降低
营业成本	94	130	190	85	94.0	0.1%	182	179	-1.6%	
毛利	462	408	341	423	396.8	-14.1%	911	820	-10.0%	汇兑收益减少
销售费用	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
管理费用	16	13	19	13	12.6	-20.7%	29	26	-11.7%	
财务费用	37	40	40	38	29.9	-19.4%	51	68	31.5%	
资产减值	0	0	-0	0	-0.1	-	0	0	-41.9%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	-5	-10	-5.4	-	0	-16	-	
营业利润	391	336	260	345	332.6	-14.8%	795	678	-14.7%	
利润总额	391	335	257	347	332.0	-15.1%	797	679	-14.8%	
净利润	220	191	133	192	188.3	-14.6%	456	380	-16.7%	
EPS	0.149	0.129	0.090	0.130	0.1	-14.6%	0.309	0.257	-16.7%	
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
管理费用率	2.9%	2.5%	3.6%	2.5%	2.6%	-0.3%	2.7%	2.6%	-0.1%	
财务费用率	6.7%	7.5%	7.6%	7.4%	6.1%	-0.6%	4.7%	6.8%	2.1%	
所得税率	25.7%	24.5%	28.4%	25.7%	25.9%	0.3%	25.4%	25.8%	0.4%	
毛利率	83.1%	75.9%	64.2%	83.2%	80.9%	-2.3%	83.3%	82.1%	-1.3%	
净利润率	39.7%	35.5%	25.1%	37.7%	38.4%	-1.3%	41.7%	38.1%	-3.7%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	883	877	681	763
货币资金	149	231	204	213
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	147	168	142	148
其他应收款	4	3	3	3
存货	2	2	2	2
非流动资产	8550	12357	17824	20700
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	890	890	890	890
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5772	5566	11055	19742
在建工程	1825	5825	5812	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	0	-0	-1
资产总计	9433	13234	18505	21463
流动负债	2755	5839	10465	12808
短期借款	2489	5467	10138	12473
应付票据	0	0	0	0
应付账款	29	64	56	56
其他	236	308	271	279
非流动负债	1603	1603	1603	1603
长期借款	1552	1552	1552	1552
其他	51	51	51	51
负债合计	4358	7442	12068	14411
股本	1480	1480	1480	1480
资本公积	783	783	783	783
未分配利润	1100	1517	1888	2244
少数股东权益	1150	1379	1588	1785
股东权益合计	5075	5792	6437	7052
负债及权益合计	9433	13234	18505	21463

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	780	711	649	612
折旧和摊销	253	207	323	625
资产减值准备	0	0	-0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	132	123	110	357
投资损失	5	180	100	-65
少数股东损益	252	229	209	197
营运资金的变动	346	-195	-124	66
经营活动产生现金流量	1078	1630	1524	1660
投资活动产生现金流量	-3229	-4179	-5900	-3435
融资活动产生现金流量	2157	2632	4348	1784
现金净变动	6	82	-27	9
现金的期初余额	395	149	231	204
现金的期末余额	401	231	204	213

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2162	2139	1895	1945
营业成本	502	438	413	442
营业税金及附加	72	71	63	65
销售费用	0	0	0	0
管理费用	61	62	54	56
财务费用	132	123	110	357
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-5	-180	-100	65
营业利润	1390	1265	1155	1090
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	1390	1265	1155	1090
所得税	358	326	297	281
净利润	1032	940	858	810
少数股东损益	252	229	209	197
归属母公司净利润	780	711	649	612
EPS (元)	0.53	0.48	0.44	0.41

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.6%	-1.1%	-11.4%	2.6%
营业利润增长率	13.7%	-9.0%	-8.7%	-5.6%
净利润增长率	24.7%	-8.9%	-8.7%	-5.6%
盈利能力(%)				
毛利率	76.8%	79.5%	78.2%	77.3%
净利率	36.1%	33.2%	34.2%	31.5%
ROE	19.9%	16.1%	13.4%	11.6%

偿债能力(%)

资产负债率	46.2%	56.2%	65.2%	67.1%
流动比率	0.32	0.15	0.07	0.06
速动比率	0.32	0.15	0.06	0.06

营运能力(次)

资产周转率	0.28	0.19	0.12	0.10
应收帐款周转率	13.35	13.59	12.23	13.41

每股资料 (元)

每股收益	0.53	0.48	0.44	0.41
每股经营现金	0.88	1.10	1.03	1.12
每股净资产	2.65	2.98	3.28	3.56

估值比率 (倍)

PE	13.40	14.72	16.12	17.08
PB	2.67	2.37	2.16	1.99

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。