

公司简评 福建高速 (600033.SH)

► 2009 年 11 月 26 日

发行价格与估值接近，增发缺乏足够吸引力

中性 维持评级

分析师：张秋生 邮箱：zhangqiusheng@chinastock.com.cn 电话：010-66568728

1. 事件

公司发布增发 A 股招股意向书：2009 年 11 月 26 日，公司公布增发 A 股招股意向书，拟增发 3.5 亿股 A 股，每股发行价格 6.43 元，包含承销费用的募集资金不超过 25 亿元，募集资金主要用于“泉厦高速”扩建工程。公司原股东（2009 年 12 月 1 日收市后登记在册）具有优先配售资格，优先配售对象最大可按照其持股数量以 10: 3.2 的比例行使优先认购权。

本次发行的承销期起止时间为 2009 年 12 月 2 日至 12 月 8 日。承销期具体停牌、复牌时间安排如下：

交易日	日期	发行安排	停牌安排
T-4	2009 年 11 月 26 日	刊登招股意向书摘要；网上和网下发行公告；网上路演公告	正常交易
T-1	2009 年 12 月 1 日	网上路演，股权登记日	正常交易
T	2009 年 12 月 2 日	网上、网下申购；网下申购定金缴款（优先配售及申购定金到账截止时间为当日下午 17:00）；发行提示性公告	停牌一天
T+1	2009 年 12 月 3 日	网上申购资金到账；网下申购定金验资	停牌一天
T+2	2009 年 12 月 4 日	网上申购资金验资，确定网上、网下发行股数，计算除优先配售外的网上、网下配售比例/中签率	停牌一天
T+3	2009 年 12 月 7 日	刊登网下发行结果及网上中签率公告，退还未获配售的网下申购定金，网下申购投资者根据配售结果补缴余款（到账截止时间为当日下午 17:00），网上摇号抽签	停牌一天
T+4	2009 年 12 月 8 日	刊登网上中签结果公告，网上申购款解冻，网下申购款验资，募集资金划入发行人指定账户	正常交易

资料来源：公司招股说明书；中国银河证券研究所

2. 我们的分析与判断

（1）增发股份，短期摊薄业绩。

考虑增发融资 25 亿元，不考虑增持浦南高速股权的业绩预测显示，2009-2011 年，归属于母公司所有者的净利润分别为 8.33、8.59 和 8.73 亿元，增发前每股业绩分别为 0.56、0.58 和 0.59 元；按照增发 3.5 亿股后 18.29 亿股总股本计算，增发后每股业绩分别为 0.46、0.47 和 0.48 元。

（2）增发价格与估值接近，缺乏足够的吸引力。

根据我们的业绩预测，不考虑进一步收购“浦南高速”股权的未来三年每股业绩为 0.46~0.48 元，按照收费公路行业平均 15 倍市盈率测算，公司的合理估值范围为 6.9~7.2 元，此次 6.43 元的增发价格仅比合理估值上限折让 12%，对投资者缺乏足够的吸引力。

（3）“浦南公司”股权，暂缓增持对公司更有利。

浦南高速于 2008 年底通车，目前正在进行竣工结算阶段。根据浦南高速和上市公司运营现状，该项股权收购在浦南高速越过盈亏平衡点后实施更为适宜，主要原因在于，浦南高速正处在交通量培育期，公司处于亏损运营阶段，目前收购，势必加重上市公司业绩下滑趋势；其次，公司目前正处于路产扩建阶段，巨额资本支出将加重公司财务负担。

3. 投资建议

在考虑增发摊薄和暂不收购浦南公司股权的条件下，公司 09-11 年的 EPS 预测为 0.46、0.47 和 0.48 元。报告期（2009-11-26）公司二级市场收盘价 6.67 元，略高于公司确定的 6.43 元的 A 股增发价格。鉴于本次增发价格与公司合理估值比较接近，且公司在三年道路扩建期间业绩和分红能力处于脆弱时期，投资建议为“中性”。建议在公司路产扩建施工的中、后期，即 2011 年下半年，即“黎明前的黑暗时期”择机建仓（增仓）福建高速（600033）。

表 1：预测财务指标（按照增发 3.5 亿股后的总股本测算）

财务和估值数据摘要	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
单位:百万元						
营业收入	1434.65	1777.41	2162.17	2118.93	2203.69	2335.91
增长率(%)	13.20%	23.89%	21.65%	-2.00%	4.00%	6.00%
归属母公司股东净利润	483.02	625.94	780.44	832.93	859.14	872.60
增长率(%)	15.86%	29.59%	24.68%	6.73%	3.15%	1.57%
每股收益(EPS)	0.326	0.423	0.527	0.455	0.470	0.477
销售毛利率	75.34%	76.45%	76.77%	82.00%	82.00%	83.00%
销售净利率	44.12%	45.96%	47.73%	51.98%	51.55%	49.39%
净资产收益率(ROE)	14.45%	17.40%	19.88%	19.54%	18.62%	17.56%
投入资本回报率(ROIC)	14.06%	17.90%	20.84%	15.97%	15.90%	10.82%

资料来源：中国银河证券研究所

表 2: 预测财务报表

报表预测	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表						
营业收入	1434.65	1777.41	2162.17	2118.93	2203.69	2335.91
减: 营业成本	353.83	418.60	502.19	381.41	396.66	397.10
营业税金及附加	47.63	59.04	71.83	70.39	73.21	77.60
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	46.19	49.87	61.15	59.92	62.32	66.06
财务费用	44.60	27.75	131.83	131.07	149.16	260.40
资产减值损失	0.90	-0.92	0.10	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	-4.67	-5.00	-5.00	2.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	941.50	1223.07	1390.41	1471.14	1517.34	1536.75
加: 其他非经营损益	7.75	3.25	-0.84	-1.00	-1.00	1.00
利润总额	949.25	1226.32	1389.56	1470.14	1516.34	1537.75
减: 所得税	316.27	409.37	357.61	368.78	380.33	383.94
净利润	632.98	816.95	1031.95	1101.35	1136.00	1153.81
减: 少数股东损益	149.96	191.01	251.51	268.42	276.87	281.21
归属母公司股东净利润	483.02	625.94	780.44	832.93	859.14	872.60
资产负债表						
货币资金	-110.18	57.44	-107.87	423.79	440.74	467.18
应收和预付款项	169.83	566.64	732.16	1035.80	1166.10	759.92
存货	1.19	1.43	1.97	0.53	2.07	0.53
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	280.69	424.29	889.85	884.85	879.85	881.85
固定资产和在建工程	4868.49	4838.78	7597.23	11316.02	18034.82	17680.62
无形资产和开发支出	63.20	62.89	62.66	62.49	62.31	62.13
资产总计	5273.21	5951.46	9176.00	13723.47	20585.88	19852.23
短期借款	550.00	980.00	2489.34	758.84	4694.78	5325.08
应付和预收款项	93.31	152.69	60.06	5730.80	8030.92	6030.80
长期借款	344.89	322.62	1551.96	1551.96	1551.96	1551.96
负债合计	1062.08	1455.31	4101.37	8041.60	14277.67	12907.85
股本	1479.60	1479.60	1479.60	1829.60	1829.60	1829.60
资本公积	866.76	866.76	783.19	433.19	433.19	433.19
留存收益	995.47	1251.52	1662.06	2000.88	2350.36	2705.32
归属母公司股东权益	3341.83	3597.87	3924.84	4263.66	4613.14	4968.10
少数股东权益	869.30	898.27	1149.78	1418.20	1695.07	1976.28
股东权益合计	4211.13	4496.14	5074.63	5681.87	6308.22	6944.38
负债和股东权益合计	5273.21	5951.46	9176.00	13723.47	20585.88	19852.23

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908