

公司简评 中原高速 (600020.SH)

► 2009 年 11 月 27 日

短期增长难掩长期不确定 “隐忧”

中性 首次评级

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

1. 事件

公司公布 1-10 月路产收入：2009 年 1-10 月，公司路桥资产取得通行费收入 16.52 亿元，同比增长 10.52%，其中 10 月份通行费收入 1.865 亿元，同比增长 20.5%。

第三季度，公司实现归属母公司所有者的净利润 1.63 亿元，每股收益 0.076 元；1-9 月份，公司累计实现营业总收入 15.07 亿元，同比下降 8.96%；实现归属于母公司所有者的净利润 4.04 亿元，每股收益 0.189 元，同比增长 32.17%。

2. 我们的分析与判断

(1) 主要路桥资产通行费收入 9 月份之后加速增长。

公司路桥资产 1-10 月份通行费收入数据显示，进入 9 月份之后，位于京港澳大动脉上的郑州黄河大桥、郑漯高速和漯驻高速的通行费收入增长速度突然增加，其中郑漯高速 1-8 月平均增速为 4.26%，而 9、10 两个月的平均增速为 15%（图 1）；同期漯驻高速的增速分别为 4.6%和 20%（图 2）；郑州黄河大桥同期收入增速分布别为 9.5%和 32.6%（图 3）。

图 1：郑漯高速月度路产收入对比

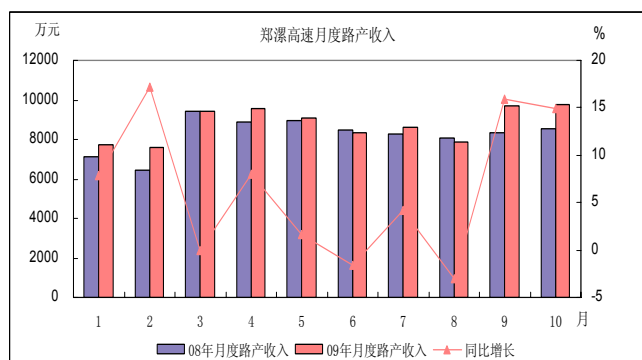


图 2：漯驻高速月度路产收入对比

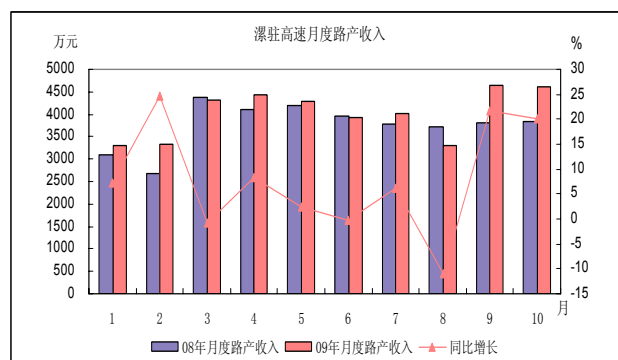


图 3：郑州黄河公路大桥月度收入对比

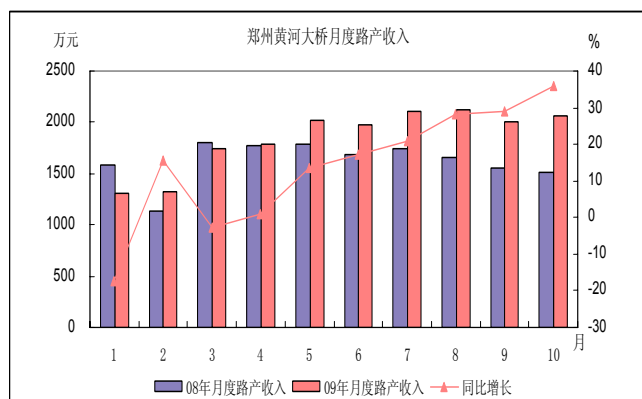
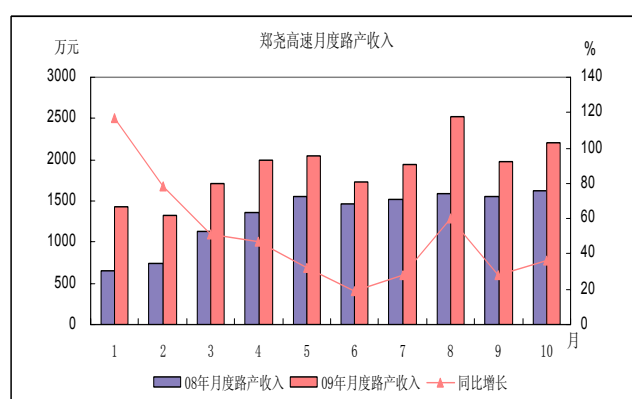


图 4：郑尧高速月度路产收入对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

京港澳高速主要通行全国南来北往跨省市长途运输的“过境”车辆，其车流量变化也可以作为观察国内宏观经济波动的先行性指标。京港澳高速河南段自 9 月份以来的车流量加速增长，从一个侧面验证我国经济进入复苏阶段。

（2）233 亿元的超强度资本支出压制中短期盈利能力。

公司目前在建、拟建和已建成未完成结算的工程项目和对外投资合计 233.077 亿元（具体项目见表 1），其中 2010~2012 年是公司资本支出密集阶段，而 2012 和 2014 年将是工程项目大量结转固定资产的高峰，将分别有 78 亿元和近 60 亿元的在建工程转为固定资产和无形资产。

公司投资的高速公路项目具有一次性投资额巨大，而投资回收期长久的特点；其次，新建及改扩建道路，还要经过 3~5 年左右的交通量培育期，才能达到正常交通量水平，处于非干线路段的新建公路，其交通量培育阶段还要更长。公司对路桥资产计提折旧的会计处理采用工作量法，虽然这样可以在一定程度上减缓路桥资产最初投入使用阶段的成本负担，但短期内巨额长期资本开支带来的折旧、摊销及财务费用必将会公司中短期的盈利和业绩增长带来沉重压力。

表 1：中原高速（2007~2013 年）资本支出项目一览表

项目名称	项目金额	项目进度
一、郑漯高速公路改扩建工程项目 (预计 2011 年竣工)	33.24 亿元	该项目为公司郑漯高速公路北起新郑机场互通，经新郑、长葛、许昌、临颍，南止于漯河南互通，全长约 120 公里的路段由现有双向四车道改扩建为双向八车道，采用沿现有高速公路两侧拓宽的改扩建方案，建设施工期间将保持道路通行。项目概算总投资 33.24 亿元。工程于 2008 年 3 月开工，计划工期 36 个月。报告期内项目投资 48100.02 万元，截至报告期末，累计完成建设投资 118491.02 万元。
二、郑新黄河大桥项目 (预计 2010 年竣工)	29.3 亿元	项目公路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公路大桥和京珠国道主干线新乡至郑州高速公路黄河大桥之间，新乡至郑州高速公路黄河大桥上游约 6 公里、郑州黄河公路大桥下游约 8 公里处。公路概算总投资 29.3 亿元。工程于 2007 年 7 月开工，计划工期 36 个月。报告期内项目投资 36659.99 万元，截至报告期末，累计完成建设投资 161748.14 万元。
三、永亳淮高速公路商丘段项目	15.03 亿元	该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的重要组成部分，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，以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。项目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，并东延至灵璧、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，概算总投资 15.03 亿元。该项目于 2005 年 12 月开工建设，其东西两端连接的安徽省境内上述规划路段的实施受前期国家压缩信贷和基建规模宏观调控影响，未能如期开工，项目西段连接的安徽省境内路段已于 2008 年 12 月开工建设，东端连接的安徽省境内路段将于 2009 年内开工。报告期内项目投资 6,319.40 万元，截至报告期末，累计完成建设投资 99,262.36 万元。
四、漯驻高速公路改扩建工程项目 (预计 2013 年完工)	23.9 亿元	该项目已经公司 2008 年度股东大会审议通过。该项目为将公司漯驻高速公路全长约 63.5 公里的路段由现有双向四车道改扩建为双向八车道，采用沿现有高速公路两侧拓宽的改扩建方案，建设施工期间将保持道路通行。投资估算金额 23.9 亿元。项目现处于建设初期，计划工期 36 个月。报告期内项目投资 709.71 万元。
五、郑州至民权高速公路 郑州至开封段项目 (预计 2013 年完工)	35.06 亿元	该项目已经公司 2009 年第二次临时股东大会审议通过。郑州至民权高速公路（简称“郑民高速公路”）是河南省高速公路网规划的重要组成部分，是河南省中东部地区重要运输通道。郑民高速公路郑州至开封段项目为郑民高速公路郑州、开封境内部分路段，路线西起京港澳高速公路和郑州西南绕城高速公路连接处，距郑州新郑国际机场约 10 公里，向东经郑州、开封市境，与大庆至广州高速公路相交后，止于与日照至南阳高速公路相交处，路线全长 72.66 公里。该路计划将向东延至商丘市民权县与连云港至霍尔果斯高速公路相接，

项目西端与郑州西南绕城高速公路、郑州至少林寺至洛阳高速公路相接，将与连霍高速公路共同构成河南省中部地区重要的运输通道。项目投资估算金额 35.06 亿元。项目现处于建设初期，计划工期 36 个月。报告期内项目投资 2007.63 万元。

六、郑州至尧山高速公路 项目 (2007 年底竣工)	89.62 亿元	该项目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及河南省高速公路网重要组成部分。项目北起自郑州市西南，向西南经新郑市、新密市、长葛市、禹州市、郾县、宝丰县、平顶山市、鲁山县，止于石人山风景区上汤附近与 311 国道相连接处。沿线先后与郑州市西南绕城高速公路、许昌至登封高速公路，以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公路等多条重要干线公路交汇，项目终点向西延伸将与国家高速公路规划网上海至西安高速公路相连接。项目于 2007 年 12 月 21 日建成通车，全长约 183 公里，全线设收费站 11 处，服务区 4 处。项目概算总投资 87.68 亿元，完工交付使用后暂估金额为 896,223.20 万元，其中结转固定资产 859,954.76 万元，结转无形资产 36,268.44 万元。报告期内项目结算支付 38,395.20 万元，剩余 123,433.18 万元待结算支付，项目竣工验收准备工作在进行中。根据河南省有关规定，项目竣工决算验收结束后，政府将正式批复其收费经营期限。目前公司对郑尧高速公路的收费权经营期限暂定为 30 年，自通车之日起计算，并暂按此年限对该路相关资产计提折旧和进行摊销，待批准后按照批准的年限执行。
		经公司第三届董事会第六次会议审议通过，公司以现金形式向控股子公司河南英地置业有限公司增资，2009 年 3 月完成增资事项，并办理了工商变更登记，注册资本由 1 亿元增加至 4 亿元，其中公司出资 39,270 万元，占该公司注册资本的 98.175%。有关情况已于 2009 年 2 月 14 日、3 月 19 日在中国证券报、上海证券报和上海证券交易所网站公告。
七、对河南英地置业有限公司投资	3.927 亿元	
八、对北京秉原创业投资有限公司投资	3 亿元	经公司第三届董事会第七次会议审议通过，公司以现金形式对全资子公司北京秉原投资有限公司增资，2009 年 6 月完成增资事项，并办理了工商变更登记。注册资本由 2 亿元增至 3 亿元，该公司同时更名为北京秉原创业投资有限公司。有关情况已于 2009 年 4 月 21 日、6 月 24 日在中国证券报、上海证券报和上海证券交易所网站公告。
合计	233.077 亿元 /	

资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

(3) 不可忽视的分流问题。

安阳至信阳一级公路（安信高速）已经河南省发改委核准同意建设安阳至信阳一级公路漯河境和驻马店境项目。安信高速漯河段和驻马店段计划建设里程分别约 50 公里和 110 公里，按设计时速 100 公里的双向四车道一级公路标准建设，拟设 3 处收费站。其余与公司路桥平行相关的安信一级公路路段包括许昌、郑州、新乡段等尚在前期论证工作中，尚未获得立项批复。

安信高速与公司主营路产走向平行，道路等级接近，按照一级道路收费，收费标准可能会低于公司路产，因此，安信高速建成通车将对公司漯驻高速和郑漯高速形成严重的分流，特别是对沿线中短途车辆，分流影响将更严重。

截至目前，该两项目均未开工建设，假设安信高速漯河段和驻马店段 2010 年开工，最快也要在 2013 年之后才能竣工通车，而安信高速全线通车估计将在 2013 年之后。预计安信高速对公司路产的分流影响在 2013 年之后将逐步显著。

(4) 值得期待的利好因素。

虽然公司面临长期资本支出巨大和安信高速分流等不确定因素影响，但也存在一些值得期待的利好因素。利好之一，新乡至郑州高速公路注入上市公司。“河南省交通厅已于 2006 年 5 月 18 日出具《承诺函》，内容如下：河南省交通厅在不与法律法规相抵触的前提下，在权力所及范围内承诺：1)、承诺京珠国道主干线新乡至郑州高速公路转让问

题在该项目完成竣工决算后，按照国家有关规定，我厅将积极研究有关事宜，并履行原对河南中原高速公路股份有限公司（简称“中原高速”）的承诺：新乡至郑州高速公路为京珠国道主干线的组成部分，按照国家有关规定，其转让需报交通部批准。我厅将在试运行期结束并完成竣工决算后，积极研究相关事宜。”

利好因素之二，省交通厅承诺收购或置换“永亳淮高速”。河南省交通厅已于2006年5月18日出具《承诺函》：“在中原高速投资建设的永亳淮高速公路商丘段完成竣工决算后，我厅将积极协调有关单位收购，或者将永亳淮高速公路商丘段进行资产置换。”

上述两项承诺是值得期待的利好因素，但具体实施时间和出让价格还存在不确定因素。

3. 投资建议：

业绩预测显示，公司2009~2011年的EPS分别为0.276、0.294和0.314元。报告期（2009-11-27）公司二级市场收盘价4.58元，动态市盈率分别为16.6、15.6和14.6倍。投资建议为“中性”。

表2：预测财务指标

财务和估值数据摘要	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
单位:百万元						
营业收入	1641.17	1842.69	1871.66	2068.18	2254.32	2434.67
增长率(%)	7.11%	12.28%	1.57%	10.50%	9.00%	8.00%
归属母公司股东净利润	565.75	590.21	275.05	589.97	629.68	672.82
增长率(%)	2.11%	4.32%	-53.40%	114.50%	6.73%	6.85%
每股收益(EPS)	0.264	0.276	0.129	0.276	0.294	0.314
每股股利(DPS)	0.049	0.000	0.017	0.029	0.031	0.033
销售毛利率	63.37%	60.64%	54.38%	64.00%	63.00%	62.00%
销售净利率	34.48%	32.04%	14.69%	28.51%	27.92%	27.62%
净资产收益率(ROE)	12.18%	11.28%	5.03%	9.84%	9.60%	9.40%
投入资本回报率(ROIC)	14.32%	14.50%	11.95%	17.07%	6.09%	6.38%
市盈率(P/E)	17.33	16.61	35.64	16.62	15.57	14.57
股息率(分红/股价)	0.011	0.000	0.004	0.006	0.007	0.007

资料来源：中国银河证券研究所

表 3: 预测财务报表

报表预测	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表						
营业收入	1641.17	1842.69	1871.66	2068.18	2254.32	2434.67
减: 营业成本	601.13	725.21	853.78	744.55	834.10	925.17
营业税金及附加	57.76	64.58	66.22	73.17	79.76	86.14
营业费用	1.76	0.42	0.15	0.16	0.17	0.19
管理费用	46.19	62.00	72.48	57.00	60.00	60.00
财务费用	91.21	92.85	489.77	474.77	522.18	574.23
加: 投资收益	-1.26	-1.23	-7.08	50.00	60.00	80.00
营业利润	840.17	892.19	382.57	768.53	818.11	868.94
加: 其他非经营损益	5.03	-5.72	3.81	1.04	1.04	1.04
利润总额	845.20	886.47	386.38	769.57	819.15	869.98
减: 所得税	279.40	296.07	111.47	179.89	189.79	197.50
净利润	565.80	590.40	274.91	589.68	629.37	672.49
减: 少数股东损益	0.06	0.19	-0.14	-0.30	-0.32	-0.34
归属母公司股东净利润	565.75	590.21	275.05	589.97	629.68	672.82
资产负债表						
货币资金	1976.55	1179.89	1872.15	1654.55	1803.46	1947.73
应收和预付款项	1355.71	547.51	815.65	800.91	999.62	986.51
存货	0.00	0.00	0.39	400.00	800.00	600.00
其他流动资产	0.00	0.00	35.14	35.14	35.14	35.14
长期股权投资	30.02	10.30	587.92	637.92	697.92	777.92
投资性房地产	73.21	70.44	33.83	29.47	25.11	20.75
固定资产和在建工程	7138.87	13442.05	14679.57	16162.31	18545.05	19783.53
无形资产和开发支出	2.46	487.30	470.16	690.42	880.69	950.95
其他非流动资产	931.72	708.94	504.66	252.33	0.00	0.00
资产总计	11508.54	16446.44	18999.49	20663.06	23786.99	25102.53
短期借款	480.00	160.00	950.00	3545.20	3070.93	5241.13
应付和预收款项	521.60	2722.28	1932.33	-226.12	2109.78	-45.69
长期借款	5296.82	7922.27	8592.73	9292.73	9992.73	10692.73
其他负债	554.55	405.95	2036.14	2036.14	2036.14	2036.14
负债合计	6852.97	11210.49	13511.19	14647.94	17209.58	17924.31
股本	1575.00	1842.75	2119.16	2119.16	2119.16	2119.16
资本公积	1755.74	1755.71	1750.01	1750.01	1750.01	1750.01
留存收益	1313.01	1635.47	1597.25	2124.37	2686.97	3288.12
归属母公司股东权益	4643.75	5233.93	5466.42	5993.54	6556.14	7157.29
少数股东权益	11.82	2.02	21.88	21.58	21.27	20.93
股东权益合计	4655.57	5235.95	5488.30	6015.13	6577.41	7178.22
负债和股东权益合计	11508.54	16446.44	18999.49	20663.06	23786.99	25102.53

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