

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

区域性主题投资再现，期待资产注入尘埃落定

事件描述

华北高速公布 2010 年一季报：

- 公司 2010 年一季度实现收入 1.96 亿元，同比上升 25.17%；归属于母公司股东的净利润 0.66 亿元，同比上升 1.93%；实现 EPS 为 0.06 元，与去年同期持平。
- 公司 2010 年毛利率 56.4%，比去年同期下降了 2.72 个百分点，主要原因是京津塘拓宽工程、京津塘高速公路 K84 港湾工程和杨村情报板安装等专项工程的费用及其他维修费用的增加。
- 公司一季度的营业利润 0.875 亿元，同比下降 3.77%，主要系子公司持有的交易性金融资产期末市值减少、使报告期末公允价值变动收益比上年同期减少 0.12 亿元所致。
- 未来的主要看点在于公司 10.9 亿元的总股本中，有 9.2 亿元原本用于收购京沈高速公路的资金至今尚未投出。若能在近期落实这笔资金的具体用途，公司将凸显成长性优势。
- 在 2010 年这个“十一五”规划和“十二五”规划的衔接之年，新一轮区域统筹振兴规划正在拉开大幕。日前，发改委正在编制京津塘地区及环渤海五省区统筹发展规划，以促进区域自身内生性增长能量的释放，从而有利于华北高速业绩实现持续稳定增长。

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.28、0.30 和 0.32 元，对应 PE 为 19 倍、18 倍和 17 倍，考虑到募集资金的使用和区域经济发展对公司未来业绩的带动，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

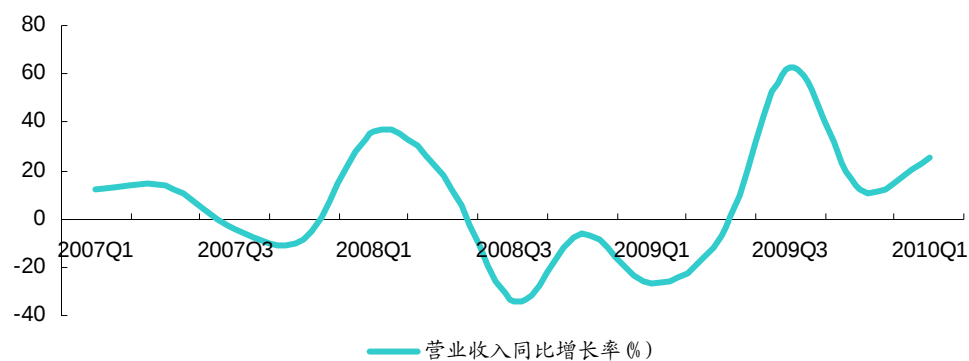
事件评论

第一，一季度毛利率下降和公允价值净亏损拖累业绩

公司一季度收入增速 25.27%，接近于 08 年中报的水平；虽然京津塘高速年初遭大雪袭击一度关闭，但仍未影响其一季度通行费收入的回升态势，我们认为除了去年低基数效应外，京津高速和京津高铁的分流影响也慢慢趋于稳定。

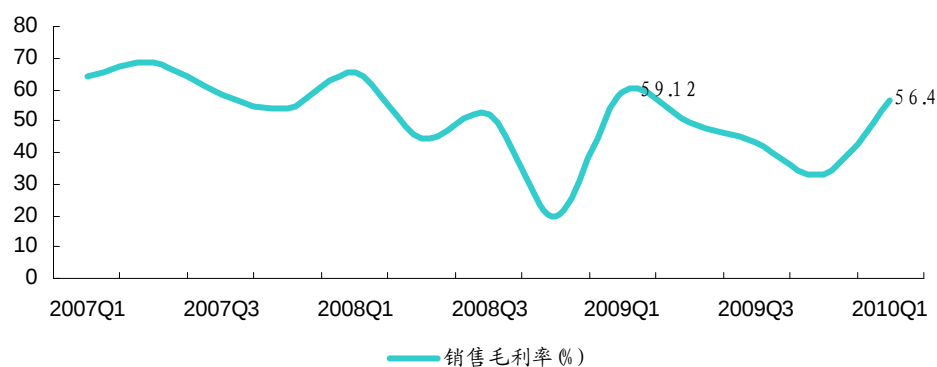
尽管如此，一季度归属于上市公司净利润增长仅为 1.93%，EPS 增长为 0。主要原因来自毛利率的下降和公允价值的净亏损。今年一季度，公司专项工程和其他维修费用增加，导致毛利率由去年同期的 59.12% 下降至 56.4%。另一方面，由于子公司持有的交易性金融资产期末市值减少、使报告期末公允价值变动收益比上年同期减少 0.12 亿元。

图 1: 营业收入增速回升



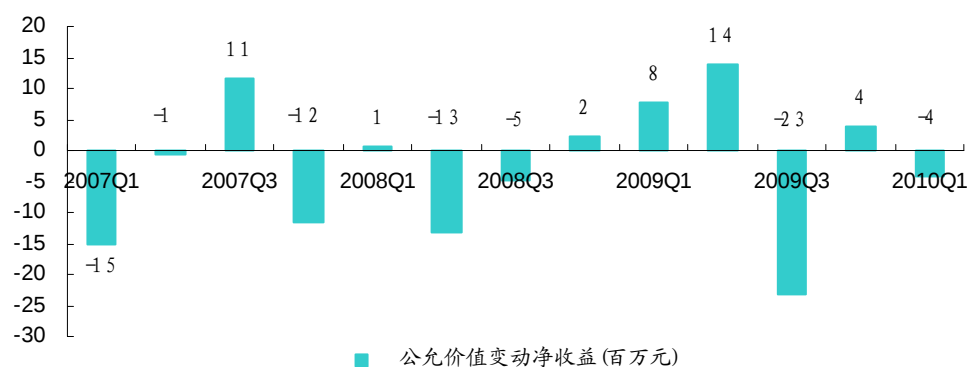
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 一季度毛利率同比下降, 环比回升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 一季度公允价值净损失 0.12 亿元



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二，公司看点在于 9.2 亿元募集资金投向的落实

公司 2000 年募集资金 9.2 亿元欲收购京沈高速公路北京段 19 年通行费收费权，但政府主管部门至今未批复，致使此笔募集资金至今尚未投出。此前，募集资金中的 5 亿元一直作为公司贷款周转之用，目前该部分资金已全部收回。公司管理层正积极寻找适合公司长远发展，风险与收益匹配的路产项目，并着手进行京津塘高速公路拓宽工程可行性研究及规划等前期工作。若能在近期落实这笔资金的具体用途，公司将凸显成长性优势。

表 1: 高速公路公司 09 年底货币资金情况

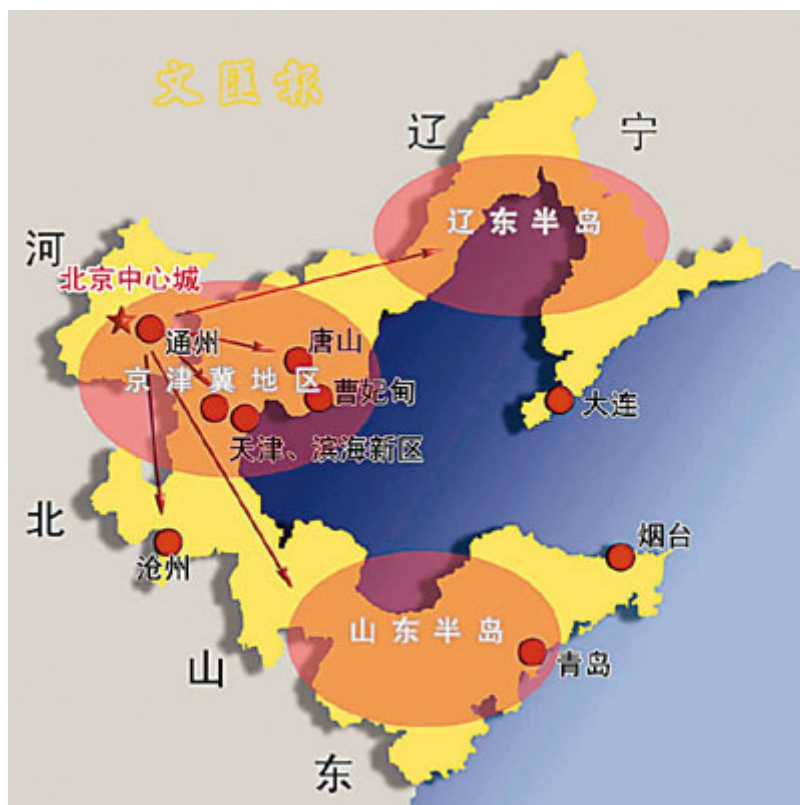
证券代码	证券简称	09 年底货币资金（亿元）
600020.SH	中原高速	23.44
601107.SH	四川成渝	18.06
000916.SZ	华北高速	14.76
000900.SZ	现代投资	12.32
600012.SH	皖通高速	10.43
600548.SH	深高速	9.69
600269.SH	赣粤高速	6.77
000828.SZ	东莞控股	5.52
600368.SH	五洲交通	5.42
601188.SH	龙江交通	5.40
600377.SH	宁沪高速	5.18
600033.SH	福建高速	4.34
600106.SH	重庆路桥	4.22
000886.SZ	海南高速	4.03
600035.SH	楚天高速	3.90
000548.SZ	湖南投资	3.49
601518.SH	吉林高速	3.17
000429.SZ	粤高速 A	2.19
600350.SH	山东高速	1.80

资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，新一轮区域发展规划带动公司业绩持续稳步增长

在2010年这个“十一五”规划和“十二五”规划的衔接之年，新一轮区域统筹振兴规划正在拉开大幕。日前，发改委正在编制京津塘地区及环渤海五省区统筹发展规划，以促进区域自身内生性增长能量的释放，从而有利于华北高速业绩实现持续稳定增长。

图 4：京津塘及环渤海区域图



资料来源：文汇报，长江证券研究部

图 5：区域内高速公路图



资料来源：今晚报，长江证券研究部

第四，给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.28、0.30 和 0.32 元，对应的 PE 分别为 19 倍、18 倍和 17 倍，考虑到募集资金的使用和区域经济发展对公司未来业绩的带动，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	817	882	953	1000	货币资金	1476	2357	3068	3787
营业成本	434	500	530	550	交易性金融资产	104	104	104	104
毛利	383	382	423	450	应收账款	48	14	15	16
% 营业收入	46.9%	43.3%	44.4%	45.0%	存货	3	0	0	0
营业税金及附加	26	28	31	32	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	2	0	0	0	流动资产合计	1631	2480	3198	3918
% 营业收入	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	873	873	873	873
管理费用	68	75	81	85	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	3	63	117	177
财务费用	-31	-58	-58	-58	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.8%	-6.6%	-6.1%	-5.8%	固定资产合计	1706	1252	794	333
资产减值损失	0	-1	0	0	无形资产	7	6	6	6
公允价值变动收益	2	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	53	60	60	60	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	374	398	429	451	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	45.7%	45.1%	45.1%	45.1%	资产总计	4220	4674	4989	5307
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	372	398	429	451	应付款项	81	129	137	142
% 营业收入	45.6%	45.1%	45.1%	45.1%	预收账款	9	9	10	10
所得税费用	83	88	94	99	应付职工薪酬	14	14	15	16
净利润	290	311	335	352	应交税费	4	5	5	5
归属于母公司所有者的净利润	289.9	310.5	334.9	351.7	其他流动负债	25	328	348	362
润					流动负债合计	133	485	515	534
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.27	0.28	0.31	0.32	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	162	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	321	899	732	744	负债合计	298	489	518	538
取得投资收益收回现金	23	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3903	4167	4452	4751
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	18	18	18	18
固定资产投资	-41	-29	-30	-30	股东权益	3922	4186	4470	4769
其他	79	0	0	0	负债及股东权益	4220	4674	4989	5307
投资活动现金流净额	38	-29	-30	-30	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.266	0.285	0.307	0.323
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.58	3.82	4.08	4.36
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	20.31	18.95	17.58	16.73
筹资成本	153	11	8	5	PEG	3.05	2.84	2.64	2.51
其他	-305	0	0	0	PB	1.51	1.41	1.32	1.24
筹资活动现金流净额	-153	11	8	5	EV/EBITDA	9.72	4.28	3.28	2.37
现金净流量	206	882	711	719	ROE	7.4%	7.5%	7.5%	7.4%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

姜捷，同济大学管理学学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。