

高世梁

执业证书编号: S0730207050046

021-50588666-8022

gaosl@ccnew.com

拓展速度过快将影响短期业绩

——中原高速 (600020) 调研报告

研究报告-公司调研

观望 (维持)

发布日期: 2010 年 7 月 19 日

估值区间: 3—4 元

市场数据 (2010 年 07 月 14 日)

收盘价 (元)	3.62
一年内最高/最低 (元)	4.97/3.5
沪深 300 指数	2653.61
市净率 (倍)	1.33
流通市值 (亿元)	50.34

基础数据 (2010 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	2.73
每股经营现金流 (元)	0.19
毛利率 (%)	68.38
净资产收益率 (%)	2.84
资产负债率 (%)	73.26
总股本/流通股 (万股)	214035/139050
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100420 中原高速点评报告: 2011 年业绩受新路产项目拖累、多元化发展成新看点... ..2010 年 4 月 15 日

联系人: 马敏琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

公司具有路网和大股东支持方面的优势; “两路一桥”保持稳定、郑尧高速是亮点; 在建项目将拖累未来业绩; 多元化投资可能成为公司发展的新引擎。

投资要点:

- 河南交通投资集团有限公司成为第一大股东有利于公司未来在省内进行外延式发展。
- “两路一桥”保持稳定。公司所属的郑漯高速、漯驻高速以及郑州黄河大桥由于受到通行能力限制, 在扩建工程完工前, 车流量和通行费收入保持相对稳定。
- 郑尧高速是一大看点。郑尧高速是省内重要的能源和旅游快速通道, 未来发展前景良好。
- 在建项目众多、资金和财务压力大。公司目前有 6 个在建项目, 总投资额为 155 亿元。资金筹措、财务压力以及新路段的盈利能力成为制约公司未来业绩的主要因素。
- 多元化投资是亮点。多元化投资涉及房地产、创投和信托领域, 虽然目前未达到全面收获阶段, 但已展示出一定的拓展成效。
- 预计 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.28 元和 0.2 元。由于 2011 年业绩下滑, 公司目前估值水平在行业内无优势, 维持“观望”的投资评级。
- 风险提示: 公司负债率过高, 财务压力大, 资本开支众多; 未来面临平行公路、铁路竞争压力; 新路段通车后的盈利能力存在不确定性。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (万元)	185401	207593	228352	267172
增长比率 (%)	0.61	11.97	10	17
净利润 (万元)	25797	44476	59930	42807
增长比率 (%)	-56.29	72.41	34.75	-28.57
每股收益 (元)	0.13	0.21	0.28	0.20
市盈率 (倍)	27.85	17.23	12.93	18.10

1. 公司简介

河南中原高速公路股份有限公司（后简称公司）系经河南省人民政府批准，由河南高速公路发展有限责任公司（后简称高发公司）、华建交通经济开发中心（后简称华建中心）、河南省高速公路实业开发公司、河南省交通规划勘察设计院及河南公路港务局五家股东发起，于00年12月成立。高发公司和华建中心分别以其在郑漯高速、郑州黄河公路大桥及其南接线（后简称郑州黄河大桥）的净资产中所占份额作为出资，其余三家股东以现金出资。

03年7月公司公开发行A股28000万股，经过历年送转股，截至2010年一季度，公司总股本为214035.41万股，其中高发公司持有96388.94万股，占45.03%，为第一大股东。

为了加快构建河南省现代化交通运输体系，09年6月河南省政府拟组建河南交通投资集团有限公司（后简称投资集团），以作为省政府从事公路、水运、航空等交通基础设施建设、运输服务业和交通物流业的投融资平台。2010年5月公司公告，省政府同意将高发公司和河南省高速公路实业开发公司净资产（股权）210.1963亿元注入投资集团，投资集团注册资本为212.2亿。高发公司和实业公司成为投资集团下属全资企业，投资集团通过高发公司和实业公司间接持有公司45.06%股权。

投资集团取代高发公司成为公司第一大股东，将有利于公司利用投资集团集中省内高速公路资源，为公司未来外延式拓展提供坚实保障。截止2010年初，投资集团管理通车高速公路2480公里，占09年河南省高速公路通车里程4860公里的51%。

河南省地处中原，承东启西，连南贯北，是全国最重要的陆路交通枢纽之一，交通区位优势十分明显。国家规划的“五纵七横”十二条国道主干线中的京珠、连霍两条高速公路在郑州交汇。京珠、连霍高速构建了河南高速公路的主脉络，进一步巩固了郑州作为我国交通物流的枢纽地位。

09年底全省高速公路里程4860公里，全国排名第一。在18个省辖市中有17个形成了高速公路十字交叉，109个县市中有99个通达高速公路，通达率91%。河南已基本形成以郑州为中心的90分钟中原城市群经济圈，3小时可达任何一个省辖市，6小时可达周边6省任何一个省会城市。

根据规划，到2020年河南省将形成由6条南北纵向通道、8条东西横向通道、6条区间通道和若干联络线组成的高速公路网，总规模约6280公里，其中主线6046公里、联络线及城市环线约234公里。高速公路密度达到3.76公里/百平方公里。

[illegible]

表1: 河南省高速公路里程

单位: 公里

	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年
高速公路里程	1077	1231	1418	1759	2678	3439	4556	4841	4860
增长		154	187	341	919	761	1117	285	19

公司目前拥有郑漯高速、漯驻高速和郑州黄河大桥等“两路一桥”，均处于京珠高速河南境内路段。而于07年12月通车的郑尧高速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，是河南省高速公路网的重要组成部分武陟至西峡高速公路的主要路段。截至09年底，公司共经营高速公路总里程422.4公里，占河南省高速公路总里程的8.69%。

表2: 公司所属路段情况

名称	建成时间 (年)	股权%	车道	长度(公里)	收费年限 (年)
郑漯高速	1998	100	4	142	30
漯驻高速	2001	100	4	67.20	28
郑州黄河大桥	1986	100	4	31	20
郑尧高速	2007	100	4	183.50	30(暂定)

中原证券股份有限公司 <http://zyyj.ccnew.com>

2. 公司主营业务分析

2.1 “两路一桥”保持稳定

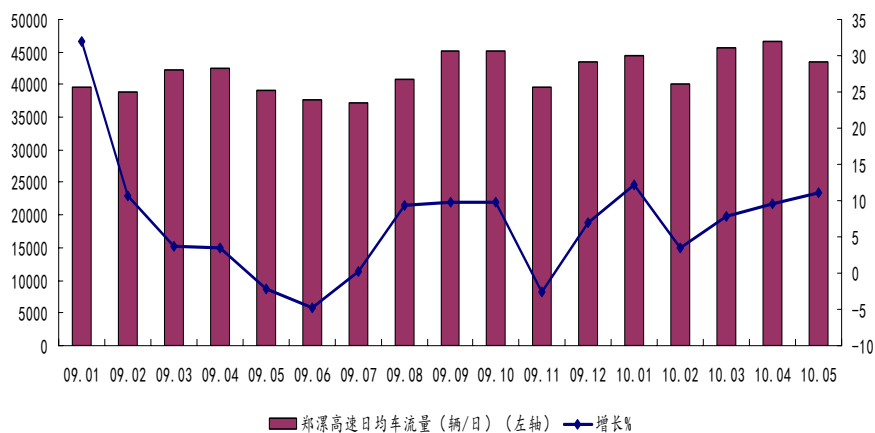
公司以路桥通行费为主要收入来源，09年公司路桥通行费为20.03亿，占营业收入的96.47%。

“两路一桥”中郑漯高速为国家南北公路大动脉京珠高速河南境内的重要路段，并与国家东西公路大动脉连云港至霍尔果斯国道主干线在郑州交汇。其北起郑州市内的国道107线陇海铁路立交桥，南止于漯河市堰城李村，沿线经郑州、新郑、许昌、漯河等地；漯驻高速是京珠国道主干线河南省境内的重要路段，北接京珠国道主干线郑漯高速，经西平、遂平，止于驻马店市。公司于04年9月以13.6亿元完成漯驻高速的收购；郑州黄河大桥为107国道及京珠高速横跨黄河的必经要道，是我国中原地区南北交通的枢纽。北起新乡市原阳县马庄，南至107国道与航海路交叉口。

“两路一桥”处于我国南北公路大动脉京珠高速上，车流量繁忙，且通车时间较早并均只设计了双向四车道，目前均处于饱和或接近饱和阶段。郑漯高速从06年开始日均车流量（折算数）均只有个位数增长，09年和2010年前5个月的车流量增速分别为5.78%和8.84%；除了09年外，漯驻高速车流量增速均保持两位数增长，但增速基本呈现稳定趋缓态势。09年和2010年前5个月的车流量增速分别为6.8%和11.88%；郑州黄河大桥车流量增速变化幅度较大，06-09年车流量增速2年负增长2年正增长。虽然09年和2010年前5个月的车流量增速分别达到21.91%和20.91%，但未来很难保持这样的高速增长。

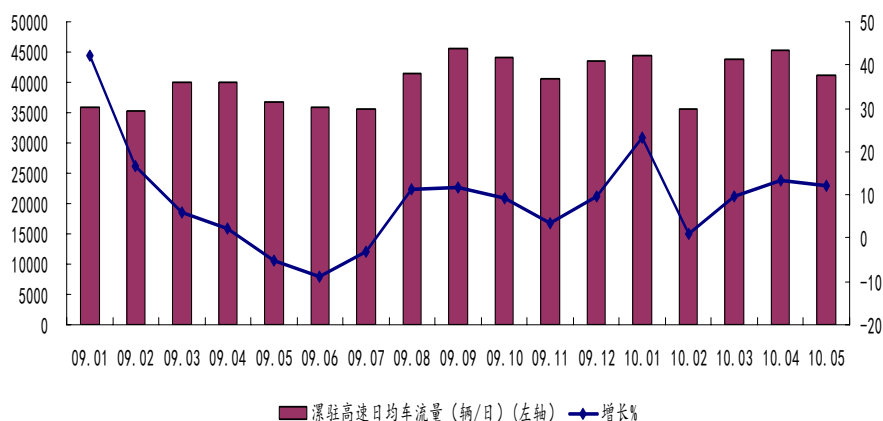
公司目前正在进行郑漯高速的“四扩八”工程，预计2010年底建成。而漯驻高速的“四扩八”工程尚未正式开工。我们预计在扩建工程完工前，公司“两路一桥”将受制于通行能力限制，未来车流量保持相对稳定。

图2：郑漯高速折算车流量和同比增长情况



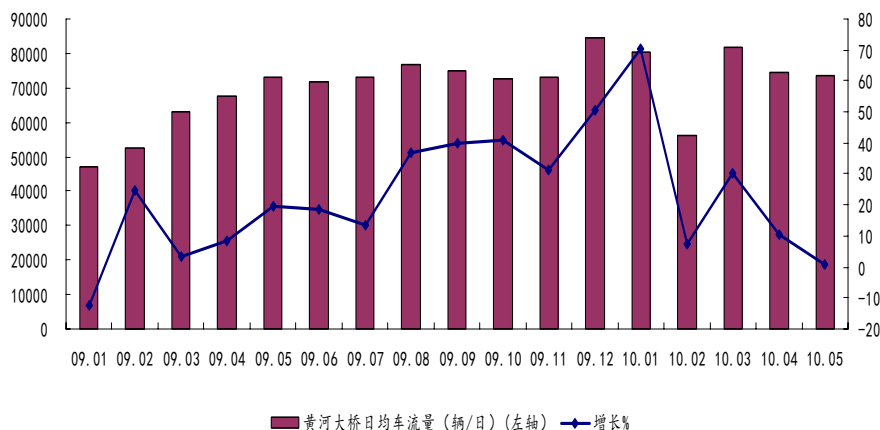
资料来源：公司网站

图3：漯驻高速折算车流量和同比增长情况



资料来源：公司网站

图4：郑州黄河大桥折算车流量和同比增长情况

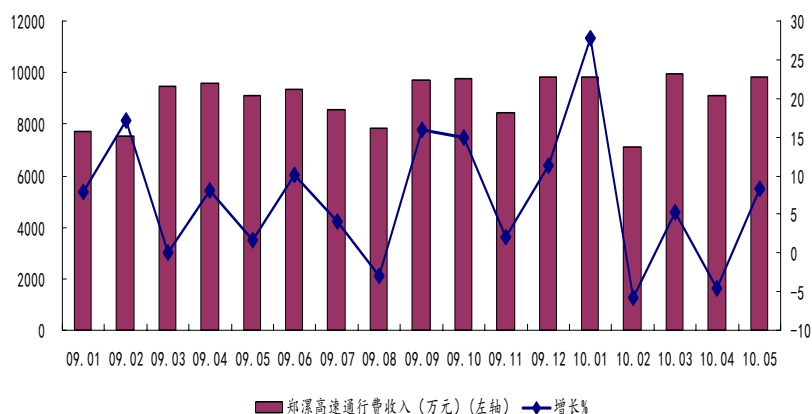


资料来源：公司网站

“两路一桥”通行费收入增长基本和车流量增速保持同步。09年和2010年前5月，郑漯高速的通行费收入分别增长了7.59%和5.84%、漯驻高速的通行费收入分别增长了9.28%和9.22%、郑州黄河大桥的通行费收入分别增长了16.35%和25.71%。由于郑漯高速和漯驻高速的通行费收入占公司通行费收入比重高达77.14%，其个位数的通行费收入增长将极大的影响到公司主营收入的成长性。

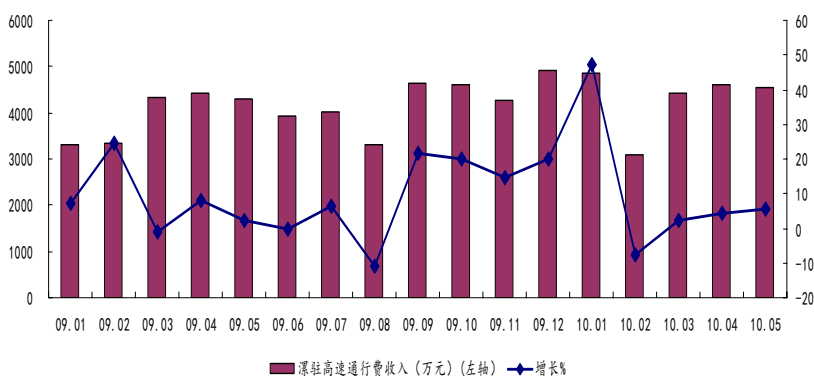
虽然车型比重变化、单车平均行车距离等因素也会造成车流量和通行费收入增速间的差异，但“两路一桥”车流量成长乏力决定了其通行费收入难有高成长性。

图5：郑漯高速通行费收入和同比增长情况



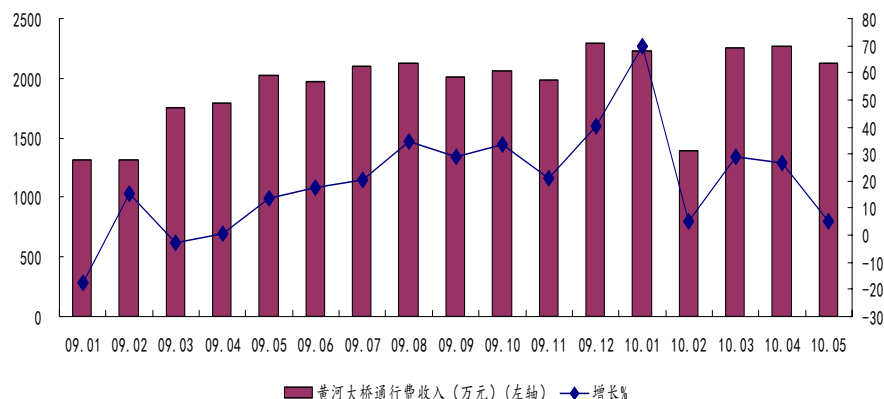
资料来源：公司网站

图6：漯驻高速通行费收入和同比增长情况



资料来源：公司网站

图7：郑州黄河大桥通行费收入和同比增长情况



资料来源：公司网站

2.2 郑尧高速是一大看点

郑尧高速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，是河南省高速公路网的重要组成部分武陟至西峡高速的主要路段。其北起自郑州市西南，与郑州西南绕城高速公路相交，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、许昌至登封高速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等多条重要干线公路交汇。项目终点向西延伸与国家高速公路规划网上海至西安高速相连接。07年12月21日郑尧高速正式通车运营。

郑尧高速是直接连接包括石人山在内的伏牛山核心景区最为便捷的快速通道。郑尧高速开通前，郑州前往石人山的通道主要是沿京珠高速，经许昌，再沿许南高速到平顶山，转311国道最后进入石人山景区，路线约为260公里。郑尧高速通车后，要比原路减少80多公里，车程在2个小时左右，比原来节省1个多小时。

图8: 石人山高速公路示意图

石人山高速公路示意图

Traffic Location Sketch map of the Rockman Mountain

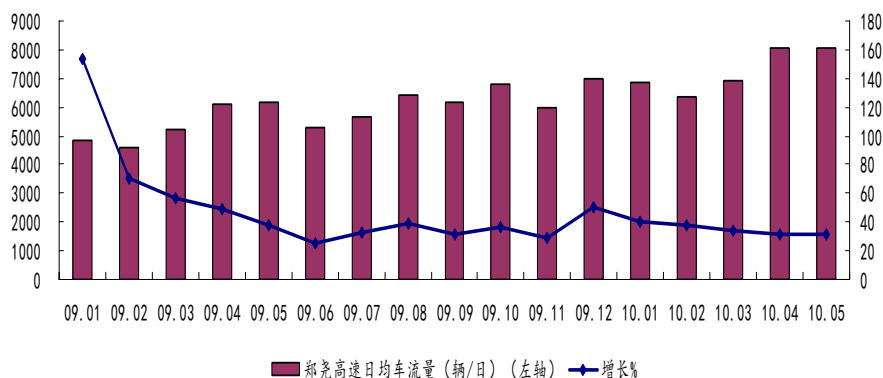


资料来源: WWW.SHIRENSHAN.GOV.CN

郑尧高速开通以来,车流量保持高速增长,09年和2010年前5月日均车流量(折算数)增速分别为44.52%和34.67%。作为一条省内重要的能源和旅游快速通道,随着认知度的不断提高,未来发展前景良好。

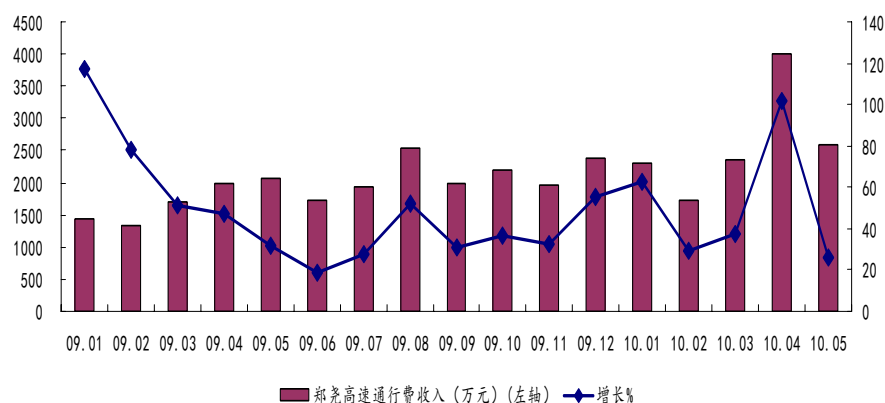
郑尧高速的通行费收入基本和车流量一样保持快速上升,09年和2010年前5月,通行费收入分别达到23028万和12983万,同比分别增长了39.48%和52.5%。从09年的数据来看,2.3亿的通行费收入基本已经能覆盖营业成本的支出,只是由于巨额的财务费用才使得郑尧高速尚未实现真正意义上的盈利。未来,车流量和通行费收入的成长性以及成本费用的相对固定性使得郑尧高速将逐步改变原来一直拖累公司业绩的状态。

图9: 郑尧高速折算车流量和同比增长情况



资料来源: 公司网站

图10: 郑尧高速通行费收入和同比增长情况



资料来源: 公司网站

3. 在建项目众多、资金和财务压力大

公司目前在建项目众多, 包括郑漯高速扩建项目、漯驻高速扩建项目、郑新黄河大桥项目、永亳淮高速商丘段、郑民高速郑开段和济祁高速 (连霍到永登段) 项目。

项目中有因为原来路段饱和所进行的扩建项目 (如郑漯高速“四扩八”项目、漯驻高速“四扩八”项目等), 也有参与省内新建的高速公路路段。应该说, 近年来在省内新建项目上频频出手, 显示了公司在外延拓展方面的前瞻性。虽然河南省高速公路通车里程全国第一, 但从未来规划上来看, 高速公路里程数上升速度将有所减缓。公司积极参与省内新路建设主要是为了在路产资源尚未枯竭之前, 尽早布局优质路段。

表3: 公司在建路桥项目

单位: 亿元

	公司投资额	截止09年底投资额	预计完成时间
郑漯高速扩建	33.24	16.15	2010年底
郑新黄河大桥	29.30	20	2010年10月
永亳淮高速商丘段	15.03	10.15	2010年11月
漯驻高速扩建	23.90	0.94	工期36个月
郑民高速郑开段	35.06	3.74	工期36个月
济祁高速 (连霍到永登段)	18.58	-	工期36个月
合计	155.11	50.98	

资料来源: 公司公告

不过, 从参与项目来看, 象永亳淮高速商丘段、郑民高速郑开段和济祁高速 (连霍到永登段) 等均是省内规划的区间通道或联络线, 在路网中地位无法和京珠、连霍高速等国家级枢纽道路相比, 存在项目培育期长、初期盈利能力较差等问题。2010年底, 公司有包括郑漯高速扩建项目、郑新黄河

大桥项目、永亳淮高速商丘段项目建成，预计对2011年公司业绩将会产生一定影响。

此外，巨额的项目资金需求也会对公司财务管理造成困难。六个项目总投资额超过155亿，截止09年底公司已投入近51亿，尚有超过100亿资金将在未来几年内筹措。截止09年底，公司负债率已高达73.49%，而负债主要来自银行贷款。09年公司财务费用高达4.94亿，成为影响业绩的主要原因。未来新项目较长的培育周期以及伴随资金压力和高负债率所带来的巨额财务费用均将成为公司业绩增长的绊脚石。

4. 竞争压力不容小觑

4.1 铁路竞争

石家庄到武汉铁路客运专线（石武客专）对公司经营的“两路一桥”产生分流影响。石武客专北起石家庄南站，经邢台、邯郸、安阳、鹤壁、新乡，跨黄河后至郑州，再经许昌、漯河、驻马店、信阳，南至武汉天兴洲大桥北岸，正线全长840.7公里，设计最高时速350公里。

石武客专南与武广客专相连，北与京石客专相接，是京广客运专线的重要组成部分。石武客专于08年10月15日开工，预计于2011年底建成通车，建成后除了会分流公司高速公路客流外，还会相对提高京广铁路货运能力，对货流也产生一定分流作用。

4.2 公路竞争

4.2.1 安信一级公路分流

安信一级公路（安阳-信阳）驻马店境项目和漯河境项目相继获批，虽然上述两段尚未开工，且安信一级公路其他路段尚处于前期论证阶段，但未来安信一级公路的建成必将对郑漯高速、漯驻高速产生一定的分流影响。

未来和郑漯高速、漯驻高速平行的通道包括了上述的石武客专、安信一级公路和107国道（距离很近）。虽然石武客专、安信一级公路尚未建成，107国道街道化严重且和高速公路无法形成直接竞争，但这些平行通道未来对公司的竞争压力仍不可轻视。

4.2.2 河南省高速公路规划的其他纵向线分流

根据河南省高速公路网长期规划，未来高速公路网将由6条南北纵向通道、8条东西横向通道、6条区间通道和若干联络线组成，总规模约6280公里。其中焦作-桐柏高速公路和大庆-广州高速公路（河南段）两条纵向线分别位于公司路段所在的京珠高速左右两侧。虽然平行距离较远，但左右的纵向线必然缩小了京珠线吸引的客货流覆盖范围。

5. 多元化投资是亮点

公司目前多元化投资涉及房地产、创投和信托业务，分别由河南英地置业有限公司、河南高速房地产开发有限公司、秉原投资控股有限公司、中原信托有限公司经营。

房地产业务主要由占98.17%股权比重的河南英地置业有限公司经营。英地置业目前最重要的项目为09年1月以4亿元拍到的天骄华庭项目。该项目位于郑州市农科路北，文博东路东，地块范围东至规划路、西至文博西路、北至金基路、南至农科路。土地面积87776平米，规划容积率不大于3.5。由于拿地时机正处于市场相对低迷期，拿地成本较低，且项目位置处于郑州繁华地段，预计在下半年一期开盘销售后将产生不错的经济效益。此外，英地置业在许昌有一个建设总面积约30万平方米的中原路住宅项目、公司参股19%的河南高速房地产开发有限公司手上的洛阳泊林绿洲、郑州高速奥兰花园、高速商丘花园、郑州高速花园项目等均会为公司未来贡献一定收益。

创投业务主要由全资控股的秉原投资控股有限公司经营。秉原控股通过几年的积累，手上已经有多个创投项目，包括好想你枣业、淄博齐鲁乙烯鲁华化工有限公司、河南恒基勤上光电有限公司、大连易世达新能源发展股份有限公司、河南裕华高白玻璃有限公司等。一旦有项目成功登陆资本市场将为公司带来丰厚回报。

中原信托有限公司是河南省一家著名的信托公司，公司通过其增资扩股的契机，投资4亿元占其33.28%股权。中原信托有限公司经营稳健、业绩良好，06到09年的净利润分别为0.77亿、3.11亿、0.43亿和1.09亿，为公司贡献了持续的投资收益。

表4：公司其他投资项目

单位：万元

	投资额	股权占比%	主营业务
河南高速房地产开发有限公司	19000	19	房地产
河南英地置业有限公司	39270	98.175	房地产
北京秉原投资有限公司	30000	100	创投业务
中原信托有限公司	40000	33.28	信托业务

资料来源：公司公告

在高速公路收费权受到期限约束的背景下，除了通过外延并购或新建路段来延长公司生命期外，众多上市的高速公路企业均通过发展其他业务作为未来企业转型的尝试。公司在这方面一直有比较大力度的投入，从目前情况来看，虽然尚未达到全面开花的结果，但已经展示出一定的成效。

6. 盈利预测

在郑漯高速和漯驻高速扩建完工前，公司“两路一桥”车流量和通行费收入将保持相对稳定增长、郑尧高速将成为公司各路段中成长的亮点。2010年底三个在建项目的建成运营将对2011年业绩造成一定影响，而公司在房地产、创投以及信托方面的拓展将成为未来业绩的有利补充。我们预计公司2010年和2011年营业收入分别为22.84亿和26.72亿，同比分别增长10%和17%。净利润分别为5.99亿和4.28亿，同比分别增长34.75%和-28.57%。每股收益分别为0.28元和0.2元。

表 5: 损益表

单位: 万元

指标名称	2009 年	1Q2010	2010E	2011E
一、营业收入	207593	53624	228352	267172
减：营业成本	76855	16957	84490	106869
减：营业税金及附加	7386	1902	7992	9351
减：营业费用	137	135	1000	2000
减：管理费用	10313	1475	12000	15000
减：财务费用	49352	13393	50000	79000
减：资产减值损失	1384	567	- -	- -
加：投资收益	3681	890	2500	3000
二、营业利润	65848	20084	75370	57952
营业外收入	1620	2068	6355	- -
减：营业外支出	7202	49	- -	- -
三、利润总额	60266	22103	81725	57952
减：所得税	15598	5345	21595	14945
四、净利润	44668	16757	60130	43007
归属于母公司所有者损益	44476	16718	59930	42807
少数股东损益	192	40	200	200
每股收益（元/股）	0.21	0.08	0.28	0.20

资料来源：中原证券

7. 相对估值和投资建议

7.1 相对估值

按照7月14日收盘价计算，公司2010年和2011年市盈率分别为12.93倍和18.1倍，2011年市盈率水平高于行业13.5倍的平均水平。从市净率来看，1.33倍市净率低于行业1.8倍的平均水平。

表 6: 和同行业上市公司比较

简称	09PE(倍)	2010PE (倍)	2011PE (倍)	PB(倍)
宁沪高速	16.90	14.08	13.00	2.16
皖通高速	13.73	13.09	11.98	1.82
中原高速	17.24	12.93	18.10	1.33
现代投资	11.24	9.35	10.45	1.89
福建高速	8.53	16.00	19.20	1.60
粤高速	18.54	16.07	14.61	1.62
深高速	18.36	15.30	13.11	1.24
赣粤高速	11.66	10.84	10.66	1.65
楚天高速	18.34	11.74	9.32	2.02
山东高速	15.03	12.94	11.65	1.69
四川成渝	24.96	19.82	16.44	2.76
平均	15.87	13.83	13.50	1.80

资料来源：中原证券

7.2 投资建议

公司是河南省唯一一家上市高速公路企业，无论是从地处路网位置还是大股东投资集团支持来看，都具有明显优势。此外，公司在项目积累、多元化尝试方面也表现的积极进取。然而，由于公司外延拓展速度过快，对短期业绩有所拖累，造成目前估值不具优势，我们维持对公司“观望”的投资评级。

8. 风险提示

公司负债率过高，财务压力大，资本开支众多；未来面临平行公路、铁路竞争压力；新路段通车后的盈利能力存在不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。