

## 交通运输行业研究

分析师: 宋卫华

执业证书编号: S0730511010004

联系人: 黄涛 0371-69177232

## 加快布局优质资产 坚持多元反哺主业

## ——中原高速 (600020.SH) 分析报告

## 证券研究报告-公司报告

## 观望 (首次)

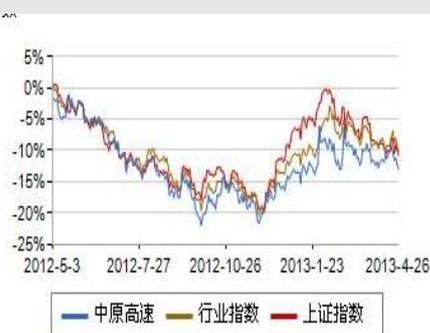
发布日期: 2013年5月15日

## 市场数据 (2013年5月14日)

收盘价 (元)	2.36
一年内最高/最低 (元)	2.92/2.00
沪深300指数	2493.34
市净率 (倍)	0.78
流通市值 (亿元)	53.04

## 基础数据 (2012-12-31)

每股净资产 (元)	3.02
每股经营现金 (元)	0.83
毛利率 (%)	53.40
净资产收益率 (%)	7.65
资产负债率 (%)	78.02
总股本/流通股 (亿股)	22.47/22.47
B股/H股 (亿股)	—



## 联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8035

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

## 报告关键要素:

紧抓中原经济区发展机遇, 布局省内优质路产, 储备良好高速公路资源, 提升公路主业。坚定“一主多元、多元反哺、科学发展”的思路, 加快发展多元化道路, 努力开辟新的增收途径。

## 投资要点:

- **布局优质资产 扩张主业规模** 济宁至祁门高速永城段 (一期工程) 建成通车, 济宁至祁门高速永城段 (二期工程)、商丘至登封高速商丘段、郑开段工程及京港澳高速漯河段改扩建工程开工建设, 郑州至石人山高速公路通过竣工验收。
- **黄河大桥停止收费或将获政府补贴** 河南省交通投资集团有限公司将按照郑州黄河公路大桥终止收费日最终经河南省国资委核定的资产评估价值, 将给予公司现金补偿。将按照郑州黄河公路大桥终止收费日最终经河南省国资委核定的资产评估价值, 将给予公司现金补偿, 此补贴或将对公司本年度利润有较大贡献。
- **一主多元 多元反哺** 英地置业天骄华庭一期房源交付使用, 二期工程进度顺利, 2012年内实现了盈利, 成为新的利润增长点; 兼原投资公司业务开展顺利, 经营业绩逐步实现; 参股的中原信托、新乡银行、开封商行经营稳健, 经济效益实现较快增长; 参与中原农险的筹建, 积极开拓新的业务领域。
- **《收费公路管理条例》修正意见稿透出政策暖意** 维护经营性公路投资者利益, 吸引社会资本流入, 解决公路建设资金。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司13、14年每股收益分别为0.13元和0.15元, 按照5月14日收盘价2.36元计算, 公司13年和14年每股市盈率分别为18.15倍和15.73倍, 给予“观望”评级。
- **风险提示:** 节假日免费通行政策实施扩大; 国家严格执行经营期限政策; 房地产调控力度加大;

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	26.27	39.71	30.23	32.79
增长比率 (%)	10.88%	51.14%	-23.87%	8.46%
净利润 (亿元)	2.98	5.20	3.10	3.41
增长比率 (%)	-43.46%	74.60%	-40.38%	1%
全面摊薄每股收益 (元)	0.14	0.23	0.13	0.15

## 目录

1、公司概况	3
1.1 公司简介	3
1.2 公司路桥资产和收入结构	3
2、高速公路行业发展展望	5
2.1 高速公路行业背景	5
2.2 政府投资意向明确	5
2.3 中原经济区基础建设需求支撑公路流量	7
2.4 公司竞争格局	7
3、公司主营分析	7
4、公司潜在优势	10
4.1 黄河大桥停止收费 或将获财政补贴	10
4.2 布局优质资产 借中原经济区发力	11
4.3 多元发展成效初显	11
4.4 《收费公路管理条例》修正意见稿透出政策暖意	16
5、投资建议	12
6、风险提示	12

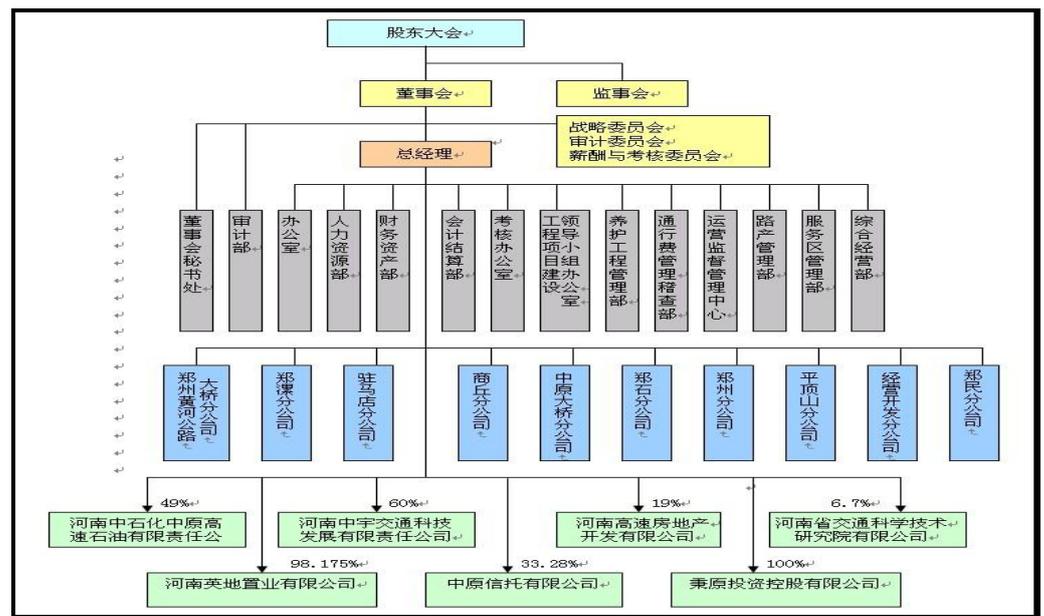
## 1、公司概况

### 1.1 公司简介

2000年12月，经省政府批复，河南高速公路发展有限责任公司作为主发起人以“一路一桥”资产中地方投资所形成的权益作为投入，联合华建交通经济开发中心、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、河南公路港务局四家法人单位以发起设立方式设立了本公司。股份公司于2000年12月27日召开了创立大会暨首届股东大会，并于2000年12月28日在河南省工商局办理了工商注册登记，注册资本为77000万元。公司主要经营高等级公路、大型和特大型独立桥梁等交通基础设施项目投资、经营管理和维护。

公司总股本22.47亿股，全部为流通股。公司现有第一大股东河南交通投资集团有限公司，持股45.09%。

图1：公司组织架构图



数据来源：公司网站

### 1.2 公司路桥资产和收入结构

公司路产主要为京珠国道主干线郑州至漯河高速公路、漯河至驻马店高速公路，以及郑州黄河公路大桥，主营业务收入为郑漯高速公路、漯驻高速公路和郑州黄河大桥车辆通行费收入。公司所拥有郑漯高速和漯驻高速位居京珠国道主干线通道全线的中部，为京珠国道主干线河南省境内交通最为繁忙的路段之一。作为公司主要收入支柱，郑漯高速和漯驻高速是国家南北大动脉京港澳高速的重要区段，而郑尧高速是河南省公路建设规划的中央辐射线，与多条重要干线公路交汇。

表1: 2012年公司主要资产收入构成

	营业收入 (万元)	占主营收入比重 (%)
郑漯高速公路	141,424.02	36.32
房地产销售收入	103,361.29	26.54
漯驻高速公路	58,064.11	14.91
郑尧高速公路	46,725.49	12.00
郑州黄河大桥	21,064.37	5.41
郑民路郑开段	13,752.79	3.53
郑新黄河大桥	3,281.37	0.84
技术服务业务	1,350.44	0.35
永登路永城段	362.70	0.09
济祁路永城段	16.98	0.00

资料来源: 同花顺

运营资产主要包括郑漯高速公路 (142 公里)、漯驻高速公路 (67.2 公里)、郑州黄河大桥 (31 公里)、郑尧高速公路 (183.5 公里), 郑新黄河大桥 (22.89公里), 永亳淮高速公路永城段 (45.9 公里), 郑民高速公路郑开段 (72.7 公里)。

图2: 中原高速月度日均车流量走势图

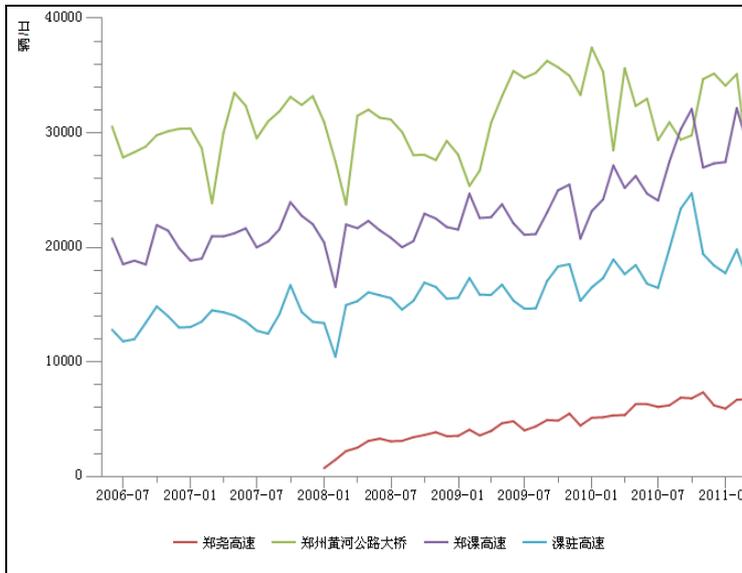
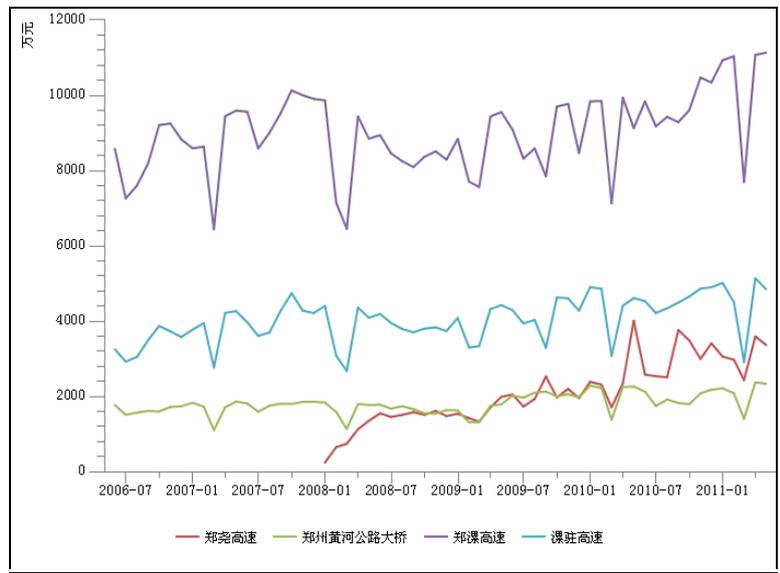


图3: 中原高速月度收费走势图



数据来源: WIND

公司路产是河南省高速公路网络的核心组成部分, 车辆通行需求有望保持稳定增长。郑漯高速作为主要收入资产, 其车道四扩八改建已完成、车流量快速增长, 漯驻高速改扩建工程也是采用边施工边通行方式, 随着施工进度车流量也会逐渐提高。而郑尧高速作为

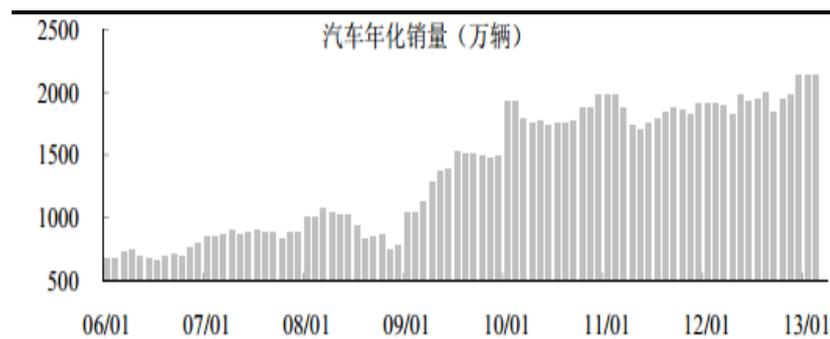
新规划“两桥三路”中的“中央辐射线”，更是一条能源和旅游大通道，通行收入也是逐年提升。

## 2、高速公路行业发展展望

### 2.1 高速公路行业背景

中国汽车保有量已超过2.4亿辆，交通出行规模快速扩张，公共安全、便捷、畅通的出行需求日益增长。“机动化社会”的快速到来，使得民众对公路出行信息的需要与要求越来越高，解决公路拥堵将成为保持公路建设规模、优化公路网络、提升公路等级的主要动力和历史机遇，中国高速公路网建设及现有公路改扩建仍有空间。

图4：中国汽车年化销量



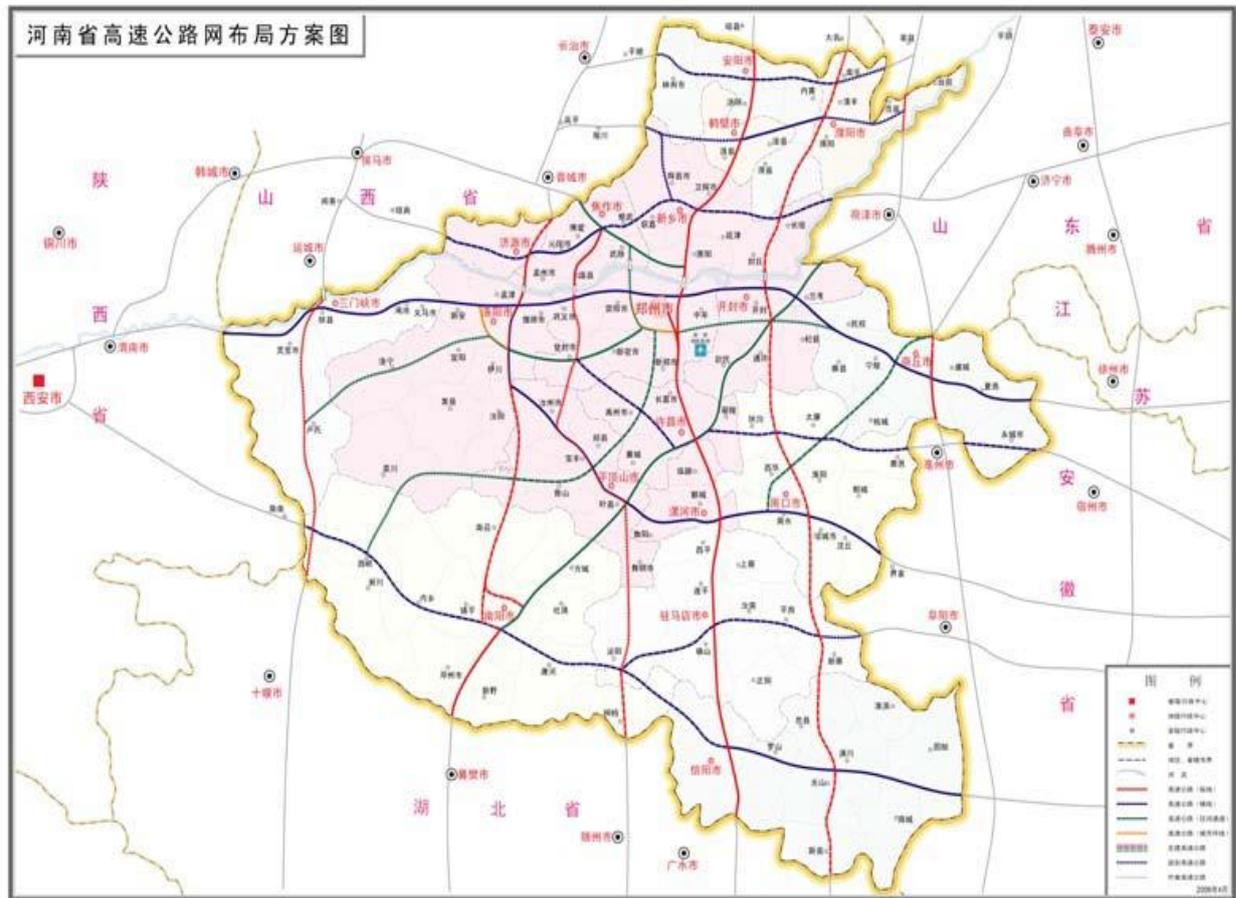
数据来源：WIND

### 2.2 政府投资意向明确

当前在房地产调控之下如果保证GDP的稳增长，基础建设是地方政府唯一的选择，所以存在着强大的投资冲动和政绩驱动，即便将GDP故意压低地方政府的投资冲动不可能一夜之间消失殆尽。此外，2013年是各地“十二五”规划实施的第三年，许多项目将真正进入实施阶段。

国家“十二五”规划中明确指出，要构建综合交通运输体系，完善区际交通网络，建设城际快速网络，提高运输服务水平，这些都需要依靠高速公路为主的公路网络来发挥衔接与通行能力。目前，国家高速公路网还未建成，断头路较多，影响了整个高速公路网效益的发挥。在国家推进城镇化进程和大力实施港口建设的过程中，公路特别是高速公路的快速连接和通行服务能力不可或缺，否则将显著影响城镇化进程和港口码头的生产效能。

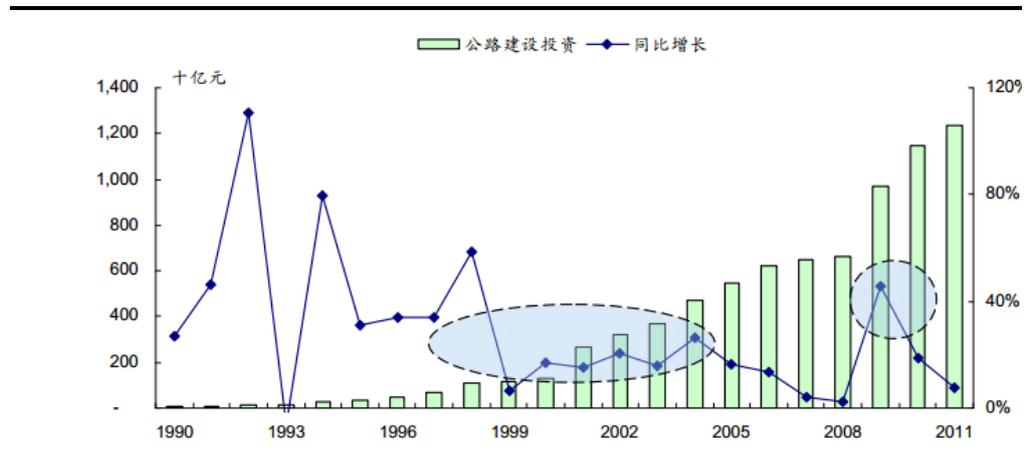
图5：河南省高速公路网布局方案图



资料来源： 河南省交通厅

“十二五”时期，河南省交通运输基础设施建设总投资将达到2090亿元。高速公路计划投资1080亿元，干线公路计划投资600亿元，农村公路计划投资270亿元，因此，河南省公路建设还有很大发展潜力。其中将加快武西高速桃花峪黄河大桥，德商高速范县段，三淅高速卢氏至西坪、西坪至寺湾（省界）段，新乡块村营至营盘，范辉高速鹤壁至辉县段等续建项目建设。另外，加快机场至西华、商丘至登封、南林高速豫鲁省界至南乐段、济祁高速永城段二期、焦桐高速登封至汝州、武陟至云台山高速公路、邓州至豫鄂省界等去年新开工高速公路建设，尽快进入实质性建设阶段，确保2015年建成通车。

图6: 高速历年公路投资规模(十亿元)



资料来源: 交通部

## 2.3 中原经济区基础建设需求支撑公路流量

中原经济区的建设力图把河南打造全国区域协调发展的战略支点和重要的现代综合交通枢纽,建设将坚持基础设施建设先行,到2015年将力争建成完善的高速公路网。充分发挥承东启西、连南贯北的区位优势,加速生产要素集聚,强化东部地区产业转移、西部地区资源输出和南北区域交流合作战略通道功能;加快现代综合交通体系建设,促进现代物流业发展,形成全国重要的现代综合交通枢纽和物流中心。

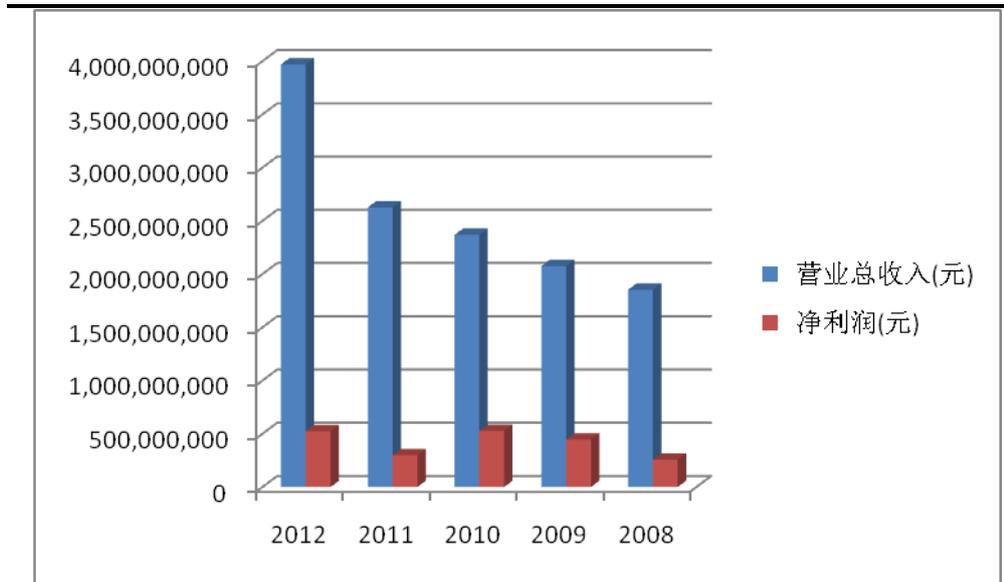
## 2.4 公司竞争格局

目前公司经营的收费公路和桥梁均在河南省内,为河南经营收费公路的重要主体之一。由于高速公路与铁路都承担综合运输体系中的通道运输任务,但由于铁路和公路运输特点各有不同,两者承运服务对象、市场也存在差别,高速公路与铁路之间总体上是互补的,不是替代性的。

## 3、公司主营分析

2012年公司实现营业收入和净利润分别为39.71亿元和5.2亿元,分别较上年增长51.14%和75.99%,实现基本每股收益0.23元,较上年增长74.57%。

图7: 公司营业部收入及净利润(元)

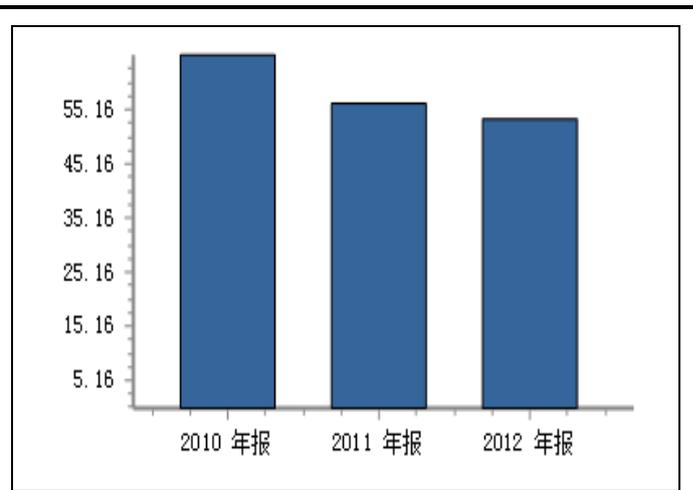
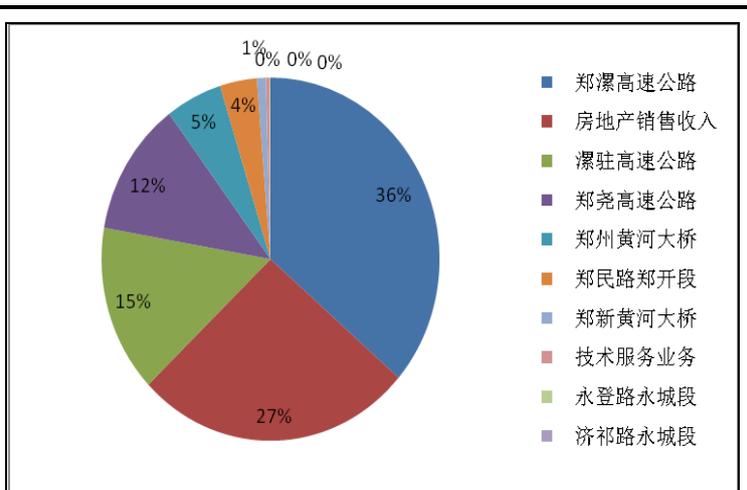


资料来源: WIND 中原证券研究所

从收入构成来看, 通行费收入占公司主营收入70%以上, 其中郑漯高速、漯驻高速、郑尧高速等高速公路是公司主要运营资产, 分别占公司收入比重为36.32%, 14.91%, 12%。但是从增速来看郑尧高速作为河南能源旅游重要通道, 随着中原经济区发展, 对未来公司收入产生较大贡献。另外房地产收入在2012年是公司亮点, 收入占比达26.54%, 公司多元化发展初具成效。

图8: 公司分项目营业收入占比(%)

图9: 公司近三年毛利率(%)

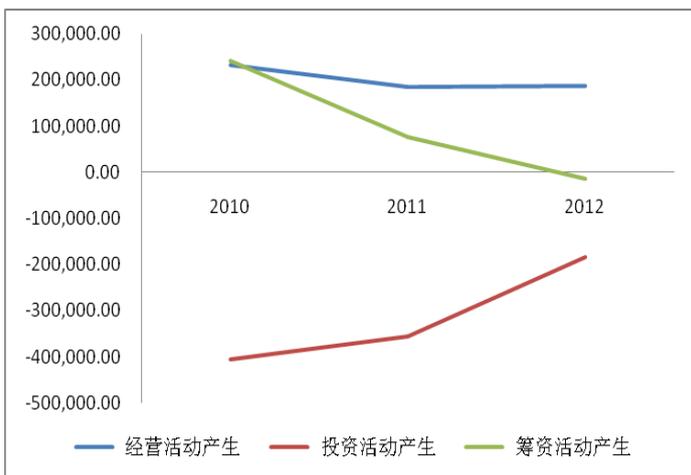


数据来源: 公司年报, 中原证券研究所

数据来源: 同花顺, 中原证券研究所

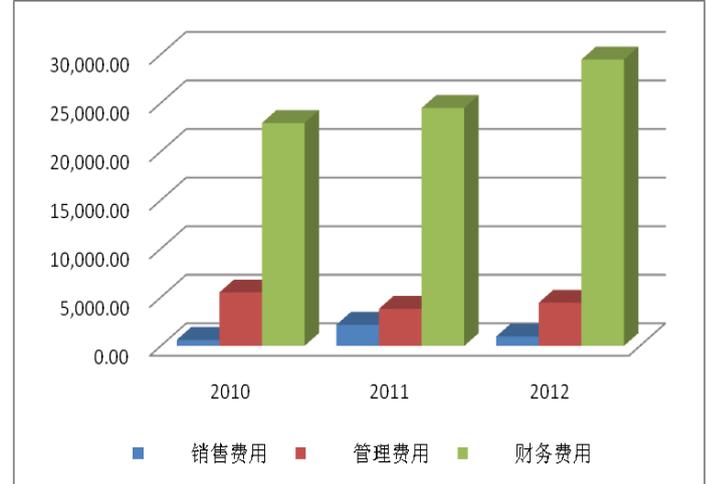
目前19家上市高速公路平均毛利率逾60%，但是2010年以来，公司的毛利率一直处于下滑趋势，且低于行业平均水平。主要原因是公司多条路段集中改扩建，节假日小客车通行免费及农产品绿色通道政策实施所致。

图10: 公司现金流量表情况 (万元)



数据来源: 同花顺 中原证券研究所

图11: 公司三项费用 (万元)

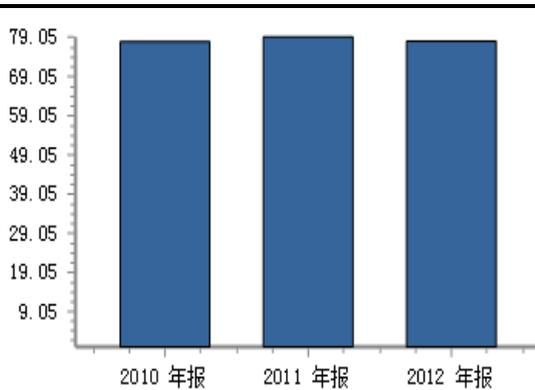


数据来源: 同花顺 中原证券研究所

从公司现金流量表看到公司经营活动产生现金流虽有下降，但总体持平，说明公司主业高速公路收费相对保持稳定。筹资活动产生现金流出现明显下滑，则说明吸收投资能力在下降，自2012年起，中国交通固定资产投资稳中趋缓，调整减速，很大一部分是结构调整的因素，在高速公路投资下降的同时，农村公路、水运投资均大幅增长。需要提出的是投资活动产生现金虽然仍是负数，但是2012年度有较大改善，较上期提高了93%，这得益于公司房地产项目开发取得的收益计入当期收益。

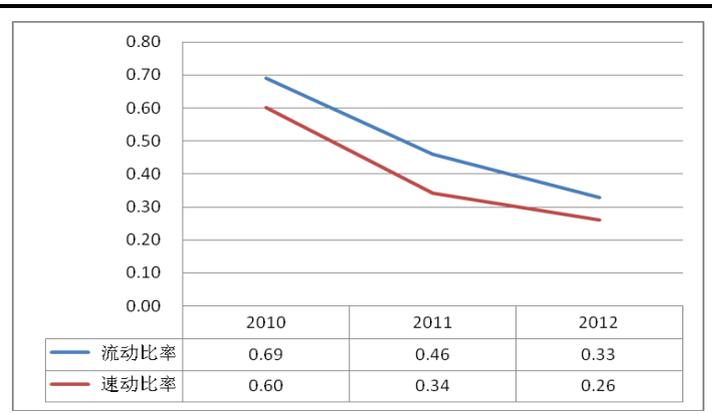
三项费用来看，销售费用本期较上期减少1,027.93万元，减幅37.49%，主要系子公司英地置业销售推广费、广告宣传费减少所致。财务费用高企问题依然严重，由于公路建设项目具有投资大、建设周期和投资回收期较长的特点，项目完工交付使用后利息资本化停止，借款利息直接计入当期财务费用，通车后因结算支付还会发生新增借款财务费用。另外，通车运营后项目在建工程转为固定资产、无形资产，相应增加项目资产折旧、摊销费用及运营成本，同时项目建成后的车流量和通行费收入随经济与社会发展，存在逐步增长的过程，因而通车后在其成长周期的培育期内，通行费收入尚不能抵消其相应增加的成本费用。这将给公司带来阶段性的风险和经营压力。公司在永登高速永城段、郑民高速郑开段分别建成通车后，停止利息资本化，相应的借款利息、资产摊销及公路运营成本计入当期损益，所以造成当期财务费用继续高企的原因。

图12: 公司资产负债率



数据来源: 同花顺 中原证券研究所

图13: 公司偿债能力



数据来源: 同花顺 中原证券研究所

公司资产负债率2012年较上期有1.03%的下降, 主要是银行放慢对高速公路建设贷款速度原因, 但仍高达78.02%, 位居19家高速公路上市企业之首, 公司目前面临投资项目集中、资金需求大、资产负债率相对较高的压力。公司2007年底通车的郑尧高速公路、2010年11月1日通车的郑漯高速公路改扩建、2010年9月29日通车的郑新黄河大桥、2011年12月28日通车的永登高速永城段、2011年12月29日通车的郑民高速郑开段及2012年12月12日通车的济宁至祁门高速公路永城段(一期工程)还处于结算支付期。目前公司还有漯驻高速公路改扩建工程、济祁高速二期工程及商丘至登封高速公路开封段、商丘段等在建项目。按照项目概算上述建设项目总投资超过118亿元。公司后续投资规模大, 资金来源主要为金融机构贷款, 投资时期较为集中, 而奇高不下的负债率对公司再融资构成不小压力。

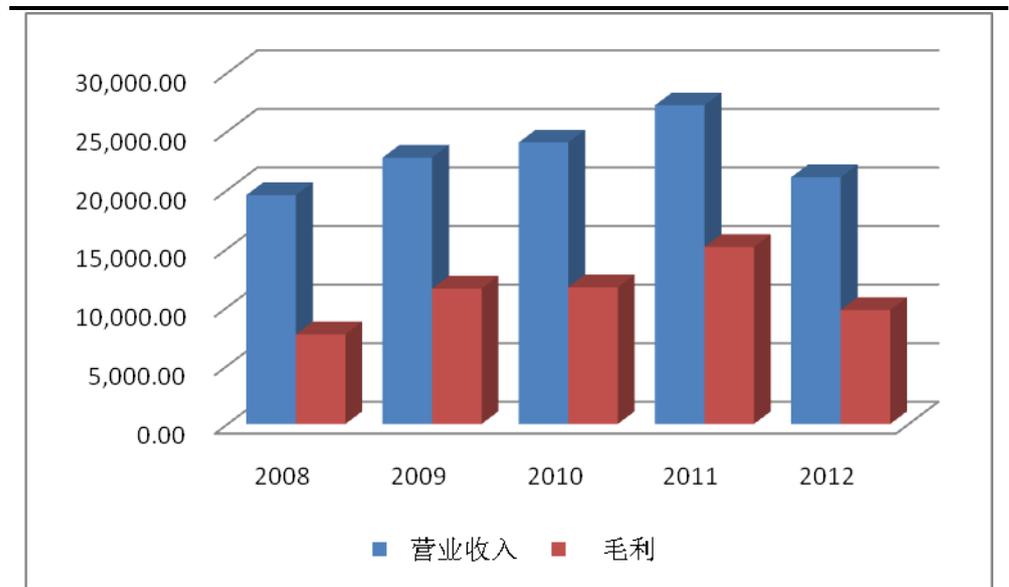
2012年公司速动比率和流动比率分别为0.26和0.33, 同比分别下降0.08和0.13。从连续几年走低的情况分析, 公司偿债能力不强而且有越来越弱的趋势。作为优质上市资产郑州黄河公路大桥实行永久免费对公司影响较大, 根据以往此路产对公司贡献判断, 或将影响公司10%的收费收入。

## 4、公司潜在优势

### 4.1 黄河大桥停止收费 或将获财政补贴

河南省交通投资集团有限公司将按照郑州黄河公路大桥终止收费日最终经河南省国资委核定的资产评估价值, 将给予公司现金补偿, 但是金额并没有透露。以去年10月8日为基准日, 公司计划于5月底前取得河南省国资委对资产评估结果的核定意见, 并向集团报备作为补偿款拨付的依据。

图14: 黄河大桥营业收入及毛利 (万元)



数据来源: 同花顺 中原证券研究所

## 4.2 布局优质资产 借中原经济区发力

公司的核心业务主要为收费公路运营管理, 所属路桥资产优良、盈利能力强, 公司运营管理能力较高。公司路桥资产全部为国道或省道干线高速公路, 经营区域位于河南省境内, 具有承东启西、连南贯北的重要交通区位优势, 车流量和通行费收入稳步增长, 具有充足的现金流。随着我国和河南省经济的发展, 以及我国高速公路路网日趋完善, 河南交通区位优势将进一步凸显, 高速公路网络在整个公路网络体系中对于车流量的汇聚效应将不断增强, 公司所属路桥车流量也会随之稳步增长。加快项目投资建设, 扩张主业规模, 进一步提高公司路桥资产的市场占有率, 圆满实现了“一通三开”的目标, 济宁至祁门高速永城段(一期工程)建成通车, 济宁至祁门高速永城段(二期工程)、商丘至登封高速商丘段、郑开段工程及京港澳高速漯驻段改扩建工程开工建设。郑州至石人山高速公路通过竣工验收, 工程质量评定和项目综合评价达到优良等级。

## 4.3 多元发展成效初显

加大对多元化的支持力度, 推进路域经济开发, 加快产业布局和业务结构调整。英地置业天骄华庭一期房源交付使用, 二期工程进展顺利, 2012年内实现了盈利, 成为新的利润增长点; 秉原投资公司业务开展顺利, 经营业绩逐步实现; 参股的中原信托、新乡银行、开封商行经营稳健, 经济效益实现较快增长; 参与中原农险的筹建, 积极开拓新的业务领域。

**表2: 主要子公司及参股公司2012年经营情况 (万元)**

公司名称	总资产	较上年 增长比 例 (%)	净资产	较上年 增长比例 (%)	净利润	较上年 增长比 例 (%)
秉原投资公司	81,313.22	-6.23	80,618.33	-4.26	985.4	-59.72
英地置业	99,983.58	-15.85	58,802.23	78.98	25,947.94	823.89
中宇公司	1,717.02	11.65	1,207.09	24.4	236.76	105.59
中原信托	212,087.48	24	197,735.70	20.29	32,332.77	37.71
中石化中原高速公司	1,324.62	11.44	1,196.67	5.56	63.05	-11.6
高速房地产	147,555.00	-5.3	114,923.68	6.93	7,401.33	-55.49
河南省交通科研院	14,229.72	16.31	11,147.56	4.38	451.94	-47.48
新乡银行	1,724,455.96	21.91	162,502.14	33.65	23,463.08	8.01
开封商行	2,006,514.76	30.7	142,608.60	15.95	19,622.43	47.54

资料来源: 公司公告

#### 4.4 《收费公路管理条例》修正意见稿透出政策暖意

重要变化: 免费政策影响将以延长收费年限等方式予以补偿, 收费标准明确区分政府还贷与经营性公路; 提出经营性公路合理回报的确定办法“上海银行间市场同业拆借利率适当上浮”; 收费期满后公共财政承担养护费用外, 高速公路可根据基本养护需求的原则进行收费; 维护经营性公路投资者利益, 吸引社会资本流入, 解决公路建设资金。

### 5、投资建议

预计公司13、14年每股收益分别为0.13元和0.15元, 按照5月14日收盘价2.36元计算, 公司13年和14年每股市盈率分别为18.15倍和15.73倍, 给予“观望”评级。

### 6、风险提示

节假日免费通行政策实施扩大; 国家严格执行经营期限政策; 房地产调控力度加大。

### 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。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。