

扩建工程负面影响将延续到 2011 年

中性 维持评级

分析师: 张秋生 邮箱: zhangqiusheng@chinastock.com.cn 电话: 010-66568728 执业证书编号: S0130200010060

1. 事件

公司今日(2010年3月17日)公布2009年财报: 全年公司实现营业总收入20.06亿元, 同比下降7.22%。实现归属于母公司所有者的净利润6.6亿元, 同比下降15.39%。实现基本每股收益0.446元, 同比下降15.39%。扣除非经常性损益后的基本每股收益0.445元, 同比下降15.67%。

2009年分配方案为拟每10股派息1元(含税), 另以资本公积转增股本, 每10股转增5股。

2. 我们的分析与判断

(1) 路产扩建导致货车通行量负增长。

受外贸进出口未完全复苏及公司泉厦、福泉高速公路扩建工程的影响, 货车流量同比下降。

报告期内, 福泉高速客车按车型收费标准折算的日均车流量为21,020辆, 同比增长5.63%; 货车按计重收费标准折算的日均车流量为11,843辆, 同比下降18.48%;

泉厦高速客车按车型收费标准折算的日均车流量为23,673辆, 同比增长7.94%, 货车按计重收费标准折算的日均车流量为14,386辆, 同比下降11.52%;

罗宁高速客车按车型收费标准折算的日均车流量为10,105辆, 同比增长10.33%, 货车按计重收费标准折算的日均车流量为11,586辆, 同比增长6.73%。

表1: 公司路产收入变化表

地区	营业收入	营业收入比上年增减(%)
泉厦高速公路	66,671	-5.34
福泉高速公路	115,885	-9.66
罗宁高速公路	18,052	3.11

资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究所

(2) 扩建影响将延续到2011年。

泉厦高速公路扩建工程已于2007年底开始建设, 计划于2010年底基本建成通车。由于子公司福泉公司承担的福泉高速扩建工程已于2007年底开始前期准备工程, 计划于2011年中期基本建成通车。

按照扩建工程的建设进度, 泉厦高速公路扩建工程预计将于2010年底竣工通车。泉厦高速扩建即将进入最后冲刺阶段。同时, 福泉高速扩建工程也相继进入路面施工阶段, 2010年下半年, 福泉高速也将进入引导性分流阶段。届时, 泉厦高速公路将具有双向8车道的通行能力, 车流量将会大幅增长。但同期福泉高速扩建过程正进入扩建关键期, 由此形成了两条路段通行能力不匹配的问题, 因此, 2010年后期应采取更为有力的交通管制措施, 有效推进福泉高速扩建工程。

(3) “浦南公司” 股权，待越过盈亏平衡点后再收购对上市公司更有利。

南平浦南高速公路有限责任公司 (“浦南公司”)，注册资本 6,000 万元，本公司持有 29.78% 股份，主营业务为浦城至南平高速公路的经营管理，包括收费、养护、车辆施救等业务。浦南高速公路 2008 年 12 月建成通车，截至 2009 年 12 月 31 日，公司总资产 972,183 万元，净资产 293,336 万元，2009 年实现营业收入 26,820 万元，净利润 -21,291 万元。2009 年公司对浦南公司实现长期股权投资亏损 6,340.47 万元。

公司股权分置改革时控股股东承诺：在“浦南高速” 通车时将所持有浦南高速公司的部分股权转让给公司，以支持公司控股浦南高速公司。浦南高速公司目前的股权结构为：福建省高速公路有限责任公司持股 57.55%，福建高速公司持股 29.78%，福建省南平市高速公路有限责任公司持股 12.67%。

我们认为，公司对浦南公司进一步的股权收购应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负担；其次，公司目前正处于路产扩建阶段，巨额资本支出将导致公司财务费用负担沉重。

(4) 在“黎明前的黑暗时期” 投资福建高速更为适宜。

2009~2011 年是福建高速路产扩建的施工阶段，在此阶段，公司资本投入巨大，通行费及业绩明显下滑，分红能力也处于低谷，最重要的是，在这个阶段，缺乏业绩支撑的公司股价也将一路下滑。

我们认为，2011 年，公司路产扩建将进入最后阶段，公司股价以及业绩都处于“黎明前的黑暗时期”，此时投资福建高速，将能以较低的投资成本分享扩建完成之后带来的业绩“反弹” 和股价恢复性上涨收益。

3. 投资建议

公司 2010-2011 年的 EPS 预测为 0.446、0.430 和 0.420 元。2010 年 3 月 16 日公司二级市场收盘价 7.45 元，动态市盈率分别为 16.7、17.33 和 17.73 倍，投资建议为“中性”。建议在公司路产扩建施工的中后期（2011 年下半年），即“黎明前的黑暗” 时期择机建仓（增仓）福建高速。

表 2: 财务预测摘要

财务和估值数据摘要	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
单位:百万元						
营业收入	1434.65	1777.41	2162.17	2006.09	1885.72	1848.01
增长率(%)	13.20%	23.89%	21.65%	-7.22%	-6.00%	-2.00%
归属母公司股东净利润	483.02	625.94	780.44	660.31	636.62	621.8
增长率(%)	15.86%	29.59%	24.68%	-15.39%	-3.54%	-2.29%
每股收益(EPS)	0.326	0.423	0.527	0.446	0.430	0.420
每股股利(DPS)	0.233	0.250	0.250	0.301	0.265	0.223
销售毛利率	75.34%	76.45%	76.77%	76.00%	76.00%	76.00%
销售净利率	44.12%	45.96%	47.73%	47.35%	44.26%	38.05%
净资产收益率(ROE)	14.45%	17.40%	19.88%	17.75%	15.88%	13.34%
投入资本回报率(ROIC)	14.77%	18.03%	21.77%	14.87%	12.43%	7.96%
市盈率(P/E)	21.47	16.57	13.29	16.7	17.33	17.73
股息率(分红/股价)	0.033	0.036	0.036	0.043	0.038	0.032

资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

附表：2009~2011 年财务预测表

报表预测	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
利润表						
营业收入	1434.65	1777.41	2162.17	2006.09	1885.72	1848.01
减：营业成本	353.83	418.60	502.19	503.35	473.15	463.69
营业税金及附加	47.63	59.04	71.83	69.67	65.49	64.18
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	59.31	55.75	54.64
财务费用	44.60	27.75	131.83	133.25	205.85	372.95
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
营业利润	941.50	1223.07	1390.41	1326.72	1166.22	978.58
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	1325.72	1165.22	979.58
减：所得税	316.27	409.37	357.61	332.68	292.55	244.40
净利润	632.98	816.95	1031.95	993.04	872.66	735.19
减：少数股东损益	149.96	191.01	251.51	242.02	212.69	179.18
归属母公司股东净利润	483.02	625.94	780.44	660.31	636.62	621.8
资产负债表						
货币资金	-110.18	57.44	-107.87	-209.73	-197.15	-193.20
应收和预付款项	169.83	566.64	732.16	1031.86	1127.69	724.67
存货	1.19	1.43	1.97	1.33	1.77	1.26
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
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4868.49	4838.78	7597.23	12316.02	19034.82	20680.62
无形资产和开发支出	63.20	62.89	62.66	62.49	62.31	62.13
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5273.21	5951.46	9176.00	14086.81	20909.29	22157.33
短期借款	550.00	980.00	2489.34	2733.87	5403.14	7395.53
应付和预收款项	93.31	152.69	60.06	5730.80	8030.91	6030.79
长期借款	344.89	322.62	1551.96	0.00	1714.92	2777.93
负债合计	1062.08	1455.31	4101.37	8464.66	15148.98	16204.26
股本	1479.60	1479.60	1479.60	1479.60	1430.67	1400.34
资本公积	866.76	866.76	783.19	783.19	489.13	306.85
留存收益	995.47	1251.52	1662.06	1967.56	2236.02	2462.20
归属母公司股东权益	3341.83	3597.87	3924.84	4230.34	4155.82	4169.39
少数股东权益	869.30	898.27	1149.78	1391.81	1604.49	1783.67
股东权益合计	4211.13	4496.14	5074.63	5622.15	5760.32	5953.07
负债和股东权益合计	5273.21	5951.46	9176.00	14086.81	20909.29	22157.33

资料来源：公司公告；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