

# 投资 18.56 亿元建新路，未来资金压力进一步扩大

中原高速 (600020) 评级: 中性 (维持)

股价: 3.79 元

跟踪报告

2010年6月7日 星期一

陈柏儒  
证书编号: S0630209080135  
010-59707113  
cbr@longone.com.cn  
公路运输行业

联系人: 顾颖  
021-50586660-8638  
dhresearch@longone.com.cn

### 重要数据

总股本(亿股)	21.40
流通股本(亿股)	12.83
总市值(亿元)	81.12
流通市值(亿元)	48.63

### 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-21.79	-4.08
3 个月	-12.14	11.11
6 个月	6.60	15.27

## 投资要点

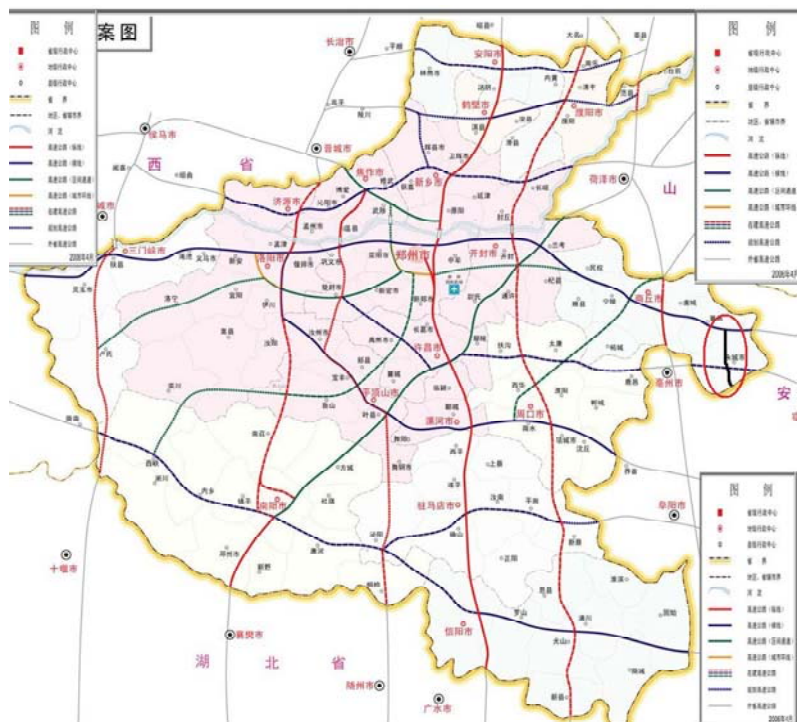
### □ 事件:

中原高速董事会决议: 同意公司投资建设济宁至祁门高速公路连霍高速至永登高速段项目, 计划 2010 年开工, 工期 36 个月。

### □ 点评:

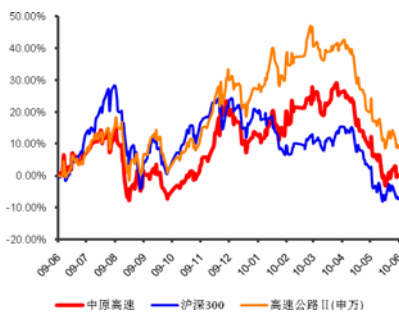
济宁至祁门高速公路连霍高速至永登高速段位于河南省永城市境内, 路线起于薛湖镇李沟崖东北 G30 (连霍高速公路) 上, 顺接济宁至祁门高速公路豫皖省界至连霍高速段终点, 南行经永城市区东侧, 止于侯岭乡柏山集西南侧——本项目路线与 S32 (永登高速公路) 交叉位置, 是山东济宁至安徽祁门高速公路永城境段的重要组成部分, 也是 G30 (连霍高速公路) 和 S32 (永登高速公路) 的重要联络线。全线采用双向 4 车道高速公路建设, 设计速度 120km/h, 路线全长约 41.277 公里, 估算总金额约 18.58 亿元。

图1. 项目所在位置示意图



个股相对上证综指走势图

2009/6/4~2010/6/4



### 相关报告:

1. 《东海证券-中原高速 (600020) 调研简报》 2010/3/29
2. 《东海证券-中原高速 (600020) 诸新建项目将影响公司未来几年业绩》 2010/4/5

资料来源：东海证券研究所

注：图中红色圈内黑线为该项目大致所处位置

该项目拟采用 BOT 运作模式，在预计投资的 18.58 亿元中：中原高速自筹 4.68 亿元（占总投资的 25%）；其余由银行贷款 13.9 亿元（约占总投资的 75%）。公路投入运营后，以收取车辆通行费逐年偿还贷款，并赚取利润作为投资回报。根据中国公路工程咨询集团有限公司出具的评估报告，按照 30 年经营期预计，项目全部投资所得税后财务内部收益率（FIRR）8.68%。

表1. 年度投资计划安排表(单位：万元)

项目名称	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
资本金	10207.32	13609.76	22990.04	46807.13
银行贷款	42000	55000	42000	139000
年度资金投入	52207.32	68609.76	64990.04	185807.13

资料来源：东海证券研究所，公司公告

该项目所属道路跨越山东、河南、安徽三省，向北通达渤海湾经济区与东明—日照高速公路相接，向南至安徽与宁洛高速公路相接，连通长三角、珠三角两大经济圈。项目的建设对完善区域路网结构、促进区域高等级路网的形成，提高整个路网的通行能力，发挥路网整体效益，有着十分重要的意义。

表2. 拟建项目分段特征年交通量预测结果(小客车·辆/日)

特征年	2013	2020	2025	2032	2037	2042
起点~曹楼互通	9,034	17,911	27,952	37,947	40,880	42,965
曹楼互通~赵庄互通	8,746	17,429	26,858	36,942	39,797	41,827
赵庄互通~终点	8,485	17,144	26,849	35,898	38,672	40,645
全线平均	8,828	17,606	27,423	37,195	40,070	42,114

资料来源：东海证券研究所，公司公告

由该项目公里数及预计投资金额估算，每公里造价大概在 4,500 万元左右，近年来随着高速公路建设标准的提高，新建公路单公里造价在逐步提升，每公里大概需要 8,000~9,000 万元，济祁高速永城段项目的价格相对来说较为便宜。就项目本身而言，该项目是河南省内联络线，虽然北段连接连霍高速，但是南段连接的是永登高速，永登高速也是河南省内的联络线，所处地理位置并不是很好，所以待 2013 年通车后，车流量未必会得到很好的保障。再有，济祁高速主体部分在山东和安徽境内，全线贯通后上述两省份受益最多。

公司现有路产近 400 公里，该项目占公司现有路产的比重在 10%。假设路产达到成熟期后日通行量为 30,000 辆，按照双向四车道小车单车收费 0.45 元计算，每年能够达到的营业收入为 2 亿元，占营业收入比重大概也在 10% 再有，按公路行业上市公司 2009 年平均净利率 36% 计算，该路产达到成熟期后能够给公司贡献约 7,200 万元的利润，3 分钱的业绩。所以，不管是从里程数上还

是从业绩贡献角度看，该路产今后对公司业绩影响不大。

到 2013 年前，公司计划再建和改造项目较多，资本支出较大，该项目建设期投资也要持续到 2013 年，而且每年又要新增 4~5 个亿不等的银行贷款，所以对于公司高达 73% 以上的资产负债率和短期内资金压力来说，又是雪上加霜。到 2013 年该项目将致使公司新增银行贷款 13.9 亿元，公司资产负债率将达到 75%，未来几年必将影响公司业绩。维持公司“中性”评级。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

陈柏儒, 高速公路行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业高速公路行业、铁路行业所属上市公司

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122