

# 中原高速(600020)/8.23 元

## 业绩增长稍好于预期, 后期增长不容乐观

文斌  
 86-755-82943201  
 wenbin@ccs.com.cn

非周期性消费品 · 公路

估值区间: 7.55~ 9.21 元

中性 A (维持)

从上市之初的备受冷落到后来的引人注目, 公路的基本面一直在发生着变化, 尽管公司的业绩比我们预期的稍好, 但我们认为后期大量建设项目的陆续开工, 使公司业绩的增长受到压抑...

- 收入增长较快, 但成本增长更快** 即使考虑了改扩建工程在报告期内未开工的因素, 郑漯高速通行费收入 22.7% 的增长也超过了我们的预期 (13%) 约 10 个百分点, 地理位置优越的特点得到了充分的反映; 黄河公路大桥受黄河二桥分流的影响程度基本在预期之内, 通行费收入同比下降了 34%, 超过了 1 亿元, 而不是像公司股票上市之初市场预计的 50% 的下降幅度; 漯驻高速的通行费收入也未出乎预料。但郑漯高速成本 67% 的上升幅度比收入的增长更快, 加上漯驻高速的毛利率本来就比郑漯高速低 5 个百分点, 从而使公司主营利润率下降了 7.37 个百分点。下半年郑漯高速由于扩建工程的实施, 车流量的增长受到影响, 估计增速将下降到 15% 左右, 成本依然保持上半年的水平; 黄河大桥的收入将有所回升, 全年受分流影响的收入下降将为 30% 左右。
- 下半年即将开始的投资项目影响公司业绩的增长** 投资 30 亿的郑漯高速四车道改八车道工程将于下半年开工, 从目前公司的融资情况看, 该资金来源主要靠自有资金和银行贷款, 届时不仅会影响郑漯线车流量的增长速度, 而且还将增加公司财务费用。另外, 投资约 70 亿元的郑石高速公路 (2005 年~2008 年) 和投资约 16 亿元的黄河公路四桥的建设 (2005 年~2008 年) 使公司未来 3 年面临巨大的融资压力, 公司业绩的增长也因此受到抑制。
- 估值及投资建议** 根据我们的预测, 公司 05、06 年的动态 PE 分别为 16 倍和 15 倍, 我们认为公路板块今年的动态 PE 可维持在 15~18 倍, 考虑到公司后续项目的建设风险, 应给予公司一定的风险溢价, 所以我们给予公司股票“中性-A”的投资评级。

上证指数: 1158

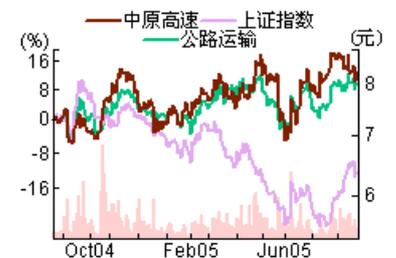
### 股本数据

A 股总股本(万)	105000
流通 A 股(万)	28000
流通市值(亿)	23.05

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	2.33	-5.87
6 个月(%)	5.71	22.31
1 年(%)	12.26	-16.76
52 周波动(元)	6.82-8.92	

### 股价走势



资料来源: 招商证券

### 相关研究

业绩增长稳定, 警惕后期大修费用的增加

08/19/2004

### 主要财务指标

会计年度	123279	142396	162616	182293
主营收入(万元)		15.51%	14.20%	12.10%
同比增长率(%)	77179	82480	88814	92793
营业利润(万元)		6.87%	7.68%	4.48%
同比增长率(%)	51765	54874	58724	61354
净利润(万元)		6.01%	7.01%	4.48%
同比增长率(%)	67.29%	64.46%	63.55%	63.55%
主营利润率(%)	62.61%	57.92%	54.62%	50.90%
营业利润率(%)	41.99%	38.54%	36.11%	33.66%
净利润率(%)	123279	142396	162616	182293

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.49	0.52	0.56	0.58
每股净资产(元)	3.56	4.08	4.64	5.23
净资产收益率(%)	13.85%	14.23%	12.34%	11.56%
每股股息(元)				
股息收益率(%)				
负债率(%)	31.03%	41.21%	45.845	52.45%
P/E(倍)	16.69	15.75	14.72	14.08
P/B(倍)	2.31	2.02	1.77	1.57
EV/EBITDA(倍)				

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。