

福建高速 (600033.SH)

未来 3 年增速将趋缓

卓悦 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-681

eMail: zy16@gf.com.cn

收购罗宁高速价格合理, 将增厚公司业绩

我们预计, 罗宁高速 08 年-10 年实现净利润分别为 5,856 万元、6799 万元和 7301 万元, 增厚 EPS0.039 元、0.046 元和 0.049 元。按此数据测算, 此次收购的 ROE 大约为 9.6%, 虽然略低于福建高速现在路产的收益水平, 但也居中等偏上水平, 收购价格较为合理。

福泉、泉厦高速扩建将影响未来 3 年的业绩

从工期安排来看, 扩建对车流量的影响主要在施工的后期, 福泉、泉厦施工期间有一半路段只有两车道通行的时间分别约为 9 个月和 6 个月, 扩建的不利影响将集中在 09 年以后体现, 预计 09 年后福建高速的业绩将有所下滑。

浦南高速在短期内难以提供正向利润

从长远看, 收购浦南高速有利于福建高速的长远发展, 但从短期看, 新路一般有 1-2 年的培育期, 预计在浦南高速在通车后两年时间内无法盈利。

公司的再融资压力加大

由于扩建、收购路产等项目, 在这两、三年内福建高速需 182 亿元的资金, 公司的融资压力空前加大。在目前贷款利率不断提高的情形下, 福建高速可能会采取如增发、发行可分离债等方式融资, 以降低财务压力。

投资建议和评级: 我们预计 07 年—09 年福建高速的 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元和 0.43 元。综合估值水平以及未来几年福建高速影响业绩的不利因素较多, 我们对其评级为“持有”。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	1,267.30	1,430.09	1722.78	2020.41	2552.55
EBITDA(百万元)	1,002.17	1,173.03	1223.07	1434.48	1723.55
净利润(百万元)	416.90	488.68	605.97	773.86	636.68
净利润增长率	5.56%	17.22%	24%	27.7%	-17.72%
每股收益(元)	0.423	0.330	0.41	0.52	0.43
市盈率	17.32	15.41	23.17	19.05	23.04
市净率	2.24	2.24	2.14	2.02	2.2
EV/EBITDA	8.99	8.11	7.77	6.63	5.52
每股红利(元)	0.35	0.25	0.24	0.3	0.24
股息率(%)	4.78	4.91	2.52	3.06	2.44

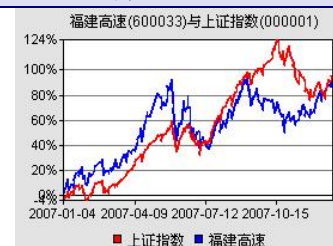
来源: 福建发展高速公路股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	9.80
目标价格(元)	10.50
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.96%	5.56%	93.32%
上证综指	8.23%	-5.03%	97.08%

股票数据

总股本(万股)	147,960.00
流通 A 股(万股)	54,316.50
主要股东:	
	福建省高速公路有限公司
主要股东持股比例	42.58%
流通 A 股比例	36.71%

财务比率

ROE	14.52%
ROA	8.90%
资产负债率	22.66%
每股净资产(元)	2.27

2006 年报数据。

收购罗宁高速增厚公司业绩

作为股改承诺的一部分，07年12月27日福建高速公告拟以61000万元的价格收购大股东持有的罗宁高速100%股权。此前由于罗宁高速属于收费还贷性质，在转让上存在政策障碍。从维护投资者利益角度出发，经过公司的多方努力，交通部同意罗宁高速的转让获得福建省政府层面同意即可，而福建省政府已同意授予罗宁高速约20年的收费期，收购罗宁高速的障碍基本解决，自08年起即可并入福建高速。

根据公司公告内容，罗宁高速03年—06年的车流量分别为10830辆、15822辆、17137辆和20414辆，通行费收入分别为8197万元、11397万元、11744万元和13710万元，车流量和通行费收入的年复合增长率分别为23.5%和18.7%，罗宁高速的资产质量较好。收购罗宁高速后，罗宁高速从2008年起按照经营性公路提取折旧等相关费用（据我们测算，罗宁高速目前负债8亿元，则财务费用大约为5000万左右；养护成本大约在1500—2200万左右；按照车流量测算其年折旧额大约为3000万元）和缴纳所得税（所得税税率按25%计），预计2008年日均车流量将达到27,600万辆/日，全年通行费收入将达到18,216万元，实现净利润5,856万元，则此次收购的ROE大约为9.6%，虽然略低于福建高速现在路产的收益水平，但也居中等偏上水平，收购价格较为合理。

对于罗宁高速的详细分析见06年12月的深度报告。罗宁高速通车时间较久，属于成熟路段，路网效应逐渐减少（03年6月沈海高速福建段全线通车），因而我们预计罗宁高速的车流量仍将维持增长，但增幅有所下降。对罗宁高速的有关预测见下表。

表 1：罗宁高速 2007 年 - 2011 年的利润表预测

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（万元）	13,433	15,840	18,216	20,402	22,442	24,013
营业利润（万元）	8,433	12,568	7,808	9,066	9,735	10,621
利润总额（万元）	8,912	12,568	7,808	9,066	9,735	10,621
净利润（万元）	8,912	12,568	5,856	6,799	7,301	7,965
增厚 EPS（元）			0.039	0.0459	0.049	0.053

数据来源：广发证券发展研究中心

福泉、泉厦高速扩建将影响未来 3 年的业绩

福厦全线由4车道扩建为8车道，扩建里程228.766公里，其中福泉段扩建里程146.872公里，投资估算总金额为100亿元，泉厦段扩建里程全长81.894公里，项目总投资63.723。目前泉厦高速的征地工作基本结束，预计春节过后将正式动工，09年年底竣工。福泉高速的征地工作刚刚启动，预计08年下半年动工，2011年竣工。

根据公司公告，福厦线扩建采用“双侧加宽拼接为主，分离为辅”的方案。从工期安排来看，施工对老路交通的影响主要是在施工的后期。工程前期1-2年期间（福泉是2008年6月-2010年6月，泉厦是2008年1月-2009年4月）主要是软基处理工程、土方工程、与主线分离的路基和桥梁工程等，对老路通车基本没有影响；后期的路面施工、桥梁拼接及桥面铺装阶段、分离式立交改建阶段，将对老路通车造成影响，其中，福泉、泉厦施工期间有一半路段只有两车道通行的时间分别约为9个月和6个月，主要是集中在工期的后期，其余时间基本可保证四车道通行。在两车道通行期间，公司计划将大型、低速货车向国道分流，以最大程度保证客运车辆和小型货车的正常通行，因此，扩建的不利影响将集中在09年以后体现，预计09年后福建高速的业绩将有所下滑。

表 2：工期安排

施工内容	工期安排		分析
	福泉	泉厦	
全线征地拆迁和前期各项准备工作。	2008.6-2008.8	2007.11-2007.12	对车流量没影响
路基加宽填筑及开挖、涵洞接长、桥梁基础及下部施工、各种梁板预制、跨线桥基础和下部施工、互通主线桥及不影响交通的匝道桥及路基施工	2008.9-2009.6	2008.1-2008.9	全线不封闭交通，对车流量影响不大
完成主线路基加宽填筑及开挖，涵洞通道、分离式立交桥改建或重建，进行桥梁上部改造，部分互通立交、排水防护及交通工程。	2009.7-2010.6	2008.10-2009.4	维持通车，但由于某些路段在施工时会部分封闭，从而导致部分车辆改走国道
分段交叉进行的桥梁拼接和路面工程，完成互通立交及排水防护工程。	2010.7-2011.3	2009.5-2009.10	单幅双向通行，对车流量影响最大
交替完成交通工程、沿线设施和景观绿化的施工等。其中分离式路段不受维持交通影响，可全时段施工。	2011.4-2011.6	2009.11-2009.12	基本没影响

数据来源：广发证券发展研究中心收集

其次，由于借款利息在扩建工程施工期间绝大部分可资本化进入工程成本，因此扩建对于公司施工期间的期间费用没有影响。扩建工程竣工后公司的折旧费用、财务费用将增幅较大，公司业绩将受到较大影响。

浦南高速短期内难以提供正利润

在股改时，大股东承诺在浦南高速通车时将其持有的股权转让给福建高速以支持其控股浦南高速。

对于浦南高速的详细分析见06年12月的深度报告。浦南高速南接南平，北接浦城，计划2008年年底竣工，是国家规划的南北走向重点干线天津至汕尾公路的组成部分，是连接安徽、浙江和福建三省的省际干线公路，全长237公里，地理位置比较优越。从长远看，收购浦南高速有利于福建高速的长远发展，但从短期看，新路一般有1-2年的培育期，预计在浦南高速在通车后两年时间内无法盈利，短期内难以向福建高速提供正向利润。

扩建、收购等项目增加公司融资压力

福泉高速扩建需要约163亿元，收购罗宁高速需要6.1亿元，若再考虑拟收购浦南高速需要约13亿元，则在这两、三年内福建高速需182亿元的资金，公司的融资压力空前加大。在目前贷款利率不断提高的情形下，福建高速可能会采取如增发、发行可分离债等方式融资，以降低财务压力。

盈利预测及估值

盈利预测

预测前提：

- 1、福建高速在07年5月实行计重收费后，其第三季度通行费收入同比增加了28%。从其他高速公路公司实施计重收费的效果看，我们预计该政策对业绩增厚的影响将延续到08年上半年；
- 2、罗宁高速自08年1月并入福建高速报表，对罗宁高速的预测见表1；
- 3、福建高速几条路产的收入预测见下表（其中，浦南高速数据来自其工可报告）

表 3：通行费收入预测（单位：元）

	06Y	07F	08F	09F	10F
总通行费收入	1,430,093,750.00	1,722,781,648.02	2,020,413,991.33	2,552,549,254.57	2,479,465,421.37
福泉高速	905,841,612.00	1,077,951,518.28	1,239,644,246.02	1,301,626,458.32	1,106,382,489.57
增速	0.15	0.19	0.15	0.05	(0.15)

泉厦高速	524,252,138.00	644,830,129.74	722,209,745.31	577,767,796.25	647,099,931.80
增速	0.09	0.23	0.12	(0.20)	0.12
浦南高速	0.00	0.00	0.00	605,165,000.00	652,973,000.00
罗宁高速			58,560,000.00	67,990,000.00	73,010,000.00

数据来源：广发证券发展研究中心

4、08年起所得税率为25%。由于扩建等项目相继实施将导致福建高速的财务压力骤然加大，在不考虑增发等融资方式时，福建高速近3年的财务费用将显著增加；

5、盈利预测简表

表 4：盈利预测（单位：元）

	2006 年报	2007E	2008E	2009E
一、主营业务收入	1,430,093,750.90	1,722,781,648	2,020,413,991	2,552,549,255
减：主营业务成本	348,303,155.86	361,784,146.08	464,695,218.01	1,035,652,900.14
主营业务税金及附加	47,622,121.92	56,851,794.38	66,673,661.71	84,234,125.40
二、主营业务利润	1,034,168,473.12	1,304,145,707.55	1,489,045,111.61	1,432,662,229.02
管理费用	47,093,031.88	51,683,449.44	60,612,419.74	127,627,462.7
财务费用	44,597,055.06	68,911,265.92	121,224,839.5	229,729,432.9
三、营业利润	941,499,125.96	1,183,550,992	1,307,207,852	1,075,305,333
四、利润总额	947,203,104.09	1,183,550,992	1,307,207,852	1,075,305,333
减：所得税	306,259,008.04	390,571,827.4	326,801,963.1	268,826,333.3
减：少数股东损益	152,264,993.53	187,001,056.8	206,538,840.7	169,898,242.7
五、净利润	488,679,102.52	605,978,108	773,867,048.6	636,580,757.4
EPS		0.41	0.52	0.43

数据来源：广发证券发展研究中心

DCF 估值——10.83 元

表 5：有关参数预测

无风险利率	3.66%	T	25.00%
股票 Beta	1	Ka	4.25%
风险溢价	8%	g	1%
Ke	11.66%		
WACC	9.06%		

在假定永续增长率为1%的前提下，运用自由现金模型估算粤高速目前的价值为10.83元。

PE 估值

我们分别选取A股和H股市场的高速公路股的估值水平进行比较，福建高速B的08年的动态市盈率为18.8倍，与同行业估值水平基本相当。

表 6: A 股和 H 股市场的高速公路股的估值水平

	ROE	PB	PE (07)	PE (08)
成渝高速	5.88%	1.65	23.18	20.71
合和基建	12.72%	1.82	12.92	13.07
宁沪高速	8.74%	2.95	24.67	18.92
深高速	8.94%	2.60	25.10	21.13
沪杭甬	14.32%	4.1	22.48	20.39
皖通高速	16.9%	2.13	13.93	16.37
平均值	11.52%	2.54	20.38	18.43
皖通高速	16.9%	2.82	21.96	19.16
山东基建	12.06%	3.99	30.30	24.33
宁沪高速	8.74%	4	34.05	26.03
楚天高速	12.01%	3.46	26.6	20.7
中原高速	13.98%	1.46	----	----
赣粤高速	17.87%	3.65	22.09	20.68
深高速	8.94%	4.2	37.66	34.59
现代投资	10.66%	2.82	21.96	19.16
粤高速 A	8.86%	3.28	22.83	21.62
平均	12.22	3.29	27.18	23.28
福建高速	14.84%	4.11	18.94	22.88

综合估值水平以及未来几年福建高速影响业绩的不利因素较多，我们对其评级为“持有”。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。