

粤高速 A (000429): 外延式扩张受阻, 大修和扩建工程拖累业绩 中性 (维持)

交通运输行业/公路

当前股价: 4.85 元

报告日期: 2009 年 2 月 24 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1113	937	894	882
(+/-)	4.3%	-15.8%	-4.7%	-1.3%
营业利润	793	560	533	599
(+/-)	34.7%	-29.5%	-4.8%	12.4%
归属于母公司的净利润	494	398	408	454
(+/-)	43.6%	-19.3%	2.5%	11.2%
每股收益 (元)	0.39	0.32	0.32	0.36
市盈率 (倍)	12.5	15.3	14.9	13.4

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	125,712/45,957
流通市值 (亿元)	22.29
每股净资产 (元)	2.72
资产负债率 (%)	47.27

股价表现 (最近一年)



天相交通运输组

服务热线 010-66045555

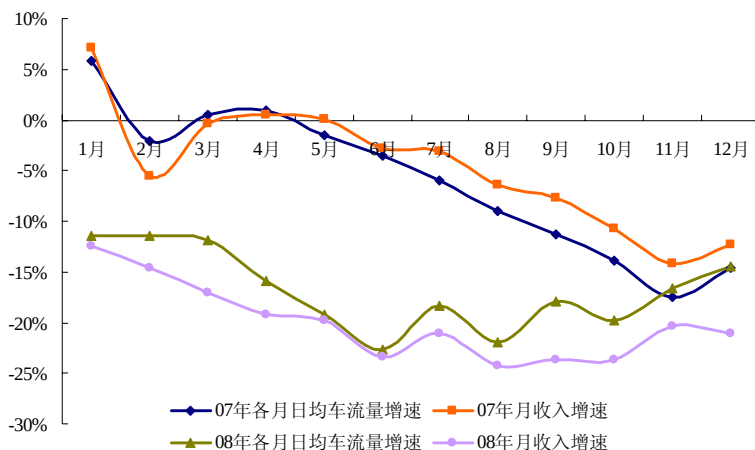
服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示, 公司全年实现营业收入 9.37 亿元, 同比下降 15.8%; 营业利润 5.60 亿元, 同比下降 29.46%; 归属母公司所有者净利润 3.98 亿元, 同比下降 19.33%; 摊薄 EPS 0.32 元, 差于我们前期预测的 0.36 元; 分配预案每 10 股送派现金 1 元 (含税)。
- 公司四季度实现营业收入 2.09 亿元, 同比下降 24.28%, 下降幅度远高于前三季度 13% 的降幅; 四季度实现净利润 4500 万元, 同比下降了 59.02%, 大幅超过了我们的预期。
- **多因素导致通行费收入大幅下降。**我们认为导致通行收入下降的主要原因有: (1) 广佛高速公路扩建以及下半年佛开高速大修是导致通行费收入下降的主要原因之一; (2) 下半年, 国际金融危机对中国经济的影响进一步体现, 公司车流量也受到较大负面影响, 上半年公司通行费收入同比仅下降 9.02%, 下半年公司通行费收入同比下降 17.04%, 下半年通行费收入下降幅度远高于上半年; (3) 绿色通道政策对运输鲜活农产品的车辆免收通行费导致公司通行费收入减少; (4) 受广深高速东莞段单向封闭施工影响, 部分原本走广佛高速公路的车辆改走江中高速。
- **投资收益低于预期。**公司投资收益主要来源参股省内多条高速公路, 公司 08 年实现投资收益 2.54 亿元, 同比下降 2.11%, 低于我们之前预期 2.94 亿元, 主要原因是由于随着金融危机对实体经济的影响逐步加深, 参股路段的车流量受经济增速放缓影响, 导致通行费收入不达预期。
- **外延式扩张受阻。**公司计划向其控股股东广东省交通集团有限公司的全资子公司广东省高速公路有限公司 (“省高速”) 发行 A 股股票, 收购省高速持有的广州深佛公司 (主要资产深汕西高速公路) 100% 的股权。但是根据 9 月份交通部颁布的《收费公路权益转让办法》和《关于加强收费公路权益转让管理有关问题的通知》, 公司不能通过定向增发收购有财政资金投入的经营性高速公路, 公司已经于 2008 年 10 月底终止了定向增发收购深佛公司的议案。
- **期间费用率提高 5.6 个百分点。**公司期间费用由财务费用以及管理费用构成, 08 年公司财务费用率为 23.39%, 比去年同

期增加 5.6 个百分点，主要原因有：（1）由于广佛扩建、佛开大修以及投资康大、赣康等项目，公司资本支出大幅增加，导致公司长期借款由 07 年末 9.88 亿元增加到 08 年末的 23.48 亿元，增幅高达 137.65%，导致公司财务费用大幅提升，同比增长 16.14% 达到 1.18 亿元，08 年下半年央行多次下调存贷款准备金率，大幅缓解了公司的财务成本压力；（2）由于重大资产重组及差旅费用增加，08 年公司管理费用同比增加 5.03% 达到 1.01 亿元。

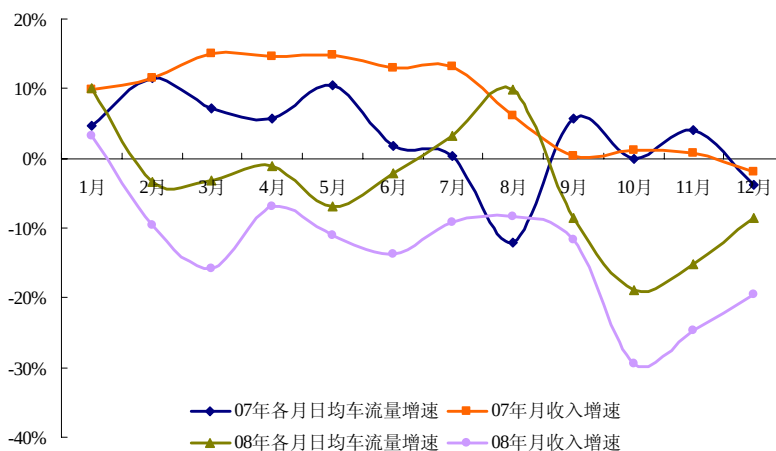
- **暂时维持公司中性评级。**预计公司 2009-2010 年的摊薄每股收益为 0.32 元、0.36 元，对应 2009 年、2010 年动态市盈率为 15.2 倍、13.5 倍，估值略高于行业平均水平，且公司将持续受到扩建、大修等短期负面影响，我们暂时维持公司“中性”评级，考虑到广佛和佛开高速扩建完成后车流量将会大幅增长，公司业绩将会大幅改善，我们将根据工程进度调整公司评级。

图表 1: 广佛高速车流量及通行费收入同比增速



资料来源：公司网站、天相投顾整理

图表 2: 佛开高速车流量及通行费收入同比增速



资料来源：公司网站、天相投顾整理

图表 3：粤高速盈利预测（万元）

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	111,318	93,728	89,352	88,227
营业收入增长（%）	4.31%	-15.80%	-4.67%	-1.26%
主营业务毛利率（%）	69.67%	59.15%	58.49%	62.05%
二、营业总成本	57,204	63,244	60,800	55,050
其中：主营业务成本	33,764	38,291	37,092	33,485
营业税金及附加	3,648	3,066	2,922	2,885
资产减值损失	815	32	0	0
期间费用	19,792	21,919	20,786	18,680
其中：销售费用	0	0	0	0
管理费用	9,610	10,094	8,488	8,382
财务费用	10,182	11,825	12,298	10,298
期间费用率（%）	17.78%	23.39%	23.26%	21.17%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	26,024	25,473	24,741	26,720
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	79,323	55,957	53,293	59,898
营业利润增长（%）	34.67%	-29.46%	-4.76%	12.39%
营业利润率（%）	71.26%	59.70%	59.64%	67.89%
加：营业外收入	339	425	0	0
减：营业外支出	5,526	3,591	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	3,178	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	74,135	52,791	53,293	59,898
利润总额增长（%）	26.11%	-28.79%	0.95%	12.39%
减：所得税	15,086	6,504	7,138	8,294
实际所得税率（%）	20.35%	12.32%	13.39%	13.85%
五、净利润	59,050	46,287	46,155	51,603
净利润增长（%）	35.56%	-21.61%	-0.29%	11.81%
其中：归属母公司所有者净利润	49,366	39,826	40,801	45,383
母公司净利润增长（%）	43.58%	-19.33%	2.45%	11.23%
净利润率（%）	44.35%	42.49%	45.66%	51.44%
少数股东损益	9,683	6,461	5,353	6,221
摊薄每股收益（元/股）	0.39	0.32	0.32	0.36

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002