



上市公司调研简报

交通运输—高速公路

买入 维持

赣粤高速（600269）

2009 年 03 月 16 日

分流压力存在，仍具投资价值

3 月 13 日收盘价：8.41 元，当前合理估值：10.50 元

交通运输行业高级分析师：马 婴
maying@htsec.com
021-23219408

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣
ymniu@htsec.com
021-23219420

交通运输行业助理分析师：钱列飞
qianlf@htsec.com
021-23219104

上周我们调研了赣粤高速，公司董秘熊长水先生与我们进行了交流，内容主要涉及：

- （1） 周边路产的分流影响；
- （2） 拟建的昌奉（南昌—奉新）高速的相关情况；
- （3） 路产的维修养护情况；
- （4） 公司未来资本开支等。

座谈会后，我们雇车实地考察了昌九高速、昌樟高速、南昌西外环高速、105 国道的车流和路况，具体行程包括：

- （1） 在南昌市新建境内上昌九高速，行至距新祺周收费站 2KM 处，停车观察车流；
- （2） 由新祺周收费站出口折回，往湾里方向上南昌西外环高速，距生米收费站 1KM 处停车观察车流；
- （3） 沿昌樟高速往南行驶，行至距梅林收费站 1KM 处，停车观察车流；
- （4） 于梅林收费站下高速，在丰城境内上 105 国道，回南昌市区。

表 1 公司目前路产基本情况

路产名称	公司拥有权益（%）	里程（KM）	车道数目	收费经营期
昌九高速	100.00	137.6	4	1998—2027
昌樟（含昌傅）高速	100.00	103.4	4	1998—2027
昌泰高速	76.67	148.1	4	2003—2033
九景高速	100.00	133.6	4	2006.6—2031
温厚高速	100.00	35.5	4	2006.6—2028
银三角互通立交	100.00	12.1	-	1998—2027

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们的分析与评论：

1. 关于武吉高速、济广高速、南昌西外环高速、105 国道对公司旗下路产平行路段的分流影响。公司旗下的昌九高速（137.6 公里）、昌樟（含昌傅）高速（103.4 公里）与昌泰高速（148.1 公里），连同南面的泰赣高速（128.0 公里）、赣定高速（126.8 公里），共同构成了江西省境内纵贯南北的一条交通大要道，主要承接区域内及南北方向跨省车流。根据 08 年中报披露数据，公司南北走向的公路（包括银三角互通立交）贡献了约 84% 的通行费收入。公司估计路产车流中 40% 左右为过境车，而其中多数为货车。我们这次实地考察了昌九、昌樟部分路段的车流情况，情况基本与公司所述相符，货车特别是大型货车所占比例较高，昌樟高速上行驶的货车比例犹胜，沿途货车多挂粤、皖、鲁、豫等地车牌，当地车辆多见南昌、九江、吉安、赣州牌照。公司通行费收入大部分来源于南北方向路产，投资者比较关心公司经营路段目前或未来可能的分流情况。

A. 武吉高速的分流影响：

武吉高速在江西境内起于赣西北的武宁，南与昌泰高速接于吉安，已于 2008 年 8 月 23 日全线通车，是大广线在江西境内的一部分，与赣粤公司下属的昌九、昌樟（昌傅）、昌泰高速基本平行。

武吉高速北向延伸线与湖北省的黄石相接，可由武黄高速至武汉，或经麻城至河南境内。大广高速湖北段包括三个项目：麻城至浠水段（147 公里）、鄂东长江公路大桥（13 公里）、黄石至通山段（107 公里），目前均处于建设中，预计将于 2011 年全线竣工。大广高速湖北段全线贯通后，该线将主要承担湖北东部、河南东部往江西吉安、赣州和广东方向的车流，我们此次上路调研发现，存在少量挂“豫”“鄂”牌的车辆，未来大广高速湖北段通车后，这部分车流存在被分流的可能，但由于比例较低，预计影响有限。

图 1 武吉高速走向示意图



资料来源：海通证券研究所

B. 济广高速的分流影响：

国家高速公路网第四纵——济广高速在江西境内长 640 多公里，始于赣、皖两省交界处的桃墅岭，途经景德镇、鹰潭、瑞金、寻乌等地，终于赣、粤两省交界处的牛埃石。济广高速江西段由北至南依次包括安景高速南段、景鹰高速、鹰瑞高速和瑞寻高速，与昌九、昌樟（昌傅）、昌泰、泰赣和赣定高速平行。

景鹰、安景高速已分别于 2007 年 11 月和 2008 年 10 月建成通车；鹰瑞高速去年 6 月 30 日开工建设，预计于 2010 年 9 月贯通；而瑞寻高速最快将于今年内开工建设，2012 年左右建成通车。济广高速广东境内平远至兴宁（98.138 公里）段今年将立项，梅州市政府计划年内开工建设，预计也将于 2012 年左右通车。预计至 2012 年，江西省内将有三条纵贯南北的通道，从西至东依次为：（1）大广高速；（2）赣粤高速（昌九高速—昌樟高速—昌泰高速—泰赣高速—赣定高速）；（3）济广高速。

赣粤公司南北向路产位于通道（2）上，该通道北面有两条进入安徽省的高速公路通道，第一条是沿湖北省境内的黄黄高速，接高界高速，进入安徽省；第二条是由九江经由公司旗下的九景高速，于湖口县沿沿湖高速进入安徽省境内。目

前澎湖高速项目正在建设之中，湖口至安徽境内东至段预计于 2011 年建成通车后，届时将成为另一条沟通皖赣两省的重要通道，并将与济广高速交汇于东至。随着去年 10 月安景高速的建成通车，目前北面南下的车辆亦可通过济广线进入江西省境内，但目前济广高速江西段尚未全线通车。目前，安徽东南部车辆亦可通过景婺黄高速进入江西境内，并与九景高速和景鹰高速实现连接。

江西南面，未来可有 3 条高速通道进入广东境内，分别是：大广高速、赣粤高速和济广高速（见图 3）。

图 2 由安徽进入江西境内的高速通道



资料来源：海通证券研究所

图 3 由江西进入广东境内的高速通道



资料来源：海通证券研究所

如果从安徽省安庆经江西省到达珠三角经济圈境内通道（2）和（3）的交汇处——河源市，我们可以简单测算一下分别的里程：

使用通道（2）：由安庆出发，沿合安高速经高界高速、黄黄高速（包括支线）至九江约 210 公里，通道（2）在江西省境内全长约 644 公里，广东境内河源至和平段 136 公里，合计约 990 公里；若改由安庆沿安景高速至东至，再由东至沿澎湖高速、九景高速至九江，则全程可缩短至 940 公里

使用通道（3）：由安庆出发，沿济广线到达赣、粤两省交界的寻乌，全程约 712 公里，平远至兴宁约 98 公里，龙川至兴宁约 64 公里，河源至龙川高速长 47 公里，合计约 920 公里，较通道（2）短分别短约 70 公里和 20 公里。

但是如果目的地为广州周边，通道（2）可由江西境内龙南上大广高速，将比通道（3）节省约 100 多公里。根据规划，大广高速广赣段预计 2010 年建成通车。

结论：预计济广高速江西和广东段全线建成通车后，原由山东、安徽至广东河源、梅州、汕头等地车流可能会被分流，而往珠三角经济圈（包括广州、佛山、东莞、中山、深圳、惠州、肇庆、江门等）方向的车流，由于可借道广赣高速（大广高速广东段），在里程上更具优势，分流可能性较小。

C. 南昌西外环高速分流影响：

南昌西外环高速于 2007 年 1 月 16 日正式通车，起于昌北机场高速公路与昌九高速公路交汇处，沿线经过新建县乐化镇、南昌经济技术开发区蛟桥镇、湾里区招贤镇以及新建县的望城、石埠镇，终于新建县生米镇乌鸡口陈家，与昌樟高速公路相接，全长 40.989 公里，与昌九（机场高速交汇处）至昌樟（K14+200 处）平行。

我们实地考察发现，西外环高速车流量明显少于昌九和昌樟高速，我们询问了赣粤公司及当地司机，总结下来，可能的原因有：（1）西外环高速比昌九、昌樟长 6 至 7 公里，虽然与它平行的昌九、昌樟部分路段上有 2 个收费站点，但总的计费里程要比西外环高速少 5 公里，相较西外环高速总里程相当于少掉 11 至 12 公里；（2）目前司机对西外环高速仍不是很熟悉；（3）与西外环高速平行的昌九、昌樟路段离南昌市较近，受南昌经济辐射更直接，小车比例较多，而且多是本地车流，我们在生米收费站附近的昌樟高速上（距南昌市区约 30 公里处）以及昌樟高速梅林出口（距南昌市区约 60 公里处）分别进行了车流结构的统计，发现两处的客货车比例差异巨大，由于距南昌市区更近，生米收费站附近的客车（主要为小车），特别是本地车，占比要远高于梅林收费站口。因此，西外环高速对公司路产的分流影响较小。

图4 南昌西外环高速走向示意图



资料来源：海通证券研究所

D. 105 国道分流影响：

105 国道江西段起于九江，止于信丰，长约 687 公里，与昌九、昌樟（昌傅）、昌泰、泰赣、赣定高速平行。

我们此次实地调研过程中，从昌樟高速梅林收费站出口下，于丰城境内上 105 国道，沿途查看了 105 国道丰城及以北路段的路况和车流。我们发现，进丰城和丰城市内的 105 国道路况不佳，路面比较颠簸，人车混织，道路沿线叉口众多，民宅等房屋离道路距离较近，道路显得比较拥挤，多见摩托、小车，货车很少，而且重型货车基本不可能行驶。出丰城市中心往广福镇方向的路况较好，但是 105 国道上包括广福段在内的沿线部分路段在修整，路况较差，有部分在进行沥青、水泥的加铺工程，只能单幅通行，目前通行状况不是很好，但已施工完成的路段行驶条件较好，我们所雇的小车行驶均速为 60-80 公里/小时。四川省于 2009 年 2 月 21 日零时起撤销了 83 个政府还贷二级公路收费站点，与公司路产平行路段上丰城收费站、吉安河东收费站、泰和收费站被撤销后，一旦 105 国道施工路段全部完工，对小车会造成一定的分流，而大型货车的分流影响较小，因为 105 国道为 2 车道，较为拥挤，不适合大型货车通行，而且根据我们与当地司机的沟通，他们认为大型货车对取消十几元的二级公路通行费并不敏感。

E. 昌九城际铁路分流影响：

昌九城际铁路于 2007 年 6 月 28 日开工，预计今年年底建成通车，路线全长 131.27 公里，共设九江、庐山、德安、共青城、永修、乐化、南昌等 7 个车站，与昌九高速平行。

昌九城铁通车后，南昌至九江可 40 分钟到达，根据江西省地方铁路建设集团公司公布的《南昌至九江城际轨道交通项目招商引资》报告中的运量预测，按市场客运价每人每公里 0.30 元推算，昌九城际铁路的票价约为 40 元左右。目前南昌至九江铁路全程 1 小时 27 分钟，分 7 类座位，平均票价为 47 元。南昌客运北站发往九江的客运班车每半小时一班，全程耗时 1.4 小时，平时票价为 35 元。昌九城铁开通后对时间敏感的旅客会造成一定分流，但公路客运票价具备一定优势，而且考虑到昌九多过境车流量；乘坐火车需提前进站占用时间；南昌共有 5 个不同的客运站，与昌九城铁仅在昌北设站相比，居民出行更为便捷等因素，我们预计分流影响有限。

2. 昌奉（南昌至奉新）高速计划于 09 年 8 月初开工，具备路网位置优势。3 月 4 日，公司董事会决议通过了新建昌奉高速的议案，预计将于今年 8 月初开工建设。昌奉高速属于地方加密高速公路，位于江西省新建县、安义县、靖安县和奉新县境内，始于南昌市西外环高速公路新建县望城青西附近，起点设置南昌西枢纽互通立交，终点在奉新互通，是中部地区与东部的快速通道即杭州-德兴-南昌-铜鼓-浏阳-长沙-益阳-重庆中的一段，已纳入交通部组织编制的《中部地区崛起公路水路交通发展规划》。

据公司介绍，在选择项目时，公司首先考虑的是项目的回报率，并力求与现有路网配套，以方便管理和节省费用，公司表示比较看好此路段未来的盈利情况。中西部地区原材料、资源丰富，人力成本低廉，预计杭州至重庆这条快速通道在承接东部发达地区向内陆的产业转移中将起重要作用。而且从南昌沿奉新、铜鼓、浏阳至长沙从里程上来看，要比现有的沪昆

高速南昌至长沙段缩短 107 公里。经由这条通道从杭州过境江西至长沙要比走北面通道（图 1 中水绿色标注）和南面通道（图 1 中蓝色标注）分别缩短 180 公里和 140 公里。公司预计，昌奉段最快于 2010 年底或 2011 年上半年可完工。未来公司可能计划参与昌奉往西至铜鼓路段的建设。我们从其他途径了解到，南昌东面的德兴至南昌高速段将于今年 6 月开工建设。

图 5 杭州-南昌-长沙通道示意图



资料来源：海通证券研究所

3. 九景高速年内正式进行全路段技改，其他路产未来两三年无大修计划。2004 年公司开始昌九高速试验路的技改，2007 年 9 月份全路段技改完成。技改提升了公路的技术等级和通行性能，降低了公司的养护成本。公司去年开始九景高速试验路的技改，今年将全面铺开，概算投资金额约 9 亿元。时间安排上计划由三年分期分段完成调整为今年一年完成，公司表示，主要是为了节省改造成本，缩短施工时间，降低对车流的负面影响。在施工期间，公司计划采取单幅作业的方式，整个路段划分标段，一般作业面 2 至 2.5 公里，封闭进行。我们相信，公司之前昌九和九景试验段的技改为有效组织交通、疏导车流积累了丰富经验，而且与九景高速平行的是一条省道，通行条件较差，预计九景技改对车流的分流影响很小。根据公司的计划，未来两三年公司九景高速之外的其余路产无大修计划。

4. 今明两年公司面临较大规模资本开支。3 月 4 日，公司公告了总计约人民币 31 亿元的两个投资项目，包括昌奉高速项目（概算投资 17.96 亿元，单公里造价 5040.87 万元）、澎湖高速二期工程（概算投资 4.04 亿元，单公里造价 3364.57 万元）和九景技改项目（概算投资 8.99 亿元，折合双幅单公里经济指标 725.38 万元），加上已于去年 10 月开工建设，概算总投资 16.26 亿元的澎湖高速一期工程，今明两年公司面临不小的资金压力，估计将达到 30 亿元。根据工程资金支付进度，2010 年公司资本开支将迎来高峰。

除使用自有资金外，公司将积极开拓外部融资渠道，充分利用当前融资成本较低的市场环境。去年 4 月和 11 月公司分别通过了《关于公司使用中期票据融资的议案》、《关于申请短期信用融资的议案》，拟分期发行不低于 15 亿元的中期票据和累计余额不超过 12 亿元的短期银行贷款或银行承兑汇报的方式来筹集资金，此外公司还计划在今年发行一定数量的短期融资券。随着未来几个项目的陆续完工，预计 2011 年开始，公司折旧将有明显增加。公司为降低融资成本，多以中短期融资的方式筹集建设资金，但我们认为，分期发行安排以及每年可预期的 10 多亿的经营活动现金净流入，将有效缓解公司偿付压力。

5. 盈利预测与投资建议。结合此次的调研情况，我们调整了公司的盈利预测和估值假设：

- (1) 结合前述对路产分流影响的讨论，出于谨慎原则，我们调低了 2012 年及之后部分路产的车流量预测，但未考虑澎湖高速通车后对公司通行费收入的影响。预计 2008 年-2010 年公司通行费收入同比增长 3.47%、6.34%和 4.98%，营业收入同比增长 4.17%、6.75%和 5.57%；
- (2) 2008 年公司收到 22966.5 万元财政补贴，在对 2009 年和 2010 年业绩进行预测时，我们未予考虑；
- (3) 公司于 2009 年 1 月 20 日被认定为高新技术企业，有效期为 3 年（自 2008 年 12 月 2 日至 12 月 1 日），优惠税率为 15%。

基于上述假设，我们预计 2008 年 -2011 年公司 EPS 分别为 0.99 元、0.85 元和 0.89 元。根据 DCF 估值模型，公司合理价值为 10.50 元，对应于 2009 年动态市盈率 12.4 倍，维持“买入”的投资评级。

表 2 部分高速公路上市公司相对估值及分红收益率情况

	收盘价		2007	P/E(x)		P/B(x)	EV/EBITDA(x)		分红收益率
	2009-3-13	货币		2008E	2009E		2008E	2009E	2007
A 股公司									
赣粤高速	8.67	CNY	8.96	8.49	9.90	1.50	6.94	6.97	2.73%
山东高速	4.79	CNY	13.84	12.22	10.64	1.70	7.68	6.96	3.26%
深高速	5.08	CNY	16.44	18.88	20.40	1.42	18.12	15.04	3.15%
宁沪高速	5.54	CNY	17.43	17.24	16.54	1.75	8.73	5.53	4.87%
楚天高速	4.55	CNY	15.82	12.89	12.79	1.69	7.72	6.49	3.52%
福建高速	5.80	CNY	13.71	10.70	13.55	1.99	8.02	9.63	4.31%
皖通高速	4.57	CNY	14.65	10.96	11.67	1.52	7.83	8.14	4.38%
均值			14.41	13.05	13.64	1.65	9.29	8.39	3.75%
H 股公司									
宁沪高速	5.36	HKD	16.24	16.29	14.93	1.83	10.06	9.66	5.04%
深圳高速	2.52	HKD	8.13	9.88	10.24	0.74	19.24	16.23	6.34%
四川成渝	1.28	HKD	6.74	5.95	5.38	0.52	3.63	3.47	3.12%
沪杭甬	5.22	HKD	9.32	12.64	13.70	1.75	3.76	3.87	5.94%
皖通高速	3.33	HKD	3.35	13.18	12.86	1.54	6.35	6.06	6.00%
均值			8.76	11.59	11.42	1.28	8.61	7.86	5.29%

资料来源：海通证券研究所，Bloomberg

附录：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2007	2008E	2009E	2010E
P/E	9.02	8.55	9.97	9.50
P/B	1.57	1.51	1.36	1.22
P/S	4.01	3.85	3.60	3.41
EV/EBITDA	7.80	6.98	7.01	6.85

偿债能力指标	2007	2008E	2009E	2010E
资产负债比率	71.64	56.30	69.46	93.23
借款/股东权益	14.82	15.63	26.84	41.36
已获利息倍数	7.52	9.24	9.28	10.29
流动比率	0.39	1.40	1.86	2.68
速动比率	0.25	1.36	1.81	2.63
现金比率	0.56	1.14	1.11	1.13

盈利能力指标	2007	2008E	2009E	2010E
毛利率	70.40	69.02	64.33	63.36
息税摊销折旧利润率	76.03	73.88	70.96	70.35
净利润率	44.43	44.98	36.12	35.93
净资产收益率	17.44	17.66	13.62	12.86
资产回报率	15.21	14.76	11.75	11.31
投资回报率	15.34	14.88	10.86	9.28

经营效率指标（%）	2007	2008E	2009E	2010E
应收帐款周转率	13.32	13.63	13.94	14.02
存货周转率	198.78	105.70	22.96	23.50
总资产周转率	21.45	21.02	20.56	20.13
固定资产周转率	25.62	26.26	28.60	30.86

盈利增长（%）	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入增长率	33.46	4.17	6.75	5.57
主营利润增长率	48.40	1.98	-0.90	3.88
EBIT 增长率	49.23	1.36	-1.34	3.78
EBITDA 增长率	42.48	1.23	2.54	4.66
净利润增长率	32.86	5.77	-14.27	5.01

利润表（万元）	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	246814	257117	274483	289759
主营业务成本	73046	79662	97919	106176
主营业务利润	165066	168328	166820	173296
营业费用	1150	900	961	1014
管理费用	7952	8228	8783	9272
利润总额	154134	163256	139966	146985
EBIT	156867	159000	156876	162810
折旧摊销	30778	30959	37906	41048
EBITDA	187646	189959	194781	203858
投资收益	856	0	0	0
其他营业外收入	26672	22967	0	0
所得税	35289	37549	32192	33806
少数股东损益	9186	10057	8622	9054
净利润	118845	125707	107774	113178
毛利率	70.40	69.02	64.33	63.36
每股收益	0.94	0.99	0.85	0.89

资产负债表（万元）	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	56788	175339	245761	374795
应收款项	15914	17999	19284	20559
存货	41015	5766	6726	7139
流动资产	116823	201032	273848	404735
固定资产	988485	969888	949600	928219
总资产	1160422	1285674	1384187	1494799
应付帐款	32358	33425	35683	37669
长期借款	30000	50000	150000	300000
长期负债	186888	320000	420000	570000
总负债	484354	463087	567388	721200
少数股东权益	47366	49102	54587	60723
股东权益	676068	703799	782414	870365
每股净资产	100186	230000	330000	480000

现金流量表（万元）	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	109659	115651	99152	104124
折旧摊销	30778	30959	37906	41048
营运资金变动	99503	7915	-1907	-1959
经营活动现金流	165224	162883	163325	171159
固定资产投资	50512	-18597	-20288	-21381
无形资产投资	-167	0	0	0
资本支出	0	15010	61921	18966
投资活动现金流	-96327	-101861	-99841	-97711
公司自由现金流	52228	129777	97990	148704
股权自由现金流	52228	239591	197990	298704
债务变化	51027	129814	100000	150000
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-83584	57529	6938	55586
现金净流量	-14687	118550	70423	129034
每股经营性现金流	1.41	1.39	1.40	1.47

信息披露

分析师负责的股票研究范围

马 婴：交通运输行业高级分析师

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：上海机场、白云机场、深圳机场、南方航空、东方航空、上海航空、大秦铁路、中国国航、上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、楚天高速、皖通高速、赣粤高速。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。