

赣粤高速 (600269)

公路中的估值洼地

--赣粤高速 2008 年报点评

林园远 孙丽萍
 021-38676654 010-59312823
 Linyuanyuan@gtjas.com Sunliping@gtjas.com

本报告导读:

不考政府补贴, 09-10年EPS为0.84、0.86元,
 DCF12.44元。估值洼地给予谨慎增持评级, 目标
 价11元。

投资要点:

- **08 年业绩增长略超预期:** 2008 年, 公司实现营业收入 30.86 亿, 营业利润 12.43 亿, 每股盈利 0.94 元, 同比分别增长 19.4%、-7.97%、1.75%。其中政府补贴 2.29 亿, 占利润总额的 15.67%, 扣除这部分收益后, 公司 EPS0.77 元, 对应 PE 为 12 倍, 估值较低。
- **收益区域经济增长及产业转移, 四季度运营数据恢复良好:** 年内, 受雨雪冰冻灾害及金融危机的影响, 一、三季度公司车流量及收费水平趋缓显著, 但受益于江西自身的经济发展及产业转移的效益, 11-12 月期间公司主要路段的车流量恢复良好。截至年底, 公司录得通行费收入 22.86 亿, 同比增长 3.81%。
- **预计 09 年公司主要路段车流量依然可能保持增长:** 昌九、昌樟靠近南昌, 受益其内生增长, 预计 09 年车流量增长可能有 3%、2% 的增长; 昌泰高速货车占比较高, 且经过的区域经济较弱, 预计在经济的影响下, 其车流量有可能会出现 2% 的降幅; 九景高速大修将采取单幅操作, 且其国道条件太差, 分流有限, 预计大修对九景高速的影响不大, 车流量依旧有望提升。假设车流量增速 2%。
- **未来分流影响:** 随着省内路网的逐步完善, 未来对公司产生实质分流的为广济高速, 但由于两条高速起点相交, 终点不同, 且赣粤通往深圳是广东经济发达地区, 因此未来分流效应会低于市场预期。而公司新建的彭泽、昌奉高速, 未来则将受益与其周边路网的贯通, 成长可期。
- **业绩预测及评估:** 不考虑新建项目的未来的盈利, 以及政府补贴, 预计 09-10 年 EPS 为 0.84、0.86 元, 对应 PE 在 10 倍左右, 扣除 2.29 亿政府补贴, 对应 PE 为约 12 倍, 处于行业较低水平。WACC 为 7.15% 下, 测算得 DCF 为 12.44 元。给予 11 元目标价, 谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,849	2,468	3,086	2,792	2,846
(+/-)%	41.3%	33.5%	25.0%	-9.5%	1.9%
经营利润 (EBIT)	1,051	1,561	1,452	1,495	1,583
(+/-)%	66.3%	48.5%	-7.0%	3.0%	5.9%
净利润	825	1,077	1,096	985	1,007
(+/-)%	107.0%	30.5%	1.8%	-10.1%	2.3%
每股净收益 (元)	0.71	0.92	0.94	0.84	0.86
每股股利 (元)	0.20	0.23	0.23	0.21	0.21

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营利润率 (%)	56.8%	63.3%	47.1%	53.6%	55.6%
净资产收益率 (%)	15.3%	17.1%	15.3%	19.7%	17.5%
投入资本回报率 (%)	16.8%	19.9%	16.5%	13.0%	12.9%
EV/EBITDA	9.3	6.6	6.9	6.5	6.1
市盈率	13.0	10.0	9.8	10.9	10.7
股息率 (%)	2.2%	2.5%	2.5%	2.2%	2.3%

评级:

谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 11.00

上次预测: ¥ 12.60

当前价格:

¥ 9.52

2009.03.31

交易数据

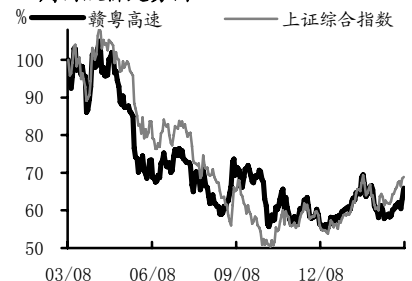
52 周内股价区间 (元)	7.64 ~ 15.35
总市值 (百万元)	11,116
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,168/678
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.58
日均成交量 (百万股)	6.9
日均成交值 (百万元)	67.7

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	7,164.87
每股净资产	6.14
市净率	1.5
净负债率	10.3%

EPS (元)	2008	2009E
Q1	0.142	0.16
Q2	0.213	0.22
Q3	0.294	0.22
Q4	0.290	0.24
全年	0.94	0.84

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9.2	19.2	-34.1
相对指数	-4.8	-11.2	-2.4

相关报告

赣粤高速: 车流量稳定增长, 成本费用
 增速偏快

(08.10.27)

赣粤高速: 稳定增长的行业翘楚, 估值
 偏低

(08.10.13)

模型更新时间: 2009.03.31

股票研究

交通储运业

交通运输辅助业

赣粤高速(600269)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

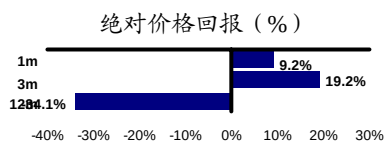
目标价格: ¥11.00

上次预测: ¥12.60

当前价格: ¥9.52

公司网址:

www.jxexpressway.com



52 周价格范围 7.64~15.35
市值 (百万) 11,116

财务预测 (单位: 百万元)

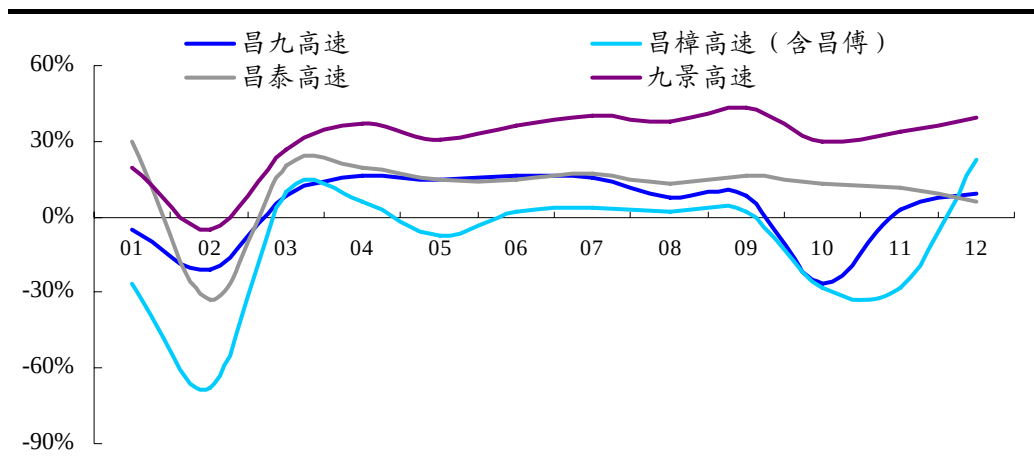
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表										
营业收入	1,849	2,468	3,086	2,792	2,846	2,920	3,035	3,185	3,301	3,405
营业成本	673	825	1,388	1,093	1,065	1,084	1,103	1,143	1,203	1,223
税金及附加	64	94	105	95	101	101	105	111	114	118
营业费用	3	12	6	6	11	12	12	13	13	14
管理费用	88	98	148	126	114	129	131	135	143	146
EBIT	1,051	1,561	1,452	1,495	1,583	1,620	1,710	1,809	1,854	1,930
公允价值变动收益	0	2	-2	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	6	20	23	30	27	28	27	28	28
财务费用	60	211	209	194	251	251	219	189	165	152
营业利润	991	1,350	1,243	1,301	1,332	1,369	1,492	1,620	1,688	1,778
所得税	237	359	275	234	240	246	373	405	304	320
少数股东损益	52	95	95	82	85	87	95	103	108	113
净利润	825	1,077	1,096	985	1,007	1,036	1,024	1,112	1,277	1,345
资产负债表										
货币资金、交易性金融	715	579	510	462	471	483	502	620	1,391	1,407
其他流动资产	547	589	614	509	505	515	529	551	576	589
长期投资	80	85	108	108	108	108	108	108	108	108
固定资产合计	9,380	9,885	9,656	11,150	10,821	10,487	10,148	9,794	9,405	9,011
无形及其他资产	137	135	130	110	98	85	72	60	47	35
资产合计	11,405	11,604	12,169	14,790	15,453	15,129	15,210	15,384	16,378	16,201
流动负债	2,609	2,975	2,223	6,302	5,114	3,214	2,580	1,938	1,970	1,997
长期负债	2,988	1,869	2,236	2,810	3,810	4,510	4,360	4,210	4,060	2,710
股东权益	5,807	6,761	7,711	5,627	6,478	7,355	8,220	9,185	10,298	11,443
投入资本(IC)	6,267	7,832	8,781	11,475	12,275	11,973	11,969	12,007	12,399	12,377
现金流量表										
NOPLAT	827	1,196	1,180	1,226	1,298	1,328	1,283	1,357	1,520	1,583
折旧与摊销	266	308	352	402	436	441	446	462	497	502
流动资金增量	49	11	56	(184)	0	0	0	0	0	0
资本支出	3,949	124	2,388	1,300	1,000	100	500	500	500	100
自由现金流	5,092	1,638	3,975	2,744	2,735	1,870	2,229	2,319	2,517	2,185
经营现金流	3,052	252	1,082	1,720	1,609	1,744	1,809	1,834	1,826	1,899
投资现金流	(3,739)	(305)	(2,770)	(1,265)	(965)	(69)	(467)	(468)	(467)	(67)
融资现金流	1,547	224	1,631	(504)	(635)	(1,663)	(1,323)	(1,248)	(588)	(1,815)
现金流净增加额	860	171	(58)	(49)	9	12	19	118	771	17
财务指标										
成长性										
收入增长率	41.3%	33.5%	25.0%	-9.5%	1.9%	2.6%	3.9%	4.9%	3.7%	3.1%
EBIT 增长率	66.3%	48.5%	-7.0%	3.0%	5.9%	2.3%	5.6%	5.8%	2.5%	4.1%
净利润增长率	107.0%	30.5%	1.8%	-10.1%	2.3%	2.8%	-1.1%	8.6%	14.8%	5.3%
利润率										
毛利率	63.6%	66.6%	55.0%	60.8%	62.6%	62.9%	63.6%	64.1%	63.5%	64.1%
EBIT 率	56.8%	63.3%	47.1%	53.6%	55.6%	55.5%	56.4%	56.8%	56.2%	56.7%
净利润率	44.6%	43.6%	35.5%	35.3%	35.4%	35.5%	33.7%	34.9%	38.7%	39.5%
收益率										
净资产收益率(ROE)	15.3%	17.1%	15.3%	19.7%	17.5%	15.8%	14.0%	13.6%	13.9%	13.2%
总资产收益率(ROA)	7.2%	9.3%	9.0%	6.7%	6.5%	6.8%	6.7%	7.2%	7.8%	8.3%
投入资本回报率	16.8%	19.9%	16.5%	13.0%	12.9%	13.5%	14.3%	15.1%	15.0%	15.6%
运营能力										
存货周转天数	114	176	78	57	51	50	50	49	49	50
应收账款周转天数	14	14	15	20	19	18	18	18	18	18
总资产周转天数	1751	1678	1387	1738	1913	1886	1800	1729	1732	1722
净利润现金含量	3.48	0.22	0.91	1.61	1.47	1.55	1.62	1.51	1.32	1.30
资本支出/收入	213.56	5.02%	77.39%	46.56%	35.14%	3.43%	16.48%	15.70%	15.15%	2.94%
偿债能力										
资产负债率	49.1%	41.7%	36.6%	61.8%	57.9%	51.2%	45.8%	40.1%	36.9%	29.1%
净负债率	12.6%	23.3%	10.3%	105.8%	89.2%	57.4%	39.5%	24.0%	11.4%	8.6%
估值比率										
PE	13.0	10.0	9.8	10.9	10.7	10.4	10.5	9.7	8.4	8.0
PB	2.0	1.7	1.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.3	6.6	6.9	6.5	6.1	6.0	5.7	5.4	5.2	5.1
P/S	5.82	4.36	3.49	3.86	3.78	3.69	3.55	3.38	3.26	3.16
股息率	2.2%	2.5%	2.5%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.5%	2.9%	3.1%

1. 受益自身增长及产业转移，四季度公司运营数据恢复良好

2008 年，公司实现营业收入 30.86 亿，营业利润 12.43 亿，每股盈利 0.94 元，同比分别增长 19.4%、-7.97%、1.75%。

公司昌九、昌樟、昌泰的过境车较多，其中往来货车分别占 30%、50%、50%，车流量主要来源于安徽、山东以北的省份，车流去向主要为广东深圳。南下的货车承载的主要为内地加工成的半成品（如布匹、橡胶）、原材料、生猪粮食，而北上的货车运载瓜果较多。年内，受雨雪冰冻灾害及金融危机的影响，一、三季度公司车流量及收费水平趋缓显著，但受益于江西自身的经济发展及产业转移的效益，11-12 月期间公司主要路段的车流量恢复良好。截至年底，公司录得通行费收入 22.86 亿，同比增长 3.81%。

图 1：08 年 1 季、3 季车流量同比增速趋缓显著



数据来源：公司年报，国泰君安证券

表 1：四季度运营数据恢复良好

2008 年通行费收入(元)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4/Q3
昌九高速	146077604	168731491	163460771	164453343	0.61%
昌樟高速(含昌付)(2006 年 7 月后含温厚高速)	162902993	182827891	179538824	184313335	2.66%
昌泰高速	152578771	163257086	159509170	159852182	0.22%
九景高速	51803533	60645727	60398176	61415405	1.68%
银三角互通立交	14222541	14229500	14104051	13849491	-1.80%

数据来源：公司年报，国泰君安证券

2. 09 年公司主要路段的车流量假设

由于公司路产的最南端在广东深圳，而广东又为外向型经济，因此在金融危机的影响下，公司三季度车流量及收费额趋缓显著。但从公司 08 年公布的四季度运营数据，及江西省 2 月 16.1%的工业增加值增速（累计值为 13.8%），我们认为目前江西省经济的自身增长尚好。

● **昌九、昌樟高速：**昌九、昌樟靠近南昌，而南昌是江西省经济较发达地区，因此受益与产业转移及其自身的经济发展，09 年该区域车流量的增长将可能抵消过境车流的减少。我们假设昌九的车流量增长为 3%、昌樟的车流量增速为 2%。

● **昌泰高速：**昌泰高速离南昌相对较远，其经过的区域经济较弱，此外其车道上的

货车占较高，因此预计在经济的影响下，其车流量有可能会继续下行。假设昌泰的车流量增速为-2%。

● **九景高速：**考虑到未来路网贯通带来的车流，以及目前原材料下降的原因，公司决定提前对九景高速进行大修。公司将采取作业面 2-2.5 公里，单幅操作，且其边的国道条件太差，分流有限。因此预计大修对九景高速的影响不大，车流量依旧有望提升。假设车流量增速 2%。

3. 09-10 年资本开支较大

公司近期决定未来将投入 31 亿左右用于澎湖高速二期（4.04 亿）和南奉（17.96 亿）的新建项目及九景（8.99 亿）的技术改造，其中 2010 年的投入较大。公司有意尽量使用自由资金，但公司自由现金流并不足以支付这一开支，因此公司未来需要通过短期、中期票据等债务工具来进行融资。

4. 路网贯通可能带来的分流与增流

在此次基建扩建中，江西省的投资重点在公路及铁路，其中公路部分将优先考虑断头路的建设，其次再考虑具备开工条件的公路以及有特殊需要的路段（比如为产业振兴规划而提前投建的彭泽高速）。未来省内的路网密度将继续完善，对公司现有路产也将产生不同的影响。

● **济广线江西段的分流：**从地理位置上看，济广线与公司路产在江西境内纵向平行，在安徽境内相交，其中济广南端通广东的梅州汕头，而赣粤的末端通往深圳。由于去往深圳的车流量远高于汕头，因此济广线的开通会对终点站在省内的车有一定的分流，而对于安徽以北通往广东深圳的车流量则分流有限。

● **大广高速武吉段分流：**大广高速于 2008 年通车，武吉高速开通后会分流一部分经过公司所辖路段的车辆，但大广主要分流的是京珠高速，对公司影响有限。

● **彭泽、昌奉高速未来将受益与路网贯通：**目前看公司新建的这两条高速都为断头路，其中澎湖高速是江西省北部与安徽省联络的重要高速公路，目前已初步与安徽省达成尽量同步开通；昌奉高速是中部地区与东部沿海发达地区的快速通道即杭州-德兴-南昌-铜鼓县-浏阳市-长沙-益阳-重庆中的一段，建成后将缩短南昌-奉新、南昌-长沙的路距，因此未来也将受益与其周边路网的贯通。

5. 估值洼地，给予谨慎增持

在江西省人民政府优惠政策的扶持下，公司近几年均获得江西省财政厅拨付的财政补贴款。其中 08 年，公司全年取得政府补贴 2.29 亿元，占利润总额的 15.67%，扣除这部分收益后，公司 EPS 约 0.77 元，对应 PE 为 12 倍，处于行业较低水平。

表 2:估值最低的

公司	DCF	股价	PB	PE			EPS		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009
A 股									
宁沪高速	6.29	5.82	1.90	18.19	18.77	19.40	0.32	0.31	0.30
楚天高速		4.80	1.92	16.69	15.45	13.28	0.29	0.31	0.36
山东高速		5.09	2.06	14.54	14.54	12.73	0.35	0.35	0.40
赣粤高速	12.44	9.68	1.50	10.52	10.30	11.52	0.92	0.94	0.84
福建高速		5.95	2.24	11.23	10.98	13.90	0.53	0.54	0.43
现代投资		15.14	1.93	10.24	10.01	9.58	1.48	1.51	1.58
中原高速		3.33	1.35	11.96	17.53	21.08	0.28	0.19	0.16

皖通高速	4.78	1.46	11.82	11.92	11.57	0.40	0.40	0.41
深高速	5.28	1.59	17.09	19.63	21.20	0.31	0.27	0.25
粤高速 A	4.59	1.69	14.34	12.08	12.58	0.32	0.38	0.37
华北高速	4.24	1.37	18.35	14.13		0.23	0.30	
平均值		1.69	13.34	13.46	14.27			
H 股								
江苏宁沪高速	5.23	1.68	16.34	14.99	13.69	0.32	0.35	0.38
浙江沪杭甬	5.76	1.68	11.65	12.80	11.47	0.44	0.40	0.44
合和公路基建	4.37	1.55	10.87	10.38	11.56	0.67	0.42	0.38
深圳高速公路	2.71	0.76	8.16	9.19	9.60	0.31	0.26	0.25
安徽皖通高速公路	3.44	0.93	7.50	7.74	7.44	0.40	0.39	0.41
四川成渝	1.49	0.58	6.17	6.11	5.52	0.21	0.22	0.24
平均值		1.20	10.12	10.20	9.88			
PLUS EXPRESSWAY	2.95	2.60	13.66	13.47	12.88	0.22	0.22	0.23
LINGKARAN TRANS	2.12	2.12	9.36	9.91	9.81	0.21	0.21	0.22
平均值		2.36	11.51	11.69	11.35			
ATLANTIA SPA	10.74	1.57	8.39	9.03	9.04	1.29	1.19	1.19
SIAS SPA	3.80	0.71	11.18	7.95	8.60	0.34	0.48	0.44
AUTOSTRADA TOMI	4.26	0.38	8.62	3.11		0.49	1.37	
SOCIETE DES AUTO	46.81	42.91	15.89	15.28	14.46	2.95	3.06	3.24
ABERTIS	11.40	1.60	12.27	11.80	11.14	0.92	0.97	1.02
平均值		9.44	11.27	9.44	10.81			

数据来源：公司年报，国泰君安证券

考虑到彭泽、南奉尚未完工，周边路网是否能如期贯通也存在一定不确定性，以及政府补贴的不确定性，因此在模型中，我们仅考虑现有路产的正常运营，估算的 09-11 年的 EPS 为 0.84、0.86、0.89 元。假设 WACC 为 7.15%，则 DCF 值为 12.44 元。

表 3:DCF 模型值

WACC(%)假设	DCF	WACC(%)假设	DCF
2.15%	21.80	8.15%	11.23
3.15%	19.35	9.15%	10.16
4.15%	17.23	10.15%	9.23
5.15%	15.41	11.15%	8.40
6.15%	13.82	12.15%	7.66
7.15%	12.44	13.15%	7.00

数据来源：公司年报，国泰君安证券

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com