

日期：2009年8月17日

行业：交通运输业 - 公路运输



冀丽俊

021-53519888-1921



jilijun@sigchina.com

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	12.83
12mth A 股价格区间 (元)	14.88/7.64
总股本 (百万股)	1167.67
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	14981.21
每股净资产 (元)	6.87
PBR (X)	1.87
DPS (Y08, 元)	0.23 元 (含税)

主要股东 (09H1)

江西高速公路投资发展 (控股) 有限公司	51.98%
----------------------	--------

收入结构 (09H1)

通行费收入	80.22%
工程收入	15.40%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：JLJ09-CT19

相关报告：

业绩符合预期，估值仍具优势

■ 动态事项：

公司公布 2009 年上半年业绩报告。上半年，公司实现营业收入 14.87 亿元，同比增长 24.20%；实现净利润 4.98 亿元，同比增长 20.30%；每股收益 0.43 元，业绩符合预期。2009 年中期公司资本公积金转增股本预案为：拟以 2009 年 6 月 30 日总股本 1,167.67 百万股为基数，向全体股东每 10 股转增 10 股。

■ 主要观点：

收入增长源于各项业务增长

上半年，公司主营业务收入同比增长 24.31%，主要源于高速公路通行费收入实现 11.93 亿元，较上年同期增加 6.78%；以及工程收入、房地产收入、经营租赁服务收入分别较上年增加 344.43%、1556.73%、77.43%。

车辆通行费收入在总收入中的占比超过 80%，相对于 2008 年初雪灾时的低基数，该项业务增幅超过其他同类公司，实现了 6.78% 的增长。工程业务、房地产销售以及经营租赁业务都实现了较大幅度的增长，不过由于在总收入中的占比较小，且毛利率水平低于车流通行业务的毛利率水平，对整体的毛利水平有所拉低，上半年公司的毛利率为 61.14%，较上年同期低 8 个百分点。

表 1 公司分行业收入构成 单位：百万元

	营业收入		营业利润率	
	百万	同比增长%	%	同比增长%
车辆通行费收入	1193.07	6.78	72.85	0.73
工程收入	229.21	344.43	8.01	-1.01
房地产销售收入	24.71	1556.73	5.47	3.42
经营租赁收入等	26.35	77.43	36.31	-19.32

数据来源：公司公告，上海证券研究所

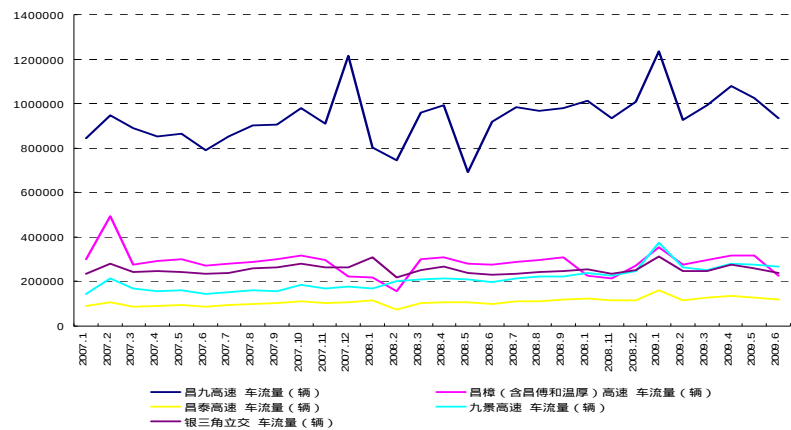
经济转好将带来车流量增长

公司的主要路段为昌九、昌樟（傅）与昌泰高速公路，是连接长三角与珠三角的主要通道，从上半年的车流量情况来看，这三条南北路段增长都较为疲弱，受到经济下行的影响大于东西路段的九景、温厚高速。随着国内外经济的好转，公司主要路段的车流量增长应好于第二季度。

表 2 公司车辆通行费收入构成 单位：百万元

	2009H1	2008H1	同比增长%
昌九、银三角	352.43	343.26	2.67
昌樟、昌傅	303.71	278.58	9.02
昌泰	319.46	315.83	1.15
九景	142.71	112.45	26.91
温厚	74.76	67.15	11.34
合计	1193.07	1117.32	6.78

数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 1 公司各路段车流量情况


数据来源：中国航贸网，上海证券研究所

积极进行外延扩张

上半年，公司主要资本开支项目进展顺利，九景高速公路技改项目工程完成投资 1.63 亿元；昌奉高速建设工程在前期准备之中；彭湖高速公路建设项目上半年完成投资 3.8 亿元，累计完成投资 5.37 亿元。随着项目进展，下半年资本支出将大于上半年，预计在 10 亿元左右。

公司通过参与新路段的建设，以实现外延式扩张。新路段在短期无法带来业绩提升，但新利润增长点的培育，可保证未来经营和盈利的持续性，由此可看出公司管理层在寻求发展上是积极主动的；不过，需要关注建设中的风险以及建成初期巨大折旧对业绩的摊薄作用。

表 3 公司近期建设项目

项目	总投资额 (亿元)	已投资额 (亿元)	时间
彭湖高速	16.26	5.37	2009.10—2011.10
昌奉高速	17.96	1.94	2009.8—2011.10
九景高速技术改造	9.98	1.63	2009

数据来源：公司公告，上海证券研究所

■ 投资建议：

2008 年 12 月，公司获得高新技术企业资格，由此 2008-2011 年，除了昌泰公司（25%）以外的收入享受 15% 所得税优惠。另外，政府对公司的支持较大，连续多年给予公司政府补贴；虽然我们在盈利预测中，未考虑未来的政府补贴，不过我们认为政府对公司的支持不会改变。

我们预计公司 09、10 年营业收入分别增长 3.80% 和 8.5%，归属于母公司所有者的净利润分别下降 7.0% 和增长 6.3%；每股收益分别为 0.87 元和 0.93 元；相应的动态市盈率分别为 14.74 倍和 13.79 倍，估值偏低。考虑到经济下行趋势已得到遏制，经济的好转将促进车流量的逐步恢复；关注管理层在积极求变寻求发展的思路下，公司未来的增长潜力。维持“未来六个月内，跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2008A	2009E	2010E
营业收入	3085.72	3202.98	3475.23
年增长率（%）	25.02	3.8	8.5
归属于母公司的净利润	1096.18	1019.49	1084.03
年增长率（%）	2.17	-7.0	6.3
每股收益（元）	0.94	0.87	0.93
PER（X）	13.64	14.74	13.79

注：有关指标按最新总股本计算

表 4 公司盈利预测 单位：百万元人民币

项 目	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	3,085.72	3,202.98	3,475.23
二、营业总成本	1,860.15	1,827.30	2,012.16
营业成本	1,388.31	1,319.63	1,459.60
营业税金及附加	104.88	108.90	114.68
销售费用	6.41	8.01	6.95
管理费用	147.60	172.96	159.86
财务费用	209.28	217.80	271.07
资产减值准备	3.67		
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	-2.47		
投资净收益	19.54	5.00	5.00
四、营业利润	1,242.64	1,380.68	1,468.07
加：营业外收入	242.74		
减：营业外支出	19.92		
五、利润总额	1,465.47	1,380.68	1,468.07
减：所得税	274.51	276.14	293.61
六、净利润	1,190.95	1,104.54	1,174.46

减：少数股东损益	94.77	85.05	90.43
归属于母公司所有者的净利润	1,096.18	1,019.49	1,084.03
总股本（百万股）	1,167.67	1,167.67	1,167.67
每股收益(元)	0.94	0.8731	0.9284

数据来源：公司公告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。