

三、四季度的盈利能力或将好转

赣粤高速 (600269.SH) 2009 年中报点评

报告关键点：

- 中期业绩增长主要来自于一季度，同等税率下二季度净利润同比下滑3.24%
- 二季度净利润环比增长3.94%，预计三、四季度盈利能力逐渐好转
- 拟以资本公积金每10股转赠10股，维持“增持 - A”评级

报告摘要：

- 09上半年净利润同比增长20.3%。2009年上半年，公司实现营业收入14.87亿元，同比增长24.2%；营业成本为5.78亿元，同比增长56.4%；归属于母公司的净利润为4.98亿元，同比增长20.3%，折合每股收益为0.43元，基本符合预期。
- 工程和房地产业务导致公司收入成本增长，但对盈利贡献有限。从各项业务看，公路业务的收入和成本分别同比增长6.78%、3.99%，而工程业务和房地产业务的收入、成本均同比增长了3倍、10倍以上。说明公司收入和成本的增长主要是工程业务和房地产业务所致。但这两项业务的毛利率较低，分别为8.01%、5.47%，对公司盈利的贡献相当有限，公司盈利仍然主要来自于公路业务。
- 上半年业绩增长，主要来自于一季度。08年前三季度，公司按照25%的税率预缴所得税。若统一按照09年中期的有效税率计算，08年中期每股收益为0.38元，即09年中期业绩实际上同比增长了11.8%。在同等所得税率下，一季度和二季度单季的净利润分别同比增长35.98%、-3.24%。说明上半年公司业绩的增长，主要来自于一季度。两个季度有如此大的差异，主要是去年一季度受雪灾影响，基数较小。而二季度无季节性因素存在，受经济影响，车流量增长放慢，导致通行费收入仅增长1.51%。
- 二季度净利润环比增长3.94%，预计三、四季度盈利能力将逐渐好转。虽然二季度的净利润同比略有下滑，但环比正在好转中。二季度的通行费收入和净利润分别环比增长了0.69%、3.94%，表明公司的盈利能力正在恢复中。随着经济的回暖，预计未来的几个月，公司各路段的车流量将保持恢复增长的趋势，公司的盈利能力也将逐渐好转。
- 拟以资本公积金每10股转赠10股，维持“增持 - A”评级。公司拟在2009年中期实施资本公积金转赠股本：拟以2009年6月30日总股本11.67亿股为基数，向全体股东每10股转赠10股。该方案在短期内，可能对公司的股价有一定的刺激作用。不考虑转赠的情况下，维持2009年到2011年的盈利预测为0.87元、0.92元、0.90元（均不含财政补贴），维持“增持 - A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,468.1	3,085.7	3,021.4	3,166.4	3,268.3
Growth(%)	33.5%	25.0%	-2.1%	4.8%	3.2%
净利润	1,096.6	1,096.2	1,020.8	1,071.6	1,052.7
Growth(%)	32.9%	0.0%	-6.9%	5.0%	-1.8%
毛利率(%)	70.4%	55.0%	58.0%	58.1%	55.5%
净利润率(%)	44.4%	35.5%	33.8%	33.8%	32.2%
每股收益(元)	0.94	0.94	0.87	0.92	0.90
每股净资产(元)	5.79	6.60	6.92	7.67	8.33
市盈率	14.3	14.3	15.4	14.6	14.9
市净率	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6
净资产收益率(%)	17.6%	15.4%	13.6%	12.9%	11.7%
ROIC(%)	22.0%	17.7%	13.8%	12.9%	11.2%
EV/EBITDA	9.3	9.7	9.7	9.3	9.0
股息收益率	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	2.3%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

14.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 13.00 元

现价： 13.44 元

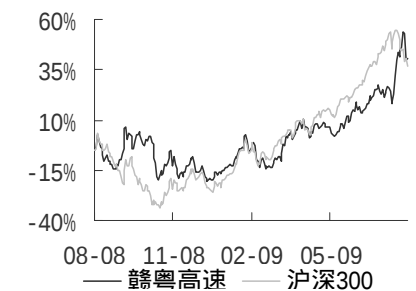
报告日期：

2009-08-15

市场数据

总市值(百万元)	15,693.47
流通市值(百万元)	15,693.47
总股本(百万股)	1,167.67
流通股本(百万股)	1,167.67
12 个月最高/最低	7.64/14.88 元
十大流通股东(%)	62.13%
股东户数	76,301

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.88	12.90	4.28
绝对收益	10.62	32.51	40.92

研究员

邓红梅

021-68765993

首席行业分析师

denghm@essence.com.cn

彭倩

021-68765110

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

前期研究成果

赣粤高速：下半年通行费收入或将有明显增长

2009-07-31

赣粤高速：收入可能有较快的增长

2009-06-17

赣粤高速：收入有望恢复增长趋势

2009-04-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-15**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,468.1	3,085.7	3,021.4	3,166.4	3,268.3	成长性					
减: 营业成本	730.5	1,388.3	1,268.0	1,325.6	1,454.0	营业收入增长率	33.5%	25.0%	-2.1%	4.8%	3.2%
营业税费	87.0	104.9	108.8	114.0	117.7	营业利润增长率	37.2%	-8.6%	8.0%	5.1%	-1.3%
销售费用	11.5	6.4	15.1	15.8	16.3	净利润增长率	32.9%	0.0%	-6.9%	5.0%	-1.8%
管理费用	79.5	147.6	151.1	158.3	163.4	EBITDA 增长率	42.7%	-4.5%	4.2%	6.6%	1.2%
财务费用	208.6	209.3	136.8	142.3	124.5	EBIT 增长率	49.2%	-7.4%	1.8%	5.0%	-2.3%
资产减值损失	2.0	3.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	49.1%	0.2%	-13.4%	5.0%	-2.3%
加: 公允价值变动收益	2.5	-2.5	-	-	-	投资资本增长率	24.7%	10.9%	12.3%	12.6%	2.3%
投资和汇兑收益	8.6	19.5	-	-	-	净资产增长率	16.4%	14.1%	4.8%	10.9%	8.5%
营业利润	1,360.1	1,242.6	1,341.7	1,410.4	1,392.4	利润率					
加: 营业外净收支	181.2	222.8	-	-	-	毛利率	70.4%	55.0%	58.0%	58.1%	55.5%
利润总额	1,541.3	1,465.5	1,341.7	1,410.4	1,392.4	营业利润率	55.1%	40.3%	44.4%	44.5%	42.6%
减: 所得税	352.9	274.5	241.5	253.9	250.6	净利率	44.4%	35.5%	33.8%	33.8%	32.2%
净利润	1,096.6	1,096.2	1,020.8	1,071.6	1,052.7	EBITDA/营业收入	75.7%	57.9%	61.6%	62.6%	61.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	63.6%	47.1%	48.9%	49.0%	46.4%
货币资金	567.9	510.3	374.2	316.6	326.8	运营效率					
交易性金融资产	11.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,405	1,140	1,130	1,099	1,167
应收帐款	159.1	219.2	206.9	260.3	537.2	流动营业资本周转天数	-132	-71	-26	29	67
应收票据	0.3	-	0.4	0.4	0.4	流动资产周转天数	177	134	134	133	158
预付帐款	19.7	200.4	200.4	200.4	200.4	应收帐款周转天数	14	15	17	17	24
存货	410.1	194.0	347.4	435.8	597.5	存货周转天数	59	35	32	45	57
其他流动资产	0.0	-	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	1,678	1,387	1,444	1,424	1,441
可供出售金融资产	84.1	467.5	-	-	-	投资资本周转天数	1,038	972	1,108	1,188	1,234
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	85.1	107.6	102.6	102.6	102.6	ROE	17.6%	15.4%	13.6%	12.9%	11.7%
投资性房地产	138.8	143.3	-	-	-	ROA	10.2%	9.8%	9.1%	8.9%	8.7%
固定资产	9,884.8	9,656.2	9,306.3	10,020.6	11,163.5	ROIC	22.0%	17.7%	13.8%	12.9%	11.2%
在建工程	16.6	501.0	1,408.1	1,524.7	141.2	费用率					
无形资产	135.1	130.1	124.8	117.3	109.8	销售费用率	0.5%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	91.4	39.8	1.5	1.5	1.5	管理费用率	3.2%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	11,604.2	12,169.4	12,072.7	12,980.3	13,181.1	财务费用率	8.5%	6.8%	4.5%	4.5%	3.8%
短期债务	701.9	462.1	399.7	984.8	880.1	三费/营业收入	12.1%	11.8%	10.0%	10.0%	9.3%
应付帐款	485.4	552.7	625.3	508.4	478.0	偿债能力					
应付票据	349.1	234.3	-	-	-	资产负债率	41.7%	36.6%	33.1%	31.0%	26.2%
其他流动负债	405.8	236.9	261.9	293.5	326.2	负债权益比	71.6%	57.8%	49.4%	44.9%	35.5%
长期借款	300.0	200.0	200.0	-	-300.0	流动比率	0.39	0.51	0.69	0.60	0.92
其他非流动负债	1,568.9	2,036.3	2,166.7	2,008.7	1,947.6	速动比率	0.25	0.42	0.48	0.39	0.59
负债总额	4,843.5	4,458.8	3,992.5	4,019.9	3,456.3	利息保障倍数	7.52	6.94	10.81	10.91	12.18
少数股东权益	473.7	545.8	617.2	693.7	773.8	分红指标					
股本	1,167.7	1,167.7	1,167.7	1,167.7	1,167.7	DPS(元)	0.20	0.23	0.22	0.23	0.32
留存收益	5,119.4	5,997.2	6,295.3	7,099.0	7,783.3	分红比率	21.3%	24.5%	25.0%	25.0%	35.0%
股东权益	6,760.7	7,710.6	8,080.2	8,960.3	9,724.7	股息收益率	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	2.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,188.5	1,191.0	1,020.8	1,071.6	1,052.7	EPS(元)	0.94	0.94	0.87	0.92	0.90
加: 折旧和摊销	307.9	341.6	382.3	430.2	490.2	BVPS(元)	5.79	6.60	6.92	7.67	8.33
资产减值准备	2.0	3.7	-	-	-	PE(X)	14.3	14.3	15.4	14.6	14.9
公允价值变动损失	-2.5	2.5	-	-	-	PB(X)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6
财务费用	33.7	200.2	217.1	136.8	142.3	P/FCF	91.0	41.4	-39.2	131.5	54.4
投资收益	-8.6	-19.5	-	-	-	P/S	6.4	5.1	5.2	5.0	4.8
少数股东损益	91.9	94.8	79.4	84.9	89.0	EV/EBITDA	9.3	9.7	9.7	9.3	9.0
营运资金的变动	-1,988.1	-200.5	-109.4	-399.4	-497.6	CAGR(%)	-0.9%	-1.4%	0.6%		
经营活动产生现金流量	1,652.2	1,757.0	1,509.9	1,329.6	1,258.8	PEG	-15.8	-10.2	27.9	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-963.3	-2,528.6	-1,571.5	-1,742.3	-816.8	ROIC/WACC	2.3	1.9	1.5	1.4	1.2
融资活动产生现金流量	-835.8	685.8	-1,207.6	-125.0	-997.7	REP	0.9	1.1	1.3	1.2	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

彭倩，助理行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034