

高速公路 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

6-12 个月目标价： 9.18 元

当前股价： 7.21 元

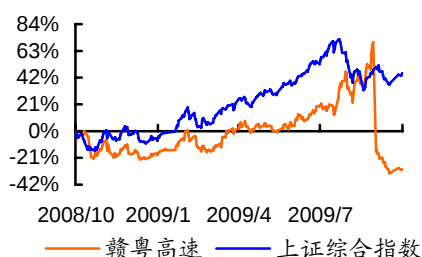
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2970.53
总股本(百万)	2335
流通股本(百万)	2335
流通市值(亿)	168
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	3.30
资产负债率	36.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
赣粤高速	-14.06	19.97	44.53
上证综合指数	-1.79	-4.69	16.81



相关报告

《铁路公路 09 年 4 季度投资策略：寻求估值安全与刺激因素的平衡》，20091013

《铁路公路 09 年中期投资策略：挖掘行业回暖过程中基本面改善的个股》，20090701

赣粤高速

600269

推荐

持续的扩张和多元化有效提升公司价值

投资要点：

- 公司主要路段组成了纵贯江西直通广东的动脉。目前公司管理着 6 条高速公路和 1 座互通立交桥，总里程 559 公里。其中昌九、昌樟、昌傅、昌泰首尾相连，穿越九江、南昌、吉安，与泰赣、赣定高速共同组成纵贯江西直通广东的交通动脉。
- 优越的位置促使区域和过境交通需求持续增长。首先，昌九-昌樟-昌泰高速由北向南依次覆盖了江西省经济发展较好的九江、南昌和吉安三市，这三个市的经济总量占了江西省 GDP 的 40% 以上，而且比重呈现逐渐上升趋势，区域内有巨大的交通需求。其次，昌九-昌樟-昌泰高速也处于我国沿海发达地区工业制成品北上、西去和北方农业大省农产品南下的交通要道上，过境交通量巨大。
- 大广、济广高速将有限分流长途过境车辆。公司路网西侧的大庆-广州高速和东侧的济南-广州高速与公司构成平行竞争关系。我们分析大广高速的作用主要是连接华北、华中和华南，主要与京港澳高速（京珠高速）形成竞争关系；济南-广州高速安庆-景德镇-鹰潭段的开通可能会吸引安徽往返福建方向的车辆，但由于鹰潭-福州之间目前尚未构成全程高速，短期内分流影响不大。
- 持续的扩张与多元化之路有效提升了公司价值。在高速公路领域，公司自 2005 年以来的投资总额高达 81.2 亿，这些项目权益目前为公司贡献了 30% 左右的收入和营业利润，股权投资回报率也显著上升；此外，我们对公司正在投资修建的彭泽-湖口和南昌-奉新项目的前景也持比较乐观的判断。公司除在主业领域持续扩张外，还先后投资了湘邮科技、国盛证券、信达地产等项目，最近又决定参与江西万安烟家山核电站的开发，这些多元化扩张有望为公司培育出新的增长点。
- 首次给予公司“推荐”的投资评级，目标价格 9.18 元。我们预测公司 2009-2011 年的营业收入分别为 33.31 亿、36.96 亿和 40.37 亿，归属于母公司的净利润分别为 11.9 亿、13.1 亿和 14.7 亿，基本每股收益分别为 0.51、0.56 和 0.63 元，年均增长 10.3%。综合考虑行业估值水平、并结合分业务估值方法，我们首次给予公司“推荐”的投资评级，6-12 个月目标价格 9.18 元，对应 2009 年 18 倍市盈率。

风险提示：宏观经济波动、分流超预期、所得税优惠和财政补贴取消。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3086	3331	3696	4037
同比(%)	19%	8%	11%	9%
归属母公司净利润(百万元)	1096	1191	1310	1469
同比(%)	2%	9%	10%	12%
毛利率(%)	55.0%	53.1%	53.5%	53.6%
ROE(%)	15.3%	14.7%	14.5%	14.5%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.56	0.63
P/E	15.36	14.14	12.86	11.46
P/B	2.35	2.08	1.86	1.66
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司简介.....	4
1.1 江西省交通厅拥有实际控制权.....	4
1.2 公司主要路段组成了纵贯江西直通广东的动脉.....	4
二、路网位置优越、长期增长可待.....	5
2.1 优越的位置促使区域和过境交通需求持续增长.....	5
2.2 公司路网车流量和货车比例有望从金融危机中逐渐恢复.....	6
三、大广、济广高速将有限分流长途过境车辆.....	10
四、持续的扩张与多元化之路.....	11
4.1 高速公路领域的持续投资有效提升了公司价值.....	11
4.2 以地产、核电为主的多元化扩张有望为公司建立新的增长点.....	13
五、盈利预测及情景分析.....	14
六、公司估值分析.....	15
6.1 基本 PE 估值：公司每股价值 8.16 元	15
6.2 分业务估值：公司每股价值 8.25 元	15
七、主要风险提示.....	16

图 表

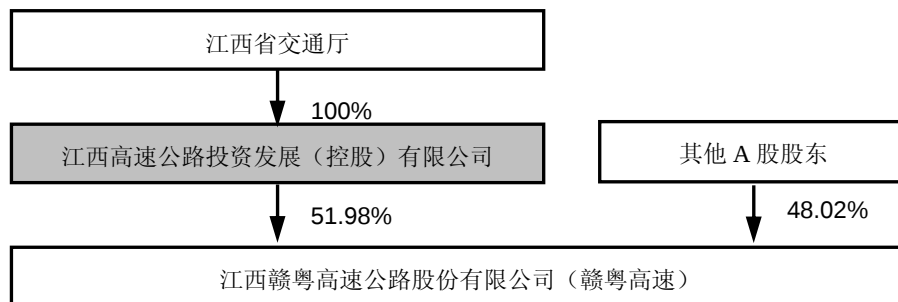
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司所辖公路线路图	4
图 3: 2008 年各路段收入比例	5
图 4: 2009 年上半年各路段收入比例	5
图 5: 昌九-昌樟-昌泰高速沿线三市 GDP 占全省比例	6
图 6: 昌九高速月度自然车流量变动趋势	7
图 7: 昌九高速货车比例及单车收入变动趋势	7
图 8: 昌樟(含昌傅、温厚)高速月度自然车流量变动趋势	7
图 9: 昌樟(含昌傅、温厚)高速货车比例及单车收入变动趋势	8
图 10: 昌泰高速月度自然车流量变动趋势	8
图 11: 昌泰高速货车比例及单车收入变动趋势	8
图 12: 九景高速月度自然车流量变动趋势	9
图 13: 九景高速货车比例及单车收入变动趋势	9
图 14: 公司路网在几大经济圈中的位置	9
图 15: 大广、济广高速与公司路网竞争态势	10
图 16: 公司通行费收入和净利润变动趋势	11
图 17: 公司 ROE 变动趋势	11
图 18: 彭泽-湖口高速一、二期位置	12
图 19: 南昌-奉新项目位置	13
表 1: 公司所辖公路主要情况	5
表 2: 近年公司对高速公路领域的主要投资	11
表 3: 合肥-南昌路径比较	12
表 4: 南京-南昌路径比较	12
表 5: 公司多元化投资的主要项目	13
表 6: 公司盈利预测主要假设	14
表 7: 公司 EPS 情景分析	15
表 8: 公司分部估值分析	15
表 9: A 股高速公路类上市公司估值水平比较	16
表 10: H 股高速公路类上市公司估值水平比较	16

一、公司简介

1.1 江西省交通厅拥有实际控制权

公司成立于1998年，2000年发行了12000万股A股并在上海交易所挂牌交易。目前公司总股本约23.353亿股，第一大股东“江西高速公路投资发展（控股）有限公司”持有51.98%的股份，实际控制人是江西省交通厅。

图 1：公司股权结构



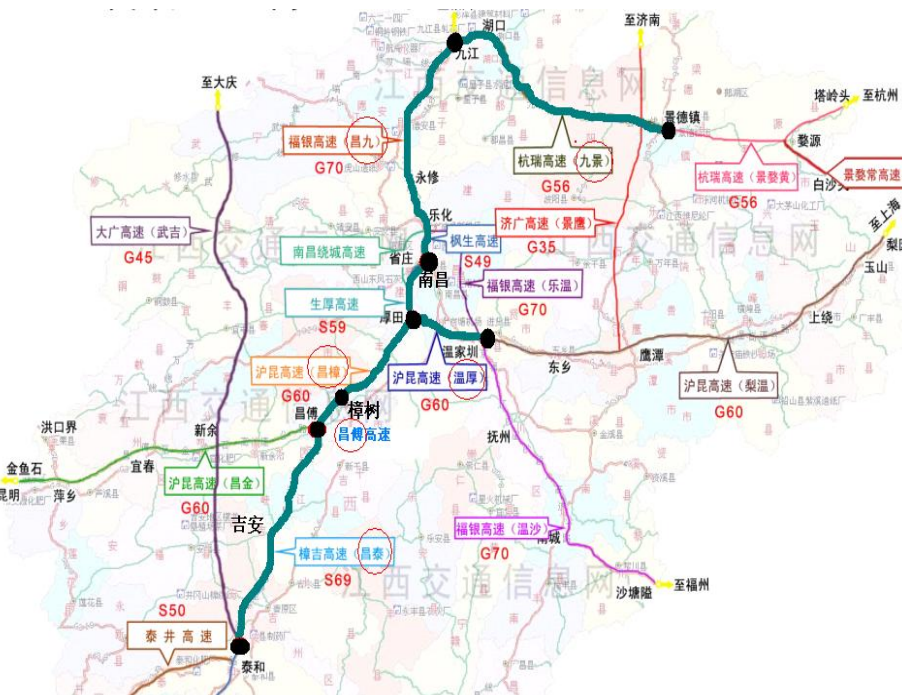
资料来源：公司资料、中投证券研究所

1.2 公司主要路段组成了纵贯江西直通广东的动脉

目前公司管理着昌九、昌樟、昌傅、昌泰、九景、温厚 6 条高速公路和 1 座互通立交桥，总里程 559 公里。除昌泰高速持有 76.67% 的权益外，其他路、桥均全资拥有。

公司路段处于江西省高速公路网的主骨架上，也处在国家公路网承接南北、贯通东西的中间位置。其中昌九、昌樟、昌傅、昌泰更是首尾相连，穿越九江、南昌、吉安，与泰赣、赣定高速共同组成纵贯江西直通广东的交通动脉。

图 2：公司所辖公路线路图



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 1: 公司所辖公路主要情况

路段	起止点	公司权益	长度(公里)	开通时间	收费期限
昌九高速	九江-南昌	100%	138.6	1996	1998-2027
昌樟高速	南昌-樟树	100%	70.0	1997	1998-2027
昌傅高速	樟树-昌傅	100%	33.0	2001	2001-2030
昌泰高速	昌傅-泰和	76.67%	148.1	2003	2003-2033
九景高速	九江-景德镇	100%	133.6	2001	2006-2031
温厚高速	厚田-温家圳	100%	35.5	1999	2006-2028
银三角互通	南昌南	100%	0.4	1995	1996-2025

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

通行费是公司收入的主要来源, 比例一般在 80% 左右。在公司管理的路段中, 首尾相连、构成江西路网南北骨干的昌九(含银三角互通)、昌樟(含昌傅)和昌泰是公司目前通行费收入的主要来源, 分别占公司通行费收入的 30%、25% 和 28% 左右, 合计高达 80% 以上, 同时也贡献了公司营业利润的 80% 以上。此外, 工程业务收入占公司主营收入也比较大, 这两年基本维持在 15% 左右, 但毛利较低, 对营业利润的贡献仅有 2% 左右。

图 3: 2008 年各路段收入比例

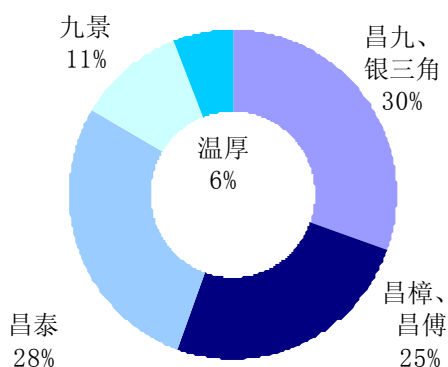
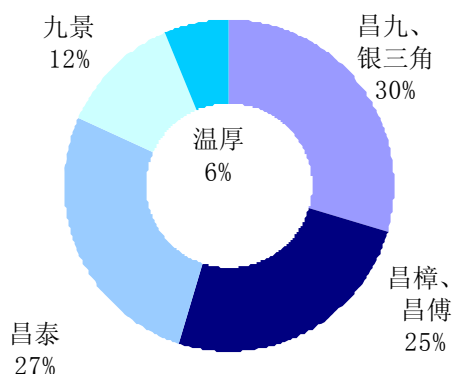


图 4: 2009 年上半年各路段收入比例



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

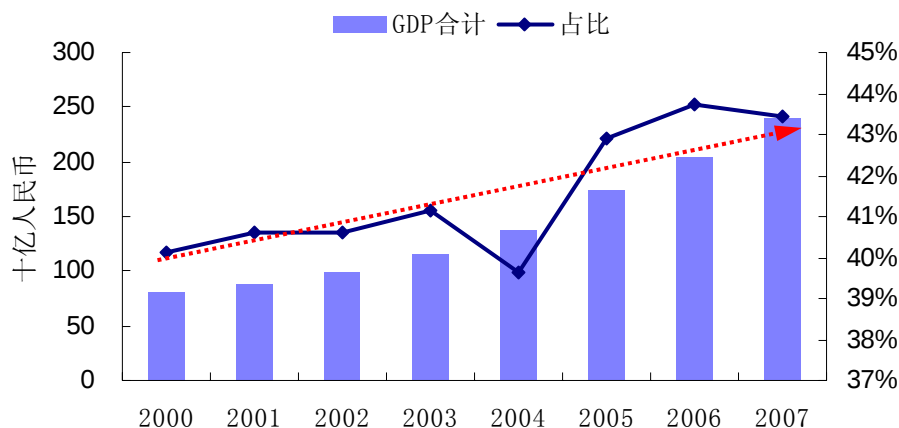
二、路网位置优越、长期增长可待

2.1 优越的位置促使区域和过境交通需求持续增长

首先, 昌九-昌樟-昌泰高速由北向南依次覆盖了江西省经济发展较好的九江、南昌和吉安三市, 这三个市的经济总量占了江西省 GDP 的 40% 以上, 而且比重呈现逐渐上升趋势, 区域内有巨大的交通需求。

其次, 昌九-昌樟-昌泰高速也处于我国沿海发达地区工业制成品北上、西去和北方农业大省农产品南下的交通要道上, 过境交通量巨大。昌九高速和昌樟高速北段(南昌-厚田)是福州-银川国家高速(福州-南昌-九江-武汉-襄樊-西安-银川)的组成部分, 昌樟高速南段(厚田-昌傅)是上海-昆明国家高速(上海-杭州-南昌-长沙-贵阳-昆明)的组成部分, 昌泰高速则在吉安与大庆-广州国家高速(大庆-通辽-赤峰-北京-衡水-开封-周口-麻城-黄石-吉安-赣州-广州)相接, 构成安徽、江西与广东间的交通动脉。2005 年以后, 南昌-深圳和南昌-福州实现了全程高速化, 这对公司核心路段的车流量有很大的促进作用。

图 5：昌九-昌樟-昌泰高速沿线三市 GDP 占全省比例



资料来源：CEIC、中投证券研究所

在区域和过境交通的双重作用下，公司主要路段车流量和通行费收入保持了快速增长。从 2005 年到 2008 年年间：昌九高速年车流量从 835 万辆增长到 1130 万辆、年均增长 10.6%，通行费收入（含银三角互通）从 4.9 亿增长到 6.7 亿、年均增长 11%；昌樟高速（含昌傅、温厚）年车流量从 296 万辆增长到 315 万辆、年均增长 2%，通行费收入从 3.7 亿增长到 7.1 亿、年均增长 24%；昌泰高速车流量从 82 万辆增长到 130 万辆、年均增长 16.6%，通行费收入从 3.7 亿增长到 6.4 亿、年均增长 19.7%。通行费收入增速普遍高于交通量增速的主要原因是江西省在 2006 年 7 月 1 日起对货车实行了计重收费。

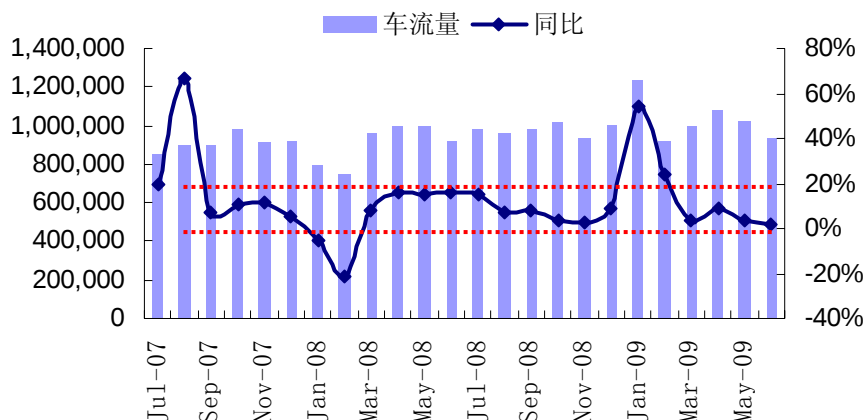
从上述主要路段的车流量和收入数据中，我们要挖掘出隐含在背后的结构特征，这对理解整个公司路网很有作用。以 2008 年数据为例，昌九、昌樟、昌泰的通行费收入都在 6 亿元左右，差距不大，但昌九高速的日均车流量约 3.1 万辆，而昌樟和昌泰分别仅有 8630 和 3560 辆，数量悬殊，背后就是车流结构完全不同：昌九承担着南昌、九江间的城际交通、车流量大、小型车比例高、货车比例仅有 30% 左右，而昌樟（含昌傅、温厚）主要承担东西向的过境交通、昌泰主要承担江西南下广东的出境交通，货车比例均在 50-60% 之间，这从三条路的单车收入也可看出端倪（昌九、昌樟、昌泰的单车收入分别在 50、200 和 500 元左右），这也解释了上述昌樟、昌泰为何收入增速大幅高于车流增速。

2.2 公司路网车流量和货车比例有望从金融危机中逐渐恢复

受金融危机影响，自去年下半年公司各主要路段车流量增速和货车比例均有所下降（昌泰的车流量增速虽因去年同期南方冰冻灾害基数较低而表现良好，但货车比例仍呈显著下降趋势），目前仍在缓慢恢复中。

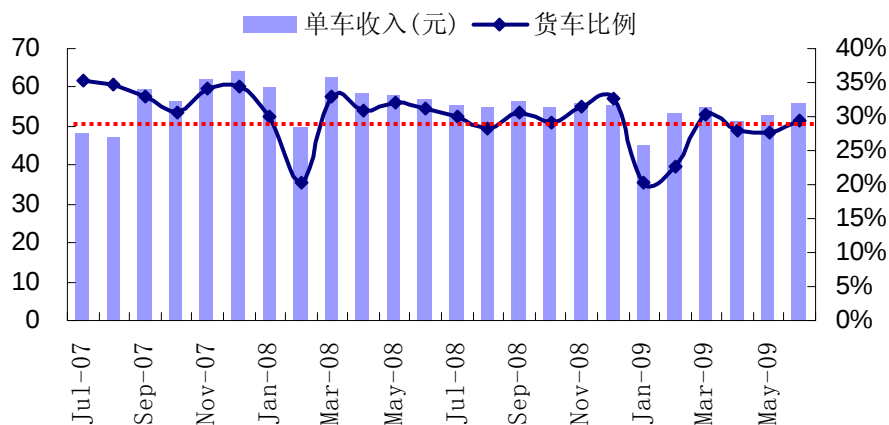
今年上半年公司业绩表现出色：营业收入 14.87 亿元、同比增长 24.2%，净利润 4.99 亿、同比增长 20.3%，每股收益 0.43 元。上半年昌九（含银三角）、昌樟（含昌傅）、昌泰收入分别增长 2.67%、9.02% 和 1.15%，上半年的良好业绩除昌樟的贡献外，还有来自九景高速和工程公司收入的大幅增长。预计下半年和明年在珠三角出口复苏和区域经济持续发展的作用下，车流量和收入将进入持续恢复期。

图 6: 昌九高速月度自然车流量变动趋势 (截至 2009 年 6 月)



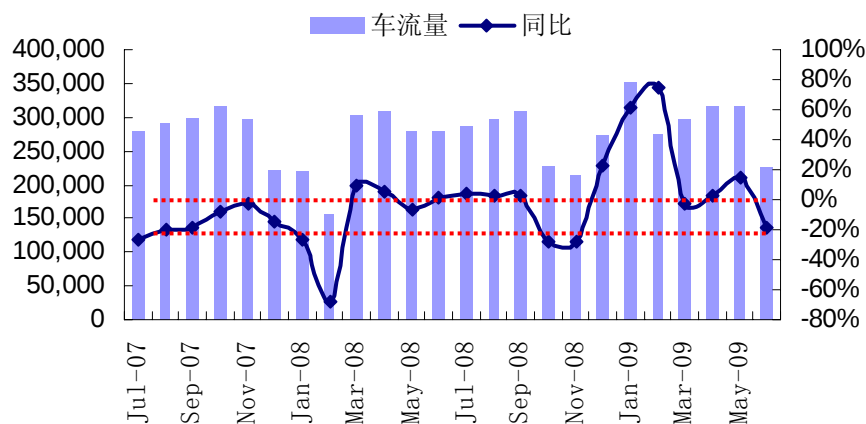
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 7: 昌九高速货车比例及单车收入变动趋势 (截至 2009 年 6 月)



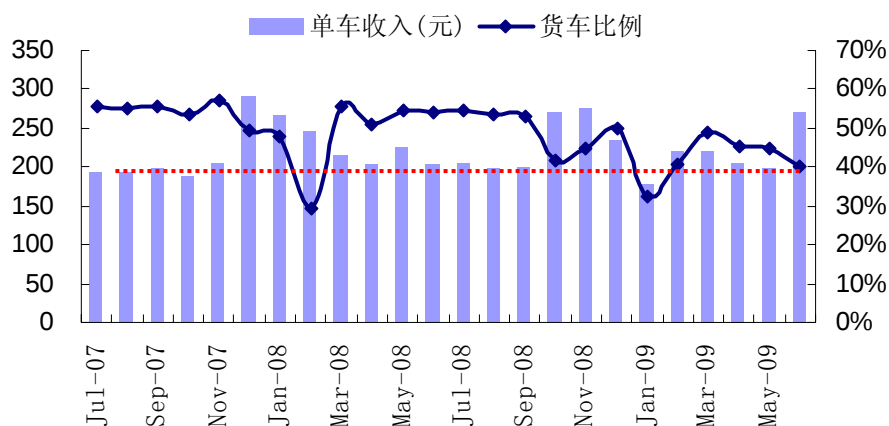
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 8: 昌樟 (含昌傅、温厚) 高速月度自然车流量变动趋势 (截至 2009 年 6 月)



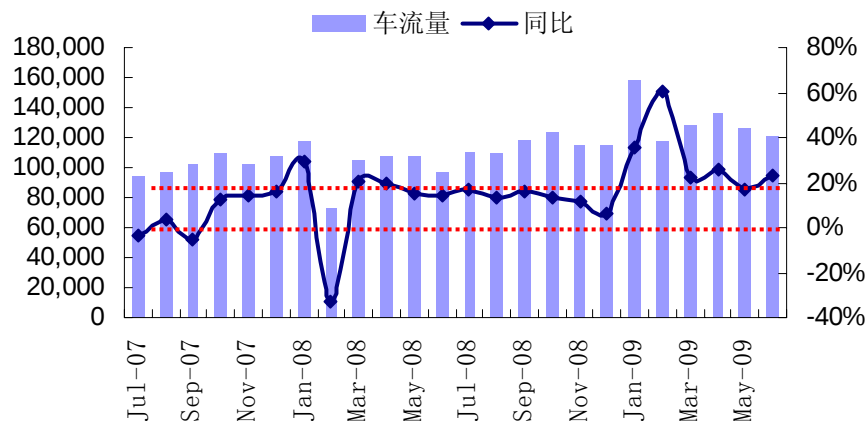
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 9：昌樟（含昌傅、温厚）高速货车比例及单车收入变动趋势（截至 2009 年 6 月）



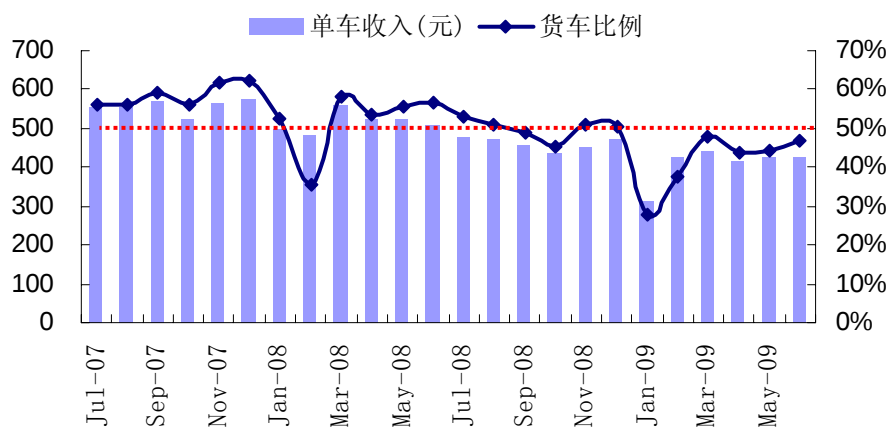
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 10：昌泰高速月度自然车流量变动趋势（截至 2009 年 6 月）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

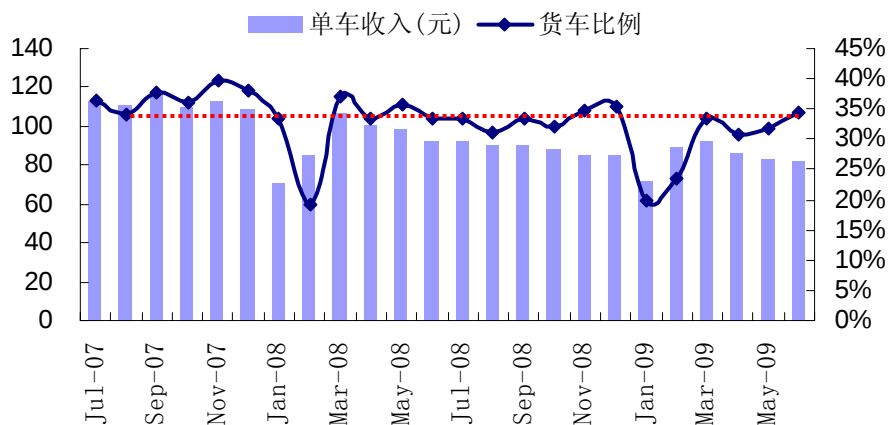
图 11：昌泰高速货车比例及单车收入变动趋势（截至 2009 年 6 月）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

日期	车流量 (单位)	同比 (%)
Jul-07	150,000	35%
Aug-07	160,000	15%
Sep-07	180,000	25%
Oct-07	170,000	35%
Nov-07	165,000	40%
Dec-07	180,000	45%
Jan-08	170,000	35%
Feb-08	200,000	15%
Mar-08	210,000	35%
Apr-08	215,000	45%
May-08	195,000	35%
Jun-08	215,000	45%
Jul-08	220,000	40%
Aug-08	225,000	35%
Sep-08	220,000	45%
Oct-08	240,000	35%
Nov-08	230,000	35%
Dec-08	250,000	40%
Jan-09	350,000	120%
Feb-09	265,000	35%
Mar-09	250,000	15%
Apr-09	280,000	35%
May-09	270,000	35%

图 13: 九景高速货车比例及单车收入变动趋势 (截至 2009 年 6 月)



展望未来，随着长三角和珠三角的持续发展、海西区域、武汉经济圈、长株潭城市圈的崛起、珠三角产业向内地转移的推进，我们分析公司路网辐射区域内的交通以及几大经济圈间的跨区域交通需求都将持续增长。

A map of China showing the location of Jiangxi Province (江西省) in the central-eastern part of the country. Jiangxi is highlighted in green. Surrounding provinces and major cities are labeled in Chinese. To the north are Henan (河南省) and Anhui (安徽省); to the east is Zhejiang (浙江省); to the south is Guangdong (广东省); and to the west are Hunan (湖南省) and Sichuan (四川省). Major cities like Beijing (北京市), Shanghai (上海市), and Guangzhou (广州市) are also marked.

请务必阅读正文之后的免责条款部分

三、大广、济广高速将有限分流长途过境车辆

根据国家和江西省高速公路网的规划，在江西境内南北方向上有三条线路，分别是福州-银川、大庆-广州、济南-广州国家高速江西省段。

昌九高速和昌樟高速北段（南昌—厚田）是福州-银川国家高速（福州-南昌-九江-武汉-襄樊-西安-银川）的组成部分，西侧的大庆-广州高速和东侧的济南-广州高速与公司构成平行竞争关系。

图 15：大广、济广高速与公司路网竞争态势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

大庆-广州国家高速（大庆-通辽-赤峰-北京-衡水-开封-周口-麻城-黄石-吉安-赣州-广州）从湖北黄石进入江西，在吉安与公司的昌泰高速相连。江西境内的武宁-吉安段已经于 2008 年 1 月建成通车，湖北境内的黄石-武宁段预计将在 2011 年建成通车。我们分析大广高速的作用主要是连接华北、华中和华南，主要与京港澳高速（京珠高速）形成竞争关系。近期武宁-吉安段的通车无法形成有效路径，不会分流公司过境车流。将来黄石-武宁段通车后也仅对湖北黄石地区南下车流有影响。大广高速不会对昌九-昌樟-昌泰构成实质性竞争。

济南-广州国家高速（济南-商丘-阜阳-安庆-景德镇-鹰潭-瑞金-河源-广州）从安徽安庆进入江西，安庆-景德镇段 2008 年底开通，景德镇-鹰潭段已经与 2007 年 11 月建成，预计 2010 年左右完成鹰潭-瑞金段、2015 年江西、广东段全线贯通。我们分析安庆-景德镇-鹰潭段的开通与昌九形成平行通道，安徽往返福建方向的车辆可能选择安庆-景德镇-鹰潭-福州线路，但由于鹰潭-福州之间目前无法构成全程高速，分流影响不大，真正形成分流估计要到 2010 年鹰潭-瑞金段完成后。更长期来看 2015 年江西、广东段全线贯通后，将对华北、华中南下福建、广东的长途车流形成一定分流。

四、持续的扩张与多元化之路

近年公司一方面在高速公路领域持续扩张，一方面积极投资其他项目以培育新的增长点。这些投资为公司的持续增长注入了源源不断的动力。

4.1 高速公路领域的持续投资有效提升了公司价值

在高速公路领域，公司从 2005 年以来，已经完成和正在进行的项目有 9 个、投资总额高达 81.2 亿。2005 年公司先收购了昌樟、昌傅 30% 的股权、实现了对这两条公路的 100% 控股，又收购了昌泰 36.67% 的权益、实现了合并报表。2006 年在股改阶段作为控股股东对价的组成部分，公司又以优惠价格收购了九景和温厚 100% 的权益。2008 年除收购工程公司 15% 股权从而对其控股外、还先后宣布投资 38.3 亿元新建彭泽-湖口和南昌-奉新项目。

表 2：近年公司对高速公路领域的主要投资

时间	投资项目	投资额度（万）	新增权益	备注
2005.04	收购昌樟高速股权	38820	30%	收购前持有 70% 权益
2005.04	收购昌傅高速股权	15791	30%	收购前持有 70% 权益
2005.10	收购昌泰高速股权	72679	36.67%	收购前持有 40% 权益
2006.03	收购九景高速股权	160000	100%	2006.6.1 合并报表
2006.03	收购温厚高速股权	140000	100%	2006.6.1 合并报表
2008.03	收购工程公司股权	1925	15%	收购前持有 36.9% 权益
2008.06	新建彭泽湖口高速	162560	100%	工期：2008.10-2010.10
2009.03	新建彭湖高速二期	40428	100%	工期：2009.10-2011.10
2009.03	新建南昌奉新高速	179606	100%	工期：2009.08-2011.10
合计		81,1809	--	--

资料来源：公司资料、中投证券研究所

高速公路领域的投资在当前已经成为公司营业收入和利润持续增长的重要来源。以 2008 年为例，收购的这些项目权益为公司贡献了 30% 左右的收入和营业利润。目前来看，这些投资非常成功，公司股权投资回报率显著上升。

图 16：公司通行费收入和净利润变动趋势

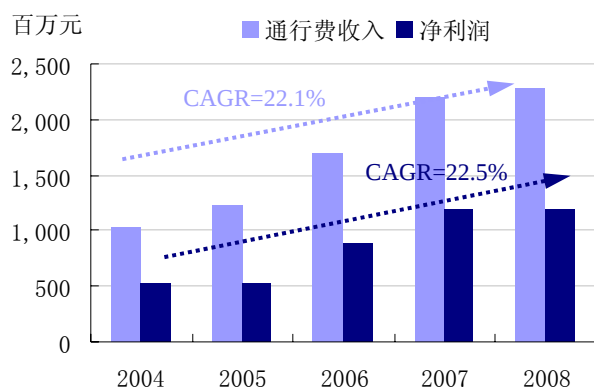
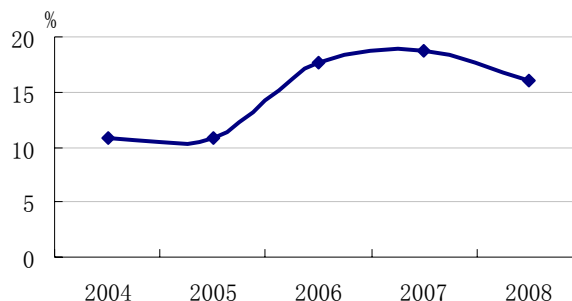


图 17：公司 ROE 变动趋势



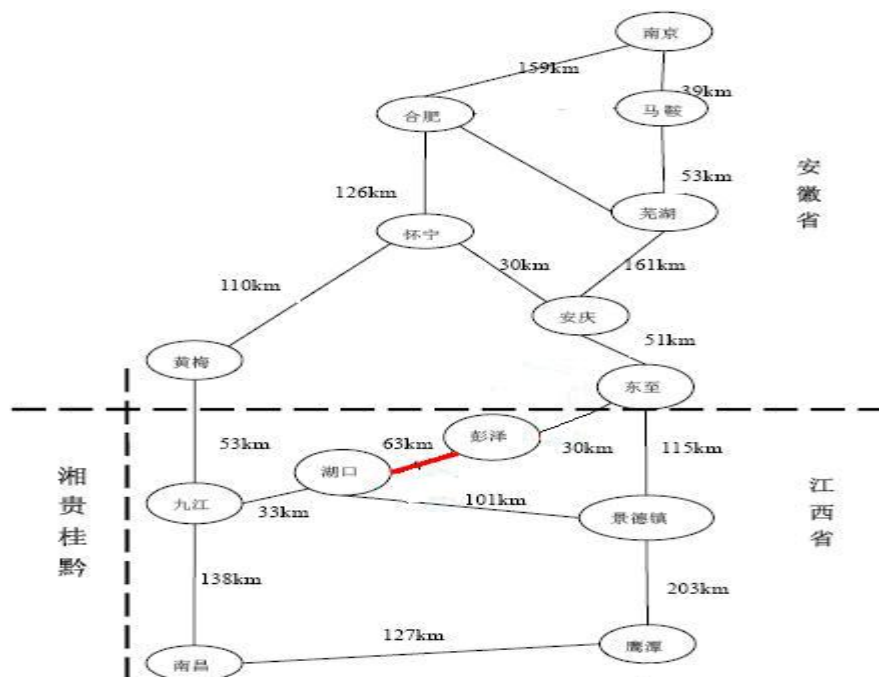
资料来源：Wind、中投证券研究所

公司新建的彭泽-湖口和南昌-奉新项目前景比较乐观。公司预测彭泽-湖口项目的内部收益率在 8.4-11.2% 之间、南昌-奉新项目的内部收益率保守估计也

可达到 7.87%。

彭泽-湖口高速一期、二期工程是江西省地方加密公路，全长 63 公里，项目完工后将彻底打通九江-安庆-芜湖-南京之间沿长江南岸的高速通道，承担起安徽和江苏省内高界高速-合安高速-合宁高速以南地区的大部分交通流量，并为江西省彭泽帽子山核电站的建设提供交通支撑。

图 18: 彭泽-湖口高速一、二期位置



资料来源：公司资料、中投证券研究所

我们分析彭泽高速的贯通不会改变合肥-南昌之间的车流，目前“合肥-怀宁-黄梅-九江-南昌”线路距离 427 公里，比走彭泽高速要节约 44 公里。但会在南京-南昌之间形成一条新的最短路径，“南京-马鞍山-芜湖-安庆-东至-彭泽-湖口-九江-南昌”路线长 568 公里，比目前线路短 18 公里。

表 3: 合肥-南昌路径比较

	起止点	长度（公里）
路径一	合肥-怀宁-黄梅-九江-南昌	427
路径二	合肥-怀宁-安庆-东至-彭泽-湖口-九江-南昌	471

资料来源：中投证券研究所

表 4: 南京-南昌路径比较

	起止点	长度（公里）
路径一	南京-合肥-怀宁-黄梅-九江-南昌	586
路径二	南京-合肥-怀宁-安庆-东至-彭泽-湖口-九江-南昌	630
路径三	南京-马鞍山-芜湖-安庆-东至-彭泽-湖口-九江-南昌	568

资料来源：中投证券研究所

南昌-奉新高速也是地方加密高速公路，全长 35 公里，是“杭州-婺源-德兴-南昌-铜鼓-浏阳-长沙-益阳-重庆”高速通道的重要组成部分。

图 19: 南昌-奉新项目位置



资料来源：中投证券研究所

南昌-奉新段是南昌-铜鼓高速近南昌的一段，南昌-铜鼓和铜鼓-浏阳段建成后，南昌-长沙之间将形成一条新的高速通道，比现有的南昌-樟树-萍乡-长沙线短 107 公里。同时，随着南昌-德兴（婺源）段的建设，未来长沙-杭州里程比即有线路可缩短 140-180 公里。因此，可以预见未来无论是长沙-南昌之间的区域交通还是长沙往返杭州方向的长途车流都会经过南奉高速。

4.2 以地产、核电为主的多元化扩张有望为公司建立新的增长点

公司除在主业领域持续扩张外，还把触角伸向了科技、证券、地产、酒店和核电领域。公司 2000 年投资 800 万、联合湖南省邮政局、中国速递服务公司等发起设立了湘邮科技（600476），所持股份目前在二级市场上的价值约为 7000 万。2008 年投资 6 亿参与信达地产（600657）的重组，所持股份目前在二级市场上的价值约为 10 亿。除了这些已经登陆资本市场的项目外，公司还在 2002 年投资 4000 万参股国盛证券、2008 年控股子公司昌泰高速公路公司投资 5800 万参股“井冈山景泰酒店管理公司”。

今年 8 月 30 日，公司又与中国核工业集团公司、江西赣能股份有限公司签署合作意向协议，共同投资开发江西万安烟家山核电站。按照协议，中核集团出资比例 51%，公司和赣能股份共同出资 49%，目前还处于前期准备阶段，公司最终出资比例待定。我们分析核电投资巨大，公司在高速公路领域持续扩张后如要再大规模介入核电项目，可能面临较大财务压力。

表 5: 公司多元化投资的主要项目

时间	投资项目	投资额度（万）	权益比例	备注
2000	湘邮科技	800	4.26%	当前公允价值 7000 万
2002	国盛证券	4000	6.74%	列入长期股权投资
2008	信达地产	60000	6.58%	当前公允价值 90000 万
2008	井冈山景泰酒店	5867	48.89%	通过昌泰间接持股
2009	万安烟家山核电站	待定	待定	项目还处于准备阶段
	合计	610667	--	--

资料来源：公司资料、中投证券研究所

五、盈利预测及情景分析

结合以上的分析，我们在做盈利预测时进行了如下假设：

- 1、公司投资的彭泽-湖口和南昌-奉新项目建设期间的利息费用可以资本化，不会对公司的盈利能力产生大的影响；
- 2、公司拟投资的烟家山核电项目细节仍待进一步明朗，且核电建设周期较长，短期内也不会对公司盈利有大的影响，此次盈利预测不予以考虑；
- 3、营业成本：收费公路业务综合考虑折旧和征收成本来预测，其他业务则锚定毛利率来预测。由于较繁琐，我们在报告中仅给出最终结果；
- 4、公司在 2009-2011 年仍按 15%所得税税率征收，并假设继续享受税前利润 20%的财政补贴。

表 6：公司盈利预测主要假设

		2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入(百万元)		3,085.71	3,331.26	3,695.60	4,036.55
昌九(银三角)	(1)车流量(辆)	14,287,199	16,001,663	17,281,796	18,318,704
	(+/-%)	4.15%	12.00%	8.00%	6.00%
	(2)单车收入(元)	48.9	45.0	45.0	45.0
	(+/-%)	3.78%	-8.00%	0.00%	0.00%
	小计(百万元)	699.13	720.38	778.01	824.69
昌樟(昌傅、温厚)	(1)车流量(辆)	3,148,990	3,621,339	3,983,472	4,302,150
	(+/-%)	-13.41%	15.00%	10.00%	8.00%
	(2)单车收入(元)	225.3	214.1	214.1	218.4
	(+/-%)	20.55%	-5.00%	0.00%	2.00%
	小计(百万元)	709.58	775.22	852.74	939.38
昌泰	(1)车流量(辆)	1,301,070	1,626,338	1,788,971	1,932,089
	(+/-%)	11.20%	25.00%	10.00%	8.00%
	(2)单车收入(元)	488.4	400.5	400.5	408.5
	(+/-%)	-12.89%	-18.00%	0.00%	2.00%
	小计(百万元)	635.49	651.38	716.52	789.32
九景	(1)车流量(辆)	2,577,625	3,608,675	4,510,844	4,961,928
	(+/-%)	29.84%	40.00%	25.00%	10.00%
	(2)单车收入(元)	93.6	84.3	84.3	84.3
	(+/-%)	-15.18%	-10.00%	0.00%	0.00%
	小计(百万元)	241.37	304.13	380.16	418.17
工程	收入(百万元)	437.96	481.76	529.93	582.92
	(+/-%)	87.74%	10.00%	10.00%	10.00%
房地产	收入(百万元)	289.63	318.59	350.45	385.50
	(+/-%)	159.15%	10.00%	10.00%	10.00%
经营租赁	收入(百万元)	45.69	50.26	55.28	60.81
	(+/-%)	213.37%	10.00%	10.00%	10.00%
租金等其他	收入(百万元)	26.86	29.55	32.50	35.75
	(+/-%)	12.24%	10.00%	10.00%	10.00%

二、营业成本（百万元）	1,388.31	1,561.84	1,719.53	1,871.81
--昌九(银三角)	209.22	230.14	248.55	264.46
--昌樟(昌傅、温厚)	229.22	255.58	278.59	300.87
--昌泰	130.81	152.39	166.11	179.40
--九景	126.35	156.67	182.53	198.95
--工程	392.59	433.58	476.94	524.63
--房地产	268.10	299.48	329.43	362.37
--经营租赁	23.77	25.13	27.64	30.41
--租金等其他	8.25	8.86	9.75	10.73

资料来源：中投证券研究所

在上述假设前提下，公司 2009-2011 年的营业收入分别为 33.31 亿、36.96 亿和 40.37 亿，归属于母公司的净利润分别为 11.9 亿、13.1 亿和 14.7 亿，基本每股收益分别为 0.51、0.56 和 0.63 元，年均增长 10.3%。

由于难以判断公司享受高新技术企业税收优惠和财政补贴的可持续性，我们出于谨慎考虑，对未来 3 年的盈利状况进行了一个情景分析。我们假设了三种情景：①公司享受 15%所得税税率+20%税前利润的财政补贴，②公司享受 15%所得税税率，③25%的所得税税率。

表 7：公司 EPS 情景分析（单位：元）

情景	2009E	2010E	2011E
15%所得税税率+20%税前利润的财政补贴	0.51	0.56	0.63
15%所得税税率	0.41	0.45	0.50
25%所得税税率	0.37	0.40	0.44
均值	0.43	0.47	0.52

资料来源：中投证券研究所

六、公司估值分析

6.1 基本 PE 估值：公司每股价值 8.16 元

公司的估值使用了两种方法。首先，我们参考行业整体估值水平。目前，A 股高速公路行业的估值中枢对应 2009 年 16 倍市盈率，港股的中枢也在 16 倍左右。以公司 2009 年每股收益 0.51 元计算，公司价值为 8.16 元/股。

6.2 分业务估值：公司每股价值 8.25 元

表 8：公司分部估值分析

业务	估值指标	总价值（百万）	每股价值（元）
收费公路	2009 年 18 倍 PE	18,130.18	7.76
湘邮科技	公允价值(2009.10.14)	69.94	0.03
信达地产	公允价值(2009.10.14)	902.18	0.39
国盛证券	4 倍 PB	160.00	0.07
合计		19,262.30	8.25

资料来源：中投证券研究所

由于公司除收费公路外，也进行了一些证券、地产的投资。我们结合公司 EPS 的敏感性分析，进行了分部估值。对于收费公路业务，我们用“表 7”情景分析的平均值作为基准（即 2009 年每股收益 0.43 元），考虑到税收优惠至少可以持续到 2010 年以及在 2009 年继续收到财政补贴的可能性较大，我们给予对应 2009 年 18 倍市盈率的估值，略高于目前行业估值中枢。对于湘邮科技和信达地产的股权，我们使用二级市场的公允价值方法。对于国盛证券，我们参考目前市场银行、证券公司，给予 4 倍 PB 的估值水平。分业务计算后，公司每股价值 8.25 元，对应 2009 年 16.1 倍 PE。

表 9：A 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 09/10/14	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
000429.SZ	粤高速 A	4.90	15.31	16.90	15.11	15.06	1.80	1.61	1.52	1.48
000828.SZ	东莞控股	5.63	31.72	17.06	13.52	11.99	2.19	1.98	1.79	1.63
000900.SZ	现代投资	19.34	13.52	12.61	11.67	9.55	2.28	2.05	1.86	1.59
600012.SH	皖通高速	5.24	12.57	13.43	13.06	11.66	1.74	1.56	1.44	1.39
600033.SH	福建高速	5.94	11.26	12.35	14.28	16.37	2.24	1.91	1.79	1.68
600035.SH	楚天高速	4.92	15.38	14.13	11.31	9.78	1.84	1.70	1.50	1.36
600269.SH	赣粤高速	7.21	15.34	16.19	15.13	13.64	2.35	2.10	1.88	1.73
600350.SH	山东高速	4.92	13.33	13.83	12.30	10.43	1.87	1.72	1.59	1.45
600377.SH	宁沪高速	5.97	19.35	18.23	16.28	14.82	1.88	1.85	1.79	1.75
600548.SH	深高速	5.69	24.63	21.39	18.01	17.35	1.77	1.70	1.62	1.54
601107.SH	四川成渝	7.33	34.43	29.32	24.82	22.21	3.23	2.86	2.69	2.68
中值			15.34	16.19	14.28	13.64	1.88	1.85	1.79	1.59
均值			18.80	16.86	15.04	13.90	2.11	1.91	1.77	1.66

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 10：H 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 09/10/14	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
107.HK	四川成渝	3.30 HKD	15.49	12.18	10.61	9.71	1.51	1.36	1.44	1.40
177.HK	宁沪高速	6.39 HKD	19.97	17.46	16.14	14.56	2.24	2.09	2.02	1.96
548.HK	深高速	3.83 HKD	16.58	15.32	12.68	10.88	1.18	1.12	1.07	1.03
576.HK	浙江沪杭甬	6.92 HKD	15.88	17.56	15.84	15.45	2.24	2.12	2.03	1.95
995.HK	皖通高速	4.65 HKD	11.50	11.43	11.20	10.22	1.51	1.41	1.34	1.30
中值			15.88	15.32	12.68	10.88	1.51	1.41	1.44	1.40

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

此外，公司投资的核电业务也会提升公司的价值，只是目前相关细节还不甚清晰、产生回报的周期也较长。我们谨慎的考虑核电业务价值后，给予公司 6-12 月目标价 9.18 元，对应 2009 年 18 倍 PE。

七、主要风险提示

①宏观经济波动，②路网分流超预期，③所得税优惠和财政补贴取消。

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1124	1684	1755	1823
现金	510	1000	1000	1000
应收账款	161	155	172	188
其它应收款	59	61	67	73
预付账款	200	234	258	281
存货	194	234	258	281
其他	0	0	0	0
非流动资产	11045	12573	13995	14610
长期投资	108	108	108	108
固定资产	9656	10240	11021	11571
无形资产	130	123	115	108
其他	1152	2103	2751	2824
资产总计	12169	14257	15750	16433
流动负债	2223	3272	3709	3201
短期借款	462	1548	1922	1324
应付账款	398	469	516	562
其他	1362	1256	1271	1316
非流动负债	2236	2260	2260	2260
长期借款	200	200	200	200
其他	2036	2060	2060	2060
负债合计	4459	5531	5969	5461
少数股东权益	546	639	742	856
股本	1168	2335	2335	2335
资本公积	2882	1715	1715	1715
留存收益	3115	4037	4989	6066
归属母公司股东权益	7165	8087	9039	10116
负债和股东权益	12169	14257	15750	16433

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1757	1797	1982	2191
净利润	1191	1284	1413	1583
折旧摊销	342	323	355	387
财务费用	209	190	237	226
投资损失	-20	-21	-24	-26
营运资金变动	22	36	-10	20
其它	13	-14	11	0
投资活动现金流	-2529	-1815	-1762	-974
资本支出	1904	1837	1786	1000
长期投资	-615	0	0	0
其他	-1240	21	24	26
筹资活动现金流	686	508	-220	-1217
短期借款	-240	1085	374	-598
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	0	1168	0	0
资本公积增加	80	-1168	0	0
其他	945	-578	-594	-619
现金净增加额	-86	490	0	0

资料来源：中投证券研究所

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3086	3331	3696	4037
营业成本	1388	1562	1720	1872
营业税金及附加	105	113	126	137
营业费用	6	7	7	8
管理费用	148	160	177	194
财务费用	209	190	237	226
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	20	21	24	26
营业利润	1243	1321	1452	1626
营业外收入	243	264	290	325
营业外支出	20	20	20	20
利润总额	1465	1566	1723	1931
所得税	275	282	310	348
净利润	1191	1284	1413	1583
少数股东损益	95	93	103	114
归属母公司净利润	1096	1191	1310	1469
EBITDA	1794	1834	2044	2238
EPS (元)	0.47	0.51	0.56	0.63

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	19.4%	8.0%	10.9%	9.2%
营业利润	-8.0%	6.3%	9.9%	12.0%
归属于母公司净利润	1.8%	8.6%	10.0%	12.2%
获利能力				
毛利率	55.0%	53.1%	53.5%	53.6%
净利率	35.5%	35.7%	35.4%	36.4%
ROE	15.3%	14.7%	14.5%	14.5%
ROIC	13.4%	12.1%	11.8%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	38.8%	37.9%	33.2%
净负债比率	27.98%	42.18%	45.36%	38.63%
流动比率	0.51	0.51	0.47	0.57
速动比率	0.42	0.44	0.40	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.25	0.25	0.25
应收账款周转率	23	20	21	21
应付账款周转率	3.85	3.60	3.49	3.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.51	0.56	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.77	0.85	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.46	3.87	4.33
估值比率				
P/E	15.36	14.14	12.86	11.46
P/B	2.35	2.08	1.86	1.66
EV/EBITDA	10	10	9	8

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。理学学士、管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

覆盖公司: 大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、楚天高速、皖通高速、宁沪高速、四川成渝、现代投资、赣粤高速、澳洋顺昌、亚通股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434