

2009-12-15

公路与铁路

赣粤高速 600269.SH

通行费收入稳步增长、核电投资带来成长性

◇ 报告起因：公司公告 11 月份车辆通行费收入同比增长 17.09%

◆ 在车辆通行费收入上具有相对优势，具有较强的竞争力：

公司目前经营的高速公路为江西省的优质高速公路线路，处于交通枢纽地位；车流量大且相对稳定，在车辆通行费收入上具有相对优势，从而具有较强的竞争力。

我们预计 2009 年公司全年通行费收入 251,724 万元，同比增长 10.14%；2010 年公司全年通行费收入 288,706 万元，同比增长 14.69%。

◆ 核电项目投资给公司带来成长性：

公司在彭泽建设核电项目的出资协议已经签署，在万安建设核电厂的合作投资意向也已经签署。一般情况下核电经营的毛利率在 40% 之上，水电经营的毛利率接近 40%，火电经营的毛利率在 20% 左右。

我们认为核电项目具有政府垄断性的特点，技术含量高、收益高，公司在核电项目上的投资将获得长期的稳定收益。就目前而言，项目前期投资大、工程建设期长，短期内没有业绩贡献；但从长期看，我们认为公司能够参与核电项目投资，由此带来的成长性显著的。

◆ 公司未来两年仍将收到财政补贴作为公司盈利补充，并享受税收优惠：

我们预计公司继续得到补贴的可能性很大，补贴金额为税前利润的 25%；公司实际已经连续 10 年得到江西省政府给予的财政补贴。公司于 2008 年 12 月再次被认定为高新技术企业，并获得《高新技术企业证书》，连续三年仍享受 15% 的所得税优惠政策。

◆ 公司业绩增长稳定、投资核电前景广阔，给予“买入”评级：

我们预测赣粤高速 2009-2011 年将实现营业收入 32.67、37.99 和 41.85 亿元，在不考虑财政补贴的情况下，EPS 分别为 0.46、0.55 和 0.62 元，对应 09 年、10 年和 11 年 PE 分别为 19 倍、16 倍和 14 倍。目前高速公路行业对沪深 300 的相对 PE 较历史均值有 36.66% 的折价，我们认为高速公路行业具有估值优势。

鉴于公司稳定的业绩增长和涉及核电行业的发展前景，我们给予公司 6 个月目标价为 10.45 元，对应 2010 年 19 倍 PE，建议为“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,468	3,086	3,267	3,799	4,185
营业收入增长率	33.46%	25.02%	5.88%	16.28%	10.17%
净利润（百万元）	1,097	1,096	1,070	1,295	1,463
净利润增长率	32.86%	-0.04%	-2.41%	21.08%	12.97%
EPS（元）	0.94	0.94	0.46	0.55	0.63
ROE	17.58%	15.45%	13.43%	14.52%	14.63%
P/E	9	9	19	16	14
P/B	2	1	2	2	2
EV/EBITDA	6	7	10	9	7

首次

买入

当前价格	8.77 元
目标价格	10.45 元
目标期限	6 个月

分析师：

丁贤达

021-22169173

dingxd@ebsecn.com

冯志刚

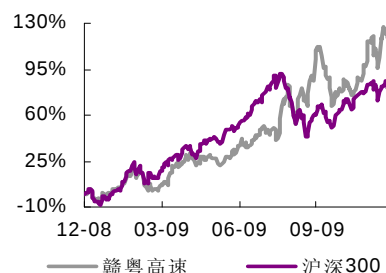
021-22169156

fengzg@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,335
总市值(百万元)	20,481
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	17.58/6.50
近 3 月日均成交量（百万股）	52.98
主要股东	江西高速公路投资发展（控股）有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.45	-4.16	35.32
绝对收益	11.29	4.65	118.11

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

宏观经济形势继续向好;

赣粤高速车辆通行费收入 09-11 年的年复合增长率为 11.42%;

公司 2009 年-2011 年实际所得税税率水平均为 19%。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点的不同之处在于,我们认为:随着经济形势的好转,未来两年公司所属路产的车流量增长将高于市场预期。

估值和目标价格

根据我们的盈利预测结果(不考虑财政补贴),公司 2009 年和 2010 年动态 P/E 水平分别为 19.06 倍和 15.94 倍,大体相当于高速公路行业上市公司的平均水平。

鉴于公司在车辆通行费收入上具有优势,以及投资核电建设带来新的成长性;我们给予“买入”的投资评级,6 个月的目标价为 10.45 元。

股价上涨的催化因素

我们认为以下因素可能推动公司股价上涨:

- 1、获得财政补贴,补贴金额为税前利润的 25%;
- 2、万安建设核电厂的方案被国家批准,列入核电发展规划;
- 3、公司车辆通行费收入快速增长超预期。

投资风险

我们认为影响公司发展的主要风险因素有:宏观经济增速放缓将制约公路运输需求增长;财政补贴的不确定性,如果财政补贴被取消,将严重影响业绩。

目 录

一、公司是江西省内最大的高速公路经营企业	1
公司实际控制人是江西省交通厅	1
公司主营业务收入以车辆通行费收入为主	1
公司地理位置优越、资产质量良好	2
公司主要控股子公司及参股公司	2
行权对公司 2010 年业绩摊薄有限	3
二、江西省经济快速发展，公路投资力度不断加大	3
江西省 GDP 增速高于全国平均水平	3
江西省民用汽车保有量年增速高于全国平均水平	4
江西省高速公路网是重要的交通枢纽	5
江西省公路投资力度不断加大	7
三、公司经营状况良好	7
公司具备多方面的优势	7
车辆通行费收入稳定增长	8
车辆通行费收入占收入比例将上升	9
核电项目发展战略为公司带来显著成长性	10
在建高速公路将成为公司新的利润增长点	11
四、盈利预测与投资建议	13
五、催化剂	14
六、风险因素	14

图目录

图 1: 江西省交通厅是公司实际控制人	1
图 2: 2008 年车辆通行费收入占公司主营业务收入的 74.72%	2
图 3: 2009 年 1-9 月江西省 GDP 增速高于全国水平	4
图 4: 汽车产销量高增长将带来汽车保有量高增长	4
图 5: 2008 年江西省民用汽车拥有量年增速高于全国平均水平	5
图 6: 江西省已建高速公路	6
图 7: 江西省在建高速公路	6
图 8: 公司经营路产车流量相对稳定	7
图 9: 2009 年 1-11 月车辆通行费收入累计同比增长 9.61%	9
图 10: 预计 2009 年车辆通行费收入占比将升至 77.78%	10
图 11: 澎湖高速是沿长江南岸的重要路段	11
图 12: 昌奉高速是中部地区高速公路网的重要路段	12
图 13: 目前高速公路行业相对 PE 对历史均值有 37.46% 的折价	13
图 14: 公司业绩增长和核电成长性带动股指上升	14

表目录

表 1: 公司目前主要运营的公路基本情况	2
表 2: 2008 年公司主要控股子公司经营状况及持股比例	3
表 3: 成功行权前后股本变化情况	3
表 4: “三纵四横”主骨架	5
表 5: 公司路产经营状况	9

一、公司是江西省内最大的高速公路经营企业

1998 年 3 月 31 日，赣粤高速以江西高速公路投资发展（控股）有限公司作为主发起人发起设立；2000 年 4 月，经中国证监会核准，公司向社会公开发行 A 股；2000 年 5 月 18 日，赣粤高速 A 股股票在上交所上市交易；2006 年 6 月 19 日，公司实施股权分置改革。目前公司无限售股，股份全流通。

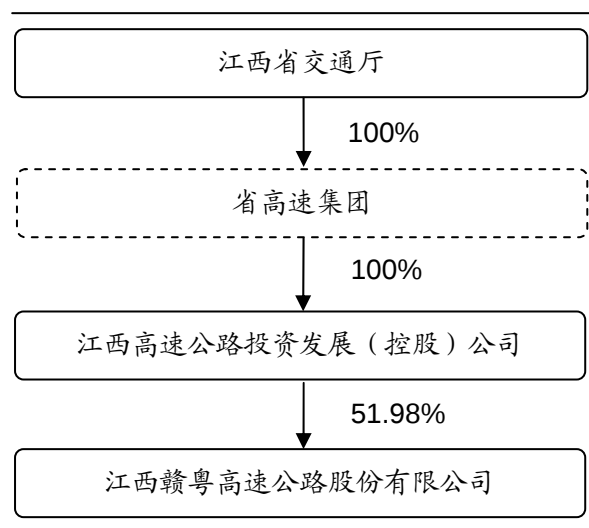
公司实际控制人是江西省交通厅

公司控股股东江西高速公路投资发展（控股）有限公司是隶属于江西省交通厅的国有独资公司，其实际控制人为江西省交通厅。

2009 年 11 月 28 日，经江西省人民政府批准，在公司控股股东——江西高速公路投资发展（控股）有限公司的基础上，组建了江西省高速公路投资集团有限责任公司（以下简称“省高速集团”）。江西省交通厅作为省高速集团出资人代表，依法行使出资人的权利和履行义务，实际控制人的地位没有改变。

图 1：江西省交通厅是公司实际控制人

公司股权结构图



资料来源：公司资料、光大证券研究所

根据省高速集团组建方案，公司控股股东的全部资产和债务（含公司的国有股权）划入省高速集团；江西公路开发总公司由省交通运输厅成建制划入省高速集团；省属高速公路的服务区、广告等资产全部划入省高速集团。我们认为，省高速集团组建后对全省高速公路推行统一的管理，有利于公司充分利用集团公司的资源来拓宽发展空间，进一步做强做优高速公路主业。

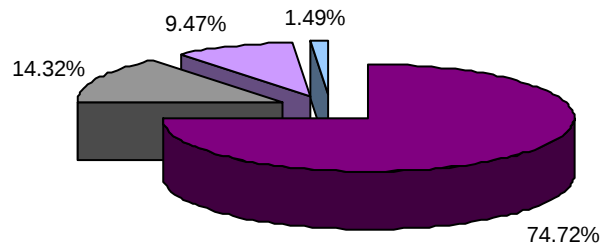
公司主营业务收入以车辆通行费收入为主

公司是一家地方性的高速公路运营公司，主营收入以收取车辆通行费为主；目前是江西省内最大的高速公路经营企业，公司管理和养护的高速公路里程共计 558 公里，占 2008 年底江西省高速公路通车里程 2316 公里的 24.09%。

2008 年公司主营业务收入中，车辆通行费收入、工程收入、房地产销售收入和租赁收入占比分别为 74.72%、14.32%、9.47%和 1.49%。

图 2：2008 年车辆通行费收入占公司主营业务收入的 74.72%

2008 年公司主营业务结构图



■ 车辆通行费收入 ■ 工程收入 ■ 房地产销售收入 ■ 经营租赁收入

资料来源：公司资料、光大证券研究所

其中公司车辆通行费收入的 2/3 来自过境车辆，特别是过境大货车对车辆通行费收入的贡献最大。随着我国高速公路网的不断完善和汽车运输方式向长途化、大型化的转变，预计过境货车流将保持增长。

公司地理位置优越、资产质量良好

公司属于运输辅助行业，主要经营的高速公路有昌九高速、昌樟高速、昌泰高速、九景高速、温厚高速和银三角互通立交等。公司拥有的昌九、昌樟（含昌傅段）、昌泰三条高速公路首尾相接，连同南端的泰赣高速、赣定高速共同组成纵贯江西直通广东的纵向动脉，是江西省目前唯一的贯通南北的高速公路主干道，是我国华北、华中地区与华南地区沟通的主干道之一。公司的公路资产均处于江西省高速公路网的主骨架上，又处在国家公路网承接南北、贯通东西的中间位置。

表 1：公司目前主要运营的公路基本情况

公路	里程(Km)	车道	公司经营时限
昌九高速	137.6	双向四车道	1998 年-2027 年
昌樟高速	70	双向四车道	1998 年-2027 年
昌傅高速	33	双向四车道	2001 年-2030 年
昌泰高速	148.1	双向四车道	2003-2033 年
九景高速	133.64	双向四车道	2006 年 6 月-2031 年
温厚高速	35.5	双向四车道	2006 年 6 月-2028 年
彭湖高速*	63.5	双向四车道	在建，30 年收费年限
昌奉高速*	36	双向四车道	在建，30 年收费年限

资料来源：公司资料、光大证券研究所

公司主要控股子公司及参股公司

截止 2008 年末，公司下辖昌樟和九景两个管理处，以及 10 个主要控股

子公司。

表 2：2008 年公司主要控股子公司经营状况及持股比例

公司名称	净资产 (万元)	净利润 (万元)	持股比例
江西昌泰高速公路有限责任公司	204856	38984	76.67%
江西方兴科技有限公司	4784	453	100.00%
江西赣粤高速公路工程有限责任公司	11945	473	51.89%
江西赣粤高速公路养护工程有限责任公司	2492	382	100.00%
江西嘉圆房地产开发有限责任公司	10617	1134	100.00%
上海嘉融投资管理有限公司	6922	(243)	100.00%
江西省赣粤高速设备租赁有限公司	1501	110	80.27%
江西省嘉和工程咨询监理有限公司	1354	233	56.00%
江西高速广告装饰有限公司	734	129	80.00%
江西省嘉恒实业有限公司	68	(45)	100.00%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

行权对公司 2010 年业绩摊薄有限

2008 年 1 月 28 日，公司发行 12 亿的 6 年期分离交易可转债，同时派发 5640 万份认股权证。发行分离交易可转债的募集资金以及所附认股权证持有人行权所募集的资金用于支付收购温厚高速和九景高速应付的 30 亿元收购价款。

认股权证持有人有权在权证上市满 12 个月之日的前 10 个交易日、以及满 24 个月之日的前 10 个交易日内行权。2009 年 2 月 27 日的前 10 个交易日，无持有人行权；2010 年 2 月 27 日的前 10 个交易日，公司将有 5640 万份认股权证，行权比例为 1: 2，每股 10.04 元的方式行权。

表 3：成功行权前后股本变化情况

	数量
行权股票数（亿份）	1.13
行权成功可融资额（亿元）	11.33
行权前总股本（亿份）	23.35
行权成功后总股本（亿份）	24.48
摊薄业绩比例	-4.61%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

在不考虑节约财务费用的情况下，成功行权将摊薄 2010 年业绩比例为 -4.61%。但考虑成功行权将节约 11.33 亿融资金额所对应的财务费用，进而增加公司净利润，因此实际摊薄 2010 年业绩的比例将小于 -4.61%，我们认为有限的。

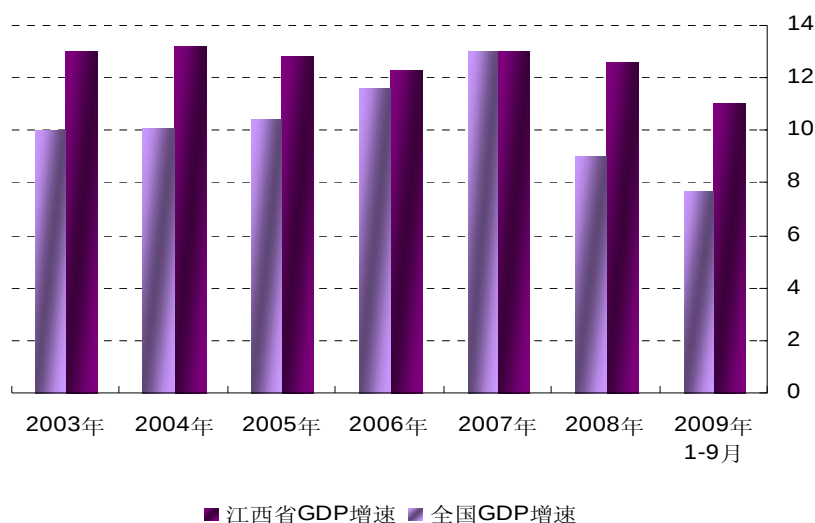
二、江西省经济快速发展，公路投资力度不断加大

江西省 GDP 增速高于全国平均水平

公路行业景气程度与国内经济形势高度相关，公路行业需求的源泉是经济发展，经济发展带来货物和人员的流动。

2008 年江西省经济以较快速度增长，全省 GDP 为 6,480.3 亿元，比上年增长 12.6%。2009 年 1-9 月，江西省 GDP 增长为 11%，高于全国平均水平。

图 3：2009 年 1-9 月江西省 GDP 增速高于全国水平
江西省 GDP 增速与全国 GDP 增速比较（单位：%）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

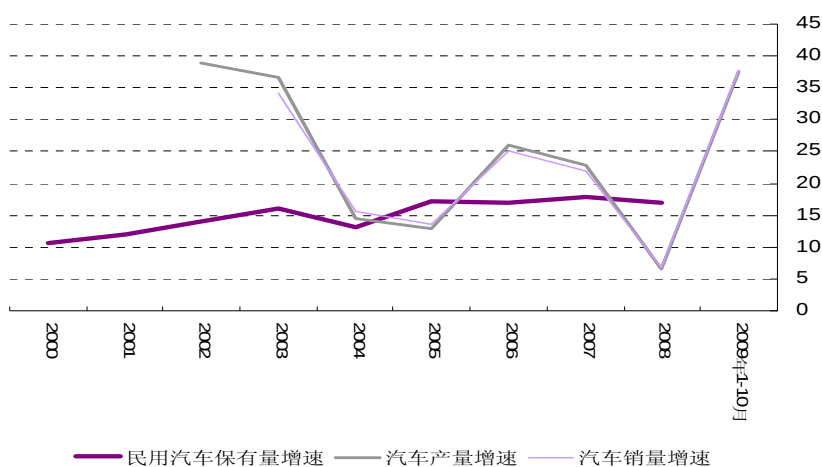
我们认为省内车辆的客货周转量增速与江西省 GDP 增速显著相关，过境车辆的客货周转量增速与全国 GDP 增速显著相关。我们预计 2009 年和 2010 年全国 GDP 增速分别为 8.5% 和 9.6%，江西省 GDP 增速将继续高于全国平均水平，综合而言都会推动江西省公路客货周转量快速上涨。

江西省民用汽车保有量年增速高于全国平均水平

2009 年 1-10 月，国内汽车产量增速为 37.51%、销量增速为 37.71%。2008 年民用汽车保有量增速为 17.01%，预计 2009 年保有量增速将在 25% 以上，2010 年保有量增速也能保持在 20% 左右的高位。新增的汽车保有量通常都会表现为车流量的增加。

图 4：汽车产销量高增长将带来汽车保有量高增长

2000 年以来民用汽车保有量、汽车产量和汽车销量增速走势图（单位：%）

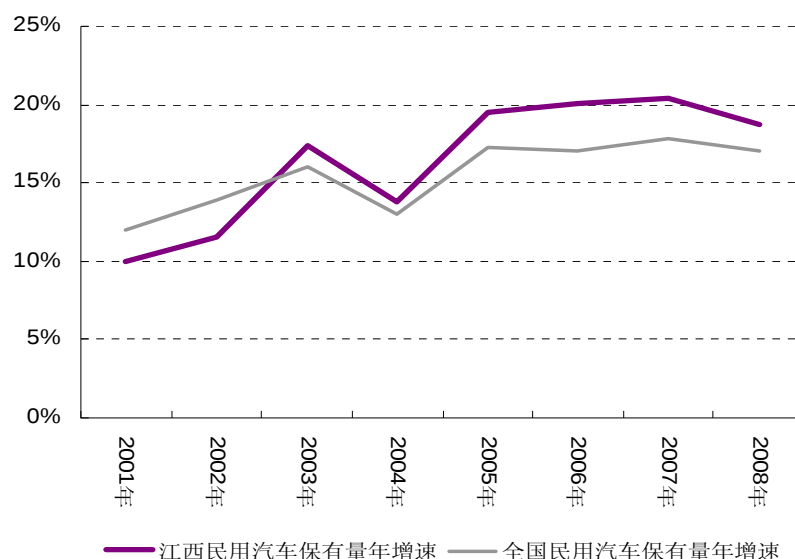


资料来源：国家统计局，中汽协，光大证券研究所

2008 年江西省民用汽车拥有量为 82.97 万辆，比上年增长 18.70%，高于全国平均水平。我们预计 2009 年和 2010 年，江西省民用汽车保有量增速仍将高于全国平均水平。

图 5：2008 年江西省民用汽车拥有量年增速高于全国平均水平

江西省民用汽车拥有量年增速与全国民用汽车拥有量增速比较



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

江西省高速公路网是重要的交通枢纽

江西省高速公路网是国家高速公路网的重要组成部分，承担着省际间的大部分客货运输，是省际陆路大通道。根据《国家高速公路网规划》，全国的高速公路网由 7 条北京放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西向横线组成，总规模约 8.5 万公里；其中经过江西省境内的有 2 条南北纵向线，5 条东西横向线和 2 条联络线。

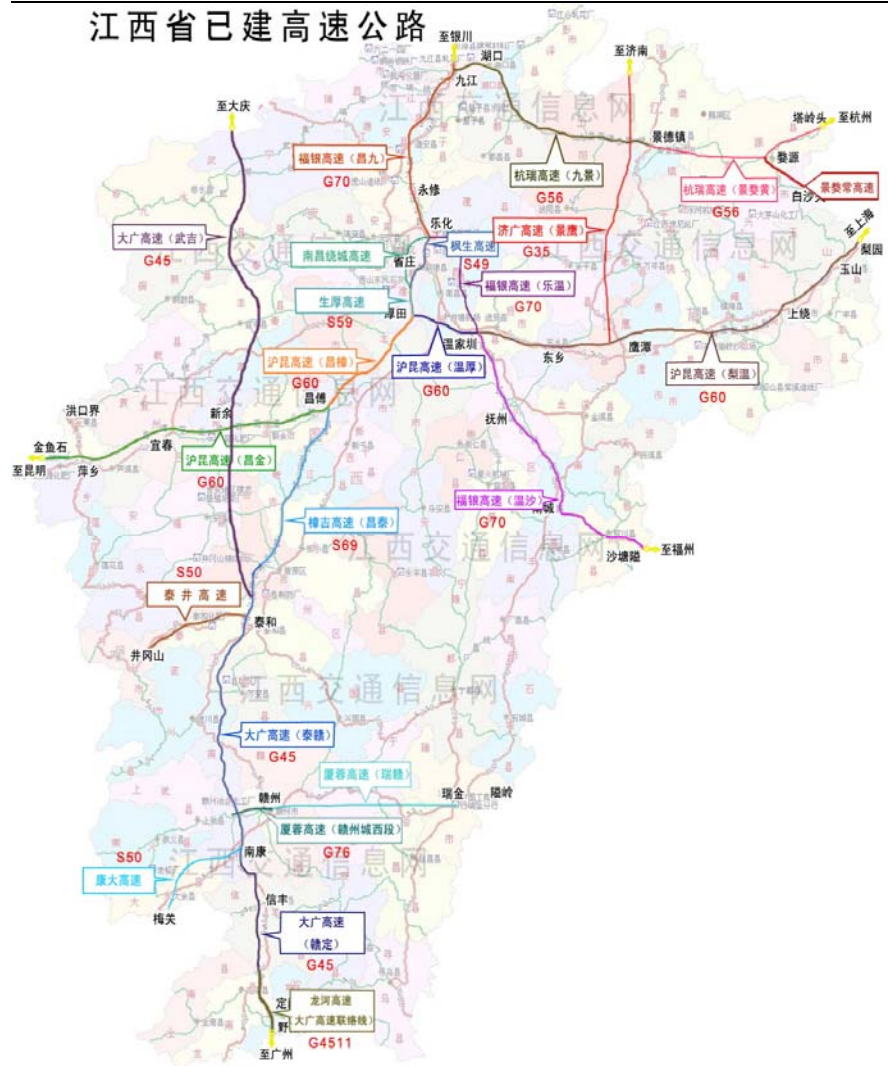
表 4：“三纵四横”主骨架

	路线	起止	里程（公里）
三纵	济南-广州线江西段	浮梁（桃墅岭）— 寻乌（牛埃石）	632
	福州-银川线江西段	黎川（沙塘隘）— 九江长江二桥	358
	大庆-广州线江西段	武宁（五里凸）— 龙南（中村坳）	590
	杭州-瑞丽线江西段	婺源（塔岭头）— 瑞昌（界首）	335
四横	上海-昆明线江西段	玉山（梨园）— 萍乡（金鱼石）	523
	泉州-南宁线江西段	石城县（五里亭）— 莲花县（界化垅）	331
	厦门-成都线江西段	瑞金（隘岭）— 崇义（文英）	244

资料来源：江西省交通厅、光大证券研究所

2008 年底，江西省调整了高速公路建设目标，把 2012 年高速公路通车里程目标由原计划的 3500 公里调整为 4000 公里，规划建成 17 条高速公路。到 2015 年，提前 5 年完成《江西省 2020 年高速公路网规划》中的高速公路建设任务。预计到 2012 年年底，江西省高速公路通车总里程将突破 4000 公里，达到 4374 公里，省高速公路网规划的“三纵四横”主骨架将全部建成，全省高速公路网络基本形成；还将打通 22 个出省通道，实现 91 个县（市、区）通高速公路。

江西省高速公路交通图



资料来源：江西省交通厅、光大证券研究所

江西省高速公路交通图



资料来源：江西省交通厅、光大证券研究所

江西省公路投资力度不断加大

2008 年，江西省着力加大交通基础设施建设，公路建设再上新台阶。全省公路建设投资完成 178.36 亿元，新增高速公路 110 公里，在建高速公路达到 823 公里，2008 年底高速公路通车里程达到 2316 公里，路网不断完善。2009 年全省将安排交通基础设施建设投资额 205.5 亿元，其中公路建设 198.74 亿元。根据调整后的高速公路建设目标，预计未来几年江西省高速公路建设投资将不断加大，路网结构将不断完善，交通枢纽地位将不断加强。

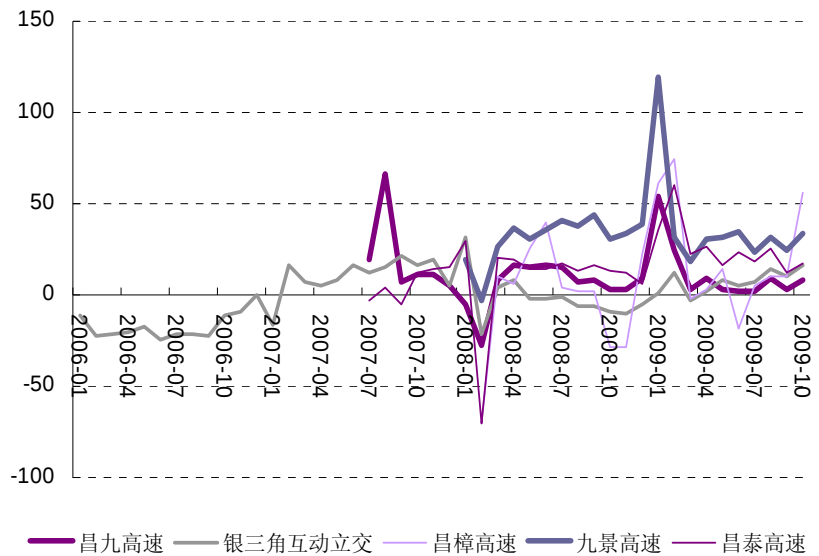
三、公司经营状况良好

公司具备多方面的优势

1、位置优势：公司地处我国中部地区江西省，江西省位于华东、华中和华南三大经济区的交汇点，是沿海与内地的结合处，是全国重要的交通枢纽省份。公司目前经营的高速公路为江西省的优质高速公路线路，车流量大且相对稳定，在收费收入上具有相对优势，从而具有较强的竞争力。

图 8：公司经营路产车流量相对稳定

近几年公司经营路产月同比增速（单位：%）



资料来源：公司资料、光大证券研究所

根据国家和江西省高速公路网规划，公司所经营的纵向路产与东侧的大庆-广州线江西段、西侧的济南-广州线江西段构成平行竞争关系。我们认为大广线主要与京珠线形成竞争关系，已通车的江西省内武宁-吉安段对公司过境车辆的分流有限；济广线的鹰潭-瑞金段在 2010 年完成后对南下福建的车辆有部分分流，而对南下广东的车辆分流须等到 2015 年江西、广州段的全线贯通。因此，未来几年车辆分流对公司经营的影响是有限的。

昌九城际铁路的通车，在客运方面将带来一定的分流；但是由于昌九高速过境车辆比例较高，降低了城际铁路带来的负面影响。另外，公路运输是提供门到门的服务，一次装卸；而通过铁路运输，至少两次装卸，更适合于大宗货物的运输，而且站点数有限。商务旅客使用的公车和居民的自驾车出行受铁路分流的影响很小。因此，昌九城际铁路对公司路产分流影响有限。

2、政策扶持优势：江西省人民政府于 2002 年 1 月 29 日赣府文〔2002〕6 号文明确，为加快江西省高速公路建设，同意继续给予本公司及控股子公司财政补贴的支持政策。公司实际已经连续 10 年得到该项财政补贴，并且继续得到补贴的可能性很大。

3、高科技企业优势：公司于 2008 年 12 月再次被认定为高新技术企业，并获得《高新技术企业证书》，连续三年仍享受 15% 的所得税优惠政策。

4、成本控制优势：公司目前是江西省内最大的高速公路管养企业，管养里程在高速公路类上市公司位居前列，公司的高速公路管养业务具备明显的规模效应，在节约管养成本和培育创新能力上具备大企业的规模优势。

5、内部管理优势：公司作为江西省唯一一家高速公路上市公司，实行现代企业管理制度，内部操作实现了规范化管理。公司注重经营成本控制和风险防范，资产质量和收益水平逐年提高。

车辆通行费收入稳定增长

2008 年公司实现营业收入 308,572.32 万元，比上年同期增长 19.36%，其中，通行费收入 228,557.46 万元，比上年同期增长 3.81%。2008 年路产经营毛利率下降的原因是 2008 年初南方地区受到特大的雨雪冰冻

灾害；受全球金融危机影响，东南沿海进出口业务、区域经济发展放缓，对客货运输的需求有所减少。

表 5：公司路产经营状况

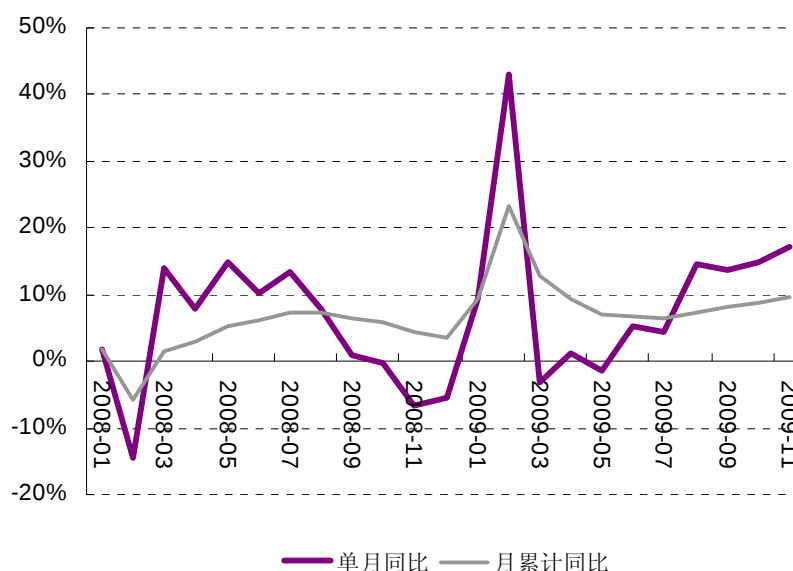
	收入（百万元）			毛利率	
	2007 年	2008 年	同比增长	2007 年	2008 年
车辆通行费收入	2,201	2,285	3.81%	75.16%	69.57%
昌九高速					
银三角互通立交	646	699	8.09%	72.26%	70.07%
昌樟、昌傅高速	550	573	4.26%	75.97%	70.95%
九景高速	219	241	10.13%	57.59%	47.65%
温厚高速	129	135	4.90%	68.28%	53.96%
昌泰高速	656	635	-3.13%	84.57%	79.42%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

从 2008 年各路产经营的毛利率来看，昌泰高速、昌樟高速（含昌傅高速）和昌九高速（含银三角互通立交）分别为 79.42%、70.95%和 70.07%，达到优质路产的水平；温厚高速经营的毛利率水平为 53.96%，也达到成熟路产的水平；在没有大修的情况下，这些路产经营的毛利率水平将维持在较高水平。2008 年，九景高速经营的毛利率为 47.65%，主要是因为在进行技术改造试验；2009 年 6 月至 11 月期间，九景高速进行了全面的技术改造；预计随着技改的完成，未来几年九景高速经营的毛利率水平有望逐步提高。

图 9：2009 年 1-11 月车辆通行费收入累计同比增长 9.61%

2008 年以来公司车辆通行费收入单月同比与月累计同比



资料来源：公司资料、光大证券研究所

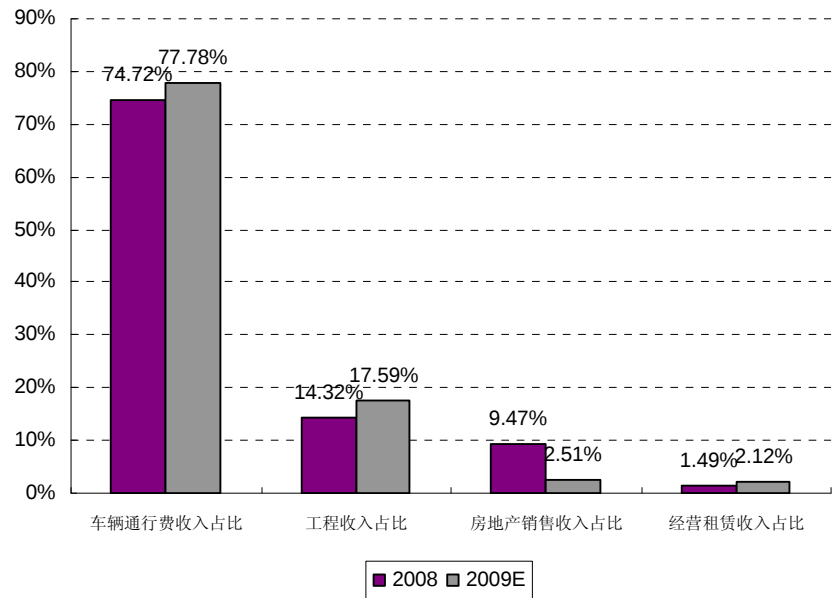
2009 年 11 月份公司车辆通行费收入 21,829 万元，同比增长 17.09%；1-11 月份车辆通行费累计收入 227,721 万元，较去年同期增长 9.61%。我们预计 2009 年公司全年通行费收入 251,724 万元，同比增长 10.14%；2010 年公司全年通行费收入 288,706 万元，同比增长 14.69%。

车辆通行费收入占收入比例将上升

随着公司车辆通行费收入的稳步增长，占公司收入的比例将上升。我们预计 2009 年车辆通行费收入占收入比将上升到 77.78%。

图 10：预计 2009 年车辆通行费收入占比将升至 77.78%

公司主营业务收入占比图



资料来源：公司资料、光大证券研究所

由于公路建设投资力度的加大，预计 2009 年公司工程收入将有 30%以上的增长，占主营业务收入比将升至 17.59%。公司的租赁业务主要与工程机械相关，预计 2009 年将有 50%以上的增长，占比将升至 2.12%。而房地产销售收入下降较为明显，主要原因是 2008 年末房地产开发存货较少，近期开发项目尚未完工。预计 2009 年房地产销售收入占主营业务收入比将下降到 2.51%。如果未来公司能在修建公路时获得沿途相关的房地产开发配套项目，将使得公司房地产销售收入大幅增长。

核电项目发展战略为公司带来显著成长性

多元化发展是公司的重要战略，公司关注其他基础设施行业的投资机会。目前公司在核电建设项目上已经有所行动：在彭泽建设核电项目的出资协议已经签署，在万安建设核电厂的合作投资意向也已经签署。

彭泽核电项目：公司拟出资 20%与中电投、赣能股份、深南电共同投资，该项目规划建设 4 × 125 万千瓦 AP1000 核电机组，项目分两期进行；中电投出资比例为 55%，赣能股份出资比例为 20%，深南电出资比例为 5%。美国西屋公司设计的 AP1000 属于第三代革新型先进 PWR 核电站。AP1000 通过独特的非能动安全系统设计，使反应堆设计更加简单，堆芯损毁概率可忽略不计，提高了核电站的安全性和可靠性；实行模块化设计与建造，有利于提高核电站建造质量和标准化程度；配备行业最先进的全数字化仪表和控制系统，使核电站的运营更加简便。彭泽核电项目已经被审批列入国家核电发展规划，预计该项目一期工程将在 2009 年年底左右开工，投资约为 350 亿，资本金约 70 亿元，公司的资本金出资比例约为 14 亿元，工程期约 5 年；项目公司首期注册资本金为 7.27 亿元，项目后续资本金依据进度分期投入，公司首期出资为 1.45 亿元。

万安烟家山核电项目：公司拟出资与中核集团、赣能股份合作投资。三方出资比例拟为：中核集团出资比例为 51%，公司和赣能股份共同出资比例为 49%，公司和赣能股份的最终股份比例由江西省发展和改革委员会

会（能源局）确定。目前该项目正在等待国家相关部门的审批。

一般情况下核电经营的毛利率在 40% 之上，水电经营毛利率接近 40%，火电经营毛利率在 20% 左右。彭泽和万安是经考察后、国家认定的江西省内适合建设核电项目仅有的两个地点；我们认为核电项目具有政府垄断性的特点，技术含量高、收益高，公司在核电项目上的投资将获得长期的稳定收益。就目前而言，项目前期投资大、工程建设期长，短期内没有业绩贡献；但从长期看，我们认为公司能够参与核电项目投资，由此带来的成长性显著的。

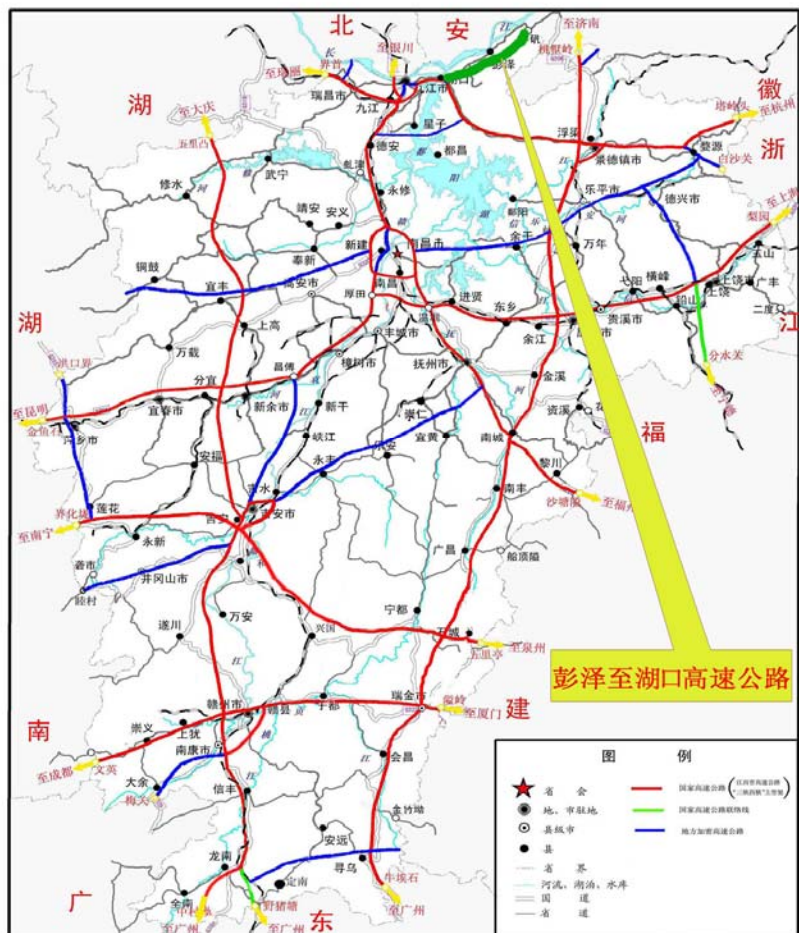
在建高速公路将成为公司新的利润增长点

2009 年 10 月至 2011 年 10 月，公司将投资 4.04 亿元建设彭湖高速二期工程项目，彭湖高速是地方加密高速，是江西省北部与安徽省联络的重要高速公路，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》，项目建成后将打通江西、安徽出省主要通道，形成南京 - 芜湖 - 铜陵 - 安庆 - 九江的沿长江南岸的高速公路通道。

图 11：彭湖高速是沿长江南岸的重要路段

江西省 2020 年高速公路网规划示意图

江西省2020年高速公路网规划示意图



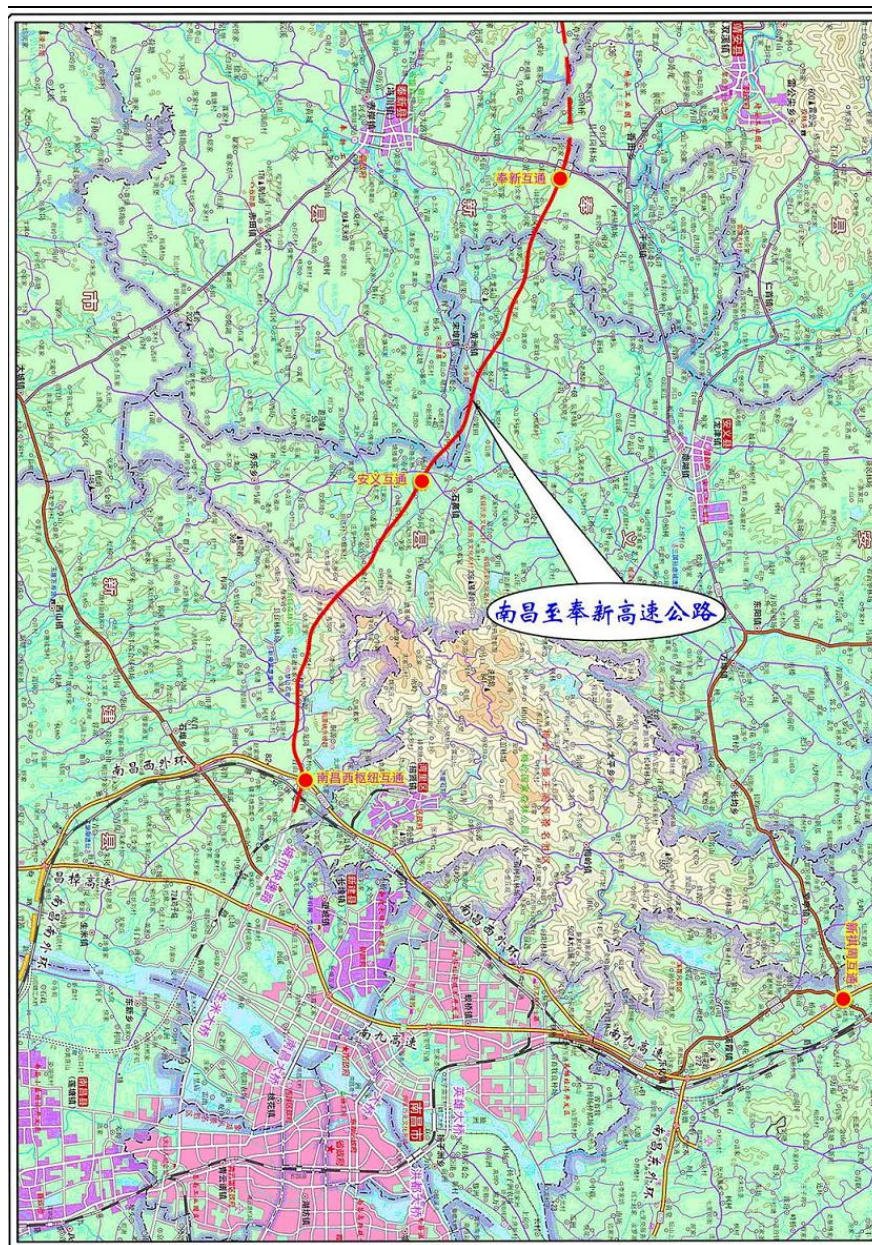
江西省交通厅

资料来源：江西省交通厅、光大证券研究所

2009 年 8 月至 2011 年 10 月，公司将投资 17.96 亿建设南昌至奉新高速公路。昌奉高速是地方加密高速公路，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，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》，建成后南昌至奉新的路程将缩短 15 公里以上；南昌至长沙段全线建成后，南昌至长沙的距离将缩短 107 公里。

图 12：昌奉高速是中部地区高速公路网的重要路段

昌奉高速规划示意图



资料来源：江西省交通厅、光大证券研究所

彭湖高速建设造价大约为 3600 万/公里，昌奉高速由于须开凿 5 公里的隧道，建设造价大约 4000 万/公里；两条高速的造价总体上在国内处于较低水平。我们认为，彭湖高速和昌奉高速建成后将作为公司新的利润增长点，能够保证公司经营和盈利能力的连续性和稳定性。

四、盈利预测与投资建议

基本假设

我们对赣粤高速进行盈利预测的基本假设包括：

- 1、公司车辆通行费收入 2009-2011 年分别同比增长 10.14%、14.69% 和 9.49%；
- 2、公司工程收入 2009-2011 年分别同比增长 30.00%、20.00% 和 10.00%；
- 3、房地产销售收入 2009-2011 年分别同比增长-72.00%、20.00% 和 20.00%；
- 4、经营租赁收入 2009-2011 年分别同比增长 50.00%、40.00% 和 20.00%；
- 5、公司经营路产保持目前状况不变；
- 6、公司 2009-2011 年实际所得税税率水平均为 19%。

盈利预测

在上述盈利预测基本假设的基础上，我们预测赣粤高速 2009-2011 年将实现营业收入 32.67、37.99 和 41.85 亿元，EPS 分别为 0.46、0.55 和 0.63 元。

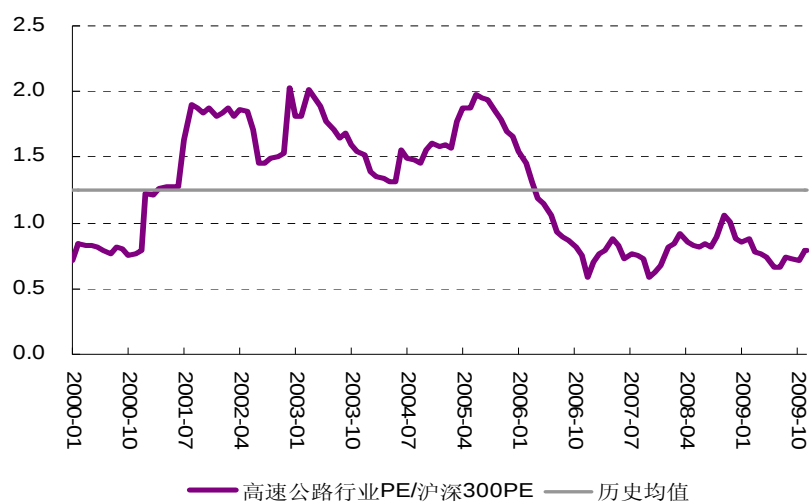
如果每年均能获得税前净利润 25% 的财政补贴，2009-2011 年 EPS 将分别为 0.54、0.65 和 0.74 元。

估值

按 12 月 15 日收盘价计算，高速公路行业对沪深 300 的相对 PE 为 0.78，低于相对 PE 的历史均值 1.25，折价率为 37.46%。我们认为高速公路行业具有估值低的优势。

图 13：目前高速公路行业相对 PE 对历史均值有 37.46% 的折价

2000 年以来高速公路行业相对 PE 及相对 PE 历史均值走势图

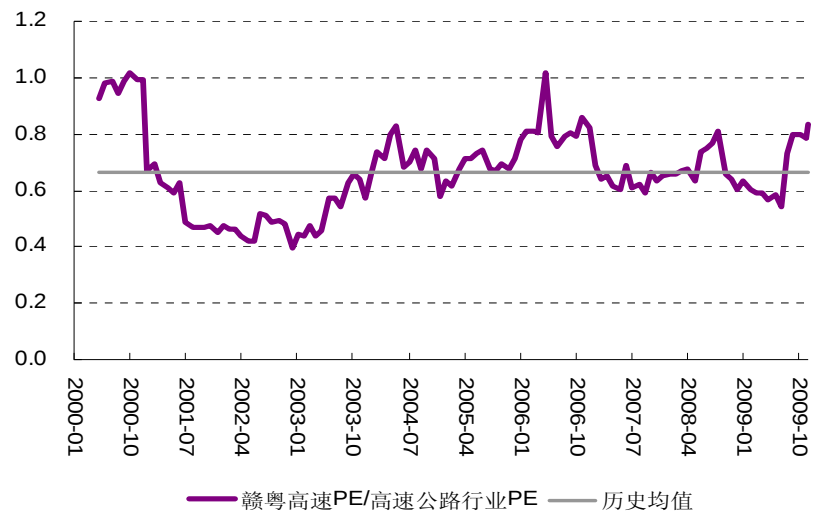


资料来源：Wind、光大证券研究所

按 12 月 15 日收盘价计算，公司对高速公路行业的相对 PE 为 0.84，相对 PE 的历史均值 0.66，溢价率为 26.43%。我们认为公司处于重要的交通枢纽地区、业绩的稳定增长，以及投资核电建设带来新成长性，能够支持估值的继续上行。

图 14：公司业绩增长和核电成长性带动股指上升

公司上市以来相对 PE 及相对 PE 历史均值走势图



资料来源：Wind、光大证券研究所

投资建议

基于我们的盈利预测（不考虑财政补贴），对应 2009 年、2010 年和 2011 年 PE 分别为 19 倍、16 倍和 14 倍。鉴于公司稳定的业绩增长和涉及核电行业的发展前景，我们给予公司 6 个月目标价为 10.45 元，对应 2010 年 19 倍 PE，建议为“买入”评级。

五、催化剂

我们认为以下因素可能推动公司股价上涨：

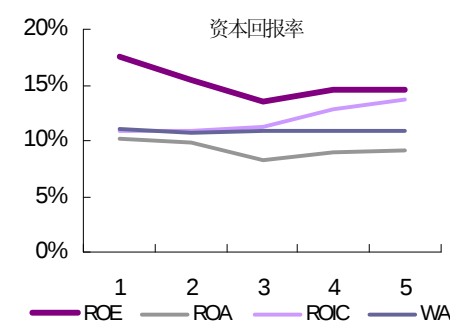
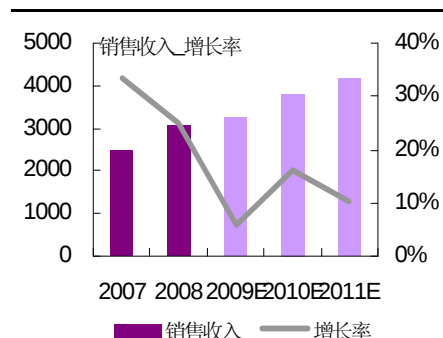
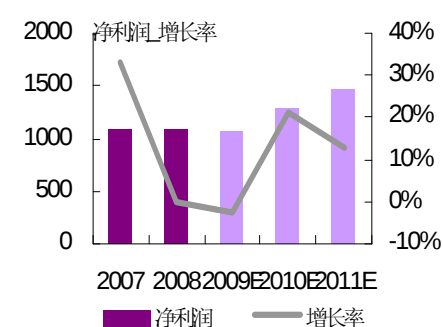
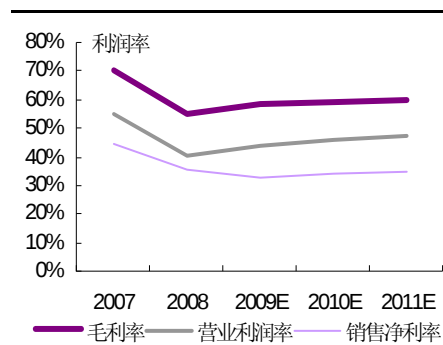
- 1、获得财政补贴，补贴金额为税前利润的 25%；
- 2、万安建设核电厂的方案被国家批准，列入核电发展规划；
- 3、公司车辆通行费收入快速增长超预期。

六、风险因素

我们认为影响公司发展的风险因素有：

- 1、宏观经济增速放缓将制约公路运输需求增长；
- 2、财政补贴的不确定性，如果财政补贴被取消，对公司业绩及市场信心有严重影响；
- 3、在建公路与核电项目投资金额大、建设周期长，短期内现金流压力较大。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,468	3,086	3,267	3,799	4,185
营业成本	730	1,388	1,362	1,543	1,673
EBITDA	1,750	1,675	2,084	2,458	2,740
折旧和摊销	507	582	647	716	790
销售费用	12	6	7	8	8
管理费用	80	148	196	228	251
财务费用	209	209	157	156	151
公允价值变动损益	2	-2	0	0	0
投资收益	9	20	20	24	27
营业利润	1,360	1,243	1,441	1,744	1,969
利润总额	1,097	1,096	1,420	1,719	1,942
少数股东损益	92	95	81	97	110
归属母公司净利润	1,096.59	1,096.18	1,069.71	1,295.24	1,463.26

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	11,604	12,169	13,998	15,588	17,137
流动资产	1,168	1,124	1,489	2,251	3,037
货币资金	568	510	854	1,526	2,245
交易型金融资产	11	0	0	0	0
应收帐款	92	161	163	190	209
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	67	59	62	73	81
存货	410	194	204	231	251
可供出售投资	84	467	467	467	467
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	85	108	115	125	136
固定资产	9,885	9,656	10,881	11,594	12,253
无形资产	135	130	124	117	111
总负债	4,844	4,459	5,436	5,996	6,381
无息负债	2,811	2,285	2,631	3,170	3,535
有息负债	2,032	2,174	2,806	2,826	2,846
股东权益	6,761	7,711	8,562	9,592	10,757
股本	1,168	1,168	2,335	2,335	2,335
公积金	3,323	3,576	2,617	2,853	3,116
未分配利润	1,898	2,594	3,192	3,916	4,734
少数股东权益	474	546	626	724	834

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1,652	1,757	2,160	2,560	2,648
净利润	1,097	1,096	1,070	1,295	1,463
折旧摊销	507	582	647	716	790
净营运资金增加	-459	708	482	223	644
其他	507	-629	-38	325	-249
投资活动产生现金流	-963	-2,529	-1,992	-1,391	-1,389
净资本支出	-888	-278	2,028	1,429	1,431
长期投资变化	85	108	0	0	0
其他资产变化	-160	-2,358	-4,020	-2,820	-2,820
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	1,168	0	0
债务净变化	641	142	632	20	20
其它长期负债变化	-446	-526	346	539	365
净现金流	-147	-86	344	671	719

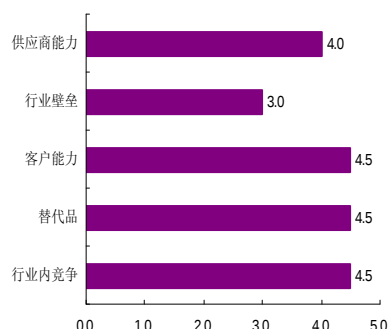
资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	33.46%	25.02%	5.88%	16.28%	10.17%
净利润增长率	32.86%	-0.04%	-2.41%	21.08%	12.97%
EBITDA 增长率	48.93%	-4.30%	24.43%	17.95%	11.48%
EBIT 增长率	49.03%	-4.30%	-5.84%	18.94%	11.60%
EPS 增长率	32.86%	-0.04%	-51.21%	21.08%	12.97%
估值指标					
PE	9	9	19	16	14
PB	2	1	2	2	2
EV/EBITDA	6	7	10	9	7
EV/EBIT	6	7	14	11	10
EV/NAPLAT	11	10	17	14	12
EV/Sales	4	4	7	6	5
EV/IC	2	1	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	-	55.01%	58.31%	59.39%	60.02%
EBITDA 率	70.90%	54.27%	63.78%	64.70%	65.47%
EBIT 率	70.90%	54.27%	48.27%	49.37%	50.01%
税前净利润率	62.45%	47.49%	43.46%	45.26%	46.41%
税后净利润率	44.43%	35.52%	32.74%	34.09%	34.96%
ROA	10.24%	9.79%	8.22%	8.93%	9.18%
ROE	17.58%	15.45%	13.43%	14.52%	14.63%
ROIC	14.14%	13.38%	13.88%	15.87%	16.91%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.06	0.02	-0.07	-0.13	-0.18
资产负债率	41.74%	36.64%	38.84%	38.46%	37.23%
流动比率	0.39	0.51	0.71	0.85	1.01
速动比率	0.25	0.42	0.61	0.76	0.93
每股指标					
EPS	0.94	0.94	0.46	0.55	0.63
每股红利	0.00	0.00	0.13	0.16	0.18
每股经营现金流	-	1.50	0.93	1.10	1.13
每股净资产	5.79	6.60	3.67	4.11	4.61
每股销售收入	2.11	2.64	1.40	1.63	1.79
每股 EBITDA	1.50	1.43	0.89	1.05	1.17

资料来源：光大证券、上市公司

行业竞争分析 波特 5 力原则

【4.1】



各单项最高分均为 5 分

较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分

供应商议价能力

【4.5】

公司主要供应商是建设收费公路的承包商，公司对其有很强的议价能力。公司实际控制人是江西省交通厅，在通行费收入、路产建设投资和其他重大项目投资、路产收购以及财政补贴上，易于得到政府及主管部门的支持。

进入壁垒

【4.5】

公司所属行业具有地域垄断性和政府垄断性的特点。

客户议价能力

【4.5】

公司主要客户是收费公路的通行者，车辆通行费费率由政府制定，一般不易变动。

替代品

【3.0】

相同走向道路分流，城际高铁分流，都会对公司业绩产生不利影响。

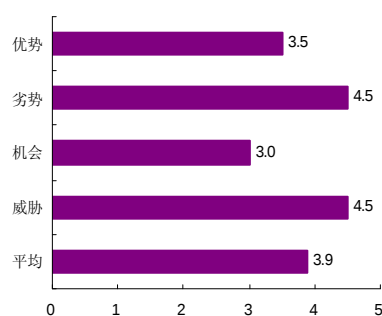
行业内部竞争

【4.0】

公司路产质量总体优于同一区域的其他路产。

公司 SWOT 分析

【3.9】



评分说明：

各单项的最高分均为 5 分；平均分数越高越好。

竞争优势

【4.5】

公司所处地区属于交通枢纽，公司经营优质路产，公司现金流充足。

竞争劣势

【3.0】

高速收费权有时限，道路维修或改扩建会影响车流量增长，同时面对其他公路、城际高铁的竞争。

机会

【4.5】

政府支持、现金充足，修建或者收购新路产、投资核电建设。

威胁

【3.5】

经济发展增速减慢，将影响行业景气度，放缓公司业绩增长；政府财政补贴取消，将严重影响公司业绩。

2009-12-15 赣粤高速

分析师介绍

冯志刚，2007年12月加盟光大证券研究所，交通运输行业资深分析师。2003-2005年先后荣获新财富最佳分析师评选家电行业第三、第二名；2006-2007年，获“新财富”最佳分析师评选航空运输行业入围，2008年获“新财富”最佳分析师评选交通运输行业入围。1995-1998年，就职于原对外贸易经济合作部运输司；2002年毕业于上海财经大学金融学院；2002-2005年，就职于申银万国证券研究所；2005-2007年就职于国泰君安证券研究所。

丁贤达，金融学硕士，2008年加入光大证券研究所任钢铁行业助理分析师，目前任交通运输行业分析师。

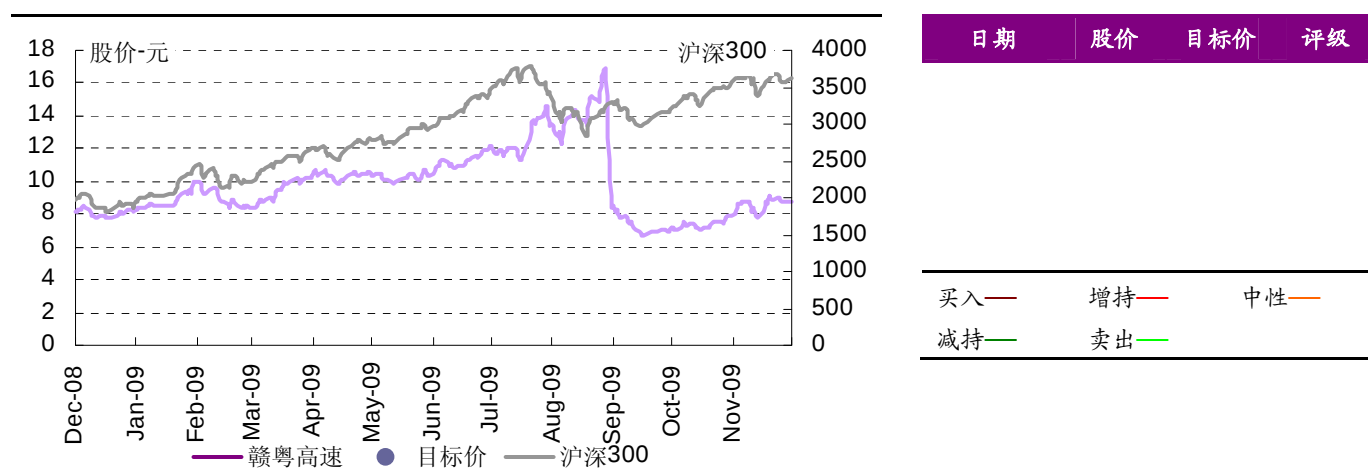
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

赣粤高速（600269）

分析师：



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。