

高速公路III



王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

赣粤高速（600269）

一月份通行费收入超预期

强烈推荐（维持）

2010年2月10日

投资要点

事件：

2010年1月份公司车辆通行费收入242,436,709元，与2009年1月份车辆通行费收入199,884,324元相比，同比增长21.29%。其中昌九增速为12.87%，昌樟23.95%，昌泰33.11%，九景7.56%，温厚31.71%，银三角立交20.05%。

点评：

- 区域经济的增长以及过境货车的回升拉动公司收入增长，参考公司1月份数据，我们略微上调公司10年EPS为0.51元（比原预测提高0.02元），若考虑可能获得的补贴，预计公司09-11年EPS为0.49, 0.58, 0.56元。
- 估值方面，考虑公司的再投资能力，对公司现金流进行估值。谨慎起见，选择公司历史平均的ROA水平，取ROA=7.43%，预测再投资回报率，贴现率选择WACC=8.29%（其中股权成本9.55%，债权成本4.5%）。考虑现有股权投资价值为每股0.58元，公司总价值为每股10.81-13.78元。若能维持历史平均的ROIC水平，达到12.74%，则公司价值为每股13.76-17.50元。
- 按业务拆分估值，公司按业务可以大体拆分成路产和相关业务、核电站、股权投资、财政补贴四部分，其中路产及相关业务的每股估值为6.97元；彭湖核电站一期为0.98元，二期约为0.90元，烟家山核电站尚未公布具体股权比例和投资额度，暂不考虑；股权价值为0.58元，未来补贴和税收优惠的价值为0.51元，合计为9.94元（其中WACC=8.29%）。
- 公司当前PE17.3倍，处于同行业较低水平（公路平均23倍），远低于沪深300的25倍，维持强烈推荐评级。

点评报告：新股东背景下扩张的第一步 2010-1-21**事件：**

公司公告主要内容如下：

- 1、同意在省内规划建设的高速公路项目中继续优先考虑赣粤高速参与投资建设（注：省高速集团已将奉新至铜鼓高速公路的投资、建设、运营管理直接授予本公司，并经本公司第四届董事会第九次会议审议通过）；同意启动收购赣粤高速持有的工程公司、养护公司等施工类企业股权资产的工作（注：现已着手开展资产评估等前期准备工作）；
- 2、同意将公司持有的国盛证券 3700 万股股权及 2500 万元次级债权，以协议方式定向转让给赣粤高速；
- 3、承诺自 2010 年 1 月 19 日起的未来 12 个月内不在二级市场上减持赣粤高速的股份。

点评：

- 09 年 11 月，江西在公司控股股东的基础上成立交通投资集团，统管全省公路的建设和运营，公司将获得大股东更多的支持，迎来更大的发展机遇。公告内容是公司在新的股东背景下扩张的第一步。
- 奉铜高速全线里程 155.78 公里，其中与大广高速共线 24.49 公里，建设里程 131.28 公里，按双向四车道高速公路标准建设，项目概算总额约 69.48 亿元，含建设期贷款利息 4.15 亿元，单公里造价为 5292.5 万元。项目工程计划于 2010 年动工，2012 年底建成通车。与公司已获得的项目南昌-奉新高速相接，是中部地区与东部沿海发达地区的快速通道，即杭州—德兴市—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》，车流量的增速依赖于东西部物流沟通的需求，内部回报率可能达到 8%。
- 公司转让工程和养护公司股权一方面是交通集团梳理业务的需要，一方面也可以提升公司总体的毛利率以及 ROE 水平。
- 国盛证券是江西省唯一的券商，我们认为 5 倍 PE 是合理的估值水平，参照国盛大股东收购其他小股东股权的价格，我们认为协议价格可能在 2.9 元左右，收购约需要资金 10730 万。
- 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.49, 0.49, 0.47 元（不含未获得补贴），考虑公司的再投资能力和现有股权投资价值每股 0.58 元，公司每股总价值为 10.52-16.92 元；按现有业务估值为每股 9.94 元。公司当前 PE19.9 倍，处于同行业较低水平，远低于沪深 300 的 27.4 倍。考虑权证行权在即带来的博弈性机会，以及环鄱阳湖规划的长期利好，维持强烈推荐评级。

公司深度报告：管理提升现金流价值 2010-1-8**投资要点**

- 我们认为对于高速公路这样的现金流型的企业，管理的价值体现在对现金流价值的提升，也就是要在较高的 ROIC 水平下实现经营、投资和融资现金流的平衡。公司在过去六年的表现是优异的，在 ROIC 为 12.7% 的条件下实现了收入增长 4 倍，利润增长 4.87 倍。
- 由于公路固有的属性，公司经营现金流会稳健增长，EBITDA 由 08 年的 18 亿逐步攀升到 30 亿以上；同时，公司全寿命期成本控制能力的加强将使得盈利增长 10%。
- 作为政府基础设施建设的融资平台，对投资项目的选择和投资节奏的把握决定了公司巨额回流资金的投资回报率。在江西大兴土木的阶段（至 2015 年），我们认为公司较高的投资回报率能够得以持续。
- 过去 6 年，公司已 4.4% 的融资成本对冲了投资和经营现金流的差异，实现了路产规模 180% 的增长，体现了高超的融资能力。
- 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.49, 0.49, 0.47 元（不含未获得补贴），考虑公司的再投资能力和现有股权投资价值每股 0.58 元，公司每股总价值为 10.52-16.92 元；按现有业务估值为每股 9.94 元。公司当前 PE17.4 倍，处于同行业较低水平，远低于沪深 300 的 27.4 倍。考虑权证行权在即带来的博弈性机会，以及环鄱阳湖规划的长期利好，给予强烈推荐评级。
- 风险提示：再投资回报率。

相关报告：**公司深度报告：管理提升现金流价值 2010-1-8**

中报点评：融资需求=转增+权证+补贴 2009-8-16

年报点评：略好于预期 2009-4-2

公司深度报告：南北大通道——区域主干道 2009-2-23

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1124	1115	1070	1067
货币资金	510	529	523	525
交易性金融资产	0	4	2	3
应收账款	161	169	166	164
其他应收款	59	77	71	71
存货	194	146	141	137
非流动资产	11045	13122	14507	15393
可供出售金融资产	467	340	382	368
长期股权投资	108	100	103	102
投资性房地产	143	142	142	142
固定资产	9656	11419	13156	14234
在建工程	501	915	543	369
油气资产	0	0	0	0
无形资产	130	123	115	108
资产总计	12169	14237	15577	16459
流动负债	2223	3848	4439	4177
短期借款	462	668	3001	2688
应付票据	234	462	318	345
应付账款	398	0	0	0
其他	1128	2717	1120	1144
非流动负债	2236	1683	1235	1290
长期借款	200	200	200	200
其他	2036	1483	1035	1090
负债合计	4459	5531	5674	5467
股本	1168	2335	2335	2335
资本公积	2882	1715	1715	1715
未分配利润	2594	3364	4301	5138
少数股东权益	546	655	779	900
股东权益合计	7711	8706	9903	10992
负债及权益合计	12169	14237	15577	16459

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1096	1155	1361	1308
折旧和摊销	342	381	442	405
资产减值准备	11	-2	0	0
无形资产摊销	8	8	8	8
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	209	156	123	122
投资损失	-20	-19	-19	-19
少数股东损益	95	109	125	121
营运资金的变动	708	748	672	-45
经营活动产生现金流量	1072	988	1378	1977
投资活动产生现金流量	-638	-2398	-1825	-1266
融资活动产生现金流量	-107	1429	440	-709
现金净变动	327	19	-6	2
现金的期初余额	568	510	529	523
现金的期末余额	895	529	523	525

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3086	3599	3414	3409
营业成本	1388	1824	1413	1472
营业税金及附加	105	122	117	117
销售费用	6	7	7	7
管理费用	148	137	141	137
财务费用	209	156	123	122
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动	-2	0	0	0
投资收益	20	19	19	19
营业利润	1243	1371	1632	1574
营业外收入	243	212	229	220
营业外支出	20	29	32	36
利润总额	1465	1555	1828	1759
所得税	275	291	342	330
净利润	1191	1264	1486	1430
少数股东损益	95	109	125	121
归属母公司净利润	1096	1155	1361	1308
EPS (元)	0.47	0.49	0.58	0.56

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.4%	16.6%	-5.1%	-0.1%
营业利润增长率	-8.0%	10.4%	19.0%	-3.5%
净利润增长率	1.8%	5.3%	17.9%	-3.9%
盈利能力(%)				
毛利率	55.0%	49.3%	58.6%	56.8%
净利率	35.5%	32.1%	39.9%	38.4%
ROE	15.3%	14.3%	14.9%	13.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	36.6%	38.9%	36.4%	33.2%
流动比率	0.51	0.29	0.24	0.26
速动比率	0.42	0.25	0.21	0.22
营运能力(次)				
资产周转率	0.26	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	22.71	20.30	19.02	19.26
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.49	0.58	0.56
每股经营现金	0.75	0.42	0.59	0.85
每股净资产	3.07	3.45	3.91	4.32
估值比率(倍)				
PE	17.45	16.56	14.05	14.62
PB	2.67	2.38	2.10	1.90

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戡	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列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。