



赣粤高速

推荐 (维持)

所属行业: 公路收费管理

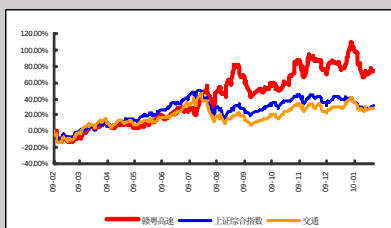
股价数据

12 个月区间(元)	6.5/17.58
最新收盘价(元)	8.19

股本结构

总市值(亿元)	191.26
流通市值(亿元)	191.26
总股本(亿股)	23.3533
流通 A 股(亿股)	23.3533
流通 B 股(亿股)	0

股价表现图



相关研究报告:

《赣粤高速调研报告》

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

张永攀

Tel: (8621) 58306453

Fax: (8621) 58318543

Email: zhangyp@qlzq.com.cn

利好频仍彰显公司发展魅力, 树大好乘凉, 大股东倾力支持使出浑身解数

——赣粤高速 (600269) 公告点评

1、公告摘要

2010 年 2 月 21 日公司发布公告, 公司与铜鼓县人民政府签署铜鼓县温泉小城镇综合开发战略合作协议, 项目投资规模 12 亿元; 2010 年 2 月 12 日发布 2009 年度业绩快报, 每股收益 0.53 元; 2010 年 2 月 11 日发布 2010 年 1 月通行费收入公告, 2010 年 1 月实现通行费收入 2.42 亿元, 同比增长 21.29%; 2010 年 1 月 21 日发布关于控股股东江西省高速集团继续支持公司加快发展、做优做强的公告, 同意在省内规划建设的高速公路项目中优先考虑赣粤高速参与投资建设, 直接授予公司投资建设奉新-铜鼓段高速公路, 启动收购赣粤高速持有的盈利能力不强的施工类资产, 同意将其持有的国盛证券 3700 万股股权以及 2500 万元次级债权协议转让给赣粤高速, 并承诺未来 12 个月内不减持上市公司股份。2009 年 12 月 25 日公司发布公告, 收到江西省财政厅划拨的 2009 年度财政补贴款 2.12 亿元。

2、公告点评:

温泉小城镇综合开发项目属于商业地产开发范畴, 该项目属于新特优项目, 符合新潮流, 总建筑面积 80 万平米, 总投资规模 12 亿元左右, 占地 1500 亩, 项目内容包括小城镇综合开发区, 湘鄂赣红色文化交流中心、客家文化艺术园, 生态温泉资源产业开发等, 该项目位于奉新至铜鼓段高速公路铜鼓服务区, 属于高速公路沿线资源开发连带项目, 温泉镇拥有丰富的地热水资源, 是铜鼓县实施新型城镇化战略、打造生态宜居宜业示范城镇的重点城镇之一。而奉新至铜鼓段高速公路项目投资建设属于新大股东不久前直接赠予上市公司的投资项目, 即如果上市公司没有获得奉新至铜鼓段高速公路的投资建设权, 也就谈不上温泉小城镇综合开发战略合作项目, 因此温泉小城镇综合开发不仅项目具有创意, 投资回报率高, 同时也充分体现了大股东对上市公司不遗余力的支持。属于继参股信达地产和参与江西省大型核电项目之后又一精品投资项目。



江西省高速公路投资集团公司取代高速公路投资发展控股公司成为公司控股股东，但两者并无实质性区别，实际控制人仍为省交通厅。新控股股东继续全力支持上市公司做优做强，在遵循市场化原则的前提下，新控股股东在资源让予上完全做到舍己为人，体现出一种伟大的母爱与奉献精神。高速集团表示，同意在省内规划建设的高速公路项目中优先考虑赣粤高速参与投资建设，真正是“一诺值千金”。在新《收费公路权益转让办法》出台后，收购现成的路桥资产已基本无利可图，修建新路虽然投资周期长，但仍不失为较为经济实惠的发展之道，在这方面江西高速集团赋予赣粤高速优先权，从而从宏观层面确保赣粤高速的长期稳定发展。

同时还直接授予上市公司投资建设奉新-铜鼓段高速公路，奉铜高速是南昌至铜鼓高速的西段，与已开工并由上市公司投资建设的南昌至奉新段共同构成南昌至铜鼓高速公路，该项目全线里程155.78公里，项目概算总投资约70亿元，预计2010年开工，2012年通车。

同时启动收购赣粤高速持有的盈利能力不强的工程与养护等施工类资产给大股东，同意将其持有的国盛证券3700万股股权以及2500万元次级债权协议转让给赣粤高速。在上市公司中，大股东在施予方面能够如此慷慨相让，在付出方面又能够毫无计较、当仁不让地为上市公司减负，似乎还找出第二家。国盛证券3700万股股权拟以2.9元/股做参考进行转让，转让完成后，赣粤高速合计将持有7700万股，占国盛证券的股权比例上升至12.97%。江西高速集团并承诺未来12个月内不减持上市公司股份。

根据上市承诺，江西省财政厅按照赣粤高速每年税前利润总额的一定比例（如15%）给予公司财政补贴收入，该财政补贴政策没有明确的终止时间，2009年公司如期收到2.12亿元的财政补贴。

3、估值与投资建议

根据年度业绩快报，2009年实现每股收益0.53元，与我们之前的盈利预测每股收益0.56元稍有差异，但相差不大。公司作为高速公路蓝筹公司，其优越的地理位置奠定其第一方阵地位，大股东一如既往的支持巩固其蓝筹先锋地位，公司业绩水平在同行业上市公司中始终居于前列，目前股价静态PE仅15倍，具有较好的安全边际，而且1月份通行费收入增幅较大，撇去去年同期受金融危机影响基数较低外，经济复苏带动车流增长更具持续性，适度多元化发展战略提升了估值吸引力，大股东的支持构成公司发展的坚强后盾。

在区域振兴规划方面，鄱阳湖生态经济区规划获批后，建设鄱阳



湖生态经济区上升为国家战略，赣粤高速所处经济大环境将发生非常积极的变化。鄱阳湖生态经济区包括南昌、景德镇、鹰潭 3 市，以及九江、新余、抚州、宜春、上饶、吉安市的部分县（市、区），共 38 个县（市、区），国土面积为 5.12 万平方公里。根据《规划》，鄱阳湖生态经济区建设规划期为 2009 年至 2015 年，远期展望到 2020 年。

保守估计公司 2010 年业绩增长 15-20%，目前动态 PE 接近 10 倍，属于明显低估，大大低于 32 倍的行业平均 PE 值。公司保持持续稳定的现金分红比例，股息率 1-2%，上市以来 ROE 保持稳步上升。但从历年“盈再率”指标分析，公司盈利再投资比例偏高。综合分析，维持推荐评级。

4、风险提示

公司资本性支出持续保持偏高水平，新项目投资周期较长。



附图表 1 与同行业上市公司估值比较（部分公司 2009EPS 为预测值）

证券简称	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	毛利率 (%)	ROE2008 (%)	EPS2009(元)	PE
粤高速 A	12.57	4.64	73.79	5.87	58.12	12.06	0.26	22.58
湖南投资	4.99	3.98	47.03	9.42	69.60	2.76	0.21	44.86
东莞控股	10.40	6.37	74.22	7.14	60.11	6.95	0.30	23.80
海南高速	9.89	9.42	98.98	10.01	57.00	1.19	0.05	200.20
现代投资	3.99	2.91	108.85	27.27	56.65	17.50	1.75	15.58
华北高速	10.90	4.11	61.26	5.62	43.84	7.06	0.26	21.62
ST 东北高	12.13	7.63	46.95	3.87	62.46	2.31	0.19	19.87
皖通高速	16.59	11.66	122.41	7.38	71.25	14.38	0.43	17.16
中原高速	21.40	12.83	100.17	4.68	57.62	5.14	0.25	18.72
福建高速	18.30	8.93	133.38	7.29	76.93	20.75	0.40	18.23
楚天高速	9.32	9.32	61.77	6.63	63.35	12.52	0.33	20.09
重庆路桥	4.13	4.13	48.89	11.85	109.97	6.50	0.32	37.03
赣粤高速	23.35	23.35	191.26	8.19	51.88	16.30	0.53	15.45
山东高速	33.64	6.67	196.45	5.84	50.75	14.44	0.26	22.46
五洲交通	5.56	5.56	46.69	8.40	72.86	5.64	0.45	18.67
宁沪高速	50.38	4.24	370.27	7.35	54.61	9.81	0.4	18.38
深高速	21.81	14.33	136.52	6.26	53.15	7.05	0.27	23.19
四川成渝	30.58	5.00	243.12	7.95	65.05	9.84	0.32	24.84
均值								32.37

资料来源：齐鲁证券研究所



附图表 2 公司重要财务指标（根据巴氏选股标准制订）

赣粤高速	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
EPS（元）	0.94	0.94	0.94	0.51	0.47	0.48	0.53	0.51	0.56
ROE(摊薄)(%)	15.30	17.44	15.27	10.42	10.29	5.67	6.00	6.81	6.97
每股股利(税前)	0.23	0.23	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.42
净利润(万元)	109,618	109,660	82,536	39,866	36,875	18,657	18,578	17,922	17,608
固定资产(万元)	965,616	988,485	937,973	567,298	551,543	555,824	345,581	344,932	155,856
长期股权投资(万元)	10,760	8,514	8,045	28,587	27,481	18,911	20,728	16,254	1,759
盈再率(%)	116.29	157.01	325.80	205.92	457.89				

资料来源：齐鲁证券研究所



附图表 3 报表预测

赣粤高速(600269)

 投资评
级
上次评
级

 推荐
推荐

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1849.32	2468.14	3085.72	3252.00	3700.00	4050.00
增长率(%)	41.26%	33.46%	25.02%	5.39%	13.78%	9.46%
归属母公司股东净利润	825.36	1096.59	1096.18	1245.24	1509.77	1629.30
增长率(%)	107.03%	32.86%	-0.04%	13.60%	21.24%	7.92%
每股收益(EPS)	0.353	0.470	0.469	0.533	0.646	0.698
每股股利(DPS)	0.067	0.100	0.115	0.115	0.139	0.150
每股经营现金流	0.495	0.772	0.815	1.122	1.307	1.271
销售毛利率	63.60%	70.40%	55.01%	59.10%	60.81%	59.01%
销售净利率	47.43%	48.15%	38.60%	41.60%	44.33%	43.71%
净资产收益率(ROE)	15.34%	17.44%	15.30%	15.29%	16.19%	15.36%
投入资本回报率(ROIC)	25.34%	26.74%	20.57%	18.78%	20.58%	23.60%
市盈率(P/E)	23.17	17.44	17.45	15.36	12.67	11.74
市净率(P/B)	3.56	3.04	2.67	2.35	2.05	1.80
股息率(分红/股价)	0.008	0.012	0.014	0.014	0.017	0.018

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1849.32	2468.14	3085.72	3252.00	3700.00	4050.00
减: 营业成本	673.18	730.46	1388.31	1330.00	1450.00	1660.00
营业税金及附加	63.86	87.02	104.88	110.53	125.76	137.66
营业费用	3.04	11.50	6.41	6.76	7.69	8.42
管理费用	87.74	79.52	147.60	155.55	176.98	193.72
财务费用	59.91	208.57	209.28	57.51	9.80	-32.34
资产减值损失	2.10	2.00	3.67	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	31.80	8.56	19.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	2.47	-2.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	991.29	1360.10	1242.64	1591.65	1929.77	2082.54
加: 其他非经营损益	123.01	181.24	222.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	1114.30	1541.34	1465.47	1591.65	1929.77	2082.54
减: 所得税	237.17	352.89	274.51	238.75	289.47	312.38
净利润	877.13	1188.45	1190.95	1352.90	1640.30	1770.16
减: 少数股东损益	51.77	91.86	94.77	107.66	130.53	140.86
归属母公司股东净利润	825.36	1096.59	1096.18	1245.24	1509.77	1629.30
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E





货币资金	583.48	429.54	271.01	1473.64	3421.04	5219.35
应收和预付款项	150.15	179.18	419.60	85.30	483.43	145.70
存货	396.50	410.15	194.05	641.24	269.41	773.12
其他流动资产	0.09	11.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	80.46	85.14	107.60	107.60	107.60	107.60
投资性房地产	26.25	138.79	143.33	127.69	139.05	156.41
固定资产和在建工程	9777.59	9901.49	10157.20	8983.81	7805.42	6650.03
无形资产和开发支出	136.81	135.15	130.09	659.94	1299.78	1979.63
其他非流动资产	120.29	173.60	470.39	468.94	467.48	467.48
资产总计	11271.63	11464.05	11893.27	12548.16	13993.22	15499.33
短期借款	1.50	701.86	462.10	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	653.57	1113.64	906.71	939.18	1069.35	1156.46
长期借款	490.09	300.00	1126.14	1126.14	1126.14	1126.14
其他负债	4319.73	2587.86	1687.67	1687.67	1687.67	1687.67
负债合计	5464.89	4703.37	4182.63	3753.00	3883.17	3970.28
股本	1167.67	1167.67	1167.67	1167.67	1167.67	1167.67
资本公积	2757.08	2802.09	2882.42	2882.42	2882.42	2882.42
留存收益	1454.21	2317.27	3114.78	4091.63	5276.00	6554.14
归属母公司股东权益	5378.96	6287.02	7164.87	8141.72	9326.09	10604.22
少数股东权益	427.78	473.66	545.78	653.44	783.97	924.83
股东权益合计	5806.74	6760.68	7710.64	8795.16	10110.06	11529.05
负债和股东权益合计	11271.63	11464.05	11893.27	12548.16	13993.22	15499.33
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	1156.67	1803.26	1902.45	2620.63	3052.60	2967.14
投资性现金净流量	-307.60	-963.27	-2528.56	-630.00	-770.00	-850.00
筹资性现金净流量	-321.48	-835.84	685.84	-788.00	-335.20	-318.83
现金流量净额	527.59	4.14	59.74	1202.63	1947.40	1798.31

财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	63.60%	70.40%	55.01%	59.10%	60.81%	59.01%
三费/销售收入	8.15%	12.14%	11.77%	6.76%	5.26%	4.19%
EBIT/销售收入	63.32%	64.78%	49.56%	50.71%	52.42%	50.62%
EBITDA/销售收入	77.70%	77.26%	60.63%	90.40%	87.52%	82.92%
销售净利率	47.43%	48.15%	38.60%	41.60%	44.33%	43.71%
资产获利率						
ROE	15.34%	17.44%	15.30%	15.29%	16.19%	15.36%
ROA	10.39%	13.95%	12.86%	13.14%	13.86%	13.23%
ROIC	25.34%	26.74%	20.57%	18.78%	20.58%	23.60%
增长率						
销售收入增长率	41.26%	33.46%	25.02%	5.39%	13.78%	9.46%
EBIT 增长率	75.16%	36.55%	-4.36%	7.84%	17.61%	5.70%
EBITDA 增长率	65.59%	32.70%	-1.88%	57.13%	10.15%	3.71%
净利润增长率	66.96%	35.49%	0.21%	13.60%	21.24%	7.92%





总资产增长率	71.94%	1.71%	3.74%	5.51%	11.52%	10.76%
股东权益增长率	40.61%	16.88%	13.96%	13.63%	14.55%	13.70%
经营营运资本增长率	-50.05%	20.03%	44.59%	9.68%	-12.98%	9.52%
资本结构						
资产负债率	48.48%	41.03%	35.17%	29.91%	27.75%	25.62%
投资资本/总资产	46.24%	60.73%	62.77%	63.86%	52.77%	45.22%
带息债务/总负债	0.03%	14.92%	11.05%	30.01%	29.00%	28.36%
流动比率	0.46	0.36	0.45	1.44	2.52	3.52
速动比率	0.30	0.22	0.35	1.02	2.36	3.08
股利支付率	18.86%	21.30%	24.50%	21.55%	21.55%	21.55%
收益留存率	81.14%	78.70%	75.50%	78.45%	78.45%	78.45%
资产管理效率						
总资产周转率	0.16	0.22	0.26	0.26	0.26	0.26
固定资产周转率	0.20	0.25	0.32	0.37	0.48	0.62
应收账款周转率	20.38	26.78	19.22	35.66	18.96	34.24
存货周转率	1.70	1.78	7.15	2.07	5.38	2.15
业绩和估值指标						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	1170.90	1598.89	1529.26	1649.16	1939.57	2050.21
EBITDA	1436.86	1906.78	1870.90	2939.79	3238.20	3358.39
NOPLAT	820.68	1080.86	1058.24	1401.78	1648.63	1742.67
净利润	825.36	1096.59	1096.18	1245.24	1509.77	1629.30
EPS	0.353	0.470	0.469	0.533	0.646	0.698
BPS	2.303	2.692	3.068	3.486	3.993	4.541
PE	23.17	17.44	17.45	15.36	12.67	11.74
PEG	1.58	1.55	1.24	N/A	N/A	N/A
PB	3.56	3.04	2.67	2.35	2.05	1.80
PS	10.34	7.75	6.20	5.88	5.17	4.72
PCF	16.54	10.61	10.05	7.30	6.27	6.45
EV/EBIT	8.02	6.40	6.45	5.72	3.93	2.91
EV/EBITDA	6.54	5.37	5.27	3.21	2.35	1.78
EV/NOPLAT	11.45	9.47	9.32	6.73	4.62	3.42
EV/IC	1.80	1.47	1.32	1.18	1.03	0.85
ROIC-WACC	25.34%	26.74%	20.57%	17.97%	19.70%	22.67%
股息率	0.008	0.012	0.014	0.014	0.017	0.018

资料来源：万得资讯，齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

