

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621) 68751160 jiangjie@cjsc.com.cn

## 主业加速增长，多元化战略等待奏效

### 事件描述

赣粤高速公布 2009 年年报：

公司 2009 年实现收入 32.52 亿元，同比上升 5.39%，归属于母公司股东的净利润 12.29 亿，同比增长 12.09%，扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.47 元，同比增长 17.5%。

### 事件评论

#### 第一，公司主业持续向好，业务多元化效应未完全显现

2009年公司营业收入32.52亿元，同比增长5.39%，其中车辆通行费收入25.10亿元，同比增长9.81%，5条主要路产在第四季度的收入增长速度均超过前三季度水平，宏观经济的复苏以及汽车保有量的大幅增加，使得公路收费随着客、货周转量的回升而加速上涨。扣除车辆通行费以外的营业收入同比下降7.25%，主要是由于房地产销售收入较去年减少2.55亿元，同比下降87.93%。2009年，由于公司车辆收费业务和房地产业务毛利率提升，公司整体销售毛利率同比上升3.54个百分点。

表 1：公司 09 年车辆通行费增长情况

|              | 2009 年（亿元） | 全年同比增幅 | 2009 第四季度（亿元） | 第四季度同比增幅 |
|--------------|------------|--------|---------------|----------|
| 车辆通行费收入合计    | 25.10      | 9.81%  | 6.77          | 15.95%   |
| 昌九高速         | 6.72       | 4.52%  | 1.77          | 7.65%    |
| 昌樟高速（含昌傅、温厚） | 8.01       | 12.91% | 2.18          | 18.51%   |
| 昌泰高速         | 6.83       | 7.43%  | 1.87          | 17.22%   |
| 九景高速         | 2.91       | 20.60% | 0.77          | 25.71%   |
| 银三角互通立交      | 0.63       | 11.70% | 0.17          | 22.58%   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

总体来看，受益经济回暖，公司主业基本面持续向好；其他业务方面，除工程业务收入同比上升36.96%外，房地产和经营租赁业务表现一般，未起到提高公司业绩增长速度的作用，公司的多元化投资效应在2009年未完全显现。

表 2：公司 09 年主营业务分行业、产品情况

| 分行业或分产品 | 营业收入比上年增减(%) | 营业成本比上年增减(%) | 营业利润率比上年增减(%) |
|---------|--------------|--------------|---------------|
| 车辆通行费收入 | 9.81         | 4.04         | 1.59          |

|         |        |        |       |
|---------|--------|--------|-------|
| 工程收入    | 36.96  | 42.55  | -3.66 |
| 房地产销售收入 | -87.93 | -90.17 | 17.18 |
| 经营租赁收入等 | -7.9   | 15.3   | -13.1 |

资料来源：公司年报，长江证券研究部

## 第二，投资收益对未来业绩存在潜在推动

2009年，公司实现投资收益848.63万元，同比下降56.57%，主要是去年同期公司收到国盛证券分配的股利。处置交易性金融资产使公允价值变动收益较去年同期上升246.84万元，缓解了因投资收益下降给营业利润带来的负面影响。但从资产负债表看，由于公允价值的上升，可供出售金融资产达到12亿元，同比增长157.78%，主要为公司持有的信达地产及湘邮科技股权公允价值上升所致。由此，我们认为公司在未来很可能通过加大股权投资规模或提高股权投资比例的方式来增加收益。

**表 3：可供出售金融资产公允价值变动**

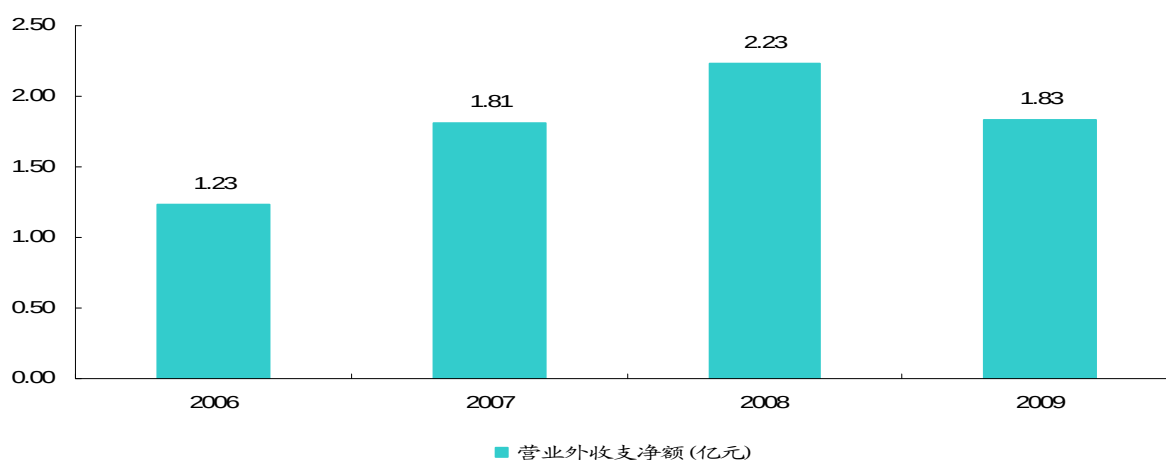
| 项目            | 期末公允价值 | 期初公允价值 |
|---------------|--------|--------|
| 可供出售权益工具-湘邮科技 | 0.8    | 0.61   |
| 可供出售权益工具-信达地产 | 11.25  | 4.06   |
| 合计            | 12.05  | 4.67   |

资料来源：公司年报，长江证券研究部

## 第三，净利润提速靠政府补贴

2009年，虽然九景高速公路技术改造发生公路资产拆除损失0.2亿元，导致营业外支出同比增加97.98%；但公司09年收到省政府补贴2.12亿元，扣除所得税后，占归属母公司净利润的比重为13%。显然，补贴收入进一步提高了公司的净利润增速。

**图 1：公司营业外收支净额**



资料来源：公司年报，长江证券研究部

#### 第四，看好公司的长期发展前景，维持“推荐”评级

##### 区域振兴对公司业绩形成有利支撑

2009年12月12日，国务院正式批复《鄱阳湖生态经济区规划》，标志着建设鄱阳湖生态经济区正式上升为国家战略。这也是新中国成立以来，江西省第一个纳入国家战略的区域性发展规划。公司有接近70%的路段位于环鄱阳湖区发展经济圈，在中部崛起的推动下，区域内公路通行能力将显著增强，公路车流量需求将日益增长，对公司现有的昌九、九景等道路的通行收入增长将形成有力支撑。

##### 在建高速公路的通车将提升公司盈利水平

公司在建项目中，澎湖高速公路有望在2010年三季度建成通车，可促进公司2010年车流量增长。另外两条在建的昌奉高速和奉铜高速共同构成了杭州-南昌-长沙-重庆高速公路中的一段，项目预计2012年底建成通车，届时长沙至南昌的公路里程可缩短69公里，通车后将对业绩产生重要提升。

##### 多元化发展战略打开公司成长空间

依托稳定而充裕的现金流，公司涉足核电站、房地产等收益率较高的领域，为公司发展打开成长空间。

公司参与投资的彭泽和烟家山核电站预计2014年开始产生效益，核电站的经营净利润范围可能在22.2亿-28.6亿元，具体细节和业绩测算结果请查阅长江证券09年9月发出的深度报告《赣粤高速战略转型进军核电》。

公司于2月22日发布签署《江西省铜鼓县温泉小城镇综合开发战略合作框架协议》公告，将参与投资铜鼓县温泉小镇的综合开发，温泉镇位于铜鼓县城郊，因地热温泉而得名，全镇人口约2万人，温泉镇盛产竹木茶蜜粮，自然环境优美，拥有水温66-73度的日流量3500吨的地热温泉，温泉度假有一定的发展基础。而且，温泉开发已经列入当地政府2010年工作目标中。所以，我们认为该项目颇具潜力，值得我们密切关注。

我们预计，公司10-12年EPS为0.57元、0.61元和0.63元，对应的PE为14倍、13倍和12倍，按目前行业平均20倍左右的市盈率，给予公司2010年目标价为11.4元，维持“推荐”评级。

表 4：最近 3 年财务摘要

|                     | 2007 年报 | 2008 年报 | 2009 年报 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| 净资产收益率-摊薄(%)        | 17.44   | 15.3    | 14.04   |
| 净资产收益率-加权(%)        | 18.79   | 15.99   | 16.07   |
| 净资产收益率-平均(%)        | 18.8    | 16.3    | 15.44   |
| 总资产净利率-平均(%)        | 10.33   | 10.02   | 9.94    |
| 销售毛利率(%)            | 70.4    | 55.01   | 58.55   |
| 销售净利率(%)            | 48.15   | 38.6    | 41.06   |
| 资产负债率(%)            | 41.74   | 36.64   | 36.37   |
| 营业利润同比增长率(%)        | 37.21   | -7.97   | 16.61   |
| 归属母公司股东的净利润同比增长率(%) | 32.86   | 1.75    | 12.09   |

资料来源：WIND，长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入          | 3252  | 3589  | 3891  | 4086  | 货币资金        | 677   | 359   | 389   | 409   |
| 营业成本          | 1348  | 1525  | 1653  | 1736  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 1904  | 2065  | 2238  | 2350  | 应收账款        | 342   | 378   | 409   | 430   |
| % 营业收入        | 58.5% | 57.5% | 57.5% | 57.5% | 存货          | 120   | 136   | 147   | 155   |
| 营业税金及附加       | 123   | 136   | 147   | 155   | 预付账款        | 137   | 156   | 169   | 177   |
| % 营业收入        | 3.8%  | 3.8%  | 3.8%  | 3.8%  | 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 5     | 6     | 6     | 6     | 流动资产合计      | 1276  | 1028  | 1114  | 1170  |
| % 营业收入        | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 可供出售金融资产    | 1205  | 1205  | 1205  | 1205  |
| 管理费用          | 171   | 172   | 187   | 196   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 5.3%  | 4.8%  | 4.8%  | 4.8%  | 长期股权投资      | 112   | 112   | 112   | 112   |
| 财务费用          | 160   | 160   | 185   | 200   | 投资性房地产      | 138   | 138   | 138   | 138   |
| % 营业收入        | 4.9%  | 4.5%  | 4.8%  | 4.9%  | 固定资产合计      | 11827 | 18373 | 17885 | 17353 |
| 资产减值损失        | 3     | 2     | 2     | 1     | 无形资产        | 125   | 119   | 113   | 107   |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 8     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 26    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 1449  | 1588  | 1710  | 1791  | 其他非流动资产     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| % 营业收入        | 44.6% | 44.2% | 44.0% | 43.8% | 资产总计        | 14711 | 20978 | 20570 | 20088 |
| 营业外收支         | 183   | 212   | 212   | 212   | 短期贷款        | 699   | 5594  | 3587  | 1544  |
| 利润总额          | 1632  | 1800  | 1922  | 2003  | 应付款项        | 864   | 823   | 892   | 937   |
| % 营业收入        | 50.2% | 50.1% | 49.4% | 49.0% | 预收账款        | 91    | 100   | 109   | 114   |
| 所得税费用         | 297   | 351   | 375   | 391   | 应付职工薪酬      | 17    | 19    | 21    | 22    |
| 净利润           | 1335  | 1449  | 1548  | 1612  | 应交税费        | 154   | 178   | 191   | 200   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1228. | 1331. | 1422. | 1481. | 其他流动负债      | 1840  | 2057  | 2230  | 2341  |
| 润             | 7     | 4     | 0     | 6     | 流动负债合计      | 3666  | 8772  | 7030  | 5158  |
| 少数股东损益        | 107   | 118   | 126   | 131   | 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)     | 0.53  | 0.57  | 0.61  | 0.63  | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |       |       | 递延所得税负债     | 89    | 0     | 0     | 0     |
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他非流动负债     | 1596  | 1596  | 1596  | 1596  |
| 经营活动现金流净额     | 1921  | 2131  | 2475  | 2526  | 负债合计        | 5351  | 10368 | 8626  | 6754  |
| 取得投资收益收回现金    | 4     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司所有者权益 | 8752  | 9884  | 11092 | 12352 |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0     | 0     |             |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 608   | 726   | 852   | 982   |
| 固定资产投资        | -2161 | -6984 | -39   | -41   | 股东权益        | 9360  | 10610 | 11944 | 13334 |
| 其他            | 4     | 0     | 0     | 0     | 负债及股东权益     | 14711 | 20978 | 20570 | 20088 |
| 投资活动现金流净额     | -2157 | -6984 | -39   | -41   | 基本指标        |       |       |       |       |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS         | 0.526 | 0.570 | 0.609 | 0.634 |
| 股权融资          | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 3.75  | 4.23  | 4.75  | 5.29  |
| 银行贷款增加 (减少)   | 886   | 4894  | -2007 | -2043 | PE          | 14.98 | 13.82 | 12.94 | 12.42 |
| 筹资成本          | 484   | -360  | -399  | -423  | PEG         | 2.33  | 2.15  | 2.01  | 1.93  |
| 其他            | -977  | 0     | 0     | 0     | PB          | 2.10  | 1.86  | 1.66  | 1.49  |
| 筹资活动现金流净额     | 393   | 4534  | -2406 | -2465 | EV/EBITDA   | 9.23  | 10.78 | 8.89  | 7.60  |
| 现金净流量         | 157   | -318  | 30    | 19    | ROE         | 14.0% | 13.5% | 12.8% | 12.0% |

### 分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail              |
|-----|---------|-----------------|-------------|---------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn    |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 68751926 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区客户经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn   |
| 易 敏 | 华南区客户经理 | (8621) 68755178 | 13817111316 | yimin@cjsc.com.cn   |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 68751860 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn |

### 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。