



运输/工业

赣粤高速 (600269)**低估值，稳增长****三季报点评**

 **林园远**
 021-38676654
 linyuanyuan@gtjas.com
 S0880108043322

本报告导读：

7-9 月养护支出增加，以及未有政府补贴收入，是赣粤高速通行费收入环比增长，但净利润环比下降的主因。公司现有路产通行费收入稳定，扩张期继续收到政府补贴概率大。预计 10-11 年 EPS 为 0.56、0.62 元，PE 不到 12 倍，低于行业平均 15 倍估值。看好公司发展前景，维持“增持”评级。

投资要点：

- 2010 年 1-9 月，公司实现营业收入 27.51 亿元，营业利润 10.55 亿元，EPS0.39 元，同比分别增长 23.77%、1.6%、19.9%。其中 7-9 月实现营业收入 9.3 亿元，营业利润 3 亿元，EPS0.1 元，低于 4-6 月实现的 EPS0.16 元。
- 三季度未有政府补贴入账是其净利润下降的主因，按以往经验，预计下半年财政补贴将于四季度入账：二季度公司收到政府补贴 1.37 亿元，折合 EPS 约 0.05 元，而三季度并无补贴，这是公司净利润环比下降的主因。公司正处于扩张期，因此推断江西政府继续给予公司财政支持的力度应该不变。按照公司近几年收到政府补贴的规模，预计四季度收到 1 亿左右的财政补贴的概率较大。
- 养护费用增加导致毛利率下降：三季度公司实现通行费收入 7.44 亿，同比上升 16.28%，环比上升 3.65%。但全国公路养护检查也使公司三季度的养护费用支出高于往年，三季单季毛利率下降到 45.9%。四季度虽仍有养护支出，但预计额度将少于三季度，故四季度毛利率将有回升。
- 彭湖高速处于培育期：彭湖高速于 2010 年 9 月 16 日正式通车运营，按照车流量折旧法运营 30 年。彭湖高速仅营运一个季度，折旧费用少于 1690 万，因此对公司影响不大。据悉目前彭湖高速成长趋势较好，十月国庆期间车流量增势较快。
- 业绩预测及估值：公司现有路产的通行费收入可保稳健，扩张期继续收到政府补贴概率大。由于二季度公司养护费用支出略超预期，略降低 2010 年盈利预测至 0.56 元，对应 PE 11.6 倍，绝对及相对 PE 均处历史低位，也低于行业 15 倍 PE 均值。看好公司发展前景，预计 2011-2012 年 EPS 为 0.62、0.67 元，给予 18 倍 PE，目标价 10 元，维持“增持”评级。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：10.00

上次预测：11.00

当前价格：6.48

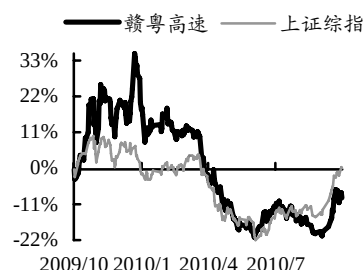
2010.10.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.45-9.86
总市值 (百万元)	15,133
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,335/2,335
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	17
日均成交值 (百万元)	107

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,054
每股净资产	3.88
市净率	1.7
资产负债率	42%

52 周内股价走势图

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,086	3,252	3,528	3,912	4,129
(+/-)%	25.0%	5.4%	8.5%	10.9%	5.6%
经营利润 (EBIT)	1,452	1,609	1,650	1,881	2,099
(+/-)%	-7.0%	10.8%	2.5%	14.0%	11.6%
净利润	1,096	1,229	1,303	1,455	1,557
(+/-)%	1.8%	12.1%	6.0%	11.7%	7.0%
每股净收益 (元)	0.47	0.53	0.56	0.62	0.67
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.11	0.12	0.13

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	47.1%	49.5%	46.8%	48.1%	50.8%
市盈率	13.4	11.9	11.2	10.1	9.4
股息率 (%)	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

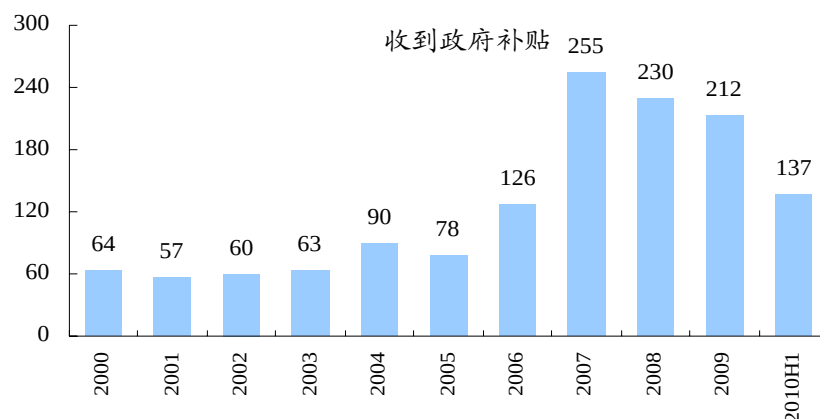
《财政补贴锦上添花》	2010.08.10
《主业维持稳定，辅业孕育成长》	2010.04.23
《赣粤高速：新一轮扩张，新一番成长》	2010.03.16
《赣粤高速：集团扶持，内外兼修》	2010.01.21
《赣粤高速：行权有业绩保障，股价攻守》	2010.01.12

表 1: 通行费收入同环比增速

通行费收入/元	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
昌九高速	160446383	162,264,560	172,046,373	177,031,462	187,121,576	191,513,773	203819028
——同比增长	9.8%	-3.8%	5.3%	7.6%	16.6%	18.0%	18.47%
——环比增长		1.1%	6.0%	2.9%	5.7%	2.3%	6.43%
昌樟高速(含昌付)(06年7月后含温厚高速)	188691509	189,780,365	204,260,398	218,438,505	227,232,597	229,548,658	235831108
——同比增长	15.8%	3.8%	13.8%	18.5%	20.4%	21.0%	15.46%
——环比增长		0.6%	7.6%	6.9%	4.0%	1.0%	2.74%
昌泰高速	156708530	162,747,815	175,882,699	187,373,599	183,140,817	194,000,584	196654586
——同比增长	2.7%	-0.3%	10.3%	17.2%	16.9%	19.2%	11.81%
——环比增长		3.9%	8.1%	6.5%	-2.3%	5.9%	1.37%
九景高速	73755928	68,953,631	71,168,797	77,205,289	95,452,200	87,720,933	92337820
——同比增长	42.4%	13.7%	17.8%	25.7%	29.4%	27.2%	29.74%
——环比增长		-6.5%	3.2%	8.5%	23.6%	-8.1%	5.26%
银三角互通立交	14881162	14,841,409	16,306,031	16,976,056	17,433,679	14,834,541	14628214
——同比增长	4.6%	4.3%	15.6%	22.6%	17.2%	0.0%	-10.29%
——环比增长		-0.3%	9.9%	4.1%	2.7%	-14.9%	-1.39%
彭湖高速							517,091

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 1: 历年收到的财政补贴数



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 公司自上市起, 就一直获得江西省财政厅拨付的财政补贴款(按税前利润的 25% 给予财政补贴), 特别是在公司扩张阶段, 这一财政补贴更不太可能取消。根据以往历史, 江西省拨付财政补贴的时间并不确定, 有时是年末一次收到(如 09 年), 有时则是分两个季度入账(如 08 年)。

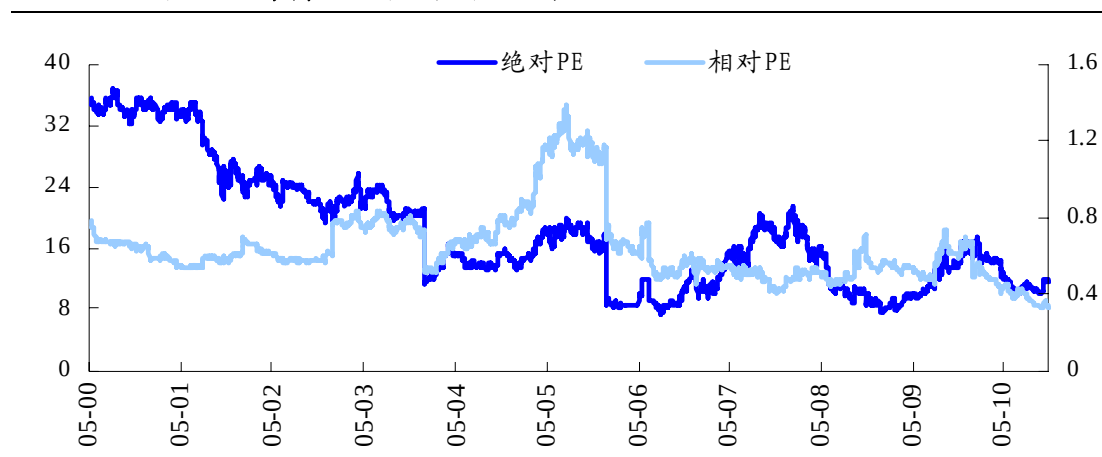
表 2: 利润表

	20090331	20090630	20090930	20091231	20100331	20100630	20100930
一、营业收入	739.36	748.07	734.96	1,029.71	828.50	992.07	930.05
减: 营业成本	295.38	282.62	268.38	501.76	335.54	472.97	503.18
减: 营业税金及附加	21.82	30.49	27.20	43.68	25.65	37.52	37.20
减: 营业费用	1.92	1.11	0.53	1.51	2.10	0.70	0.97
减: 管理费用	51.05	34.53	38.21	47.67	53.05	44.92	45.25
减: 财务费用	45.86	48.00	38.09	28.38	38.38	46.36	47.41
二、营业利润	326.66	349.52	362.47	410.38	371.90	381.67	301.73

加：营业外收入	2.04	2.24	2.90	215.68	2.39	142.73	2.91
减：营业外支出	4.38	4.93	5.30	24.83	4.40	1.99	1.91
三、利润总额	324.32	346.83	360.08	601.23	369.89	522.41	302.73
减：所得税	62.75	72.08	64.21	98.05	71.38	91.98	53.25
四、净利润		0.00	0.00	0.00		0.00	0.00
净利润	261.57	274.75	295.87	503.19	298.51	430.42	249.48
加：少数股东损益	17.08	20.62	27.29	41.65	19.69	21.80	17.04
归属于母公司所有者净利润							
润	244.50	254.13	268.58	461.54	278.82	408.62	232.43
基本每股收益	0.10	0.11	0.12	0.20	0.12	0.17	0.10

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2：赣粤高速绝对、相对 PE 均处历史低位



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：相对 PE 右轴

作者简介:**林园远:**

上海财经大学会计学硕士，2007 年 7 月进入国泰君安证券，从事交通运输行业研究，2009 年获新财富交运业第四名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		