

政府补贴对公司长期发展弊大于利

推荐 维持评级分析师：张秋生 ✉: zhangqiusheng@chinastock.com.cn ☎: 010-66568728 执业证书编号: S0130200010060

1. 事件

公司今日（2010 年 11 月 25 日）发布公告，公司于 2010 年 11 月 24 日收到江西省财政厅拨付的财政支持款人民币壹亿零柒佰万元整。

2. 我们的分析与判断

（1）全年收到财政补贴 2.4 亿元，增厚每股收益 0.10 元

公司上半年（6 月 29 日）收到省政府财政补贴款 13700 万元；本次收到补贴款 10300 万元，全年共收到省政府财政补贴款 2.4 亿元，补贴款增厚 2010 年每股收益 0.103 元。

（2）长期来看，政府补贴对上市公司弊大于利。我们认为，公司上市之初，企业盈利能力较为薄弱，地方政府给予扶持是必要的，但从长期来看，政府补贴对上市公司发展弊大于利：

首先，上市公司的经营目标是股东利益最大化，而地方政府的目标是社会利益最大化，两者目标并不一致。出于社会效益考虑，地方政府对建设效益不好而路网效益好的路产有很强的动力，如果上市公司受地方政府投资意愿影响而不得不巨资投入效益不好的路产，势必会降低公司资产收益率。接受政府财政补贴在某种程度上会对公司独立经营产生不利影响。其次，在上市公司依靠自身能力可以独立发展的情况下，继续获得财政补贴，易使公司产生依赖性和管理惰性，对公司降低成本、竞争发展不利。第三，随着公司盈利逐步增长，政府补贴对业绩的增厚效应逐步降低，扶持效应不断衰减。长期来看，持续的财政补贴对公司发展弊大于利，应当尽早“断奶”，独立发展。

（3）通行费率存在上调空间。

随着安徽省提高收费公路通行费，江西周边（湖南除外）省份的浙江、安徽和湖北的通行费标准均高于江西省（表 3），江西省道路通行费标准存在上调预期。

（4）迎接全国公路大检查，养护成本增加额将超过 3 亿元。

为迎接全国公路大检查（简称“国检”），公司养护支出从二季度开始大幅度增加。据测算，二季度公司养护费用超正常水平支出 9800 万元，三季度继续超正常水平增加养护支出 1.64 亿元（具体测算详见表 2），累计养护费用超额支出 2.62 亿元。由于“国检”日期向后延期，预计公司在第四季度还会继续发生超额养护支出。预计公司迎“国检”全年养护费用超正常增加额将在 3 亿元以上。

3. 投资建议

考虑 2010-2012 年财政补贴分别 2.4 亿元、2 亿元和 2 亿元及 2010 年养护费用超额支出因素，预测公司 2010 至 2011 年的每股收益分别为 0.60、0.69 和 0.72 元（假设营业收入增长率分别为 14%、11%和 7.4%）；当前公司股价 5.83 元，目标 PE15 倍，合理估值区间 10.35-11 元，维持“推荐”评级。

表 1: 财务预测摘要

财务和估值数据摘要	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
单位:百万元						
营业收入	2468.14	3085.72	3252.10	3700.00	4100.00	4400.00
增长率(%)	33.46%	25.02%	5.39%	13.77%	10.81%	7.32%
归属母公司股东净利润	1096.59	1096.18	1228.74	1403.07	1613.24	1691.38
增长率(%)	32.86%	-0.04%	12.09%	14.19%	14.98%	4.84%
每股收益(EPS)	0.470	0.469	0.526	0.601	0.691	0.724
每股股利(DPS)	0.100	0.115	0.115	0.135	0.156	0.163
每股经营现金流	0.772	0.815	0.876	1.231	1.282	1.353
销售毛利率	70.40%	55.01%	58.55%	55.89%	59.00%	57.95%
销售净利率	48.15%	38.60%	41.06%	41.21%	42.76%	41.78%
净资产收益率(ROE)	17.44%	15.30%	14.04%	14.26%	14.55%	13.64%
投入资本回报率(ROIC)	26.74%	20.57%	20.37%	17.05%	21.24%	27.08%
市盈率(P/E)	12.42	12.42	11.08	9.70	8.44	8.05
市净率(P/B)	2.17	1.90	1.56	1.38	1.23	1.10

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 迎“国检”超额养护支出测算表

	一季度			二季度			三季度		
	2009 年	2010 年	同比	2009 年	2010 年	同比	2009 年	2010 年	同比
	百万元	百万元	(%)	百万元	百万元	(%)	百万元	百万元	(%)
营业收入	739.00	829.00	12.18	748.00	992.00	32.62	735.00	930.00	26.53
营业成本	295.00	336.00	13.90	283.00	473.00	67.14	268.00	503.00	87.69
营业成本占比	39.92	40.53		37.83	47.68		36.46	54.09	
正常成本		336.00			375.32			339.10	
超额养护费用增加		0.00			97.68			163.90	

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 全国主要省份高速公路收费标准 (2010.11)

(元/公里)	一类车	二类车	三类车	四类车	五类车
山东	0.4	0.6	0.8	1.2	1.4
陕西	0.4	0.7	0.9	1.12	1.3
安徽	0.45	0.8	1.1	1.3	1.5
湖南	0.4	0.7	1	1.2	1.4
江西	0.4	0.75	1	1.35	1.7
河北	0.4	0.6	1.2	1.4	1.4
湖北	0.44	0.83	1.1	1.32	1.54
广西	0.4	0.8	1.2	1.4	1.7
行业平均	0.44	0.76	1.13	1.41	1.65

资料来源: 中国银河证券研究部

附表：2010-2012 财务预测表

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2468.14	3085.72	3252.10	3700.00	4100.00	4400.00
减：营业成本	730.46	1388.31	1348.14	1632.00	1681.00	1850.00
营业税金及附加	87.02	104.88	123.19	140.16	155.31	166.68
营业费用	11.50	6.41	5.07	5.76	6.39	6.86
管理费用	79.52	147.60	171.46	195.08	216.17	231.98
财务费用	208.57	209.28	160.33	177.07	183.48	186.94
加：投资收益	8.56	19.54	8.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	1360.10	1242.64	1449.03	1549.93	1857.65	1957.55
加：其他非经营损益	181.24	222.82	183.43	244.00	205.00	205.00
利润总额	1541.34	1465.47	1632.46	1793.93	2062.65	2162.55
减：所得税	352.89	274.51	297.08	269.09	309.40	324.38
净利润	1188.45	1190.95	1335.38	1524.84	1753.25	1838.16
减：少数股东损益	91.86	94.77	106.64	121.77	140.01	146.79
归属母公司股东净利润	1096.59	1096.18	1228.74	1403.07	1613.24	1691.38
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	429.54	271.01	413.28	3123.44	5973.32	9038.64
应收和预付款项	179.18	419.60	479.39	250.53	542.79	314.17
存货	410.15	194.05	119.75	533.09	139.35	600.69
长期股权投资	85.14	107.60	111.64	111.64	111.64	111.64
投资性房地产	138.79	143.33	137.78	122.14	106.50	90.86
固定资产和在建工程	9901.49	10157.20	11826.78	10369.83	8912.89	7455.94
无形资产和开发支出	135.15	130.09	125.03	104.63	84.24	63.84
其他非流动资产	173.60	470.39	1208.23	1206.66	1205.10	1205.10
资产总计	11464.05	11893.27	14421.86	15821.97	17075.83	18880.90
短期借款	701.86	462.10	39.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1113.64	906.71	1266.15	1496.82	1361.24	1709.56
长期借款	300.00	1126.14	969.13	969.13	969.13	969.13
其他负债	2587.86	1687.67	2787.13	2787.13	2787.13	2787.13
负债合计	4703.37	4182.63	5061.41	5253.08	5117.50	5465.82
股本	1167.67	1167.67	2335.34	2335.34	2335.34	2335.34
资本公积	2802.09	2882.42	2341.76	2341.76	2341.76	2341.76
留存收益	2317.27	3114.78	4074.96	5161.62	6411.07	7721.02
归属母公司股东权益	6287.02	7164.87	8752.05	9838.72	11088.16	12398.11
少数股东权益	473.66	545.78	608.40	730.17	870.17	1016.96
股东权益合计	6760.68	7710.64	9360.45	10568.88	11958.33	13415.08
负债和股东权益合计	11464.05	11893.27	14421.86	15821.97	17075.83	18880.90

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908