

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

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

公路主业增长分化，工程项目提振盈利

事件描述

赣粤高速今日发布一季报，其主要内容为：

- 公司一季度实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 5.49%；毛利率 56.35%，比上年同期下滑 3.15 个百分点；实现归属于母公司所有者的净利润 2.76 亿元，折合每股收益 0.12 元，与去年同期持平。

我们认为，公司营业收入增长点主要来自于东西走向路产通行费收入以及工程项目收入。受益于产业转移，其中一季度公司东西走向路产通行费收入同比增长 30%，相比南北走向同比下降 4.64%，路产分化显著；工程项目收入增长主要与澎湖高速二期建设有关。未来 1-4 年，公司资本支出预计将达 140 亿元，融资和财务压力较大。

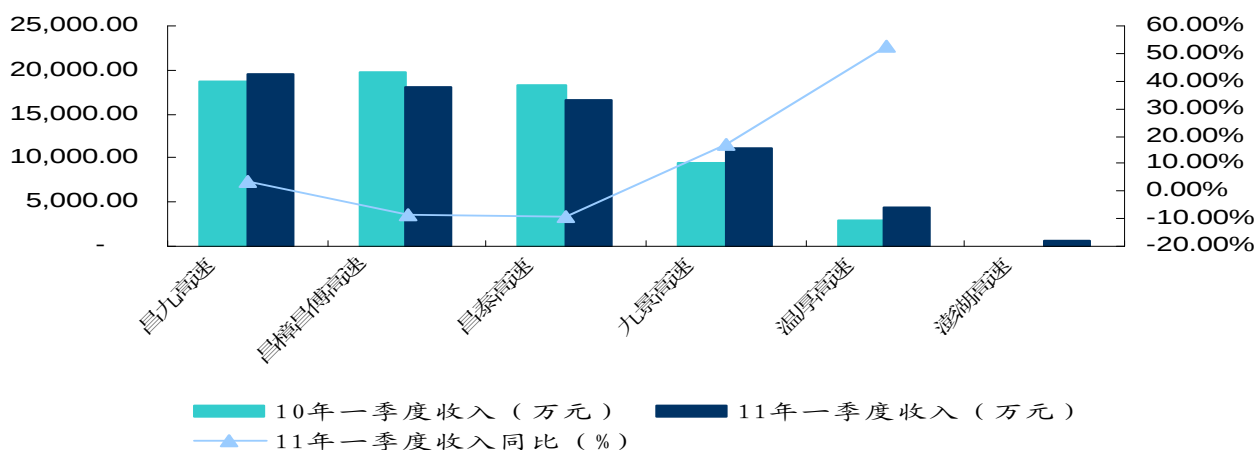
我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53、0.57 和 0.71 元，对应 PE 分别为 10.55、9.86 和 7.98 倍。公司目前估值较低，具备一定吸引力，但未来 1-4 年资本支出大，财务费用大幅增长或使 11 年 EPS 同比下滑，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，通行费收入平稳增长，路产分化显著

一季度，公司通行费收入增长 1.59%，其中南北走向线路受平行线路如大广高速、济广高速的影响，同比下降 4.64%，东西走向线路收益产业转移以及澎湖高速的开通，同比增长 29.94%。随着 2011 年底京广高铁的全面竣工，京广、京九线路的货运能力将得到释放，南北走向路产通行费收入增速将持续低于东西走向，路产分化显著。路产分化主要表现在货车车流量南北下降，东西上升，客车车流量不受影响。营业收入增长的另一贡献点应该在于工程项目这块，主要原因是澎湖高速二期建设进入尾期，工程结算收入可观。

公司毛利下滑的原因在于 2010 年下半年开始的迎国检大修对于一季度仍产生一定影响，如大修工程的收尾和养护成本结算等。

图 1：一季度各路段通行费收入


资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：一季度南北走向货车流量下降 3.93%，东西走向货车流量上升 15.65%

		客车流量 (万辆)	客车流量同比 (%)	货车流量 (万辆)	货车流量同比 (%)	合计车流量 (万辆)	合计车流量同比 (%)
南北走向	昌九高速	310.08	14.27%	86.1359	6.25%	396.21	12.42%
	昌樟昌傅高速	62.57	8.57%	23.9226	-22.45%	86.49	-2.25%
	昌泰高速	28.02	6.44%	13.2854	-19.31%	41.31	-3.47%
	合计	400.67	12.76%	123.34	-3.93%	524.01	8.33%
东西走向	九景高速	76.11	-10.18%	23.3511	-15.61%	99.46	-11.52%
	温厚高速	11.10	47.51%	16.1935	78.71%	27.29	64.56%
	澎湖高速	8.31	-	2.9335	-	11.24	-
	合计	95.51	3.53%	42.48	15.65%	137.99	6.98%

资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，未来资本支出高，融资和财务压力较大

未来 1-4 年，公司预计资本支出约 140 亿，平均每年 35 亿。主要用于昌奉高速建设以及昌樟高速四改八扩建。截止一季度末，公司总资产为 207 亿，近期资本支出占总资产 68%，不可谓不高。公司近 3 年经营活动产生的净现金流均值为 19.19 亿，每年预计资金缺口为 15 亿，融资压力较大。目前公司资产负债率为 50%，高于行业中位数 14 个百分点，公司一季度已获利息倍数为 7.62 倍，相比去年下降 3 倍，财务压力和风险显现。

表 2：未来 1-4 年资本支出

	项目开工时间	项目完工时间	投资概算	已投入	资金需求
昌奉高速建设项目	2009 年 8 月	2011 年 10 月	17.96	6.37	11.59
奉铜高速建设项目	2010 年	2012 年底	69.48	8.79	60.69
昌樟高速改造项目	2011 年 8 月	2014 年 1 月	58	0	58
彭泽核电项目	2009 年底	2015 年	14	1.49	12.51

合计

159.44 16.65 142.79

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第三，我们对公司给予“谨慎推荐”评级

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53、0.57 和 0.71 元，对应 PE 分别为 10.55、9.86 和 7.98 倍。公司目前估值较低，具备一定吸引力，但未来 1-4 年资本支出大，财务费用大幅增长或使 11 年 EPS 同比下滑，给予“谨慎推荐”评级。

表 3：单季度财务分析

	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31	2011-03-31
盈利能力	--	--	--	--	--
归属母公司净利润(万元)	27881.8	40862.28	23243.42	33612.29	27577.62
每股收益(摊薄)(元)	0.1194	0.175	0.0995	0.1439	0.1181
销售净利率(%)	33.65	41.18	24.99	27.39	31.55
销售毛利率(%)	59.49	52.32	45.89	40.94	56.35
营业成本率(%)	40.5	47.67	54.1	59.05	43.64
期间费用率(%)	11.28	9.27	10.06	6.91	12.67
销售费用率(%)	0.25	0.07	0.1	0.08	0.19
管理费用率(%)	6.4	4.52	4.86	3.37	6.28
财务费用率(%)	4.63	4.67	5.09	3.44	6.19
营业利润率(%)	44.88	38.47	32.44	29.92	40.97
成本费用利润率(%)	80.83	85.67	48.11	53.98	69.14
营运能力	--	--	--	--	--
营业周期(天)	64.52	53.54	51.33	34.24	55.3
存货周转率(次)	2.4	2.9	2.57	4.41	2.77
存货周转天数(天/次)	37.57	31.01	34.97	20.39	32.51
应收帐款周转率(次)	3.34	3.99	5.5	6.5	3.95
应收帐款周转天数(天/次)	26.94	22.53	16.36	13.85	22.79
流动资产周转率(次)	0.42	0.37	0.39	0.49	0.24
总资产周转率(次)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.04
固定资产周转率(次)	0.08	0.1	0.08	0.1	0.07
资产获利能力	--	--	--	--	--
总资产收益率(ROA)(%)	1.79	2.47	1.39	1.9	1.4
净资产收益率(ROE)(摊薄)(%)	3.1	4.65	2.56	3.59	2.84
现金流量分析	--	--	--	--	--
销售现金比率(%)	39.08	60.94	42.9	61.47	16.65
净利润现金含量(%)	116.12	147.96	171.66	224.4	52.76
营业收入现金含量(%)	114.06	96.72	108.55	92.43	111.41
同比增长	--	--	--	--	--
营业收入同比增长(%)	12.05	32.61	26.54	19.15	5.48
净利润同比增长(%)	14.03	60.79	-13.45	-27.17	-1.09
环比增长	--	--	--	--	--
营业收入环比增长(%)	-19.54	19.74	-6.25	31.92	-28.77
净利润环比增长(%)	-39.58	46.55	-43.11	44.6	-17.95

资料来源：聚源数据、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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3978	4250	5239	6718	货币资金	1618	1700	2523	5767
营业成本	2036	2115	2760	3563	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1941	2135	2479	3155	应收账款	421	450	555	712
% 营业收入	48.8%	50.2%	47.3%	47.0%	存货	103	106	140	180
营业税金及附加	148	158	195	249	预付账款	800	829	1087	1404
% 营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	5	0	0	0	流动资产合计	2943	3087	4305	8063
% 营业收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	699	699	699	699
管理费用	185	197	225	275	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.3%	4.1%	长期股权投资	261	261	261	261
财务费用	174	331	492	647	投资性房地产	132	132	132	132
% 营业收入	4.4%	7.8%	9.4%	9.6%	固定资产合计	14396	15921	16695	16860
资产减值损失	9	1	4	7	无形资产	122	116	110	104
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	33	0	1	1
营业利润	1422	1448	1562	1976	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	35.8%	34.1%	29.8%	29.4%	资产总计	18589	20219	22206	26123
营业外收支	237	200	200	200	短期贷款	1056	1152	0	0
利润总额	1660	1648	1762	2176	应付款项	2156	2235	2929	3782
% 营业收入	41.7%	38.8%	33.6%	32.4%	预收账款	112	120	148	190
所得税费用	307	304	326	402	应付职工薪酬	20	21	27	35
净利润	1353	1343	1437	1774	应交税费	149	151	170	213
归属于母公司所有者的净利润	1256.0	1246.9	1333.8	1647.1	其他流动负债	3117	3232	4187	5383
少数股东损益	97	96	103	127	流动负债合计	6610	6910	7461	9603
EPS (元/股)	0.54	0.53	0.57	0.71	长期借款	900	900	900	900
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	13	0	0	0
经营活动现金流净额	2082	4460	6519	7958	其他非流动负债	1087	1087	1087	1087
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	负债合计	8611	8898	9448	11591
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	9345	10592	11926	13573
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	633	729	832	959
固定资产投资	-2788	-4143	-4052	-4067	股东权益	9978	11321	12758	14532
其他	-162	0	0	0	负债及股东权益	18589	20219	22206	26123
投资活动现金流净额	-2951	-4143	-4052	-4067	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.538	0.534	0.571	0.705
股权融资	1	0	0	0	BVPS	4.00	4.54	5.11	5.81
银行贷款增加 (减少)	2226	95	-1152	0	PE	10.47	10.55	9.86	7.98
筹资成本	402	-331	-492	-647	PEG	1.11	1.12	1.04	0.84
其他	-818	0	0	0	PB	1.41	1.24	1.10	0.97
筹资活动现金流净额	1810	-236	-1643	-647	EV/EBITDA	6.57	3.07	2.16	1.27
现金净流量	941	82	823	3244	ROE	13.4%	11.8%	11.2%	12.1%

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。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，研究领域为公路、铁路和物流。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。