

收购京珠高速广珠段改善主业盈利

粤高速 A (000429)

行业：交通运输

2011.06.14

评级：中性（维持）

当前价格：4.47 元/股

52 周股价走势图



分析师

广州证券研究所行业组

联系电话：020-87322668

联系电邮：yjs@gzs.com.cn

相关报告

- 《业绩平稳但扩建、新建项目资金压力大》20101215
- 《主业在建项目投资大，参股项目贡献未来业绩成长》20110308

广证研究

● 公司公布发行股份购买资产预案，计划收购集团全资子公司广东省公路建设有限公司（“建设公司”）持有的广州广珠交通投资管理有限公司（“广珠交通”）100%股权。广珠交通主要持有京珠高速公路广珠段（广州番禺塘坑至珠海金鼎）（以下简称“广珠段”）55%股权，经过本次收购，上市公司共持有广珠段 75%的股权，成为控股股东，并入主业。

● 收购项目情况：广珠段（也称“广珠东高速”）位于京珠高速的最南端，1999 年 12 月通车，剩余收费年限 19 年，目前与南沙快速路、江中高速、西部沿海高速相连通。全长 62.36 公里，除官花至金鼎路段 19.66 公里为 4 车道外，其余路段为 6 车道。2009、2010 和 2011 年 1-4 月年路费收入分别为 10.32 亿元，11.7 亿元和 3.78 亿元，2010 年和 2011 年前 4 月收入同比变动分别为 13.46%和-1.84%。该路段未来面临广珠城际铁路（2011 年 1 月正式通车，从广珠段 1-4 月经营数据看，对二类-四类车确有分流，随着广珠城轨全线贯通，预计分流作用加大）和广珠西线（预计 2013 年全线贯通）的分流，不过随着珠三角交通一体化的建设，珠海将能够更多的融入珠三角经济发展，所以预计广珠段路费收入将经历先降后回升的状态。目前该路段日均路费收入 320 万元，日均通行 12 万辆，属于成熟路段，并成为公司贡献收入最多的公路。

● 收购方式及价格：广珠交通股权账面价值 3.22 亿元，按照收益折现方式评估价值 27.92 亿元。交易标的 2011 年预计净利润约 3.48 亿元，对应市盈率 8.02 倍，低于上市公司行业平均市盈率，总价较为合理。上市公司通过向建设公司定向非公开发行股票支付收购对价，交易价按照公告前 20 个交易日交易均价，定价为 4.93 元/股，预计发行 5.66 亿 A 股股票。

● 收购后对上市公司的影响:

1) 主业收入、盈利提升,有效的避免今年佛开高速扩、修建和参股项目带来的不利影响。佛开高速扩建将于 2011 年陆续完工,对应借款利息将停止资本化,同时今年开始佛开高速部分路段大修,根据公司测算,两者增加固定资产报废损失约 1.7 亿元,财务费用增加 0.9 亿元,车流量的重估也导致折旧费用增加 0.8 亿元。此外,公司参股项目受路网分流和自身工程影响,预计投资收益减少 0.8 亿元。公司预计上述不利影响减少净利润 3.4 亿元,占 2010 年净利润的 77%。公司预测收购的广珠交通 2011 和 2012 年归属母公司净利润分别为 3.48 亿和 3.34 亿,预计将增厚上市公司 2011 和 2012 年预测净利润的 80%和 67%,增厚业绩 0.19 元和 0.18 元。

2) 大股东持股比例提高,有望稳定股利分配。虽然定向增发对象是建设公司,但同属广东交通集团,集团直接和间接持股比例从 43.65%提升至 61.15%,集团持股比例进一步提高将有利于股利分配比例的稳定甚至提高。

3) 此次重组为今后的集团资产注入拉开序幕。公司 08 年 4 月曾尝试重组但由于政策原因停滞,此次资产重组不仅直接提升上市公司盈利水平,也为未来集团优质资产的陆续注入拉开序幕。短期,上市公司由于扩建、新建面临较大财务压力,我们预计公司目前无多余资金参与,但随着佛开改扩建和广乐的建设,公司成长性逐步提升。

● 盈利预测

我们按照公司披露的购买资产预案,分别预测相关路段的营业收入及成本、费用变化,并假设:

- 1) 现有运营中的高速公路收费政策暂无大的变化;
- 2) 公司持有的光大银行 2.4 亿股股份处置时间不确定,暂未计入 2011-2013 年投资收益中;
- 3) 未考虑大的自然灾害可能带来的影响。

经测算,公司 2011 年在合并了广珠交通后,主营业务收入因广珠段并表带来大幅增长,而佛开高速由于扩建、改建带来成本、费用大幅增长,两者影响抵消后,预计归属母公司净利润同比增长 3.5%。而 2012 年和 2013 年投资支出将逐步减小,财务费用逐渐下降,控股项目虽然增速较低,但参股部分项目成长良好,总体利润水平逐步增长。2011 和 2012 年归属母公司净利润预计同比分别增长 26.8%和 21.3%。

● 估值与评级

经测算,我们预计 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.23 元,0.28 元和 0.34 元。对应 2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 19.43 倍和 15.96 倍。上述预测并未包含光大银行股权的增值,按照 6 月 14 日价格,公司持有光大银行股权账面浮盈 3 亿元。目前尚处于禁售期,8 月份即将解禁。由于公司面临财务压力较大(暂不考虑广珠交通长期借款 15 亿元,公司一季报显示短期借款 5.81 亿元,一年内到期非流动负债 2.8 亿元,长期借款 35.6 亿元,带息债务合计 44.2 亿元)。我们预计公司可能会随着项目及还款需求处置部分股权,业绩也有超预期的可能。

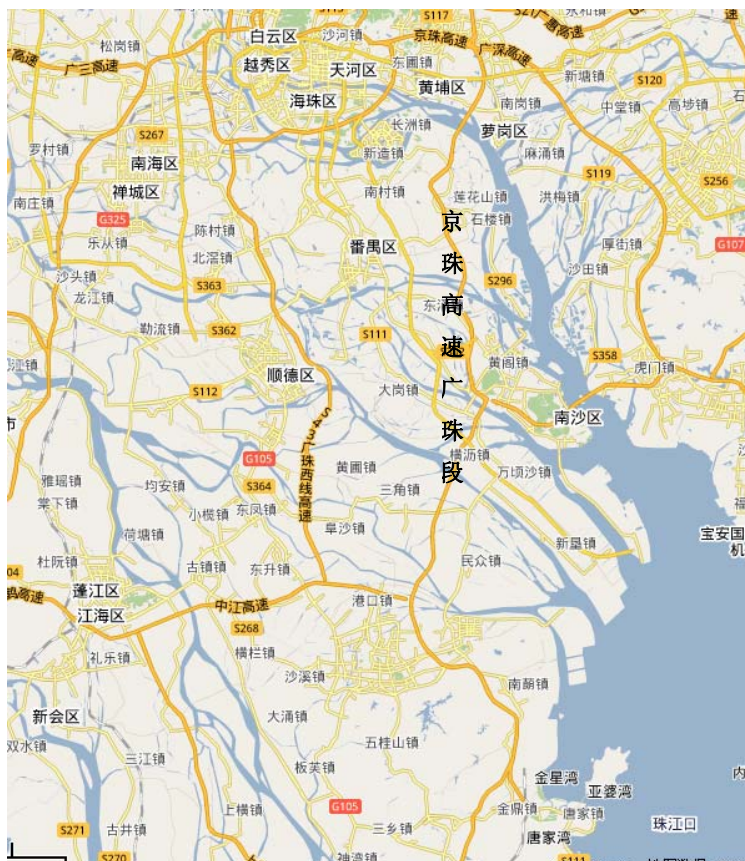
公司主业成长性一般,但业绩的提升还来自明、后年资本压力逐步减小下财务费用的逐步减少和参股项目投资收益的逐步增加。短期,公司估值位于行业较高水平,不具有估值优势,同时面临停牌后整个 A 股估值进一步下调的压力,所以仍维持“中性”评级。但此次重组至少解决了业绩下滑的风险,同时尚有光大股权保驾护航,业绩有超预期的可能,我们建议投资者积极关注估值下调后带来的投资机会。

● 风险

短期风险主要来自公司停牌后整个A股估值进一步下调的压力和高速公路行业政策的可能变更。

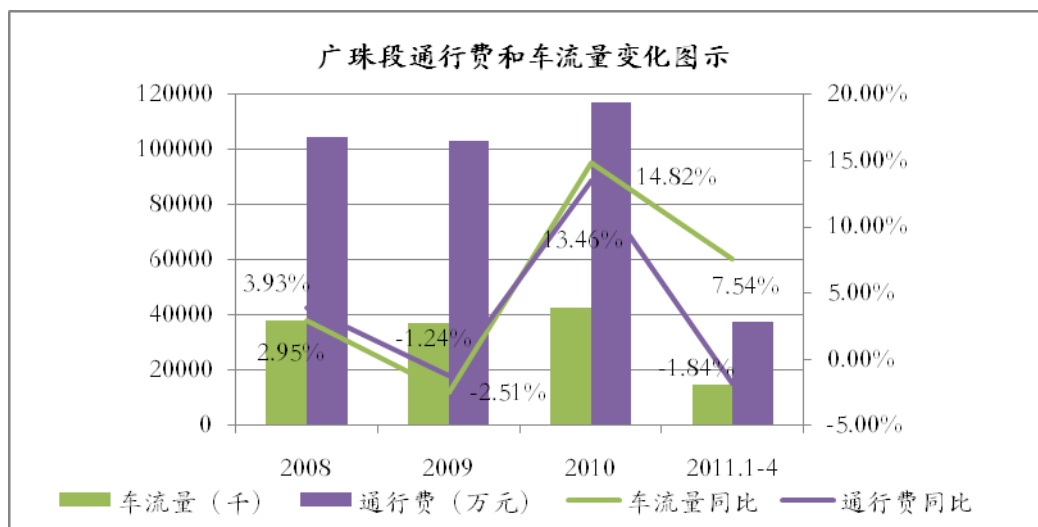
附录

图1. 京珠高速广珠段图示



资料来源：广州证券根据谷歌地图整理

图2：广珠段通行费和车流量变动



敬请参阅最后一页重要声明

资料来源：广州证券根据公司资料整理

表 1. 公司股权结构变动

股东名称		发行前		发行后	
		股票数量（股）	持股比例	股票数量（股）	持股比例
广东交通集团（直接和间接）		548,792,940	43.65%	1,115,128,031	61.15%
其中：	直接持有	513,289,877	40.83%	513,289,877	28.15%
	间接持有（通过新粤有限公司、广东省交通开发公司、省高速及广东省交通发展有限公司持有）	35,503,063	2.82%	35,503,063	1.95%
	间接持有（通过建设公司持有）	-	-	566,335,091	31.06%
其他投资者		708,324,808	56.35%	708,324,808	38.85%
其中：	A 股	372,775,894	29.66%	372,775,894	20.44%
	B 股	335,548,914	26.69%	335,548,914	18.40%
合计		1,257,117,748	100.00%	1,823,452,839	100.00%

资料来源：广州证券研究所根据公司资料整理

表 2. 上市公司盈利测算

	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1,002.22	2,200.23	2,316.97	2,318.69
其中：广佛	276.48	290.30	319.33	351.27
佛开	665.18	658.53	691.45	829.75
九江大桥	45.33	54.40	59.84	65.82
京珠高速广珠段		1,187.00	1,246.35	1,071.86
营业成本	518.32	950.15	1,197.66	1,247.54
毛利率	48.28%	56.82%	48.31%	46.20%
营业税金及附加	35.37	77.67	81.79	81.85
管理费用	120.53	144.94	166.69	183.35
财务费用	161.93	428.00	398.00	348.00
资产减值损失	-0.01			
投资收益	341.52	250.27	332.05	430.97
其中：深圳惠盐	52.99	49.91	50.91	53.46
茂湛	7.94	8.00	9.60	11.52
京珠高速广珠段	126.28			
广肇	25.77	35.00	75.00	100.00
广惠	165.60	152.35	164.54	180.99
江中	6.21	14.00	20.00	50.00
康大	-33.06	2.00	15.00	30.00
赣康	-11.24	-11.00	-3.00	5.00

敬请参阅最后一页重要声明

可能出售金融资产带来投资收益				
营业利润	507.59	849.73	804.89	888.92
营业外收入	18.65	2.00	10.00	20.00
营业外支出	31.83	170.00	15.00	10.00
利润总额	494.40	681.73	799.89	898.92
所得税	56.07	81.81	103.99	107.87
净利润	438.33	599.92	695.91	791.05
归属母公司所有者净利润	388.48	401.92	509.61	618.25
少数股东损益	49.85	198.00	186.3	172.8
EPS（摊薄）	0.31	0.23	0.28	0.34

资料来源：广州证券研究所，其中 2010 年数据为未调整数据

表 3：上市公司可比分析

代码	简称	最新价格 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MR Q)	市销率 PS (TT M)
						TT M	11E	12E	TTM	11E	12E		
行业均值（整体法）		0.00	0.91	85.63	59.11	0.40	0.52	0.56	16.99	13.23	10.84	1.61	6.08
行业中值		5.02	0.00	60.29	47.83	0.35	0.44	0.52	15.74	11.15	9.00	1.52	4.69
600377	宁沪高速	5.82	0.34	293.20	219.08	0.51	0.55	0.61	11.52	10.58	9.60	1.61	4.34
601107	四川成渝	5.78	0.87	176.76	66.90	0.37	0.44	0.50	15.74	13.22	11.64	2.06	6.48
600350	山东高速	4.50	2.27	151.37	62.34	0.39	0.45	0.51	11.50	9.97	8.89	1.47	3.84
600269	赣粤高速	5.02	0.60	117.24	117.24	0.54	0.58	0.62	9.36	8.66	8.08	1.21	2.95
600548	深高速	4.70	1.08	102.50	67.36	0.35	0.42	0.52	13.43	11.15	9.00	1.16	4.45
600033	福建高速	3.36	0.90	92.21	45.02	0.18	0.25	0.23	18.84	13.50	14.39	1.31	4.76
600012	皖通高速	5.49	-0.36	91.06	63.99	0.51	0.63	0.72	10.76	8.68	7.65	1.52	4.32
600020	中原高速	3.44	1.18	73.63	47.83	0.21	0.32	0.59	16.11	10.62	5.82	1.17	3.11
000900	现代投资	17.30	1.47	69.06	69.05	2.00	1.93	1.98	8.64	8.97	8.74	1.52	3.78
000828	东莞控股	5.80	1.75	60.29	60.29	0.37	0.46	0.54	15.73	12.64	10.83	1.92	9.50
000429	粤高速 A	4.47	-2.19	56.19	20.90	0.26	0.23	0.28	17.32	19.43	15.96	1.34	5.61
000886	海南高速	5.11	1.59	50.53	48.60	0.20	0.22	0.31	26.05	23.23	16.48	2.01	8.50
600035	楚天高速	4.87	2.10	45.37	45.37	0.43	0.50	0.54	11.31	9.80	9.00	1.46	4.69
000916	华北高速	3.96	1.02	43.16	36.44	0.20	0.25	0.32	19.41	15.70	12.27	1.10	4.54
600106	重庆路桥	9.49	2.26	43.07	43.07	0.30	0.43	0.34	31.33	22.09	28.24	2.75	12.49
600368	五洲交通	6.82	0.74	37.91	37.91	0.43	0.74	0.89	16.00	9.26	7.67	1.59	10.58
000548	湖南投资	6.28	0.80	31.35	24.98	0.18	0.36	0.00	35.81	17.45	0.00	2.17	9.40

资料来源：广州证券研究所根据 wind 数据整理

敬请参阅最后一页重要声明

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，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“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。