

赣粤高速 (600269)

中性/维持评级

股价: RMB4.14

分析师

周晔

SAC 执业证书编号:S1000510120029

(021)6849 8570

zhouye@mail.htlhsc.com.cn

联系人

龚旻鹤

(0755)8252 6546

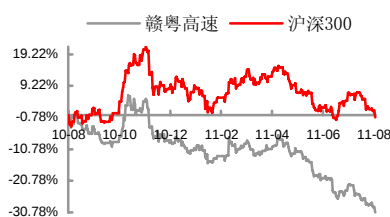
gongmh@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	2,335
流通 A 股(百万股)	2,335
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	10,136

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

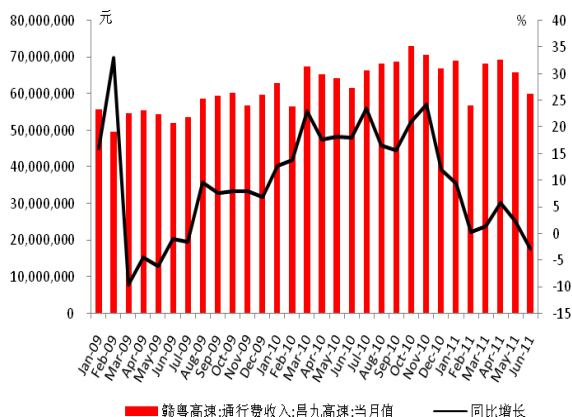
收入、成本面临双重压力

- **半年报符合预期。**赣粤高速 2011 年上半年实现营业收入 19.68 亿元, 同比增长 8.09%; 归属于上市公司股东的净利润 6.50 亿元, 同比减少 5.39%; 每股收益 0.28 元, 符合我们的预期。
- **路产表现分化加剧, 部分优质路段通行费收入增速亦呈逐步下滑趋势。**2011 年上半年, 赣粤高速通行费收入总计 14.03 亿元, 剔除已停止收费的银三角互通立交后, 同比增长 0.52%, 公司旗下路产表现分化加剧。其中, 由于受到济广高速和大广高速持续分流的影响, 昌樟高速、昌泰高速、温厚高速 1 月至 6 月通行费收入分别同比下降 1.86%、10.39%、0.93%; 值得注意的是, 虽然昌九高速、九景高速上半年通行费收入分别同比增长了 2.87%、16.81%, 但昌九高速 6 月通行费收入增速录得近 2 年来的首次负增长, 九景高速的通行费收入增速也由 4 月的 21% 逐步走低至 6 月的 10.35%, 原因或为受宏观经济及绿色通道等因素影响, 未来趋势值得关注。
- **营业成本和财务费用上升较快, 未来成本压力仍将持续。**受到 CPI 高企的影响, 公司上半年营业成本上升 22.87%; 而财务费用上升 26.15%, 则是由于贷款增加以及央行的数次加息而导致的利息费用大幅攀升所致。我们认为, 未来 3 年内公司营业成本还将继续攀升, 因为: 1) 新修及改扩建路产所需的贷款额度较大, 公司财务成本压力还将持续; 2) 自 2012 年起, 新修路产的陆续通车将给公司带来较大的折旧费用冲击。
- **维持 2011 年盈利预测, 维持“中性”评级。**我们暂不调整公司各路段下半年的收入预测, 未来将持续跟踪各路段通行费收入及车流量趋势。我们维持公司 2011 年盈利预测不变, 2011-2013 年每股收益 0.54/0.56/0.66 元, 对应 P/E 分别为 7.7/7.4/6.3 倍。由于公司面临的成本压力尚无减轻的迹象, 因此我们维持对该股的“中性”评级。建议关注公路行业估值修复所带来的交易性机会。
- **风险提示:** 通行费收入增速继续放缓; 交通部下调高速公路通行费率; 货币政策持续紧缩, 导致公司财务费用大幅增加。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3977.6	4013.0	4524.4	5329.1
(+/-%)	22.3	0.9	12.7	17.8
归属母公司净利润(百万元)	1256.0	1267.0	1308.7	1530.0
(+/-%)	2.2	0.9	3.3	16.9
EPS(元)	0.54	0.54	0.56	0.66
P/E(倍)	7.7	7.7	7.4	6.3

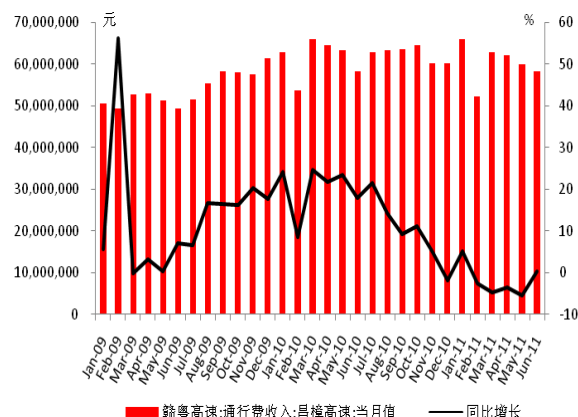
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 昌九高速通行费收入



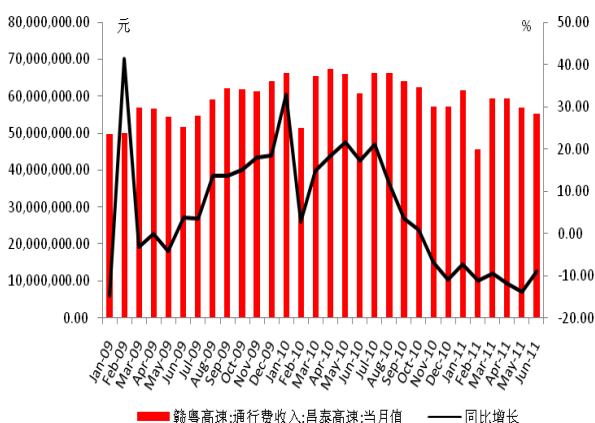
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

图 2: 昌樟高速通行费收入



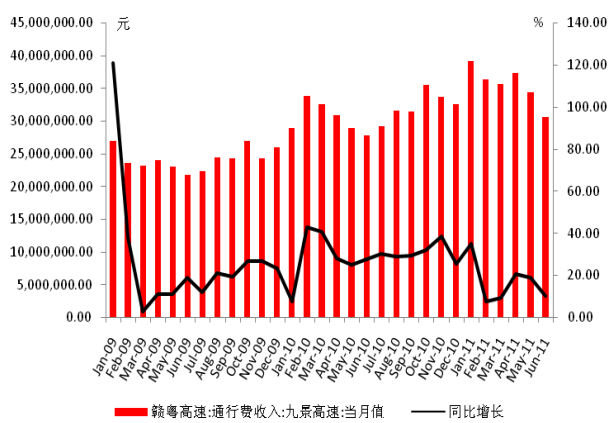
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

图 3: 昌泰高速通行费收入



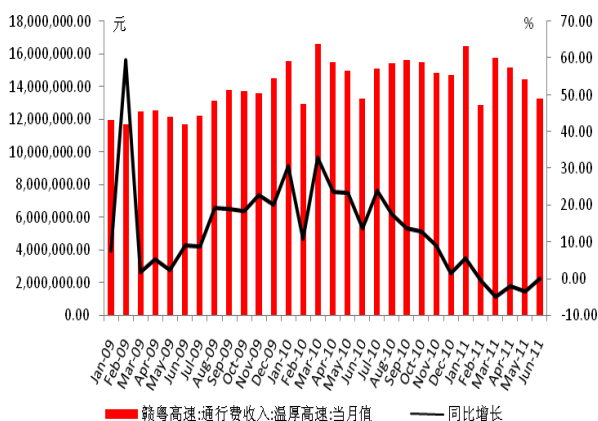
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

图 4: 九景高速通行费收入



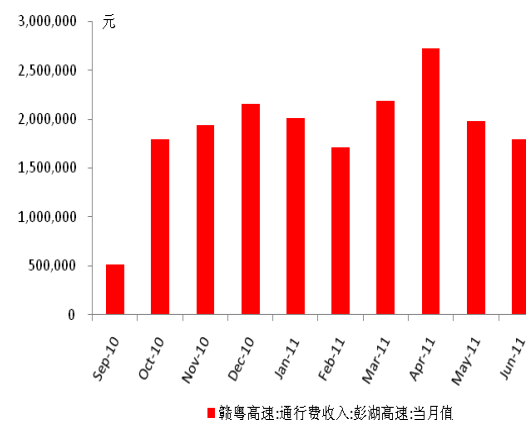
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

图 5: 温厚高速通行费收入



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

图 6: 澎湖高速通行费收入



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2943	1491	2798	3007	营业收入	3978	4013	4524	5329
现金	1618	1234	1616	1771	营业成本	2036	1822	2094	2393
应收账款	258	257	301	347	营业税金及附加	148	148	168	197
其他应收款	163	0	210	212	营业费用	5	6	6	7
预付账款	800	0	420	424	管理费用	185	186	210	247
存货	103	0	250	252	财务费用	174	370	514	659
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	9	6	3	3
非流动资产	15646	17224	22515	26947	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	261	0	0	0	投资净收益	2	0	1	0
固定资产	11964	12260	14040	26512	营业利润	1422	1475	1530	1823
无形资产	122	122	122	122	营业外收入	0	226	228	230
其他非流动资产	0	4842	8353	313	营业外支出	24	22	24	26
资产总计	18589	18715	25313	29954	利润总额	1660	1680	1734	2027
流动负债	6610	4213	6278	6972	所得税	307	309	319	373
短期借款	495	785	1835	2067	净利润	1353	1371	1415	1654
应付账款	1923	1075	1446	1775	少数股东损益	97	104	106	124
其他流动负债	2500	2352	2996	3130	归属母公司净利	1256	1267	1309	1530
非流动负债	2001	3287	6658	9213	EBITDA	1597	2296	2601	3140
长期借款	900	900	2100	4600	EPS (元)	0.54	0.54	0.56	0.66
其他非流动负	0	2387	4558	4613	主要财务比率				
负债合计	8611	7499	12936	16185	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	633	737	843	966	成长能力				
股本	2335	2335	2335	2335	营业收入	22.3%	0.9%	12.7%	17.8%
资本公积	1912	1779	1779	1779	营业利润	-1.8%	3.7%	3.7%	19.1%
留存收益	5097	6364	7420	8688	归属母公司净利	2.2%	0.9%	3.3%	16.9%
归属母公司股	9345	10479	11534	12803	获利能力				
负债和股东权	18589	18715	25313	29954	毛利率(%)	0.0%	54.6%	53.7%	55.1%
现金流量表					净利率(%)	31.6%	31.6%	28.9%	28.7%
单位:百万元					ROE(%)	13.4%	12.1%	11.3%	12.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.0%	10.7%	8.3%	8.4%
经营活动现金	2082	1078	1919	3318	偿债能力				
净利润	1353	1371	1415	1654	资产负债率(%)	46.3%	40.1%	51.1%	54.0%
折旧摊销	0	451	557	658	净负债比率(%)	92.96	27.71	37.52	47.58
财务费用	182	370	514	659	流动比率	0.45	0.35	0.45	0.43
投资损失	-2	0	-1	0	速动比率	0.43	0.35	0.41	0.40
营运资金变动	0	-1170	-575	362	营运能力				
其他经营现金	1901	57	10	-14	总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.19
投资活动现金	-2951	-2062	-5848	-5089	应收账款周转率	17	16	16	16
资本支出	2789	3154	5849	5090	应付账款周转率	1.54	1.22	1.66	1.49
长期投资	0	-1092	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	1	1	0	每股收益(最新	0.54	0.54	0.56	0.66
筹资活动现金	1810	599	4310	1926	每股经营现金流	0.89	0.46	0.82	1.42
短期借款	456	290	1050	232	每股净资产(最	4.27	4.49	4.94	5.48
长期借款	0	0	1200	2500	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	7.70	7.63	7.39	6.32
资本公积增加	-429	-133	0	0	P/B	1.03	0.92	0.84	0.76
其他筹资现金	1784	442	2060	-806	EV/EBITDA	5	5	4	3
现金净增加额	0	-384	382	155					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。