

## 赣粤高速 (600269)

中性/维持评级

股价: RMB4.19

### 分析师

周晔

SAC 执业证书编号:S1000510120029

(021)6849 8570

zhouye@mail.htlthsc.com.cn

### 相关研究

《通行费收入仍不理想》

(2011-10-28)

《收入、成本面临双重压力》

(2011-08-08)

《路产表现分化加剧》(2011-05-16)

《成本压力仍在》(2011-04-26)

《增收未增利, 积极降压力》

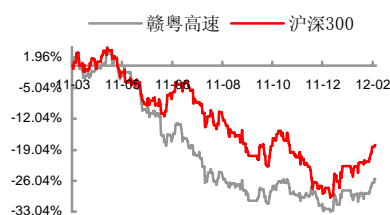
(2011-03-22)

《内生动力充沛, 亟待破除瓶颈》

### 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)	9,785

### 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

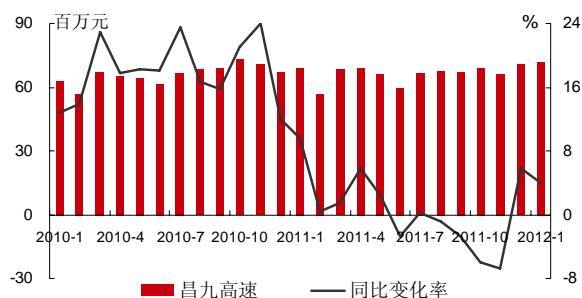
## 税负雪上加霜

- 赣粤高速年报业绩低于预期。**赣粤高速 2011 年实现通行费收入 27.89 亿元, 同比减少 4.1%; 由于工程施工收入的增长, 营业收入同比增长 3.1% 至 41.01 亿元。公司全年利润总额为 15.8 亿元, 基本符合预期。但所得税率的意外调升导致归属于母公司所有者的净利润仅为 11.09 亿元, 低于我们此前的预期。2011 年每股收益 0.47 元, 同比下滑 12%。公司拟现金分红, 每 10 股派 1 元 (含税)。
- 收费增速下行, 财务成本加压, 税负雪上加霜。**由于宏观经济增速下滑, 加之省内新通车的大广高速造成分流, 公司 2011 年的通行费收入增速显著下行。各路段中昌泰高速受分流影响最重, 其通行费收入在全年的所有月份均同比下降 (图 2); 同时, 公司的财务成本因建设任务繁重而同比上升 61% 至 2.8 亿元; 雪上加霜的是, 公司享受的高新技术企业优惠税率到期后尚未得到延期批复, 导致 2011 年适用的所得税税率 (25%) 远高于我们此前预测的优惠税率 (18%)。
- 2012 难言乐观。**济广高速 (江西段) 于 2011 年底通车后, 公司旗下的昌泰、昌樟、昌傅等多条高速公路将进一步受到不同程度的分流影响; 随着昌樟、昌奉公路改扩建的开展, 以及奉铜高速的建设进入高潮, 公司 2012 年的财务成本还可能继续飙升至 300 亿元以上; 另外, 公司参与投资的彭泽核电站在环保压力下建设前景不明, 可能增加投资者对公司的担忧。
- 下调盈利预测并维持“中性”评级。**参照年报披露的经营计划, 我们将公司 2012 年的通行费收入预测值从 34 亿元下调至 28.6 亿元, 同时将 2012 年及以后的所得税税率假设均上调至 25%。最终我们将 2012-2014 年的 EPS 预测值从 0.56/0.65/0.78 元下调为 0.44/0.48/0.45 元。我们维持对该股的“中性”评级, 建议进一步观察江西省内道路的分流状况及公司控制财务成本的成效。
- 风险提示。**分流效应超预期; 通行费率下调; 财政补贴缩水。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4101.1	4482.0	5328.2	6262.4
(+/-%)	3.1	9.3	18.9	17.5
归属母公司净利润(百万元)	1108.8	1029.0	1115.1	1054.9
(+/-%)	-11.7	-7.2	8.4	-5.4
EPS(元)	0.47	0.44	0.48	0.45
P/E(倍)	8.8	9.3	8.6	9.1

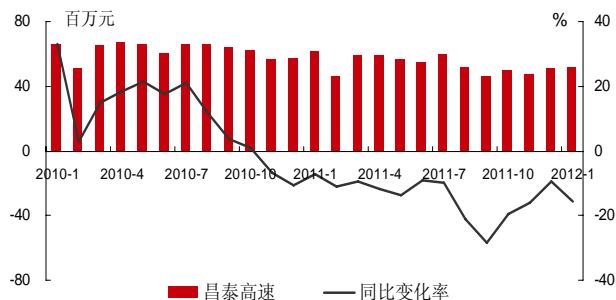
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1： 昌九高速通行费收入



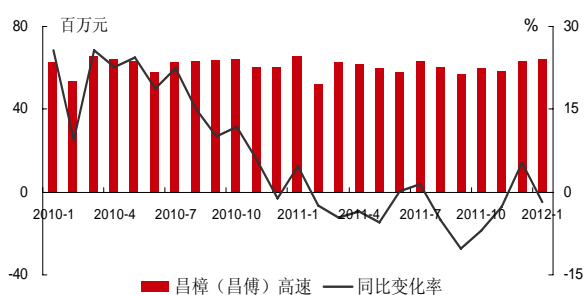
资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所整理

图 2： 昌泰高速通行费收入



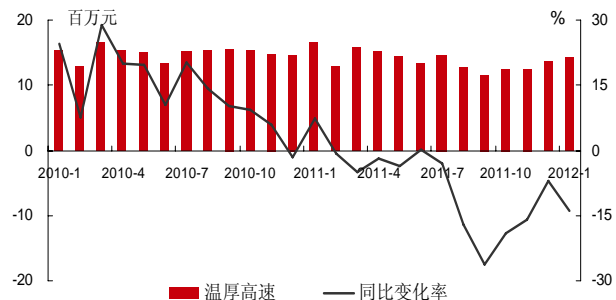
资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所整理

图 3： 昌樟高速通行费收入



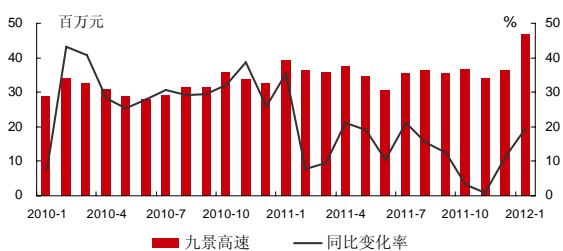
资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所整理

图 4： 温厚高速通行费收入



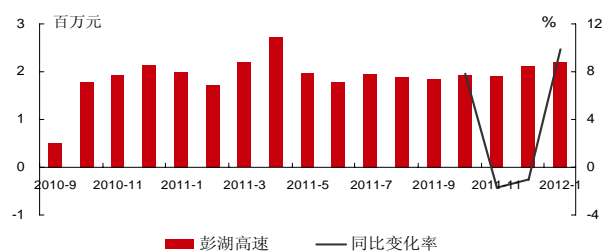
资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所整理

图 5： 九景高速通行费收入



资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所整理

图 6： 彭湖高速通行费收入



资料来源：公司数据，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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4988	4368	5506	5946	<b>营业收入</b>	4101	4482	5328	6262
现金	3359	2747	3815	4161	营业成本	2124	2535	3043	3671
应收账款	335	332	400	482	营业税金及附加	151	167	198	232
其他应收款	215	210	210	212	营业费用	5	6	7	8
预付账款	927	927	927	936	管理费用	221	242	288	338
存货	153	153	154	156	财务费用	280	305	457	764
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	13	3	3	3
<b>非流动资产</b>	18017	23325	27912	27776	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	261	261	261	261	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	13570	15481	28109	28116	<b>营业利润</b>	1306	1226	1334	1247
无形资产	109	109	109	109	营业外收入	290	290	291	293
其他非流动资产	4077	7474	-567	-710	营业外支出	15	16	17	19
<b>资产总计</b>	23006	27693	33418	33723	<b>利润总额</b>	1580	1500	1608	1521
<b>流动负债</b>	9035	9344	11602	12979	所得税	386	386	402	380
短期借款	2246	4445	5933	6833	净利润	1195	1115	1206	1141
应付账款	1842	1985	2632	3078	少数股东损益	86	86	91	86
其他流动负债	4947	2914	3038	3068	归属母公司净利	1109	1029	1115	1055
<b>非流动负债</b>	3281	6778	9245	7255	EBITDA	2051	1957	2293	2595
长期借款	1200	2400	4900	3900	EPS (元)	0.47	0.44	0.48	0.45
其他非流动负	2081	4378	4345	3355	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	12316	16123	20847	20234	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	684	770	861	947	<b>成长能力</b>				
股本	2335	2335	2335	2335	营业收入	3.1%	9.3%	18.9%	17.5%
资本公积	1697	1697	1697	1697	营业利润	-8.2%	-6.1%	8.8%	-6.5%
留存收益	5973	6768	7677	8509	归属母公司净利	-11.7%	-7.2%	8.4%	-5.4%
归属母公司股	10006	10801	11710	12542	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权</b>	23006	27693	33418	33723	毛利率(%)	48.2%	43.4%	42.9%	41.4%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	27.0%	23.0%	20.9%	16.8%
单位: 百万元					ROE(%)	11.1%	9.5%	9.5%	8.4%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	10.0%	5.9%	5.8%	6.6%
<b>经营活动现金</b>	1915	-1129	2964	2814	<b>偿债能力</b>				
净利润	1195	1115	1206	1141	资产负债率(%)	53.5%	58.2%	62.4%	60.0%
折旧摊销	465	427	502	584	净负债比率(%)	27.98	44.20	52.64	54.08
财务费用	280	305	457	764	流动比率	0.55	0.47	0.47	0.46
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.54	0.45	0.46	0.45
营运资金变动	-32	-2116	817	324	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	7	-858	-17	2	总资产周转率	0.20	0.18	0.17	0.19
<b>投资活动现金</b>	-3973	-5847	-5089	-448	应收账款周转率	13	13	15	14
资本支出	3968	5849	5090	448	应付账款周转率	1.13	1.32	1.32	1.29
长期投资	-6	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	-11	1	1	1	每股收益(最新)	0.47	0.44	0.48	0.45
<b>筹资活动现金</b>	3804	6365	3192	-2021	每股经营现金流	0.82	-0.48	1.27	1.21
短期借款	1751	2199	1488	900	每股净资产(最	4.28	4.62	5.01	5.37
长期借款	300	1200	2500	-1000	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	8.64	9.31	8.59	9.08
资本公积增加	-215	0	0	0	P/B	0.96	0.89	0.82	0.76
其他筹资现金	1968	2966	-796	-1920	EV/EBITDA	5	5	5	4
<b>现金净增加额</b>	1746	-612	1068	346					

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。