

赣粤高速 (600269.SH)

公路铁路

评级：买入 维持评级

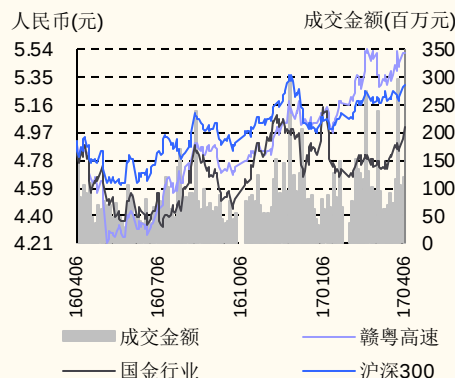
公司点评

市场价格 (人民币): 5.52 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,335.41
总市值(百万元)	12,891.45
年内股价最高最低(元)	5.54/4.21
沪深 300 指数	3514.05
上证指数	3281.00



相关报告

- 1.《公路主业再创新高,“高速公路+”推动多元发展-赣粤高速公司点...》, 2017.3.7
- 2.《主业稳健增长,激励计划有效激发管理层积极性-赣粤高速公司点评》, 2016.12.15
- 3.《低估值提供安全垫,多元发展打开空间-赣粤高速公司深度研究》, 2016.12.5

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

财政拨款增厚一季度业绩, 激励计划保障未来

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.305	0.444	0.396	0.378	0.410
每股净资产(元)	5.50	6.08	6.42	6.65	6.91
每股经营性现金流(元)	0.81	0.73	0.92	1.06	1.16
市盈率(倍)	18.63	11.32	13.93	14.62	13.47
行业优化市盈率(倍)	0.00	20.96	20.96	20.96	20.96
净利润增长率(%)	2.39%	45.69%	-10.82%	-4.69%	8.52%
净资产收益率(%)	5.55%	7.31%	6.17%	5.68%	5.93%
总股本(百万股)	2,335.41	2,335.41	2,335.41	2,335.41	2,335.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布一季度业绩预增公告, 预计本期实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比, 将增加 120%到 150%左右。

经营分析

- **财政厅拨付财政支持款大幅增厚一季度业绩:** 今年一季度业绩大幅增厚主要原因是公司于 2017 年 1 月 19 日, 收到江西省财政厅拨付的财政支持款人民币 2.78 亿元, 计入当期损益。预计 2017 年一季度净利润可达 4.12 亿元至 4.40 亿元, 2016 年同期, 公司净利润为 1.87 亿元。由于在 2016 年二季度, 公司出让国盛证券股权取得投资收益约 5.5 亿元, 今年无此收益, 公司全年业绩预计仍将有所下滑, 不过下滑幅度有望缩窄。
- **改扩建工程按部就班, 保障未来高速业务:** 公司 2017 年 1~2 月, 实现通行费收入 5.66 亿元, 同比增长 0.85%, 增幅较 16 年同期 17.9%大幅下降, 主要原因是昌九高速改扩建, 公司整体客车车流量同比下降 0.3%。我们认为虽然改扩建工程对公司主业收入暂时有所影响, 但伴随未来公司主要路产及全省其他干线进行“四改八”扩建工程完成, 将直接或间接大幅提升核心路产车流量, 保障未来主业业绩稳健增长。
- **“高速公路+”战略叠加合理激励条件, 公司业绩长期向好:** 公司工作重心从资产管理向资本运营转变, 大力开展股权经营和股权投资, 以推进“高速公路+”为抓手, 公司近年不断优化业务和资产结构, 大力发展高速公路延伸产业, 加快金融股权投资领域脚步。另外, 公司于 2016 年底通过设立业绩奖励基金激励计划, 保障公司净利润最低 7%的年增速。在整体公路市场环境不景气的情况下, 公司激励条件合理, 将员工与公司经营业务长期稳健发展连接起来, 有效激发管理层积极性。

盈利调整

- 由于江西省财政厅拨付财政支持款, 我们上调公司 2017 年 EPS 至 0.40 元, 上调幅度 14%, 对应 PE 为 14 倍; 维持 18~19 年 EPS 为 0.38 元、0.41 元, 对应 PE 为 15、13 倍, 维持“买入”评级。

投资建议

- 我们认为公司核心路产未来车流量增长稳定, 看好公司未来继续深耕能源、金融、旅游等领域, 业绩激励计划保障公司长期经营业务稳健发展。

风险提示

- 宏观经济增速整体低迷, 车流量不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,081	5,502	4,555	4,886	5,257	5,683
增长率		34.8%	-17.2%	7.3%	7.6%	8.1%
主营业务成本	-2,370	-3,839	-2,841	-3,059	-3,302	-3,588
%销售收入	58.1%	69.8%	62.4%	62.6%	62.8%	63.1%
毛利	1,711	1,663	1,713	1,828	1,955	2,096
%销售收入	41.9%	30.2%	37.6%	37.4%	37.2%	36.9%
营业税金及附加	-148	-185	-57	-73	-79	-85
%销售收入	3.6%	3.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-8	-28	-29	-31	-33	-36
%销售收入	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-215	-223	-190	-195	-210	-227
%销售收入	5.3%	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	1,340	1,227	1,437	1,528	1,633	1,747
%销售收入	32.8%	22.3%	31.6%	31.3%	31.1%	30.7%
财务费用	-583	-604	-658	-549	-548	-547
%销售收入	14.3%	11.0%	14.5%	11.2%	10.4%	9.6%
资产减值损失	-9	-19	-4	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	275	555	50	50	50
%税前利润	4.1%	28.3%	40.2%	3.9%	4.1%	3.8%
营业利润	784	878	1,330	1,026	1,134	1,250
营业利润率	19.2%	16.0%	29.2%	21.0%	21.6%	22.0%
营业外收支	117	93	51	250	75	75
税前利润	900	971	1,380	1,276	1,209	1,325
利润率	22.1%	17.7%	30.3%	26.1%	23.0%	23.3%
所得税	-328	-371	-439	-447	-423	-464
所得税率	36.4%	38.2%	31.8%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	573	601	942	829	786	861
少数股东损益	-123	-112	-96	-96	-96	-96
归属于母公司的净利润	695	712	1,037	925	882	957
净利率	17.0%	12.9%	22.8%	18.9%	16.8%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	573	601	942	829	786	861
非现金支出	724	1,013	1,029	1,037	1,099	1,164
非经营收益	745	563	144	28	479	479
营运资金变动	-487	-279	-415	243	105	201
经营活动现金净流	1,555	1,898	1,700	2,138	2,470	2,706
资本开支	-2,318	-1,320	-1,033	-1,151	-1,720	-1,546
投资	119	308	254	-1	0	0
其他	50	-185	11	50	50	50
投资活动现金净流	-2,148	-1,197	-768	-1,102	-1,670	-1,496
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1,669	-408	279	-54	0	1
其他	-848	-1,039	-1,049	-735	-955	-955
筹资活动现金净流	821	-1,447	-770	-789	-955	-954
现金净流量	227	-746	162	247	-155	257

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,138	2,393	2,555	2,803	2,648	2,904
应收款项	852	248	471	385	414	448
存货	667	595	736	670	724	786
其他流动资产	703	385	92	88	94	102
流动资产	5,360	3,621	3,854	3,946	3,880	4,241
%总资产	17.4%	11.7%	12.0%	12.2%	11.7%	12.5%
长期投资	1,590	2,887	4,109	4,110	4,109	4,109
固定资产	23,311	24,294	23,575	24,246	24,939	25,392
%总资产	75.6%	78.2%	73.6%	74.7%	75.4%	74.9%
无形资产	152	141	133	133	138	142
非流动资产	25,461	27,438	28,164	28,491	29,188	29,645
%总资产	82.6%	88.3%	88.0%	87.8%	88.3%	87.5%
资产总计	30,821	31,059	32,018	32,437	33,068	33,885
短期借款	2,153	133	13	0	0	0
应付款项	2,573	3,033	2,205	2,253	2,432	2,641
其他流动负债	603	1,580	1,244	1,286	1,302	1,398
流动负债	5,329	4,745	3,462	3,539	3,733	4,039
长期贷款	1,928	1,716	1,416	1,416	1,416	1,417
其他长期负债	9,388	10,181	11,457	11,100	11,100	11,100
负债	16,645	16,643	16,335	16,055	16,250	16,556
普通股股东权益	12,346	12,834	14,199	14,994	15,526	16,132
少数股东权益	1,830	1,582	1,484	1,388	1,292	1,197
负债股东权益合计	30,821	31,059	32,018	32,437	33,068	33,885

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.298	0.305	0.444	0.396	0.378	0.410
每股净资产	5.287	5.496	6.080	6.420	6.648	6.908
每股经营现金净流	0.666	0.813	0.728	0.916	1.058	1.159
每股股利	0.100	0.150	0.600	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	5.63%	5.55%	7.31%	6.17%	5.68%	5.93%
总资产收益率	2.26%	2.29%	3.24%	2.85%	2.67%	2.82%
投入资本收益率	3.27%	3.06%	3.79%	3.79%	3.98%	4.18%
增长率						
主营业务收入增长率	4.27%	34.83%	-17.21%	7.28%	7.59%	8.10%
EBIT增长率	-1.48%	-8.43%	17.16%	6.33%	6.83%	7.02%
净利润增长率	6.40%	2.39%	45.69%	-10.82%	-4.69%	8.52%
总资产增长率	9.61%	0.77%	3.09%	1.31%	1.94%	2.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.4	22.2	23.8	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	79.4	60.0	85.5	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	312.6	203.3	266.0	220.0	220.0	220.0
固定资产周转天数	1,631.8	1,606.6	1,860.4	1,769.3	1,672.6	1,569.0
偿债能力						
净负债/股东权益	61.17%	54.69%	46.61%	43.03%	42.84%	40.10%
EBIT利息保障倍数	2.3	2.0	2.2	2.8	3.0	3.2
资产负债率	54.01%	53.58%	51.02%	49.50%	49.14%	48.86%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	5.09	7.00~7.00
2	2016-12-15	买入	5.10	N/A
3	2017-03-07	买入	5.52	7.00~7.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD