

赣粤高速 (600269.SH) 公路铁路

评级: 买入 维持评级

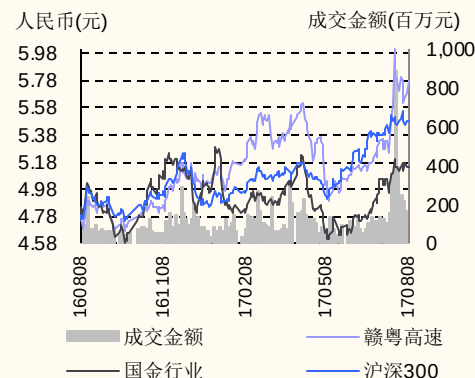
公司点评

市场价格 (人民币): 5.78 元
目标价格 (人民币): 7.00-7.00 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)	13,498.65
年内股价最高最低(元)	6.01/4.68
沪深 300 指数	3732.21
上证指数	3281.87



相关报告

- 1.《财政拨款增厚一季度业绩，激励计划保障未来-赣粤高速公司点评》，2017.4.7
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

经营现金流健康，扣非净利润平稳增长

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	0.393	0.384	0.428
每股净资产(元)	5.50	6.08	6.42	6.65	6.93
每股经营性现金流(元)	0.81	0.73	0.86	1.06	1.17
市盈率(倍)	18.63	11.32	14.70	15.04	13.49
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	2.39%	45.69%	-11.48%	-2.24%	11.46%
净资产收益率(%)	5.55%	7.31%	6.13%	5.78%	6.18%
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 2017 年上半年实现营业收入 21.59 亿元，同比下降 5.90%；实现归母净利润 5.90 亿元，同比下降 20.22%，每股收益 0.25 元。业绩符合预期。

经营分析

- **通行费收入微降，不同路段产生分化：**2017 年上半年，赣粤高速实现通行服务收入 14.7 亿元，同比微降 2.18%。细看主要经营的 8 条高速公路，由于周边新通车道路造成不同影响，收入增速产生分化。九景、昌泰、彭湖受益于路网的完善，通行收入分别同比增长 9.5%、15.2%、87.9%。但是受昌九大道及东昌高速开通的分流影响，昌九、昌樟、温厚同行收入分别同比下降 8.8%、13.0%、41.2%。其他实业方面，由于成品油单价上涨，成品油销售收入同比增加 3.8%；工程收入由于公司高速公路建设速度减缓，工程项目减少，同比下降 23.3%。
- **多项成本减少，毛利率提升明显：**公司 2017 年上半年多项成本减少。其中，道路养护成本减少 0.20 亿元；重新预测总车流量后，公路折旧摊销减少 0.37 亿元；另外，由于业务量的减少，工程和房地产销售成本分别减少 0.48 亿元和 0.47 亿元。公司录得营业成本 12.42 亿元，同比下降 11.1%，毛利率为 42.5%，相比 2016 年同期增长 3.4pts，盈利能力提升。
- **扣非净利润同比增长 17.6%，现金流充沛：**本期归母净利润下滑明显，主要是因为去年同期公司出让国盛证券股权取得投资收益 5.5 亿元，今年无此收益。若不考虑非经常性损益，公司扣非净利润 3.4 亿元，同比增长 17.6%，主业经营稳步增长。另外，高速公路多为现金交易，且流量较大，使得公司现金流充沛，2017 年上半年经营净现金流量净额 13.69 亿元，同比增长 90.2%，占比营业收入达到 63.4%，经营性现金流状况处于行业前列。

投资建议

- 伴随公司核心路产四改八扩建完成，收费年限有望延长，受益经济回暖，车流量增长，未来通行收入增长稳定，盈利能力有保障。公司持有丰富金融资产和土地资源，将继续深耕金融、旅游等领域，业绩激励计划保障公司长期稳健发展。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.39/0.38/0.43 元/股，对应 PE 为 15/15/13 倍，目前高速公路行业 PB1.7 倍，公司 PB0.99 倍，仍处于破净状态，估值优势明显，将继续进行修复。维持“买入”评级。

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	4,483	4,806	5,184
增长率		34.8%	-17.2%	-1.6%	7.2%	7.9%
主营业务成本	-2,370	-3,839	-2,841	-2,704	-2,868	-3,070
%销售收入	58.1%	69.8%	62.4%	60.3%	59.7%	59.2%
毛利	1,711	1,663	1,713	1,779	1,937	2,114
%销售收入	41.9%	30.2%	37.6%	39.7%	40.3%	40.8%
营业税金及附加	-148	-185	-57	-22	-24	-26
%销售收入	3.6%	3.4%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-8	-28	-29	-28	-30	-33
%销售收入	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-215	-223	-190	-179	-192	-207
%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	1,549	1,691	1,848
%销售收入	32.8%	22.3%	31.6%	34.6%	35.2%	35.7%
财务费用	-583	-604	-658	-551	-552	-551
%销售收入	14.3%	11.0%	14.5%	12.3%	11.5%	10.6%
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	20	20	20
%税前利润	4.1%	28.3%	40.2%	1.6%	1.6%	1.4%
营业利润	784	878	1,330	1,016	1,159	1,317
营业利润率	19.2%	16.0%	29.2%	22.7%	24.1%	25.4%
营业外收支	117	93	51	250	75	75
税前利润	900	971	1,380	1,266	1,234	1,392
利润率	22.1%	17.7%	30.3%	28.2%	25.7%	26.9%
所得税	-328	-371	-439	-443	-432	-487
所得税率	36.4%	38.2%	31.8%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	573	601	942	823	802	905
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	918	898	1,001
净利率	17.0%	12.9%	22.8%	20.5%	18.7%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	573	601	942	823	802	905
非现金支出	724	1,013	1,029	1,037	1,099	1,164
非经营收益	745	563	144	58	509	509
营运资金变动	-487	-279	-415	87	70	164
经营活动现金净流	1,555	1,898	1,700	2,006	2,481	2,742
资本开支	-2,318	-1,320	-1,033	-1,158	-1,720	-1,546
投资	119	308	254	-1	0	0
其他	50	-185	11	20	20	20
投资活动现金净流	-2,148	-1,197	-768	-1,139	-1,700	-1,526
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	78	-174	263

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	2,633	2,459	2,721
应收款项	852	248	471	353	379	408
存货	667	595	736	593	629	673
其他流动资产	703	385	92	78	82	88
流动资产	5,360	3,621	3,854	3,656	3,548	3,891
%总资产	17.4%	11.7%	12.0%	11.4%	10.8%	11.6%
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%	75.4%	76.2%	75.7%
无形资产	152	141	133	141	145	149
非流动资产	25,461	27,438	28,164	28,499	29,195	29,652
%总资产	82.6%	88.3%	88.0%	88.6%	89.2%	88.4%
资产总计	30,821	31,059	32,018	32,155	32,743	33,542
短期借款	2,153	133	13	0	0	0
应付款项	2,573	3,033	2,205	1,997	2,120	2,271
其他流动负债	603	1,580	1,244	1,266	1,279	1,373
流动负债	5,329	4,745	3,462	3,263	3,400	3,643
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	15,780	15,916	16,161
普通股股东权益	12,346	12,834	14,199	14,987	15,535	16,185
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	32,155	32,743	33,542

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.298	0.305	0.444	0.393	0.384	0.428
每股净资产	5.287	5.496	6.080	6.417	6.652	6.930
每股经营现金净流	0.666	0.813	0.728	0.859	1.062	1.174
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%	6.13%	5.78%	6.18%
总资产收益率	2.26%	2.29%	3.24%	2.86%	2.74%	2.98%
投入资本收益率	3.27%	3.06%	3.79%	3.84%	4.12%	4.41%
增长率						
主营业务收入增长率	4.27%	34.83%	-17.21%	-1.58%	7.21%	7.87%
EBIT 增长率	-1.48%	-8.43%	17.16%	7.79%	9.14%	9.31%
净利润增长率	6.40%	2.39%	45.69%	-11.48%	-2.24%	11.46%
总资产增长率	9.61%	0.77%	3.09%	0.43%	1.83%	2.44%
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	1,928.5	1,829.7	1,720.2
偿债能力						
净负债/股东权益	61.17%	54.69%	46.61%	44.09%	43.94%	41.03%
EBIT 利息保障倍数	2.3	2.0	2.2	2.8	3.1	3.4
资产负债率	54.01%	53.58%	51.02%	49.07%	48.61%	48.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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
4	2017-04-07	买入	5.52	N/A

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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