

赣粤高速 (600269.SH)

低估值提供安全边际，成本管控助毛利率提升

核心观点:

2017 年上半年公司实现营业收入 21.58 亿元，同比下降 5.9%，实现归母净利润 5.89 亿元，同比下滑 20.2%；扣非后归母净利润 3.43 亿元，同比增长 17.6%。上半年实现每股收益 0.25 元。

● 通行费收入略降，成本管控得当提升毛利率

2017 年上半年公司通行费收入 14.71 亿元，相比去年同期下降 2.18%。其中昌九与昌樟高速由于昌九大道及东昌高速开通的分流影响，收入同比分别下降 6.8% 与 9.6%。但杭新景高速公路衢州段的通车致九景高速收入增长 11.8%，昌泰高速通行服务收入增长 15.7%。弥补了昌九与昌樟高速的收入下滑。

上半年公司高速公路主业成本管控得当，相比去年同期下降 11.3%。其中养护成本同比下降 53.4%，折旧摊销同比下降 7.6%，其他运营成本同比下降 12.5%。成本控制得当使得高速公路主业毛利率整体上升 4.42% 至 57.2%，是报告期扣非后归母净利增长的主要原因。

● 归母净利下滑主要系去年同期非经常性收入金额较大

报告期公司归母净利润同比下滑 20.2%，主要系去年同期转让国盛证券实现投资收益 5.47 亿元，利润基数较高。今年同期公司的非经常性收入为政府补贴 2.78 亿元，在金额上不及去年，导致本期归母净利下滑。

● 投资建议：低估值且稳健增长，给予买入评级

预计公司 17、18、19 年 EPS 分别为 0.38、0.40、0.44 元，对应最新收盘价 PE 为 15.3X，14.5X，13.2X。现阶段公司没有后续修路计划，主业不确定性逐步消除。公司 PB 估值明显低于行业平均水平（当期 PB 仅 0.98，是高速公路板块唯一的破净个股），维持“买入”评级。

● 风险提示：通行费收入不达预期；收费政策变动；新建路产分流。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,501.60	4,554.77	4,740.89	5,036.08	5,351.33
增长率(%)	34.83%	-17.21%	4.09%	6.23%	6.26%
EBITDA(百万元)	2,221.09	2,463.43	2,614.22	2,646.88	2,878.47
净利润(百万元)	712.11	1,037.48	885.23	932.26	1,023.41
增长率(%)	2.39%	45.69%	-14.67%	5.31%	9.78%
EPS(元/股)	0.305	0.444	0.379	0.399	0.438
市盈率(P/E)	18.63	11.32	15.25	14.48	13.19
市净率(P/B)	1.07	0.90	0.98	0.93	0.88
EV/EBITDA	9.52	7.74	7.90	8.11	6.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.78 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-08

相对市场表现



分析师： 商 田 S0260516050001
021-60750634
shangtian@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发交运】赣粤高速：成本管控提升主业利润，补贴收入略超预期 2017-04-24
- 【广发交运】赣粤高速年报点评：公路主业实现高速增长，多元发展稳步推进 2017-03-06
- 【广发交运】赣粤高速深度报告：资产扎实，主业回升 2016-12-06

联系人： 曹奕丰 021-60750604
caoyifeng@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3621	3854	3877	4786	6271
货币资金	2393	2555	2705	3404	4826
应收及预付	324	549	492	504	546
存货	595	736	666	864	885
其他流动资产	309	14	14	14	14
非流动资产	27438	28164	29112	30582	29931
长期股权投资	272	714	714	714	714
固定资产	24216	23216	22179	21163	25026
在建工程	78	359	2359	4859	359
无形资产	141	133	117	103	90
其他长期资产	2730	3743	3743	3743	3743
资产总计	31059	32018	32989	35367	36202
流动负债	4745	3462	3590	4348	3977
短期借款	120	0	0	0	0
应付及预收	3233	2371	2500	2758	2886
其他流动负债	1393	1091	1091	1591	1091
非流动负债	11897	12873	12873	13873	13873
长期借款	1716	1416	1416	2416	2416
应付债券	8427	8436	8436	8436	8436
其他非流动负债	1754	3020	3020	3020	3020
负债合计	16643	16335	16463	18221	17849
股本	2335	2335	2335	2335	2335
资本公积	1838	1838	1838	1838	1838
留存收益	8185	8872	9547	10269	11096
归属母公司股东权益	12359	13046	13721	14443	15270
少数股东权益	1582	1484	1373	1271	1150
负债和股东权益	31059	32018	32989	35367	36202

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1899	1701	2388	2206	2407
净利润	601	942	774	830	903
折旧摊销	994	1026	1044	1022	1142
营运资金变动	-279	-415	254	48	65
其它	583	148	316	304	297
投资活动现金流	-1197	-768	-1799	-2355	-325
资本支出	-1320	-1033	-1827	-2384	-356
投资变动	326	265	28	29	31
其他	-203	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1447	-770	-440	848	-660
银行借款	3686	1770	0	1000	0
债券融资	-4094	-1491	279	500	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1039	-1049	-719	-652	-660
现金净增加额	-744	163	149	699	1422
期初现金余额	3138	2393	2555	2705	3404
期末现金余额	2394	2555	2705	3404	4826

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.8	-17.2	4.1	6.2	6.3
营业利润增长	12.0	51.5	-22.9	11.0	8.5
归属母公司净利润增长	2.4	45.7	-14.7	5.3	9.8
获利能力(%)					
毛利率	30.2	37.6	39.0	38.2	38.3
净利率	10.9	20.7	16.3	16.5	16.9
ROE	5.8	8.0	6.5	6.5	6.7
ROIC	4.0	5.4	5.5	5.4	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.4	52.9	52.2	53.7	52.1
净负债比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
流动比率	0.76	1.11	1.08	1.10	1.58
速动比率	0.62	0.88	0.88	0.88	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
应收账款周转率	16.47	15.35	15.89	15.62	15.75
存货周转率	6.08	4.27	5.02	4.61	4.81
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.44	0.38	0.40	0.44
每股经营现金流	0.81	0.73	1.02	0.94	1.03
每股净资产	5.29	5.59	5.88	6.18	6.54
估值比率					
P/E	18.6	11.3	15.2	14.5	13.2
P/B	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.5	7.7	7.9	8.1	6.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5502	4555	4741	5036	5351
营业成本	3839	2841	2891	3115	3300
营业税金及附加	185	57	60	64	68
销售费用	28	29	30	32	34
管理费用	223	190	190	201	214
财务费用	604	658	573	515	531
资产减值损失	19	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	275	555	28	29	31
营业利润	878	1330	1026	1139	1236
营业外收入	315	65	283	174	228
营业外支出	222	15	118	66	92
利润总额	971	1380	1190	1246	1372
所得税	371	439	416	416	469
净利润	601	942	774	830	903
少数股东损益	-112	-96	-111	-102	-120
归属母公司净利润	712	1037	885	932	1023
EBITDA	2221	2463	2614	2647	2878
EPS(元)	0.30	0.44	0.38	0.40	0.44

广发交通运输行业研究小组

- 商 田： 分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心，2014 年新财富非银行金融行业第三名（团队）。
- 曹奕丰： 联系人，上海复旦大学金融数学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：caoyifeng@gf.com.cn, 021-60750602。
- 关 鹏： 联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。