2017 年 08 月 09 日

赣粤高速（600269.SH）

公司快报

证券研究报告

公路

主业稳健副业提速，资本运作步步为营

■**事件：**公司发布 2017 年中报，1H2017 实现营收 21.59 亿元（-5.90%），归母净利润 5.90 亿元（-20.22%），扣非归母净利润 3.43 亿元(+17.57%)，EPS 为 0.25 元。

■**点评：**

主营业务稳步发展，成本控制卓有成效。报告期内公司营收主要来源于高速公路运营、成品油销售及工程业务，分别实现收入 14.71 亿元(-2.18%)、4.11 亿元(+3.79%)、2.30 亿元(-23.26%)，收入占比分别为 68.13%、19.04%、10.65%，合计 97.82%；毛利率分别为 57.22%(+4.42pct)、6.16%(-1.07pct)、19.83%(-2.6pct)。虽然总体收入有所下滑，但公司成本管控得当，整体毛利同比增长 2.2%，毛利率提升 3.4pct 至 42.5%。报告期内，通行服务费仍是公司收入和毛利的主要来源，成品油平均售价上升助力油品销售收入增加。

路网完善抵补分流影响。公司目前主要经营昌九、昌樟、昌泰、九景、温厚、彭湖、昌奉、奉铜等 8 条高速公路，管养总里程 796 公里，占江西省现有高速公路通车总里程 6,000 公里的 13.27%。其中昌九、昌樟、昌泰、九景高速 1-6 月实现收入 3.72 亿(-8.74%)、2.92 亿(-12.99%)、3.26 亿(+15.23%)、3.16 亿(+9.47%)，合计占通行费收入 88.78%。报告期内，受昌九大道及东昌高速分流及公司昌九高速四改八工程影响，昌九、昌樟高速车流下滑明显；但同时杭新景高速公路衢州段通车，致九景高速收入增长；路网完善使跨省车辆增加，致昌泰高速收入显著增长。分流与增收影响两相抵消，使公司通行费收入基本持平。

工程业务划出影响总体收入。公司于 2015 年 12 月将所持全部赣粤高速公路工程公司 65.3204%股权和嘉和工程咨询监理公司 56%股权作为对价出让于控股股东省高速集团，并同步受让国盛证券 8.0757%股权。交易完成后，公司工程业务收入减少 11.06 亿，收入占比由 15 年 31.7%下滑至 2016 的 14.0%，1H2017 由于高速公路建设速度减缓，工程项目减少导致工程业务收入进一步减少，影响公司总体收入。

扣非净利大幅增长。上述股权转让交易完成后，公司持有国盛证券 20.0114%股权，并于 2016 年 5 月以这部分股权作为对价参与华声股份(现改名国盛金控)定增项目，获其 5.52%股权及现金对价款，去年同期公司因此项交易确认投资收益 5.47 亿元。此外公司今年 1 月收到财政支持款 2.78 亿元，去年同期仅 12 万元，此项财政支持款与经营密切相关，具备可持续性，但金额较大且收款时间存在偏移，影响财务指标对比。剔除上述重大事项影响，公司 1H2017 扣非净利润大幅增长 17.57%，盈利能力回升。

■**投资建议：**公司作为省内唯一公路类上市，主业发展得到江西省政府在政策和资金方面的支持；所辖路产区位优势显著，业绩稳健；同时，公司多元发展目标明确，资本运作步步为营，目前持有金融资产市值 24.76 亿元(以 2017/6/30 收盘价计，国盛金控：持股 5.52%/市值 13.14 亿、信达地产：持股 6.58%/市值 5.77 亿、湘邮科技：持股 4.26%/市值 1.47 亿；以支付现金计，恒邦保险：持股 20%最大股东/市值 4.37 亿)。我们看好公司长期发展前景，且目前估值处于低位。预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.40 元、0.42

投资评级	增持-A
	维持评级
6 个月目标价：	6.10 元
股价（2017-08-09）	5.60 元

交易数据

总市值（百万元）	13,498.65
流通市值(百万元)	13,498.65
总股本（百万股）	2,335.41
流通股本(百万股)	2,335.41
12 个月价格区间	4.68/6.01 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.46	8.79	14.94
绝对收益	8.44	15.39	24.18

胡光怿 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040005
hugy@essence.com.cn
021-35082762

相关报告

赣粤高速：“高速公路+”稳步推进，投资收益致净利大幅上涨/张龙 2017-03-07

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

元，给予“增持-A”的投资评级，6 个月目标价为 6.10 元，相当于 2017 年 1.1 倍 PB。

■**风险提示：**宏观经济低迷，多元发展不及预期，有息负债较高等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,501.6	4,554.8	4,600.3	4,761.3	4,999.4
净利润	712.1	1,037.5	936.6	979.6	1,045.3
每股收益(元)	0.30	0.44	0.40	0.42	0.45
每股净资产(元)	5.50	6.08	5.53	5.87	6.19

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	19.0	13.0	14.4	13.8	12.9
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
净利润率	12.9%	22.8%	20.4%	20.6%	20.9%
净资产收益率	5.5%	7.3%	7.2%	7.1%	7.2%
股息收益率	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	2.9%
ROIC	4.3%	6.9%	4.3%	4.2%	4.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,501.6	4,554.8	4,600.3	4,761.3	4,999.4
减:营业成本	3,839.0	2,841.4	2,944.2	3,213.9	3,399.6
营业税费	185.3	57.5	126.7	117.2	108.0
销售费用	27.7	28.8	20.4	25.1	26.7
管理费用	222.9	189.9	206.8	201.8	215.0
财务费用	604.0	658.2	135.3	-42.4	-78.6
资产减值损失	19.4	3.9	10.8	11.4	8.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	274.5	554.6	-	-	-
营业利润	877.8	1,329.7	1,156.1	1,234.4	1,320.0
加:营业外净收支	93.5	50.7	86.9	77.0	71.5
利润总额	971.3	1,380.4	1,243.0	1,311.4	1,391.5
减:所得税	370.7	438.6	440.7	460.7	474.8
净利润	712.1	1,037.5	936.6	979.6	1,045.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,392.5	2,555.4	1,743.3	2,628.5	5,473.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	247.8	470.7	665.8	293.8	716.6
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	76.5	78.3	149.2	40.8	175.5
存货	595.5	735.5	473.6	820.4	632.1
其他流动资产	309.0	13.8	309.2	210.7	177.9
可供出售金融资产	1,806.4	2,564.4	1,866.8	2,079.2	2,170.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	272.5	713.6	713.6	713.6	713.6
投资性房地产	189.3	180.4	180.4	180.4	180.4
固定资产	24,216.0	23,215.8	22,176.9	21,138.0	20,099.1
在建工程	77.5	358.9	358.9	358.9	358.9
无形资产	125.9	118.3	110.7	103.1	95.5
其他非流动资产	749.9	1,012.7	727.0	828.2	854.3
资产总额	31,058.8	32,017.9	29,475.5	29,395.6	31,647.5
短期债务	120.0	-	-	-	-
应付帐款	2,812.3	2,084.7	2,955.9	2,164.1	3,534.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,813.0	1,377.4	1,900.4	1,626.8	1,732.9
长期借款	1,716.0	1,416.0	-	-	-
其他非流动负债	10,181.4	11,456.8	10,342.1	10,660.1	10,819.7
负债总额	16,642.6	16,334.9	15,198.4	14,451.0	16,086.9
少数股东权益	1,581.9	1,483.8	1,356.2	1,229.4	1,103.7
股本	2,335.4	2,335.4	2,335.4	2,335.4	2,335.4
留存收益	10,023.1	10,710.3	10,585.5	11,379.7	12,121.5
股东权益	14,416.2	15,683.0	14,277.1	14,944.6	15,560.6

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	34.8%	-17.2%	1.0%	3.5%	5.0%
营业利润增长率	12.0%	51.5%	-13.1%	6.8%	6.9%
净利润增长率	2.4%	45.7%	-9.7%	4.6%	6.7%
EBITDA 增长率	18.8%	21.8%	-22.4%	-4.3%	2.2%
EBIT 增长率	8.4%	34.2%	-35.0%	-7.7%	4.2%
NOPLAT 增长率	5.4%	48.0%	-38.5%	-7.2%	5.8%
投资资本增长率	-7.2%	-1.6%	-4.0%	-3.8%	-13.0%
净资产增长率	1.7%	8.8%	-9.0%	4.7%	4.1%
利润率					
毛利率	30.2%	37.6%	36.0%	32.5%	32.0%
营业利润率	16.0%	29.2%	25.1%	25.9%	26.4%
净利润率	12.9%	22.8%	20.4%	20.6%	20.9%
EBITDA/营业收入	45.0%	66.2%	50.8%	47.0%	45.8%
EBIT/营业收入	26.9%	43.6%	28.1%	25.0%	24.8%
运营效率					
固定资产周转天数	1,389	1,874	1,776	1,638	1,485
流动营业资本周转天数	-142	-219	-192	-189	-201
流动资产周转天数	294	295	282	277	402
应收帐款周转天数	36	28	44	36	36
存货周转天数	41	53	47	49	52
总资产周转天数	2,025	2,493	2,406	2,226	2,198
投资资本周转天数	1,330	1,533	1,475	1,370	1,196
投资回报率					
ROE	5.5%	7.3%	7.2%	7.1%	7.2%
ROA	1.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%
ROIC	4.3%	6.9%	4.3%	4.2%	4.6%
费用率					
销售费用率	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%
管理费用率	4.1%	4.2%	4.5%	4.2%	4.3%
财务费用率	11.0%	14.5%	2.9%	-0.9%	-1.6%
三费/营业收入	15.5%	19.3%	7.9%	3.9%	3.3%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	51.0%	51.6%	49.2%	50.8%
负债权益比	115.4%	104.2%	106.5%	96.7%	103.4%
流动比率	0.76	1.11	0.69	1.05	1.36
速动比率	0.64	0.90	0.59	0.84	1.24
利息保障倍数	2.45	3.02	9.54	-28.12	-15.80
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.15	0.16	0.17	0.17
分红比率	49.2%	33.8%	38.8%	40.6%	37.7%
股息收益率	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	2.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	600.6	941.8	936.6	979.6	1,045.3
加:折旧和摊销	994.4	1,026.2	1,046.5	1,046.5	1,046.5
资产减值准备	19.4	3.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	638.2	706.3	135.3	-42.4	-78.6
投资损失	-274.5	-554.6	-	-	-
少数股东损益	-111.5	-95.7	-134.3	-129.0	-128.5
营运资金的变动	763.3	547.0	7.3	-441.1	1,242.6
经营活动产生现金流量	1,899.3	1,700.6	1,991.5	1,413.7	3,127.3
投资活动产生现金流量	-1,196.5	-767.9	697.6	-212.4	-90.9
融资活动产生现金流量	-1,447.0	-769.9	-3,501.1	-316.1	-191.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.30	0.44	0.40	0.42	0.45
BVPS(元)	5.50	6.08	5.53	5.87	6.19
PE(X)	19.0	13.0	14.4	13.8	12.9
PB(X)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
P/FCF	19.1	14.3	24.7	8.9	4.0
P/S	2.5	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	8.1	5.6	8.1	7.8	6.3
CAGR(%)	12.3%	-0.9%	11.9%	12.3%	-0.9%
PEG	1.5	-14.6	1.2	1.1	-14.4
ROIC/WACC	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4
REP	3.0	1.6	3.0	3.0	2.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡光怿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。