

# 赣粤高速 (600269.SH)

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格（人民币）：5.09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)      | 11,887.22 |
| 年内股价最高最低(元)   | 5.80/4.21 |
| 沪深 300 指数     | 3528.95   |
| 上证指数          | 3243.84   |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.298    | 0.305    | 0.483    | 0.366    | 0.411    |
| 每股净资产(元)    | 5.29     | 5.50     | 5.99     | 6.27     | 6.59     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.67     | 0.81     | 0.29     | 1.03     | 1.02     |
| 市盈率(倍)      | 17.09    | 16.69    | 10.54    | 13.89    | 12.38    |
| 行业优化市盈率(倍)  | N/A      | N/A      | 20.96    | 20.96    | 20.96    |
| 净利润增长率(%)   | 6.40%    | 2.39%    | 58.41%   | -24.16%  | 12.22%   |
| 净资产收益率(%)   | 5.63%    | 5.55%    | 8.07%    | 5.85%    | 6.24%    |
| 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

## 投资逻辑

- **主业稳健增长，股权投资提振业绩：**公司是江西省交通厅旗下唯一的高速公路上市平台。2016年上半年，实现营业收入 23.94 亿元，同比增长 1.2%；其中，核心业务增长稳定，上半年通行费收入 15.04 亿元，同比增加 8.2%。同时，公司积极拓展金融领域股权投资，对业绩提振成效显著，上半年实现净利润 6.89 亿元，同比增加 32%，净利润增加主要来自于上半年处置国盛证券股权确认的 5.46 亿投资收益。
- **核心路产收费年限充足，未来受益于“四改八”工程：**公司旗下 9 条高速公路，占全省收费公路的 16%，核心路产昌九、昌樟、九景、昌泰等剩余收费年限均在 10 年以上。一方面，公司路产改扩建及全省“四改八”工程进展良好，预计完工后车流量将得到明显提升；另一方面，省内新规划的高铁线路对公司主要路产的影响有限，预期车流量和通行费收入均能保持较快增长，未来持续提供稳定现金流入。
- **估算 NPV 为 4.73-7.00 元/股：**基于高速公路业务未来稳定的现金流入，我们按自由现金流折现测算公司 NPV。在不考虑新增路产影响的情况下，公司 NPV 最低约为 4.73 元/股，相对于目前股价具有较高的安全边际；而在考虑实际利率波动走势的情况下，公司 NPV 约为 7.00 元/股，即目前股价仍有 37.5% 的上涨空间。
- **布局能源、金融、旅游，积极探索多元化发展：**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，业绩贡献占比不断提高。另外，公司的交通干线网络与江西省“十三五”旅游规划契合度较高，未来有望借助路产资源，携手景区、旅行社等，开发公路沿线旅游相关配套服务。

## 投资建议

- 我们认为公司核心路产未来车流量增长稳定，估算 NPV 具有较高的安全边际。看好公司未来继续深耕能源、金融、旅游等领域，加速多元化发展布局。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.48/0.37/0.41 元/股，对应 P/E 为 10.5/13.9/12.4 倍。考虑到公司 NPV 具备较高的安全边际，未来多元化发展提振业绩，首次覆盖给予“买入”评级

## 风险

- 宏观经济增速持续低迷、高铁分流影响超预期。

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

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、公司基本信息 .....                       | 4  |
| 1、江西省唯一的公路上市公司 .....                 | 4  |
| 2、核心业务保持稳定增长，股权投资提振业绩成效显著 .....      | 4  |
| 3、新增路产业绩贡献企稳，整体盈利能力回升 .....          | 5  |
| 二、核心路产支撑未来稳定现金流入 .....               | 5  |
| 1、核心路产仍有 10 年以上存续期，支撑未来稳定的现金流入 ..... | 6  |
| 2、改建扩容，通行能力增长可期 .....                | 6  |
| 3、新增高铁路线分流风险影响有限 .....               | 7  |
| 三、基于高速公路业务的公司 NPV 测算 .....           | 9  |
| 1、主要假设 .....                         | 9  |
| 2、NPV 测算结果及分析 .....                  | 10 |
| 四、积极推动多元化发展 .....                    | 11 |
| 1、大力发展战略性新兴产业 .....                  | 11 |
| 2、积极参与金融股权投资 .....                   | 11 |
| 3、借助政策东风，深耕旅游产业 .....                | 12 |
| 五、盈利预测 .....                         | 13 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：股权结构 .....                          | 4  |
| 图表 2：核心业务保持较快增长 .....                    | 4  |
| 图表 3：路产及成品油销售收入占比提高 .....                | 4  |
| 图表 4：股权投资成效显著提振业绩 .....                  | 5  |
| 图表 5：主业盈利能力筑底回升 .....                    | 5  |
| 图表 6：高速公路贡献主要毛利 .....                    | 5  |
| 图表 7：整体盈利能力筑底回升 .....                    | 5  |
| 图表 8：主要路产里程及通行费占全省比例 .....               | 6  |
| 图表 9：车流量保持稳定增长 .....                     | 6  |
| 图表 10：主要路产状况 .....                       | 6  |
| 图表 11：江西省“四改八”工程影响分析 .....               | 7  |
| 图表 12：江西省“十三五”高铁规划及受影响高速公路 .....         | 7  |
| 图表 13：“十三五”高铁规划线路影响 .....                | 8  |
| 图表 14：昌九城际高铁的分流影响基本出清 .....              | 8  |
| 图表 15：主要路产车流量假设 .....                    | 9  |
| 图表 16：东昌高速车流量及通行费假设 .....                | 9  |
| 图表 17：东昌高速 2020-2045 预计车流量及增速假设 .....    | 9  |
| 图表 18：估算公司有息负债成本 .....                   | 10 |
| 图表 19：按自由现金流估算公司 NPV（考虑拟新增东昌高速的影响） ..... | 10 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 20: 高速公路上市公司在能源领域的投资布局 ..... | 11 |
| 图表 21: 金融股权投资动态.....            | 11 |
| 图表 22: 江西省“十三五”旅游规划.....        | 13 |
| 图表 23: 主要业务盈利预测.....            | 13 |

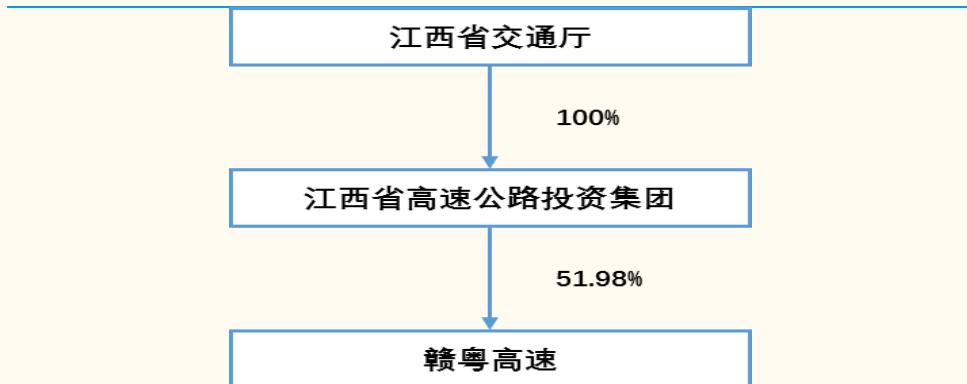
## 一、公司基本信息

### 1、江西省唯一的公路上市公司

江西赣粤高速公路股份有限公司成立于 1998 年，2000 年登陆上交所，是全省唯一的公路类上市公司。公司以高速公路管理为核心，逐渐形成公路、成品油销售、工程、地产等多元化经营管理模式。

公司大股东为江西省交通厅旗下的江西省高速公路投资集团（简称“省高速”），持股比例为 51.98%。省高速目前经营管理 39 条高速公路共 4403 公里，占全省通车里程的 87%；集团还涉足工程施工、监理咨询、物流仓储、核电投资、金融投资、房地产、酒店旅游、能源开发等多个领域。

图表 1：股权结构



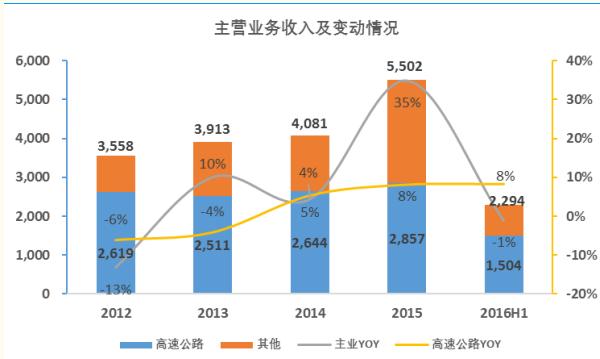
来源：国金证券研究所

### 2、核心业务保持稳定增长，股权投资提振业绩成效显著

公司的主要业务为高速公路经营、工程业务及成品油销售等。2016 年上半年，公司实现营业收入 23.94 亿元，同比增长 1.2%，较上年增速出现较大的回落。

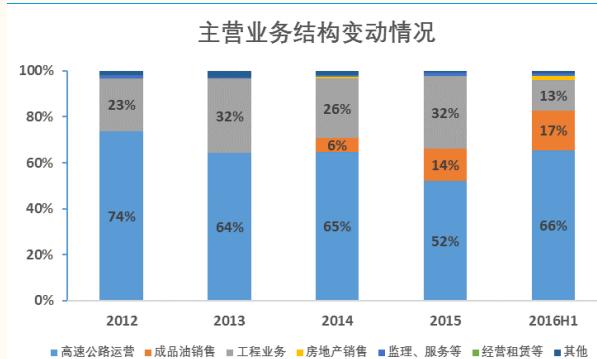
其中，核心业务高速公路通行费收入 15.04 亿元，同比增加 8.2%，占比提高至 66%，保持较快增长；而 2015 年 12 月公司将持有工程公司、嘉和公司的股权与省高速集团持有的国盛证券进行了置换，不再纳入合并报表范围，导致营收出现大幅缩减，上半年工程及其他业务收入 7.9 亿元，同比下降 15.2%。

图表 2：核心业务保持较快增长



来源：Wind、国金证券研究所

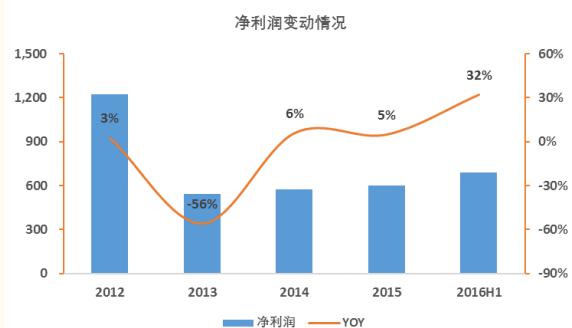
图表 3：路产及成品油销售收入占比提高



来源：Wind、国金证券研究所

2016年上半年，公司实现净利润6.89亿元，同比增加32%。净利润增加主要来自于上半年处置国盛证券股权确认的5.46亿投资收益，公司积极拓展金融领域股权投资，对公司业绩提振成效显著。而上半年公司实现扣非后归母净利润2.92亿元，同比下降12%，较上年跌幅收窄20个百分点，主业呈现筑底回升的态势。

图表4：股权投资成效显著提振业绩



来源：Wind、国金证券研究所

图表5：主业盈利能力筑底回升



来源：Wind、国金证券研究所

### 3、新增路产业绩贡献企稳，整体盈利能力回升

公司毛利润主要来自于高速公路及工程业务。其中，高速公路贡献了绝大部分毛利，2015年占比为超过85%；工程业务毛利占比不断提高，2015年占比达到10%。

2011-2015年，公司整体毛利率水平不断下降。一方面，奉铜高速、昌奉高速、澎湖高速相继开通运营，由于新路产培育期的折旧占收入比例较高、盈利能力较差，导致公司高速公路经营业务整体毛利率水平不断下降，从2011年的66%下降至2015年的50%；另一方面，工程业务的毛利率水平较低，随着在收入占比提升，拉低整体毛利水平。

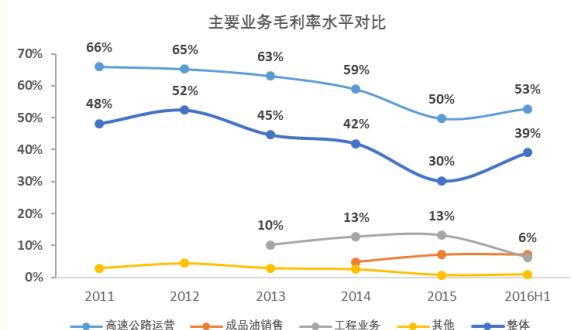
随着新增路产车流量状态逐渐稳定，以及工程业务子公司完成股权置换出表，公司毛利率水平筑底回升，盈利能力或将好转。

图表6：高速公路贡献主要毛利



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：整体盈利能力筑底回升



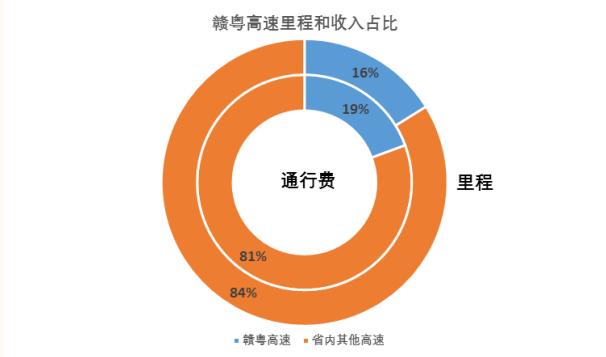
来源：Wind、国金证券研究所

## 二、核心路产支撑未来稳定现金流

## 1、核心路产仍有 10 年以上存续期，支撑未来稳定的现金流收入

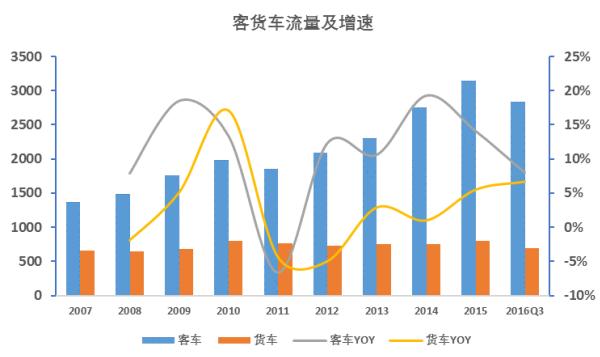
公司目前拥有 9 条收费高速公路，总里程 817 公里（权益里程 700 公里），约占全省收费公路的 16%。近年来收到经济增速下滑影响，车流量增速出现回落，但公司主要公路同行货车占比略有提升，整体保持稳定增长态势。

图表 8：主要路产里程及通行费占全省比例



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：车流量保持稳定增长



来源：Wind、国金证券研究所

主要路产中，昌九高速、昌樟高速（含昌傅高速）、九景高速、昌泰高速、温厚高速已开通超过 10 年，车流量稳定，且保持自然增长，上半年合计通行费收入占比超过 90%；奉铜高速、昌奉高速、澎湖高速通行时间较短，尚处于培育期，通行费收入比例较低。

图表 10：主要路产状况

| 公路   | 权益     | 里程    | 车道数量 | 收入比例  | 开通时间   | 已通行时间 | 剩余收费年限 |
|------|--------|-------|------|-------|--------|-------|--------|
| 昌九高速 | 100%   | 138   | 4(8) | 27.7% | 1993 年 | 23.9  | 13.3   |
| 昌樟高速 | 100%   | 103   | 8    | 21.6% | 1997 年 | 18.9  | 25.8   |
| 九景高速 | 100%   | 134   | 4    | 19.3% | 1999 年 | 17.8  | 12.2   |
| 昌泰高速 | 76.67% | 147.7 | 4    | 18.8% | 2003 年 | 13.4  | 16.6   |
| 温厚高速 | 100%   | 35.5  | 4    | 5.9%  | 1999 年 | 17.8  | 12.2   |
| 奉铜高速 | 57%    | 154.4 | 4    | 3.2%  | 2012 年 | 4.1   | 25.9   |
| 昌奉高速 | 57%    | 39.1  | 4    | 2.5%  | 2011 年 | 4.9   | 25.1   |
| 彭湖高速 | 100%   | 65.2  | 4    | 1.1%  | 2010 年 | 6.2   | 23.8   |

来源：Wind、国金证券研究所

整体来看，公司 9 条高速公路剩余收费年限均在 10 年以上，核心路产昌樟高速仍有 25 年的经营年限，车流量、通行费收入都能保持快速增长，未来将持续提供稳定的现金流收入。

## 2、改建扩容，通行能力增长可期

### ■ 主要路段“四改八”大幅提高通行能力

2015 年昌樟高速扩建项目建成通车，是江西省首例高速公路四改八改扩建工程。项目采用“两侧整体拼宽为主、局部分离”的方式进行整体扩建，主要是对药湖大桥和肖江大桥采用局部分离新建，其余路段为 8 车道整体式扩建，设计日均车流量从原来的 2 万提高到 6~8 万辆。今年以来，昌樟高速通行服务收入同比增长 13.56%，未来效益体现会更加明显。

同年，昌九高速公路改扩建通远试验段建成通车，并开工全线“四改八”项目，预计 2018 年底建成通车后将大幅提高通行能力。

### ■ 全省干线“四改八”或将间接提高车流量水平

另外，根据《江西省“十三五”省际区域合作规划》，江西省将重点打通省际“断头路”，逐步对全省“十字形”高速公路主骨架进行“四改八”改扩建。即“十三五”期间，计划完成梨温高速梨园（赣浙界）至东乡段、赣州至定南高速“四改八”工程，启动昌傅至金鱼石（赣湘界）、泰和至赣州高速“四改八”工程。

预计温厚高速、昌樟高速将受到间接影响，车流量水平或将得到提升。

**图表 11：江西省“四改八”工程影响分析**

| 改扩建工程      | 规划目标 | 影响分析           |
|------------|------|----------------|
| 梨温高速梨园至东乡段 | 计划建成 | 紧邻温厚高速，间接增加车流量 |
| 赣州至定南高速    | 计划建成 | 无              |
| 昌傅至金鱼石高速   | 开工   | 紧邻昌樟高速，间接增加车流量 |
| 泰和至赣州高速    | 开工   | 无              |

来源：Wind、国金证券研究所

### 3、新增高铁路线分流风险影响有限

#### ■ 省内高铁规划涉及公司 4 条主要高速公路

根据江西省“十三五”规划，到 2020 年全省高铁里程要达到 1500 公里，预计期间将建成通车 6 条高铁线路。

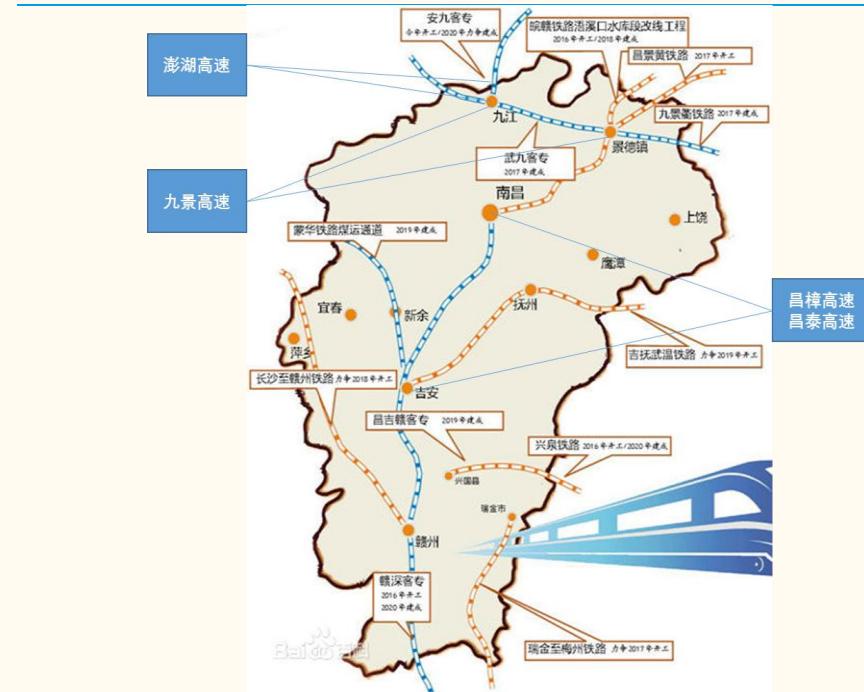
**图表 12：江西省“十三五”高铁规划及受影响高速公路**

| 线路规划    | 开工时间 | 建成时间 | 江西省内站点          | 受影响公路 |
|---------|------|------|-----------------|-------|
| 安九客专    | 2016 | 2020 | 九江              | 澎湖    |
| 赣深客专    | 2016 | 2020 | 赣州-信丰-龙南-定南     | 无     |
| 兴泉铁路    | 2016 | 2020 | 兴国-于都-宁都-石城     | 无     |
| 武九客专    | 2013 | 2017 | 瑞昌-城门-庐山-九江     | 无     |
| 九景衢铁路   | 2013 | 2017 | 九江-湖口-都昌-鄱阳-景德镇 | 九景    |
| 昌景黄铁路   | 2017 | -    | 南昌-余干-鄱阳-乐平-景德镇 | 无     |
| 鹰梅铁路    | 2018 | -    | 瑞金-会昌-寻乌        | 无     |
| 昌吉赣客专   | 2014 | 2019 | 南昌-宜春-吉安-赣州     | 昌樟、昌泰 |
| 渝长厦快速铁路 | 2019 | -    | 遂川-赣州           | 无     |

来源：网络公开资料、国金证券研究所

其中将会受到影响的公路有昌樟高速、昌泰高速、九景高速、澎湖高速，通行费收入合计约占 60%以上，预计相关高铁线路开通以后，客车流量将会受到一定的分流风险。

图表 13：“十三五”高铁规划线路影响



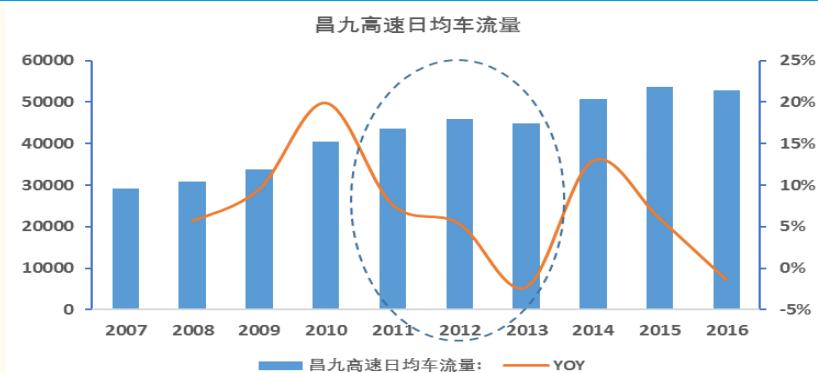
来源：网络公开信息、国金证券研究所

#### ■ 基于历史经验，高铁分流影响或有限

2010 年昌九城际高铁开通，受此影响 2011-2013 年昌九高速的日均车流量增速出现了明显的回落，2013 年车流量同比下降。

而京九线南昌至九江区间堪称中国铁路大动脉上最繁忙的区间之一，干线上每天通行 300 多班客货列车，基本上是每 5 分钟一趟。新开通的城际铁路主要用于京九线昌九段客货列车的分流，对昌九高速的分流影响比较有限。2014 年之后，昌九的车流量水平重新恢复快速增长。

图表 14：昌九城际高铁的分流影响基本出清



来源：Wind、国金证券研究所

我们认为，江西省目前在建及规划中的高铁线路主要为原有铁路线路的升级，预计完工后对公司相关路段的分流影响有限。

### 三、基于高速公路业务的公司 NPV 测算

公司主营业务为高速公路经营，现金流稳定、存在最大持续经营期限，因此我们采用企业自由现金流（FCFF）现值来估算公司的价值。

#### 1、主要假设

##### ■ 主要路产车流量年复合增速

按照道路设计车流量和 2016 年前 10 月日均车流量、剩余收费期限计算未来车流量年复合增速：车流量年复合增速 = (设计车流量/日均车流量) ^ (1/剩余收费期限) - 1

**图表 15：主要路产车流量假设**

| 高速公路 | 权益     | 里程  | 车道   | 日均车流量 | 设计车流量 | 剩余期限 | 车流量复合增速 |
|------|--------|-----|------|-------|-------|------|---------|
| 温厚高速 | 100%   | 36  | 4    | 7377  | 20000 | 12   | 8.5%    |
| 彭湖高速 | 100%   | 65  | 4    | 2407  | 20000 | 24   | 9.3%    |
| 九景高速 | 100%   | 134 | 4    | 16608 | 20000 | 12   | 1.5%    |
| 奉铜高速 | 57%    | 154 | 4    | 3017  | 20000 | 26   | 7.5%    |
| 昌樟高速 | 100%   | 103 | 8    | 44000 | 80000 | 25   | 2.3%    |
| 昌泰高速 | 76.67% | 148 | 4    | 8200  | 20000 | 17   | 5.5%    |
| 昌九高速 | 100%   | 138 | 4(8) | 52890 | 80000 | 13   | 3.2%    |
| 昌奉高速 | 57%    | 39  | 4    | 9271  | 20000 | 25   | 3.1%    |

来源：Wind、国金证券研究所

##### ■ 新建高速项目车流量、通行费及其增速

东昌高速预计 2017 年起通车，参照里程和车道数量接近、开通时间也较接近的奉铜高速，估算东昌高速 2017~2019 年培育期的车流量和通行费水平

**图表 16：东昌高速车流量及通行费假设**

| 高速公路 | 开通时间        | 里程   | 车道   | 设计车流量 |
|------|-------------|------|------|-------|
| 奉铜高速 | 2012 年 10 月 | 154  | 4    | 20000 |
| 时间   | 2013        | 2014 | 2015 | 2016E |
| 车流量  | 1515        | 1833 | 2546 | 3017  |
| 通行费  | 3906        | 6811 | 8970 | 8727  |
| 东昌高速 | 2017 年 1 月  | 152  | 4    | 20000 |
| 时间   | 2016        | 2017 | 2018 | 2019  |
| 车流量  | 1496        | 1810 | 2513 | 2978  |
| 通行费  | 3856        | 6723 | 8854 | 8614  |

来源：Wind、国金证券研究所

以 2019 年预期车流量水平估算东昌高速剩余 26 年间的复合增速。

**图表 17：东昌高速 2020-2045 预计车流量及增速假设**

| 高速公路 | 权益  | 里程  | 车道 | 日均车流量 | 设计车流量 | 剩余期限 | 车流量复合增速 |
|------|-----|-----|----|-------|-------|------|---------|
| 东昌高速 | 52% | 152 | 4  | 2978  | 20000 | 26   | 7.6%    |

来源：Wind、国金证券研究所

##### ■ 折现方式及折现率

根据公司 2016 年中报披露的数据，按照贷款利率 4.9%、债券利率 4.31%（当期付息\*2/期初余额\*100%），估算公司有息负债成本为 4.4%。

**图表 18：估算公司有息负债成本**

| 有息负债 | 金额（亿元） | 利率    | 利率*权重 |
|------|--------|-------|-------|
| 长期借款 | 14.56  | 4.90% | 0.71% |
| 短期借款 | 1.20   | 4.90% | 0.06% |
| 债券   | 84.32  | 4.31% | 3.63% |
| 合计   | 100.08 |       | 4.40% |

来源：Wind、国金证券研究所

采取四种折现方式：

- 分段折现：按照 4.4%的折现率、每 5 年下降 20% ( $\geq 0\%$ )
- 统一折现 1：每年都按照 4.4%的折现率
- 统一折现 2：每年都按照 3.7%的折现率（统一折现 1 和统一折现 3 的中值）
- 统一折现 3：每年都按照 3.0%的折现率（十年期国债利率）

#### ■ 其他假设

- 1) 单车收入不变，即通行费收费标准保持不变且客货比例不变
- 2) 其他业务保持不变
- 3) 高速公路相关折旧、费用与公路里程挂钩
- 4) 银行贷款 20 年期、利率 4.90%，债券 10 年期、利率 4.31%
- 5) 忽略通货膨胀等

## 2、NPV 测算结果及分析

#### ■ 测算结果

基于以上的测算及假设，我们对公司未来的自由现金流现值进行估算，如下表：

**图表 19：按自由现金流估算公司 NPV（考虑拟新增东昌高速的影响）**

| 折现方式   | 不考虑东昌高速 |      |       | 考虑东昌高速 |      |        |
|--------|---------|------|-------|--------|------|--------|
|        | NPV     | 股价   | 涨跌幅   | NPV    | 股价   | 涨跌幅    |
| 分段折现   | 163.4   | 7.00 | 37.5% | 160.2  | 6.86 | 34.8%  |
| 统一折现 1 | 110.4   | 4.73 | -7.1% | 106.3  | 4.55 | -10.6% |
| 统一折现 2 | 121.6   | 5.21 | 2.3%  | 117.2  | 5.02 | -1.4%  |
| 统一折现 3 | 134.0   | 5.74 | 12.8% | 129.5  | 5.55 | 9.0%   |

来源：Wind、国金证券研究所

#### ■ 分析

- **公司股价具有一定的安全边际：**根据测算的结果，在不考虑新建东昌高速投产的情况下，公司的 NPV 最低为 110.4 亿元，对应股价 4.73 元/股；考虑东昌高速，NPV 最低为 106.3 亿元，对应股价 4.55 元/股；分别低于目前股价 5.13 元/股的 7.1%、10.6%。
- **改扩建项目更有利提高公司价值：**对比新建项目对公司 NPV 对影响，可以看到新增路产反而会降低公司 NPV，这是因为新投建公路需要很长一段时间的培育期，这个阶段折旧成本要高于通行费收入。而改扩建项目的

- 合理估价约**7.00**元/股，对应**37.5%**的上涨空间：我们认为分段折现更符合实际情况，在这种方式下公司的NPV分别为163.4和160.2亿元，对应股价为7.00和6.86元/股。公司的合理价值较目前股价仍有**37.5%/34.8%**的增长空间。

#### 四、积极推动多元化发展

##### 1、大力发展高速公路延伸产业

###### ■ 成品油销售收入占比不断提高

2000年公司参与设立高速实业开发有限公司，持股比例40%。2014年，公司通过受让并增资，持有江西高速实业开发有限公司股权比例提升至50%，取得高速实业的控制权。

高速实业目前经营昌樟、昌九及九景沿线的梅林、雷公坳、共青、木家垄、北港湖、罗家滩共6对加油站。受益于这部分高速路段车流量快速增长，并表后的沿线成品油零售业务收入占比不断提高。2016年上半年，公司实现成品油销售收入3.96亿元，占总收入的17.2%。

另外，高速实业的原控股股东为南昌市中油郊区石油销售有限公司，于2005被中石化收购，更名南昌青山石化实业有限公司。未来双方有望在成品油销售领域展开更深入的合作。

###### ■ 未来有望拓展新能源领域

据公安部交管局统计，2015年全国新能源汽车保有量达到58.32万辆，同比增长近170%；根据“十三五规划”，到2020年新能源汽车保有量将达到500万辆。

随着新能源汽车保有量上升，高速公路沿线的能源需求不断提升。我们认为，公司未来有望积极拓展新能源板块，切入沿线LNG加气站、充电站（桩）等领域。

**图表20：高速公路上市公司在能源领域的投资布局**

| 上市公司 | 投资动态                      | 2015年确认收入    |
|------|---------------------------|--------------|
| 宁沪高速 | 设立协鑫宁沪公司(48%)，建设服务区LNG加气站 | 1055万元       |
| 华北高速 | 收购江苏丰县光伏电站(50%)           | 3.19亿元，占比34% |

来源：公司公告、国金证券研究所

##### 2、积极参与金融股权投资

公司不断优化业务和资产结构，积极参与金融领域股权投资，促进公司转型升级。2015年/2016年上半年，公司通过参与上市公司资产重组，分别确认投资收益2.11亿元和5.47亿元，大幅提高公司当期利润水平。

**图表21：金融股权投资动态**

| 时间       | 事件               | 相关标的 | 持股-前  | 持股-后   |
|----------|------------------|------|-------|--------|
| 2000年10月 | 参与湘邮科技发起设立       | 湘邮科技 | -     | 4.26%  |
| 2002年12月 | 参与国盛证券发起设立       | 国盛证券 | -     | 7.96%  |
| 2008年12月 | 参与ST天桥定向增发       | 信达地产 | -     | 6.58%  |
| 2013年2月  | 竞拍获得国盛证券1.854%股权 | 国盛证券 | 6.74% | 8.60%  |
| 2013年8月  | 参与国盛证券增资扩股       | 国盛证券 | 8.60% | 8.00%  |
| 2014年11月 | 与国盛证券签署《增资协议书》   | 国盛证券 | 8.00% | 11.94% |

|          |                   |      |        |        |
|----------|-------------------|------|--------|--------|
| 2015年9月  | 置换大股东持有的国盛证券股权    | 国盛证券 | 11.94% | 20.01% |
| 2015年10月 | 参与华生股份定增，置换国盛证券股权 | 国盛证券 | 20.01% | 0%     |
| 2016年8月  | 参与恒邦财产保险增资扩股      | 华生股份 | -      | 5.52%  |

来源：公司公告、国金证券研究所

### 3、借助政策东风，深耕旅游产业

#### ■ 携手景区，打造“服务区+旅游”新模式

2013 年开始，赣粤高速正式启动创建“驿家人”服务品牌创建工作，并与庐山西海风景名胜区管理委员会签署《庐山西海生态旅游项目投资框架协议》。双方将投资 4 亿元用于度假酒店、度假村的建设，规划建筑面积约 500 亩。

2015 年 4 月，赣粤高速携手庐山西海康龙游客中心、西海景泰酒店举办联合推介会。康龙游客中心联动庐山西海司马、巾口一南一北两大旅游码头，辐射湖区内渔乐西海组团、花源谷景区、附坝景区等；以永武高速为依托，对接南昌、武汉、长沙三地旅游市场。公司未来携手西海风景区，将交通与旅游进行融合、升级，打造服务区+旅游新模式，实现全省首例集交通中转、休闲度假为一体的特色高速旅游服务区。

#### ■ 借助干线交通资源，开展“收费营销”

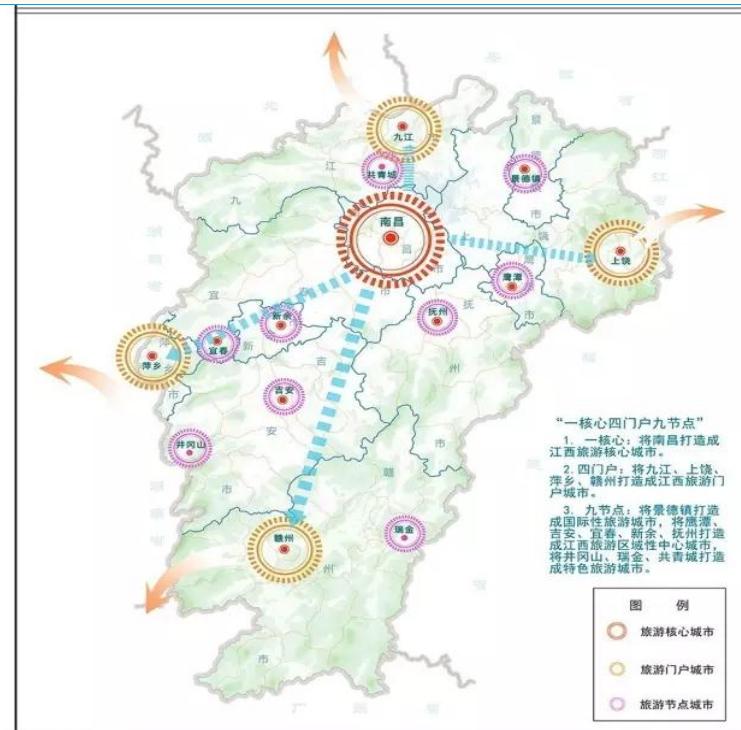
在提高通行服务收入方面，公司持续开展“收费营销”，联合高速公路沿线政府、旅游局、公共交通、相关服务区等单位推出不同季节的高速公路沿线主题旅游线路。

其中，昌樟管理处推出了“沿着昌铜高速去旅游之赏油菜花自驾之旅”、“沿着昌铜高速去旅行之温泉度假之旅”等活动和路线；昌泰公司推出了“品庐陵韵自驾游”、“环庐山西海自驾游”两条线路，成功入选“沿着江西高速去旅游”2016 踏春自驾游线路，并举办了“沿着江西高速去旅游探寻青原大地红古绿”全域旅游的推广活动；九景管理处制定了 3 条沿着九景和彭湖高速公路春季赏花一日游线路。

#### ■ 主要路产网络契合省级旅游规划，未来想象空间庞大

近日，江西省旅发委和省发改委联合印发了《江西省旅游业发展“十三五”规划》。根据规划，“十三五”期间，全省将重点构建“一核心四门户九节点”空间格局。即：将南昌打造成江西旅游核心城市，九江、上饶、萍乡、赣州打造成江西旅游门户城市，景德镇打造成国际性旅游城市，将鹰潭、吉安、宜春、新余、抚州打造成江西旅游区域性中心城市，将井冈山、瑞金、共青城打造成特色旅游城市。

图表 22：江西省“十三五”旅游规划



来源：Wind、国金证券研究所

在此基础上，依托交通主干线，形成两横两纵“井”字型四条旅游带（长江沿岸旅游开放合作带、沪昆高铁旅游经济腾飞带、赣粤高速自驾旅游经济带、济广高速生态休闲旅游带），构建互联开放型省域全域旅游发展大格局。

公司目前拥有的高速公路网络与规划的旅游带匹配度较高，未来旅游产业发展有望带动高速公路业绩提升。同时，公司借助网络资源，拓展旅游产业想象空间庞大。

## 五、盈利预测

我们认为公司目前主要路段能够保持稳定增长，多元化业务持续贡献收入，预计 2016-2018 年营业收入 46.5/49.8/53.7 亿元，同比-15%/7%/8%.

图表 23：主要业务盈利预测

| (单位：百万元)      | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>高速公路运营</b> | 2,511 | 2,644 | 2,857 | 3,081 | 3,261 | 3,480 |
| 昌九高速          | 670   | 739   | 793   | 803   | 762   | 762   |
| 昌樟高速          | 615   | 604   | 621   | 706   | 790   | 869   |
| 九景高速          | 480   | 508   | 541   | 572   | 606   | 642   |
| 昌泰高速          | 461   | 467   | 541   | 605   | 677   | 758   |
| 温厚高速          | 173   | 177   | 170   | 190   | 205   | 215   |
| 昌奉/奉铜高速       | 68    | 119   | 160   | 169   | 177   | 183   |
| 彭湖高速          | 45    | 30    | 30    | 38    | 44    | 50    |
| <b>成品油销售</b>  | 0     | 237   | 780   | 663   | 796   | 955   |
| <b>工程业务</b>   | 1,267 | 1,068 | 1,745 | 698   | 698   | 698   |

| (单位: 百万元)      | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 房地产销售          | 0     | 27    | 5     | 70    | 60    | 50    |
| 监理、服务等         | 22    | 36    | 63    | 94    | 122   | 146   |
| 其他             | 112   | 69    | 52    | 47    | 42    | 38    |
| 合计             | 3,913 | 4,081 | 5,502 | 4,653 | 4,979 | 5,367 |
| <sup>yoY</sup> |       | 4%    | 35%   | -15%  | 7%    | 8%    |

来源: Wind、国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

| 损益表（人民币百万元）     |               |               |               |             |               |              | 资产负债表（人民币百万元）   |               |               |               |               |               |               |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入          | 3,913         | 4,081         | 5,502         | 4,653       | 4,979         | 5,367        | 货币资金            | 2,910         | 3,138         | 2,393         | 2,500         | 3,116         | 3,932         |
| 增长率             | 4.3%          | 34.8%         | -15.4%        | 7.0%        | 7.8%          |              | 应收账款            | 713           | 852           | 248           | 442           | 500           | 598           |
| 主营业务成本          | -2,165        | -2,370        | -3,839        | -2,870      | -3,084        | -3,330       | 存货              | 364           | 667           | 595           | 668           | 718           | 821           |
| %销售收入           | 55.3%         | 58.1%         | 69.8%         | 61.7%       | 61.9%         | 62.0%        | 其他流动资产          | 1,120         | 703           | 385           | 125           | 133           | 176           |
| 毛利              | 1,748         | 1,711         | 1,663         | 1,782       | 1,896         | 2,038        | 流动资产            | 5,107         | 5,360         | 3,621         | 3,736         | 4,467         | 5,527         |
| %销售收入           | 44.7%         | 41.9%         | 30.2%         | 38.3%       | 38.1%         | 38.0%        | %总资产            | 18.2%         | 17.4%         | 11.7%         | 11.9%         | 14.2%         | 17.1%         |
| 营业税金及附加         | -145          | -148          | -185          | -93         | -100          | -107         | 长期投资            | 929           | 1,590         | 2,887         | 3,912         | 4,137         | 4,362         |
| %销售收入           | 3.7%          | 3.6%          | 3.4%          | 2.0%        | 2.0%          | 2.0%         | 固定资产            | 21,828        | 23,311        | 24,294        | 23,403        | 22,655        | 22,096        |
| 营业费用            | -2            | -8            | -28           | -23         | -25           | -27          | %总资产            | 77.6%         | 75.6%         | 78.2%         | 74.8%         | 71.9%         | 68.6%         |
| %销售收入           | 0.1%          | 0.2%          | 0.5%          | 0.5%        | 0.5%          | 0.5%         | 无形资产            | 110           | 152           | 141           | 138           | 142           | 147           |
| 管理费用            | -241          | -215          | -223          | -186        | -199          | -215         | 非流动资产           | 23,012        | 25,461        | 27,438        | 27,552        | 27,034        | 26,704        |
| %销售收入           | 6.2%          | 5.3%          | 4.1%          | 4.0%        | 4.0%          | 4.0%         | %总资产            | 81.8%         | 82.6%         | 88.3%         | 88.1%         | 85.8%         | 82.9%         |
| 息税前利润（EBIT）     | 1,360         | 1,340         | 1,227         | 1,480       | 1,572         | 1,689        | <b>资产总计</b>     | <b>28,119</b> | <b>30,821</b> | <b>31,059</b> | <b>31,288</b> | <b>31,502</b> | <b>32,231</b> |
| %销售收入           | 34.7%         | 32.8%         | 22.3%         | 31.8%       | 31.6%         | 31.5%        | 短期借款            | 3,456         | 2,153         | 133           | 400           | 13            | 13            |
| 财务费用            | -502          | -583          | -604          | -575        | -549          | -515         | 应付款项            | 2,675         | 2,573         | 3,033         | 1,866         | 2,004         | 2,164         |
| %销售收入           | 12.8%         | 14.3%         | 11.0%         | 12.3%       | 11.0%         | 9.6%         | 其他流动负债          | 472           | 603           | 1,580         | 1,463         | 1,474         | 1,488         |
| 资产减值损失          | -303          | -9            | -19           | -4          | -1            | -1           | 流动负债            | 6,603         | 5,329         | 4,745         | 3,730         | 3,492         | 3,665         |
| 公允价值变动收益        | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0            | 长期贷款            | 1,719         | 1,928         | 1,716         | 1,416         | 1,316         | 1,216         |
| 投资收益            | 12            | 37            | 275           | 600         | 50            | 50           | 其他长期负债          | 6,469         | 9,388         | 10,181        | 10,677        | 10,677        | 10,677        |
| %税前利润           | 1.4%          | 4.1%          | 28.3%         | 37.9%       | 4.3%          | 3.8%         | <b>负债</b>       | <b>14,792</b> | <b>16,645</b> | <b>16,643</b> | <b>15,823</b> | <b>15,485</b> | <b>15,558</b> |
| 营业利润            | 567           | 784           | 878           | 1,502       | 1,072         | 1,223        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>11,427</b> | <b>12,346</b> | <b>12,834</b> | <b>13,983</b> | <b>14,635</b> | <b>15,391</b> |
| 营业利润率           | 14.5%         | 19.2%         | 16.0%         | 32.3%       | 21.5%         | 22.8%        | 少数股东权益          | 1,901         | 1,830         | 1,582         | 1,482         | 1,382         | 1,282         |
| 营业外收支           | 293           | 117           | 93            | 80          | 90            | 100          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>28,119</b> | <b>30,821</b> | <b>31,059</b> | <b>31,288</b> | <b>31,502</b> | <b>32,231</b> |
| 税前利润            | 860           | 900           | 971           | 1,582       | 1,162         | 1,323        |                 |               |               |               |               |               |               |
| 利润率             | 22.0%         | 22.1%         | 17.7%         | 34.0%       | 23.3%         | 24.7%        |                 |               |               |               |               |               |               |
| 所得税             | -319          | -328          | -371          | -554        | -407          | -463         |                 |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率            | 37.1%         | 36.4%         | 38.2%         | 35.0%       | 35.0%         | 35.0%        |                 |               |               |               |               |               |               |
| 净利润             | 541           | 573           | 601           | 1,028       | 756           | 860          |                 |               |               |               |               |               |               |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0            |                 |               |               |               |               |               |               |
| 非现金支出           | 877           | 726           | 1,014         | 1,150       | 1,154         | 1,166        |                 |               |               |               |               |               |               |
| 非经营收益           | 408           | 745           | 563           | 91          | 467           | 438          |                 |               |               |               |               |               |               |
| 营运资金变动          | -212          | -487          | -279          | -1,597      | 33            | -71          |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,615</b>  | <b>1,556</b>  | <b>1,899</b>  | <b>672</b>  | <b>2,409</b>  | <b>2,392</b> |                 |               |               |               |               |               |               |
| 资本开支            | -2,254        | -2,318        | -1,320        | -140        | -320          | -510         |                 |               |               |               |               |               |               |
| 投资              | -1,012        | 119           | 308           | -1,025      | -225          | -225         |                 |               |               |               |               |               |               |
| 其他              | 10            | 50            | -185          | 600         | 50            | 50           |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-3,257</b> | <b>-2,148</b> | <b>-1,197</b> | <b>-565</b> | <b>-495</b>   | <b>-685</b>  |                 |               |               |               |               |               |               |
| 股权募资            | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0            |                 |               |               |               |               |               |               |
| 债权募资            | 1,579         | 1,669         | -408          | 303         | -488          | -100         |                 |               |               |               |               |               |               |
| 其他              | -925          | -848          | -1,039        | -301        | -811          | -791         |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>654</b>    | <b>821</b>    | <b>-1,447</b> | <b>1</b>    | <b>-1,299</b> | <b>-891</b>  |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-988</b>   | <b>229</b>    | <b>-744</b>   | <b>107</b>  | <b>616</b>    | <b>816</b>   |                 |               |               |               |               |               |               |

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 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**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

单击此处输入文字。

**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