

赣粤高速 (600269.SH)

评级: 买入 维持评级

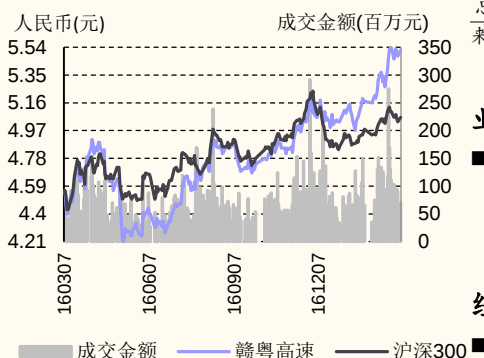
公司点评

市场价格 (人民币): 5.52 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)	12,891.45
年内股价最高最低(元)	5.54/4.21
沪深 300 指数	3446.48
上证指数	3233.87



相关报告

1. 《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
2. 《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

公路主业再创新高, “高速公路+” 推动多元发展

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	0.347	0.377	0.409
每股净资产(元)	5.50	6.08	6.37	6.60	6.86
每股经营性现金流(元)	0.81	0.73	0.94	1.06	1.16
市盈率(倍)	18.63	11.32	15.90	14.64	13.49
行业优化市盈率(倍)	20.96	20.96	20.96	20.96	20.96
净利润增长率(%)	2.39%	45.69%	-21.86%	8.59%	8.53%
净资产收益率(%)	5.55%	7.31%	5.45%	5.71%	5.97%
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

- 赣粤高速 2016 年实现营业收入 45.55 亿元, 同比下降 17.2%; 实现归母净利润 10.37 亿元, 同比增长 45.7%, 每股收益 0.44 元; 同时公司公告利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元 (含税), 总额约为 3.50 亿元, 占比净利润 33.8%。

经营分析

- 工程公司转让导致营业收入显著下降: 2016 年公司工程业务营业收入 6.39 亿元, 同比下降 63.5%, 减少 11.06 亿元。工程业务相比高速主业盈利能力较低, 公司于 2015 年底转让工程公司全部股权, 并不再将其并表, 这也是本期公司营业收入下降主要原因。
- 专心主业, 高速业务收入再创新高: 虽然营业收入总体有所下滑, 但高速公路运营收入创历史新高, 达到 30.36 亿元, 同比增长 6.26%, 增加 1.79 亿元。公司经营管理的八条高速公路中, 昌樟高速、温厚高速、昌泰高速通行服务收入增长显著。同时公司实行降本增效, 推进全面预算管理, 本期毛利率大幅提升, 达到 37.6%, 同比增加 7.4 个百分点。未来公司主要路产及全省其他干线进行“四改八”扩建工程, 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。
- 转变工作重心, 推进“高速公路+”战略: 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。各子公司业绩增长显著, 方兴公司完成营业收入 7.1 亿元, 同比增长 12.68%, 创历史新高; 高速实业销售成品油实现销售收入 7.6 亿元; 在金融领域, 公司出让国盛证券股权取得投资收益约 5.5 亿元。
- 合理激励条件保障公司经营业务稳健发展: 公司于 2016 年底通过设立业绩奖励基金激励计划。业绩奖励基金计划实施年限暂定为 5 年, 我们认为该激励条件更侧重于公司本身经营业务的稳健发展。公司 2013-2015 年按激励利润计算方法净利润增速在 7%-9% 左右, 公司激励条件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。

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

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。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.35/0.38/0.41 元/股，对应 PE 为 16/15/13 倍，PB 仅为 0.93 倍，估值低位，维持“买入”评级

风险提示

- 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	-550	-550	-549
%销售收入	14.3%	11.0%	14.5%	11.3%	10.5%	9.7%
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%	4.5%	4.1%	3.8%
营业利润	784	878	1,330	1,025	1,132	1,248
营业利润率	19.2%	16.0%	29.2%	21.0%	21.5%	22.0%
营业外收支	117	93	51	75	75	75
税前利润	900	971	1,380	1,100	1,207	1,323
利润率	22.1%	17.7%	30.3%	22.5%	23.0%	23.3%
所得税	-328	-371	-439	-385	-422	-463
所得税率	36.4%	38.2%	31.8%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	573	601	942	715	785	860
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	811	880	955
净利率	17.0%	12.9%	22.8%	16.6%	16.7%	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	715	785	860
非现金支出	724	1,013	1,029	1,037	1,099	1,164
非经营收益	745	563	144	203	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	2,199	2,468	2,704
资本开支	-2,318	-1,320	-1,033	-1,326	-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	-1,277	-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	133	-157	255

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	2,688	2,532	2,786
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	3,831	3,764	4,123
%总资产	17.4%	11.7%	12.0%	11.9%	11.4%	12.2%
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%	75.0%	75.7%	75.2%
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%	88.1%	88.6%	87.8%
资产总计	30,821	31,059	32,018	32,322	32,952	33,768
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	14,880	15,410	16,015
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	32,322	32,952	33,768

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.298	0.305	0.444	0.347	0.377	0.409
每股净资产	5.287	5.496	6.080	6.371	6.598	6.857
每股经营现金净流	0.666	0.813	0.728	0.941	1.057	1.158
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%	5.45%	5.71%	5.97%
总资产收益率	2.26%	2.29%	3.24%	2.51%	2.67%	2.83%
投入资本收益率	3.27%	3.06%	3.79%	3.80%	4.00%	4.20%
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%	-21.86%	8.59%	8.53%
总资产增长率	9.61%	0.77%	3.09%	0.95%	1.95%	2.48%
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%	44.04%	43.83%	41.06%
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%	49.67%	49.31%	49.03%

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	3	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	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

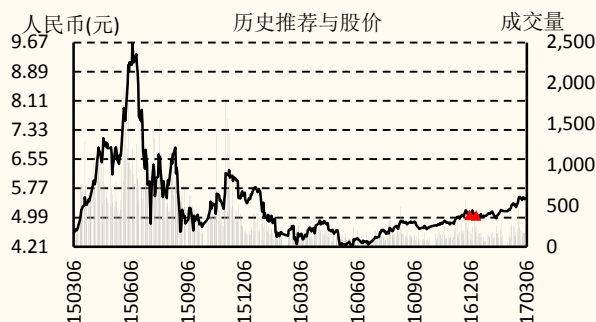
来源：国金证券研究所

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