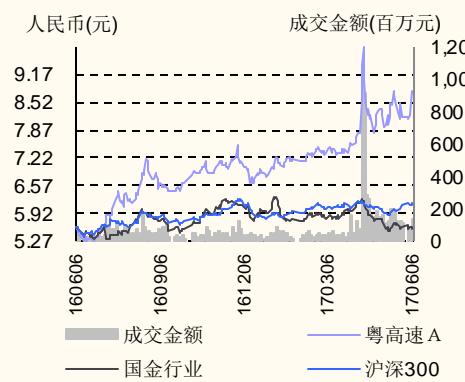


市场价格（人民币）：8.75元

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)	468.68
总市值(百万元)	18,294.55
年内股价最高最低(元)	9.80/5.27
沪深 300 指数	3492.88
深证成指	9915.92

**路产资源盈利能力持续增强，高股息彰显防御属性****公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.373	0.479	0.715	0.666	0.752
每股净资产(元)	4.14	3.96	4.28	4.52	4.74
每股经营性现金流(元)	0.79	0.92	0.98	1.14	1.26
市盈率(倍)	18.51	14.28	12.24	13.14	11.64
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	47.26%	113.30%	49.26%	-6.82%	12.90%
净资产收益率(%)	9.01%	12.08%	16.68%	14.73%	15.85%
总股本(百万股)	1,257.12	2,090.81	2,090.81	2,090.81	2,090.81

投资逻辑

- **行业政策趋暖，多元化发展趋势促高速公路板块估值提升：**高速公路行业估值与行业政策导向直接相关，政策规定会指导高速公路收费期限、收费模式、资金来源等方面，间接影响收费高速公路的盈利状况；2015年以来《收费公路管理条例》征求意见稿中提出“用路者付费，差别化负担”，公路治超等政策开始倾向于缓解高速公路企业经营压力。另外行业多元化趋势帮助企业寻找新的利润增长点，探寻增长活力；A股19家上市公司在多元化发展后，其中11家ROE有明显上升，8家公司PE估值较上期有明显修复。结合行业政策趋暖及多元化发展趋势，高速公路板块估值在未来存在上升空间。
- **盈利能力持续增强，打造“1+4”发展格局：**公司90%以上利润来自于控股及参股路产通行费业务，短期从地理位置、省内道路建设规划及扩建折旧等方面考量，公司盈利能力将持续增强；未来3年通行费类业务利润增速将维持在11%左右。公司致力于构建“高速公路主业+沿线资源开发、智慧交通、金融及类金融、投资”的“1+4”产业发展格局，未来存在收购参股路产股权预期，同时资产沿边土地开发、蓝色通道等多元化发展将保障公司盈利的持续性与稳定增长。
- **粤港澳大湾区有助长期车流量增长，高股息彰显防御属性：**粤港澳大湾区规划完成重要前提是具备完善的交通物流系统以达到区域融合，珠三角地区具有全国最密集的高速公路网络，同时港珠澳大桥预计在今年年底具备通车条件；公司经营路段多集中在广州/佛山等地区，而广珠东高速连接广州及珠海更是直接受益，长期对车流量增速会有正面影响。2016年公司股息支付率为70%，股息率仅次于宁沪高速为行业第二，目前公司市盈率显著低于高速公路行业平均21倍左右的市盈率，股价仍处于相对安全的区域，低估值为长期持有提供充足的安全边际。

投资建议

- 短期通行费收费业务盈利能力将持续增强，长期存在收购参股路产股权预期，同时资产沿边土地开发、蓝色通道等多元化发展将保障公司盈利的持续性与稳定增长。行业政策趋暖及多元化发展均将提振行业整体估值。公司常年高股息，保障投资绝对收益。给予“买入”评级。

估值

沙沫

联系人
 (8621)60230253
 shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subao liang@gjzq.com.cn

- 我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.72/0.67/0.75 元/股，现股价对应 PE 为 12/13/12 倍。(排除吸收合并佛开影响，2017-19 年归母净利润复合增速为 13%)

风险

- 宏观经济增速下滑、转型不及预期等。

内容目录

行业政策趋暖及多元化发展趋势助力板块估值提升	4
公路治超及用路者付费原则缓解高速公路企业经营压力	4
高速公路多元化发展趋势	5
粤高速路产未来收益	6
广佛折旧完成大幅提升利润，佛开南段改扩建或提升收费标准及经营年限	6
打造“1+4”产业发展格局，稳固主业探索多元发展	11
稳固主业：注重存量管理，期待优质路产资源注入	11
引入战投，多元化转型预期强烈	12
粤港澳大湾区规划利好长期车流量增长	13
高分红保障绝对收益	13
估值安全边际充足，适合资产配置	14
盈利预测	14

图表目录

图表 1：高速公路政策变化与PE关系	5
图表 2：2015-2016年通行费占比变化	5
图表 3：公路A股上市公司多元化发展情况	6
图表 4：公司控股及参股路段情况	7
图表 5：广东省高速公路分布图	7
图表 6：广东省2016-2017高速公路建设项目图	7
图表 7：佛开高速南段改扩建工程	8
图表 8：佛开高速营业收入及毛利率情况	9
图表 9：控股路产折旧及毛利率	9
图表 10：控股路段通行费收入增速	10
图表 11：控股路段收入及毛利率预测	11
图表 12：参股路段收益	12
图表 13：粤高速：公路股权多元化的改革先锋	12
图表 14：公司经营性净现金流量	13
图表 15：公司经营性净现金流/营业收入（利润总额）	13
图表 16：2016年高速公路上市公司分红率比较	14
图表 17：2016年高速公路上市公司股息率比较	14

行业政策趋暖及多元化发展趋势助力板块估值提升

公路治超及用路者付费原则缓解高速公路企业经营压力

■ 从时间轴上来看，高速公路行业的 PE 估值与整体行业政策变化直接相关，一般来讲政策规定会指导高速公路收费期限、收费模式、资金来源等方面，间接影响收费高速公路的盈利状况。自 1984 年中国建设第一条收费高速公路开始，整体政策走势经历了 3 大阶段。

1. 确定“借款修路，收费还款”

自 1984 到 2004 年，我国一直处于高速公路收费规范阶段。在这一时期国家陆续发布对于各类公路的收费规定，例如 1987 年国务院发布的《公路管理条例》、1988 年原交通部、财政部和国家物价局等部门联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》、1995《关于在公路上设置通行费收费站(点)的规定》、2004 年国务院制定的《收费公路管理条例》。

随着高速公路正式纳入收费政策管理中，明确高速公路收费合理化，并且收费标准逐步正规化，这一时期处于我国高速公路行业高速发展时期，1998-2004 年高速公路板块 PE 平均超过 30 倍。

2. 高速公路政策调整阶段

伴随着高速公路路网的逐步成熟，政策开始逐步倾向于规范行业行为，同时为促进整体经济发展，体现高速公路让利于民的思维，部分政策更加倾向于降低百姓出行费用。2008 年，《收费公路权益转让办法》明确规定转让经营性公路的收费权不得借此延长收费期限，并且规定累计收费期限最长不超过 25 年；2012 年，国务院发布了《重大节假日免收小型客车通行费实施方案》，规定了 7 座以下（含 7 座）载客车辆在春节、清明节、劳动节和国庆节等四个国家法定节假日免费通行；2017 年开始 28 个省市也开始取消二级公路收费，这些政策都间接限制高速公路企业短期及长期的盈利能力。所以观测这一阶段高速公路行业的 PE 估值处于中枢逐步下移阶段，在 2012 年节假日免费政策达到最低点，约 10 倍左右。

3. “用路者付费，差别化负担” - 未来趋势

2015 年交通运输部起草的《收费公路管理条例》征求意见稿中提出“用路者付费，差别化负担”，计划调整收费公路收费期限，收费期按实际偿债所需要时间来确定，2016 年 9 月该条例已上报，预计将于 2017 年年底完成。

另外国家开始规范公路物流行为，2016 年 9 月份开始严厉的公路治超，有效控制公路上超载超限行为，长期来看减少对于公路损坏，降低高速公路企业在日常维护上的成本，延长使用年限。

整体来看，现行高速公路收费政策变化对高速公路企业的利好较多。目前，高速公路的长期收费机制已经确立，面临整体行业收支缺口越来越大的问题，政策也开始倾向于缓解高速公路企业经营压力，提升自身竞争力。预计未来整体 PE 估值将上移。

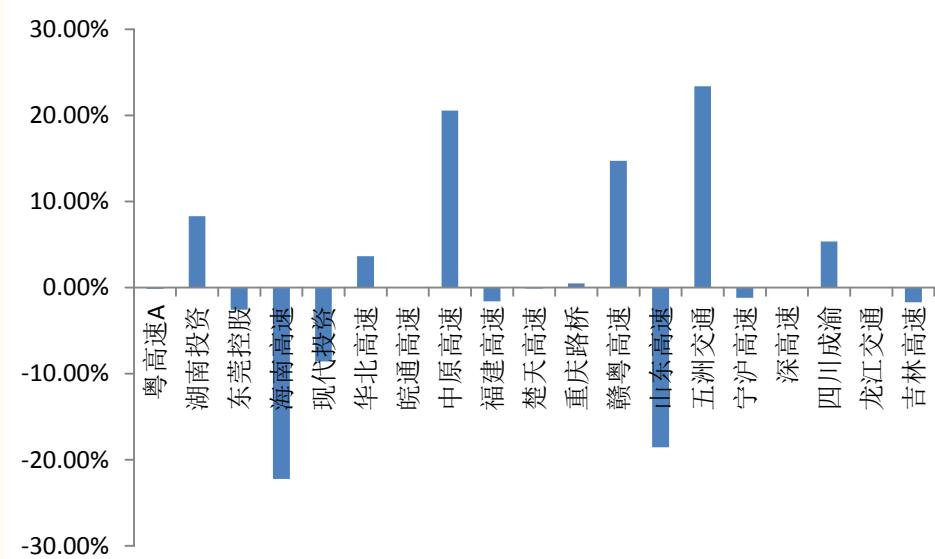
图表 1：高速公路政策变化与PE关系



高速公路多元化发展趋势

- 我国高速公路正处于多元化转型的阶段，2016 年年报显示，山东高速、海南高速、现代投资、龙江交通、五洲交通等多家公司，通行费收入占比持续下降，辅业如商品贸易、房地产、酒店、建筑施工、出租营运等不断增强。

图表 2：2015-2016 年通行费占比变化



来源：公司财报，国金证券研究所

- 高速公路企业走向收费主业为主、多元化为辅主要也是由于整个行业目前发展至早期公路收费期将至、新增道路建造成本提升导致行业整体亏损，结合目前降低社会物流成本的偏向，远期行业盈利能力逐步下降，多元化发展帮助企业寻找新的利润增长点，探寻增长活力。同时高速公路企业由于具有良好的现金归集能力，具备良好及充沛的现金流，且大部分为国有控股平台，较多地方国企改革方案中已经明确了交投集团后续将进行股权激励、资产证券化、转型升级等改革计划。无论从资产质量及国企改革方面，高速公路企业多元化改革也将是未来主旋律。
- 从目前转型公司来看，一般选择 2 大方向：(1) 与高速公路经营性质相似“前期投入资金大，未来现金回流充裕”的方向，一般为地产、酒店、商品贸易、建筑施工、租赁、光伏发电、出租营运、物流贸易等行业；(2) 金融参股，作为前期资金占用较大的行业，为后续基础设施建设也可以提供良好的协同效应；另可为全产业链上的其他相关行业及服务提供金融服务。而且从近五年的盈利状况来看，A 股多元金融子版块 ROE 平均为 10.5%，而高速公路板块为 8.6%；金融行业盈利能力更强。
- A 股 19 家高速公路上市公司中，所有企业都进行了多元化发展，其中 15 家涉及了金融业务、13 家新增了房地产业务；在多元化后，11 家 ROE 有明显上升，8 家公司 PE 估值较上期有明显修复。

图表 3：公路 A 股上市公司多元化发展情况

证券简称	2016 PE	PE TTM	2015 ROE	2016 ROE	金融	房地产	广告传媒	新能源	环保	运输物流	商贸	旅游酒店
粤高速A	13.62	15.31	9.22	14.18	★							
湖南投资	200.32	59.79	1.27	3.88		★						★
东莞控股	11.61	14.02	18.99	17.12	★							
海南高速	-25.57	42.84	-8.63	2.49	★	★	★			★	★	★
现代投资	11.52	9.89	8.43	11.20	★				★		★	★
华北高速	43.21	17.20	3.09	6.58	★	★	★	★				
皖通高速	25.48	21.74	11.95	11.16	★		★					
中原高速	9.26	10.50	13.86	5.42	★	★					★	
福建高速	15.84	14.51	6.96	8.14			★					
楚天高速	21.41	22.20	11.07	9.30		★	★					
重庆路桥	28.44	17.38	7.26	8.80	★	★		★				
赣粤高速	15.32	9.17	5.67	7.71	★	★	★	★			★	
山东高速	8.83	9.40	12.48	12.93	★	★	★		★		★	★
五洲交通	-109.52	18.19	-3.29	7.47	★	★				★	★	
宁沪高速	16.65	13.71	12.45	16.06	★	★	★				★	
深高速	11.51	14.72	12.94	9.35	★	★	★			★	★	★
四川成渝	14.13	14.25	8.20	8.10	★	★	★	★			★	
龙江交通	18.65	20.95	7.94	7.83	★	★	★			★	★	
吉林高速	45.26	21.99	5.66	7.45					★		★	★

来源：wind，各公司年报，国金证券研究所

粤高速路产未来收益

广佛折旧完成大幅提升利润，佛开南段改扩建或提升收费标准及经营年限

- 粤高速现主要经营 3 条控股路产及 7 条参股路产，高速公路收费业务总利润占每年利润的 90%以上，其中佛开贡献约 2.5 亿、广珠东贡献约 3 亿、广佛贡献约 4000 万，剩余参股路段投资收益约为 4 亿左右，其中占比较高的为广惠高速（约 2.5 亿）。所以佛开、广珠东及广惠高速贡献主要高速公路收费利润。

图表 4：公司控股及参股路段情况

持股比例	通车时间	到期时间	里程数（公里）	通行费收入（万元）	YoY	车流量（万辆）	YoY	事件
控股								
广佛高速	75%	1989年8月	2021	15.7	39314.49	10%	5764.54	15% 2016广佛扩建结束，分流影响减弱，受益于广佛同城化
佛开高速	100%	1996年12月	2036	79.8	118019.03	3%	5338.58	15% 佛开南段改扩建工程刚刚开始，小车及短途车增长迅速
京珠高速广珠段	75%	1999年12月	2030	62.4	115904.07	7%	6987.13	11%
参股								
深圳惠盐高速	33.30%	1994年5月	2021	31.4	22164.35	9%	3589.89	15% 有扩建计划，最快在2017年年底
粤肇高速	25%	2002年9月	2031	51.9	59409.95	13%	3212.71	13%
广惠高速	30%	2003年12月	2029	153.2	170833.63	0%	4944.08	14% 深圳多条高速免费对车流诱增
江中高速	15%	2006年1月	2031	32.4	41306.33	6%	4677.9	11%
康大高速	30%	2007年12月	2037	56.6	24848.29	6%	282.61	7%
赣康高速	30%	2010年8月	2040	43.5	15240.41	-9%	266.29	2% 寻全高速通车，和济广高速江西段与广东平兴段对接产生分流
广乐高速	9%		2029	302.9	282078.66	17%	1742.9	16%

来源：公司官网，公告，国金证券研究所

- 从经营状况上来看，佛开、广珠东及广惠高速到期日至今仍有10年以上，保障公司主要盈利稳健。
- 从地理位置上来看，**佛开高速**是广东省通向粤西的交通大动脉，是全国高等级公路网国道主干线沈阳至海口高速公路的一段，是江门市及粤西地区通往广佛地区的主要通道。对于广东省开发非珠地区，沟通珠三角和非珠地区具有重大意义。**广佛高速**沟通广州、佛山两大城市，随着广州一线城市的溢出效应，广佛不断实现同城化，这条高速公路的区位优势更加明显。**京珠高速广珠段**，沟通珠三角两大城市——广州和珠海，是贯穿我国南北的大动脉——京珠高速公路在广东境内的重要路段，而灵山段又地处珠江三角洲的几何中心大南沙范围，随着广州南沙的大开发，该路段的车流量势必与日俱增。**广惠高速**连接广东省省会广州和珠三角东翼城市惠州，是广东省规划的干线公路中的重要组成部分，它使广州、惠州、汕头、粤东地区联成一体。
- 从2016-2017广东省道路规划建设来看，未来2年并没有明显新建项目将对现有公司路产进行严重分流。其中佛开高速南段（三堡至水口段）扩建前期工程已于2016年开工，此次扩建总投资约36亿元，预计建设期为4年。本次佛开高速南段扩建为广州到湛江高速公路全段扩建中的一部分，其中广佛及佛开北段扩建工程已于前两年完成。根据历史经验，佛开高速北段（谢边至三堡段）于2009年3月开工至2012年年底施工完成，施工期间采取单幅封闭施工方案，在4年间该路段车流量增速有所变缓，但依旧持续将增幅维持在5%左右。所以预计佛开南段扩建工程开工后车流量增速或从目前15%下降至个位数增长。但南段扩建将原有四车道改为八车道，根据佛开北段历史经验，预计扩建完成后单位收费将上升，同时延长该路段收费年限。

图表 5：广东省高速公路分布图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 6：广东省2016-2017年高速公路建设项目图



来源：汽车之家，国金证券研究所

图表 7：佛开高速南段改扩建工程



来源：佛山发布、佛山日报，国金证券研究所

■ 对于单个路段，扩建工程及经营时长对于当期折旧率的影响重大，直接影响其盈利能力。公司对于控股路段折旧方法均为工作量法，由于公司控股路段均处于经济发达地区，所以使用车流量折旧法相比较直线折旧间接加速道路资产折旧，致使当期折旧额偏大，但是折旧年限降低；随着道路资产逐步临近到期日，折旧或提前结束。如广佛高速，在今年 1 季度折旧完成，参照 2016 年数据，广佛全年产生折旧约 1.5-2 亿元，月折旧金额约 1500 万元，提前折旧截至将增厚 2017 全年利润约 1 亿元。

并且在运营或扩建完成初期，车流量还未达到预计值时，车流量折现法可以有效降低路段折旧压力，但由于账面价值增加对折旧或毛利率仍有较大的负面影响。参考佛开北端改扩建项目，在项目施工的 2009-2012 年间，毛利率没有发生明显变化，项目完工第一年，毛利率有明显下降从 2012 年 55% 下降至 35%，但是自 2014 年开始毛利率就开始逐步恢复。所以对于佛开高速南段改扩建工程预计在开工的 2017-2020 阶段毛利率变化不大，2021 年后才会有较大影响，但随之而来的车流量上升将弥补毛利率影响。

图表 8：佛开高速营业收入及毛利率情况



来源：公司财报，国金证券研究所

公司控股道路资源在 2016 年折旧成本为总成本的 60-70% 左右，所以折旧差异导致各条路产毛利率差异较大。当年折旧主要与建设成本、折旧年限与当期车流量相关，其中京珠高速广珠段 2016 年毛利率为 69%，而广佛高速折旧率仅为 31%；主要原因是京珠高速单位建设成本低同时折旧年限较高。

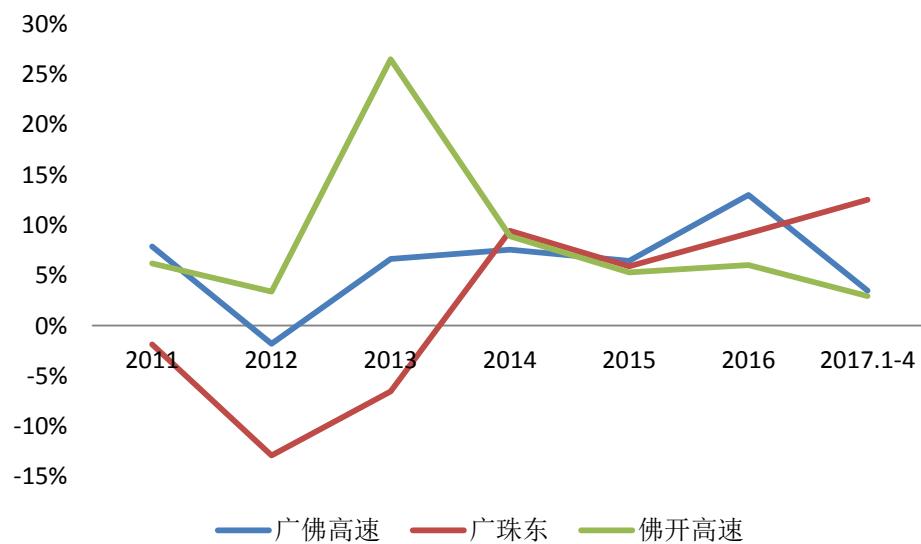
图表 9：控股路产折旧及毛利率

单位（元）	广佛高速	佛开高速	京珠高速广珠段
期初余额	1,460,270,190.66	8,561,844,081.05	5,130,394,315.84
折旧计提	167,482,946.54	418,294,247.31	226,597,769.33
期末余额	22,071,904.40	5,993,310,476.95	2,809,852,464.60
折旧年限	28	30/40	30
建造年份	1989	1996	1999
里程	15.7	79.8	62.4
单位里程建设成本	93,010,840.17	107,291,279.21	82,217,857.63
当期收入	393,144,923.40	1,180,190,342.35	1,159,040,735.98
当期成本	271,114,688.61	596,300,178.61	353,817,138.82
折旧占当期成本占比	62%	70%	64%
2016毛利率	31%	49%	69%

来源：公司财报，国金证券研究所

排除扩建等因素，近几年观测到车流量增速均快于收入增速。公司大部分路产主要车辆组成为私家车，一类车占比较大，所以货车变化对于收入及车流量增速差异影响不大。公司公告的车流量数据为出口车流量，2015 年广东省高速公路纳入全国 ETC 联网，促使车辆在整体路网中选择更多，小车及短途车增量有明显上升，导致收入并没有明显上升。所以在盈利预测中更侧重于收入增速的测量来衡量每条路产全程车流。

图表 10：控股路段通行费收入增速



来源：wind，国金证券研究所

预测逻辑：

广佛高速：假设未来 3 年车流量维持 2016 年自然增速，由于折旧到期，在收费到期日之前该条路产无折旧成本，毛利率上升。

佛开高速：佛开南段自 2016 年年底开始改扩建项目，预计在 2020 年前车流量维持在较低速持续增长，毛利率水平不变。改扩建完成后，车流量将有大幅增长，同时由于折旧增加，毛利率水平在改扩建完成第一年大幅下降，随着车流量培养，后期逐步回升。

京珠高速广珠段：京珠高速广珠段在广珠东高速主线于 2012 年 6 月和 12 月经历了两次收费标准下调，经历过一段时间的收入下滑，近期逐渐恢复稳定。随着区域经济一体化逐步加深，我们预计该路段车流将稳健上升，毛利率维持稳定。

广惠高速：2016 年广惠高速受揭博高速分流的负面影响以及深圳多条高速公路免费通行对车流诱增的正面影响，车流量维持同比 14.5% 的增长，但预计短途车增速较快，致使通行费收入仅增加 1%。预计自 2017 开始分流负面影响将逐步减弱，车流量在未来维持 15% 以上增长，收入增长预计在 5% 左右。

图表 11：控股路段收入及毛利率预测

(单位百万)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
广佛高速						
营业收入	335.80	357.08	393.14	432.46	475.70	523.27
同比增速	8.0%	6.3%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	27.5%	26.2%	31.0%	65.0%	70.0%	70.0%
毛利	92.26	93.65	122.03	281.10	332.99	366.29
佛开高速						
营业收入	1072.86	1140.97	1180.19	1203.79	1227.87	1252.43
同比增速	9.5%	6.3%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	46.6%	49.7%	49%	49.0%	49.0%	49.0%
毛利	500.42	567.15	583.89	589.86	601.66	613.69
京珠高速广珠段						
营业收入	1054.81	1114.34	1159.04	1245.97	1345.65	1453.30
同比增速	9.5%	5.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%
毛利率	/	/	69.7%	69.0%	69.0%	69.0%
毛利	/	/	808.31	859.72	928.50	1002.77
通行费收入总计：	1408.66	1498.05	2732.37	2882.22	3049.22	3229.00
同比增速	9.2%	6.3%	82.4%	5.5%	5.8%	5.9%
通行费毛利总计：	592.68	660.80	1514.23	1730.67	1863.14	1982.76
综合毛利率	42.1%	44.1%	55.4%	60.0%	61.1%	61.4%

来源：公司财报，国金证券研究所

打造“1+4”产业发展格局，稳固主业探索多元发展

稳固主业：注重存量管理，期待优质路产资源注入

■ 根据公司的《十三五发展规划》，公司致力于构建“高速公路主业+沿线资源开发、智慧交通、金融及类金融、投资”的“1+4”产业发展格局。其中高速公路收费业务在未来很长一段时间依旧是公司主要经营项目及利润来源。主要做法有以下 2 点：

- (1) 增强对现有路段管理，做好现有路段改扩建项目。
- (2) 争取增加控股项目减少参股项目，收购省内外优质路产资源。

以上两个做法表示公司在维护存量的同时，注重增量的开发。对于存量管理，在现有路段经营中关注增支降本，以及进行改扩前提升产能瓶颈，但是维护成熟路段仅能保障利润上有持续稳定增长，收购其他路产股权可以有效提升公司利润基数。公司收购现有参股路段相比较收购其他路产资源无论从操作难度及历史经验上来讲，收购现有参股路段可能性更大。

■ 2016 年公司以 42.6 亿元收购佛开公司 25% 股权及广珠交通 100% 股权，其中 17.91 亿为现金支付，另外部分由公司非公开发行股份完成；此次非公开发行共新增股份数量 8.34 亿股，其中约 5 亿股用于购买资产。收购完成后公司新增佛开高速 25% 股权，京珠高速广珠段 50% 股权，2016 年全年增厚利润约 5.77 亿元，资产收购 PE 估值约为 7.4 倍。2016 年公司平均 PE 为 17 倍。

公司现有参股路段年净利润在 3000 万-8 亿不等，若将其余部分注入上市公司，每年将增厚利润 3000 万-6 亿不等。且参股路段到期日相对较晚，保障公司经营的持续性。

图表 12：参股路段收益

参股路段	持股比例	到期时间	2016 净利润	2016 权益法下确认的投资收益
深圳惠盐高速	33.30%	2021	88,126,144.89	29,375,381.63
粤肇高速	25%	2031	245,788,530.24	61,447,132.56
广惠高速	30%	2029	846,305,799.89	253,891,739.97
江中高速	15%	2031	35,249,701.81	5,287,455.26
康大高速	30%	2037	89,512,587.83	26,853,776.35
赣康高速	30%	2040	37,470,898.69	11,241,269.61
广乐高速	9%	2029		
广东粤科科技小额贷款股份有限公司			62,416,816.71	7,561,937.39
参股路段合计			1,342,453,663.35	388,096,755.38

来源：公司财报，国金证券研究所

引入战投，多元化转型预期强烈

- 公司通过定向增发引入复星集团、保利地产以及广发证券三家战略投资者，三家合计持股比例将达到 15.97%。重大资产重组和定向增发完成后，公司已经完成了整个公路行业最大力度的混合所有制改革，成为是近年首家引入民营长期股东的公路股，在公路行业独树一帜。重组造就的“地方国企+民营企业+央企”的混合股权结构，使公司治理结构得到长期的保障，公司将朝着不断完善治理结构的方向改革。同时，公司计划研究和实施股权激励或员工持股计划。预计随着公司治理的改善，未来投资扩张与成本管理有望继续超出市场预期。

图表 13：粤高速：公路股权多元化的改革先锋



来源：国金证券研究所

未来公司或在以下 4 个业务上有所突破：

1. 沿线资源开发：公司可能借助保利地产在土地商业开发的丰富经验与资源，继续加大高速公路周边闲置土地开发力度。目前公司已经成立土地开发部，实施土地开发平台化运作，探索高速周边土地综合开发。公司的沿线土地资产量不大，但大部分位于珠三角发达地区，近期房地产市场十分火爆，公司盘活土地存量蕴含着很多机会。佛开公司去年转让退出的址山卫浴城项目，获利 2000 多万元，就是公司实现的第一块土地变现案例。
2. 智能交通，加快推进“蓝色通道”项目。蓝色通道与 MTC 相比不需要停车缴费、与 ETC 比不需要安装收费装置，仅需要下载手机 APP，就可以实现不停车缴费通过收费站，可以使车辆路过收费站更加快速

便捷。现公司蓝色通道正在试运行中，但仍需要与银行、项目公司进行协商，预计年底或明年初上线。

3. 金融及类金融业务投资。2013年公司投资2亿元，获得广东省粤科科技小额贷款公司20%股权；2016年该该公司实现净利润约6000万元，粤高速当期确认投资收益756万元。2016年8月，公司股东大会批准出资8亿元参与认购国元证券的定向增发。
4. 投资业务。加大高速公路外新产业的投资力度，除直接投资以外增加以股权投资基金形式，在节能环保、新能源及大健康等方向上挖掘优质的投资机会。

粤港澳大湾区规划利好长期车流量增长

- 粤港澳大湾区规划上升至国家层面，打造世界级湾区：2014年深圳市政府率先提出“发展湾区经济”，在今年政府工作报告中也首次提及“粤港澳大湾区”规划，将该规划正式上升至国家层面。从区域上来看，该规划涉及广东9市（广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆）+香港和澳门2个特别行政区，主要目的是推动内地与港澳深化合作，扩大对外开放；以旧金山、纽约、东京等湾区为发展典范，打造世界级经济湾区，提升国际竞争力。湾区经济一般具有经济高度发达、区域融合度高、外放型经济为主、资源聚集等特点，对外加强国际交流、参与国际产业竞争，对内带动腹地经济发展，构建内通外联发展之路。
- 完善交通基础设施建设助力大湾区加速融合：粤港澳大湾区规划完成重要前提是具备完善的交通物流系统以达到区域融合，对外交流便捷。港口方面，2016年珠三角港口货物吞吐量约为7.3亿吨，外贸货物吞吐量3亿吨，集装箱吞吐量4172万TEU，是全国最有活力的港口群之一。且该区域作为“一带一路”海上丝绸之路重要节点，未来也将建立辐射亚太完善海上交通网络。公路方面，珠三角地区具有全国最密集的高速公路网络，截至2015年广东省高速公路里程达到7021公里，在所有省份中排名第一。同时港珠澳大桥预计在今年年底具备通车条件，届时港澳特别行政区将加快与内陆的区域融合。公司经营路段多集中在广州/佛山等地区，而广珠东连接广州及珠海更是直接受益，长期对车流量增速会有正面影响。

高分红保障绝对收益

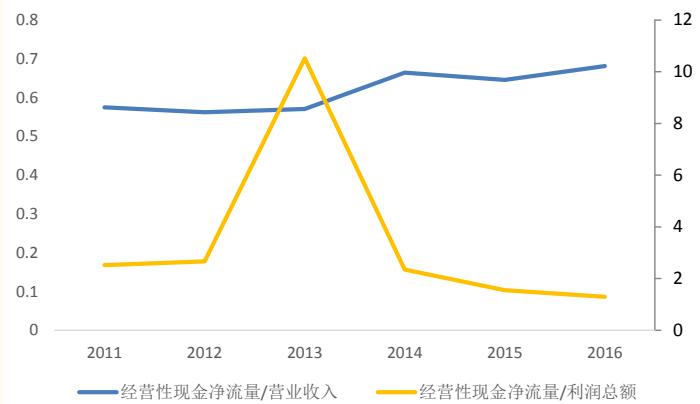
- 作为路桥公司，粤高速稳健经营的主业保证了充沛的现金流。近五年公司经营性净现金流连续上升，2016年实现资产重组后，接近20亿。公司经营净现金流/营业收入一直在60%左右，并且逐年上升，说明公司收益质量逐步提高。

图表 14：公司经营性净现金流量



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：公司经营性净现金流/营业收入 (利润总额)

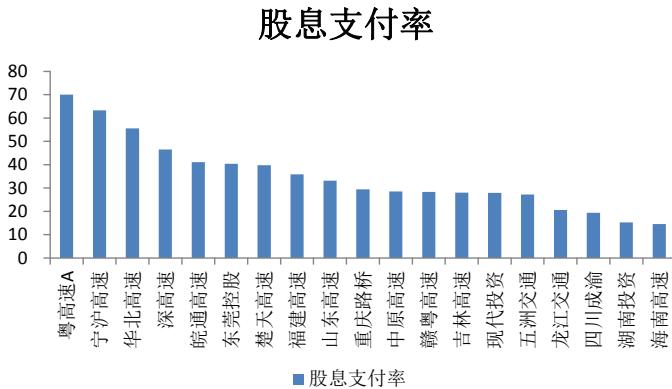


来源：wind、国金证券研究所

2016年7月公司发布的未来三年股东回报规划（2015-2017）指出2016-2017年现金分配的股利应满足“每年度以现金方式分配的利润不低

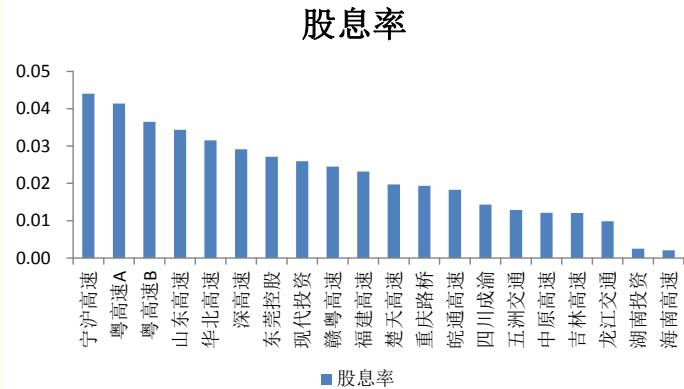
于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”的条件。以下限 70%来看，公司 2016 年的分红率是 70%，在高速公路板块中股息支付率位于第一。以 2017 年 6 月 5 日收盘价来计算，公司的股息率约为 4%，为行业第二，仅次于宁沪高速。

图表 16：2016 年高速公路上市公司分红率比较



来源：wind、国金证券研究所

图表 17：2016 高速公路上市公司股息率比较



来源：wind、国金证券研究所

估值安全边际充足，适合资产配置

- 按照当前股价，公司 2017 年 PE 为 13 倍，低于高速公路平均的 21 倍，对比同行业其他公司处于相对被低估的水平。目前股价仍处于相对安全的区域，为投资者提供了充足的安全边际。
- 高分红保障了投资者的绝对收益，高分红带来的股息率的大幅提升将使标的在目前被低估的股价下彰显更强的防御特性。作为绝对收益的公路标的，公司高增长、高股息、低估值的三大特性将使其成为绝佳适合配置的资产。

盈利预测

营业收入及毛利率预测端请参考上文。

- 财务费用：**不考虑佛开南段扩建工程项目配套融资的情况下，公司现有高速公路项目的建设贷款，基本上处于还款状态，息债水平会不断下降，财务费用将不断降低。
- 营业外收入：**公司已于 2015 年 9 月及 2016 年 6 月分别收到损失补偿金 2000 万元及 6077 万元。预计最后一笔补偿款 6000 万元将会在 2017 年收到，公司拟于收到时确认营业外收入。2017 年 4 月 7 日公司公告：公司拟吸收合并公司全资子公司广东省佛开高速公路有限公司。经初步测算，本次吸收合并将增加 2017 年度归属上市公司股东净利润约 2.4 亿元至 2.9 亿元。
- 资本开支：**公司计划投资国元证券 8 亿元；佛开高速公路南段的扩建总投资是 35 亿元，资本金约 12 亿元，这将在 2016 年到 2020 年分期投入。

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	1,455	1,545	2,825	3,014	3,213	3,414
增长率	6.2%	82.8%	6.7%	6.6%	6.2%	
主营业务成本	-849	-868	-1,281	-1,318	-1,376	-1,395
%销售收入	58.3%	56.2%	45.3%	43.7%	42.8%	40.9%
毛利	607	678	1,544	1,697	1,837	2,019
%销售收入	41.7%	43.8%	54.7%	56.3%	57.2%	59.1%
营业税金及附加	-53	-54	-41	-45	-48	-51
%销售收入	3.6%	3.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-168	-166	-190	-196	-209	-222
%销售收入	11.5%	10.8%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润(EBIT)	386	457	1,314	1,456	1,580	1,746
%销售收入	26.5%	29.6%	46.5%	48.3%	49.2%	51.1%
财务费用	-402	-342	-341	-317	-308	-297
%销售收入	27.6%	22.1%	12.1%	10.5%	9.6%	8.7%
资产减值损失	9	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	420	505	442	520	560	600
%税前利润	101.9%	78.7%	29.7%	27.2%	30.1%	28.9%
营业利润	413	620	1,414	1,658	1,832	2,049
营业利润率	28.4%	40.1%	50.1%	55.0%	57.0%	60.0%
营业外收支	-1	22	72	250	30	30
税前利润	412	642	1,487	1,908	1,862	2,079
利润率	28.3%	41.6%	52.6%	63.3%	57.9%	60.9%
所得税	-53	-103	-314	-229	-279	-312
所得税率	12.9%	16.0%	21.1%	12.0%	15.0%	15.0%
净利润	359	539	1,172	1,679	1,582	1,767
少数股东损益	40	70	171	185	190	195
归属于母公司的净利润	319	469	1,001	1,494	1,392	1,572
净利率	21.9%	30.4%	35.4%	49.6%	43.3%	46.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	359	539	1,172	1,679	1,582	1,767
少数股东损益	40	70	171	185	190	195
非现金支出	568	609	892	942	962	982
非经营收益	38	-151	-118	-581	-177	-202
营运资金变动	-2	-2	-24	0	24	89
经营活动现金净流	963	995	1,922	2,041	2,391	2,636
资本开支	-230	-97	-487	-1,456	-1,171	-1,172
投资	-56	80	-804	-801	-500	-500
其他	203	557	-456	520	560	600
投资活动现金净流	-84	540	-1,746	-1,737	-1,111	-1,072
股权募资	0	0	1,633	0	0	0
债权募资	-783	-625	168	-460	-200	-200
其他	-515	-486	-576	-1,195	-1,232	-1,427
筹资活动现金净流	-1,298	-1,112	1,226	-1,655	-1,432	-1,627
现金净流量	-419	423	1,402	-1,351	-151	-63

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	562	987	2,603	1,253	1,101	1,038
应收款项	52	65	66	78	84	89
存货	0	1	0	0	0	0
其他流动资产	42	2	3	5	5	5
流动资产	655	1,054	2,672	1,336	1,190	1,133
%总资产	5.2%	8.7%	16.6%	8.1%	7.0%	6.5%
长期投资	4,657	4,435	3,942	4,743	5,242	5,742
固定资产	7,181	6,610	9,437	10,198	10,440	10,661
%总资产	57.4%	54.6%	58.7%	61.9%	61.4%	60.7%
无形资产	10	8	9	7	5	5
非流动资产	11,858	11,054	13,400	15,153	15,811	16,422
%总资产	94.8%	91.3%	83.4%	91.9%	93.0%	93.5%
资产总计	12,514	12,108	16,072	16,489	17,001	17,555
短期借款	550	1,309	958	1,000	1,000	1,000
应付款项	525	346	451	448	468	477
其他流动负债	50	74	137	141	150	236
流动负债	1,125	1,729	1,546	1,589	1,618	1,712
长期贷款	4,394	4,082	5,403	4,903	4,703	4,503
其他长期负债	1,123	169	280	300	300	300
负债	6,642	5,979	7,229	6,792	6,621	6,515
普通股股东权益	5,016	5,209	8,289	8,958	9,451	9,915
少数股东权益	855	919	554	739	929	1,124
负债股东权益合计	12,514	12,108	16,072	16,489	17,001	17,555

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.254	0.373	0.479	0.715	0.666	0.752
每股净资产	3.990	4.144	3.965	4.284	4.520	4.742
每股经营现金流	0.766	0.792	0.919	0.976	1.144	1.261
每股股利	0.100	0.150	0.336	0.500	0.430	0.530
回报率						
净资产收益率	6.35%	9.01%	12.08%	16.68%	14.73%	15.85%
总资产收益率	2.55%	3.88%	6.23%	9.06%	8.19%	8.95%
投入资本收益率	2.82%	3.30%	6.69%	8.06%	8.20%	8.81%
增长率						
主营业务收入增长率	9.61%	6.22%	82.79%	6.70%	6.60%	6.25%
EBIT增长率	124.38%	18.41%	187.53%	10.80%	8.56%	10.48%
净利润增长率	149.46%	47.26%	113.30%	49.26%	-6.82%	12.90%
总资产增长率	-1.43%	-3.24%	32.74%	2.59%	3.11%	3.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	8.5	5.7	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	#DIV/0!	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	100.8	64.1	64.6	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	1,800.3	1,556.6	1,199.7	1,035.0	884.7	749.5
偿债能力						
净负债/股东权益	91.63%	71.86%	42.49%	47.95%	44.33%	40.44%
EBIT利息保障倍数	1.0	1.3	3.9	4.6	5.1	5.9
资产负债率	53.08%	49.38%	44.98%	41.19%	38.94%	37.11%

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	2
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	0.00	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	2016-09-27	买入	6.44	7.40~7.50
2	2016-10-28	买入	6.89	N/A
3	2017-01-25	买入	7.17	N/A
4	2017-03-29	买入	7.34	N/A
5	2017-04-10	买入	7.80	N/A
6	2017-05-02	买入	8.31	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