

评级：买入 维持评级

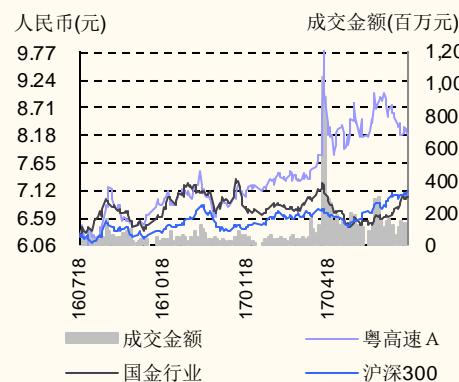
公司点评

市场价格（人民币）：8.18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)	468.89
总市值(百万元)	17,102.79
年内股价最高最低(元)	9.80/6.06
沪深 300 指数	3703.09
深证成指	10427.79

**税务弥补大幅增厚利润，广佛折旧完成提升主业毛利率****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

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 粤高速公告 2017 年上半年业绩预告：上半年预计归属上市公司股东的净利润为 8.6-9.36 亿元，同比增长 69.99%-85%。

**经营分析**

- **控股路段车流量自然增长，广佛折旧完成增强主业盈利能力：**2017 年上半年公司营业收入预计同比增长 8%，1-5 月份经广佛、佛开及广珠东高速车流量同比增速分别为 9%、19% 及 17%；主要原因是（1）番中公路（S111）洪奇沥大桥封桥，部分车辆绕行京珠高速公路广珠段，致该路段车流量增加；（2）车流量自然增长。同时由于在一季度广佛高速已经折旧完成，所以上半年折旧费用同比减少约 5793 万元，大幅提升收费主业毛利率水平。

- **吸收合并佛开产生大量税务弥补，大幅提升净利润水平：**上半年归母净利润水平有较大幅度提升，较去年同期多 3-4 亿元，其中主要受上半年吸收合并佛开影响，有足够的应纳税所得额弥补以前年度亏损，公司确认递延所得税资产，相应减少所得税费用约 21,195 万元-27,195 万元；另外公司财务费用持续有较大幅度下降，较上年同期预计减少 5,681 万元，预计减幅 29.81%，主要受有息债务偿还、利率下降及银行存款利息收入增加的综合影响。

- **打造“高速公路+投资”双轮驱动模式，高股息彰显防御属性：**公司定增引进复星集团，保利地产及广发证券战略投资者，预计公司将借助上述投资公司的能力与资源，开拓相关多元化产业，拟打造“高速公路+投资”双轮驱动模式。投资方向优先考虑与交通产业链相关、沿线土地开发、金融服务业等方向。公司 2016 年向全体股东每 10 股派发现金红利 3.36 元（含税），分红率达到 70% 以上，按当前股价公司股息率约 4.1%，为投资者提供充足安全边际，具有极强防御属性。

**投资建议**

- 我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.72/0.67/0.75 元/股。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。公司常年高股息，保障投资绝对收益。给予“买入”评级。

**风险**

- 宏观经济增速下滑、转型不及预期等。

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  
subaoliang@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
<b>主营业务收入</b>	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	<b>货币资金</b>	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率	1,455	1,545	2,825	3,014	3,213	3,414	应收款项	562	987	2,603	1,253	1,101	1,038
<b>主营业务成本</b>	6.2%	82.8%	6.7%	6.6%	6.2%		存货	52	65	66	78	84	89
%销售收入	-849	-868	-1,281	-1,318	-1,376	-1,395	其他流动资产	0	1	0	0	0	0
	58.3%	56.2%	45.3%	43.7%	42.8%		<b>流动资产</b>	42	2	3	5	5	5
<b>毛利</b>	607	678	1,544	1,697	1,837	2,019		655	1,054	2,672	1,336	1,190	1,133
%销售收入	41.7%	43.8%	54.7%	56.3%	57.2%	59.1%	%总资产	5.2%	8.7%	16.6%	8.1%	7.0%	6.5%
<b>营业税金及附加</b>	-53	-54	-41	-45	-48	-51	<b>长期投资</b>	4,657	4,435	3,942	4,743	5,242	5,742
%销售收入	3.6%	3.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	<b>固定资产</b>	7,181	6,610	9,437	10,198	10,440	10,661
<b>营业费用</b>	0	0	0	0	0	0	%总资产	57.4%	54.6%	58.7%	61.9%	61.4%	60.7%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>无形资产</b>	10	8	8	9	7	5
<b>管理费用</b>	-168	-166	-190	-196	-209	-222	<b>非流动资产</b>	11,858	11,054	13,400	15,153	15,811	16,422
%销售收入	11.5%	10.8%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	94.8%	91.3%	83.4%	91.9%	93.0%	93.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	386	457	1,314	1,456	1,580	1,746	<b>资产总计</b>	12,514	12,108	16,072	16,489	17,001	17,555
%销售收入	26.5%	29.6%	46.5%	48.3%	49.2%	51.1%	<b>短期借款</b>	550	1,309	958	1,000	1,000	1,000
<b>财务费用</b>	-402	-342	-341	-317	-308	-297	<b>应付款项</b>	525	346	451	448	468	477
%销售收入	27.6%	22.1%	12.1%	10.5%	9.6%	9.7%	<b>其他流动负债</b>	50	74	137	141	150	236
<b>资产减值损失</b>	9	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	1,125	1,729	1,546	1,589	1,618	1,712
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>长期贷款</b>	4,394	4,082	5,403	4,903	4,703	4,503
<b>投资收益</b>	420	505	442	520	560	600	<b>其他长期负债</b>	1,123	169	280	300	300	300
%销售收入	101.9%	78.7%	29.7%	27.2%	30.1%	28.9%	<b>负债总计</b>	6,642	5,979	7,229	6,792	6,621	6,515
<b>税前利润</b>	413	620	1,414	1,658	1,832	2,049	<b>普通股股东权益</b>	5,016	5,209	8,289	8,958	9,451	9,915
<b>营业利润率</b>	28.4%	40.1%	50.1%	55.0%	57.0%	60.0%	<b>少数股东权益</b>	855	919	554	739	929	1,124
<b>营业外收支</b>	-1	22	72	250	30	30	<b>负债股东权益合计</b>	12,514	12,108	16,072	16,489	17,001	17,555
<b>税前利润</b>	412	642	1,487	1,908	1,862	2,079							
<b>利润率</b>	28.3%	41.6%	52.6%	63.3%	57.9%	60.9%							
<b>所得税</b>	-53	-103	-314	-229	-279	-312							
<b>所得税率</b>	12.9%	16.0%	21.1%	12.0%	15.0%	15.0%							
<b>净利润</b>	359	539	1,172	1,679	1,582	1,767							
<b>少数股东损益</b>	40	70	171	185	190	195							
<b>非现金支出</b>	568	609	892	942	962	982							
<b>非经营收益</b>	38	-151	-118	-581	-177	-202							
<b>营运资金变动</b>	-2	-2	-24	0	24	89							
<b>经营活动现金净流</b>	963	995	1,922	2,041	2,391	2,636							
<b>资本开支</b>	-230	-97	-487	-1,456	-1,171	-1,172							
<b>投资</b>	-56	80	-804	-801	-500	-500							
<b>其他</b>	203	557	-456	520	560	600							
<b>投资活动现金净流</b>	-84	540	-1,746	-1,737	-1,111	-1,072							
<b>股权募资</b>	0	0	1,633	0	0	0							
<b>债权募资</b>	-783	-625	168	-460	-200	-200							
<b>其他</b>	-515	-486	-576	-1,195	-1,232	-1,427							
<b>筹资活动现金净流</b>	-1,298	-1,112	1,226	-1,655	-1,432	-1,627							
<b>现金净流量</b>	-419	423	1,402	-1,351	-151	-63	<b>资产管理能力</b>	6.5	8.5	5.7	6.0	6.0	6.0

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	1
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>1.00</b>

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
7	2017-06-07	买入	8.75	10.50~12.00

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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