



2017 年 08 月 10 日

买入

当前价: 5.48 元

目标价: 6.2 元

交运行业研究组

分析师: 牛永涛

执业编号: S0300517050002

电话: 13810660508

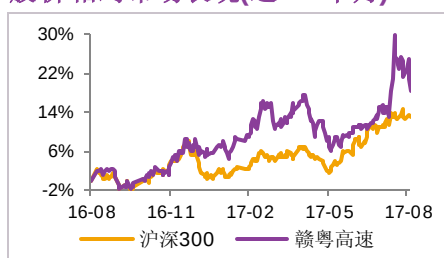
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220

邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主 营 收 入	4,555	4,414	4,593	4,921
(+/-)	-17.21%	-3.10%	4.08%	7.12%
归 母 净 利 润	1,037	854	919	1,049
(+/-)	45.69%	-17.66%	7.61%	14.11%
EPS(元)	0.44	0.37	0.39	0.45
P/E	12.45	14.98	13.92	12.20

资料来源: 联讯证券

相关研究

赣粤高速(600269.SH)

【联讯交运公司点评】赣粤高速：成本管控效果良好，扣非净利润实现同比增长

投资要点

◇ 事件

公司发布 2017 年半年报, 报告期内, 实现营业收入 21.59 亿元, 同比下降 5.90%; 实现归母净利润 5.90 亿元, 同比下降 20.22%; 实现扣非净利润 3.43 亿元, 同比增长 17.57%; 每股收益 0.25 元, 业绩符合预期。

◇ 通行收入基本持平, 扣非净利润实现增长

报告期内, 公司实现营收 21.59 亿元, 同比略下降 5.90%。其中, 通行服务收入为 14.71 亿元, 与去年基本持平; 成品油业务由于销售单价上涨, 导致营收同比增长 3.79%至 4.11 亿元; 工程业务由于高速公路建设速度减缓, 工程项目减少, 导致营收同比减少 23.26%至 2.30 亿元; 其他业务实现营收 4679.02 万元, 同比减少 50.51%。公司资产负债率为 51.52%, 较年初增加 0.50 个百分点, 具备良好的偿债能力。

公司归母净利润同比下降 20.22%, 主要为去年同期转让国盛证券实现的投资收益导致基数较高所致。扣除非经常性损益项目的影响, 实现扣非净利润 3.43 亿元, 同比增长 17.57%, 显示主营业务运营情况良好。

◇ 通行收入毛利率有所提升, 不同路段略有分化

报告期内, 成本管控效果良好, 折旧摊销成本略微下降, 养护成本较上期大幅减少, 导致通行收入毛利率同比增加 4.42pct 至 57.22%。公司经营管理 8 条高速公路, 不同路段收入和毛利率略有分化, 具体来看:

受通车、路网完善影响, 九景、彭湖、昌泰收入增长: 杭新景高速公路衢州段的通车致九景高速通行服务收入增长; 彭湖高速省界马当站的开通致彭湖高速通行服务收入快速增长; 路网的完善使跨省来往车辆增加, 致昌泰通行服务收入显著增长。

受分流影响, 昌九、昌樟、温厚流量下降: 昌九大道及东昌高速开通的分流影响, 致使昌九高速、昌樟高速、温厚高速车流量下降较为明显。

毛利率方面, 核心路段毛利率多数提升, 昌泰高速毛利率同比增加 1.96pct 至 72.49%; 九景高速毛利率同比增加 4.85pct 至 70.05%; 昌九高速毛利率同比增加 3.07pct 至 61.81%; 昌樟高速毛利率同比减少 1.25pct 至 60.06%; 温厚高速毛利率同比减少 13.02pct 至 26.61%; 澎湖高速毛利率同比增加 65.02pct 至 1.66%; 澎湖高速毛利率同比增加 36.91pct 至 -47.49%。



✧ 盈利预测与投资建议

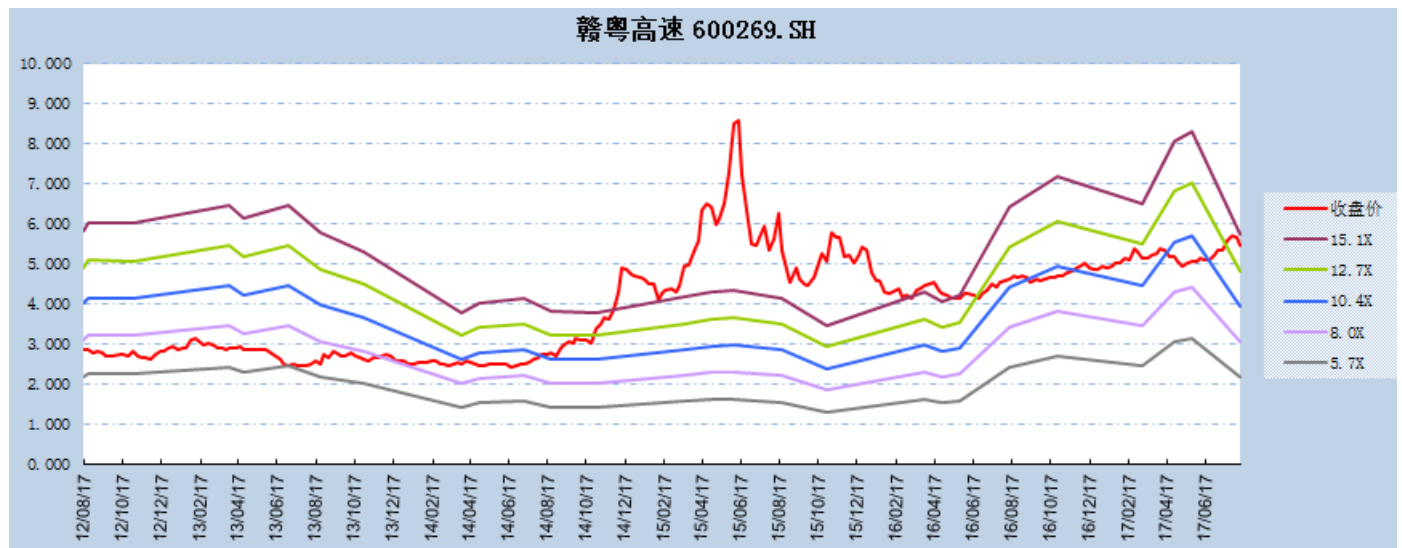
预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.37 元、0.39 元、0.45 元，对应的 PE 为 15 倍、14 倍、12 倍。高速公路行业 PE 中值 15 倍，PB 中值 1.5 倍，公司 PB 估值低于行业均值，**处于破净状态**，考虑到公司核心高速公路改扩建项目完成，主业不确定因素消除。首次覆盖，目标价 6.2 元，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

路网分流的风险、业务拓展的风险、政策变动的风险。

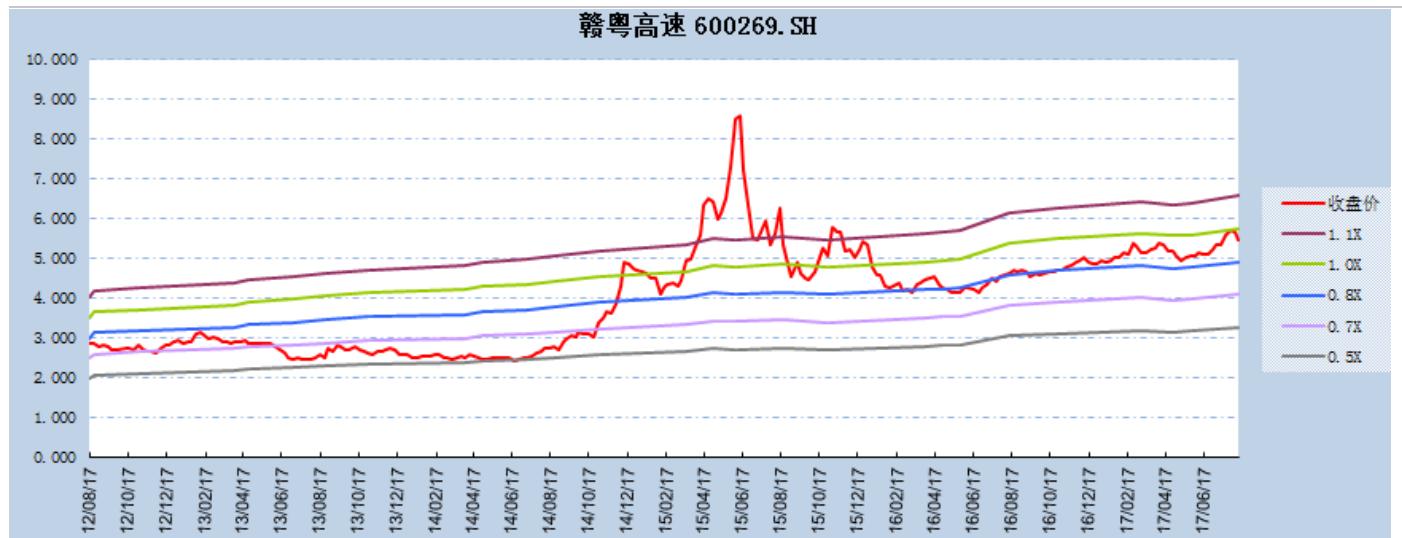


图表 1: 公司 PE 走势



资料来源:Wind, 联讯证券

图表 2: 公司 PB 走势



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,854	3,931	4,127	4,334	经营活动现金流	1,701	1,786	1,875	1,969
现金	2,555	2,881	3,334	3,886	净利润	942	754	814	938
应收账款	411	390	410	430	折旧摊销	1,026	1,047	1,068	1,089
其它应收款	60	57	60	63	财务费用	658	640	666	713
预付账款	78	74	78	82	投资损失	-555	-55	-58	-61
存货	736	699	734	770	营运资金变动	1,516	8	126	134
其他	14	-170	-488	-898	其它	-1,886	-607	-740	-845
非流动资产	28,164	28,727	29,302	29,888	投资活动现金流	-768	-845	-929	-1,022
长期投资	714	728	742	757	资本支出	1,038	1,142	1,027	925
固定资产	23,216	23,680	24,154	24,637	长期投资	714	728	742	757
无形资产	118	121	123	126	其他	-2,519	-2,714	-2,699	-2,704
其他	4,117	4,199	4,283	4,368	筹资活动现金流	-770	-616	-493	-394
资产总计	32,018	32,658	33,429	34,222	短期借款	0	0	0	0
流动负债	3,462	3,531	3,602	3,674	长期借款	1,416	1,345	1,278	1,214
短期借款	0	0	0	0	其他	-2,186	-1,961	-1,771	-1,608
应付账款	1,866	1,772	1,861	1,954	现金净增加额	163	325	453	552
其他	1,597	1,759	1,741	1,720					
非流动负债	12,873	13,130	13,393	13,661	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	1,416	1,345	1,278	1,214	成长能力				
其他	11,457	11,785	12,115	12,447	营业收入	-17.21%	-3.10%	4.08%	7.12%
负债合计	16,335	16,662	16,995	17,335	营业利润	51.48%	-30.21%	9.47%	14.20%
少数股东权益	1,484	1,513	1,544	1,575	归属母公司净利润	45.69%	-17.66%	7.61%	14.11%
归属母公司股东权益	14,199	14,483	14,891	15,312	获利能力				
负债和股东权益	32,018	32,658	33,429	34,222	毛利率	37.62%	40.67%	42.24%	43.71%
					净利率	22.78%	19.36%	20.01%	21.32%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	7.68%	5.96%	6.26%	6.95%
营业收入	4,555	4,414	4,593	4,921	ROIC	3.46%	2.77%	2.92%	3.25%
营业成本	2,841	2,619	2,653	2,770	偿债能力				
营业税金及附加	57	66	92	98	资产负债率	51.02%	51.02%	50.84%	50.65%
营业费用	29	26	28	30	流动比率	1.11	1.11	1.15	1.18
管理费用	190	185	193	207	速动比率	0.90	0.92	0.94	0.97
财务费用	658	640	666	713					
资产减值损失	4	4	4	4	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.15
投资净收益	555	55	58	61	应收账款周转率	15.35	11.02	11.49	11.72
营业利润	1,330	928	1,016	1,160	应付账款周转率	1.37	1.44	1.46	1.45
营业外收入	65	261	274	288	每股指标(元)				
营业外支出	15	16	17	18	每股收益	0.44	0.37	0.39	0.45
利润总额	1,380	1,173	1,273	1,430	每股经营现金	0.73	0.76	0.80	0.84
所得税	439	419	459	492	每股净资产	6.08	6.20	6.38	6.56
净利润	942	754	814	938	估值比率				
少数股东损益	-96	-101	-106	-111	P/E	12.45	14.98	13.92	12.20
归属母公司净利润	1,037	854	919	1,049	P/B	0.90	0.88	0.86	0.84
EBITDA	2,460	1,975	2,083	2,249	EV/EBITDA	10.81	13.46	12.70	11.67

资料来源：联讯证券



分析师简介

牛永涛：北京交通大学博士，现任联讯证券交运及设备行业研究组长、首席分析师，曾任宏源证券交运行业研究组长、首席分析师，在铁路系统工作多年，曾参与国家铁路“十三五”规划编制，2016年10月份加盟联讯证券研究院，对交通运输行业政策与发展有深刻认识，实地调研近百家上市公司，坚持价值投资，擅长底部推荐。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com