

粤高速 A (000429)

公路国改龙头，价值成长慢牛

——粤高速股权多元化点评

	郑武 (分析师)	丁一洪 (研究助理)	岳鑫 (分析师)
	0755-23976528	0755-23976176	0755-23976758
	zhengwu@gtjas.com	dingyihong@gtjas.com	yuexin@gtjas.com
证书编号	S0880514030002	S0880115030017	S0880514030006

本报告导读：

公路企业的公司治理改革，意义重大，道阻且长。粤高速股权多元化体现了大股东的魄力和高管团队的能力，值得长期投资者关注。

投资要点：

股权多元化兑现，重申 6.69 元目标价，增持。本次重大资产重组评估价格合理，考虑股本增发，预测 2016-18 年 EPS 分别为 0.43/0.47/0.48 元（重组前预测 0.43/0.46/0.47 元）。假设分红率 50%，2016-18 年股息率分别为 3.8/4.1/4.2%。年报提出“资本运营常态化”，当下已具备不扩张股本的投资能力。公司全面经营情况参看我们 3 月 2 日首次覆盖报告，维持 6.69 元目标价，重申增持。

“地方国企+民营战投+央企战投”的股权结构独树一帜。广交集团的持股比例经过此次重组提升至 50%，复星作为首家大比例持股公路上市公司的民营战投，与另一家战投保利集团的持股比例分别为 10%/5%。“地方国企+民营战投+央企战投”的股权结构于公路行业独树一帜，股权结构的重大变化，为经营层面的中长期变革奠定了良好的基础。

“资本运营常态化”想象空间巨大。公司自 2011 年交通部暂停审批收费公路资产上市以来，首次实现公路资产注入，未来路产证券化空间仍大。大股东广交集团管理路产逾 4000 公里，而公司作为大股东 A 股唯一上市平台，在此次重组完成之后的控股路产不到 160 公里。同时，公司重组完成后每年的经营净现金流提升至 14 亿元左右。资本经营是长期机会但时间无法推断，只有坚持股东回报的理念，才能实现长期的价值成长。

风险因素：广交集团改革支持力度须重点观察；新的维修或改扩建工程可能带来成本增加；公路收费受政府管制。

注：考虑可比性，公司 2014-15 年财务数据仍以重组前股本为计算依据。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,455	1,545	2,799	2,979	3,090
(+/-)%	10%	6%	81%	6%	4%
经营利润 (EBIT)	386	457	928	958	1,005
(+/-)%	124%	18%	103%	3%	5%
净利润	319	469	901	973	1,001
(+/-)%	149%	47%	92%	8%	3%
每股净收益 (元)	0.25	0.37	0.43	0.47	0.48
每股股利 (元)	0.10	0.15	0.22	0.23	0.24

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	26.5%	29.6%	33.2%	32.2%	32.5%
净资产收益率 (%)	6.4%	9.0%	9.3%	9.5%	9.4%
投入资本回报率 (%)	5.0%	6.2%	11.6%	15.8%	25.0%
EV/EBITDA	12.9	10.8	7.4	5.6	4.4
市盈率	22.4	15.2	13.2	12.2	11.9
股息率 (%)	1.8%	2.6%	3.8%	4.1%	4.2%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：6.69

上次预测：6.69

当前价格：5.69

2016.07.07

交易数据

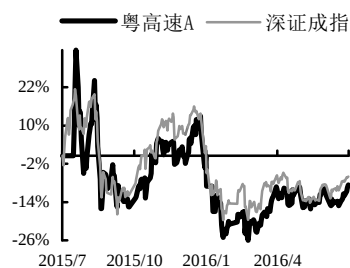
52 周内股价区间 (元)	4.62-9.12
总市值 (百万元)	11,876
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,091/469
流通 B 股/H 股 (百万股)	349/0
流通股比例	39%
日均成交量 (百万股)	489.54
日均成交值 (百万元)	27.01

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,222
每股净资产	2.50
市净率	2.3
净负债率	78.57%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.07	0.10
Q2	0.11	0.12
Q3	0.13	0.13
Q4	0.06	0.08
全年	0.37	0.43

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	2%	-9%
相对指数	-1%	2%	-5%

相关报告

《绝对收益品种即将嫁接相对收益基因》
2016.04.26

《小盘股低估值，资本运作常态化》2016.03.30

《价值股估值，并购式成长》2016.03.02

模型更新时间: 2016.07.07

股票研究

 工业
 运输

粤高速 A (000429)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **6.69**

上次预测: 6.69

当前价格: 5.68

公司网址

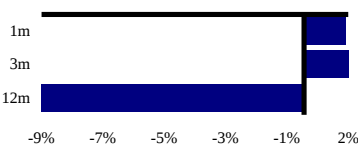
www.gpedcl.com

公司简介

公司主营高速公路、桥梁的建设施工，公路、桥梁的收费和养护管理业务，公司坚持“依托集团、立足省内、兼顾省外”投资策略，不断加大新项目开发力度，多方建立沟通合作关系，积极拓展项目源。

坚持收购已运营的优质路产项目，以控股为主，注重盈利水平。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

4.62-9.12

市值 (百万)

11,876

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

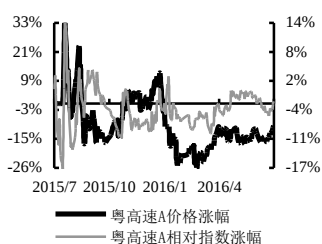
EV/EBITDA

P/S

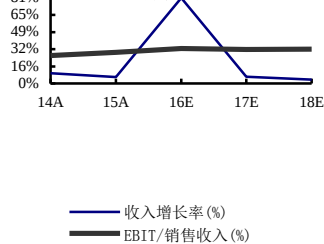
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	1,455	1,545	2,799	2,979	3,090
营业成本	849	868	1,520	1,618	1,698
税金及附加	53	54	99	105	109
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	168	166	252	298	278
EBIT	386	457	928	958	1,005
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	420	505	412	444	476
财务费用	402	342	252	216	186
营业利润	413	620	1,088	1,186	1,295
所得税	53	103	208	225	231
少数股东损益	40	70	110	118	122
净利润	319	469	901	973	1,001
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	562	987	3,727	5,855	8,191
其他流动资产	41	0	0	0	0
长期投资	4,657	4,435	4,435	4,435	4,435
固定资产合计	7,181	6,610	9,085	7,445	5,906
无形及其他资产	11	9	7	6	5
资产合计	12,514	12,108	17,404	17,822	18,695
流动负债	1,125	1,729	1,297	1,108	1,356
非流动负债	5,517	4,250	3,982	3,984	3,987
股东权益	5,016	5,209	9,712	10,199	10,699
投入资本(IC)	6,718	6,214	6,625	5,040	3,329
现金流量表					
NOPLAT	336	384	770	794	833
折旧与摊销	581	610	721	825	753
流动资金增量	-47	-168	313	-92	157
资本支出	-230	-97	-1,680	947	847
自由现金流	640	729	124	2,474	2,590
经营现金流	967	997	1,628	1,511	1,756
投资现金流	-84	540	-1,268	1,391	1,323
融资现金流	-1,298	-1,111	2,380	-775	-742
现金流净增加额	-414	425	2,741	2,127	2,337
财务指标					
成长性					
收入增长率	9.6%	6.2%	81.1%	6.4%	3.7%
EBIT 增长率	124.4%	18.4%	103.2%	3.2%	4.9%
净利润增长率	149.5%	47.3%	91.9%	8.0%	2.9%
利润率					
毛利率	41.7%	43.8%	45.7%	45.7%	45.1%
EBIT 率	26.5%	29.6%	33.2%	32.2%	32.5%
净利率率	21.9%	30.4%	32.2%	32.7%	32.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.4%	9.0%	9.3%	9.5%	9.4%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.9%	5.2%	5.5%	5.4%
投入资本回报率(ROIC)	5.0%	6.2%	11.6%	15.8%	25.0%
运营能力					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收账款周转天数	6	8	8	8	8
总资产周转天数	3162	2907	1924	2158	2157
净利润现金含量	3.03	2.12	1.81	1.55	1.75
资本支出/收入	16%	6%	60%	-32%	-27%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	49.4%	30.3%	28.6%	28.6%
净负债率	107.2%	84.5%	3.3%	-18.3%	-39.3%
估值比率					
PE	22.4	15.2	13.2	12.2	11.9
PB	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.9	10.8	7.4	5.6	4.4
P/S	4.9	4.6	4.2	4.0	3.8
股息率	1.8%	2.6%	3.8%	4.1%	4.2%

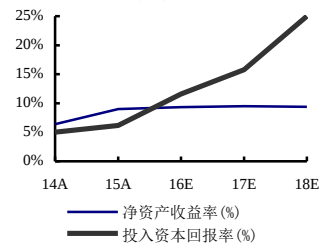
股票绝对涨幅和相对涨幅



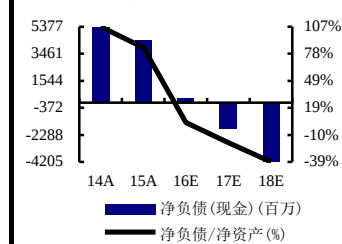
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		