

## 赣粤高速（600269）深度研究报告

# 中特估视角看赣粤：路产优质、潜力具备，市值修复可期

- ❖ **江西唯一公路上市公司，主控路产优质。**1) 公司主营业务包括高速公路、智慧交通、实业投资和金融投资。2022 年公司收入 67.58 亿元，其中车辆通行费收入占比 50%，实业投资中成品油、房地产业务分别占比 24%、7%，智慧交通占比 18%。**毛利结构看：车辆通行服务占比 75%，成品油业务占比 11%。**23H1 公司收入 34.71 亿元，归母净利润 7.32 亿元，扣非净利润 6 亿元，同比+9.9%。2) 公司主控路产优质，连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先。三条主要路产昌九、昌樟、昌泰高速合计占通行费收入比例超 7 成。23H1 公司通行费业务毛利率 59.6%，其中昌泰 73.6%，昌九 71%，昌樟 58%，并不弱于行业头部公司水平（如粤高速 68.6%、宁沪高速 64.5%、皖通高速 64%、四川成渝 61.7%、山东高速 57.7%、招商公路 47.8%）。
- ❖ **我们看好公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间。**1) 公司主业核心优势：**剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。**a) 昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年 6 个月；昌泰高速樟吉段改扩建项目于 2022 年正式开工。b) **改扩建释放新潜力：昌九高速在改扩建后实现收入扩张。**昌九 2019 年改扩建完成，2021 年通行费收入较改扩建前的 2013 年增长 66%，较 2019 年增长 46%。当前昌泰高速已启动改扩建，完成后江西省南北通道昌九高速、昌樟高速、昌泰高速均为八车道，通行效率提升，并且我们预计将进一步发挥路网联通效应。2) **我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间。**a) **会计估计变更致折旧减少从而增厚利润。**公司采用工作量法计提折旧，自 23 年 1 月开始按新确定的单位车流量折旧额核算，该会计估计变更增厚公司 23 年上半年净利润 0.73 亿元。b) **财务费用有望持续降低。**随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，如 23 赣粤 SCP004（发行利率 1.81%，期限 90 天）。简单测算，我们预计将节省年化约 0.8 亿的财务费用。
- ❖ **投资建议：1) 盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 11.5、12.9 及 13.9 亿，对应 EPS 分别为 0.49、0.55 及 0.6 元，对应 PE 分别为 8.0、7.1、6.6 倍。2) **围绕华创交运|中特估五要素分析框架来看赣粤，我们认为其具备几个特点：**a) **区域经济潜能看：**江西省 GDP 增速高于全国平均水平，处于具有战略意义的中部位置。b) **可持续发展角度看：**公司核心路产改扩建获得成功，收费剩余年限行业领先。c) **公司现代化治理体系：**实控人变为江西省国资委后将有望深化改革和体系建设。特别的，目前公司分红比例较低，我们认为未来具备一定的提升空间。3) **目标价：**公司当前 PB 仅 0.5 倍，明显低于行业平均 1.1 倍（百亿市值以上公司平均 1.3 倍），但我们认为公司路产优质、潜力具备，在中特估视角下，具有市值修复空间，基于核心路产毛利率水平并不弱于头部企业，我们给予公司 2023 年预期净利润 11 倍 PE，对应目标市值 126 亿，目标价 5.4 元，预期较现价 37% 空间，首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：改扩建进度和效果不及预期；车流量增长幅度不及预期。**

## 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	6,758	7,189	7,617	8,063
同比增速(%)	5.1%	6.4%	5.9%	5.9%
归母净利润(百万)	696	1,147	1,286	1,385
同比增速(%)	-22.0%	64.8%	12.1%	7.8%
每股盈利(元)	0.30	0.49	0.55	0.59
市盈率(倍)	13	8	7	7
市净率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2023 年 9 月 15 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：5.4 元

当前价：3.93 元

## 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

执业编号：S0360522100002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

执业编号：S0360523070001

证券分析师：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

执业编号：S0360523070004

证券分析师：梁婉怡

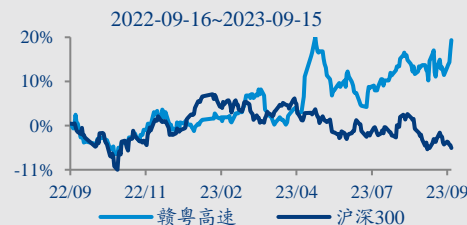
邮箱：liangwany@hcyjs.com

执业编号：S0360523080001

## 公司基本数据

总股本(万股)	233,540.70
已上市流通股(万股)	233,540.70
总市值(亿元)	91.78
流通市值(亿元)	91.78
资产负债率(%)	46.38
每股净资产(元)	7.39
12 个月内最高/最低价	4.06/3.14

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

华创交运团队围绕中国特色估值体系如何看交运，已经发布了 7 篇系列研究，沉淀出了华创交运|中特估五要素分析框架。

第七篇报告中，我们聚焦收费公路行业，从五要素产业发展阶段、机制体制特色、区域经济潜能、可持续发展能力以及公司治理体系现代化等，提出公路行业作为稳健型资产，重视股东回报受青睐，头部公司估值应当得以提升。

在高速公路 2023 年中报综述中，我们提出建议关注赣粤高速，经过进一步深入研究后，我们认为从中特估视角看公司，路产优质、潜力具备，市值修复可期。

### 投资逻辑

**我们看好公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间。**

**1、公司主业核心优势：剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。**

1) 昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年 6 个月；昌泰高速于 2022 年启动改扩建项目。

2) **改扩建释放新潜力：昌九高速在改扩建后实现收入扩张。**昌九 2019 年改扩建完成，2021 年通行费收入较改扩建前的 2013 年增长 66%，较 2019 年增长 46%。当前昌泰高速樟吉段已在改扩建，完成后江西省南北通道昌九高速、昌樟高速、昌泰高速均为八车道，通行效率提升，并且我们预计将进一步发挥路网联通效应。

**2、我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间。**

1) **会计估计变更致折旧减少从而增厚利润。**公司采用工作量法计提折旧，自 23 年 1 月开始按新确定的单位车流量折旧额核算，该会计估计变更增厚公司 23 年上半年净利润 0.73 亿元。

2) **财务费用有望持续降低。**随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，如 23 赣粤 SCP004（发行利率 1.81%，期限 90 天）。简单测算，我们预计将节省年化约 0.8 亿的财务费用。

### 关键假设、估值与盈利预测

**盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 11.5、12.9 及 13.9 亿，对应 EPS 分别为 0.49、0.55 及 0.59 元，对应 PE 分别为 8.0、7.1、6.6 倍。

**围绕华创交运|中特估五要素分析框架来看赣粤，我们认为其具备几个特点：**

1) **区域经济潜能看：**江西省 GDP 增速高于全国平均水平，处于具有战略意义的中部位置。2) **可持续发展角度看：**公司核心路产改扩建获得成功，收费剩余年限行业领先。3) **公司现代化治理体系：**实控人变为江西省国资委，后将有望深化改革和体系建设。**特别的，目前公司分红比例较低，我们认为未来具备一定的提升空间。**

**目标价：**公司当前 PB 仅 0.5 倍，明显低于行业平均 1.1 倍（百亿市值以上公司平均 1.3 倍），但我们认为公司路产优质、潜力具备，在中特估视角下，具有市值修复空间，基于核心路产毛利率水平并不弱于头部企业，我们给予公司 2023 年预期净利润 11 倍 PE，对应目标市值 126 亿，目标价 5.4 元，预期较现价 37%空间，首次覆盖给予“强推”评级。

# 目 录

一、赣粤高速：江西唯一公路上市公司，主控路产优质 .....	6
（一）江西唯一公路上市公司，实控人将变更为江西省国资委 .....	6
（二）通行费收入是核心，公司主控路产优质 .....	9
1、车辆通行服务：核心收入来源，23H1 收入超 19 年同期 .....	9
2、公司主控路产连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先 .....	10
（三）实业投资及智慧交通：围绕公司主业的延伸赋能 .....	11
二、看好公司具备核心优势，业绩存在持续提升空间 .....	13
（一）公司主业核心优势：剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力 .....	13
1、主控路产改扩建后剩余收费期限长 .....	13
2、改扩建释放新潜力：昌九高速改扩建后收入扩张 .....	13
（二）我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间 .....	15
1、毛利率的提升：会计估计变更致折旧减少从而增厚利润 .....	15
2、财务费用有望持续降低 .....	16
三、投资建议：我们认为市值明显低估，中特估视角下预期或迎来修复 .....	17
（一）华创交运 中特估五要素框架看赣粤 .....	17
（二）投资建议 .....	19
四、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1 公司股权结构（截至 2023H1）	6
图表 2 公司业务结构	6
图表 3 2023H1 公司证券投资情况（亿元）	7
图表 4 公司历年收入及同比增速	7
图表 5 公司历年归母净利润及同比增速	7
图表 6 公司历年扣非净利润及同比增速	7
图表 7 2022 公司收入结构	8
图表 8 2022 公司毛利润结构	8
图表 9 2023H1 业务毛利率	8
图表 10 2022 分部净利润占比	8
图表 11 公司历年营业收入（亿元）结构	9
图表 12 公司历年毛利润（亿元）结构	9
图表 13 通行费业务历年收入	9
图表 14 通行费业务历年毛利率	9
图表 15 公司通行费收入及毛利占比	10
图表 16 江西省高速公路网现状示意图	10
图表 17 公司 2021 年主控路产营业收入（亿元）	11
图表 18 公司 2021 年各路产通行费收入占比	11
图表 19 公司 2023H1 主控路产毛利率	11
图表 20 主要公司 2023H1 通行费业务毛利率	11
图表 21 成品油业务历年收入	12
图表 22 成品油业务历年毛利率	12
图表 23 智慧交通业务历年收入	12
图表 24 智慧交通业务历年毛利率	12
图表 25 公司主要路产收费终止日和剩余年限	13
图表 26 昌九高速改扩建后通行费收入增幅大	14
图表 27 昌九高速历年毛利率	14
图表 28 昌樟高速通行费收入超越 2019 年	14
图表 29 昌樟高速历年毛利率（%）	14
图表 30 昌泰高速历年通行费收入	15
图表 31 昌泰高速历年毛利率	15
图表 32 会计估计变更对 2023 年半年度合并财务报表项目及影响金额预计	16
图表 33 2022 年公司通行费业务成本结构	16

图表 34 公司财务费用率 .....	17
图表 35 公路公司现金分红比例 .....	18
图表 36 公路公司估值、ROE、现金分红比例、股息率 .....	19

## 一、赣粤高速：江西唯一公路上市公司，主控路产优质

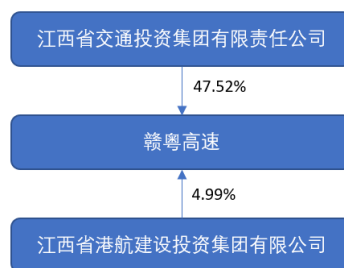
### （一）江西唯一公路上市公司，实控人将变更为江西省国资委

赣粤高速成立于1998年3月31日，2000年5月18日在上交所上市，是江西省唯一一家公路类上市公司。大股东为江西省交通投资集团有限责任公司，截至2023H1持股比例为47.52%。

2022年3月26日公司发布《江西赣粤高速公路股份有限公司关于重大事项的提示性公告》，江西省人民政府拟将江西省交通运输厅持有的省交通投资集团90%股权无偿划转至江西省国资委下属省级国有资本运营平台。该事项完成后，公司直接控股股东仍为省交通投资集团，间接控股股东将变更为江西国控，实际控制人将变更为江西省国资委。

我们认为，公司控股股东省交通投资集团移交国资委后，江西省国资委将对江西省交投集团产权、人员、财务、资料、档案、党组织关系等工作进行监管和衔接，将有望进一步完善、提升公司现代化治理能力。

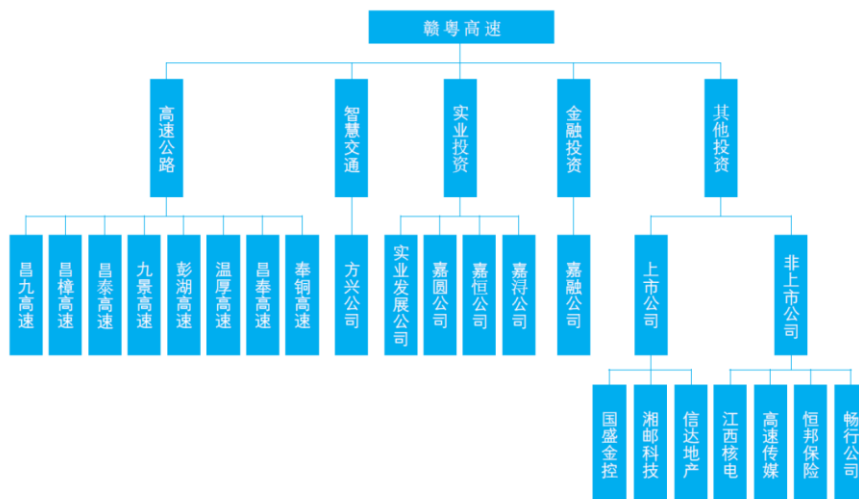
图表1 公司股权结构（截至2023H1）



资料来源：Wind，华创证券

公司主营业务包括高速公路运营、智慧交通、实业投资和金融投资，拥有昌泰公司、昌铜公司、方兴公司、实业发展公司、嘉融公司、嘉圆公司、嘉恒公司、嘉浔公司等8家子公司，参股国盛金控、湘邮科技、信达地产3家上市公司以及江西核电、高速传媒、恒邦保险和畅行公司4家非上市公司。

图表2 公司业务结构



资料来源：公司官网，华创证券

**图表3 2023H1 公司证券投资情况（亿元）**

证券简称	期末账面价值（亿元）	会计核算科目
湘邮科技	0.79	交易性金融资产
国盛金控	7.51	交易性金融资产
信达地产	4.27	其他权益工具投资
其他新股	0.00	交易性金融资产
	12.58	

资料来源：公司公告，华创证券

**财务数据看：**

公司 2022 年实现收入 67.58 亿元，同比+5.1%，归母净利润 6.96 亿元，同比-22%；

2023H1 实现收入 34.71 亿元，同比+12.61%，归母净利润 7.32 亿元，同比+33.09%，扣非净利润为 6 亿元，同比+9.9%，上半年非经常性收益增加主要来自参股企业国盛金控股价上涨。

**图表4 公司历年收入及同比增速**


资料来源：Wind，华创证券

**图表5 公司历年归母净利润及同比增速**


资料来源：Wind，华创证券

**图表6 公司历年扣非净利润及同比增速**


资料来源：Wind，华创证券

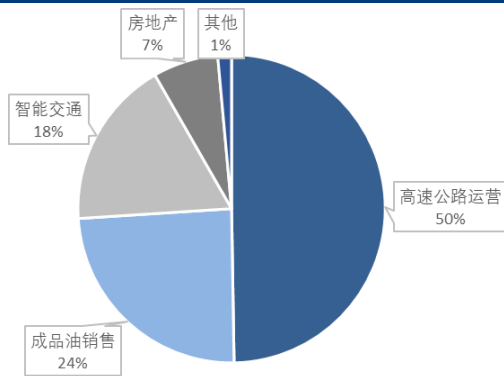
**2022 年盈利结构看：**

**营业收入结构：** 车辆通行服务收入占比 50%，成品油业务占比 24%，智慧交通业务占比 18%，房地产业务占比 7%。

**毛利结构：** 车辆通行服务收入占比 75%，成品油业务占比 11%，智慧交通业务占比 10%，房地产业务占比 3%。

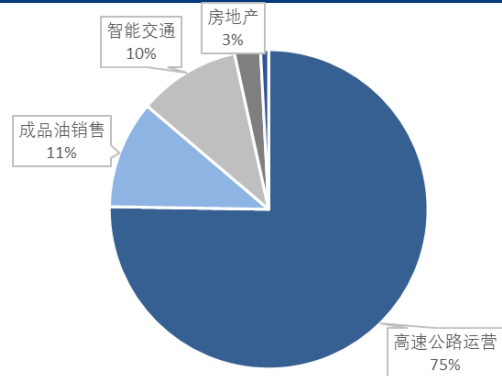
**净利润分部结构：** 高速公路通行服务分部占比 74.1%，成品油销售分部占比 11.5%，工程施工分部占比 10%，其他分部占比 8.14%。

**图表 7 2022 年公司收入结构**



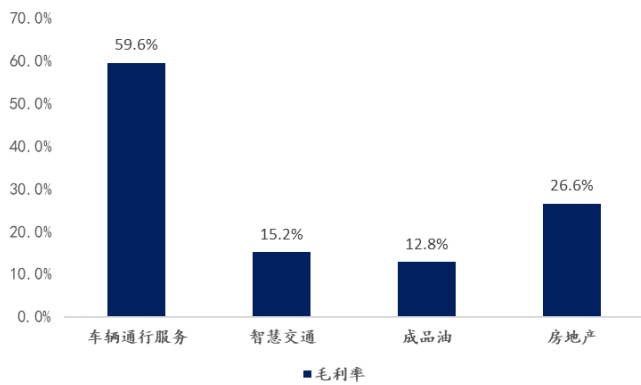
资料来源：Wind，华创证券

**图表 8 2022 年公司毛利润结构**



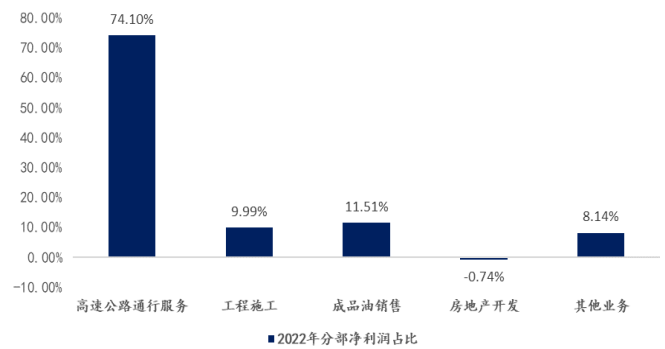
资料来源：Wind，华创证券

**图表 9 2023H1 业务毛利率**



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 10 2022 分部净利润占比**

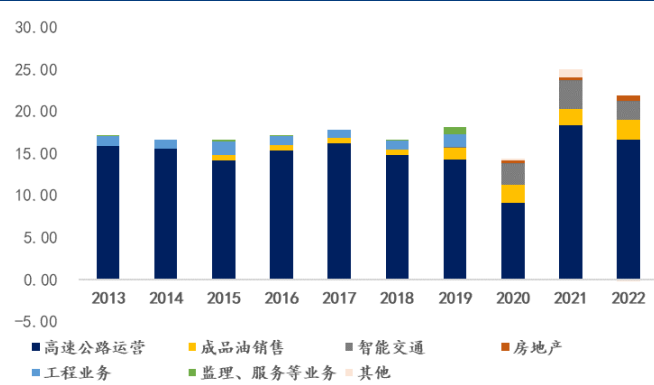


资料来源：公司公告，华创证券



**图表 11 公司历年营业收入（亿元）结构**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 12 公司历年毛利润（亿元）结构**


资料来源：Wind，华创证券

## （二）通行费收入是核心，公司主控路产优质

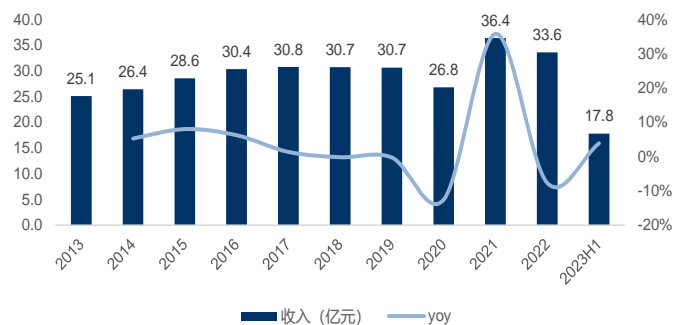
### 1、车辆通行服务：核心收入来源，23H1 收入超 19 年同期

公司下辖昌九高速、昌樟高速、昌泰高速、九景高速、温厚高速、彭湖高速、昌奉高速、奉铜高速 8 条高速公路，均为经营性高速公路，主线里程近 800 公里。其中，昌九高速、昌樟高速已完成“四改八”扩容建设，均顺利获批重新核定收费年限。

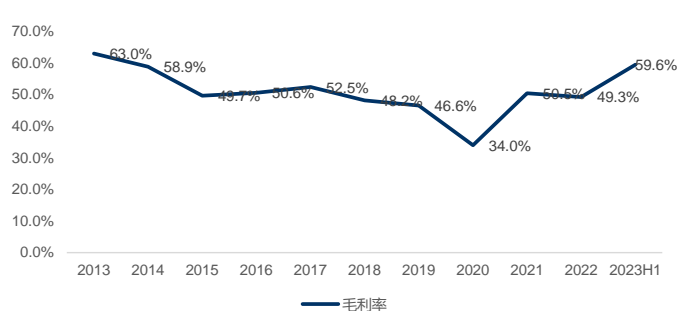
近十年公司车辆通行费收入占总收入比在 50%-70% 区间，除 2020 年外，通行费毛利占比在 70%-90% 范围内。因此，通行费是公司核心收入及利润来源。2022 年通行费收入占比 49.7%，毛利占比 76.5%。

从金额看，2015 年-2019 年间，公司通行费收入大体保持在 30 亿元附近，2019 年昌九高速改扩建完成后，其通行费收入增长较快，带动公司通行费整体表现，2021 年通行费收入最高为 36.42 亿元。

2023H1：公司实现通行服务收入 17.81 亿元，同比+3.87%，较 2019 年同期增长 18.62%；通行费业务毛利率为 59.6%，同比+2pct。

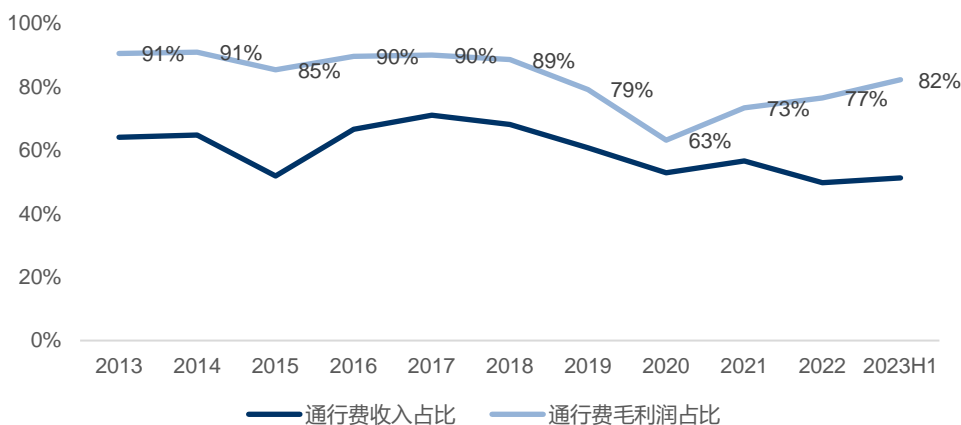
**图表 13 通行费业务历年收入**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 14 通行费业务历年毛利率**


资料来源：Wind，华创证券

图表 15 公司通行费收入及毛利占比

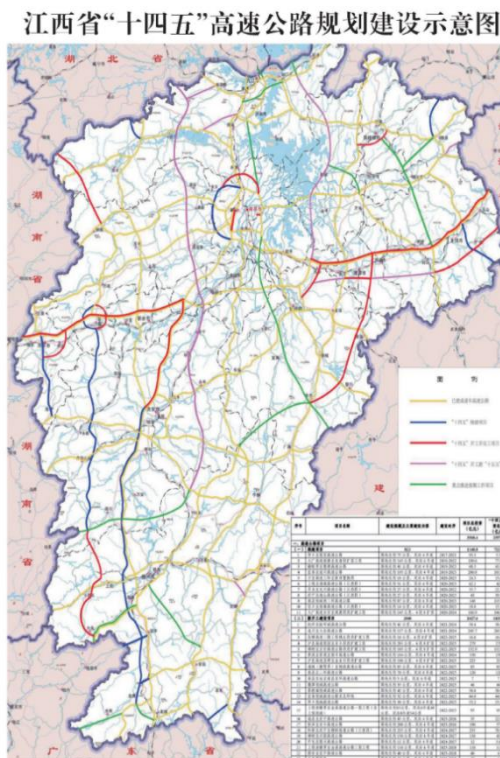


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、公司主控路产连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先

江西是我国一个地理位置优越的省份，毗邻长三角经济区、粤港澳大湾区和海西经济区，具有连南接北、承东启西、通江达海的区位优势。这使得公司核心路产都位于国家路网承接南北、贯通中西的中间位置，以及江西省高速公路网的主骨架上。公司路产还拥有多条连接省会南昌和省内主要城市的重要通道，主要分布在省内经济较发达地区和旅游热点地区。

图表 16 江西省高速公路网现状示意图



资料来源: 江西省人民政府官网, 华创证券

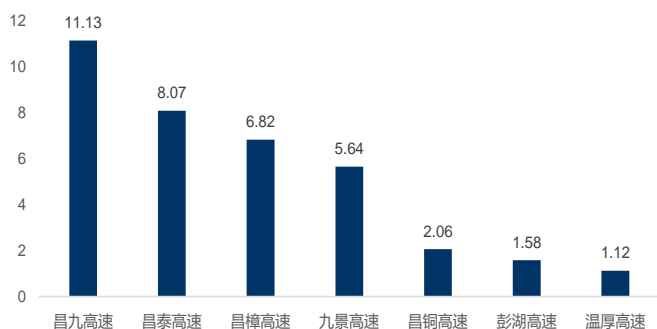
2021 年公司通行费收入达到最高值，我们以当年数据作分析观察，2021 年各主要路产

通行费收入：

昌九高速（11.13亿）>昌泰高速（8.07亿）>昌樟高速（6.82亿）>九景高速（5.64亿）>昌铜高速（2.06亿）>彭湖高速（1.58亿）>温厚高速（1.12亿）。

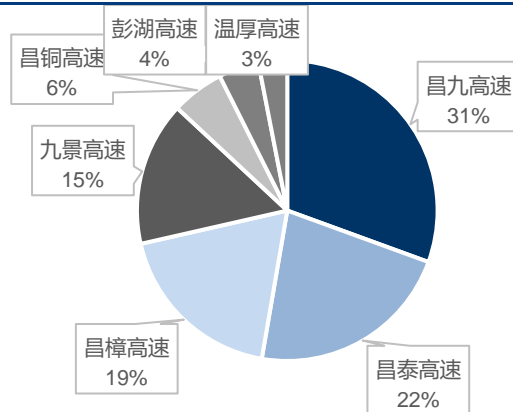
三条主要路产昌九高速、昌樟高速、昌泰高速合计占通行费收入比例为72%。

图表 17 公司 2021 年主控路产营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

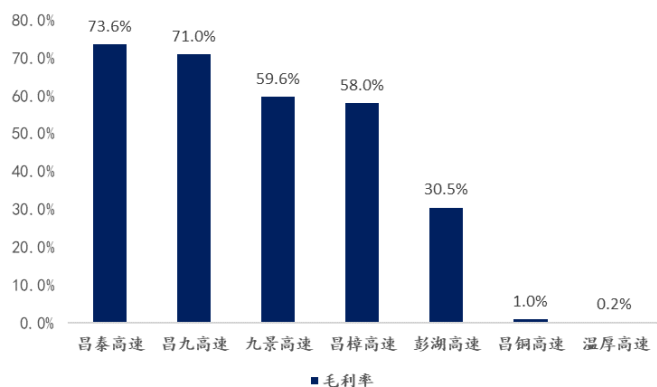
图表 18 公司 2021 年各路产通行费收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

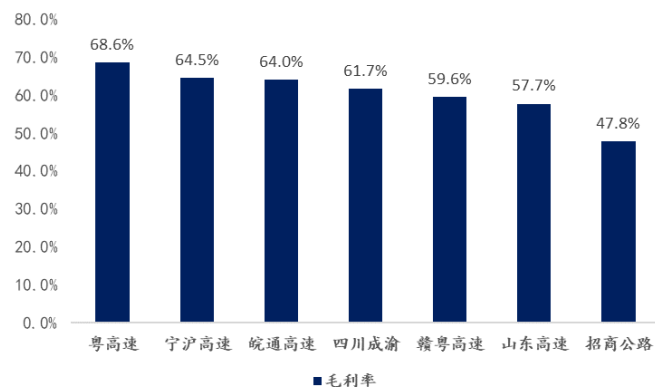
2023H1 公司通行费业务毛利率为 59.6%，其中核心路产昌泰高速毛利率 73.6%，昌九高速 71%，昌樟高速 58%，并不弱于行业内头部公司（指百亿市值以上）水平。2023H1 市值百亿以上公路公司通行费毛利率：粤高速 68.6%、宁沪高速 64.5%、皖通高速 64%、四川成渝 61.7%、山东高速 57.7%、招商公路 47.8%。

图表 19 公司 2023H1 主控路产毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 主要公司 2023H1 通行费业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

### （三）实业投资及智慧交通：围绕公司主业的延伸赋能

#### 1、成品油销售：稳健发展，23H1 布局新加油站

成品油销售（加油站）业务以子公司实业发展公司为平台，现拥有 12 对服务区加油站。

2022 年公司成品油销售收入 16.38 亿元，同比+6.1%，近 5 年 CAGR 为 16.5%；2022 年毛利率为 14.7%，近 5 年平均为 14%；2022 年成品油销售分部实现净利润 8632.5 万元，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/498030057065007006>