受路网分流影响，业绩略低于预期

粤高速 A(000429)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	8.72
合理价格区间(元):	9.60~10.10

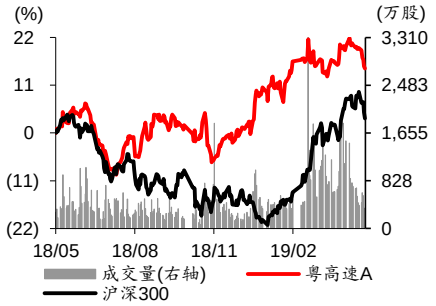
沈晓峰 研究员 执业证书编号：S0570516110001
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 研究员 执业证书编号：S0570518090003
0755-82492723
linxiaying@htsc.com

相关研究

1《粤高速 A(000429,增持)：业绩符合预期，通行费稳健增长》2019.03
2《粤高速 A(000429,增持)：业绩超预期，税务抵扣再迎利好》2019.02
3《粤高速 A(000429,增持)：业绩高于预期，高股息显配置价值》2018.10

一年内股价走势图



资料来源：Wind

1Q19，收入同比降低 0.89%，盈利同比增长 3.65%，业绩低于预期

粤高速发布 2019 年一季报：1）营业收入同比降低 0.89%至 7.36 亿元，归母净利增长 3.65%至 3.54 亿元；2）业绩略低于预期（我们盈利预测为 3.73 亿元），主要因为路网分流影响高于预期。盈利增长主要来自：投资收益增加、财务费用下降。我们预计 2019-2021 年 EPS 为 0.69/0.76/0.84 元，调整目标价至 9.60-10.10 元，维持“增持”评级。

受路网分流影响，收入同比微降

1Q19，营业收入同比降低 0.89%，主要受到路网分流影响。其中，1）佛山一环主线通车，且其对货车不再限行，分流佛开高速部分车流量；2）虎门大桥在 3 月 8 日至 4 月 2 日期间对 10 吨以上货车限行，以及 2018 年 6 月 15 日起珠海支线取消收费，使广珠东高速的路费收入减少；3）受益车流量自然增长，广佛高速路费收入增加。

因国元证券业绩大幅增长，公司投资收益增速较高

1Q19，公司毛利润同比下降 2.30%，营业利润、归母净利同比增长 1.51%、3.65%。营业利润与毛利润增速的差异，主要因为投资收益大幅增长、财务费用小幅下降。1Q19，公司投资收益同比增加 1684 万元，增幅 16.35%，主要源自参股公司投资收益增加。公司持有国元证券 2.37%股权，因 1Q19 市场交易额回升，国元证券贡献投资收益 1000 万元，同比增加 605 万元，增幅 153%。其他参股公司贡献投资收益约 1.09 亿元，同比增加 1014 万元，增幅 10.23%，主要来自车流量自然增长。

展望 2019 年，收入受到路网分流压力，财务费用预计持续下降

据 2018 年报，公司 2019 年经营目标是：完成营业收入 32.22 亿元、营业成本控制在 14.22 亿元以内。2019 年，我们预计：1）收入端：虎门二桥开通、海隆大桥桥面铺装，预计对广珠东高速的车流量有分流影响；2）成本端：佛开南段扩建工程部分路段通车，预计折旧费用小幅增加；3）财务费用：市场利率下移以及债务置换，有望推动财务费用下降。此外，公司拟出售“蓝色通道”资产组，据公司公告（2019-01-23），公司预计该交易增加利润总额约 1738.58 万元。

调整目标价至 9.60-10.10 元，维持“增持”评级

因路网分流影响高于预期，我们调整 2019/20/21 年归母净利预测至 14.43/15.88/17.47 亿元(前次 14.62/15.92/17.51 亿元)。粤高速 2018-2020 年承诺分红率为 70%。我们预计 2019/20/21 年度公司股息率为 5.54%/6.10%/6.71%（假设分红率均为 70%，基于收盘价 20190426）。我们调整目标价至 9.60-10.10 元（前次 9.70-10.30 元），基于：1）仍基于 14.7x2019PE（在可比公司中枢 11.3x2019PE 的基础上，为高股息属性给予 30%溢价），估算目标价 10.10 元；2）基于 WACC=7.95%(前次 7.75%)，测算目标价 9.60 元。维持“增持”评级。

风险提示：珠三角经济超预期下滑、车流量增速低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,091
流通 A 股 (百万股)	469.19
52 周内股价区间 (元)	6.86-9.25
总市值 (百万元)	18,232
总资产 (百万元)	17,264
每股净资产 (元)	4.80

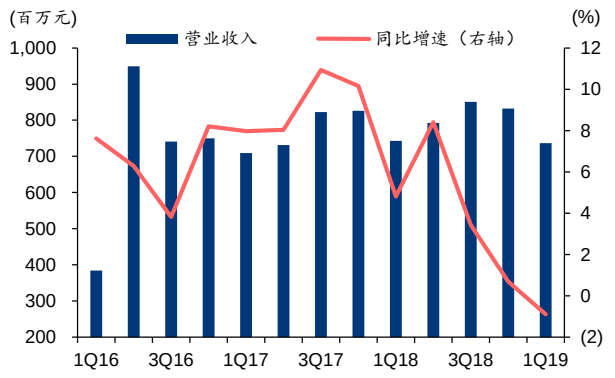
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,089	3,219	3,223	3,464	3,823
+/-%	9.35	4.20	0.12	7.48	10.37
归属母公司净利润 (百万元)	1,510	1,677	1,443	1,588	1,747
+/-%	50.81	11.07	(13.97)	10.08	9.99
EPS (元，最新摊薄)	0.72	0.80	0.69	0.76	0.84
PE (倍)	12.07	10.87	12.64	11.48	10.44

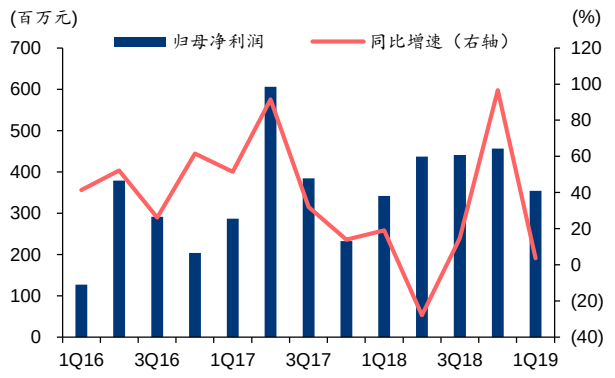
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 粤高速 A 营业收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 粤高速 A 归母净利润



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 利润简表

	1Q19	1Q18	同比增速
单位	百万元	百万元	%
营业收入	736	743	-0.89
营业成本	258	253	1.84
毛利润	479	490	-2.30
毛利率（%）	64.99	65.93	-0.94
税金及附加	3	3	1.08
管理费用	37	36	2.24
财务费用	55	57	-4.62
投资净收益	120	103	16.35
营业利润	504	497	1.51
加：营业外收入	0	1	-64.04
减：营业外支出	0	0	-31.35
利润总额	504	497	1.40
减：所得税	96	102	-6.14
净利润	408	395	3.36
减：少数股东损益	54	53	1.49
归属于母公司所有者的净利润	354	342	3.65

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 可比公司表

			市盈率 PE			市净率 PB	现金分红率
代码	证券简称	总市值	TTM	2019E	2020E	(MRQ)	（2018 年）
	单位	（亿元）	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	（%）
001965.SZ	招商公路	523	13.38	12.22	11.00	1.20	40
600377.SH	宁沪高速	500	11.42	11.97	11.35	1.89	53
600350.SH	山东高速	232	7.88	12.23	11.01	0.83	36
600548.SH	深高速	222	6.45	10.54	9.45	1.32	45
600012.SH	皖通高速	108	9.60	9.27	8.63	1.09	37
600033.SH	福建高速	93	12.68	11.72	10.76	1.01	56
	平均值		10.24	11.33	10.37	1.22	45

注：2019E、2020E 取自 Wind 一致预期，收盘价 2019/4/26

资料来源：Wind、华泰证券研究所

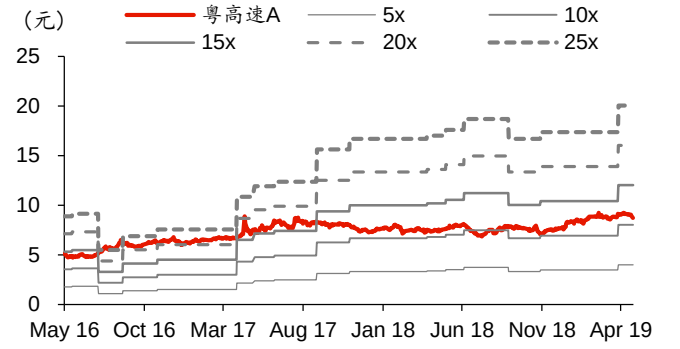
图表5： WACC 测算表

指标	数据	备注
贝塔值(β)	0.738	在剔除杠杆的行业平均 beta 基础上，通过调整公司杆杠计算得出
无风险利率(%)	3.20%	十年国债收益率
市场风险溢价(%)	9.71%	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 Ke(%)	10.36%	
债务成本 Kd(%)	4.76%	2018 年综合借贷成本
法定所得税税率(%)	25.0%	
债务成本(%)	3.57%	
债务比率 D/(D+E)(%)	35.48%	2019E 资产负债率
WACC	7.95%	

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

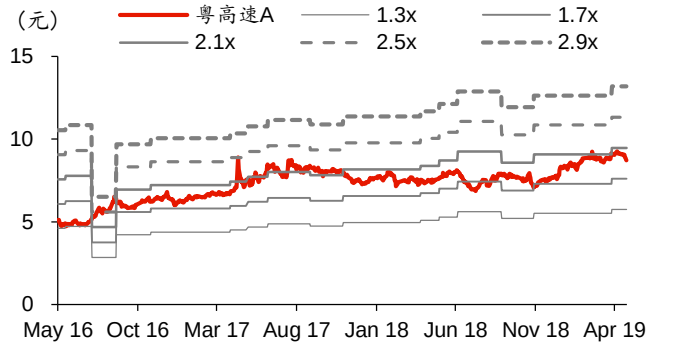
PE/PB - Bands

图表6： 粤高速 A 历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7： 粤高速 A 历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：珠三角经济超预期下滑、车流量增速低于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,476	2,234	2,496	3,128	3,976
现金	2,363	2,125	2,384	3,008	3,844
应收账款	92.64	91.08	92.75	99.13	109.63
其他应收账款	15.42	16.49	16.39	17.67	19.48
预付账款	4.45	1.91	2.98	2.83	3.21
存货	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.13	0.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产	14,048	14,062	13,827	13,525	13,096
长期投资	3,047	3,146	3,090	3,032	2,969
固定投资	8,505	7,600	7,471	8,220	7,905
无形资产	7.10	5.74	5.74	5.74	5.74
其他非流动资产	2,488	3,310	3,260	2,268	2,216
资产总计	16,523	16,296	16,323	16,653	17,073
流动负债	2,062	3,023	1,083	1,111	1,150
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	266.93	203.78	241.74	247.80	273.63
其他流动负债	1,795	2,819	841.42	863.47	876.31
非流动负债	5,007	3,227	4,709	4,203	3,705
长期借款	4,744	2,983	4,483	3,983	3,483
其他非流动负债	262.65	243.69	225.99	219.89	221.92
负债合计	7,069	6,250	5,792	5,314	4,855
少数股东权益	431.04	459.60	676.50	906.24	1,150
股本	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
资本公积	2,510	2,537	2,537	2,537	2,537
留存公积	4,095	4,714	5,227	5,805	6,440
归属母公司股东权益	9,023	9,587	9,854	10,433	11,068
负债和股东权益	16,523	16,296	16,323	16,653	17,073

现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,195	1,916	2,259	2,357	2,652
净利润	1,710	1,903	1,660	1,818	1,990
折旧摊销	827.84	810.24	873.43	942.02	1,059
财务费用	247.31	212.59	164.17	118.70	151.79
投资损失	(448.27)	(507.66)	(558.83)	(579.37)	(625.02)
营运资金变动	169.28	(328.74)	13.92	18.23	19.36
其他经营现金	(311.39)	(173.79)	106.26	39.17	56.39
投资活动现金	(744.09)	(202.76)	(164.21)	(103.05)	(52.87)
资本支出	429.01	845.37	740.80	740.80	740.80
长期投资	800.00	0.00	(20.36)	(61.98)	(66.43)
其他投资现金	484.92	642.61	556.22	575.77	621.50
筹资活动现金	(1,693)	(1,951)	(1,835)	(1,630)	(1,763)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(658.61)	(1,761)	1,500	(500.00)	(500.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.66	26.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,036)	(216.27)	(3,335)	(1,130)	(1,263)
现金净增加额	(240.24)	(239.74)	259.79	624.01	835.58

利润表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,089	3,219	3,223	3,464	3,823
营业成本	1,247	1,279	1,361	1,445	1,577
营业税金及附加	16.00	15.99	16.01	17.21	18.99
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	179.81	183.39	183.62	198.78	219.40
财务费用	247.31	212.59	164.17	118.70	151.79
资产减值损失	0.42	(1.01)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	448.27	507.66	558.83	579.37	625.02
营业利润	1,837	2,103	2,056	2,263	2,481
营业外收入	65.78	4.18	6.00	6.00	6.00
营业外支出	6.68	8.98	8.21	8.47	8.38
利润总额	1,896	2,098	2,054	2,261	2,479
所得税	185.77	194.37	394.34	443.02	488.17
净利润	1,710	1,903	1,660	1,818	1,990
少数股东损益	200.30	226.31	216.90	229.74	243.44
归属母公司净利润	1,510	1,677	1,443	1,588	1,747
EBITDA	2,912	3,125	3,094	3,324	3,692
EPS (元，基本)	0.72	0.80	0.69	0.76	0.84

主要财务比率

会计年度（%）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.35	4.20	0.12	7.48	10.37
营业利润	28.94	14.46	(2.20)	10.08	9.61
归属母公司净利润	50.81	11.07	(13.97)	10.08	9.99
获利能力（%）					
毛利率	59.63	60.26	57.75	58.28	58.75
净利率	48.88	52.10	44.77	45.85	45.69
ROE	16.73	17.49	14.64	15.22	15.78
ROIC	23.00	25.40	22.08	24.23	27.94
偿债能力					
资产负债率（%）	42.78	38.35	35.48	31.91	28.44
净负债比率（%）	84.35	87.71	86.03	84.36	82.04
流动比率	1.20	0.74	2.30	2.81	3.46
速动比率	1.20	0.74	2.30	2.81	3.46
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.21	0.23
应收账款周转率	46.12	34.73	34.61	35.64	36.16
应付账款周转率	4.40	5.43	6.11	5.90	6.05
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.80	0.69	0.76	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.92	1.08	1.13	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.59	4.71	4.99	5.29
估值比率					
PE (倍)	12.07	10.87	12.64	11.48	10.44
PB (倍)	2.02	1.90	1.85	1.75	1.65
EV_EBITDA (倍)	5.88	5.48	5.54	5.15	4.64

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com