

**粤高速A(000429.SZ)买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 7.08元

**市场数据(人民币)****相关报告**

- 1.《业绩符合预期，高股息保障投资绝对收益-粤高速A公司点评》，2018.1.19
- 2.《主业盈利能力增强，贡献业绩高增速-粤高速A公司点评》，2017.10.31

苏宝亮 分析师SAC执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

**营收增速稳健，高股息防御属性凸显****公司基本情况(人民币)**

| 项目          | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.479    | 0.722    | 0.721    | 0.765    | 0.822    |
| 每股净资产(元)    | 3.96     | 4.32     | 4.54     | 4.78     | 5.04     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.92     | 1.05     | 0.95     | 1.10     | 1.17     |
| 市盈率(倍)      | 14.28    | 11.23    | 11.26    | 10.60    | 9.87     |
| 净利润增长率(%)   | 113.30%  | 50.81%   | -0.22%   | 6.21%    | 7.39%    |
| 净资产收益率(%)   | 12.08%   | 16.73%   | 15.88%   | 16.01%   | 16.30%   |
| 总股本(百万股)    | 2,090.81 | 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**

- 18年前三季度，公司实现营业收入23.83亿元/+5.47%；归母净利12.2亿元/-4.49%；扣非归母净利11.8亿元/+14.95%。Q3单季度，实现营收8.51亿元/+3.4%，归母净利4.41亿元/+14.55%。业绩表现符合预期。

**经营分析**

- 公路货运量增速放缓导致营收增速略有下降。18年前三季度，公司实现营收23.83亿元/+5.47%，较去年同期增速下滑3.5pct，或源于车流量增速有所放缓。全国数据，18年前三季度货运量和客运量增速分别较去年同期下滑3.87pct和1.0pct。
- 毛利率提升，费用率下降，营业外收入与所得税因素扰动净利率。Q3单季，营业成本2.83亿元/+0.71%，营收增速高于成本增速致使Q3毛利率提升0.89pct至66.75%。Q3单季，费用率较去年同期下降3.2pct至9.75%；其中管理与财务费用率分别下降1.45pct和11.8pct。财务费用持续下滑，18年前三季度同比-15.84%，源于有息债务偿还及利息收入增加。佛开南段扩建新增融资利息在18-20年扩建期间进行资本化，对财务费用影响较小。**净利率同比下滑4.5pct至59.8%，源于营业外收入前三季度累计减少0.6亿、所得税增加2.6亿所致。**①上年同期广东省佛开高速公路有限公司收到九江大桥取消收费补偿款，本期无该因素影响；②所得税费用同比+321.28%，源于去年同期确认以前年度亏损的递延所得税资产，减少当期所得税费用，而本期无该因素影响。
- 路产优质，防御价值高。3处核心路产中，广佛高速已于17年提前完成折旧，18H1毛利率提升17.7%；佛开高速扩建，2017年末进度21%，预计2020年完成4改8扩建，费率预计提高33%，且扩建后可重新核定收费期；京珠高速是连接珠三角东西岸的必经之路，随港珠澳大桥将于近期投入运营，有望受益于大湾区建设。

**投资建议**

- 公司目前股息率(6.2%)和分红率(17年为70.07%)均为A股高速公路之首，核心路产位于珠三角，车流量有望稳健增长。我们预计公司18-20年EPS分别为0.72、0.77、0.82元，对应PE分别为11.3、10.6、9.9倍。维持“买入”评级。

**风险提示**

- 公路扩建与维护、收费标准调整、车流量增速低于预期等。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

|                    | 2015         | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>      | <b>1,545</b> | <b>2,825</b>  | <b>3,089</b>  | <b>3,338</b>  | <b>3,542</b>  | <b>3,751</b>  |
| 增长率                | 82.8%        | 9.3%          | 8.1%          | 6.1%          | 5.9%          |               |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>-868</b>  | <b>-1,281</b> | <b>-1,247</b> | <b>-1,333</b> | <b>-1,429</b> | <b>-1,518</b> |
| %销售收入              | 56.2%        | 45.3%         | 40.4%         | 39.9%         | 40.3%         | 40.5%         |
| <b>毛利</b>          | <b>678</b>   | <b>1,544</b>  | <b>1,842</b>  | <b>2,005</b>  | <b>2,113</b>  | <b>2,234</b>  |
| %销售收入              | 43.8%        | 54.7%         | 59.6%         | 60.1%         | 59.7%         | 59.5%         |
| 营业税金及附加            | -54          | -41           | -16           | -17           | -18           | -20           |
| %销售收入              | 3.5%         | 1.4%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| 营业费用               | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| %销售收入              | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| 管理费用               | -166         | -190          | -190          | -190          | -202          | -214          |
| %销售收入              | 10.8%        | 6.7%          | 6.1%          | 5.7%          | 5.7%          | 5.7%          |
| <b>息税前利润(EBIT)</b> | <b>457</b>   | <b>1,314</b>  | <b>1,636</b>  | <b>1,797</b>  | <b>1,893</b>  | <b>2,001</b>  |
| %销售收入              | 29.6%        | 46.5%         | 53.0%         | 53.8%         | 53.4%         | 53.3%         |
| 财务费用               | -342         | -341          | -247          | -170          | -164          | -139          |
| %销售收入              | 22.1%        | 12.1%         | 8.0%          | 5.1%          | 4.6%          | 3.7%          |
| 资产减值损失             | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 公允价值变动收益           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益               | 505          | 442           | 448           | 520           | 560           | 600           |
| %税前利润              | 78.7%        | 29.7%         | 23.6%         | 23.9%         | 24.1%         | 24.1%         |
| <b>营业利润</b>        | <b>620</b>   | <b>1,414</b>  | <b>1,837</b>  | <b>2,147</b>  | <b>2,289</b>  | <b>2,462</b>  |
| 营业利润率              | 40.1%        | 50.1%         | 59.5%         | 64.3%         | 64.6%         | 65.6%         |
| 营业外收支              | 22           | 72            | 59            | 30            | 30            | 30            |
| <b>税前利润</b>        | <b>642</b>   | <b>1,487</b>  | <b>1,896</b>  | <b>2,177</b>  | <b>2,319</b>  | <b>2,492</b>  |
| 利润率                | 41.6%        | 52.6%         | 61.4%         | 65.2%         | 65.5%         | 66.4%         |
| 所得税                | -103         | -314          | -186          | -435          | -464          | -498          |
| 所得税率               | 16.0%        | 21.1%         | 9.8%          | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         |
| 净利润                | 539          | 1,172         | 1,710         | 1,742         | 1,855         | 1,993         |
| 少数股东损益             | 70           | 171           | 200           | 235           | 255           | 275           |
| <b>归属于母公司的净利润</b>  | <b>469</b>   | <b>1,001</b>  | <b>1,510</b>  | <b>1,507</b>  | <b>1,600</b>  | <b>1,718</b>  |
| 净利率                | 30.4%        | 35.4%         | 48.9%         | 45.1%         | 45.2%         | 45.8%         |

资产负债表（人民币百万元）

|                 | 2015          | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>987</b>    | <b>2,603</b>  | <b>2,363</b>  | <b>2,607</b>  | <b>1,935</b>  | <b>2,355</b>  |
| <b>应收账款</b>     | <b>65</b>     | <b>66</b>     | <b>108</b>    | <b>128</b>    | <b>136</b>    | <b>144</b>    |
| <b>存货</b>       | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>2</b>      | <b>3</b>      | <b>5</b>      | <b>7</b>      | <b>8</b>      | <b>8</b>      |
| <b>流动资产</b>     | <b>1,054</b>  | <b>2,672</b>  | <b>2,476</b>  | <b>2,742</b>  | <b>2,079</b>  | <b>2,507</b>  |
| %总资产            | 8.7%          | 16.6%         | 15.0%         | 16.5%         | 12.9%         | 15.1%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>4,435</b>  | <b>3,942</b>  | <b>4,801</b>  | <b>5,069</b>  | <b>5,568</b>  | <b>6,068</b>  |
| <b>固定资产</b>     | <b>6,610</b>  | <b>9,437</b>  | <b>8,863</b>  | <b>8,552</b>  | <b>8,161</b>  | <b>7,770</b>  |
| %总资产            | 54.6%         | 58.7%         | 53.6%         | 51.3%         | 50.7%         | 46.7%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>8</b>      | <b>8</b>      | <b>7</b>      | <b>6</b>      | <b>4</b>      | <b>3</b>      |
| <b>非流动资产</b>    | <b>11,054</b> | <b>13,400</b> | <b>14,048</b> | <b>13,917</b> | <b>14,024</b> | <b>14,132</b> |
| %总资产            | 91.3%         | 83.4%         | 85.0%         | 83.5%         | 87.1%         | 84.9%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>12,108</b> | <b>16,072</b> | <b>16,523</b> | <b>16,660</b> | <b>16,103</b> | <b>16,639</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>1,309</b>  | <b>958</b>    | <b>1,219</b>  | <b>2,462</b>  | <b>1,500</b>  | <b>1,500</b>  |
| 应付款项            | 346           | 451           | 368           | 367           | 393           | 417           |
| 其他流动负债          | 74            | 137           | 475           | 184           | 196           | 285           |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,729</b>  | <b>1,546</b>  | <b>2,062</b>  | <b>3,013</b>  | <b>2,088</b>  | <b>2,202</b>  |
| 长期贷款            | 4,082         | 5,403         | 4,744         | 3,244         | 2,844         | 2,444         |
| 其他长期负债          | 169           | 280           | 263           | 252           | 252           | 252           |
| <b>负债</b>       | <b>5,979</b>  | <b>7,229</b>  | <b>7,069</b>  | <b>6,509</b>  | <b>5,185</b>  | <b>4,899</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>5,209</b>  | <b>8,289</b>  | <b>9,023</b>  | <b>9,484</b>  | <b>9,997</b>  | <b>10,545</b> |
| 少数股东权益          | 919           | 554           | 431           | 666           | 921           | 1,196         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>12,108</b> | <b>16,072</b> | <b>16,523</b> | <b>16,660</b> | <b>16,103</b> | <b>16,639</b> |

比率分析

|               | 2015    | 2016    | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.373   | 0.479   | 0.722   | 0.721  | 0.765  | 0.822  |
| 每股净资产         | 4.144   | 3.965   | 4.316   | 4.536  | 4.781  | 5.043  |
| 每股经营现金净流      | 0.792   | 0.919   | 1.049   | 0.953  | 1.099  | 1.169  |
| 每股股利          | 0.100   | 0.150   | 0.336   | 0.500  | 0.520  | 0.560  |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 9.01%   | 12.08%  | 16.73%  | 15.88% | 16.01% | 16.30% |
| 总资产收益率        | 3.88%   | 6.23%   | 9.14%   | 9.04%  | 9.94%  | 10.33% |
| 投入资本收益率       | 3.30%   | 6.69%   | 9.41%   | 8.93%  | 9.76%  | 10.04% |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 6.22%   | 82.79%  | 9.35%   | 8.05%  | 6.11%  | 5.92%  |
| EBIT增长率       | 18.41%  | 187.53% | 24.57%  | 9.81%  | 5.34%  | 5.69%  |
| 净利润增长率        | 47.26%  | 113.30% | 50.81%  | -0.22% | 6.21%  | 7.39%  |
| 总资产增长率        | -3.24%  | 32.74%  | 2.81%   | 0.82%  | -3.34% | 3.33%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 8.5     | 5.7     | 7.9     | 11.0   | 11.0   | 11.0   |
| 存货周转天数        | 0.2     | 0.2     | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 应付账款周转天数      | 64.1    | 64.6    | 82.9    | 50.0   | 50.0   | 50.0   |
| 固定资产周转天数      | 1,556.6 | 1,199.7 | 1,005.0 | 843.6  | 713.5  | 596.7  |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 71.86%  | 42.49%  | 38.08%  | 30.54% | 22.07% | 13.54% |
| EBIT利息保障倍数    | 1.3     | 3.9     | 6.6     | 10.6   | 11.5   | 14.4   |
| 资产负债率         | 49.38%  | 44.98%  | 42.78%  | 39.07% | 32.20% | 29.44% |

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    | 1    | 2    | 4    | 6    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

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  | 2017-01-25 | 买入 | 7.14 | N/A         |
| 2  | 2017-03-29 | 买入 | 7.34 | N/A         |
| 3  | 2017-04-10 | 买入 | 7.80 | N/A         |
| 4  | 2017-05-02 | 买入 | 8.31 | N/A         |
| 5  | 2017-06-07 | 买入 | 8.75 | 10.50~12.00 |
| 6  | 2017-07-17 | 买入 | 8.18 | N/A         |
| 7  | 2017-08-28 | 买入 | 8.78 | N/A         |
| 8  | 2017-10-31 | 买入 | 8.48 | N/A         |

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



### 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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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7GH