



# 粤高速A(000429):业绩符合预期，佛开扩建完成进入增长期

2020年04月13日

推荐/首次

粤高速A

公司报告

**事件：**2019年，公司实现营收30.58亿元(-4.99%)，营业总成本17.78亿元(+5.14%)；实现归母净利12.59亿元(-24.95%)，扣非归母净利12.50亿元(-10.45%)。EPS为0.60元(-25.00%)。业绩符合预期。2019年公司拟每股派息0.422元，分红率为70.1%。

**路网分流导致收入下滑，但预计20年分流效应减弱。**19年公司实现通行费收入29.35亿元(-5.81%)，收入下滑主要系路网分流以及ETC优惠力度提升。其中，佛开高速受佛山一环免费通行且取消限货影响，通行费下滑约3.8%；京珠高速广珠段受南沙大桥、番莞高速建成通车以及虎门大桥去年8月开始的货车限行政策影响，通行费下滑9.7%。

2020年起原本免费的佛山一环改造完毕并接入高速联网收费系统开始收费，预计对佛开高速的分流会有明显减弱；同时佛开高速南段改扩建后客车收费标准由0.45元/公里提升至0.6元/公里，叠加四改八后的车流量提升，路费收入将重回增长（假设不考虑疫情影响）

**佛开高速改扩建转固带动成本上升，新版车流量预测降低20年折旧压力。**佛开高速折旧增长是营业成本增长较快的主要原因。去年11月初佛开高速全线通车，全年新增固定资产21.2亿元，其中年初先行转固部分约6.7亿元，剩余14.5亿于11月初转固。由于改扩建新增部分（三堡-水口段）折旧期限暂定至2026年末，导致成本按照7年摊销，摊销压力较大，19年佛开高速折旧同比18年增长0.53亿元。

公司2020年起基于新版车流量预测计提折旧，相比于老版本的车流量预测，预计佛开高速年度折旧由7.07亿降至5.92亿，京珠高速广珠段折旧由1.97亿降至1.62亿。本次估计变更预计增加2020年归母净利1.06亿元。

**公司盈利预测及投资评级：**由于疫情期间高速公路免费通行，板块公司2020年业绩都将受到较大影响。我们预计全年通行费收入22亿左右，成本端略微下降。该假设下，预计公司全年归母净利润5.6亿元左右，同比下降56%。不考虑佛开南段收费年限延长的情况下，我们预计公司2020-2022年净利润分别为5.6、13.7和12.7亿元，对应EPS分别为0.27、0.66和0.61元（2022年业绩下降主要系广佛高速收费期满）。当前股价对应2020-2022年PE值分别为26.8、10.9和11.8倍。若佛开南段收费年限延长，则由于折旧成本下降，净利润还有继续提升空间。我们首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

**风险提示：**疫情持续时间超预期；收费政策负面影响；佛开高速年限延长审批晚于预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,218.69	3,057.94	2,223.87	3,330.98	2,965.05
增长率(%)	4.20%	-4.99%	-27.28%	49.78%	-10.99%
归母净利润(百万元)	1,677.03	1,258.63	557.77	1,374.10	1,274.33
增长率(%)	11.07%	-24.95%	-55.68%	146.36%	-7.26%
净资产收益率(%)	17.49%	12.81%	5.51%	12.89%	11.41%
每股收益(元)	0.80	0.60	0.27	0.66	0.61
PE	8.95	11.93	26.84	10.89	11.75
PB	1.56	1.52	1.48	1.40	1.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

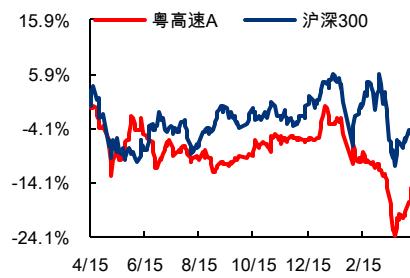
## 公司简介：

公司主营业务是收费高速公路、桥梁的投资、建设、收费和养护管理，是广东省高速公路系统内开发高速公路和特大桥梁的主要机构之一。主要经营业务是广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段的收费和养护工作，目前公司控股高速公路里程153.7公里，参、控股高速公路按照权益比例折算里程合计264.4公里。

## 交易数据

52周股价区间(元)	8.52-6.46
总市值(亿元)	150.96
流通市值(亿元)	94.06
总股本/流通A股(万股)	209,081/130,277
流通B股/H股(万股)	34,865/
52周日均换手率	0.42

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

**分析师：曹奕丰**

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

**研究助理：李蔚**

liwei\_yjs@dxzq.net.cn

**事件：**2019 年，公司实现营收 30.58 亿元 (-4.99%)，营业总成本 17.78 亿元 (+5.14%)；实现归母净利 12.59 亿元 (-24.95%)，扣非归母净利 12.50 亿元 (-10.45%)。EPS 为 0.60 元 (-25.00%)。2019 年公司拟每股派息 0.422 元，分红率维持 70%。其中，四季度单季实现营收 7.77 亿元，营业总成本 6.33 亿元，归母净利润 1.51 亿元。业绩符合预期。

## 路产区位优势突出，路网分流致 19 年收入下滑

**公司坐拥赣粤地区优质路产，剩余收费期较长。**目前，公司参控股赣粤地区 10 条高速公路，按权益比例折算里程 264 公里。公司核心控股路产为广佛高速、佛开高速以及京珠高速广珠段，其中广佛、佛开为“五纵七横”国道主干线系统的组成路段，广珠东是珠三角西部连接港珠澳大桥的重要通道，地理位置优越。当前控股路产平均剩余收费年限约为 10 年（佛开南段按延至 2036 年计算），剩余年限较长。

参股路产均为赣粤省内高速公路网的重要组成部分，车流量同比增速基本维持在 7% 以上，19 年除江中高速外路费均录得正增长，贡献 4.47 亿元投资收益。

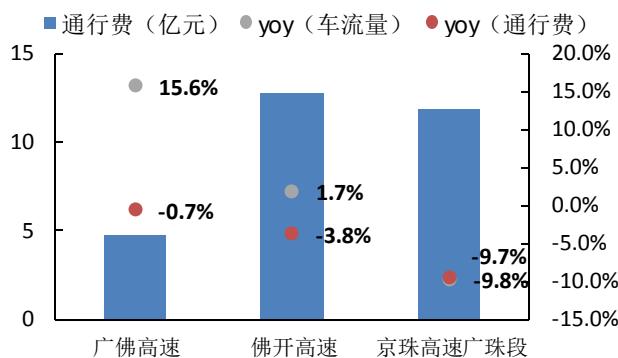
**表：公司路产及收费年限一览**

经营路段	公里数	车道类型	收费起始	收费到期	持股比例
控股路产	广佛高速	15.7	双向八车道	1989	2021.12
	佛开高速	79.9	双向八车道	1996	谢边-三堡段 2036.3 三堡-水口段 2026.12 (待延长) 100%
	京珠高速广珠段	62.4	双向六车道	1999	2030.5 75%
参股路产	惠盐高速	31.4	双向六车道	1994	2024 (待延长) 33%
	广肇高速	62.0	双向四车道	2002	2032 25%
	广惠高速	153.2	双向六车道	2004	2033 30%
	江中高速	38.8	双向四车道	2006	2030 15%
	康大高速	56.7	双向四车道	2008	2035 30%
	赣康高速	43.6	双向四车道	2010	2037 30%
	广乐高速	302.6	双向六车道	2014	2044 9%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

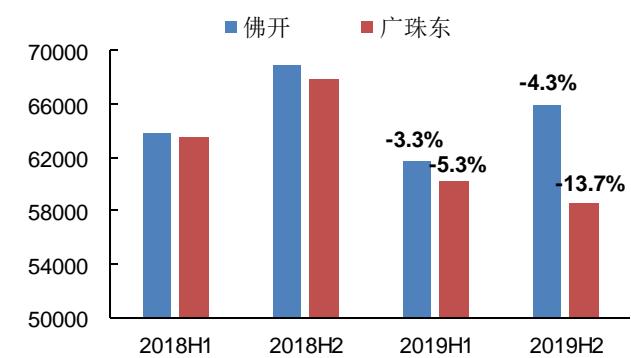
**路网分流导致 19 年收入下滑，但预计 20 年分流效应减弱。**19 年公司实现通行费收入 29.35 亿元 (-5.81%)，收入下滑主要系路网分流以及 ETC 优惠力度由 98 折提升至 95 折。

**图1：2019 年控股路产通行费收入受分流影响而下滑**



资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图2：下半年广珠东受分流影响较为显著 (单位：万元)**

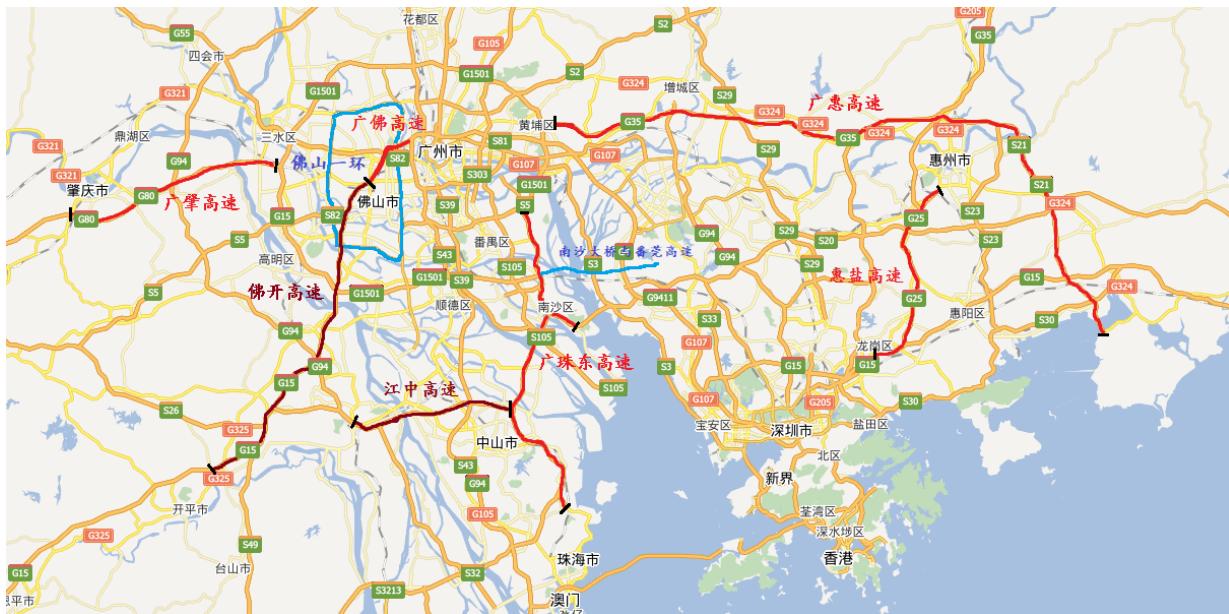


资料来源：WIND，东兴证券研究所

佛开高速受佛山一环免费通行且取消限货影响，通行费下滑约 3.8%；京珠高速广珠段受南沙大桥、番莞高速建成通车以及虎门大桥去年 8 月开始的货车限行政策影响，通行费下滑 9.7%，其中下半年下滑幅度达 13.7%。

2020 年起原本免费的佛山一环改造完毕并接入高速联网收费系统开始收费，预计对佛开高速的分流会有明显减弱。广珠东高速方面，虎门大桥货车限行至今仍未解除，若持续时间较长则对收入产生负面影响。

**图3：佛山一环和南沙大桥（图中蓝色线路）分别对佛开和广珠东两条主路形成分流**



资料来源：WIND，百度地图，东兴证券研究所

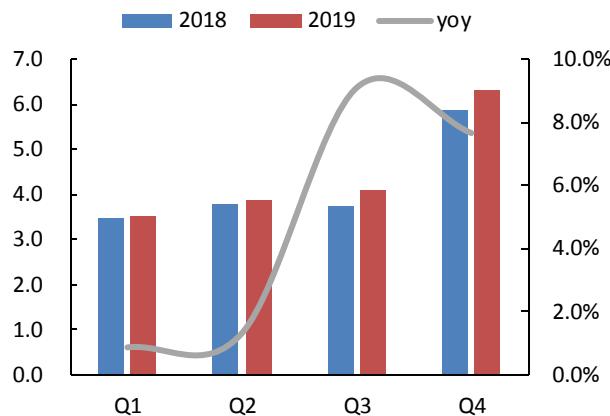
## 佛开高速改扩建完成，预计成为未来业绩重要增长点

佛开改扩建后收费标准与车流量同步提升，收入将重回增长。19 年 Q4 佛开高速改扩建结束正式通车，客车收费标准由 0.45 元/公里提升至 0.6 元/公里，叠加四改八后的车流量提升，以及佛山一环收费后的分流效应减弱，路费收入将重回增长（假设不考虑疫情影响）。

佛开高速改扩建转固带动成本上升，会计估计变更减轻摊销压力。19 年 H2 营业总成本为 10.41 亿元，同比增长 8.2%，佛开高速折旧增长是营业成本增长较快的主要原因。19 年 11 月初佛开高速全线通车，全年新增固定资产 21.2 亿元，其中年初先行转固部分约 6.7 亿元，剩余 14.5 亿于 11 月初转固。由于改扩建新增部分（三堡-水口段）折旧期限暂定至 2026 年末，导致成本按照 7 年摊销，摊销压力较大，19 年佛开高速折旧同比 18 年增长 0.53 亿元。由于佛开南段改扩建累计投资 25.8 亿元，预计今年还有少量资产转固。

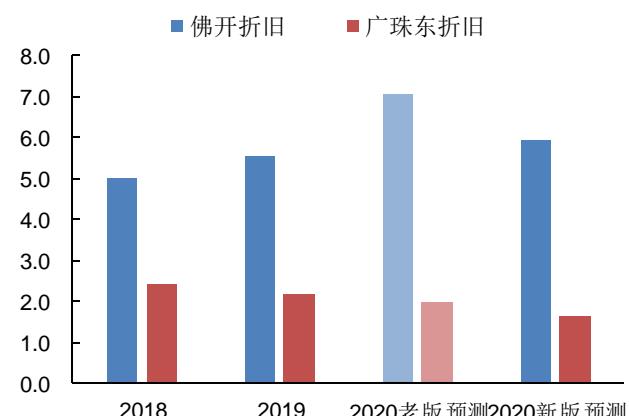
公司 2020 年起基于新版车流量预测计提折旧，相比于老版本的车流量预测，预计佛开高速年度折旧由 7.07 亿降至 5.92 亿，京珠高速广珠段折旧由 1.97 亿降至 1.62 亿。本次估计变更相比老版本车流量预测预计增厚 2020 年归母净利 1.06 亿元。

图4：Q3、Q4 营业成本有所上升



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图5：新旧版本下路产折旧变化（单位：亿元）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

佛开南段收费期限预计至少延长至 2036 年。当前三堡-水口段收费年限延长仍处于审批阶段，考虑到佛开北段收费期限已经延长至 2036 年 3 月，基于收费管理条例的“合理回报”原则以及实际可操作性来看，我们认为佛开高速南段年限至少会与北段同步延长至 2036 年。现阶段佛开南段按照原收费年限折旧，若收费年限延长，则折旧成本下降，净利润还有继续提升空间。

表：改扩建延长收费年限案例

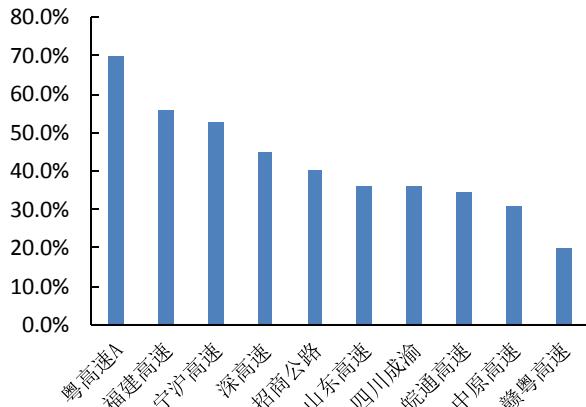
项目名称	省份	投资金额	公里数	单公里投资	扩建完成	原收费期限	新收费期限	年限延长	从扩建完成到结束收费
沪宁高速	江苏	105.4 亿	248	0.43 亿	2006 年	2027 年 6 月	2032 年 6 月	5	26 年
泉厦高速	福建	54.86 亿	82	0.67 亿	2010 年	2029 年 6 月	2035 年 9 月	6	25 年
福泉高速	福建	71.95 亿	167	0.43 亿	2011 年	2031 年 10 月	2036 年 1 月	5	25 年
长平高速	吉林	51.97 亿	110	0.47 亿	2015 年	2029 年 7 月	2040 年 10 月	11	25 年
昌樟高速	江西	40.77 亿	103	0.40 亿	2015 年	2029 年 7 月	2044 年 3 月	15	29 年
济青高速	山东	约 230 亿	309	0.74 亿	2019 年	2029 年 11 月	预计 2044 年末	15	25 年
佛开北段	广东	<b>48.4 亿</b>	<b>47</b>	<b>1.03 亿</b>	<b>2012 年</b>	<b>2026 年 12 月</b>	<b>2036 年 3 月</b>	<b>9</b>	<b>24 年</b>
佛开南段	广东	<b>25.8 亿</b>	<b>33</b>	<b>0.78 亿</b>	<b>2019 年</b>	<b>2026 年 12 月</b>	?	?	?

资料来源：相关上市公司年报、东兴证券研究所

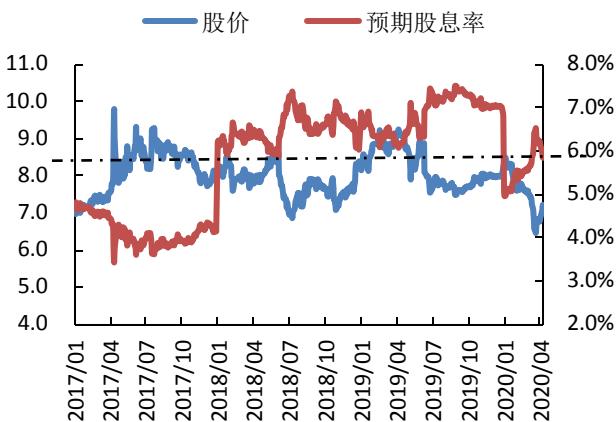
## 分红率稳定 70%以上，高股息凸显防御性

高分红带来的高股息率对股价形成明显支撑作用。根据公司的股东回报计划，2018-2020 年现金分配利润不低于当年归母净利的 70%。2019 年公司分红率 70.1%，对应股息率为 5.84%（按 2020/4/10 收盘价），在上市高速公路公司中居于首位。

我们选取 2017 年 1 月 1 日至 2020 年 4 月 10 日的股价与对应股息率，可以看到 6% 左右的股息率对公司股价始形成较强支撑。目前，受疫情影响公司股价和估值处于历史低位，低估值高股息的特征使公司具有较强的防御配置价值。

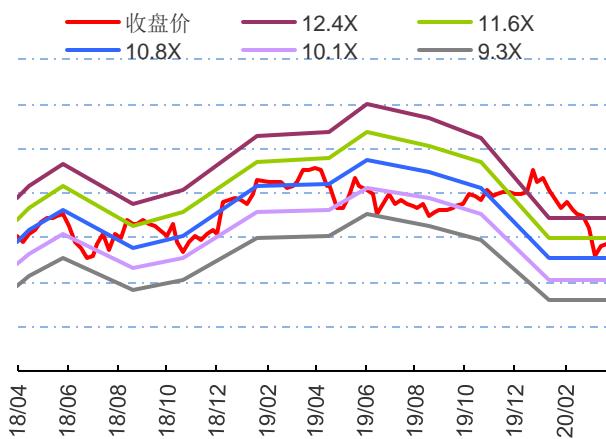
**图6: 分红率在主要上市高速公路公司中居于前列**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

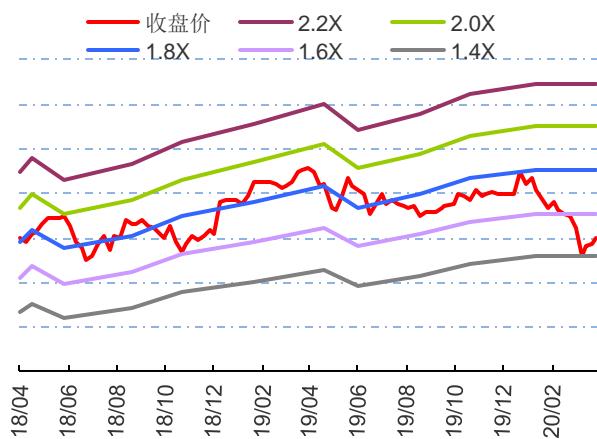
**图7: 公司股息率对股价具有较强的支撑作用**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**公司盈利预测及投资评级:** 由于疫情期间高速公路免费通行，板块公司 2020 年业绩都将受到较大影响。我们假设高速公路免费持续至四月末，同时考虑到上半年居民自驾出行会有较大幅度的下降，我们预计全年通行费收入 22 亿左右，成本端略微下降。该假设下，预计公司全年归母净利润 5.6 亿元左右，同比下降 56%。不考虑佛开南段收费年限延长的情况下，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.6、13.7 和 12.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.66 和 0.61 元(2022 年业绩下降主要系广佛高速收费期满)。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 26.8、10.9 和 11.8 倍。若佛开南段收费年限延长，则由于折旧成本下降，净利润还有继续提升空间。我们首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

**图8: PE-Band**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**图9: PB-Band**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**风险提示:** 疫情持续时间超预期；收费政策负面影响；佛开高速年限延长审批晚于预期。

## 附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	2234	2981	2811	3166	3233	<b>营业收入</b>	3219	3058	2224	3331	2965
货币资金	2125	2818	2695	2998	3082	<b>营业成本</b>	1279	1356	1281	1468	1391
应收账款	91	125	91	137	122	<b>营业税金及附加</b>	16	16	12	18	16
其他应收款	15	19	14	21	19	<b>营业费用</b>	0	0	0	0	0
预付款项	2	11	11	11	11	<b>管理费用</b>	183	192	173	209	186
存货	0	0	0	0	0	<b>财务费用</b>	213	214	156	132	77
其他流动资产	0	0	0	0	0	<b>研发费用</b>	1	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	14062	14694	13848	12998	12152	<b>资产减值损失</b>	-1.01	-7.24	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3146	3256	3256	3256	3256	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7600	8926	8350	7556	6755	<b>投资净收益</b>	507.66	508.42	204.44	533.22	558.70
无形资产	6	6	6	6	5	<b>加：其他收益</b>	1.11	1.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	100	51	51	51	51	<b>营业利润</b>	2103	1801	806	2037	1854
<b>资产总计</b>	16296	17675	16660	16164	15384	<b>营业外收入</b>	4.18	2.97	2.97	2.97	2.97
<b>流动负债合计</b>	3023	1828	1106	956	604	<b>营业外支出</b>	8.98	15.78	15.78	15.78	15.78
短期借款	0	0	0	160	0	<b>利润总额</b>	2098	1788	794	2024	1841
应付账款	204	291	271	310	294	<b>所得税</b>	194	339	159	445	423
预收款项	12	16	16	16	16	<b>净利润</b>	1903	1450	635	1579	1417
一年内到期的非流动负债	2498	796	398	199	99	<b>少数股东损益</b>	226	191	77	205	143
<b>非流动负债合计</b>	3227	5596	4931	3843	2763	<b>归属母公司净利润</b>	1677	1259	558	1374	1274
长期借款	2983	4640	4640	3640	2640	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	678	0	0	0	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
<b>负债合计</b>	6250	7424	6038	4799	3366	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	460	427	504	709	852	<b>营业收入增长</b>	4.20%	-4.99%	-27.28%	49.78%	-10.99%
实收资本（或股本）	2091	2091	2091	2091	2091	<b>营业利润增长</b>	14.46%	-14.33%	-55.23%	152.58%	-8.99%
资本公积	2537	2563	2563	2563	2563	<b>归属于母公司净利润增长</b>	-55.68	146.36%	-55.68%	146.36%	-7.26%
未分配利润	3939	3877	3985	4250	4495	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	9587	9823	10118	10657	11166	<b>毛利率(%)</b>	60.26%	55.64%	42.40%	55.93%	53.09%
<b>负债和所有者权益</b>	16296	17675	16660	16164	15384	<b>净利率(%)</b>	59.13%	47.40%	28.55%	47.40%	47.81%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>总资产净利润(%)</b>	10.29%	7.12%	3.35%	8.50%	8.28%
<b>经营活动现金流</b>	1916	1989	1155	1883	1734	<b>ROE(%)</b>	17.49%	12.81%	5.51%	12.89%	11.41%
净利润	1903	1450	635	1579	1417	<b>资产负债率(%)</b>	38%	42%	36%	30%	、
折旧摊销	813.35	846.91	0.00	843.96	851.46	<b>流动比率</b>	0.74	1.63	2.54	3.31	5.35
财务费用	213	214	156	132	77	<b>速动比率</b>	0.74	1.63	2.54	3.31	5.35
应收账款减少	0	0	34	-45	15	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.20	0.18	0.13	0.20	0.19
<b>投资活动现金流</b>	-203	-383	285	603	629	<b>应收账款周转率</b>	35	28	21	29	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	13.68	12.37	7.92	11.47	9.81
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	508	508	204	533	559	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.80	0.60	0.27	0.66	0.61
<b>筹资活动现金流</b>	-1951	-911	-1562	-2183	-2279	<b>每股净现金流(最新摊薄)</b>	-0.11	0.33	-0.06	0.14	0.04
应付债券增加	0	0	-678	0	0	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	4.59	4.70	4.84	5.10	5.34
长期借款增加	0	0	0	-1000	-1000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>P/E</b>	8.95	11.93	26.84	10.89	11.75
资本公积增加	27	26	0	0	0	<b>P/B</b>	1.56	1.52	1.48	1.40	1.34
<b>现金净增加额</b>	-237	695	-123	303	84	<b>EV/EBITDA</b>	5.86	6.38	8.30	5.30	5.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所

## 研究助理简介

### 李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526