

粤高速 A (000429)

点
评
报
告

行
业
公
司
研
究
—
高
速
公
路
II
行
业
—

证
券
研
究
报
告

70%分红比例延续，静待业绩回归

——粤高速 A 2020 年报点评

✍️ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
☎️ : 021-80106013
✉️ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营业收入 37.90 亿元, 同比下降 24.18%; 实现归母净利润 8.68 亿元, 同比下降 40.93%。此外, 公司发布《未来三年股东回报规划 (2021 年度-2023 年度)》, 承诺每年度现金股利不低于当年并表归母净利润的 70%。

投资要点

□ 疫情免费通行影响路费收入，但期间运营支出资本化压缩成本

一方面, 受上半年疫情期间高速免费通行政策影响, 公司 2020 年实现通行费收入 36.66 亿元, 同比下降 24.46%, 带动营业总收入同比下降 24.18% 至 37.90 亿元。

另一方面, 公司根据政府相关文件, 将 2 月 1 日-5 月 5 日疫情防控期间的相关运营支出计入收费公路特许经营权账面价值, 并于 2020 年 5 月起在剩余经营期限按车流量法计提摊销, 带动营业成本同比下降 13.63% 至 16.62 亿元。我们根据收费公路特许经营权账面价值本期增加额测算, 对营业成本节省金额或在 2.9 亿元左右。

根据审计报告, 本项运营支出资本化处理合计影响全年净利润 2.21 亿元。此外叠加参股路产同受疫情影响, 投资收益同比减少 0.43 亿元至 1.71 亿元, 最终实现归母净利润 8.68 亿元, 同比下降 40.93%。

□ 并表广惠高速对冲广佛高速到期风险

公司以 24.93 亿元收购广惠高速 21% 股权, 收购后对广惠高速持股比例 51%, 实现控股并表。

从经营持续性角度看, 公司旗下广佛高速将于 2021 年底收费期结束, 广惠高速收费期截止至 2029 年, 将填补广佛高速到期的利润影响, 对冲到期风险。

从业绩贡献角度看, 原股东对广惠高速 2020-2023 年业绩承诺分别 6.52 亿元、11.13 亿元、12.34 亿元、13.72 亿元, 其中 2020 年广惠高速实际超额完成净利润 7.80 亿元。不考虑资金成本的前提下, 我们按业绩承诺测算收购将增厚粤高速 2021-2023 年归母净利润分别 3.39 亿元、3.70 亿元、4.12 亿元。

□ 整体看粤高速路产分流影响边际改善，车流量及收入预计回升

一方面佛山一环从 2020 年初开始收费且严查超载, 因此对佛开高速及广佛高速将会带来带货车回流; 另一方面佛开高速南段 2019 年 11 月改扩建完成后, 车道由双向四车道变为双向八车道, 对应收费标准将由 0.45 元/公里变为 0.6 元/公里, 同时配合车流量自然增长, 剔除疫情影响, 预期 2021 年之后公司营收将大幅回升。

评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥ 7.11

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.25

3Q/2020 0.17

2Q/2020 0.03

1Q/2020 -0.03



公司简介

广东省交通集团旗下公司, 主营收费高速公路、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

相关报告

1《粤高速 A 点评: 将收购广惠高速 21% 股权并表, 或将增厚 EPS》2020.11.26

2《粤高速 A 2020 年中报点评: Q2 利润扭亏, 利空出尽静待业绩回升》2020.08.26

3《粤高速 A 点评: 拟收购广惠高速 21% 股权, 控股并表对冲路产到期风险》2020.07.17

4《粤高速 A 2020 一季报点评: 车流量重估降低成本, 关注佛开南段收费期重核》2020.04.29

报告撰写人: 匡培钦

联系人: 耿鹏智

□ 分红政策超预期，承诺未来 3 年分红比例不低于 70%

公司同时发布《未来三年股东回报规划（2021 年度-2023 年度）》，出于对投资者合理回报的重视，同时兼顾公司的长远发展，规划公司每年应当采取现金方式分配股利，2021-2023 年每年度现金分红不低于当年并表归母净利润的 70%。对应我们的盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别 0.74 元、0.70 元、0.76 元，假设分红比例 70%，则测算 3 年股息率分别 7.3%、6.9%、7.5%。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年归母净利润分别 15.55 亿元、14.58 亿元、15.85 亿元，对应 PE 分别 9.6 倍、10.2 倍、9.4 倍。考虑到高股息特性，我们认为公司估值仍在低位，维持“增持”评级。

□ 风险提示：路产车流量增长不及预期；佛开南段改扩建经营期重核进度不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|---------|--------|--------|-------|
| 主营收入 | 3790 | 5609 | 5302 | 5627 |
| (+/-) | 23.95% | 47.99% | -5.48% | 6.12% |
| 净利润 | 868 | 1555 | 1458 | 1585 |
| (+/-) | -31.84% | 79.16% | -6.25% | 8.76% |
| 每股收益 (元) | 0.42 | 0.74 | 0.70 | 0.76 |
| P/E | 17.13 | 9.56 | 10.20 | 9.38 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 3086 | 3632 | 5535 | 7320 | 营业收入 | 3790 | 5609 | 5302 | 5627 |
| 现金 | 2847 | 3350 | 5233 | 6992 | 营业成本 | 1662 | 2142 | 2089 | 2170 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 23 | 35 | 33 | 35 |
| 应收账款 | 169 | 218 | 230 | 249 | 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它应收款 | 58 | 49 | 54 | 64 | 管理费用 | 204 | 216 | 204 | 216 |
| 预付账款 | 4 | 8 | 10 | 8 | 研发费用 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 216 | 259 | 245 | 243 |
| 其他 | 8 | 6 | 7 | 7 | 资产减值损失 | (1) | (6) | (7) | (5) |
| 非流动资产 | 16662 | 17176 | 17234 | 17460 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 金融资产类 | 0 | 556 | 185 | 247 | 投资净收益 | 171 | 171 | 222 | 233 |
| 长期投资 | 2382 | 2928 | 2855 | 2722 | 其他经营收益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 11540 | 11001 | 10821 | 10962 | 营业利润 | 1865 | 3134 | 2959 | 3200 |
| 无形资产 | 302 | 293 | 282 | 267 | 营业外收支 | (9) | (9) | (10) | (9) |
| 在建工程 | 341 | 752 | 1082 | 1346 | 利润总额 | 1856 | 3126 | 2949 | 3191 |
| 其他 | 2097 | 1645 | 2008 | 1917 | 所得税 | 491 | 781 | 737 | 798 |
| 资产总计 | 19749 | 20808 | 22768 | 24780 | 净利润 | 1364 | 2344 | 2212 | 2393 |
| 流动负债 | 2596 | 3217 | 3027 | 3267 | 少数股东损益 | 497 | 789 | 754 | 808 |
| 短期借款 | 200 | 200 | 200 | 200 | 归属母公司净利润 | 868 | 1555 | 1458 | 1585 |
| 应付款项 | 370 | 426 | 442 | 458 | EBITDA | 3082 | 4117 | 3953 | 4242 |
| 预收账款 | 11 | 22 | 21 | 21 | EPS (最新摊薄) | 0.42 | 0.74 | 0.70 | 0.76 |
| 其他 | 2014 | 2569 | 2363 | 2589 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 6921 | 6103 | 7061 | 7550 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 4977 | 5055 | 5746 | 6114 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 1943 | 1048 | 1316 | 1435 | 营业收入 | 23.95% | 47.99% | -5.48% | 6.12% |
| 负债合计 | 9516 | 9320 | 10089 | 10817 | 营业利润 | 2.69% | 68.10% | -5.59% | 8.14% |
| 少数股东权益 | 2299 | 3089 | 3843 | 4650 | 归属母公司净利润 | -31.84% | 79.16% | -6.25% | 8.76% |
| 归属母公司股东权益 | 7933 | 8400 | 8837 | 9312 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 19749 | 20808 | 22768 | 24780 | 毛利率 | 56.15% | 61.81% | 60.61% | 61.43% |
| | | | | | 净利率 | 36.00% | 41.79% | 41.72% | 42.53% |
| | | | | | ROE | 8.47% | 14.32% | 12.06% | 11.90% |
| | | | | | ROIC | 11.21% | 17.03% | 15.36% | 15.68% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 48.19% | 44.79% | 44.31% | 43.65% |
| | | | | | 净负债比率 | 57.21% | 69.12% | 66.37% | 65.16% |
| | | | | | 流动比率 | 1.19 | 1.13 | 1.83 | 2.24 |
| | | | | | 速动比率 | 1.19 | 1.13 | 1.83 | 2.24 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.20 | 0.28 | 0.24 | 0.24 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 25.76 | 29.38 | 24.60 | 24.99 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 5.03 | 5.39 | 4.81 | 4.82 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.42 | 0.74 | 0.70 | 0.76 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.26 | 1.49 | 1.39 | 1.71 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.79 | 4.02 | 4.23 | 4.45 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 17.13 | 9.56 | 10.20 | 9.38 |
| | | | | | P/B | 1.87 | 1.77 | 1.68 | 1.60 |
| | | | | | EV/EBITDA | 5.43 | 5.12 | 5.11 | 4.62 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>