

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

佛开南段改扩建后收费期延长, 有望增厚业绩并延长经营持续性

——粤高速 A 点评报告

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

报告导读

公司发布重大事项公告, 广东省交通运输厅核定沈阳至海口国家高速公路三堡至水口段(佛开高速南段)改扩建项目收费期限为 24.6011 年, 即 2019 年 11 月 8 日起至 2044 年 6 月 14 日止。

投资要点

□ 佛开南段改扩建后重核收费期落地, 在原基础上延长约 18 年

沈阳至海口国家高速公路三堡至水口段即为公司 100% 持股的佛开高速公路南段, 于 1996 年 12 月建成通车, 原定收费期限为 1997-2026 年, 自 2017 年 5 月份起实施改扩建, 于 2019 年底通车转固, 根据批复收费期限至 2044 年 6 月, 在原收费期基础延长 18 年左右。

□ 折旧摊销年限增加, 年均折旧摊销对应建设有望增厚利润

本次广东省交通运输厅核定佛开南段改扩建项目收费期限至 2044 年 6 月, 同时公司改扩建转固资产折旧摊销年限对应延长, 我们简化模型仅从总投资年均折摊角度测算, 假设最终投资额与项目概算一致 34.26 亿元, 本次收费期延长有望年均节省折旧摊销 3.5 亿元左右, 进而增厚年度业绩。

□ 叠加并表广惠高速, 路产经营期限风险及盈利风险大幅收窄

2020 年底公司以 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。1) 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。2) 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, 将大幅增厚公司业绩。因此, 本次佛开南段收费期延长叠加此前并表广惠高速, 将大幅收窄路产经营期限风险及盈利风险。

□ 路产分流影响亦逐步改善, 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, 未来货车治超政策只可能越来越紧, 因此对佛开高速及广佛高速将会持续带来货车回流; 另一方面, 佛开高速南段改扩建通车后, 车道由双向四车道变为双向八车道, 对应收费标准由 0.45 元/公里变为 0.6 元/公里, 同时配合车流量自然增长, 预期 2021 年之后营收将大幅回升。

□ 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, 假设分红比例 70%, 则测算 3 年股息率分别 7.55%、6.92%、7.57%。

评级

增持

上次评级 增持
当前价格 ¥ 7.31

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.19
4Q/2020	0.25
3Q/2020	0.17
2Q/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

- 《粤高速 A 2020 年报点评: 70% 分红比例延续, 静待业绩回归》2021.3.26
 - 《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
 - 《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
 - 《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
- 报告撰写人: 匡培钦
联系人: 耿鹏智

□ 盈利预测及估值

考虑佛开南段改扩建项目收费期延长对于营收端及成本端的影响，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别 16.28 亿元、14.91 亿元、16.33 亿元，对应 PE 分别 9.3 倍、10.1 倍、9.2 倍。此外公司具备高股息特性，我们认为价值仍有低估，维持“增持”评级。

□ 风险提示：并表路产车流量增长不及预期；平行路段分流效应超预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3790	5609	5302	5652
(+/-)	23.95%	47.99%	-5.48%	6.60%
净利润	868	1628	1491	1633
(+/-)	-31.84%	87.58%	-8.39%	9.52%
每股收益(元)	0.42	0.78	0.71	0.78
P/E	17.39	9.27	10.12	9.24

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	3631	5541	7352	营业收入	3790	5609	5302	5652
现金	2847	3349	5240	7023	营业成本	1662	2030	1972	2050
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	250	营业费用	0	0	0	0
其它应收款	58	49	54	65	管理费用	204	216	227	236
预付账款	4	8	9	7	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
金额资产类	0	556	185	247	投资净收益	171	222	233	243
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	3297	3064	3336
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	3288	3054	3327
其他	2097	1645	2008	1917	所得税	491	871	809	881
资产总计	19749	20807	22774	24812	净利润	1364	2417	2245	2446
流动负债	2596	3194	3001	3248	少数股东损益	497	789	754	812
短期借款	200	200	200	200	归属母公司净利润	868	1628	1491	1633
应付款项	370	403	418	432	EBITDA	3082	4279	4058	4378
预收账款	11	22	21	21	EPS (最新摊薄)	0.42	0.78	0.71	0.78
其他	2014	2568	2362	2595	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%	6.60%
负债合计	9516	9297	10063	10798	营业利润	2.69%	76.80%	-7.06%	8.87%
少数股东权益	2299	3089	3843	4655	归属母公司净利润	-31.84%	87.58%	-8.39%	9.52%
归属母公司股东权益	7933	8422	8869	9359	获利能力				
负债和股东权益	19749	20807	22774	24812	毛利率	56.15%	63.82%	62.80%	63.73%
					净利率	36.00%	43.10%	42.35%	43.27%
					ROE	8.47%	14.97%	12.31%	12.22%
					ROIC	11.21%	17.47%	15.52%	15.94%
					偿债能力				
					资产负债率	48.19%	44.68%	44.19%	43.52%
					净负债比率	57.21%	69.30%	66.54%	65.28%
					流动比率	1.19	1.14	1.85	2.26
					速动比率	1.19	1.14	1.85	2.26
					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	25.05
					应付帐款周转率	5.03	5.25	4.80	4.82
					每股指标(元)				
					每股收益	0.42	0.78	0.71	0.78
					每股经营现金	1.26	1.49	1.40	1.73
					每股净资产	3.79	4.03	4.24	4.48
					估值比率				
					P/E	17.39	9.27	10.12	9.24
					P/B	1.90	1.79	1.70	1.61
					EV/EBITDA	5.43	4.98	5.04	4.53

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2636	3110	2920	3615
净利润	1364	2417	2245	2446
折旧摊销	1036	738	764	813
财务费用	216	259	245	243
投资损失	(171)	(222)	(233)	(243)
营运资金变动	1105	(419)	244	251
其它	(914)	337	(345)	107
投资活动现金流	(512)	(1483)	(227)	(886)
资本支出	(2726)	(601)	(900)	(1200)
长期投资	874	(1102)	443	72
其他	1340	219	230	243
筹资活动现金流	(2332)	(1124)	(803)	(947)
短期借款	200	0	0	0
长期借款	337	78	691	368
其他	(2870)	(1202)	(1493)	(1315)
现金净增加额	(209)	502	1891	1783

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>