

粤高速 A (000429)

证券研究报告

2025 年 01 月 15 日

股息作盾、并购为矛，或将穿越周期

聚焦主业，高 ROE、高分红

粤高速是广东省交通集团控股的唯一一家上市公路公司，实际控制人为广东省国资委。聚焦收费路桥业务，稳健发展。2014-23 年，粤高速通行费收入呈高增态势，主要系车流量持续增长。深耕高速路网运营，营收、利润、股东权益、盈利能力等均呈现趋势上升。2016-23 年，ROE 中枢维持在 15% 左右，分红比例保持在 70% 左右，均处于行业领先水平。

现有路产车流量持续上升

粤高速主要收费公路的车流量有望继续上升。2014-19 年，粤高速旗下的高速公路车流量均呈现上升趋势，其中广佛高速、佛开高速、广惠高速的年化增速分别为 10.6%、12.5%、13.5%。车流量增长主要来自经济发展，广东省的 GDP 增速高于全国，经营性高速公路的通行费收入增速高于收费公路，所以粤高速的通行费收入有望更快增长。未来随着广惠高速、京珠高速广珠段等改扩建完工后，有望实现车流量、收费标准齐升，带动通行费收入大幅增长。

收购/增持优质路产加速发展

“参股→增持→控股”模式有望持续，主业加速发展值得期待。通过收购/增持优质路产，粤高速控股公路里程、车流量增长明显，2023 年粤高速控股收费公路里程相较 2014 年增长 223%，2023 年京珠高速广珠段、广惠高速的合计车流量占比达 30%，其 ROE 远高于公司整体水平，盈利能力突出。我们预计，粤高速有望继续收购/增持路产，一方面，政策推动下高速公路行业重组整合有望加快；另一方面，粤高速具有较大收购路产的空间，资产证券化潜力较大，同时对于优质的参股和非全资路产，未来“路径依赖”下增持的可能性较大。

盈利预测与目标价

2025-2026 年盈利有望持续增长。我们预测 2024-2026 年归母净利润分别为 15.7、16.3、16.7 亿元。综合 DDM 估值法和可比公司估值法，给予粤高速的目标价为 15.57 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：政策风险，经济环境风险，路网变化超预期，深中通道分流影响超预期，改扩建风险，测算结果具有主观性

投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	13.35 元
目标价格	15.57 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,742.06
流通 A 股股本(百万股)	1,303.33
A 股总市值(百万元)	23,256.45
流通 A 股市值(百万元)	17,399.45
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	41.66
一年内最高/最低(元)	14.72/8.56

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,168.63	4,879.07	4,723.11	4,875.30	5,004.51
增长率(%)	(21.17)	17.04	(3.20)	3.22	2.65
EBITDA(百万元)	3,676.18	4,399.40	4,107.84	4,258.27	4,371.04
归属母公司净利润(百万元)	1,277.07	1,633.81	1,572.86	1,625.80	1,666.82
增长率(%)	(24.90)	27.93	(3.73)	3.37	2.52
EPS(元/股)	0.61	0.78	0.75	0.78	0.80
市盈率(P/E)	22.02	17.21	17.88	17.30	16.87
市净率(P/B)	3.10	2.86	2.72	2.60	2.49
市销率(P/S)	6.75	5.76	5.95	5.77	5.62
EV/EBITDA	5.47	4.79	8.16	8.40	8.63

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 聚焦主业，高 ROE、高分红.....	4
1.1. 广东省交通集团控股.....	4
1.2. 聚焦主业，稳健发展.....	4
1.3. 综合实力提升，高 ROE、高分红.....	6
2. 现有路产车流量持续上升.....	7
2.1. 主要公路车流量上升.....	7
2.2. 通行需求持续增长.....	8
2.3. 改扩建拓展增长空间.....	10
3. 收购/增持优质路产加速发展.....	11
3.1. 参股→增持→控股.....	11
3.2. 收购路产加速业务发展.....	12
3.3. 未来有望继续收购/增持路产.....	13
4. 盈利有望持续增长.....	14
4.1. 2025-2026 年盈利持续增长.....	14
4.2. 目标价 15.57 元.....	15
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：粤高速 A 股权结构图（截至 2025 年 1 月 15 日）.....	4
图 2：2014 年以来，粤高速营业收入趋势上升.....	5
图 3：2014 年以来，粤高速归母净利润趋势上升.....	5
图 4：2014 年以来，粤高速通行费收入呈现高增长态势.....	5
图 5：2014 年以来，粤高速参控股高速公路车流量呈现高增长态势.....	5
图 6：粤高速通行费收入占营业收入比例较高.....	5
图 7：粤高速主业毛利润占比较高.....	5
图 8：2023 年粤高速分红比例处于行业领先水平.....	6
图 9：2016 年以来，粤高速维持 70% 的高分红比例.....	6
图 10：2014 年以来，粤高速的归母权益呈增长趋势.....	6
图 11：2014 年以来，粤高速的 ROE 在波动中上升.....	6
图 12：粤高速主要控股路段车流量呈现上升趋势.....	7
图 13：粤高速主要参股路段车流量呈现上升趋势.....	7
图 14：2014-23 年粤高速参控股路段通行费收入.....	7
图 15：广东省经营性高速公路的通行费收入较快增长.....	8
图 16：中国 GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长.....	8
图 17：广东省经营性高速公路的通行费收入增速高于收费公路.....	8
图 18：广东省的经营性高速公路通行费收入增速略高于全国.....	8
图 19：广东省高速公路网规划布局图（2020-2035 年）.....	9
图 20：广东省民用汽车拥有量持续提升.....	9

图 21: 经港珠澳大桥出入境的旅客、客车数量大幅增长	9
图 22: 粤高速参控股路段剩余收费年限情况	10
图 23: “参股→增持→控股”, 良性循环	11
图 24: 京珠高速广珠段、广惠高速 ROE 均高于粤高速整体水平	11
图 25: 2014-19 年, 京珠高速广珠段、广惠高速净利润趋于增长	11
图 26: 截止 2023 年底, 控股收费公路里程较 2014 年增长 223%	12
图 27: 2016 年以来, 收购京珠高速广珠段、广惠高速车流量增加	12
图 28: 2016 年以来, 收购路段的通行费收入趋于增长	12
图 29: 2023 年粤高速毛利润结构拆分	12
图 30: 粤高速具备较大收购路产的空间	13
图 31: 粤高速未来资产证券化的潜力或较大	13
图 32: 2023 年粤高速参股路段通行费收入、车流量情况	13
图 33: 粤高速增持已有优质路产的潜力较大	13
表 1: 粤高速主要收费高速公路的基本情况	10
表 2: 粤高速的核心财务指标预测	14
表 3: 粤高速的贴现率核心假设	15
表 4: 粤高速的股利与贴现值	15
表 5: 可比公司估值表	15

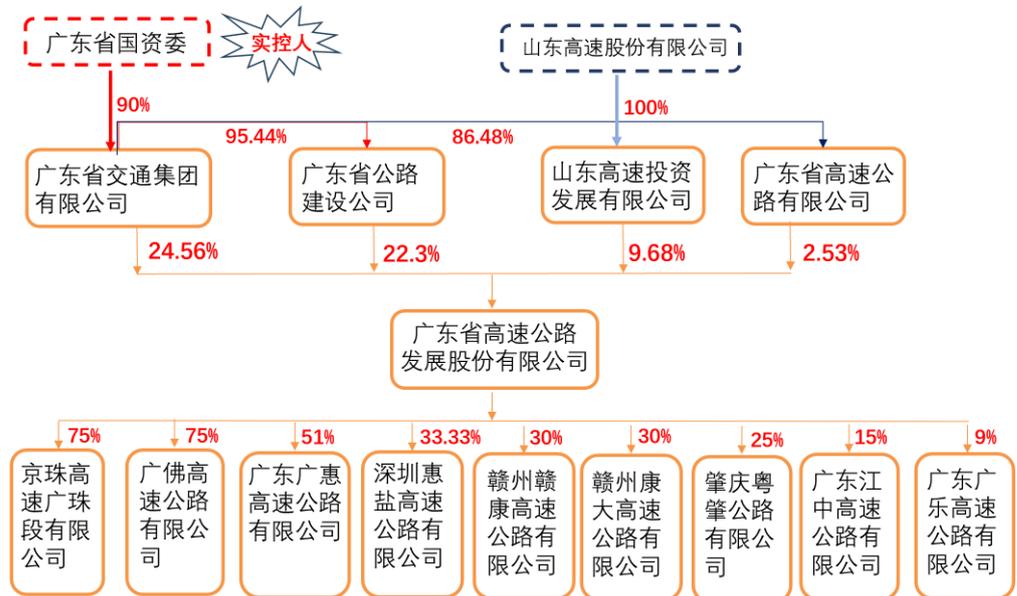
1. 聚焦主业，高 ROE、高分红

粤高速是广东省主要从事高速公路运营管理服务的上市公司，广东省交通集团是公司第一大股东，实际控制人为广东省国资委。聚焦收费路桥业务，稳健发展。2014-23 年，粤高速通行费收入呈现高增长态势，主要系车流量整体增长推动。深耕区域内高速路网运营，营收、利润、股东权益、盈利能力等呈现趋势上升态势。2016-23 年，ROE 中枢维持在 15% 左右，分红比例保持在 70% 左右，处于行业领先水平。

1.1. 广东省交通集团控股

粤高速是广东省主要从事高速公路运营管理服务的上市公司，广东省交通集团是公司第一大股东，实际控制人为广东省国资委。公司主营收费公路的特许经营业务，路产主要分布于珠三角地区，地理优势突出，包括：广佛高速公路、佛开高速公路、京珠高速公路广珠段和广惠高速公路，同时参股深圳惠盐高速、广东江中高速、肇庆粤肇公路、赣州康大高速、赣州赣康高速、广东广乐高速等。

图 1：粤高速 A 股权结构图（截至 2025 年 1 月 15 日）



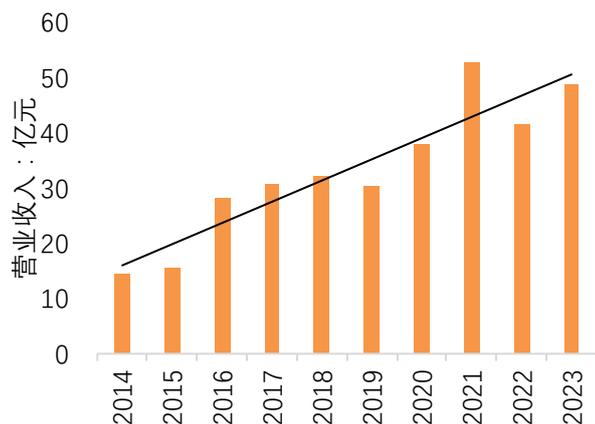
资料来源：Wind，天风证券研究所

核心竞争力：高速公路行业通行费收入主要取决于地区经济的发展，地区经济是影响高速公路车流量的重要因素。一方面，广东经济增长表现优于全国，产业升级势头良好，企业绩效向好，民间投资相对活跃；另一方面，公司参控股高速公路均处优越的地理位置：全资佛开高速为“五纵七横”国道主干线系统中的高速公路组成部分；控股的京珠高速公路广珠段地处珠江三角洲西部地区，是贯通珠江三角洲东西两地的一条高速通道；控股的广惠高速连接广州和粤东地区，是广州东出口的重要通道。

1.2. 聚焦主业，稳健发展

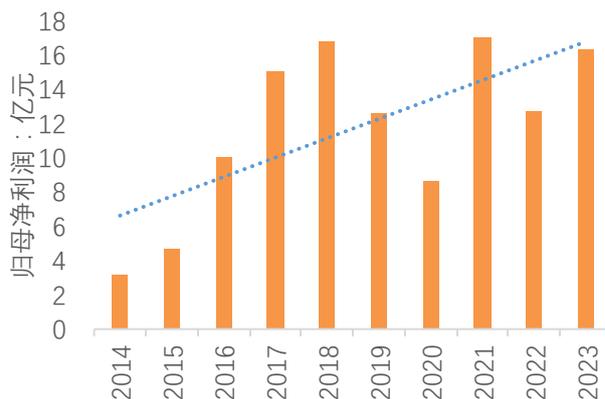
深耕区域内高速路网运营，收入、利润趋势增长。2014-2023 年，随着我国经济持续增长，粤高速的营业收入和归母净利润都呈现趋势上升态势，2023 年营业收入和归母净利润分别为 48.8 亿元和 16.34 亿元，较 2014 年分别增长 235% 和 413%。

图 2：2014 年以来，粤高速营业收入趋势上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2014 年以来，粤高速归母净利润趋势上升



资料来源：Wind，天风证券研究所；

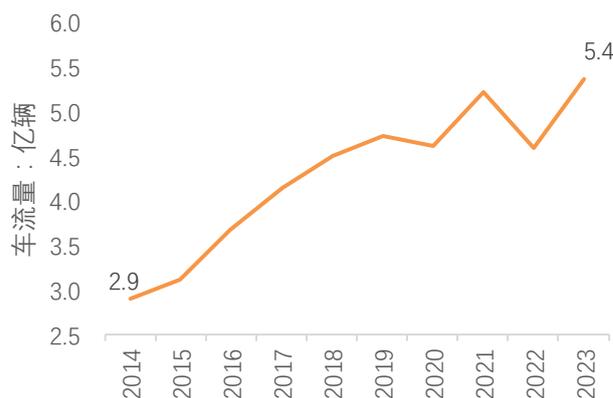
夯实主业，稳健发展。2014 年以来，粤高速通行费收入呈现高增长态势，主要系车流量持续增长推动。2023 年粤高速通行费收入和车流量分别为 48.11 亿元和 5.4 亿辆，相较于 2014 年分别增长 241%和 85%。受益于大湾区互联互通，我们认为，未来粤高速的车流量和通行费收入有望持续增长。

图 4：2014 年以来，粤高速通行费收入呈现高增长态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

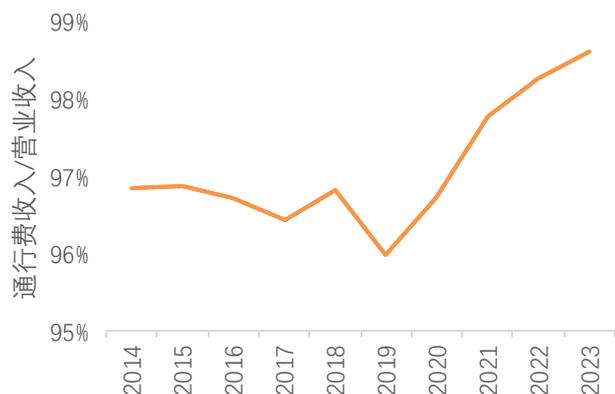
图 5：2014 年以来，粤高速参股高速公路车流量呈现高增长态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

聚焦收费路桥业务，主业经营稳健。通行费收入是粤高速营业收入的核心组成部分，营收占比维持在 95%以上，毛利占比维持在 97%以上。

图 6：粤高速通行费收入占营业收入比例较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：粤高速主业毛利润占比较高

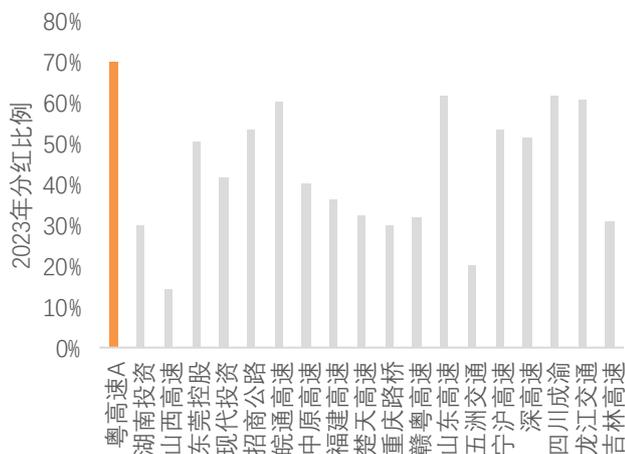


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 综合实力提升，高 ROE、高分红

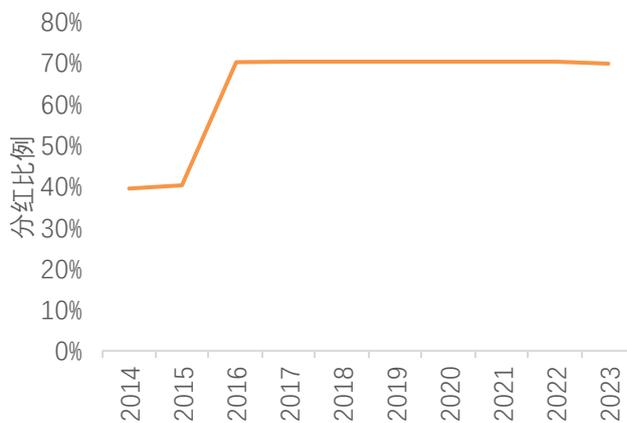
重视股东回报，长期坚持高分红政策。2016 年完成重大资产重组后，粤高速维持 70% 的高分红比例。考虑到粤高速现金流充裕、资产负债率较低，我们认为，未来有望维持高分红政策，积极回馈股东。

图 8：2023 年粤高速分红比例处于行业领先水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

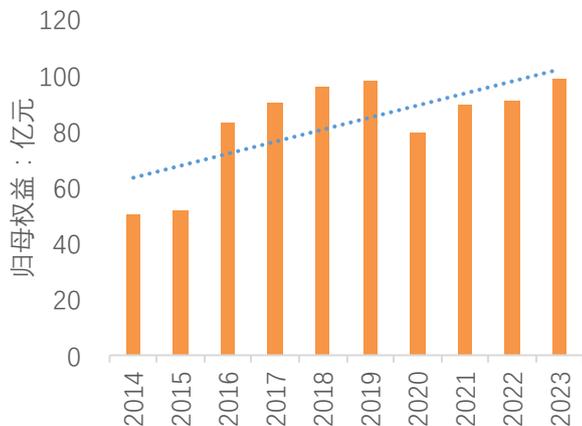
图 9：2016 年以来，粤高速维持 70% 的高分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

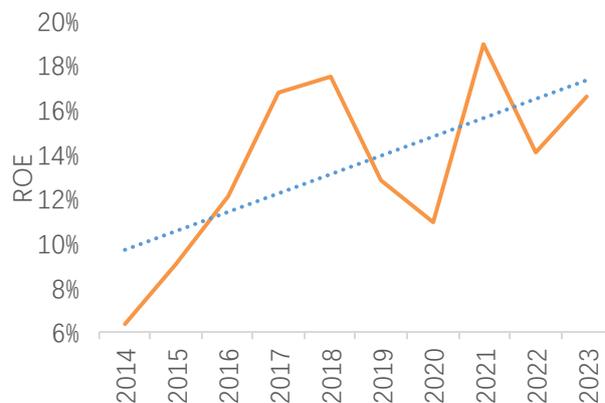
利润积累推动粤高速的综合实力上升。2014 年以来，粤高速的归母权益呈现明显上升趋势，截至 2023 年累计增加 48.3 亿元，增幅达 96%。股东权益增长，主要是利润积累推动的，能够反映公司的综合实力呈上升趋势。

图 10：2014 年以来，粤高速的归母权益呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2014 年以来，粤高速的 ROE 在波动中上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

粤高速的盈利能力在波动中上升。2014-2023 年，粤高速的 ROE 在波动中上升，2016 年以来，ROE 中枢维持在 15% 左右。2020 年受疫情影响出现阶段性下滑 (10.9%)，随着经济复苏、疫情影响消退，2023 年粤高速 ROE 大幅回升，达 16.6%，处于行业领先水平。

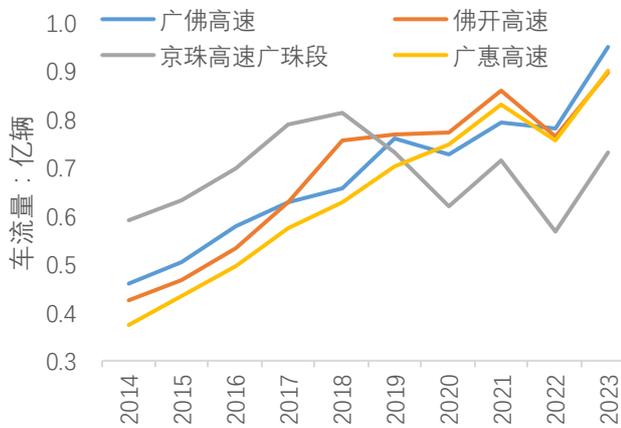
2. 现有路产车流量持续上升

粤高速主要收费公路的车流量有望继续上升。2014-19 年，粤高速参控股的十条高速公路车流量均呈现上升趋势，其中广佛高速、佛开高速、广惠高速的年化增速分别为 10.6%、12.5%、13.5%。车流量增长主要来自经济发展，广东省的 GDP 增速高于全国，经营性高速公路的通行费收入增速高于收费公路，所以粤高速的通行费收入有望更快增长。未来随着广惠高速、京珠高速广珠段等改扩建完工后，有望实现车流量、收费标准的齐升，带动通行费收入大幅增长。

2.1. 主要公路车流量上升

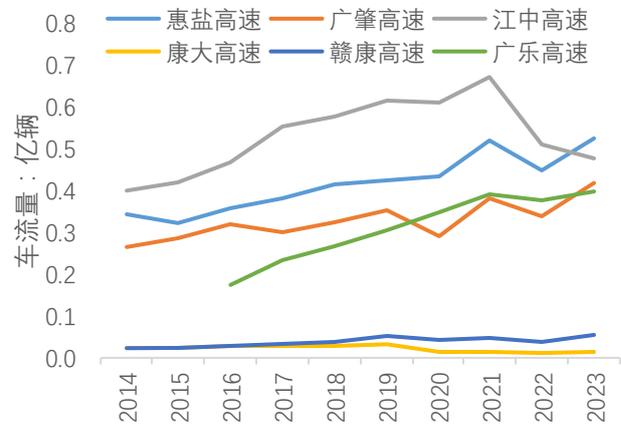
粤高速主要高速公路的车流量呈上升趋势。2014-19 年，粤高速控股的四条高速公路车流量都呈现上升趋势，广佛高速、佛开高速、广惠高速的年化增速分别为 10.6%、12.5%、13.5%；参股的 6 条高速公路车流量也都呈现上升趋势，江中高速和赣康高速的年化增速分别为 9.0%和 17.6%。尽管 2020-23 年受疫情影响，广佛、广惠、佛开、惠盐、广乐等高速车流量还在增长。

图 12：粤高速主要控股路段车流量呈现上升趋势



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

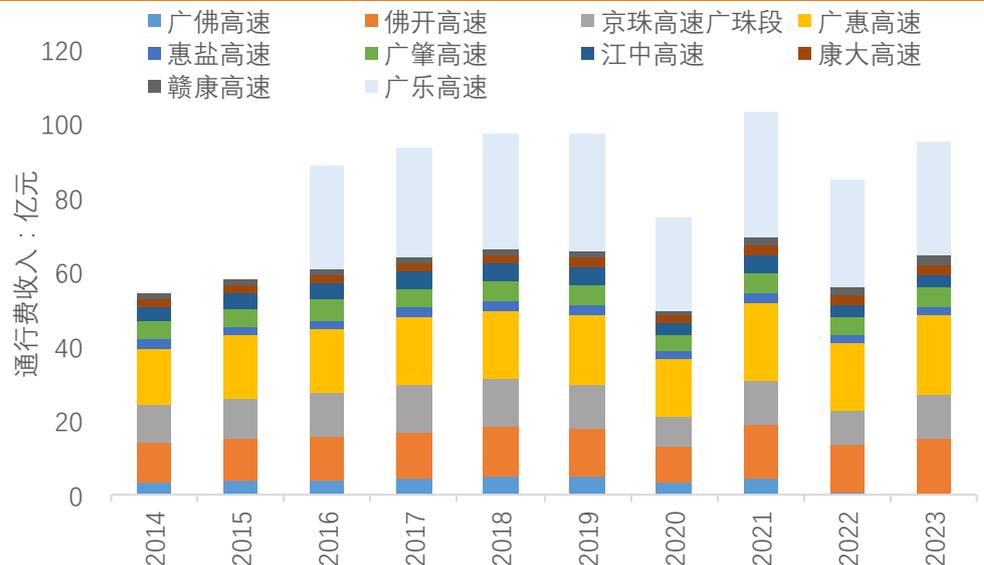
图 13：粤高速主要参股路段车流量呈现上升趋势



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

车流量上升有望带动通行费收入较快增长。疫情、通行费优惠等，导致 2020-22 年车流量、通行费收入有所震荡。2023 年车流量回升、通行费优惠减少，通行费收入增长；预计 2025-26 年车流量持续增长，带动通行费收入继续增长。

图 14：2014-23 年粤高速参控股路段通行费收入



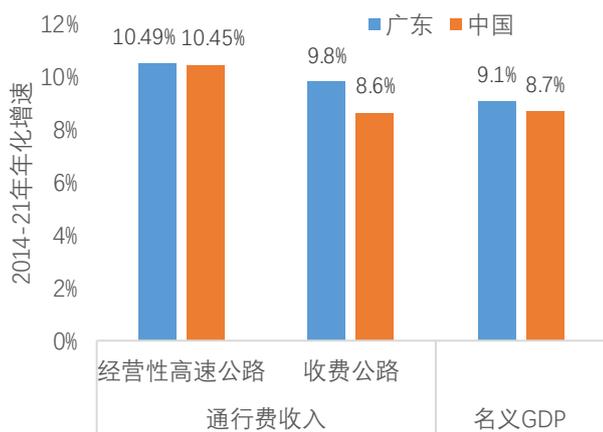
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2.2. 通行需求持续增长

广东省经营性高速公路的通行费收入较快增长。2014-2021 年，广东省经营性高速公路的通行费收入年化增速达到 10.49%，略高于全国经营性高速公路增速，也高于广东省收费公路增长，更高于广东省名义 GDP 增速。粤高速参控股的高速公路均处优越的地理位置，区域运输需求大，具备良好的成长空间。

GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长。经济发展带动货物运输和旅客出行需求增长，货车和客车通行量增长，相应的通行费收入也随之增长。广东省的 GDP 增速高于全国，导致经营性高速公路的通行费收入增速也高于全国。未来广东省 GDP 有望继续较快增长，带动通行费收入继续增长。

图 15：广东省经营性高速公路的通行费收入较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

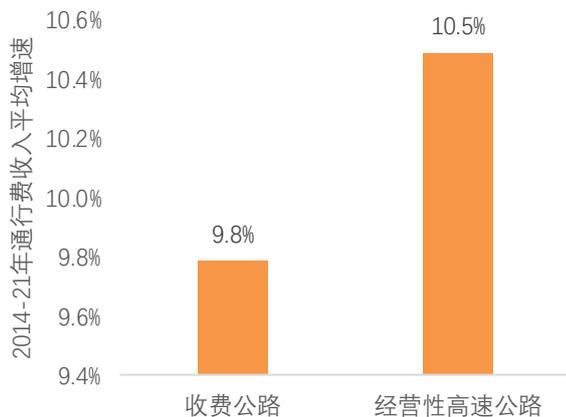
图 16：中国 GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

2014-21 年，经营性高速公路的通行费收入增速高于收费公路。一方面，高速公路的通行条件往往更好，随着 GDP 的发展能吸引更多的车辆通行，带动通行费收入更快增长。另一方面，广东省经营性高速公路的里程占比下降幅度有所趋缓，未来一旦稳定或上升，通行费收入有望更快增长。

图 17：广东省经营性高速公路的通行费收入增速高于收费公路



资料来源：Wind，天风证券研究所

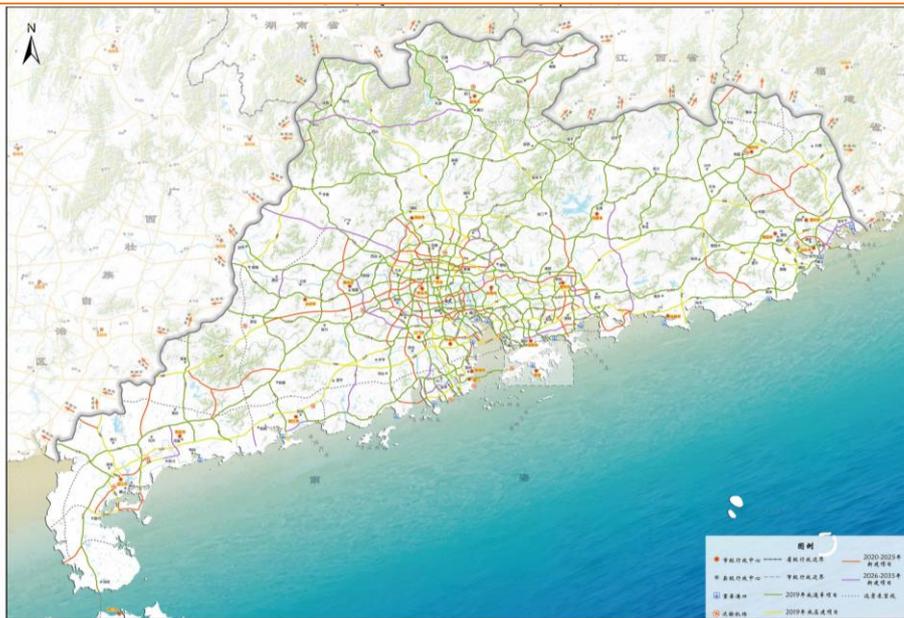
图 18：广东省的经营性高速公路通行费收入增速略高于全国



资料来源：Wind，天风证券研究所

区域经济稳步发展，广东省高速路网持续扩张。据《广东省高速公路网规划（2020-2035 年）》，到 2035 年，高速公路里程有望达约 1.5 万公里，广东还将持续增加高速公路建设投资，保障广东省高速公路高质量高速发展。通过交通先行，主动调整和优化高速公路布局，为实施粤港澳大湾区、深圳建设中国特色社会主义先行示范区的“双区驱动”战略提供基础支撑。

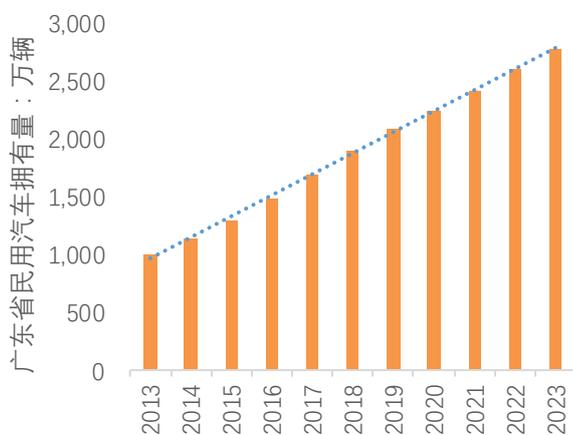
图 19：广东省高速公路网规划布局图（2020-2035 年）



资料来源：《广东省高速公路网规划（2020-2035 年）》，天风证券研究所

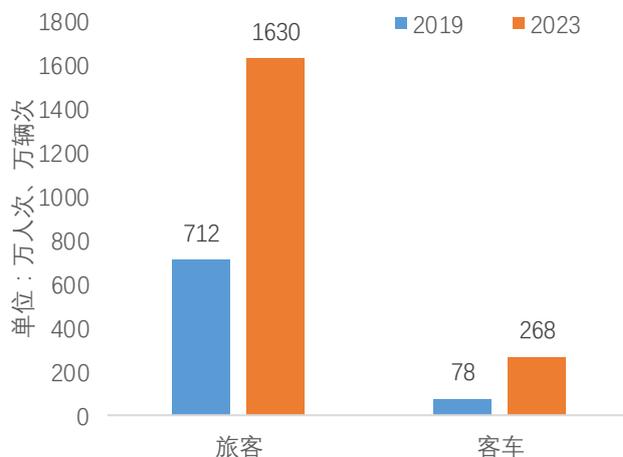
广东省车流量有望持续增长。一方面，受益于广东省民用汽车拥有量持续提升，省内高速公路车流量有望持续增长。另一方面，受益于粤港澳大湾区的互联互通，随着“澳车北上”、“港车北上”政策实施，广东省内车流量有望持续增长。

图 20：广东省民用汽车拥有量持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：经港澳大桥出入境的旅客、客车数量大幅增长



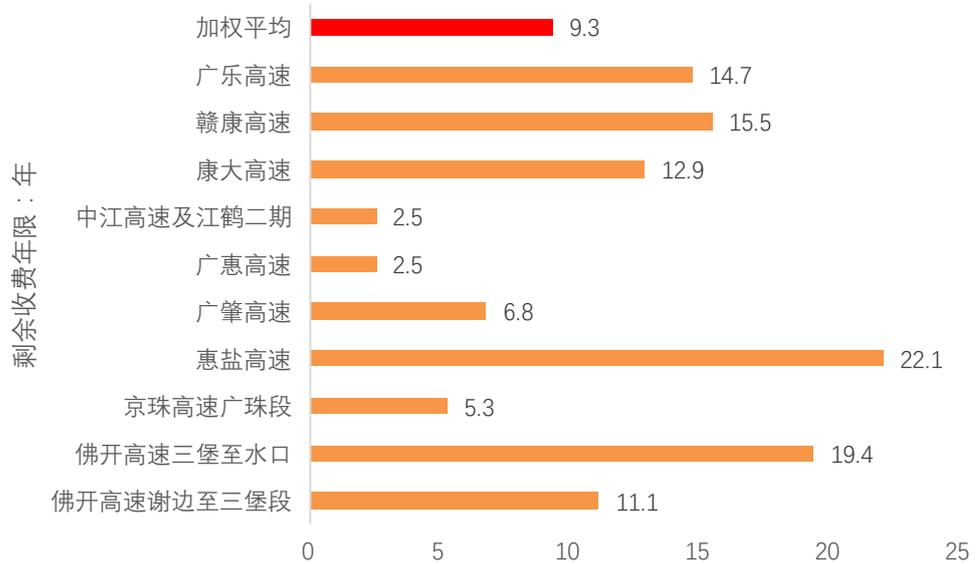
资料来源：大湾区评论，天风证券研究所

长期来看，政策推动智能驾驶发展，渗透率快速提升，高速公路车流量和通行能力都有望上升，粤高速或将受益。

2.3. 改扩建拓展增长空间

粤高速参控股公路剩余收费年限为 9.3 年左右，部分路段改扩建或将打开中长期车流量增长空间。京珠高速广珠段、江中高速、广惠高速、广肇高速均临近到期，剩余收费年限分别为：5.3、2.5、2.5、6.8 年，改扩建或在即。

图 22：粤高速参控股路段剩余收费年限情况



资料来源：《广东省高速公路发展股份有限公司 2020 年度第一期中期票据募集说明书》、《广东省高速公路发展股份有限公司 2023 年跟踪评级报告》，每经网、Wind，天风证券研究所

期待核心路段改扩建带来的增量空间。面对日益增长的交通需求，公司已在近年相继参加或启动了江中高速、惠盐高速、京珠高速广珠段、广肇高速等一系列改扩建工程，并正在积极筹划广惠高速的改扩建项目。

表 1：粤高速主要收费高速公路的基本情况

收费项目	拥有权益	起点/终点	收费里程 公里	总投资 亿元	营运开始 时间	营运截止 时间	2023 年通行 费 (亿元)	2023 年车流 量 (亿辆)
广佛高速	75%	广州/佛山	15.7	15.84	1989 年 8 月	2022 年 3 月	-	0.95
佛开高速	100%	谢边/三堡	46.6	103.26	1996 年 12 月	2036 年 3 月	15.21	0.90
	100%	三堡/水口	33.26			2044 年 6 月		
京珠高速广珠段	75%	广州/珠海	58.14	51.92	1999 年 12 月	2030 年 5 月	11.57	0.73
广惠高速	51%	广州/惠州	155.31	67.19	2003 年 12 月	2027 年 8 月	21.32	0.90
惠盐高速	33.33%	坑塘径/荷坳	20.6	5.45	1994 年 5 月	2047 年 2 月	2.17	0.52
广肇高速	25%	三水/肇庆	51.13	23.38	2002 年 9 月	2031 年 11 月	5.46	0.42
江中高速	15%	江门/中山	40.07	31.72	2005 年 11 月	2027 年 8 月	3.13	0.48
康大高速	30%	三益/梅关	56.65	21.63	2007 年 12 月	2037 年 12 月	2.92	0.02
赣康高速	30%	茅店/三益	43.59	21.56	2010 年 8 月	2040 年 7 月	2.44	0.05
广乐高速	9%	广州/乐昌	298.19	333.42	2014 年 9 月	2039 年 10 月	31.06	0.40

资料来源：《广东省高速公路发展股份有限公司 2020 年度第一期中期票据募集说明书》、《广东省高速公路发展股份有限公司 2023 年跟踪评级报告》，每经网，公司公告，Wind，天风证券研究所

注：灰色代表该路段已经停止收费，橙色代表控股路段，蓝色代表参股路段。

注：广惠高速公路萝岗至石湾段收费经营期至 2029 年 8 月，石湾至小金口段收费经营期至 2027 年 8 月，小金口至凌坑段收费经营期至 2027 年 8 月。

广惠高速、京珠高速广珠段改扩建完成后或将带来收费标准的提高。以四车道为主体，在车流量持续增长的背景下，产能利用率或已承压，目前正按计划进行改扩建。而据广东省现行高速公路收费标准，四车道收费为 0.45 元/标准车公里，六车道以上为 0.6 元/标准车公里，因此，我们预计工程完工后有望实现“量价齐升”。

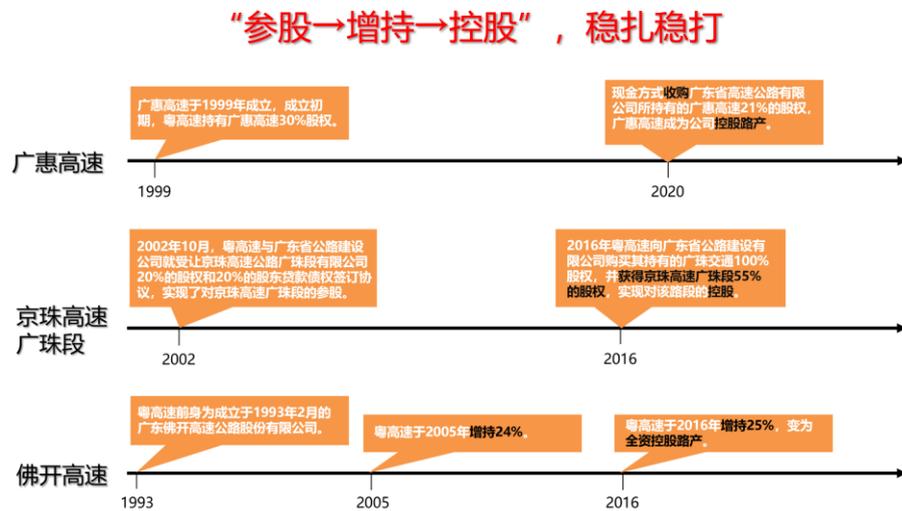
3. 收购/增持优质路产加速发展

“参股→增持→控股”模式有望持续，主业加速发展值得期待。通过收购/增持优质路产，粤高速控股公路里程、车流量增长明显，2023 年粤高速控股收费公路里程相较于 2014 年增长 223%，2023 年京珠高速广珠段、广惠高速的合计车流量占比达 30%，其 ROE 远高于粤高速整体水平，盈利能力突出。我们预计，粤高速未来有望继续收购/增持路产，一方面，政策推动下高速公路行业重组整合有望加快；另一方面，粤高速具有较大收购路产的空间，资产证券化潜力较大，同时对于已有的优质参股和非全资路产，未来“路径依赖”下增持的可能性较大。

3.1. 参股→增持→控股

“参股→增持→控股”模式，行稳致远。粤高速现有控股的路产大多数采用“参股→增持→控股”模式，例如：佛开高速，通过 2005 年、2016 年的两次分别增持 24% 和 25% 的股权，最终变为全资控股路产（100%）。广惠高速，从 1999 年的 30% 参股，通过 2020 年增持 21% 的股权后，最终变为控股路产（51%）。京珠高速广珠段，从 2002 年的 20% 参股，通过 2016 年增持 55% 的股权后，最终变为控股路产（75%）。

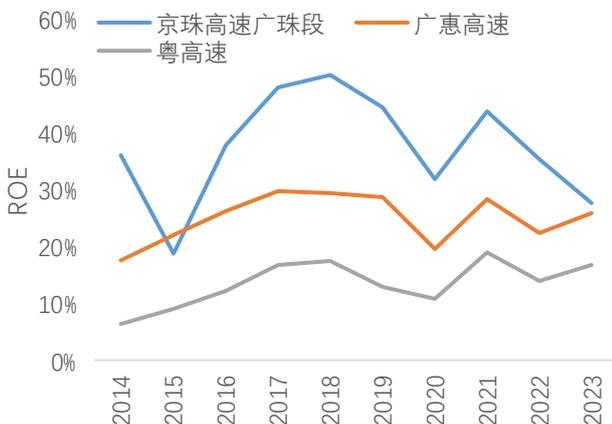
图 23：“参股→增持→控股”，良性循环



资料来源：公司公告，天风证券研究所

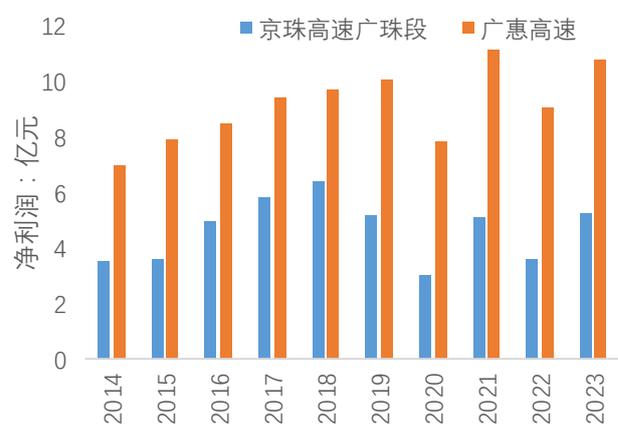
京珠高速广珠段、广惠高速盈利能力突出，其 ROE 大幅高于粤高速旗下资产平均水平。我们认为“参股→增持→控股”模式符合粤高速稳健经营的客观规律，助力公司持续发展。

图 24：京珠高速广珠段、广惠高速 ROE 均高于粤高速整体水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2014-19 年，京珠高速广珠段、广惠高速净利润趋于增长

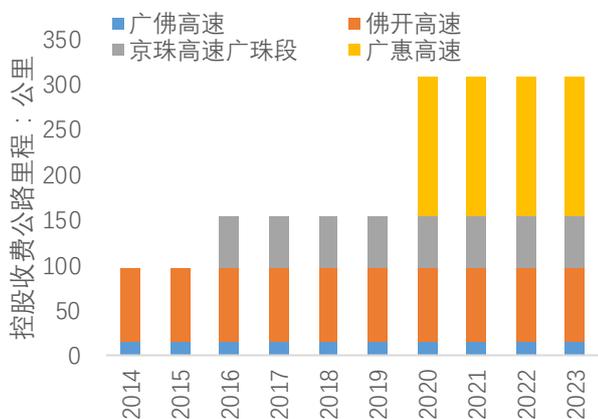


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 收购路产加速业务发展

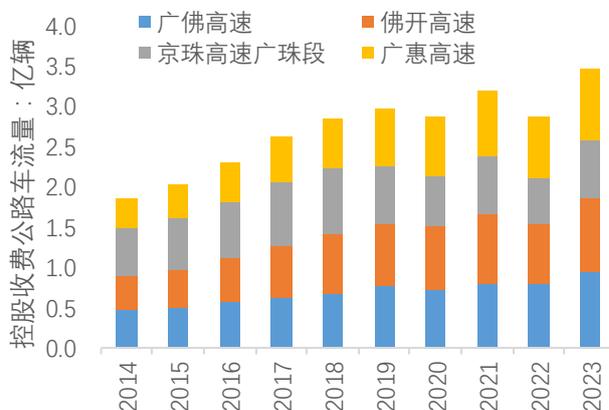
通过“参股→增持→控股”模式，粤高速的控股收费公路里程大幅增长。2016 年以来的增持，使得 2023 年粤高速控股收费公路里程相较于 2014 年增长 223%。收购路产对车流量贡献明显增加，2023 年京珠高速广珠段、广惠高速的合计车流量，达到粤高速车流量的 30%。

图 26: 截止 2023 年底, 控股收费公路里程较 2014 年增长 223%



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

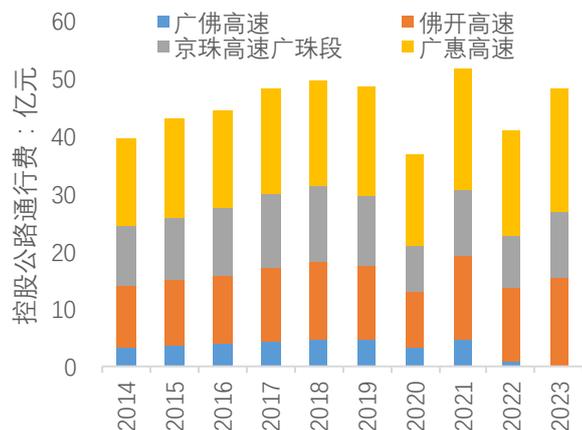
图 27: 2016 年以来, 收购京珠高速广珠段、广惠高速车流量增加



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

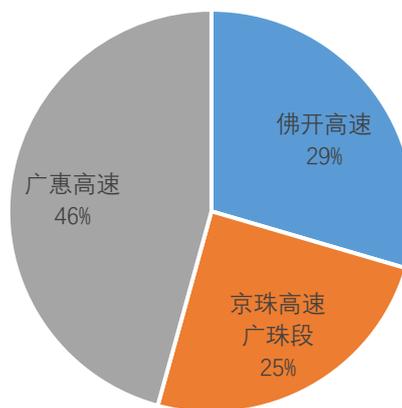
通过收购，粤高速的通行费收入趋于增长。2022 年广佛高速暂停收费，而之前通过参股、增持到控股的路产通行费收入对冲了该部分的损失，展现了较强的韧性。2016 年以来，收购路段的通行费收入呈现增长态势。从毛利结构来看，2023 年粤高速的毛利润由广惠、佛开、京珠高速广珠段贡献，而通过采用“参股→增持→控股”模式的广惠、京珠高速广珠段的毛利润合计占比超过 70%，已成为粤高速收入、利润的“中流砥柱”。

图 28: 2016 年以来, 收购路段的通行费收入趋于增长



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 29: 2023 年粤高速毛利润结构拆分



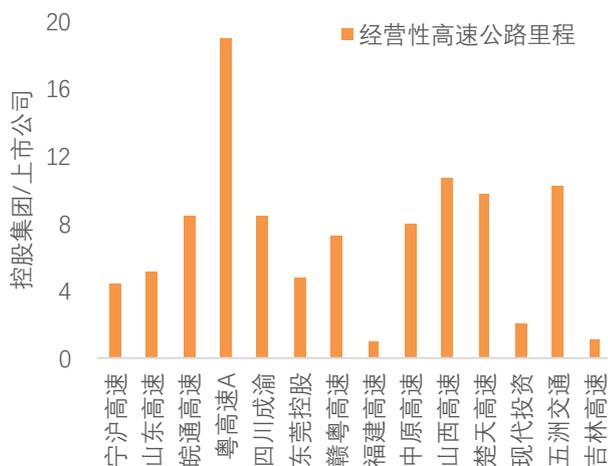
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 未来有望继续收购/增持路产

高速公路行业重组整合加快。高速公路行业作为资金密集型行业，初始投资大、回收期长、资产流动性差，加上行业具有一定的垄断性，决定了其建设运营主体多为地方国有企业，并且由于重资产、高负债的特点以及国企聚焦主责主业的相关要求，近年来部分民营企业和央企逐步退出高速公路领域。

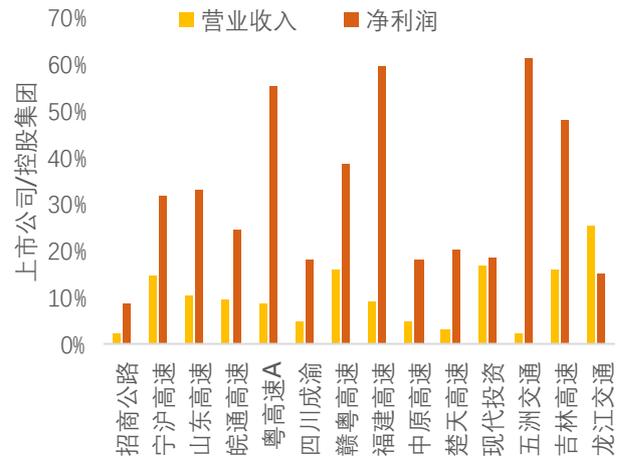
粤高速是广东省交通集团控股的高速公路上市公司。粤高速的收费公路均为经营性高速公路，通过投资建设及收购等方式获得特许经营权。从经营性高速公路里程数来看，粤高速属于“小公司、大集团”模式，粤高速的控股股东广东交通集团拥有大量非上市路产，未来注入空间较大。从利润来看，发现广东省交通集团的大部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产证券化的潜力或较大。

图 30：粤高速具备较大收购路产的空间



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

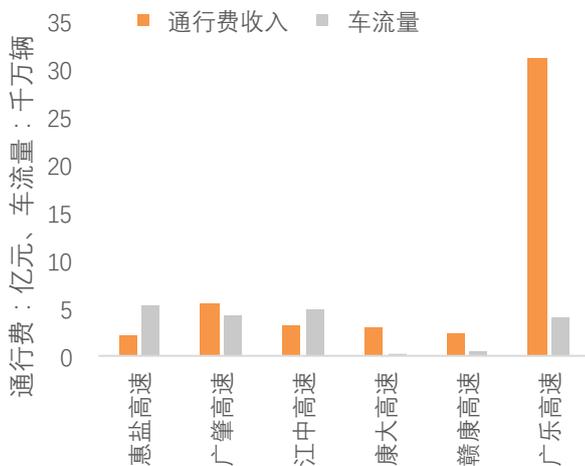
图 31：粤高速未来资产证券化的潜力或较大



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

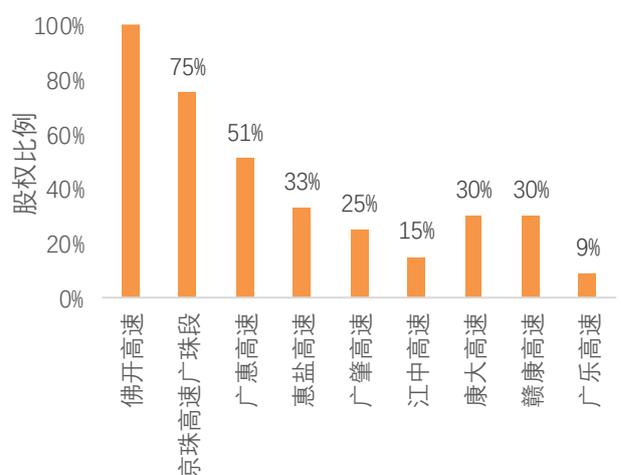
“参股→增持→控股”模式有望持续。粤高速部分参股路段的通行费收入、车流量呈现增长趋势，经营状况良好。非全资控股路产，京珠高速广珠段、广惠高速盈利能力突出，资产优质。我们预计，粤高速有望增持已有优质路产，包括：参股路产、非全资控股路产，或进而实现营收、利润的大幅增长，稳扎稳打、持续发展。

图 32：2023 年粤高速参股路段通行费收入、车流量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：粤高速增持已有优质路产的潜力较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利有望持续增长

2025-2026 年盈利有望持续增长。随着经济复苏，现有路产车流量有望持续上升，带动高速公路主业利润增长。改扩建拓展增长空间，收购优质路产加速发展。综合 DDM 估值法和可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予粤高速的目标价为 15.57 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.1. 2025-2026 年盈利持续增长

假设 2024-26 年广佛高速仍维持停止收费的状态。公司于 2022 年收到《广东省交通运输厅关于广佛高速公路收费期满处置有关事宜的通知》，控股子公司广佛高速公路有限公司（下称“广佛公司”）运营的广佛高速公路自 2022 年 3 月 3 日零时起停止收费，保留既有收费设施按照零费率方式照常运营，对通行本路段的所有车辆免收车辆通行费，并代为收取其他路段的车辆通行费。停止收费后，由广佛公司继续负责广佛高速公路的管理、养护。

假设 2025-26 年佛开高速通行费收入增速分别为 4% 和 3.5%。2024 年内需稍不及预期，通行费收入或将小幅下降，我们认为 2025 年内需有望表现、2026 年维持常态水平，因此，我们预计 2025-26 年佛开高速通行费收入增速分别为 4% 和 3.5%。

假设 2024-26 年广惠高速通行费收入增速分别为-6%、4%和 3%。因平行于广惠高速公路的广汕高铁开通，以及惠龙高速、莞番高速三期（广龙高速组成部分）的相继开通，周边路网变化对广惠高速公路的车流量造成一定的分流影响，因此我们预计 2024 年通行费收入有所下降，未来我们认为分流影响会逐步缓解，预计 2025-26 年广惠高速通行费收入增速分别为 4% 和 3%。

假设 2024-26 年京珠高速广珠段通行费收入增速分别为-2%、1%和 1%。深中通道对公司控股路产京珠高速广珠段有一定的分流影响，需要一定时间的观察期，我们认为随着大湾区互联互通，深中通道的分流影响或将逐步缓解。因此，我们预计 2024-26 年京珠高速广珠段通行费收入增速分别为-2%、1%和 1%。

假设 2024-26 年粤高速分红比例为 70%。一方面，2016-23 年粤高速分红比例维持在 70% 左右，在行业中处于领先地位。另一方面，公司公告《未来三年股东回报规划（2024 年度-2026 年度）》，2024-2026 年度每年现金分红不低于归母净利润的 70%。

表 2：粤高速的核心财务指标预测

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	52.88	41.69	48.79	47.23	48.75	50.04
yoy	39.5%	-21.2%	17.0%	-3.2%	3.2%	2.7%
通行费收入：亿元	51.70	40.96	48.11	46.55	48.07	49.36
占比	97.8%	98.2%	98.6%	98.6%	98.6%	98.6%
毛利润：亿元	33.58	25.83	31.38	29.69	31.08	32.24
毛利率	63.5%	62.0%	64.3%	62.9%	63.7%	64.4%
归母净利润：亿元	17.0	12.8	16.3	15.7	16.3	16.7
yoy	95.9%	-24.9%	27.9%	-3.7%	3.4%	2.5%
ROE	18.9%	14.1%	16.6%	15.2%	15.0%	14.7%
股息率	4.2%	3.1%	4.0%	3.9%	4.0%	4.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 15.57 元

根据 DDM 估值法和可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予粤高速的目标价为 15.57 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

根据 DDM 估值法，粤高速的每股价值为 20.48 元。高速公路的车流量和通行费收入比较稳定，粤高速的分红比例稳定，因此采用股利贴现模型进行估值。

表 3：粤高速的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	2.5%	2019 年以来十年期国债收益率平均 2.8%
风险溢价	4%	股票投资者预期回报率在 6%-8%
贝塔	0.7	粤高速相对沪深 300 指数的贝塔 0.7
预期市场回报率	6.5%	无风险利率+风险溢价
权益成本	5.3%	无风险利率+贝塔*（预期市场回报率-无风险利率）
永续增长率	3%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据股利贴现模型，粤高速的股利及贴现值如表 4。

表 4：粤高速的股利与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
股利：亿元	11.01	11.38	11.67	12.46	12.46	12.46	12.46	12.46	12.46	12.46	12.46	12.46	557.93
贴现：亿元	11.03	10.83	10.54	10.69	10.15	9.64	9.16	8.70	8.26	7.84	7.45	7.07	316.76
权益价值：亿元													428.13

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE，给予 13.7x 2025E PE，粤高速的每股价值为 10.66 元。

表 5：可比公司估值表

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2024/1/14	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
001965.SZ	招商公路	13.37	0.91	0.95	1.02	14.75	14.06	13.14
600377.SH	宁沪高速	14.85	0.91	0.99	1.06	16.24	15.04	14.05
600350.SH	山东高速	9.86	0.68	0.74	0.81	14.50	13.34	12.17
600548.SH	深高速	12.74	0.92	1.02	1.07	13.84	12.44	11.86
600012.SH	皖通高速	16.80	0.96	1.05	1.14	17.49	15.93	14.78
601107.SH	四川成渝	4.92	0.40	0.43	0.46	12.38	11.45	10.63
	平均					14.87	13.71	12.77
000429.SZ	粤高速 A	13.45	0.75	0.78	0.80	17.88	17.30	16.87

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除粤高速是分析师预测得出，其他公司盈利预测均来自万得一致预期；收盘价为 2024 年 1 月 14 日

5. 风险提示

政策风险。高速公路作为国家交通运输的重要组成部分，其收费经营期限和收费标准均由政府制定，行业发展受国家宏观政策变动影响较大。

经济环境风险。在全球贸易保护主义背景下，逆全球化盛行，地缘政治局势紧张，全球经济进入了深度结构调整。虽然我国经济平稳发展的长期趋势没有变，但当前经济仍处于弱增长阶段。

路网变化超预期。广东省路网规划持续进行，若新增路产对公司参控股路产分流情况大于预期，或对公司营收造成影响。

深中通道分流影响超预期。深中通道对公司控股路产京珠高速广珠段有一定的分流影响，需要一定时间的观察期，分流影响存在超预期的可能性。同时，如果未来深中通道取消四类及以上货车（含所有大件运输车辆）禁止通行的管制措施，或存在二次分流的风险。

改扩建风险。改扩建完成并投运后，车流量有望逐渐上升，但摊销、利息支出等迅速增加，可能导致该路段盈利大幅下滑，并拖累公司整体盈利。

测算结果具有主观性。尽管已经考虑了经济环境、路产分流、改扩建等因素，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,290.58	4,718.63	2,341.59	487.53	250.23	营业收入	4,168.63	4,879.07	4,723.11	4,875.30	5,004.51
应收票据及应收账款	108.37	139.90	100.43	147.64	107.01	营业成本	1,586.35	1,740.82	1,754.18	1,767.48	1,780.92
预付账款	7.79	8.49	7.91	8.61	8.04	营业税金及附加	22.27	23.03	22.29	23.01	23.62
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.50	89.61	30.53	93.48	33.81	管理费用	191.43	189.46	183.41	189.32	194.33
流动资产合计	4,443.23	4,956.63	2,480.46	737.27	399.08	研发费用	14.59	3.25	3.14	3.24	3.33
长期股权投资	2,923.37	3,095.58	3,295.58	3,495.58	3,695.58	财务费用	191.07	121.77	122.44	168.66	216.85
固定资产	10,098.25	9,010.17	7,586.73	6,127.26	4,706.81	资产/信用减值损失	(98.40)	(133.61)	(102.89)	(102.89)	(102.89)
在建工程	753.57	1,960.09	5,840.89	9,742.48	13,605.06	公允价值变动收益	10.40	2.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	246.77	221.33	167.35	112.17	56.99	投资净收益	254.96	312.36	278.23	280.07	282.79
其他	1,802.00	2,125.16	2,124.50	2,123.50	2,122.50	其他	(348.13)	(374.02)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	15,823.96	16,412.33	19,015.04	21,600.99	24,186.93	营业利润	2,344.09	2,993.55	2,813.00	2,900.78	2,965.35
资产总计	20,267.20	21,368.96	21,495.51	22,338.25	24,586.01	营业外收入	10.05	4.75	10.92	8.57	8.08
短期借款	430.39	110.09	500.00	712.97	2,257.51	营业外支出	12.26	21.40	18.71	17.46	19.19
应付票据及应付账款	197.79	214.45	200.95	217.60	204.13	利润总额	2,341.88	2,976.90	2,805.20	2,891.89	2,954.24
其他	904.59	1,212.47	1,255.86	1,215.25	1,258.64	所得税	547.29	714.56	673.35	694.16	709.12
流动负债合计	1,532.77	1,537.00	1,956.81	2,145.82	3,720.28	净利润	1,794.59	2,262.34	2,131.86	2,197.74	2,245.12
长期借款	5,566.60	5,944.72	5,000.00	5,000.00	5,000.00	少数股东损益	517.52	628.53	558.99	571.93	578.30
应付债券	1,428.38	749.40	749.40	749.40	749.40	归属于母公司净利润	1,277.07	1,633.81	1,572.86	1,625.80	1,666.82
其他	370.56	729.04	729.04	729.04	729.04	每股收益(元)	0.61	0.78	0.75	0.78	0.80
非流动负债合计	7,365.53	7,423.15	6,478.44	6,478.44	6,478.44						
负债合计	8,898.30	8,960.16	8,435.25	8,624.25	10,198.72						
少数股东权益	2,293.02	2,561.27	2,728.97	2,900.55	3,074.04	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	2,090.81	2,090.81	2,090.81	2,090.81	2,090.81	成长能力					
资本公积	743.13	783.13	783.13	783.13	783.13	营业收入	-21.17%	17.04%	-3.20%	3.22%	2.65%
留存收益	6,071.30	6,810.03	7,281.89	7,769.63	8,269.68	营业利润	-25.98%	27.71%	-6.03%	3.12%	2.23%
其他	170.63	163.57	175.46	169.89	169.64	归属于母公司净利润	-24.90%	27.93%	-3.73%	3.37%	2.52%
股东权益合计	11,368.90	12,408.81	13,060.25	13,714.00	14,387.29	获利能力					
负债和股东权益总计	20,267.20	21,368.96	21,495.51	22,338.25	24,586.01	毛利率	61.95%	64.32%	62.86%	63.75%	64.41%
						净利率	30.64%	33.49%	33.30%	33.35%	33.31%
						ROE	14.07%	16.59%	15.22%	15.04%	14.73%
						ROIC	14.90%	18.47%	16.83%	14.83%	13.11%
						偿债能力					
						资产负债率	43.90%	41.93%	39.24%	38.61%	41.48%
						净负债率	28.60%	23.93%	36.69%	50.01%	60.05%
						流动比率	2.90	3.22	1.27	0.34	0.11
						速动比率	2.90	3.22	1.27	0.34	0.11
						营运能力					
						应收账款周转率	31.18	39.30	39.30	39.30	39.30
						存货周转率	13,025.36	0.00	0.00	0.00	0.00
						总资产周转率	0.21	0.23	0.22	0.22	0.21
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	0.78	0.75	0.78	0.80
						每股经营现金流	1.32	1.83	1.52	1.45	1.62
						每股净资产	4.34	4.71	4.94	5.17	5.41
						估值比率					
						市盈率	22.02	17.21	17.88	17.30	16.87
						市净率	3.10	2.86	2.72	2.60	2.49
						EV/EBITDA	5.47	4.79	8.16	8.40	8.63
						EV/EBIT	7.63	6.49	11.02	11.26	11.47

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com