

粤高速 A (000429.SZ)

24 年报业绩符合预期，广惠改扩建工作即将启动

粤高速发布 2024 年业绩公告，全年实现营业收入 45.7 亿元，同比下降 6.3%，其中 Q4 营业收入为 10.7 亿元，同比下降 10.4%；实现归母净利润 15.6 亿元，同比下降 4.4%，其中 Q4 归母为 2.1 亿元，同比下降 25.9%。

- 公路主业营收小幅下滑，部分路产受路网分流及改扩建影响。2024 年公路运输业务实现营收 45 亿元，同比下降 6.5%，实现毛利润 29 亿元，同比下降 6.5%，控股路产车流量（含广佛）合计为 3.5 亿辆，同比+1.8%。据我们测算，Q4 控股路产合计通行费收入约为 10.5 亿元，同比下降 9.4%，控股路产合计车流量（含广佛）约为 8781.8 万辆，同比下降 0.1%。控股路产中，佛开高速车流量同比+0.6%，实现通行费收入 15 亿元，同比-1.7%，毛利率为 63.1%，同比+2.8pcts；京珠高速广珠段车流量同比+6.3%，实现通行费收入 10.8 亿元，同比-6.7%，毛利率为 66.5%，同比+0.2pcts，主要受深中通道、南中高速开通及改扩建影响；广惠高速车流量同比-3.7%，实现通行费收入 19.2 亿元，同比-9.7%，毛利率为 64.5%，同比-2.1pcts，主要由于新增路网和广汕、梅龙等高铁开通带来分流影响。
- 主业毛利率保持稳定，受改扩建工程完工转固影响投资收益有所下滑。2024 年公路运输业务营业成本为 16 亿元，同比下降 6.4%，毛利率为 64.5%，同比基本持平。费用方面，2024 年公司管理费用为 2 亿元，同比增长 7.4%，管理费用率为 4.5%，同比增长 0.6pcts；财务费用为 1.3 亿元，同比增长 3.5%，财务费用率为 2.8%，同比增长 0.3pcts。2024 年公司投资收益为 3 亿元，同比下降 3%，受江中高速改扩建工程完工转固影响，投资收益有所下滑。
- 发布广惠高速改扩建工程项目预案，IRR 为 5.1%。本改扩建项目起于广州市黄埔区萝岗互通立交，止于惠东县凌坑互通立交，其中惠州小金口-广州萝岗段为双向六改十（97.6 公里），惠州小金口-凌坑段为双向四改八（56.3 公里），建设预计工期安排 25 年初开工建设，29 年 12 月底建成通车，建设期为 5 年。本次改扩建工程总里程约 153.9 公里，项目初步估算总投资额为 305.2 亿元，据此测算单公里成本约 2 亿元，按资本金比例为总投资的 35%，公司持有广惠公司 51% 股比计算，公司资本金出资额为 54.5 亿元，据公司测算，本项目 IRR 为 5.1%，具备一定投资价值。
- 投资建议。公司持续受益于区域经济增长及核心路产改扩建带来远期车流量及通行收入增长，当前参控股路产中，京珠高速广珠段正处于改扩建中，广惠高速改扩建项目即将启动，后续改扩建完工后有望带来增量。考虑到路产分流影响仍存及广惠改扩建项目即将启动，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 15.3/15.8/16.6 亿元，对应 25 年 PE 为 19.9x，PB 为 2.8x，基于审慎考虑，下调至“增持”评级。
- 风险提示：所在区域经济增长不及预期、路网规划下部分路产分流影响大于预期、通行费政策变动、改扩建项目不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4879	4570	4375	4446	4602
同比增长	17%	-6%	-4%	2%	3%
营业利润(百万元)	2994	2776	2716	2794	2933
同比增长	28%	-7%	-2%	3%	5%
归母净利润(百万元)	1634	1562	1532	1577	1656
同比增长	28%	-4%	-2%	3%	5%
每股收益(元)	0.78	0.75	0.73	0.75	0.79
PE	18.7	19.5	19.9	19.4	18.4
PB	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持（下调）

周期/交通运输

目标估值：NA

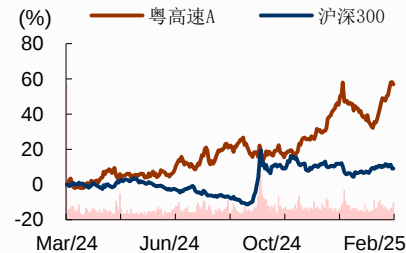
当前股价：14.6 元

基础数据

总股本（百万股）	2091
已上市流通股（百万股）	1303
总市值（十亿元）	30.5
流通市值（十亿元）	19.0
每股净资产（MRQ）	5.0
ROE（TTM）	14.9
资产负债率	41.2%
主要股东	广东省交通集团有限公司
主要股东持股比例	24.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	29	60
相对表现	13	10	50



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《粤高速 A (000429) —Q3 业绩超预期，广乐分红延期确认贡献投资收益》2024-10-25
- 2、《粤高速 A (000429) —业绩符合预期，部分路产受路网分流影响车流下滑》2024-09-07
- 3、《粤高速 A (000429) —Q3 车流量增长明显，业绩表现向好》2023-10-28

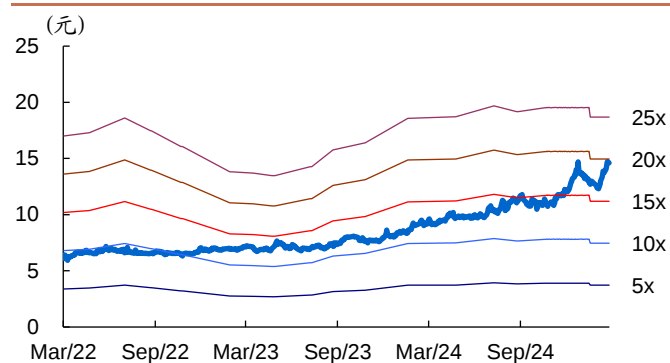
王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4879	4570	4375	4446	4602
营业成本	1741	1631	1651	1671	1705
营业税金及附加	23	23	22	23	23
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	189	203	197	200	207
研发费用	3	5	5	5	5
财务费用	122	126	111	97	91
资产减值损失	(134)	(122)	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	3	3	3
其他收益	12	12	12	12	12
投资收益	312	303	313	330	348
营业利润	2994	2776	2716	2794	2933
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	21	8	8	8	8
利润总额	2977	2774	2714	2792	2931
所得税	715	671	652	669	702
少数股东损益	629	541	530	546	573
归属于母公司净利润	1634	1562	1532	1577	1656
EPS (元)	0.78	0.75	0.73	0.75	0.79

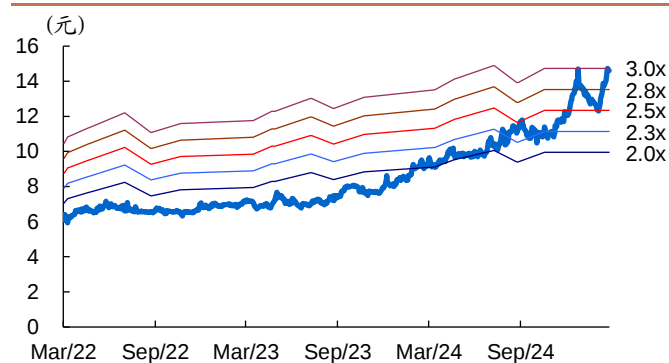
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 粤高速 A 历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 粤高速 A 历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4957	4531	4454	5271	6133
现金	4719	4290	4239	5052	5906
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	140	82	64	65	67
其它应收款	90	29	27	28	29
存货	0	0	0	0	0
其他	9	130	125	127	131
非流动资产	16412	17911	17942	17996	18072
长期股权投资	3096	3332	3499	3674	3858
固定资产	9010	8873	8744	8629	8528
无形资产商誉	221	198	191	185	179
其他	4085	5508	5508	5508	5508
资产总计	21369	22442	22396	23267	24205
流动负债	1537	1670	655	658	663
短期借款	110	0	0	0	0
应付账款	214	226	229	232	236
预收账款	3	0	0	0	0
其他	1210	1444	426	426	426
长期负债	7423	7576	7576	7576	7576
长期借款	5945	6728	6728	6728	6728
其他	1478	848	848	848	848
负债合计	8960	9246	8231	8234	8239
股本	2091	2091	2091	2091	2091
资本公积金	783	783	783	783	783
留存收益	6974	7595	8033	8356	8716
少数股东权益	2561	2728	3258	3804	4377
归属于母公司所有者权益	9848	10468	10906	11229	11589
负债及权益合计	21369	22442	22396	23267	24205

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3832	3256	2908	2896	2961
净利润	2262	2103	2062	2123	2230
折旧摊销	1149	1061	1035	1020	1006
财务费用	215	181	111	97	91
投资收益	(312)	(303)	(327)	(344)	(362)
营运资金变动	446	219	41	(1)	(4)
其它	72	(5)	(13)	0	0
投资活动现金流	(1485)	(2037)	(738)	(730)	(720)
资本支出	(1539)	(2037)	(899)	(899)	(899)
其他投资	55	(1)	160	169	178
筹资活动现金流	(1929)	(1656)	(2221)	(1352)	(1387)
借款变动	(655)	291	(1017)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	40	(0)	0	0	0
股利分配	(895)	(1144)	(1093)	(1254)	(1296)
其他	(420)	(803)	(111)	(97)	(91)
现金净增加额	418	(437)	(51)	814	854

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4879	4570	4375	4446	4602
营业成本	1741	1631	1651	1671	1705
营业税金及附加	23	23	22	23	23
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	189	203	197	200	207
研发费用	3	5	5	5	5
财务费用	122	126	111	97	91
资产减值损失	(134)	(122)	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	3	3	3
其他收益	12	12	12	12	12
投资收益	312	303	313	330	348
营业利润	2994	2776	2716	2794	2933
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	21	8	8	8	8
利润总额	2977	2774	2714	2792	2931
所得税	715	671	652	669	702
少数股东损益	629	541	530	546	573
归属于母公司净利润	1634	1562	1532	1577	1656

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	-6%	-4%	2%	3%
营业利润	28%	-7%	-2%	3%	5%
归母净利润	28%	-4%	-2%	3%	5%
获利能力					
毛利率	64.3%	64.3%	62.3%	62.4%	63.0%
净利率	33.5%	34.2%	35.0%	35.5%	36.0%
ROE	17.3%	15.4%	14.3%	14.3%	14.5%
ROIC	12.4%	10.5%	9.8%	9.9%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	41.2%	36.8%	35.4%	34.0%
净负债比率	32.5%	34.5%	30.0%	28.9%	27.8%
流动比率	3.2	2.7	6.8	8.0	9.3
速动比率	3.2	2.7	6.8	8.0	9.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率					
应收账款周转率	39.3	41.1	60.0	69.4	70.1
应付账款周转率	8.4	7.4	7.3	7.3	7.3
每股资料(元)					
EPS	0.78	0.75	0.73	0.75	0.79
每股经营净现金	1.83	1.56	1.39	1.38	1.42
每股净资产	4.71	5.01	5.22	5.37	5.54
每股股利	0.55	0.52	0.60	0.62	0.62
估值比率					
PE	18.7	19.5	19.9	19.4	18.4
PB	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。