



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 19 日

基础数据

03 月 18 日收盘价（元）	13.27
总市值（亿元）	277.45
总股本（亿股）	20.91

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】粤高速 A2024 年三季报点评：广乐分红错期，单季度利润同比高增-2024.11.18

【兴证交运】粤高速 A2024 年中报点评：改扩建持续推进，24-26 年维持 70%分红率-2024.09.01

分析师：陈尔冬

S0190524080005
chenerdong@xyzq.com.cn

分析师：王凯

S0190521090002
wangkai21@xyzq.com.cn

分析师：张晓云

S0190514070002
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

粤高速 A(000429.SZ)

拟冲回已计提的广佛管养支出坏账准备,广惠高速改扩建方案发布

投资要点:

事件: 粤高速 A 发布 2024 年报: 2024 年公司实现营业收入 45.70 亿元, 同比下滑 6.34%; 归母净利润 15.62 亿元, 同比下降 4.39%, 2024 年基本 EPS 为 0.75 元/股; 扣非后归母净利润 16.45 亿元, 同比减少 3.55%。2024 年公司每 10 股拟派发现金红利 5.23 元(含税), 分红比例为 70%, 对应 2025 年 3 月 18 日收盘价, 股息率为 3.94%。

3 月 15 日公司公告, 明确广佛高速公路由政府收回管理, 广佛公司拟冲回已计提的代垫广佛高速管养支出的坏账准备。

点评:

- 总体车流量上升, 但受新通车的高铁和高速的分流影响, 公司收入和利润承压: 2024 年公司实现营业收入 45.70 亿元, 同比下滑 6.34%; 归母净利润 15.62 亿元, 同比下降 4.39%。2024 年, 公司控股的 4 条路产实现通行费收入 45.00 亿元, 同比下滑 6.47%, 其中广惠高速/佛开高速/京珠高速广珠段车流量情况分别同比-3.66/+0.58/+6.28%, 分别实现通行费收入 19.25/14.95/10.80 亿元, 同比-9.74/-1.72/-6.66%, 通行费收入分别占总营收的 42.12/32.72/23.63%。

广惠高速通行费收入同比下滑, 系广惠高速公路因新增路网(惠龙高速、莞番高速)和广汕高铁、梅龙高铁及广惠城际铁路的开通带来的分流影响; 京珠高速广珠段通行费收入同比下滑是受深中通道、南中高速开通, 改扩建工程等因素的影响。

2024 年公司发生营业成本 15.98 亿元, 同比减少 6.43%, 系由于通行费收入减少(以工作量法计提)使路产折旧成本和付现成本大幅降低。

2024 年公司实现毛利润 29.39 亿元, 同比降低 6.35%; 实现毛利率 64.31%, 同比减少 0.01pcts。

- 投资收益主要来自参股高速公司, 受新增路网分流等影响参股高速表现疲弱。2024 年公司实现投资收益 3.03 亿元, 占利润总额的比例为 10.92%, 同比下降 3.05%。公司主要投资高速公路行业, 参股高速公司贡献 1.29 亿元投资收益、同比下滑 19.37%。占长期股权投资的 67.15%; 国元证券贡献 0.54 亿元投资收益、同比增长 21.88%, 占长期股权投资收益的 28.33%。

- 风险提示: 经济下行导致车流量下降、收费政策变化、再投资风险、其他高速及高铁通车带来的分流影响。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4570	4518	4498	4850
同比增长	-6.3%	-1.1%	-0.4%	7.8%
归母净利润(百万元)	1562	1796	1610	1606
同比增长	-4.4%	15.0%	-10.3%	-0.3%
毛利率	64.3%	64.2%	63.6%	61.8%
ROE	14.9%	16.3%	14.0%	13.4%
每股收益(元)	0.75	0.86	0.77	0.77
市盈率	17.8	15.4	17.2	17.3

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

- **控股路段广惠高速公路改扩建总投资 305.2 亿元，资本金 irr 为 5.08%。**2025 年 3 月 4 日，公司公告向广东广惠高速公路有限公司增资投资建设济广高速公路惠州小金口至广州萝岗段及广惠高速公路惠州小金口至凌坑段改扩建工程项目。改扩建项目总投资估算为 305.2 亿元，其中资本金为总投资估算的 35%，公司按持有广惠公司 51% 股比承担资本金出资，公司资本金出资金额约 54.48 亿元，最终以项目竣工决算价为准。项目资本金与银行贷款的比例为 35%：65%，其中，项目资本金由广惠公司各股东按持股比例同比向广惠公司增资，其余资金由广惠公司通过银行贷款融资解决。项目的资本金财务内部收益率为 5.08%，贷款偿还期为 18.57 年（含建设期 5 年），具有一定的盈利能力。

改扩建总里程约 153.9 公里，其中 G35 济广高速惠州小金口至广州萝岗段（国网段）97.6 公里由双向六车道扩建为双向十车道，S21 广惠高速惠州小金口至凌坑段（省网段）56.3 公里由双向四车道扩建为双向八车道。

- **广佛公司由政府收回，减值冲回后预计增厚 25 年公司归母净利润 2.57 亿元。**自 2022 年 3 月 3 日广佛高速停止收费以来，广佛公司于 2022 年至 2024 年代垫其运营管养支出。由于政府尚未明确其代运营管养支出事项，基于谨慎性原则，广佛公司对这部分代垫支出全额计提坏账准备。其中 2022、2023 和 2024 年所计提信用减值损失分别为 0.98 亿元、1.23 亿元和 1.22 亿元，合计为 3.43 亿元。2025 年 3 月 15 日公司公告广佛高速已明确由政府收回管理，相关代垫费用将由审计清算后支付。公司持有广佛公司 75% 的股权，按股比计算本次减值冲回后对 25 年归母净利润贡献约 2.57 亿元。

- **投资策略：**国内宏观经济回暖带来车流量的进一步增长，叠加改扩建项目的完成强化路网效应。未来公司将继续推进京珠高速公路广珠段、粤肇高速公路改扩建工程建设，优化路网结构，公司参控股高速公路盈利未来有望保持增长稳健。同时，公司注重股东回报，分红率维持 70%，属于业绩稳健且高分红品种，防御性较高。

受其他公路及高铁通车带来的分流影响，以及考虑广佛公司拟冲回已计提的代垫广佛高速管养支出的信用减值损失、京珠高速广珠段拟在 2027 年前后改扩建通车，我们调整盈利预测，预计 2025/2026/2027 年，公司归母净利润为 17.96/16.10/16.06 亿元，以 70% 分红率计算，对应 3 月 18 日收盘价股息率为 4.53%/4.06%/4.05%，PE 为 15.4/17.2/17.3X，PB 为 2.5/2.4/2.3X。维持“增持”评级。

- 风险提示：

（1）**经济下行导致车流量下降**：经济下行可能影响人们出行意愿，对车流量影响较大，从而影响公司营业收入，业绩恢复进度可能低于预期；

（2）**收费政策变化**：未来政府可能进一步调整高速公路收费政策，将影响公司控股路产通行费收入，从而影响公司营收。

（3）**再投资风险**：公司再投资的其他业务板块回报率可能不及预期，影响公司收益；

（4）**其他高速及高铁通车带来的分流影响**：随着广东省内高速公路网及高铁路网不断完善，公司路产未来可能持续面临分流影响。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4531	4985	5161	6622
货币资金	4290	4428	4658	6184
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	82	109	70	29
预付款项	4	7	4	1
存货	0	0	0	0
其他	155	441	429	408
非流动资产	17911	18558	19286	18787
长期股权投资	3332	3332	3332	3332
固定资产	8873	7808	6824	10770
在建工程	2665	4365	6065	1607
无形资产	198	198	198	198
商誉	0	0	0	0
其他	2842	2854	2867	2880
资产总计	22442	23543	24448	25409
流动负债	1670	1565	1403	1261
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	226	208	143	86
其他	1444	1357	1260	1175
非流动负债	7576	7576	7576	7576
长期借款	6728	6728	6728	6728
其他	848	848	848	848
负债合计	9246	9141	8979	8837
股本	2091	2091	2091	2091
未分配利润	5544	5809	6051	6292
少数股东权益	2728	3400	3983	4605
股东权益合计	13196	14402	15468	16572
负债及权益合计	22442	23543	24448	25409

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1562	1796	1610	1606
折旧和摊销	1072	1070	1079	1607
营运资金的变动	89	-77	-108	-78
经营活动产生现金流量	3256	2908	2932	3596
资本支出	-2035	-1710	-1800	-1100
长期投资	-162	-12	-13	-13
投资活动产生现金流量	-2037	-1387	-1447	-712
债权融资	81	0	0	0
股权融资	193	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1656	-1378	-1255	-1359
现金净变动	-442	138	230	1526

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4570	4518	4498	4850
营业成本	1631	1616	1639	1851
税金及附加	23	23	22	24
销售费用	0	0	0	0
管理费用	203	195	190	210
研发费用	5	8	5	7
财务费用	126	121	128	235
投资收益	303	335	366	401
公允价值变动收益	3	0	0	0
信用减值损失	-122	343	0	0
资产减值损失	0	-5	-5	-5
营业利润	2776	3241	2887	2932
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	2774	3241	2887	2932
所得税	671	774	694	705
净利润	2103	2468	2194	2228
少数股东损益	541	672	584	622
归属母公司净利润	1562	1796	1610	1606
EPS(元)	0.75	0.86	0.77	0.77

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-6.3%	-1.1%	-0.4%	7.8%
营业利润增长率	-7.3%	16.8%	-10.9%	1.6%
归母净利润增长率	-4.4%	15.0%	-10.3%	-0.3%
盈利能力				
毛利率	64.3%	64.2%	63.6%	61.8%
归母净利率	34.2%	39.8%	35.8%	33.1%
ROE	14.9%	16.3%	14.0%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	38.8%	36.7%	34.8%
流动比率	2.71	3.19	3.68	5.25
速动比率	2.71	3.18	3.67	5.24
营运能力				
资产周转率	20.9%	19.6%	18.7%	19.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.86	0.77	0.77
每股经营现金	1.56	1.39	1.40	1.72
估值比率(倍)				
PE	17.8	15.4	17.2	17.3
PB	2.7	2.5	2.4	2.3

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn