

# 车流低谷已过，出行持续复苏

华泰研究

2023年2月02日 | 中国内地

公告点评

路桥

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

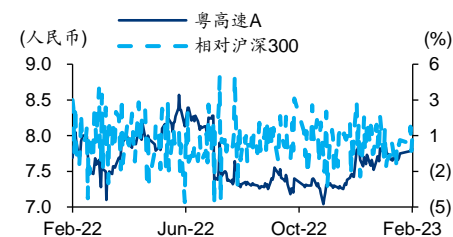
9.49

研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	林霞颖
SAC No. S0570518090003	linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840	+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

目标价(人民币)	9.49
收盘价(人民币 截至2月2日)	7.81
市值(人民币百万)	16,329
6个月平均日成交额(人民币百万)	13.59
52周价格范围(人民币)	7.04-8.57
BVPS(人民币)	4.28

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 越过 2022 业绩低谷，奔向 2023 出行复苏

粤高速发布业绩预告: 2022 年总收入 41.7 亿元, 同比降低 21%; 归母净利润 12.9 亿元, 同比降低 24%, 低于我们预期 (14.3 亿元)。2022 年净利下滑, 主因: 1) 疫情扰动背景下, 居民出行意愿下降; 2) 广佛高速到期, 项目收入减少; 3) Q4 全国货车通行费下调 10%。我们同步调整 2022 年归母净利润预测至 12.9 亿元 (前值 14.3 亿元)。春运车流量正加速恢复, 我们对 2023 年行业复苏更加乐观, 因此上调公司 2023/24 年归母净利润预测至 17.4/18.2 亿元 (前值 15.5/17.5 亿元)。我们的目标价 9.49 元 (前值 8.90 元) 是取 DCF 和 PE 测算的均值; DCF 基于 WACC=6.59% (前值: 7.72%); PE 基于 9.9x 2023E PE (前值 10.6x 2022E PE), 在行业中枢 7.9x 2023PE 上继续给予 25% 溢价, 以反映公司高分红率优势。维持“买入”。

## 疫情、费率优惠、广佛到期，多重因素导致 2022 业绩低谷

公司 2022 年总收入、营业利润、归母净利润同比减少 21%、25%、24%。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 总收入同比下降 15/19/17/33%, 归母净利润同比变化 +8/-24/-23/-69%。Q4 表现不佳, 主因: 1) 广佛高速自 2022/3/3 起停止收费, 对 Q4 收入的拖累约为 8-9%; 2) Q4 货车通行费减免 10%; 3) 疫情多点散发且持续时间较长, 居民出行意愿下降。据交通部规划院, Q1/Q2/Q3/Q4 全国高速公路车流量同比降低 1/26/0/15%, 粤港澳大湾区路网车流量同比降低 7/7/3/11%。

## 春运车流量加速恢复，2023 出行景气度向好

受益于返乡需求集中释放, 春运车流量强劲复苏。春节前 15 天 (即返乡客流), 全国高速公路小客车流量同比增长 13%, 恢复到 2019 年同期的 112%。正月初五至十一 (即返城客流), 小客车流量同比增长 25%, 恢复到 2019 年同期的 127%, 彰显回城务工需求的韧性。据广东省交通厅, 春运前 24 天 (1/7-1/30), 粤港澳大湾区高速公路车流量同比增长 13%。

## 潜在出行水平已不断累加，高股息具有吸引力

在疫情前, 全国高速公路客车流量增速 (2015-2019 年 CAGR: 11.9%) 与汽车保有量增速 (同期 CAGR: 11.0%) 基本相近。2022 年末全国汽车保有量较 2019 年末增长 23%, 隐含客车流量潜在水平已超越 2019 年水平。公司核心路产位于经济繁荣的大湾区, 客车流量占比较高。公司 2023 年路网变化偏中性, 佛开高速受益于粤西大通道全线改扩建完工; 广惠周边路网较为稳定; 广珠东拟实施改扩建, 但预计对 2023 年车辆分流影响较小。我们预计 2022/23/24 年公司股息率为 5.5/7.5/7.8% (假设分红率维持 70%)。

风险提示: 出行意愿下降, 路网变化超预期, 资本开支超预期, 费率下调。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	3,790	5,288	4,168	5,206	5,437
+/-%	23.95	39.51	(21.18)	24.90	4.43
归属母公司净利润 (人民币百万)	867.84	1,700	1,287	1,743	1,818
+/-%	(31.05)	95.93	(24.33)	35.49	4.28
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.42	0.81	0.62	0.83	0.87
ROE (%)	9.77	20.10	14.25	18.35	17.79
PE (倍)	18.82	9.60	12.69	9.37	8.98
PB (倍)	2.06	1.82	1.80	1.65	1.55
EV EBITDA (倍)	7.33	4.79	6.07	5.13	5.23

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 估值分析

我们的目标价 9.49 元（前值 8.90 元），取 DCF（10.77 元）测算和 PE（8.22 元）测算的均值。DCF 测算是基于 WACC=6.59%（前值：7.72%）。PE 测算是基于 9.9x 2023E PE（前值 10.6x 2022E PE），参考行业估值中枢 7.9x 2023PE（Wind 一致预期），因公司分红率（约 70%）高于行业（约 45%-65%区间）而给予 25%溢价率（维持不变）。

图表1：可比公司表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE TTM	市盈率 PE 2022E	市盈率 PE 2023E	市净率 PB MRQ
600377 CH	宁沪高速	399	12.0	11.6	9.2	1.3
001965 CH	招商公路	484	10.5	10.0	8.8	0.9
600350 CH	山东高速	283	8.7	8.7	7.8	1.0
600548 CH	深高速	175	7.3	7.0	6.7	1.1
600012 CH	皖通高速	121	8.1	8.3	7.3	1.1
	平均数		9.3	9.1	7.9	1.1

注：2022E、2023E 取自 Wind 一致预期  
资料来源：Wind、华泰研究

图表2：WACC 测算表

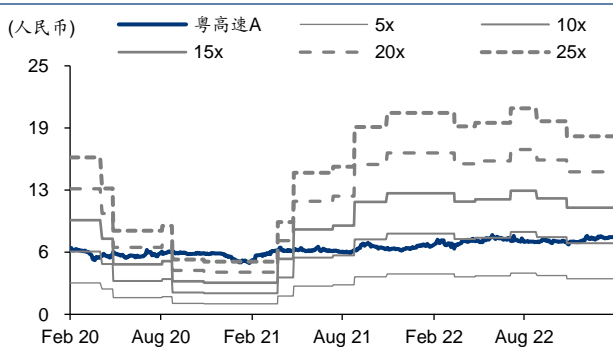
指标	数据	备注
贝塔值( $\beta$ )	0.601	在剔除杠杆的行业平均 $\beta$ 基础上，通过调整公司杠杆计算得出
无风险利率(%)	2.90%	十年期国债收益率
市场风险溢价(%)	10.1%	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 $K_e$ (%)	8.97%	
债务成本 $K_d$ (%)	3.70%	十年期 AAA 公司债收益率
法定所得税税率(%)	25.0%	
净债务比率 (%)	62.2%	2023E 有息负债/股东权益
WACC	6.59%	

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究预测

### 风险提示

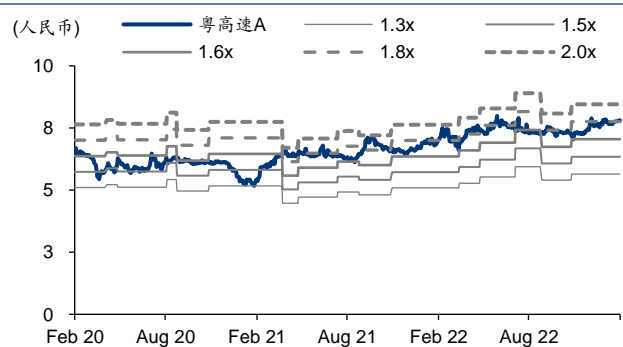
出行意愿下降，路网变化超预期，资本开支超预期，费率下调。

图表3：粤高速 APE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：粤高速 APB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,086	3,143	3,003	3,206	3,516
现金	2,847	2,956	2,856	3,022	3,324
应收账款	168.91	159.05	125.36	156.58	163.52
其他应收账款	60.93	13.76	10.85	13.55	14.15
预付账款	3.61	5.23	4.12	5.15	5.37
存货	0.05	0.64	0.55	0.63	0.65
其他流动资产	5.53	8.09	6.97	8.01	8.24
<b>非流动资产</b>	16,662	15,733	15,378	18,089	20,314
长期投资	2,382	2,627	2,808	3,002	3,198
固定投资	11,540	10,639	9,744	9,457	8,285
无形资产	302.38	268.50	257.83	243.07	224.22
其他非流动资产	2,437	2,198	2,568	5,387	8,607
<b>资产总计</b>	19,749	18,876	18,381	21,295	23,830
<b>流动负债</b>	2,596	1,163	954.70	1,107	1,197
短期借款	200.19	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	369.77	264.49	227.11	259.76	270.18
其他流动负债	2,026	898.85	727.59	847.34	927.11
<b>非流动负债</b>	6,921	6,391	6,010	7,645	9,208
长期借款	4,977	4,573	4,192	5,827	7,389
其他非流动负债	1,943	1,819	1,819	1,819	1,819
<b>负债合计</b>	9,516	7,555	6,965	8,752	10,405
少数股东权益	2,299	2,339	2,339	2,623	2,907
股本	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
资本公积	645.97	713.46	713.46	713.46	713.46
留存公积	4,893	5,986	6,531	7,272	8,053
归属母公司股东权益	7,933	8,982	9,077	9,920	10,518
<b>负债和股东权益</b>	19,749	18,876	18,381	21,295	23,830

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	2,636	3,670	2,803	3,622	3,776
净利润	1,364	2,427	1,816	2,470	2,604
折旧摊销	1,036	1,276	1,070	1,297	1,359
财务费用	216.18	221.71	172.90	116.85	99.69
投资损失	(171.37)	(277.06)	(226.88)	(278.79)	(292.71)
营运资金变动	111.47	(75.94)	(25.53)	21.78	11.83
其他经营现金	79.16	97.83	(2.61)	(4.92)	(5.01)
<b>投资活动现金</b>	(512.37)	(423.79)	(484.66)	(3,727)	(3,288)
资本支出	(660.01)	(513.66)	(530.48)	(3,812)	(3,383)
长期投资	(14.91)	(89.65)	(181.21)	(193.16)	(196.37)
其他投资现金	162.55	179.53	227.03	278.22	291.21
<b>筹资活动现金</b>	(2,332)	(3,137)	(2,420)	271.71	(186.21)
短期借款	200.19	(200.19)	0.00	0.00	0.00
长期借款	337.01	(404.82)	(381.05)	1,635	1,563
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,917)	67.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(952.95)	(2,599)	(2,039)	(1,363)	(1,749)
现金净增加额	(206.80)	109.01	(100.86)	166.83	301.47

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,790	5,288	4,168	5,206	5,437
营业成本	1,662	1,930	1,657	1,895	1,971
营业税金及附加	23.40	26.15	20.61	25.75	26.89
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	203.95	223.61	191.73	239.48	250.08
财务费用	216.18	221.71	172.90	116.85	99.69
资产减值损失	(1.23)	(2.89)	(2.28)	(2.84)	(2.97)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	171.37	277.06	226.88	278.79	292.71
<b>营业利润</b>	1,865	3,167	2,368	3,224	3,397
营业外收入	11.75	17.98	17.98	17.98	17.98
营业外支出	20.64	22.48	22.48	22.48	22.48
<b>利润总额</b>	1,856	3,162	2,364	3,219	3,393
所得税	491.41	735.37	547.94	749.19	789.21
<b>净利润</b>	1,364	2,427	1,816	2,470	2,604
少数股东损益	496.54	726.38	529.31	726.62	785.59
归属母公司净利润	867.84	1,700	1,287	1,743	1,818
EBITDA	3,106	4,657	3,604	4,630	4,848
EPS (人民币, 基本)	0.42	0.81	0.62	0.83	0.87

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.95	39.51	(21.18)	24.90	4.43
营业利润	3.52	69.82	(25.21)	36.11	5.39
归属母公司净利润	(31.05)	95.93	(24.33)	35.49	4.28
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	56.15	63.51	60.25	63.60	63.74
净利率	36.00	45.89	43.57	47.44	47.89
ROE	9.77	20.10	14.25	18.35	17.79
ROIC	16.31	26.53	21.00	22.13	20.14
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.19	40.02	37.89	41.10	43.66
净负债比率 (%)	40.58	32.17	28.18	38.12	45.55
流动比率	1.19	2.70	3.15	2.90	2.94
速动比率	1.19	2.69	3.14	2.89	2.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.27	0.22	0.26	0.24
应收账款周转率	25.76	32.25	29.31	36.93	33.97
应付账款周转率	5.03	6.08	6.74	7.78	7.44
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.81	0.62	0.83	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.76	1.34	1.73	1.81
每股净资产(最新摊薄)	3.79	4.30	4.34	4.74	5.03
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	18.82	9.60	12.69	9.37	8.98
PB (倍)	2.06	1.82	1.80	1.65	1.55
EV EBITDA (倍)	7.33	4.79	6.07	5.13	5.23

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司