

增持 (维持)

粤高速 A (000429)

疫情导致业绩承压，连续高分红回报股东

2023年3月21日

市场数据

日期	2023-3-20
收盘价(元)	7.97
总股本(百万股)	2091
流通股本(百万股)	1652
净资产(百万元)	11369
总资产(百万元)	20267
每股净资产(元)	4.34

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《粤高速 A 三季度报点评: 因疫情前三季度业绩承压, 连续高分红回报股东》 2022-10-28

《粤高速 A 2021 年报&2022 年一季报点评: 业绩稳健增长, 重视股东回报》 2022-04-27

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

投资要点

事件: 粤高速 A 发布 2022 年报: 2022 年公司实现营业收入 41.69 亿元, 同比下滑 21.17% (调整后); 归母净利润 12.77 亿元, 同比下滑 24.90% (调整后), 2022 年基本 EPS 为 0.61 元/股; 扣非后归母净利润 13.12 亿元, 同比下滑 22.53%。2022 年公司每 10 股拟派发现金红利 4.28 元 (含税), 分红比例为 70%, 对应 2023 年 3 月 20 日收盘价 7.97 元, 股息率为 5.37%。

点评:

- **受省内疫情叠加广佛高速停止收费以及第四季度收费公路货车通行费减免 10% 影响, 营业收入及业绩继续承压, 同比均有所下滑。**2022 年公司实现营业收入 41.69 亿元, 同比下滑 21.17%, 实现归母净利润 12.77 亿元, 同比下滑 24.90%。2022 年, 公司控股的 4 条路产实现通行费收入 40.96 亿元, 同比下滑 20.78%, 其中广惠高速通行费占比最高, 为 18.31 亿元, 占总营收的 43.92%。广佛高速 2022 年 3 月停止收费, 贡献通行费 0.66 亿元, 占总营收的 1.58%。营业收入、通行费收入同比下滑系由于: (1) 广佛高速公路自 2022 年 3 月 3 日零时起停止收费; (2) 本年省内疫情多点散发且持续时间较长; (3) 第四季度收费公路货车通行费减免 10%。2022 年公司发生营业成本 15.50 亿元, 同比下降 17.29%, 系由于: 佛开高速三堡至水口段改扩建项目收费期限于 2021 年 6 月获批, 以及通行费收入减少 (以工作量法计提) 使路产折旧成本下降。从 2023 年以来, 疫情政策放开、国内经济逐步回暖, 全国车流量恢复情况较好, 公司收入、业绩同比有望获得大幅修复。
- **投资收益主要来自参股高速公司, 受疫情影响同比有所下滑。**2022 年公司实现投资收益 2.55 亿元, 占利润总额的比例为 10.89%。公司主要投资高速公路行业, 参股高速公司贡献 68.85% 的长期股权投资收益, 国元证券贡献 21.46% 的长期股权投资收益。2022 年公司一次性转让粤高科全部股权取得投资收益 0.14 亿元, 扣除该影响, 投资收益同比下滑 12.87%, 主要系广东省内疫情影响, 参股路产通行费收入下降。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4169	4943	5166	5400
同比增长	-21.2%	18.6%	4.5%	4.5%
归母净利润(百万元)	1277	1689	1822	1948
同比增长	-24.9%	32.3%	7.9%	6.9%
毛利率	61.9%	65.9%	67.5%	68.8%
ROE	14.1%	15.7%	16.0%	16.1%
每股收益(元)	0.61	0.81	0.87	0.93
市盈率	13.0	9.9	9.1	8.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **控股路段广澳高速公路改扩建，未来有望贡献稳定收入支撑。**2022年10月22日，公司公告拟向控股子公司广珠东增资投资建设广澳高速公路南沙至珠海段改扩建工程项目。改扩建项目总投资估算为154.25亿元，剔除地方政府承担费用，广珠东公司承担约130.04亿元，其中资本金为总投资估算的35%，粤高速A按持股比例承担资本金出资额约34.14亿元，资本金以外建设资金通过银行贷款解决。该项目是公司控股路段，位于珠三角交通枢纽核心区域，交通流量大，能够为公司发展提供稳定的收入支撑。经测算，该项目资本金内部收益率5.75%，具有一定的赢利能力，该项目的借款偿还期（含建设期）约为16.25年，项目运营期能够还清长期贷款本金及利息。
- **投资策略：**随着疫情防控政策的放开，国内宏观经济回暖带来车流量的回升，叠加改扩建完成强化路网效应，公司参控股高速公路盈利未来有望保持增长稳健。同时，公司治理好，注重股东回报，公司承诺2021-2023年分红率不低于70%，属于业绩稳健且高分红品种，防御性较高。预计2023-2025年，公司归母净利润为16.89亿元、18.22亿元、19.48亿元，EPS为0.81元、0.87元、0.93元，对应2023年3月20日收盘价7.97元，PE分别为9.9X、9.1X、8.6X，假设分红率维持70%，则股息率为7.10%、7.65%、8.18%，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：**政府对高速公路通行费收费有一定指导，收费政策变化对公司控股路产通行费收入影响较大，影响公司未来盈利；
 - (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。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4443	8349	11320	14306	
货币资金	4291	8168	11135	14112	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	108	135	138	145	
预付款项	8	7	7	7	
存货	0	0	0	0	
其他	36	39	39	41	
非流动资产	15824	14580	13483	12347	
长期股权投资	2923	2825	2858	2847	
固定资产	10098	9438	8565	7583	
在建工程	754	377	188	94	
无形资产	247	193	141	89	
商誉	0	0	0	0	
长期待摊费用	0	-1	-2	-4	
其他	1802	1749	1733	1738	
资产总计	20267	22929	24802	26653	
流动负债	1533	1420	1465	1444	
短期借款	430	287	335	319	
应付票据及应付账款	198	217.26	214.14	215.55	
其他	905	915	916	909	
非流动负债	7366	7747	8191	8588	
长期借款	5567	5942	6387	6784	
其他	1799	1806	1803	1804	
负债合计	8898	9167	9656	10032	
股本	2091	2091	2091	2091	
资本公积	743	743	743	743	
未分配利润	4698	6240	6720	7214	
少数股东权益	2293	2990	3737	4537	
股东权益合计	11369	13762	15146	16621	
负债及权益合计	20267	22929	24802	26653	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	1277	1689	1822	1948	
折旧和摊销	1043	1063	1090	1104	
资产减值准备	0	17	-1	1	
资产处置损失	-0	-1	-1	-1	
公允价值变动损失	-10	0	0	0	
财务费用	237	117	97	100	
投资损失	-255	-287	-303	-320	
少数股东损益	518	697	747	800	
营运资金的变动	-259	-132	36	-28	
经营活动产生现金	2752	3129	3498	3602	
投资活动产生现金	-998	504	298	355	
融资活动产生现金	-425	245	-829	-980	
现金净变动	1330	3878	2967	2977	
现金的期初余额	2955	4291	8168	11135	
现金的期末余额	4285	8168	11135	14112	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	4169	4943	5166	5400	
营业成本	1586	1687	1680	1685	
税金及附加	22	26	27	28	
销售费用	0	0	0	0	
管理费用	191	221	233	243	
研发费用	15	13	15	16	
财务费用	191	117	97	100	
其他收益	14	15	15	15	
投资收益	255	287	303	320	
公允价值变动收	10	0	0	0	
信用减值损失	-98	-66	-77	-73	
资产减值损失	0	-1	-1	-1	
资产处置收益	0	1	1	1	
营业利润	2344	3115	3354	3588	
营业外收入	10	13	12	12	
营业外支出	12	16	15	15	
利润总额	2342	3112	3352	3586	
所得税	547	726	782	837	
净利润	1795	2386	2569	2749	
少数股东损益	518	697	747	800	
归属母公司净利	1277	1689	1822	1948	
EPS(元)	0.61	0.81	0.87	0.93	

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-21.2%	18.6%	4.5%	4.5%
营业利润增长率	-26.0%	32.9%	7.7%	7.0%
归母净利润增长	-24.9%	32.3%	7.9%	6.9%
盈利能力				
毛利率	61.9%	65.9%	67.5%	68.8%
归母净利率	30.6%	34.2%	35.3%	36.1%
ROE	14.1%	15.7%	16.0%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	43.9%	40.0%	38.9%	37.6%
流动比率	2.90	5.88	7.73	9.91
速动比率	2.90	5.88	7.73	9.91
营运能力				
资产周转率	21.3%	22.9%	21.6%	21.0%
应收帐款周转率	3052.1	4028.7	3726.8	3752.0
存货周转率	495672	1808692	1082777	125390
每股资料(元)				
每股收益	0.61	0.81	0.87	0.93
每股经营现金	1.32	1.50	1.67	1.72
每股净资产	4.34	5.15	5.46	5.78
估值比率(倍)				
PE	13.0	9.9	9.1	8.6
PB	1.8	1.5	1.5	1.4

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：A股市场以沪深300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.xyq.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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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反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SK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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn