

公司研究/动态点评

2020年05月12日

交通运输/路桥 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 2.73  
合理价格区间(元): 3.23~3.37

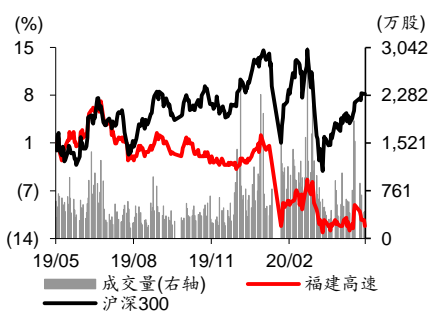
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《福建高速(600033 SH,增持): 业绩略超预期, 派息低于预期》2020.04
- 2《福建高速(600033 SH,增持): 高股息吸引力强, 维持增持评级》2019.09
- 3《福建高速(600033,增持): 业绩符合预期, 路费收入稳健增长》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 公路恢复收费, 但负面因素尚存 福建高速(600033)

### 高速公路主业景气回升, 但ETC优惠与路产折旧上调有一定负面影响

全国高速公路从5月6日起恢复收费, 公司主业重回正轨, 估值有望获得部分修复, 基于: 1) 车流量基本面向好; 2) 潜在的政府补偿措施。同时, ETC通行费优惠将使恢复收费后的实际费率下降, 路产折旧上调将拖累全年盈利。我们预计公司2020/21/22年度股息率为2.8/6.1/6.6% (假设分红率为50%)。我们预计2020/21/22年公司EPS为0.15/0.33/0.36元, 目标价为3.23-3.37元。维持“增持”评级。

### 我们对车流量持乐观展望, 期待后续政府补偿

公路免费政策实施后, 车流量已迅速恢复。据福建省交通厅, 全省高速公路出口车流量在2月1-16日同比降低71.5%, 在2月17-29日同比降低20.6%, 在3月同比增长12.7%。疫情期间高速公路用路需求不减, 我们认为主要因为: 1) 私家车可避开拥挤人群; 2) 油价大幅下降, 自驾边际成本减少; 3) 货车从普通道路驶入高速公路。高速公路恢复收费以来(5月6日至10日), 全国高速公路车流量同比仅减少5.4%。考虑油价大幅降低、促进汽车消费政策、疫情期间自驾比例提高, 我们对后续车流量保持乐观展望。政府补偿或部分弥补免费政策产生的损失。

### ETC 95折继续影响客车费率, 货车费率下调的影响将在2Q体现

2019年7月起, 福建省全面推广ETC通行费95折优惠, 伴随ETC使用率的提升, 客车实际支付费率小幅下降。我们认为, 市场对客车优惠已有充分预期。5月2日, 福建省交通厅挂网货车通行费标准。与年初相比, 3、4类货车/专项作业车被额外给予通行费减征9%的优惠。我们认为货车降费的影响将从2Q起在业绩中有所体现。

### 重估车流量使折旧费用上升, 受益利率下行使财务费用下降

公司每三年重新预测剩余收费期限的车流量, 并调整以后年度每标准车流量应计提的折旧。据4月30日公告, 泉厦、福泉、罗宁高速公路的标准车折旧自2020年1月1日起上调, 采用未来适用法做会计估计变更。公司测算, 假设从2017年初起运用该会计估计, 2017-2019年归母净利润将分别下调5.4%、5.2%、5.5%。“15闽高速”公司债(票面利率4.9%; 约占公司2019年付息债务的45%)将于2020年8月到期, 考虑年初至今市场利率已大幅下降, 我们预计债务置换或使公司财务费用进一步降低。

### 考虑交通部潜在的补偿措施, 维持“增持”评级

因恢复收费时间(5月6日)早于我们预期(7月1日)及货车费率下降, 我们调整2020/21/22年归母净利润预测至4.13/9.13/9.88亿元(前次2.78/9.52/10.25亿元)。我们认为采用不受公路免费影响的2021年作为估值基础。考虑公司过往分红率高于行业, 在行业中枢8.5x 2021PE上给予约15%溢价(溢价率与前次相同), 基于9.8-10.2x 2021PE(前次8.9-9.1x 2021PE)给予目标价3.23-3.37元(前次3.12-3.19元)。维持“增持”评级。

风险提示: 恢复收费后车流量低于预期; 政府补偿方案进展迟缓。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,744
流通A股(百万股)	2,744
52周内股价区间(元)	2.70-3.44
总市值(百万元)	7,492
总资产(百万元)	17,058
每股净资产(元)	3.45

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,663	2,904	2,205	3,015	3,127
+/-%	7.61	9.07	(24.06)	36.71	3.71
归属母公司净利润(百万元)	733.51	827.58	412.76	912.81	988.02
+/-%	11.78	12.82	(51.91)	121.15	8.24
EPS(元, 最新摊薄)	0.27	0.30	0.15	0.33	0.36
PE(倍)	10.21	9.05	18.15	8.21	7.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 核心假设

### (1) 高速公路免费政策

本次报告假定公司旗下高速公路在5月6日恢复收费，上次报告假定7月1日恢复收费。交通部尚未公布明确的补偿方案，我们模型暂按无补偿进行假设，与上次报告相同。

### (2) 固定资产折旧费用

公司每三年重新预测剩余收费期限的车流量，并调整以后年度每标准车流量应计提的折旧。据4月30日会计估计变更公告，泉厦、福泉、罗宁高速公路的每标准车流量应计提的折旧自2020年1月1日起上调。本次报告反映会计估计变更的影响，前次报告则无。

图表1：盈利预测调整表

单位：人民币 百万元		2020E	2021E	2022E
营业收入	调整前	1,760	3,134	3,250
	调整后	2,205	3,015	3,127
	(+/-)%	25.34	(3.79)	(3.79)
其中：通行费收入	调整前	1,597	2,967	3,078
	调整后	2,043	2,848	2,955
	(+/-)%	27.92	(4.01)	(4.01)
其中：其他收入	调整前	162	167	172
	调整后	162	167	172
	(+/-)%	-	-	-
营业成本	调整前	896	1,222	1,263
	调整后	1,211	1,284	1,314
	(+/-)%	35.20	5.01	4.08
其中：通行费成本	调整前	797	1,121	1,158
	调整后	1,112	1,182	1,209
	(+/-)%	39.56	5.47	4.45
其中：其他成本	调整前	126	130	134
	调整后	126	130	134
	(+/-)%	-	-	-
毛利润	调整前	864	1,912	1,988
	调整后	994	1,732	1,813
	(+/-)%	15.12	(9.42)	(8.79)
投资收益	调整前	(90)	(14)	(8)
	调整后	(39)	(18)	(12)
	(+/-)%	(57.04)	29.04	55.06
归属母公司股东的净利润	调整前	278	952	1,025
	调整后	413	913	988
	(+/-)%	48.37	(4.11)	(3.62)

资料来源：华泰证券研究所

## 估值分析

我们认为疫情与公路免费为一次性事件，故采用不受此影响的2021年作为估值基础。目前，高速公路行业PE估值中枢为8.5x 2021PE（前次7.8x 2021PE）。公司的2016-2018年度的分红率均值为55.9%，排名已进入高速公路行业第一梯队（图表3）。受疫情与公路免费事件影响，2019年度分红率降低至16.6%（图表4）。随着公路恢复收费，公司现金流情况好转，我们预计2020-2022年度分红率回升至50%水平。我们在行业PE中枢基础上给予15%左右的溢价，基于9.8-10.2x 2021PE（前次8.9-9.1x 2021PE）进行估值，目标价区间3.23-3.37元（前次3.12-3.19元）。考虑潜在的政府补偿以及近期全国较好的车流量表现，维持“增持”评级。

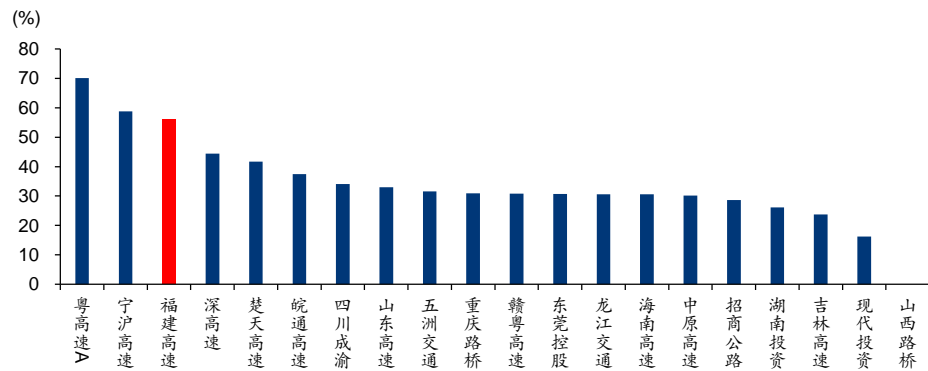
**图表2：高速公路可比公司表**

代码	证券简称	总市值 亿元	市盈率 PE			市净率 PB MRQ
			TTM	2020E	2021E	
600377.SH	宁沪高速	522.92	16.69	20.37	11.44	1.88
001965.SZ	招商公路	435.56	16.85	16.32	8.84	0.91
600350.SH	山东高速	263.65	12.46	12.83	7.89	0.88
600548.SH	深高速	204.56	10.77	12.52	8.10	1.12
000429.SZ	粤高速 A	147.61	17.69	13.90	9.43	1.53
600012.SH	皖通高速	86.91	11.11	16.04	6.92	0.81
	平均值		14.26	15.33	8.77	1.19
	中位值		14.58	14.97	8.47	1.02

注：EPS 和 BPS 取自 Wind 一致预期，收盘价 2020/5/12

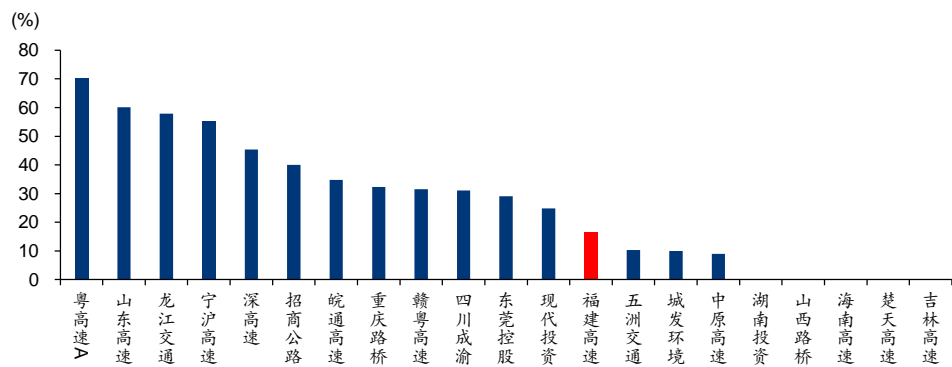
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3：2016-2018 年度累计分红占近三年累计归母净利润的比例**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

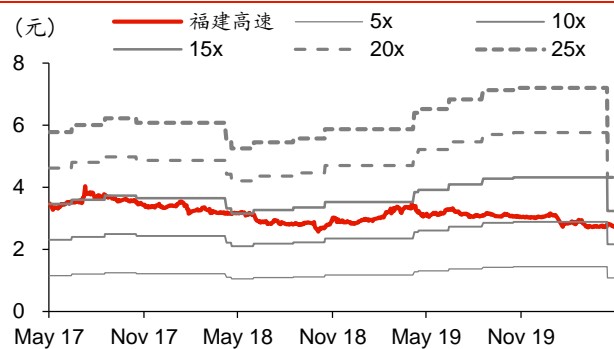
**图表4：2019 年度拟定分红占归母净利润的比例**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

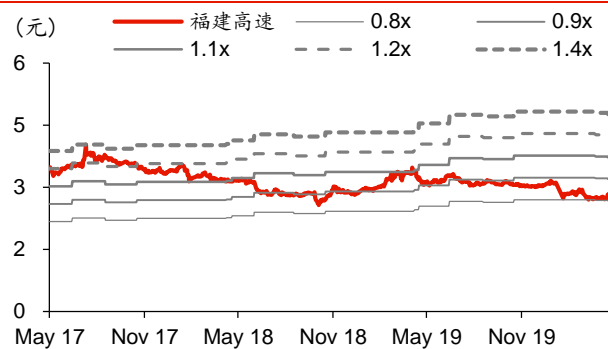
**PE/PB - Bands**

**图表5: 福建高速历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表6: 福建高速历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

恢复收费后车流量低于预期; 政府补偿方案进展迟缓。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,503	1,987	2,075	3,309	4,381
现金	992.96	1,134	1,419	2,531	3,537
应收账款	469.52	761.37	578.21	697.51	755.44
其他应收账款	26.16	70.41	53.47	57.88	65.21
预付账款	0.91	1.73	1.93	1.81	1.93
存货	10.57	19.75	22.07	19.92	21.58
其他流动资产	2.86	0.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产	15,796	15,185	14,465	13,698	12,911
长期投资	299.18	221.38	182.69	164.80	152.87
固定投资	14,362	13,716	13,041	12,293	11,518
无形资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
其他非流动资产	1,135	1,248	1,241	1,241	1,240
资产总计	17,299	17,172	16,540	17,007	17,292
流动负债	1,605	3,263	1,543	1,501	1,439
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	688.61	686.13	661.30	623.78	559.72
其他流动负债	916.84	2,577	881.79	876.91	878.92
非流动负债	4,630	2,175	3,213	2,791	2,371
长期借款	2,355	1,608	1,188	767.63	347.44
其他非流动负债	2,275	567.08	2,025	2,023	2,024
负债合计	6,236	5,438	4,756	4,292	3,810
少数股东权益	1,971	2,224	2,345	2,569	2,805
股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
资本公积	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658
留存公积	4,690	5,106	5,037	5,743	6,275
归属母公司股东权益	9,092	9,511	9,440	10,146	10,678
负债和股东权益	17,299	17,172	16,540	17,007	17,292

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,912	1,790	1,750	1,906	2,016
净利润	958.23	1,081	533.59	1,137	1,224
折旧摊销	642.65	682.44	753.33	826.31	852.79
财务费用	213.49	188.05	171.69	89.18	56.07
投资损失	41.03	31.11	38.69	17.88	11.94
营运资金变动	16.36	(288.87)	290.51	(168.32)	(127.75)
其他经营现金	40.43	96.73	(37.67)	3.98	(0.57)
投资活动现金	(120.81)	(213.28)	(80.02)	(77.95)	(77.95)
资本支出	164.13	213.92	77.50	77.50	77.50
长期投资	0.00	0.00	(38.69)	(17.88)	(11.94)
其他投资现金	43.32	0.64	(41.21)	(18.33)	(12.38)
筹资活动现金	(1,541)	(1,436)	(1,385)	(715.75)	(932.67)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(600.19)	(747.10)	(747.10)	(420.19)	(420.19)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2.63)	0.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(937.70)	(689.40)	(637.44)	(295.56)	(512.48)
现金净增加额	250.85	140.76	285.58	1,112	1,006

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,663	2,904	2,205	3,015	3,127
营业成本	1,034	1,084	1,211	1,284	1,314
营业税金及附加	10.64	12.48	9.48	12.96	13.44
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.46	78.00	59.24	80.98	83.41
财务费用	213.49	188.05	171.69	89.18	56.07
资产减值损失	3.38	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(41.03)	(31.11)	(38.69)	(17.88)	(11.94)
营业利润	1,294	1,513	715.12	1,531	1,648
营业外收入	7.52	3.97	8.59	8.77	8.71
营业外支出	0.24	58.50	2.65	3.06	2.92
利润总额	1,301	1,458	721.06	1,536	1,654
所得税	342.79	377.37	187.48	399.43	430.02
净利润	958.23	1,081	533.59	1,137	1,224
少数股东损益	224.72	253.14	120.83	224.03	235.88
归属母公司净利润	733.51	827.58	412.76	912.81	988.02
EBITDA	2,150	2,383	1,640	2,446	2,557
EPS (元, 基本)	0.27	0.30	0.15	0.33	0.36

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.61	9.07	(24.06)	36.71	3.71
营业利润	11.14	16.92	(52.22)	114.03	7.68
归属母公司净利润	11.78	12.82	(51.91)	121.15	8.24
获利能力 (%)					
毛利率	61.17	62.69	45.08	57.43	57.98
净利率	27.55	28.50	18.72	30.27	31.60
ROE	8.07	8.70	4.37	9.00	9.25
ROIC	8.08	9.22	5.17	9.89	10.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.05	31.67	28.75	25.23	22.03
净负债比率 (%)	44.51	70.60	33.81	27.68	20.15
流动比率	0.94	0.61	1.34	2.20	3.05
速动比率	0.93	0.60	1.33	2.19	3.03
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.17	0.13	0.18	0.18
应收账款周转率	6.08	4.67	4.07	4.69	4.27
应付账款周转率	1.42	1.58	1.84	2.00	2.22
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.15	0.33	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.65	0.64	0.69	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.47	3.44	3.70	3.89
估值比率					
PE (倍)	10.21	9.05	18.15	8.21	7.58
PB (倍)	0.82	0.79	0.79	0.74	0.70
EV_EBITDA (倍)	5.65	5.09	7.40	4.96	4.75

## 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

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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、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。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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、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本公司及关联子公司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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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。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。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本研究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研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“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。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 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

## 法律实体披露

本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。

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司