

公司研究/年报点评

2019年04月22日

交通运输/路桥 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.51  
合理价格区间(元): 4.05~4.12

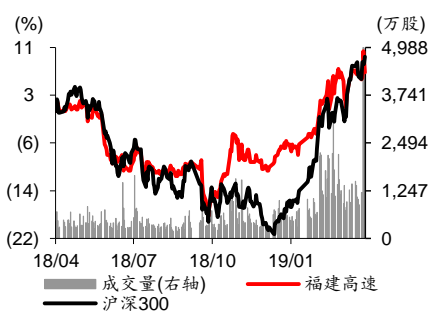
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492723  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《福建高速(600033,增持): 业绩超预期, 车流量内生增长强劲》2018.10
- 2《福建高速(600033,增持): 受高基数影响, 1Q 盈利同比下降》2018.05
- 3《福建高速(600033,增持): 路网分流与折旧调整拖累盈利》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩略高于预期, 成本管控较好

### 福建高速(600033)

**2018年, 收入同比增长7.61%, 盈利同比增长11.78%, 业绩略高于预期** 4月19日晚间, 公司发布2018年报: 1) 营业收入同比增长7.61%至26.63亿元, 归母净利增长11.78%至7.34亿元, 扣非净利增长10.82%至7.24亿元; 2) 实际业绩高于我们预期5.14%。我们认为2018年净利增长主要来自: 车流量内生增长、财务费用下降。我们预计2019-2021年EPS为0.29/0.32/0.35元, 调整目标价至4.05-4.12元, 维持“增持”评级。

#### 福厦线车流量内生增长强劲, 罗宁高速收入增速转正

2018年, 福建省私家车保有量提升, 带动高速公路客车流量稳健增长; 经济下行叠加贸易摩擦, 使货车流量增速放缓。2018年, 福建省高速公路总车流量同比增长8.9%, 其中, 客车、货车分别同比增长10.5%、3.3%。同期, 公司核心路段泉厦、福泉高速通行费收入同比增长8.5%、6.0%, 福厦线客车增速显著高于货车。罗宁高速通行费收入增速转正, 2018年罗宁高速收入增长14.0%, 而2017年降幅约37.7%。

#### 车流量内生增长、财务费用下降, 贡献盈利主要增量

2018年, 公司收入、毛利润、营业利润、归母净利分别同比增长7.6%、8.6%、11.2%、11.8%。我们认为: 1) 收入的增长主要源自泉厦、福泉高速车流量增长; 2) 毛利率同比提高0.58pp, 主要来自经营杠杆; 3) 营业利润同比增加1.30亿元, 主要因为毛利润增加1.30亿元, 财务费用下降的3,408万元与投资收益降低的2,434万元部分抵消, 管理费用率保持稳定。2017年, 公司因收到参股的厦门国际银行2015、2016年度的分红, 确认投资收益约7,785万元, 使基数较高; 2018年, 公司收到厦门国际银行2017年度分红, 确认投资收益4,318万元, 投资收益同比有所下降。

#### 高股息具有吸引力, 2019年需关注差异化收费政策的影响

在A股高速公路中, 公司分红率、股息率较高。公司2018年度分红率约56%, 对应股息率为4.27% (收盘价2019/4/19)。假设2019-2021年度分红率维持在56%, 我们预计公司股息率为4.63%/5.04%/5.67% (收盘价2019/4/19)。自2019年起, 福建省开始执行《关于扩大高速公路差异化收费试点工作的通知》, 明确八项高速公路差异化收费政策。在降低社会物流成本背景下, 差异化收费可能降低单车收费标准, 但也会诱增车流量驶入高速公路。因政策已执行的时间较短, 2019年仍需密切关注政策落实情况。

#### 调整目标价至4.05-4.12元, 维持“增持”评级

基于2019年路网情况预测, 我们调整2019/2020年归母净利预测至7.94/8.65亿元 (前次7.83/9.02亿元), 并首次引入2021年预测9.73亿元。我们调整目标价至4.05-4.12元 (前次3.30-3.40元), 基于: 1) DCF: 基于WACC=8.99% (前次9.95%), 测算每股价值4.12元; 2) PE: 行业估值中枢为12x 2019PE, 因公司股息率较高给予溢价, 基于14x 2019PE测算每股价值为4.05元。维持“增持”评级。

风险提示: 车流量增速放缓、收费标准降低、参股公司亏损扩大。

### 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)	2.69-3.63
总市值 (百万元)	9,633
总资产 (百万元)	17,299
每股净资产 (元)	3.31

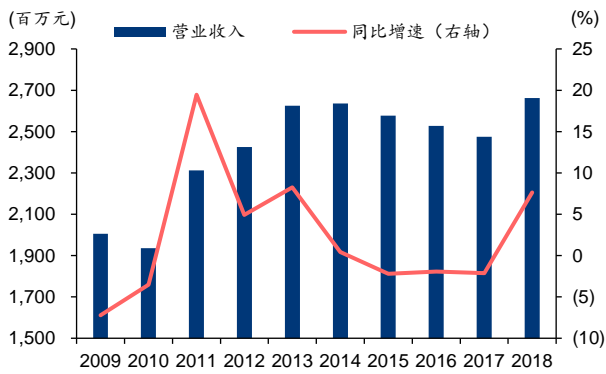
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,474	2,663	2,818	2,944	3,060
+/-%	(2.13)	7.61	5.83	4.48	3.92
归属母公司净利润 (百万元)	656.19	733.51	794.12	864.77	972.83
+/-%	(2.23)	11.78	8.26	8.90	12.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.27	0.29	0.32	0.35
PE (倍)	14.68	13.13	12.13	11.14	9.90

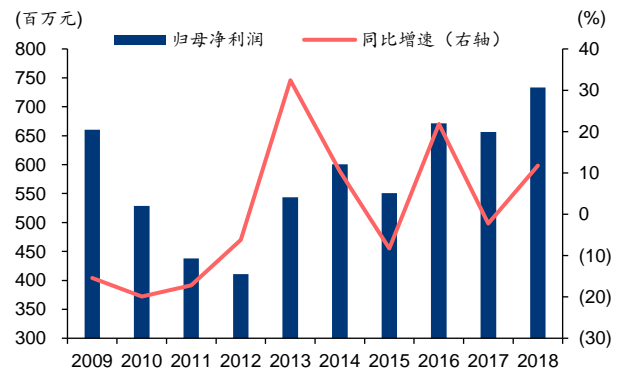
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 福建高速-营业收入 (2009-2018年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 福建高速-归母净利润 (2009-2018年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 利润简表

	2018年	2017年	全年同比	4Q18	4Q17	4Q 同比
单位	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%
营业收入	2,663	2,474	7.61	693	627	10.40
营业成本	1,034	975	6.04	352	364	-3.32
毛利润	1,629	1,499	8.64	341	264	29.32
毛利率 (%)	61.17	60.59	0.58	49.21	42.01	7.20
税金及附加	11	10	11.44	3	2	19.83
管理费用	70	66	6.48	22	20	10.53
财务费用	213	248	-13.77	52	57	-7.97
投资净收益	-41	-17	145.90	-20	-25	-21.89
其他项目	1	5	-85.18	1	6	-84.65
营业利润	1,294	1,164	11.15	245	165	48.27
加: 营业外收入	8	12	-39.52	-4	-5	-26.65
减: 营业外支出	0	11	-97.88	0	11	-98.09
利润总额	1,301	1,165	11.65	241	149	61.50
减: 所得税	343	302	13.52	67	49	37.38
净利润	958	863	11.00	174	100	73.26
减: 少数股东损益	225	207	8.50	47	34	38.68
归属于母公司所有者的净利润	734	656	11.78	127	66	90.98

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: WACC 测算表

指标	数据	备注
贝塔值 (β)	0.846	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 (%)	3.17	十年国债收益率
市场风险溢价 (%)	9.99	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 Ke (%)	11.62	
债务成本 Kd (%)	4.90	五年期及以上银行贷款基准利率
法定所得税税率 (%)	25.0	
债务成本 (%)	3.68	
债务比率 D/(D+E)(%)	33.06	2019E 预测资产负债率
WACC (%)	8.99	

图表5：高速公路可比公司表

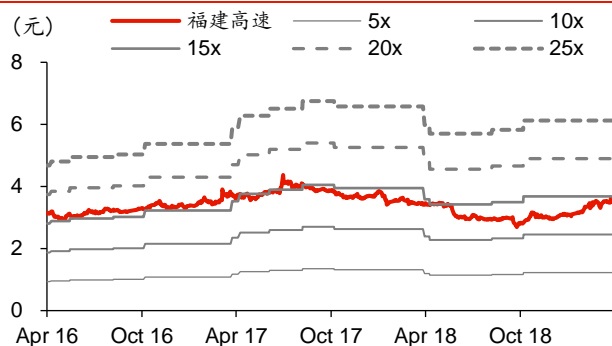
代码	证券简称	总市值 (亿元)	TTM	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)
				19E	20E	
001965.SZ	招商公路	551.10	14.09	12.93	11.57	1.21
600377.SH	宁沪高速	514.86	11.76	12.25	11.57	1.97
600350.SH	山东高速	247.29	8.40	13.05	11.75	0.91
600548.SH	深高速	233.12	6.78	11.17	10.02	1.34
000429.SZ	粤高速 A	189.85	11.32	12.17	11.41	1.98
600012.SH	皖通高速	118.76	10.57	10.21	9.51	1.18
	平均值		10.49	11.96	10.97	1.43
	中位值		10.57	12.17	11.41	1.34

注：EPS 和 BPS 取自 Wind 一致预期，收盘价 20190419

资料来源：Wind、华泰证券研究所

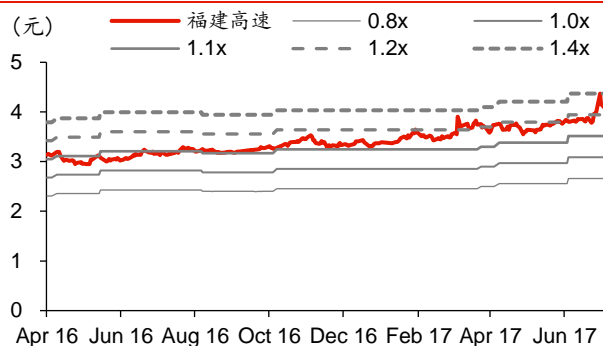
### PE/PB - Bands

图表6：福建高速历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：福建高速历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：车流量增速放缓、收费标准降低、浦南公司与海峡财险亏损扩大。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,172	1,503	2,280	2,414	3,338
现金	742.10	992.96	1,760	1,864	2,769
应收账款	391.91	469.52	480.06	507.41	525.29
其他应收账款	24.41	26.16	27.73	28.95	30.10
预付账款	1.29	0.91	1.17	1.17	1.18
存货	9.61	10.57	11.48	12.17	12.04
其他流动资产	2.36	2.86	0.00	0.00	0.00
非流动资产	16,464	15,796	15,152	14,490	13,804
长期投资	386.27	299.18	262.78	231.33	205.16
固定投资	15,028	14,356	13,754	13,122	12,463
无形资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
其他非流动资产	1,049	1,141	1,135	1,136	1,136
资产总计	17,635	17,299	17,432	16,904	17,141
流动负债	3,637	1,605	1,566	1,543	1,460
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	769.71	688.61	688.24	655.02	577.57
其他流动负债	2,868	916.84	877.88	887.88	882.54
非流动负债	3,450	4,630	4,197	3,039	2,618
长期借款	2,955	2,355	1,935	1,515	1,095
其他非流动负债	494.50	2,275	2,262	1,525	1,523
负债合计	7,087	6,236	5,763	4,582	4,078
少数股东权益	1,857	1,971	2,194	2,427	2,682
股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
资本公积	1,661	1,658	1,658	1,658	1,658
留存公积	4,286	4,690	5,073	5,492	5,979
归属母公司股东权益	8,691	9,092	9,475	9,894	10,382
负债和股东权益	17,635	17,299	17,432	16,904	17,141

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,759	1,912	1,868	1,935	1,987
净利润	863.30	958.23	1,017	1,098	1,227
折旧摊销	590.45	642.65	679.93	709.69	737.07
财务费用	247.58	213.49	190.40	145.10	98.77
投资损失	16.69	41.03	36.39	31.45	26.18
营运资金变动	(0.30)	16.36	(47.37)	(53.39)	(101.40)
其他经营现金	41.13	40.43	(8.78)	3.61	(0.61)
投资活动现金	(165.32)	(120.81)	(77.33)	(78.14)	(77.95)
资本支出	243.22	164.13	76.88	77.70	77.51
长期投资	0.00	0.00	(36.39)	(31.45)	(26.18)
其他投资现金	77.90	43.32	(36.84)	(31.90)	(26.62)
筹资活动现金	(1,521)	(1,541)	(1,024)	(1,752)	(1,004)
短期借款	(180.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(705.35)	(600.19)	(420.19)	(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	0.00	(2.63)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(635.35)	(937.70)	(603.80)	(1,332)	(584.29)
现金净增加额	72.82	250.85	766.61	104.38	905.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,474	2,663	2,818	2,944	3,060
营业成本	975.13	1,034	1,136	1,200	1,189
营业税金及附加	9.55	10.64	11.26	11.76	12.23
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.17	70.46	74.56	77.90	80.96
财务费用	247.58	213.49	190.40	145.10	98.77
资产减值损失	0.68	3.38	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	(16.69)	(41.03)	(36.39)	(31.45)	(26.18)
营业利润	1,164	1,294	1,370	1,478	1,653
营业外收入	12.36	7.52	9.13	8.59	8.77
营业外支出	11.11	0.24	3.86	2.65	3.06
利润总额	1,165	1,301	1,375	1,484	1,659
所得税	301.98	342.79	357.45	385.85	431.25
净利润	863.30	958.23	1,017	1,098	1,227
少数股东损益	207.10	224.72	223.24	233.43	254.58
归属母公司净利润	656.19	733.51	794.12	864.77	972.83
EBITDA	2,002	2,150	2,240	2,333	2,489
EPS (元, 基本)	0.24	0.27	0.29	0.32	0.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(2.13)	7.61	5.83	4.48	3.92
营业利润	(3.91)	11.14	5.86	7.93	11.83
归属母公司净利润	(2.23)	11.78	8.26	8.90	12.50
获利能力 (%)					
毛利率	60.59	61.17	59.69	59.25	61.15
净利率	26.52	27.55	28.18	29.37	31.80
ROE	7.55	8.07	8.38	8.74	9.37
ROIC	7.27	8.08	8.76	9.53	10.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.19	36.05	33.06	27.11	23.79
净负债比率 (%)	77.31	44.51	40.86	42.23	37.14
流动比率	0.32	0.94	1.46	1.56	2.29
速动比率	0.32	0.93	1.45	1.56	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18
应收账款周转率	6.24	6.08	5.84	5.86	5.83
应付账款周转率	1.30	1.42	1.65	1.79	1.93
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.27	0.29	0.32	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.70	0.68	0.70	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.31	3.45	3.61	3.78
估值比率					
PE (倍)	14.68	13.13	12.13	11.14	9.90
PB (倍)	1.11	1.06	1.02	0.97	0.93
EV_EBITDA (倍)	6.88	6.40	6.15	5.90	5.53

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 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