

公司研究/中报点评

2019年09月01日

交通运输/路桥 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.08
合理价格区间(元): 3.48~3.57

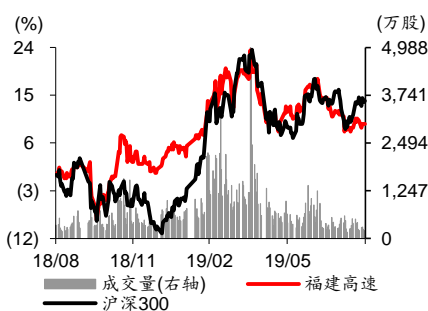
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

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,增持): 业绩符合预期, 路费收入稳健增长》2019.04
- 2《福建高速(600033,增持): 业绩略高于预期, 成本管控较好》2019.04
- 3《福建高速(600033,增持): 业绩超预期, 车流量内生增长强劲》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高股息吸引力强, 维持增持评级

福建高速(600033)

上半年, 收入同比增长 6.04%, 盈利同比增长 12.37%, 业绩符合预期

8月30日, 福建高速发布2019年中报: 1) 收入同比增长6.04%至13.52亿元, 归母净利增长12.37%至4.47亿元, 扣非净利增长13.49%至4.46亿元; 2) 业绩符合预期(我们盈利预测为4.32亿元)。我们认为, 盈利增长主要来自: 车流量内生增长、财务费用下降、海峡财险减亏。我们预计2019-2021年EPS为0.29、0.31、0.35元, 调整目标价至3.48-3.57元。高股息具有吸引力, 2019-2021年度股息率对应5.31%、5.65%、6.33%(假设分红率与2018年持平, 收盘价2019/8/30)。维持“增持”评级。

福厦线内生增长强劲, 罗宁线收入大幅提高

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、贸易摩擦使货车流量增速放缓。上半年, 福建省高速公路总车流量同比增长8.5%, 其中, 客车、货车同比增长9.6%、4.2%。同期, 公司核心路段泉厦、福泉高速的通行费收入同比增长1.9%、4.4%, 主要受客车增长驱动, 客车流量同比增长5.2%、7.6%, 增速高于货车6.5、5.4个百分点。受益于宁连宁德段部分路段封闭施工、宁德井上互通通车诱增影响, 罗宁高速通行费收入大幅提升68.9%。参股的浦南高速收入同比微增0.7%。

车流量内生增长、财务费用下降、海峡财险减亏, 贡献盈利主要增量

上半年, 公司收入、毛利润、营业利润、归母净利分别同比增长6.04%、8.23%、12.64%、12.37%。我们认为: 1) 收入的增长主要源自泉厦、福泉、罗宁高速的车流量增长; 2) 营业利润同比增加8554万元, 主要因为毛利润增加6766万元, 财务费用下降998万元, 联营公司海峡财险减亏865万元, 管理费用保持稳定。

高股息具有吸引力, 下半年需关注取消省界收费站的影响

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56.12%, 对应股息率为4.87%(收盘价2019/8/30)。受国家取消省界收费站政策的影响, 公司将在下半年集中完成ETC设备改造。短期看投资现金支出较高, 但长期看收费效率有望提升, 人工成本有望下降。7月起, 福建省全面执行ETC支付通行费95折优惠。我们测算, ETC使用率上升对福建省费率的同比影响为-1.1%(2H19)、-2.2%(1H20)、-1.1%(2H20), 但效率提升与费率下降亦有望吸引新增车流量。

调整目标价至 3.48-3.57 元, 维持“增持”评级

基于中报运营表现、ETC资本开支和通行费折扣, 我们调整2019/2021年归母净利预测至7.99/8.52/9.54亿元(前次7.94/8.65/9.73亿元)。基于WACC=8.01%, 我们测算DCF每股价值为4.44元, 价值空间预计随着分红提升而逐步释放。行业估值中枢为10.56x 2019PE, 考虑公司股息率较高, 给予15%左右的溢价后基于12.0-12.3x 2019PE, 目标价区间3.48-3.57元(前次4.05-4.12元)。维持“增持”评级。

风险提示: 车流量增速放缓、海峡财险亏损扩大、资本开支超预期。

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)	8,453
总资产(百万元)	17,710
每股净资产(元)	3.43

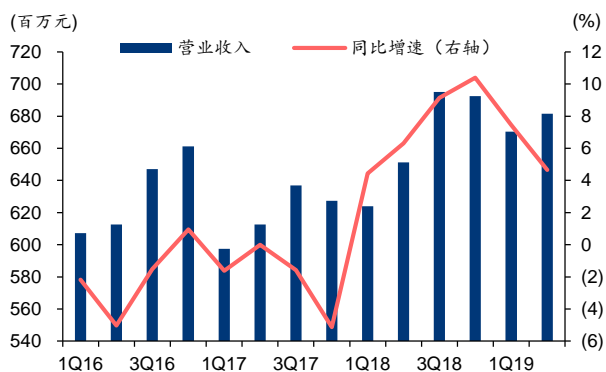
资料来源: 公司公告

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	2,801	2,879	2,992
+/-%	(2.13)	7.61	5.21	2.77	3.93
归属母公司净利润(百万元)	656.19	733.51	799.05	851.64	953.52
+/-%	(2.23)	11.78	8.93	6.58	11.96
EPS(元, 最新摊薄)	0.24	0.27	0.29	0.31	0.35
PE(倍)	12.88	11.52	10.58	9.93	8.86

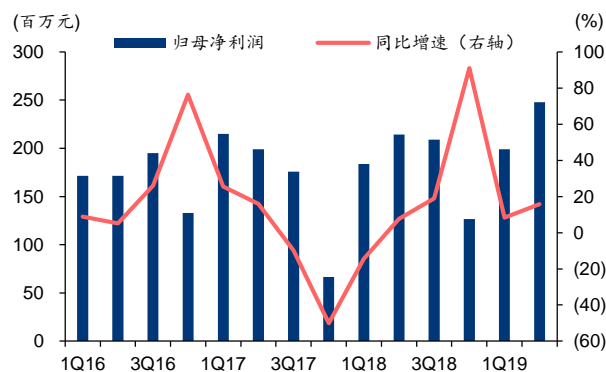
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 福建高速季度营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 福建高速季度归母净利润



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 利润简表

	2019年 上半年	2018年 上半年	同比 增速	2019年 第二季度	2018年 第二季度	同比 增速	2019年 第一季度	2018年 第一季度	同比 增速
单位	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%
营业收入	1,352	1,275	6.04	682	651	4.66	670	624	7.47
营业成本	462	453	2.05	239	248	-3.81	223	205	9.17
毛利润	890	822	8.23	443	403	9.89	447	419	6.64
毛利率 (%)	65.81	64.48	1.33	64.96	61.87	3.09	66.67	67.19	-0.52
税金及附加	6	5	9.75	3	3	3.75	3	2	16.95
管理费用	35	32	9.12	19	17	12.33	16	15	5.66
财务费用	98	108	-9.23	49	53	-8.50	49	55	-9.95
投资净收益	10	-0	/	26	22	21.05	-16	-22	/
其他项目	1	0	/	1	1	/	-0	-1	/
营业利润	762	677	12.64	400	353	13.37	363	324	11.85
加: 营业外收入	2	7	-70.98	0	1	-75.26	2	5	-69.93
减: 营业外支出	0	0	-94.16	-1	0	/	1	0	/
利润总额	764	684	11.82	401	354	13.27	364	330	10.25
减: 所得税	188	175	7.51	89	86	3.38	99	89	11.51
净利润	576	509	13.30	312	268	16.45	265	241	9.79
减: 少数股东损益	129	111	16.61	64	54	19.06	65	57	14.31
归属于母公司所有者的净利润	447	398	12.37	248	214	15.80	199	184	8.38

资料来源: Wind、华泰证券研究所

4月以来,公司 DCF 估值与 PE 估值发生了较大分歧。两种方式中,前者看重长期回报,后者关注短期回报。因无风险利率和风险溢价下降,本次基于 WACC=8.01% (前次 WACC=8.99%) 及保守假设收费公路到期无偿归还政府 (核心假设与前次一致),我们测算 DCF 每股价值为 4.44 元 (前次 4.12 元)。DCF 估值波动较小,短期业绩和短期市场波动对长期回报的影响并不大。目前,高速公路行业 PE 估值中枢为 10.56x 2019PE (前次为 11.85x 2019PE)。4月以来高速公路行业 PE 估值下滑幅度较大,主要因为大盘估值水平下移,行业估值随行就市。我们认为,在目前市场环境之下,PE 估值作为横向可比指标,其参考性更强;DCF 价值空间预计随着分红提升而逐步释放。公司的股息率排名已进入高速公路行业第一梯队。我们在行业 PE 中枢基础上给予 15%左右的溢价,基于 12.0-12.3x 2019PE 进行估值,目标价区间 3.48-3.57 元。在降息周期背景下,高息资产对低风险偏好资金的吸引力持续提升。维持“增持”评级。

图表4: WACC 测算表

指标	数据	备注
贝塔值 (β)	0.788	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 (%)	3.06	十年国债收益率
市场风险溢价 (%)	8.99	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 Ke (%)	10.14	
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)(%)	33.00	2019E 预测资产负债率
WACC (%)	8.01	

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图表5: 高速公路可比公司表

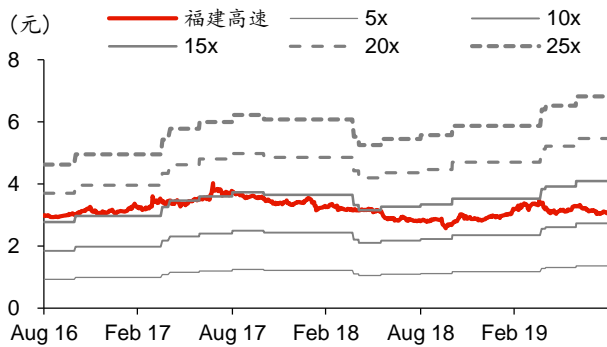
代码	证券简称	总市值		市盈率 PE			市净率 PB
		亿元	TTM	2019E	2020E	MRQ	
600377.SH	宁沪高速	507	12.17	12.09	11.23	1.91	
001965.SZ	招商公路	489	11.64	11.33	10.14	1.05	
600350.SH	山东高速	210	9.88	10.97	10.49	0.76	
600548.SH	深高速	209	5.17	8.46	9.08	1.20	
000429.SZ	粤高速 A	157	9.58	10.15	9.61	1.70	
600012.SH	皖通高速	91	8.15	8.17	8.25	0.89	
	平均值		9.43	10.20	9.80	1.25	
	中位值		9.73	10.56	9.88	1.13	

注: EPS 和 BPS 取自 Wind 一致预期, 收盘价 2019/8/30

资料来源: Wind、华泰证券研究所

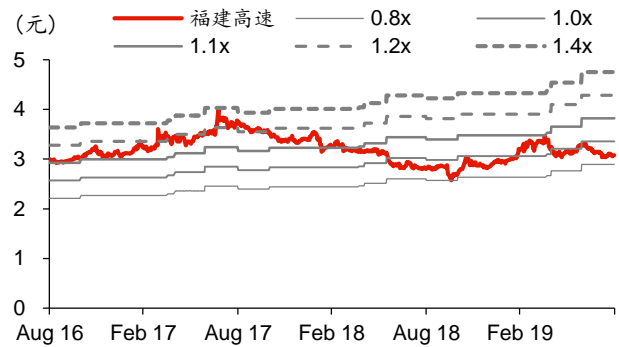
PE/PB - Bands

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、海峡财险亏损扩大、资本开支超预期。

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	2,106	2,233	3,159
现金	742.10	992.96	1,589	1,695	2,603
应收账款	391.91	469.52	477.23	496.16	513.66
其他应收账款	24.41	26.16	27.56	28.31	29.43
预付账款	1.29	0.91	1.14	1.15	1.16
存货	9.61	10.57	11.25	11.89	11.85
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	15,314	14,632	13,926
长期投资	386.27	299.18	271.00	247.47	228.90
固定投资	15,028	14,356	13,908	13,249	12,561
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	17,420	16,865	17,085
流动负债	3,637	1,605	1,552	1,528	1,451
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	769.71	688.61	674.53	640.07	568.38
其他流动负债	2,868	916.84	877.86	887.82	882.47
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	5,749	4,567	4,069
少数股东权益	1,857	1,971	2,191	2,415	2,658
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	5,078	5,481	5,956
归属母公司股东权益	8,691	9,092	9,480	9,883	10,359
负债和股东权益	17,635	17,299	17,420	16,865	17,085

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	1,865	1,942	1,986
净利润	863.30	958.23	1,019	1,076	1,197
折旧摊销	590.45	642.65	692.86	737.28	765.18
财务费用	247.58	213.49	191.68	147.65	101.28
投资损失	16.69	41.03	28.18	23.53	18.58
营运资金变动	(0.30)	16.36	(57.79)	(45.53)	(95.33)
其他经营现金	41.13	40.43	(8.84)	3.43	(0.62)
投资活动现金	(165.32)	(120.81)	(244.03)	(78.14)	(77.95)
资本支出	243.22	164.13	243.58	77.70	77.51
长期投资	0.00	0.00	(28.18)	(23.53)	(18.58)
其他投资现金	77.90	43.32	(28.62)	(23.98)	(19.02)
筹资活动现金	(1,521)	(1,541)	(1,025)	(1,757)	(999.62)
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)	(605.09)	(1,337)	(579.43)
现金净增加额	72.82	250.85	595.75	106.34	908.08

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,474	2,663	2,801	2,879	2,992
营业成本	975.13	1,034	1,113	1,172	1,170
营业税金及附加	9.55	10.64	11.19	11.50	11.95
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.17	70.46	74.12	76.17	79.17
财务费用	247.58	213.49	191.68	147.65	101.28
资产减值损失	0.68	3.38	11.28	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)	(28.18)	(23.53)	(18.58)
营业利润	1,164	1,294	1,372	1,448	1,611
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	1,377	1,453	1,617
所得税	301.98	342.79	358.01	377.90	420.41
净利润	863.30	958.23	1,019	1,076	1,197
少数股东损益	207.10	224.72	219.92	223.93	243.04
归属母公司净利润	656.19	733.51	799.05	851.64	953.52
EBITDA	2,002	2,150	2,256	2,332	2,478
EPS (元, 基本)	0.24	0.27	0.29	0.31	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	5.21	2.77	3.93
营业利润	(3.91)	11.14	6.03	5.53	11.31
归属母公司净利润	(2.23)	11.78	8.93	6.58	11.96
获利能力 (%)					
毛利率	60.59	61.17	60.26	59.27	60.91
净利率	26.52	27.55	28.52	29.58	31.87
ROE	7.55	8.07	8.43	8.62	9.21
ROIC	7.27	8.08	8.67	9.27	10.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.19	36.05	33.00	27.08	23.81
净负债比率 (%)	77.31	44.51	40.96	42.36	37.23
流动比率	0.32	0.94	1.36	1.46	2.18
速动比率	0.32	0.93	1.35	1.45	2.17
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	5.82	5.82	5.83
应付账款周转率	1.30	1.42	1.63	1.78	1.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.27	0.29	0.31	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.70	0.68	0.71	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.31	3.45	3.60	3.77
估值比率					
PE (倍)	12.88	11.52	10.58	9.93	8.86
PB (倍)	0.97	0.93	0.89	0.86	0.82
EV_EBITDA (倍)	6.29	5.85	5.58	5.40	5.08

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