



中国：基础设施/收费公路

深高速(600548.CH): 中性、(548.HK): 推荐

补交所得税款评论

中金公司研究部

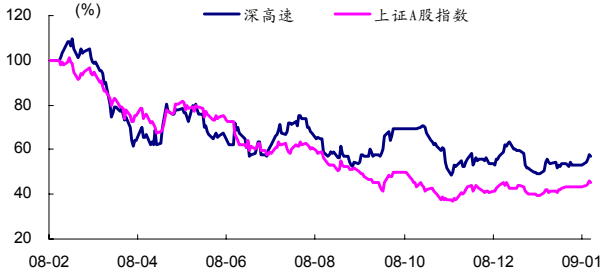
分析员：陶薇 taovivian@cicc.com.cn

联系人：黄文龙 huangwl@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

2009年2月5日

表 1：深高速财务摘要及股价表现图

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	H股	A股
主营业务收入	769	1,103	1,077	1,305	1,530	当前股价 港币2.79	人民币5.1
(+/-%)	28	43	(2)	21	17	股票代码 548.HK	600548.CH
净利润	579	674	582	589	608	日成交量(百万股) 4.11	0.42
(+/-%)	10	16	(14)	1	3	52周最高价/最低价 港币9.43/2.1	人民币12.35/4.19
经常性损益净利润	546	645	580	590	609	总市值(百万股) 2085.5	7309.3
(+/-%)	11	18	(10)	2	3	发行股数(百万股) 2180.7	2180.7
每股盈利(元)	0.266	0.309	0.267	0.270	0.279	其中：流通股(百万股) 747.5	217.8
每股经营现金流(元)	0.30	0.37	0.43	0.40	0.57	主要股东(持股比例) 新通产实业开发(深圳)有限公司 (30.03%)	
市盈率(X)	19.2	16.5	19.1	18.9	18.3		
市净率(X)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4		
EV/EBITDA	15.5	13.9	18.0	16.6	14.4		
现金分红收益率(%)	2.5	3.1	2.6	2.6	2.7		
净资产收益率(%)	8.7	9.3	7.7	7.5	7.4		

资料来源：公司资料，中金研究部

事件：

深高速今天发布公告称，按照财政部驻深圳市财政监察专员办事处在 2008 年度对相关地方税务局开展的专项检查的结果，公司须为以前年度获得的地方财政性补贴收入补缴企业所得税约人民币 6,047 万元，补交金额约相当于 2008 年净利润的 10.4%或 2009 年净利润的 10.3%。按照之前地方财税制度规定，企业对于地方的财政性补贴收入应免交企业所得税，此次补交是国家财政部和地方财税部门理解不同所致。

评论：

目前补交所得税款的影响范围和金额尚未最终确定：根据我们与管理层交流的结果，目前公司仍在就补税事宜全力与税务部门 and 会计事务所进行沟通，该笔补交税款的具体金额尚未最后确定，新增所得税费用是计入 2008 还是 2009 年也还未确定，补交以后是否地方税务会部分返还也还未确定。因此，我们暂时无法调整深高速的盈利预测。我们将密切跟踪事态的进一步发展，一旦补交的金额和会计年度划分确定，我们会马上对相应盈利做出调整。

补交所得税款所涉及的财政补贴收入主要包括盐坝高速提前通车补贴、转让 107 国道和 205 国道补贴以及其他所得税减免补贴。管理层表示，此次补交所得税款所涉及的以前年度财政补贴收入主要涉及以下三个方面：



- 深圳市人民政府为深高速盐坝高速 A、B 段项目提前投资以及早期投资车流量未能达到正常水平而给予的政府补助；
- 2003 年公司将拥有的 107 国道深圳段及 205 国道深圳段的全部产权转让给深圳市交通局得到的政府补助；
- 其他涉及所得税执行优惠税率所获得的财政补贴。

以上三项财政补贴收入涉及的具体金额现在还不能确定，公司正在积极与税务部门进行协调。

补交税款不影响公司长期投资价值，提示短期股价波动风险。我们认为，此次补交税款为一次性非经常损益，不影响公司的长期投资价值，维持其 A 股中性、H 股推荐的投资评级不变，但是提示投资者注意此不利消息带来的短期股价波动风险。

表 2：深高速补交税款如果分别全额计入 2008 或者 2009 会计年度对当年盈利影响

(人民币百万元)	如全额计入2008										如全额计入2009									
	年度对当年										年度对当年									
	盈利影响										盈利影响									
补缴所得税款	60.5										60.5									
净利润	582.0										588.8									
补缴所得税款若全额计入会计年度对盈利影响	-10.4%										-10.3%									

资料来源：公司数据，中金公司研究部

附表 1：A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率				市净率				净资产收益率				现金分红收益率				EV/EBITDA				CAGR	PEG
		(RMB)	(US\$ m)	(X)				(X)				(%)				(%)				(X)					
		2009-2-5	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-09		
A股港口上市公司																									
上港	600018.CH	3.85	11,834	22.3	16.9	19.7	17.1	2.9	2.5	1.2	2.2	13.8	13.9	14.6	15.2	2.0	2.9	2.0	1.9	13.0	10.5	9.7	8.4	6%	3.6
天津港*	600717.CH	10.75	2,636	15.4	15.3	15.0	13.7	2.6	2.4	2.1	1.9	17.1	15.4	14.2	14.0	0.8	2.0	2.0	2.2	9.1	9.7	8.9	7.9	1%	10.5
盐田港*	000088.CH	5.53	1,007	10.7	12.8	14.9	15.1	1.9	1.6	1.5	1.5	19.0	13.7	10.6	10.0	4.3	3.6	3.1	3.1	5.6	5.3	5.6	5.2	-15%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	10.78	895	10.5	11.9	13.7	13.7	2.7	2.5	2.4	2.3	25.7	21.4	17.8	16.8	6.3	5.6	4.8	4.8	5.7	6.1	7.0	6.7	-13%	n.m.
南京港	002040.CH	4.48	161	53.3	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	27.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.
日照港	600017.CH	4.77	880	34.1	18.9	13.6	11.6	2.4	1.9	1.8	1.6	7.5	10.9	12.8	13.3	1.0	0.8	1.4	1.6	19.3	11.6	8.6	7.2	58%	0.6
营口港	600317.CH	7.38	593	12.9	12.9	12.8	12.3	1.3	1.1	3.0	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	15.9	8.8	8.0	7.4	1%	21.2
A股港口平均				22.7	14.8	15.0	13.9	2.3	2.0	2.0	1.9	14.1	14.4	13.1	13.0	2.8	2.9	2.7	2.7	13.7	8.7	7.9	7.1	23%	1.0
A股机场上市公司																									
上海机场*	600009.CH	13.73	3,874	15.6	30.3	24.0	18.1	2.3	2.1	2.0	1.8	14.6	7.1	8.3	10.1	1.1	0.6	0.7	0.9	13.9	14.8	12.3	10.5	-19%	n.m.
深圳机场*	000089.CH	5.92	1,465	21.0	36.4	17.2	16.0	2.8	2.0	1.9	1.8	13.5	5.6	11.3	11.5	2.9	1.6	3.5	3.7	15.1	15.9	9.7	8.3	10%	2.0
白云机场*	600004.CH	8.80	1,482	28.0	20.8	17.6	15.9	1.8	1.7	1.6	1.5	6.5	8.3	9.1	9.4	1.1	1.4	1.7	1.9	10.9	9.5	9.0	7.6	26%	1.1
厦门空港*	600897.CH	13.70	597	24.6	20.8	16.9	15.2	3.5	3.7	3.3	3.0	14.2	17.6	19.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.3	12.6	9.9	9.0	21%	1.2
A股机场平均				22.3	27.1	18.9	16.3	2.6	2.4	2.2	2.1	12.2	9.6	12.1	12.8	1.3	0.9	1.5	1.6	13.8	13.2	10.2	8.9	9%	2.6
A股高速公路上市公司																									
宁沪高速*	600377.CH	5.68	4,098	17.9	17.8	18.6	18.4	1.8	1.8	1.8	1.7	10.2	10.1	9.5	9.5	4.8	4.8	4.6	4.6	9.4	9.6	10.3	9.9	-2%	n.m.
皖通高速*	600012.CH	4.21	896	13.5	10.3	12.8	14.5	1.5	1.4	1.4	1.3	11.2	14.0	10.8	9.2	4.8	6.3	5.0	4.4	5.5	6.2	7.2	6.9	3%	4.8
深高速*	600548.CH	5.10	1,340	16.5	19.1	18.9	18.3	1.5	1.5	1.4	1.4	9.3	7.7	7.5	7.4	3.1	2.6	2.6	2.7	14.5	18.6	17.2	14.8	-7%	n.m.
福建高速	600033.CH	5.39	1,168	12.7	10.3	10.2	13.7	2.2	2.0	1.8	1.7	18.0	16.7	16.5	11.3	4.6	4.9	3.8	2.5	8.3	6.7	6.8	8.4	12%	1.1
赣粤高速	600269.CH	8.95	1,530	9.5	9.6	8.8	8.6	1.7	1.3	1.1	1.0	18.8	13.6	13.4	13.7	2.6	2.6	2.9	3.2	6.9	6.7	6.2	5.6	4%	2.4
粤高速*	000429.CH	4.24	695	10.8	13.9	13.9	15.6	1.6	1.5	1.5	1.4	14.8	11.0	10.5	9.0	4.0	2.9	2.9	2.6	6.8	7.8	9.7	11.1	-12%	n.m.
A股高速公路平均				13.5	13.5	13.9	14.8	1.7	1.6	1.5	1.4	13.7	12.2	11.4	10.0	4.0	4.0	3.6	3.3	8.6	9.3	9.6	9.5	-1%	n.m.
A股铁路上市公司																									
铁龙物流*	600125.CH	6.36	934	18.9	22.1	15.1	11.8	2.5	2.7	2.4	2.1	13.0	12.3	15.9	17.4	0.0	1.6	1.6	1.6	9.8	9.8	7.1	5.6	12%	1.6
广深铁路*	601333.CH	3.97	3,745	19.7	19.2	18.6	19.7	1.3	1.2	1.2	1.2	6.6	6.5	6.4	5.8	2.0	2.1	2.1	2.0	10.2	10.3	9.2	9.0	3%	6.8
大秦铁路*	601006.CH	9.03	17,163	19.2	16.7	15.5	13.4	3.1	2.9	2.7	2.5	16.3	17.4	17.5	18.7	3.3	3.6	3.9	4.5	10.3	9.6	8.2	6.9	11%	1.7
A股铁路平均				19.3	19.3	16.4	14.9	2.3	2.3	2.1	1.9	12.0	12.1	13.3	14.0	1.8	2.4	2.5	2.7	10.1	9.9	8.2	7.2	8%	2.3
A股基础设施上市公司平均值																									
				17.6	17.7	15.7	14.9	2.2	2.0	1.9	1.8	13.8	12.3	12.4	12.2	2.8	2.8	2.7	2.7	10.8	10.0	9.0	8.2	6%	3.0
A股基础设施上市公司中值				16.5	16.9	15.1	15.1	2.2	1.9	1.8	1.7	13.8	12.3	11.3	11.3	2.9	2.6	2.8	2.5	10.2	9.6	8.9	7.9	5%	3.5

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



附表 2: 高速公路上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (USD m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)			
				2009-2-5	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E
A股高速公路上市公司																							
粤高速*	000429.CH	4.24	695	10.8	13.9	13.9	15.6	1.6	1.5	1.5	1.4	14.8	11.0	10.5	9.0	4.0	2.9	2.9	2.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
粤高速B*	200429.CH	2.90	788	6.9	8.2	8.4	9.7	1.0	0.9	0.9	0.9	14.8	11.0	10.5	9.0	6.2	4.9	4.8	4.1	4.7	4.8	5.4	7.7
深高速*	600548.CH	5.10	1,340	16.5	19.1	18.9	18.3	1.5	1.5	1.4	1.4	9.3	7.7	7.5	7.4	3.1	2.6	2.6	2.7	7.9	6.4	6.5	8.0
皖通高速*	600012.CH	4.21	896	13.5	10.3	12.8	14.5	1.5	1.4	1.4	1.3	11.2	14.0	10.8	9.2	4.8	6.3	5.0	4.4	9.1	9.1	9.1	9.1
宁沪高速*	600377.CH	5.68	4,098	17.9	17.8	18.6	18.4	1.8	1.8	1.8	1.7	10.2	10.1	9.5	9.5	4.8	4.8	4.6	4.6	5.5	6.2	7.2	6.9
福建高速	600033.CH	5.39	1,168	12.7	10.3	10.2	13.7	2.2	2.0	1.8	1.7	18.0	16.7	16.5	11.3	4.6	4.9	3.8	2.5	8.3	6.7	6.8	8.4
赣粤高速	600269.CH	8.95	1,530	9.5	9.6	8.8	8.6	1.7	1.3	1.1	1.0	18.8	13.6	13.4	n.a.	2.6	2.6	2.9	3.2	6.9	6.7	6.2	5.6
中原高速	600020.CH	3.01	934	10.8	8.2	7.5	8.9	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	n.a.	n.a.	n.a.
山东高速	600350.CH	4.93	2,428	14.2	11.8	10.2	9.6	2.0	1.8	1.6	1.4	14.6	15.0	16.4	n.a.	3.2	3.9	4.5	5.1	9.1	7.8	6.7	6.4
楚天高速	600035.CH	4.37	596	15.2	12.4	9.8	8.3	1.7	1.6	1.4	1.2	11.9	0.0	0.0	n.a.	4.5	4.8	5.9	7.1	7.6	7.6	5.9	5.9
平均值				12.5	12.0	11.9	11.9	1.6	1.5	1.4	1.3	13.1	11.0	10.6	9.6	4.0	4.5	4.3	4.2	8.6	7.9	7.4	7.4
H股高速公路上市公司																							
浙江沪杭甬*	576.HK	4.98	2,789	8.4	10.8	13.0	11.4	1.5	1.4	1.3	1.3	18.3	12.6	10.4	11.5	6.6	5.1	4.6	5.3	3.2	4.4	4.7	4.3
宁沪高速*	177.HK	5.86	4,094	16.9	15.3	15.8	16.6	1.9	1.7	1.7	1.8	11.5	11.3	11.0	10.7	4.9	5.5	5.4	5.1	9.0	7.8	6.7	n.a.
深圳高速*	548.HK	2.79	1,338	8.5	9.0	9.2	8.9	0.8	0.7	0.7	0.7	9.3	7.8	7.5	7.6	6.1	5.6	5.4	5.6	7.1	6.0	5.6	5.4
皖通高速*	995.HK	2.79	895	9.2	5.6	6.4	6.9	0.8	0.7	0.7	0.7	8.7	12.4	10.6	9.7	7.6	10.9	8.6	7.4	4.9	4.3	4.0	n.a.
合和公路	737.HK	4.61	1,761	6.9	10.9	11.1	11.8	1.2	1.2	1.2	1.2	17.7	11.0	11.0	10.8	6.5	7.3	7.5	7.8	7.6	6.5	6.0	5.8
四川成渝	107.HK	1.41	465	7.4	6.2	5.4	4.7	0.7	0.7	0.6	0.6	9.6	9.5	9.6	10.4	0.0	4.4	5.3	6.0	4.2	4.4	4.1	3.7
平均值				9.5	9.6	10.2	10.0	1.1	1.1	1.0	1.0	12.5	10.8	10.0	10.1	5.3	6.5	6.2	6.2	6.0	5.5	5.2	4.8
国际高速公路上市公司																							
ATLANTIA SPA	ATL IM	5.17	354	3.8	4.1	4.2	3.8	0.5	0.4	0.4	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	7.7	9.0	11.8	8.9	6.8	4.8	4.6	4.6
SIAS SPA	SIS IM	4.17	740	5.9	6.5	6.8	5.3	0.8	0.7	0.7	n.a.	12.9	9.6	9.3	9.9	7.8	7.5	8.2	7.4	6.8	5.2	4.9	4.7
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	ABE SM	12.80	6,688	11.7	10.9	10.2	9.3	2.1	1.9	1.8	1.8	18.6	17.4	17.4	19.3	2.2	4.5	4.8	5.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PLUS EXPRESSWAYS BHD	PLUS MK	2.87	3,961	11.5	12.3	11.7	11.2	2.7	2.6	2.4	2.3	25.3	20.7	20.6	20.6	4.9	5.8	6.1	6.3	n.a.	10.4	10.2	9.5
CITRA MARGA NUSA	CMNP IJ	900.00	153	14.9	11.5	11.8	11.8	1.3	1.2	1.2	1.1	9.1	11.7	10.2	9.6	n.a.	3.2	3.4	4.5	7.6	6.3	6.1	5.4
CCR	CCR03 BZ	23.76	4,153	16.4	13.2	11.1	9.4	5.9	4.7	4.3	4.0	36.7	41.9	44.3	47.7	n.a.	4.9	5.8	9.3	8.3	7.3	6.5	5.6
MACQUARIE KOREA	MIG AU	1.30	4,671	2.0	2.3	4.3	7.4	0.5	0.4	0.4	0.4	26.7	17.7	11.1	6.5	15.4	15.4	15.7	15.9	3.0	3.1	4.7	5.7
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	5.17	354	3.8	4.1	4.2	3.8	0.5	0.4	0.4	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	7.7	9.0	11.8	8.9	6.8	4.8	4.6	4.6
CONNECTEAST GRP	CEU AU	0.45	1,743	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	0.5	0.5	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14.4	20.9	24.4	24.4	n.a.	n.a.	22.5	14.2
BANGKOK EXPRESS	BECL TB	16.10	355	8.8	7.4	5.7	6.2	0.8	0.7	0.7	0.7	8.9	10.1	14.0	14.1	n.a.	7.0	8.7	7.6	6.3	6.0	5.5	5.7
LINGKARAN TRANS	LTK MK	1.90	259	9.2	8.6	7.7	7.1	1.0	1.0	0.9	0.9	11.5	11.3	n.a.	n.a.	3.8	6.1	6.4	8.6	n.a.	7.4	7.0	6.8
平均值				9.3	8.6	8.2	7.9	2.2	2.7	2.5	2.6	16.6	15.0	15.8	15.4	8.2	8.7	9.8	9.8	9.5	7.5	8.5	7.6

*数据为中金预测, 其他为市场预期数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。