



运输/工业

深高速 (600548)

深高速：扩张步伐趋于平静，期待 2011 年的路网贯通

调研简报

	林园远	孙利萍
	021-38676654	010-59312823
	linyuan@gtjas.com	sunliping@gtjas.com
	S0880108043322	S0880208040340

本报告导读：

财务费用将是抑制 2010 年业绩的主因。南光、盐坝、清连高速贯通效应在 2011 年起全面体现，预计公司业绩将在 2011 年出现拐点。

事件：

- 近期，我们拜访了深高速，对公司的营运现状及未来规划进行了了解。
- **南光、盐坝、清连高速贯通效应将于 2011 年后全面体现，是主业增长主要看点：**公司控股路段中，梅观高速、机荷西、机荷东高速饱和度高，增长有限。南光、盐坝一季度通行费收入增长 25%、86%，清连高速目前增势良好，但财务费用的高企将吞噬 2010 年的通行费收入的增幅。2011 年后，南坪、宜连、连南路段的贯通，以及资本支出的回落，公司业绩将步入新一轮的成长。
- **委托业务从 2010 年起逐步体现：**目前公司委托管理项目包括南坪 2 期（41 亿）、沿江高速（第一期 88 亿）。预计 2010 年确认的委托管理费约 1 亿。该业务是公司业务拓展的一个方向，但规模相对有限。
- **扩张后的平静：**在经历了前期的规模扩张后，近两年公司将把工作重心从规模扩张转至营运上。除了主业发展外，公司将依附自身优势，继续拓展收费公路衍生业务，比如委托管理、委托建设等。未来也不排除其他辅业可能。
- **业绩预测及估值：**目前公司的负债率达 60%，2010 年 22.3 亿资本支出带来的财务费用将抑制公司业绩增长。2011 年后，南光、盐坝、清连高速的路网贯通的全面显现，深高速业绩将可回升。预计 2010-2011 年 EPS 为 0.26、0.35 元，对应 PE 22.5、16.7 倍，看好其 2011 年后的成长性，给予“谨慎增持”评级。

首次评级：**谨慎增持**

上次评级：

目标价格：**6.00**

上次预测：

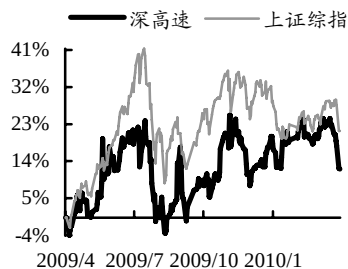
当前价格：**5.89**

2010.04.27

交易数据

52 周内股价区间（元）	5.00-6.90
总市值（百万元）	12,845
总股本/流通 A 股（百万股）	2,181/1,433
流通 B 股/H 股（百万股）	0/748
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	10
日均成交值（百万元）	62

52 周内股价走势图



相关报告

《深高速公司 2010-04-09 调研提纲》

2010.04.06

1. 深高速：收费公路为其主要营运资产

深高速经营的业务主要分成 3 块，分别为收费公路业务（包括深圳、广东其他地区、其他省份）、委托管理业务（包括建造委托、营运委托）、广告及其他业务。其中公路收费业务占营业收入的 90%以上，为利润的主要构成部分。

表 1:深高速资产

收费路桥项目	位置	收费期限	里程（公里）	控股比例
梅观高速	深圳	1995.05-2027.03	19.3	100%
机荷东段	深圳	1997.10-2027.03	23.9	100%
机荷西段	深圳	1999.05-2027.03	21.7	100%
盐坝高速	深圳	2001.04-2031.03	29.1	100%
盐排高速	深圳	2006.05-2027.03	15.2	100%
南光高速	深圳	2008.01-2033.01	33.1	100%
清连高速	广东	2009.07-2034.07	188/27	76.37%
水官高速	深圳	2002.02-2025.12	20.1	40%
水官延长段	深圳	2005.10-2025.12	5.2	40%
阳茂高速	广东	2004.11-2027.07	79.7	25%
广梧项目	广东	2004.12-2027.11	39.8	30%
江中项目	广东	2005.11-2027.08	37.5	25%
广州西二环	广东	审批中	42.0	25%
武黄高速	湖北	1997.09-2022.09	70.3	55%
长沙环路	湖南	1999.11-2029.12	34.5	51%
南京三桥	江苏	2005.10-2035.10	15.6	25%
权益里程小计	-	-	-	-
营运委托管理项目	位置	委托经营期限	里程（公里）	委托方
龙大项目	深圳/东莞	2010.01.01-2011.12.31	28.2	宝通公司
建造委托管理项目	位置	完工进程	里程（公里）	委托方
横坪联络段	深圳	目前已完工	9	深圳龙岗公路局
南坪（二期）	深圳	其中 A 段计划于 2011 年底完工	15	深圳交通局
深云项目	深圳	2010 年底	2	深圳交通局
龙华扩建段	深圳	2011 年上半年	2	宝通公司
沿江项目	深圳	2012 年底	30	深圳投控
权益里程小计	-	-	-	-

数据来源：国泰君安销售交易总部

2. 公路收费业务：南光、盐坝、清连为潜在亮点

公司控股路段中，梅观高速折算全程车流量近 6 万，机荷西、机荷东高速车流量也在 5-6 万之间，饱和度较高，增长有限。而南光、盐坝、清连高速则受益路网贯通，未来将是公司公路收费业务的主要增长点。

表 2:深高速控股路产的贯通、分流情况

收费路桥项目	分流	贯通	其他
梅观高速	一些市政道路的通行		
机荷东段	惠深高速		
机荷西段	惠深高速		
盐坝高速		惠深高速	

南光高速

2011 年南坪二期通车

政府开发光明新区，对南光有增流作用

清连高速

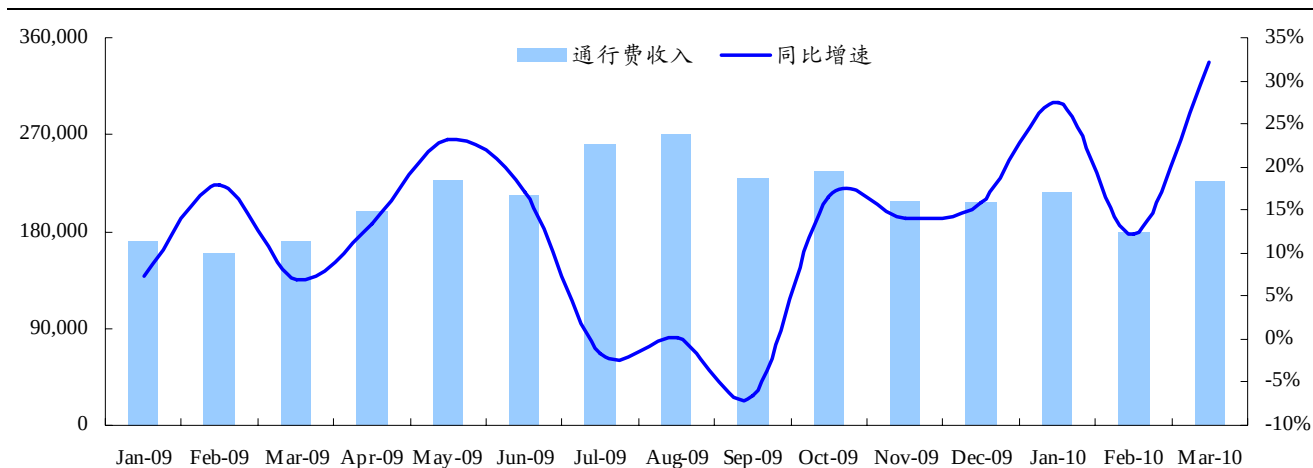
宜连段 2010 年底完工

连南高速改造 2011 年初完工

数据来源：国泰君安销售交易总部

- **盐坝高速受益惠深高速贯通：**惠深高速现已试通车，年内对机荷、水官有分流影响，但对盐坝却有贯通作用。由于机荷东、水官的饱和度较高，因此贯通后总体偏正面。

图 1: 盐坝高速 2010 年一季度通行费收入增长 24.56%



数据来源：国泰君安销售交易总部

- **南光高速将受益南坪二期通车及光明新区的开发建设：**南光高速自运营以来，通行费收入增长迅速，保本点为日均收费 60 万，目前基数尚低，2009 年日均收费为 30 万，同比增长 72%。2011 年南坪二期通车后，南光高速将成为联通港区要道，再加上政府对光明新区的开发建设，南光高速后期增长可期。

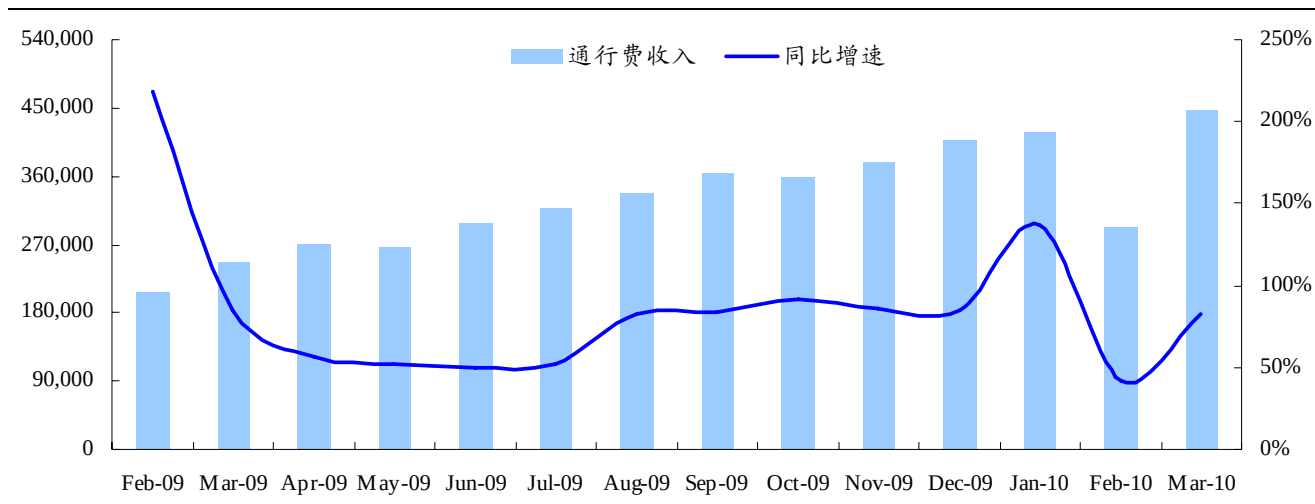
图 2: 深圳地区高速路产示意图



数据来源：国泰君安销售交易总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

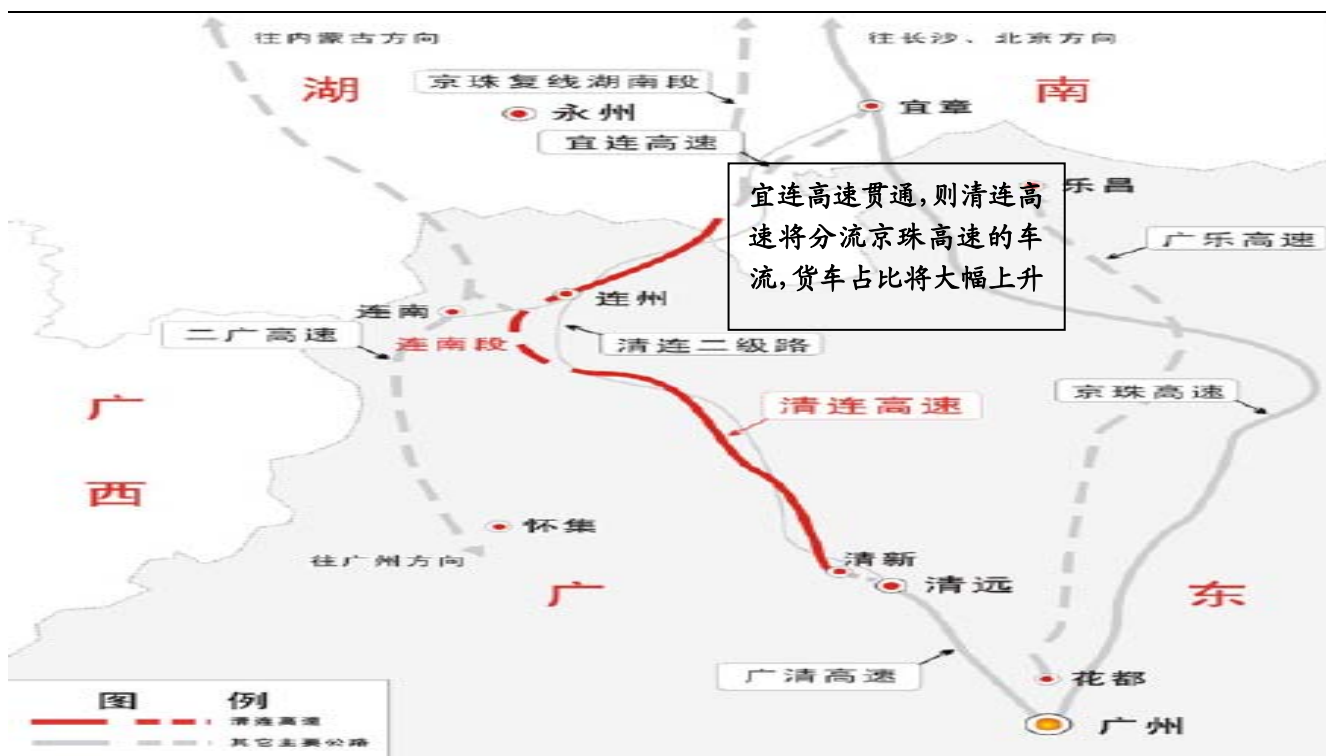
图 3: 南光高速一季度通行费收入增长 85.6%



数据来源: 国泰君安销售交易总部

- **清连高速等待宜连段贯通:** 2009 年 7 月 1 日, 清连高速 188 公里高速改造完成, 同年 11 月起实施计重收费, 由此导致日均收费从上半年的 43 万, 提升到 11-12 月的 100 万以上。因宜连段未通 (湖南民营在修建), 因此目前 80% 以上的车流量为区域车流量, 过境车占比较少。宜连段 48 公里预计于 2011 年春节前完成, 届时清连高速车流量将可大幅提升, 其业绩也有望于 2011 年扭亏为盈。

图 4: 清连高速



数据来源: 国泰君安销售交易总部

3. 委托管理项目: 从 2010 年其逐步体现

委托管理业务收入来自管理费收入及结余奖。目前公司委托管理项目预算规模约 130 亿, 包括南坪 2 期 (41 亿)、沿江高速 (第一期 88 亿)。预计 2010 年确认的委托管理费约 1 亿。

该业务是公司业务拓展的一个方向, 由于公司管理能力强, 成本低, 因此收益或有惊喜, 但规模相对有限。

表 3:深高速控股路产的贯通、分流情况

项目简介		收入计算
南坪二期	代建业务:	代建管理费: 1.5%×项目投资概算
	预计投资额: 约 41 亿元,	概算节余分成
龙大高速	A 段计划于 2011 年底前完工	
	代建业务 (龙华扩建段):	代建管理费: 500 万元
	预计投资额约 1.9 亿元	投资控制奖
	计划于 2011 年上半年完工	
	代管业务:	按人民币 1,500 万元或经审计确认的龙大公司当年
	已履行委托合同的经营期限: 2008.01.08~2009.12.31	净利润 8%两者孰高的原则确定
	新委托合同的经营期限: 2010.01.01~2011.12.31	最多不超过人民币 2,500 万元
	代建业务:	代建管理费: 1.5%×项目投资概算
	第一期预计投资额约 88 亿元	其他细节仍在磋商
	已签订框架合同	
沿江高速 (深圳段)	代管业务:	委托经营的管理费用将按深圳市政府核定的管理
	已签订框架合同	费取费标准计算, 具体条款仍在磋商中
经营期为沿江高速 (深圳段), 25 年收费期		

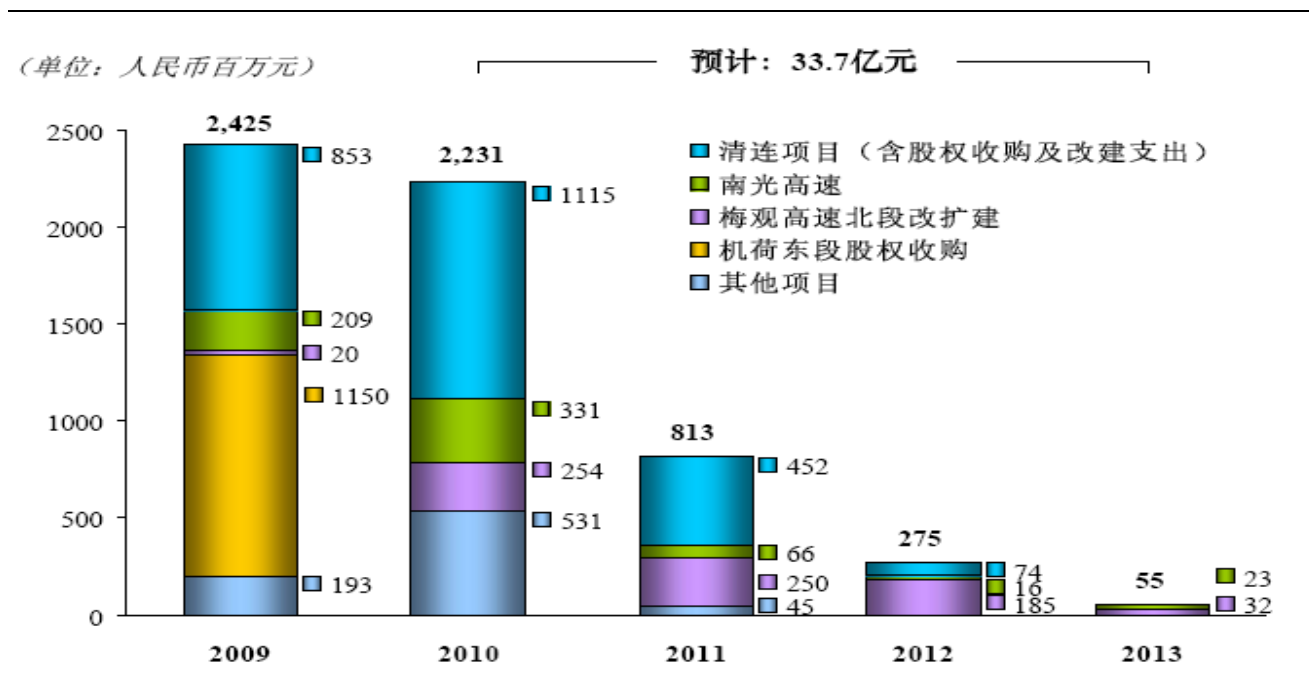
数据来源: 国泰君安销售交易总部

4. 公司规划: 从规模扩张转至营运能力提升

近年来, 公司扩张较快, 资本支出较大 (2010 年公司预计资本支出为 22.3 亿), 其中水官 (2009 年 8 月扩建开工)、梅观扩建预计需要 18.7 亿元。在经历了前期的规模扩张后, 近几年公司将把工作重心从规模扩张转至营运上。

除了主业发展外, 公司将依附自身优势, 继续拓展收费公路衍生业务, 比如委托管理、委托建设等。未来也不排除其他辅业可能。

图 5: 资本支出



数据来源: 国泰君安销售交易总部

表 4: 扩建规划

扩建项目	水官高速: 拓宽为双向 8 车道	梅观高速: 北段（清湖至黎光段，约 11 公里）将改建为双向 8 车道的沥青路面高速公路； 南段改扩建方案待定
预计投资	约人民币 11 亿元	约人民币 7.7 亿元
预计完工时间	扩建工程由项目公司另一股东主导进行 计划在 2011 年下半年完工	计划于 2010 年上半年动工，计划工期 30 个月

数据来源：国泰君安销售交易总部

5. 业绩预测及估值

目前公司的负债率达 60%，2010 年公司预计资本支出为 22.3 亿，预计财务费用的高企将吞噬其经营利润。2011 年后，南光、盐坝、清连高速的路网贯通将于全面显现，届时深高速将步入一个新的成长期。预计 2010-2011 年 EPS 为 0.26、0.35 元，对应 PE 22.5、16.7 倍，看好其 2011 年后的成长性，给予“谨慎增持”评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		