

财务费用拖累业绩增长, 清连高速是未来增长点

——深高速(600548)调研简报

核心观点

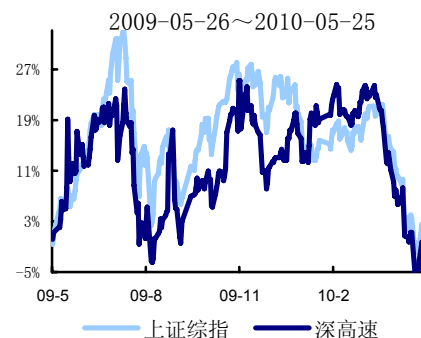
清连高速是今年拖累公司业绩的主要因素。清连项目主体工程(凤头岭至连州及凤埠至径口段)于2009年上半年完成高速化改造,7月1日开始按照高速公路标准收费,收费里程约188公里,并于11月1日开始试行计重收费。计重收费实施之后,11月日均折合全程车流量较10月下降11.8%,而通行费收入环比增长近25%,单车收入由144元上升至199元,上升幅度高达41.6%。按照当前车流量水平,预计2010年全年通行费收入大约在4.5亿元左右,考虑到目前的毛利率水平以及利息支出停止资本化,清连高速短期内必然是拖累公司业绩的主要因素。

明年清连高速有望成为公司主要业绩增长点。清连高速业绩不达预期的主要原因是由于与之相连的宜连高速未能按照预期工期通车,导致清连高速未能与京港澳高速连通,因此出现断头路情况,导致分流京港澳高速车流的预期落空,根据最新工程进展情况预计宜连高速有望在2011年年初通车。宜连高速通车后,清连高速断头路情况将会彻底解决,清连高速不论在行车条件还是在收费标准方面都将有明显优势,因此宜连高速通车后,清连高速车流有望实现快速增长。

通行费收入增长喜人。4月份,进入合并报表的7个路段通行费收入均保持较快增长,共计实现通行费收入1.76亿元,同比增长36.2%,前4个月平均增速超过35%;同比增速较高有清连高速、南光高速(同比增长79.3%)、盐坝高速(同比增长81.7%)、机荷西段(同比增长23.9%),其他各路通行费收入同比增速也均在14%以上。清连高速由于去年同期按照一级路收费,因此收入不可比;南光高速通车时间较短,去年同期车流数据基数低,所以增速较高;2010年3月25日,惠深沿海高速正式通车,盐坝高速东边断头路问题得到解决,4月通行费收入环比增长53.7%。参股路段通行费收入同比增速也都超过14%,大部分路段同比增速都超过20%,一季度剔除机荷东段影响,公司投资收益同比增长70.1%。

广东地区大规模实施计重收费的可能性较小。目前广东地区仅有清连高速、京港澳高速实施计重收费,根据地方规划,未来有可能对通往外省的公路实施计重收费,公司参股的广梧高速、阳茂高速未来有实施计重收费的可能。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	218077.03
流通A股(万股)	143327.03
52周内股价区间(元)	4.88-6.9
总市值(亿元)	112.75
总资产(亿元)	222.09
每股净资产(元)	3.75

相关报告

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	1063	1442	2169	2530
同比增速(%)	-3.7	35.6	50.4	16.6
净利润(百万)	503	540	660	775
同比增速(%)	-17.0	7.4	22.1	17.4
EPS(元)	0.23	0.25	0.30	0.36
P/E	22.5	21.0	17.2	14.6

联系人: 巩俊杰

电话: 01084183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

Email: wangli@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

加息会对公司业绩产生较大负面影响。公司预计 2010 年资本支出为 22.31 亿元，主要投向清连高速（连南段高速化改造）、南光高速、梅观高速北段改扩建及其他项目，公司近年来资本支出较大，目前公司资产负债率已经达到 60%，成为高速公路板块资产负债率第二高的公司，如果未来出现加息，对公司业绩影响将会产生较大负面影响。

维持“中性-A”投资评级。预计公司 2010、2011 年每股收益为 0.3 元、0.36 元，5 月 26 日收盘价为 5.19 元，对应 2010、2011 年动态市盈率为 17.3 倍、14.6 倍，公司估值处于行业中高端，巨额财务费用是拖累公司业绩增长的主要原因，如果加息公司业绩增长将会慢于我们预期，并且 2010 年仍有较大资本支出，2011 年财务费用仍将增长，2010 年公司业绩能够实现增长主要是受益于宏观经济形势好转以及汽车保有量快速增长导致各路段车流量快速增长，同时机荷东段 45%股权收购也将增厚公司 EPS，目前来看，公司业绩增长仍面临较大不确定性，我们维持公司“中性-A”评级。

图表 1：深高速盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	106,306	144,167	216,889	252,960
营业收入增长 (%)	-3.66%	35.62%	50.44%	16.63%
主营业务毛利率 (%)	58.10%	50.99%	54.07%	56.01%
二、营业总成本	78,358	120,439	164,185	186,330
其中：主营业务成本	44,538	70,658	99,623	111,274
营业税金及附加	3,670	4,782	7,157	8,348
资产减值损失	-38	0	0	0
期间费用	30,188	44,999	57,404	66,708
其中：销售费用	0	0	0	0
管理费用	5,401	6,772	10,844	12,648
财务费用	24,787	38,227	46,560	54,060
期间费用率 (%)	28.40%	31.21%	26.47%	26.37%
加：公允价值变动净收益	629	-233	0	0
投资净收益	27,599	33,297	25,936	27,492
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	56,176	56,793	78,640	94,123
营业利润增长 (%)	-17.80%	1.10%	38.47%	19.69%
营业利润率 (%)	52.84%	39.39%	36.26%	37.21%
加：营业外收入	52	363	0	0
减：营业外支出	150	140	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	9	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	56,079	57,016	78,640	94,123
利润总额增长 (%)	-19.00%	1.67%	37.93%	19.69%
减：所得税	6,626	4,483	13,176	16,658
实际所得税率 (%)	11.82%	7.86%	16.75%	17.70%
五、净利润	49,453	52,533	65,464	77,465
净利润增长 (%)	-17.57%	6.23%	24.61%	18.33%
其中：归属母公司所有者净利润	50,319	54,022	65,964	77,465
母公司净利润增长 (%)	-17.01%	7.36%	22.11%	17.44%
净利率 (%)	47.33%	37.47%	30.41%	30.62%
少数股东损益	-867	-1,489	-500	0
摊薄每股收益 (元/股)	0.23	0.25	0.30	0.36

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			