

公司研究

公司投资价值分析

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

主辅共进成就增长——质变之路

——东莞控股(000828)公司投资价值分析

核心观点

公司处于基本面持续好转过程中。公司 2004 年完成资产置换, 当时仅有莞深高速一二期, 随后公司又收购了大股东的莞深高速东城段和龙林高速, 但是受制于断头路的情况以及大修拖累, 导致近年主业增速较慢, 09 年底石碣段通车, 莞深高速进入车流快速增长阶段。在做大做强主业同时, 公司通过收购虎门大桥 11.11% 股权、东莞证券 20% 股权、东莞信托 6% 股权以及参股长安村镇银行等一系列投资活动, 开始了公司多元化之路, 大幅增加了公司利润。未来公司还将通过收购大股东资产做大做强收费公路主业, 同时继续实施适当的多元化发展。

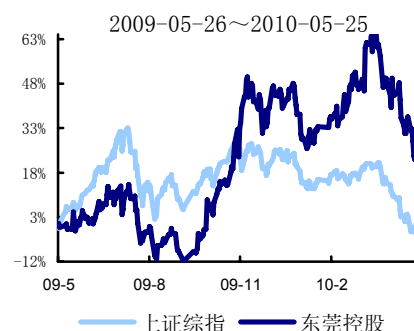
断头路通车促使公司收费公路主业进入快速增长期。公司于 2008 年 5 月完成了大修, 为断头路通车之后的车流增长奠定了基础。2009 年 9 月, 莞深高速三期石碣段正式通车, 困扰公司多年的断头路得到解决, 莞深高速车流进入快速增长期, 自 2009 年 11 月以来, 公司月通行费平均增速超过 30%。广州北三环二期将于 2012 年通车, 届时也将打通莞深高速与京港澳高速之间的连接, 随着路网不断完善公司车流有望保持快速增长。

毛利率水平将进一步提升。公司主要成本包括折旧、摊销、职工工资、养护费用等, 其中摊销、工资、养护费用相对稳定, 随车流快速增长主要是折旧, 因此我们认为成本增长速度将会明显低于收入增速, 因此公司毛利率将会显著提升, 预计 2010 年毛利率有望较 2009 年提升 5 个百分点。

多元化发展成为公司亮点。公司多元化发展主要参股虎门大桥以及东莞地区相关金融企业股权, 2009 年公司投资收益达到净利润的 46%, 成为公司重要利润来源。公司参股的东莞证券目前已经进入快速发展期, 经纪业务开始向东莞以外地区扩张, 并且公司投行业务也将有所突破, 未来还将根据公司情况开展直投业务, 以及设立基金公司等。

维持公司“短期-推荐, 长期-A”投资评级。在不考虑进一步多元化以及资产注入的前提下, 预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.39 元、0.45 元、0.52 元, 当前股价为 6.71 元, 对应动态市盈率为 17.2 倍、14.9 倍、12.9 倍, 公司估值处于行业中游水平, 大股东以及东莞市政府做大做强公司意图明确, 公司也多次表示将在合适时机收购大股东资产从而进一步扩大资产规模, 并且公司路产周边路网还将进一步完善, 同时公司多元化还将带来更多的利润增长点, 因此我们维持公司“短期-推荐, 长期-A”投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	103951.70
流通A股(万股)	63653.15
52周内股价区间(元)	4.96-9.0
总市值(亿元)	69.23
总资产(亿元)	47.24
每股净资产(元)	2.72

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-调研简报-东莞控股(000828):断头路通车及多元化发展促进利润快速增长》 2010-05-24

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	464	618	697	810
同比增速(%)	8.1	33.1	12.7	16.4
净利润(百万)	291	401	464	536
同比增速(%)	57.5	38.2	15.5	15.6
EPS(元)	0.28	0.39	0.45	0.52
P/E	23.96	17.21	14.91	12.90

研究员: 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。

目 录

1. 主辅共进成就增长——公司质变之路.....	4
1.1 逐步做大做强主业	4
1.2 开启适度多元化之路	4
1.3 进入快速增长期	4
2. 断头路通车促使公司主业盈利快速增长	5
2.1 公司主要经营莞深高速及龙林高速	5
2.2 一类车占比高、短途车多是公司车流主要特点	6
2.3 多重因素共同作用促进车流快速增长	6
2.3.1 断头路通车后通行费收入快速增长	6
2.3.2 区域经济优势明显	8
2.3.3 民用车保有量快速增长是车流增长的重要基础	8
2.3.4 出口复苏将拉动货车车流增长	9
2.3.5 路网完善将进一步促进车流增长	9
2.4 毛利率将会进一步提升	11
2.4.1 折旧和摊销是成本的最大组成部分	11
2.4.2 收费公路业务盈利预测假设	11
3. 虎门大桥持续贡献投资收益	12
3.1 虎门大桥对净利润贡献超过 10%	12
3.2 虎门大桥贡献投资收益	13
4. 东莞证券：处于快速扩张期	13
4.1 东莞证券基本情况及股东构成	13
4.2 经纪业务是东莞证券业绩主要来源	14
4.3 东莞证券进入快速扩张期	15
5. 路产注入预期	15
5.1 公司收购高速公路历史回顾	15
5.2 大股东成熟路产分析	16
5.3 资产注入的可能性分析	16
6. 估值及投资建议	17
6.1 历史估值一览	17
6.2 未来三年净利润复合增长率达到 23%	18

图表目录

图表 1: 公司路产一览	5
图表 2: 公司路产分布	5
图表 3: 一类车是莞深高速车流的主要构成部分	6
图表 4: 公司路产车型分类及收费标准	6
图表 5: 石碣段通车前公司通行费收入增长缓慢	7
图表 6: 公司车流进入快速增长期	7
图表 7: 莞深高速通行费收入增速明显快于与之相连的梅观高速	7
图表 8: 东莞经济持续快速增长	8
图表 9: 东莞市居民收入水平远高于全国平均水平	8
图表 10: 东莞市民用汽车保有量持续快速增长	9
图表 11: 各种车流近两年同比增速一览	9
图表 12: 出口复苏带动货车车流增长	9
图表 13: 东莞市高速公路里程	10
图表 14: 广州北三环二期将进一步完善莞深高速周边路网	10
图表 15: 折旧与摊销在成本中占比超过 60%	11
图表 16: 道路基础设施折旧占比接近 90%	11
图表 17: 通行费收入将会快速增长	12
图表 18: 营业成本测算	12
图表 19: 虎门大桥对净利润贡献超过 10%	13
图表 20: 虎门大桥贡献投资收益一览	13
图表 21: 东莞证券股东构成	14
图表 22: 经纪业务是东莞证券主要收入来源	14
图表 23: 部均经纪业务收入处于行业前列	15
图表 24: 大股东持有已通车路产	16
图表 25: 近 5 年分红比例接近 70%	17
图表 26: PE 估值低于历史平均水平	18
图表 27: 公司 PB 估值低于历史平均水平	18
图表 28: 公司 PE 与公路板块 PE 之比低于历史平均水平	18
图表 29: 东莞控股盈利预测	19

1. 主辅共进成就增长——公司质变之路

1.1 逐步做大做强主业

公司原名为广东福地科技股份有限公司，2004 年公司以莞深高速一二期经营资产置换彩管资产，公司转身变为高速公路收费与运营企业。在完成资产置换之后，公司净利润当年即实现了翻倍，净利润由 2003 年的 1.1 亿元增至 2004 年的 2.17 亿元，公司成功完成了第一次转型。

2005 年，公司以 9.41 亿元收购莞深高速三期东城段（5.85 亿元）和龙林高速（3.85 亿元），收购完成后公司资产规模由 24.66 亿元增长至 31.61 亿元，公司路产规模得到提升，为公司做大做强主业奠定了基础。自 2005 年-2008 年，公司业绩进入稳定期，期间由于大修限行、08 年国际金融危机等负面因素影响拖累了公司业绩的增长。

2007 年 10 月至 2008 年 5 月底，公司投资 5.84 亿元对莞深高速一二期进行大修（改扩建）工程，该工程完成后，提高了路面的平整度和通行舒适性，提高了车辆通行效率，为石碣段通车后车流增长奠定了基础。

2009 年 9 月底，莞深高速石碣段（东江大桥）通车，困扰公司多年的断头路问题得到解决，莞深高速车流将会迎来快速增长期，从 09 年 11 月以来公司月均收费额持续增长，到今年 4 月份日均收费额达到 168.8 万元。

1.2 开启适度多元化之路

2007 年开始，公司积极探索适度多元化经营。2007 年公司分别受让路桥总公司、国投交通拥有的虎门大桥 10% 股权和债权、1.11% 的股权和债权，其中路桥总公司持有虎门大桥 10% 股权转让价格为 2.55 亿元，国投交通持有虎门大桥 1.11% 股权转让价格为 6752 万元。2008 年、2009 年分别贡献投资收益 4013 万元、3106 万元，分别占当年净利润的 21.7%、10.8%。

2008 年 4 月，公司公告将收购诚信电脑公司持有的东莞证券 20% 股权，转让价格为 3.76 亿元，并于 2009 年 4 月完成相关股东变更登记手续。2009 年 2 季度开始，东莞证券开始贡献投资收益，2009 年贡献投资收益 1.02 亿元，占公司当年净利润的 35.2%。

2009 年公司还以 5480 万元收购了东莞信托 6% 股权，目前采用成本法核算，由于 09 年末分红所以对业绩没有影响，但是 09 年东莞信托实现净利润 1.2 亿元。公司出资 1500 万元参股长安村镇银行，持有其 5% 股权，长安村镇银行注册资本金为 3 亿元，是目前国内注册资本规模最大的村镇银行，并于 2010 年 3 月 8 日在东莞市长安镇正式开业。

1.3 进入快速增长期

随着断头路通车，公司经营的莞深高速通行费收入将会大幅增长，公路盈利水平也将会有明显提升，并且广州北三环二期也将连通莞深高速与京港澳高速，有望进一步提升公司车流量。

自 2004 年资产置换以来，公司在巩固和加强高速公路经营的基础上，同时积极开展多元化发展之路，特别是在 2007 年之后，公司先后收购了虎门大桥 11.11% 股权、东莞证券 20% 股权、东莞信托 6% 股权、参股长安村镇银行 5% 股权，公司多元化发展进入快速扩张期。多元化发展对公司业绩的贡献也是有目共睹，2009 年公司净利润为 2.91 亿元，其中东莞证券和虎门大桥贡献投资收益 1.33 亿元，占公司当年净利润的 45.9%。

2. 断头路通车促使公司主业盈利快速增长

公司在 2004 年完成资产置换，主业变成主要经营高速公路的上市公司，初期只有莞深高速一二期，后来又收购了莞深三期东城段以及龙林高速。07 年大修也影响了莞深高速车流增长，09 年石碣段顺利通车为公司车流增长带来契机，莞深高速进入车流快速增长期。

2.1 公司主要经营莞深高速及龙林高速

公司是东莞市唯一国有控股上市公司，目前主要经营莞深高速以及龙林高速，目前经营路产规模为 61.26 公里，其中莞深高速三期石碣段为委托经营，其余 55.66 公里路产为公司路产，公司路产收费期至 2027 年 6 月。其中，公司共有收费站 12 个，莞深高速收费站 9 个（包括石碣段收费站 1 个），龙林高速有 3 个收费站。莞深高速一二期以及莞深高速三期东城段均为双向 6 车道，龙林高速为双向 4 车道。

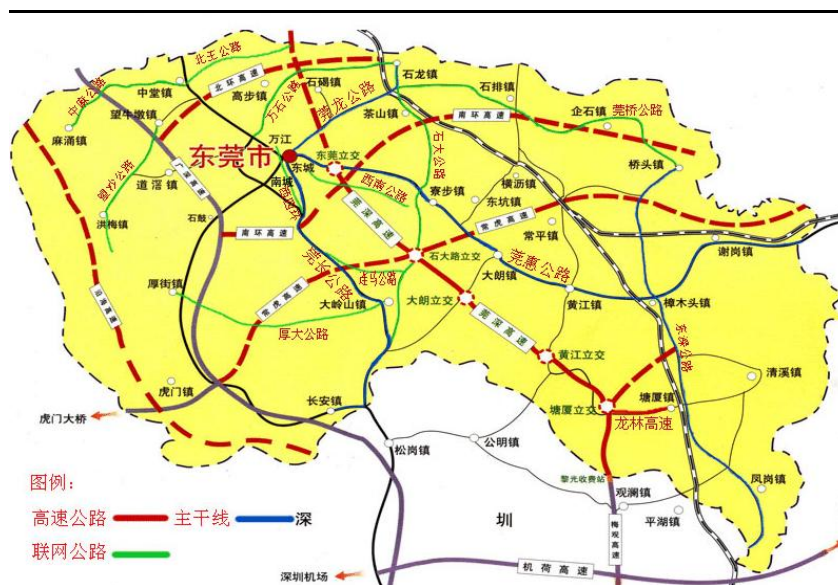
图表 1：公司路产一览

路段	长度（公里）	性质	简介
莞深高速一二期	39.55	2004 年资产置换置入的资产	起于深圳梅观高速公路的终点，止于东莞市东城区与莞樟公路交叉的横坑（莞樟路立交）
莞深高速三期东城段	7.01	2005 年 7 月收购的资产	起于莞深高速二期终点，止于东莞市东城区柏洲边与莞龙路交界处（莞龙路立交）
莞深高速龙林支线	9.1	2005 年 7 月收购的资产	起于莞深高速一期终点（塘厦立交），止于塘厦镇林村，分别与莞深高速公路、东深一级公路和拟建的博深高速公路相连，
莞深高速三期石碣段	5.6	委托经营	起于莞深高速三期东城段终点，止于东莞市东江北支流南岸约 1 公里处（与增莞高速公路相连）

数据来源：公司年报

公司经营管理的路产位于珠江三角洲腹地，其经营的莞深高速已经成为连接广州与深圳之间重要的快速通道，特别是随着东莞地区路网不断完善，公司路产所处地理位置优势将会更加明显。

图表 2：公司路产分布



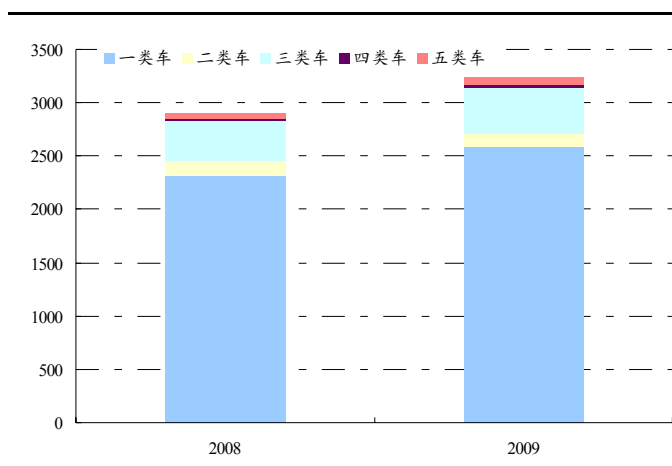
资料来源：国都证券研究所

2.2 一类车占比高、短途车多是公司车流主要特点

从近两年数据来看，莞深高速全线一类车占比接近 80%，08、09 年基本保持一致，二类车占比略有下降，三四五类车占比都有所上升。从行驶距离来看，五类车的平均行驶距离都在 20 公里以下，平均行驶距离在 18 公里左右，主要是以区间短途车流为主。

按照运输对象不同，可以把车流分为客车和货车两类。从数据来看，公司车流以客车为主，并且是以区域内短途车流为主，影响这类车流增长的主要因素包括区域内汽车保有量、居民出行意愿等。而影响货车车流的主要原因是当前产业分布以及需求地分布有关，公司所在区域经济属于出口导向型经济，所以货车车流增长与出口密切相关。

图表 3：一类车是莞深高速车流的主要构成部分



数据来源：公司年报

图表 4：公司路产车型分类及收费标准

车类	一	二	三	四	五
分类标准	小轿车、吉普车、的士头人货车	面包车、小型人货车、轻型货车、小型客车	大型豪华客车、双层大客车、中型客车、大型普通客车、中型货车	大型货车、大型拖挂车、20英尺集装箱车	重型货车、重型拖挂车、40英尺集装箱车
莞深高速收费系数	1	2	3	4	5
龙林高速收费系数	1	1.5	2	3	3.5

莞深高速通行费标准为 0.6 元/标准车公里；龙林高速通行费标准为 0.45 元/标准车公里。

资料来源：国都证券研究所

2.3 多重因素共同作用促进车流快速增长

2.3.1 断头路通车后通行费收入快速增长

在莞深高速三期石碣段通车之前，莞深高速北段的断头路情况一直抑制了莞深高速车流增长，06、07 年通行费收入都是保持小幅增长，增速都未达到 3%，08 年受经济危机影响更是出现了 12.5% 的下降，2007 年 10 月至 2008 年 5 月的莞深高速一二期大修工程也对公司车流增长带来了负面影响，但是整体来看 06-09 年间公司通行费收入增长情况明显慢于整个行业。

2009 年 9 月底，莞深高速石碣段正式通车，困扰公司多年的断头路问题终于得到解决，莞深高速车流开始进入快速增长期。莞深高速三期石碣段即连接莞深高速、环城路的东江大桥，东江大桥通车后莞深高速全线通车，往来莞深与广州之间将可“绕开”繁忙的广

深高速，多一个选择。此外，到韶关、清远等粤北地区，也可走梅观高速-莞深高速-增莞高速，然后在石滩立交转入广惠高速前往。

图表 5：石碣段通车前公司通行费收入增长缓慢

通行费收入（万元）	2006	2007	2008	2009
莞深高速一二期	42,415	42,636	36,819	39,765
同比增长	-3.5%	0.5%	-13.6%	8.0%
莞深高速三期东城段	1,313	1,531	1,509	1,689
同比增长	-28.7%	16.6%	-1.4%	11.9%
龙林高速	3,958	4,711	4,464	4,540
同比增长	20.2%	19.0%	-5.2%	1.7%
通行费收入	47,686	48,878	42,792	45,993
同比增长	2.64%	2.50%	-12.45%	7.48%

数据来源：公司年报

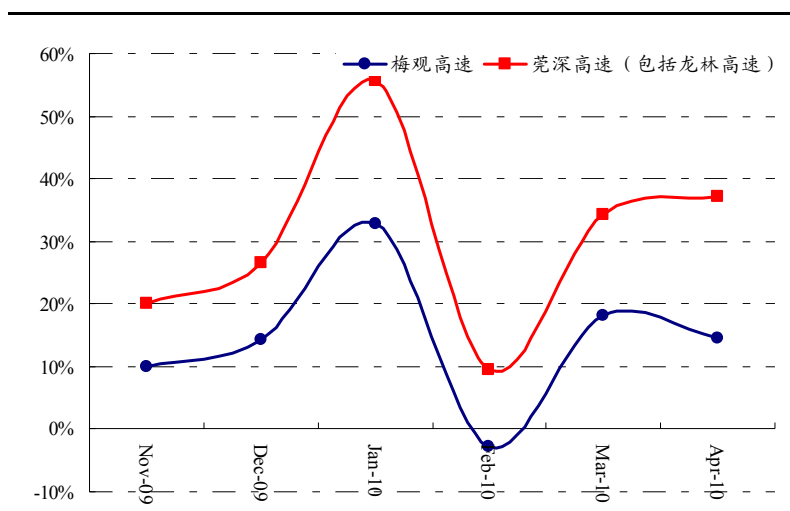
自 09 年 11 月公司开始公布月度数据以来，日均通行费收入保持快速增长，近 6 个月平均增速超过 30%，并且与莞深高速石碣段相连的莞深高速三期东城段通行费收入增长明显快于其他路段。

图表 6：公司车流进入快速增长期

日均通行费收入（万元）	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10
莞深高速一二期	121.55	127.74	128.21	101.96	139.38	144.06
同比增长	18.91%	25.05%	52.92%	7.55%	35.15%	34.93%
莞深高速三期东城段	6.68	7.53	7.93	7.78	9.34	9.78
同比增长	84.70%	105.18%	151.75%	120.40%	144.50%	150.13%
龙林高速	13.47	13.93	13.78	9.97	14.75	14.96
同比增长	11.55%	15.99%	47.07%	-9.28%	22.31%	20.84%
合计	141.7	149.2	149.92	119.71	163.47	168.8
同比增长	20.17%	26.62%	55.60%	9.49%	34.36%	37.17%

数据来源：公司公告

图表 7：莞深高速通行费收入增速明显快于与之相连的梅观高速



数据来源：国都证券研究所

莞深高速往南连接梅观高速通往深圳，从通行费增速来看，莞深高速通行费收入增速明显快于梅观高速，这说明断头路通车之后莞深高速单车收入有望进一步向梅观高速靠拢。08、09 年梅观高速年单公里收费额都超过 1500 万元，莞深高速一二期以及三期东城

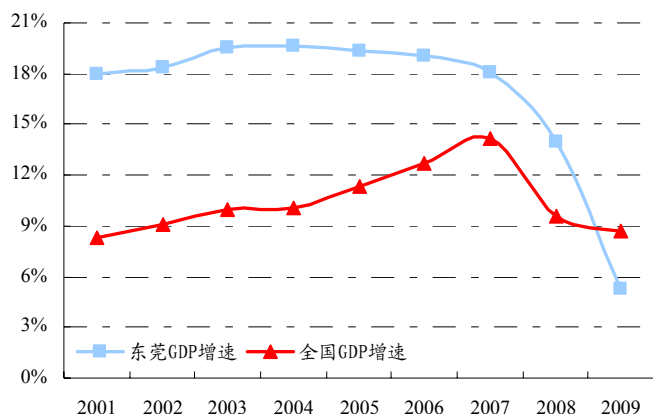
段年单公里收费额不到 900 万元，目前差距还十分明显，当然由于两路周边区域不同，两者收入水平不一定会完全相同，但是我们认为随着路网贯通效应逐步显现，莞深高速年单公里收费额有望向梅观高速靠拢。

2.3.2 区域经济优势明显

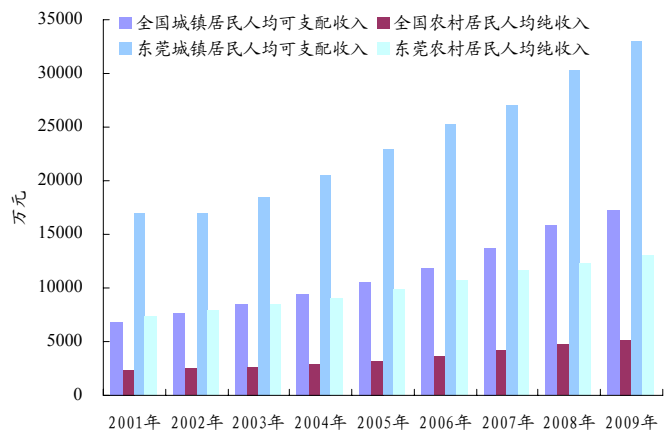
自 2001 年至 2009 年东莞市 GDP 平均增速达到 16.8%，远高于全国 10.44% 的水平，2009 年东莞市生产总值增速低于全国增速主要是受国际金融危机影响，出口出现了较大幅度下降，因此导致东莞出口导向型经济出现了较大影响。2010 年以来，东莞市在保持经济平稳发展的同时，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，一季度生产总值同比增长 9.7%，比去年全年增速提高 4.4 个百分点。

从居民收入水平来看，2009 年东莞市城镇居民人均可支配收入为 33045 元，是全国平均水平的 1.9 倍；农村居民人均纯收入 13061 万元，是全国平均水平的 2.5 倍。居民收入水平提高，出行意愿将会明显增加，对区域车流增长有着明显的促进作用。

图表 8：东莞经济持续快速增长



图表 9：东莞市居民收入水平远高于全国平均水平



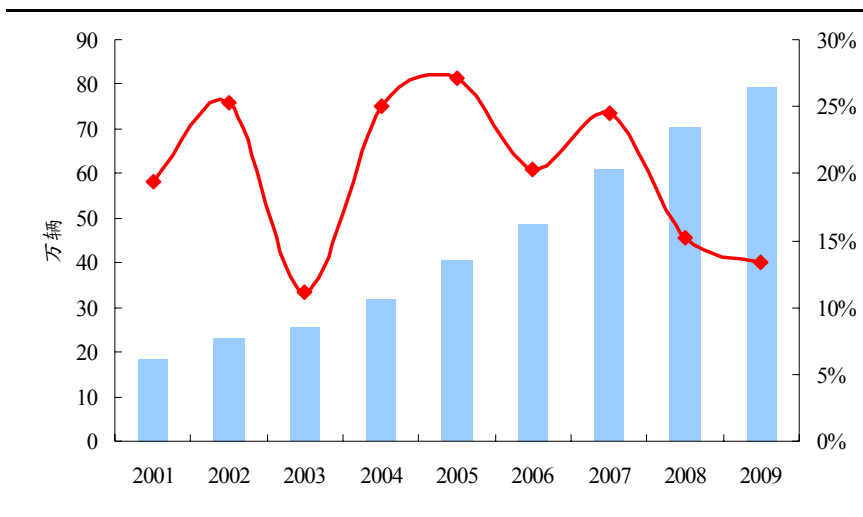
数据来源：WIND、东莞市统计年鉴

2.3.3 民用车保有量快速增长是车流增长的重要基础

公司车流主要特点是短途小客车居多，也就是说车流主要是区域内短途客车车流，这与区域内的民用汽车保有量有着密切的关系。区域内民用汽车保有量的增长为公司车流增长提供了必要前提。

2001 年东莞市民用汽车保有量仅有 18.36 万辆，到 2009 年底，民用汽车保有量已经增至 79.56 万辆，增长了 3.33 倍，年均增长率达到 22.2%，远高于广州平均水平（年均增长 16.2%）和全国平均水平（年均增长 15.5%）。

图表 10: 东莞市民用汽车保有量持续快速增长



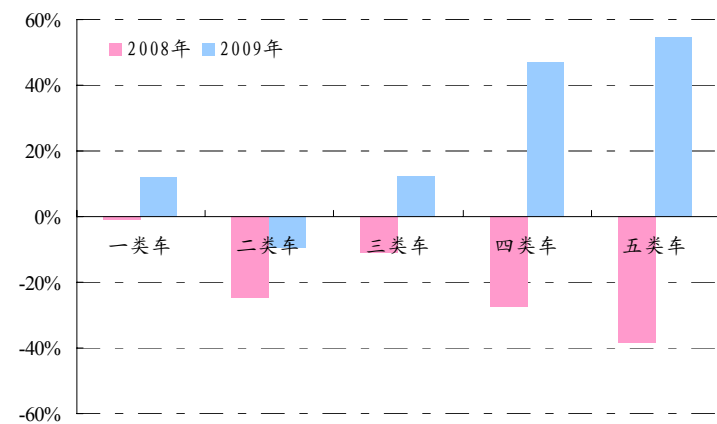
数据来源: 东莞市统计年鉴

2.3.4 出口复苏将拉动货车车流增长

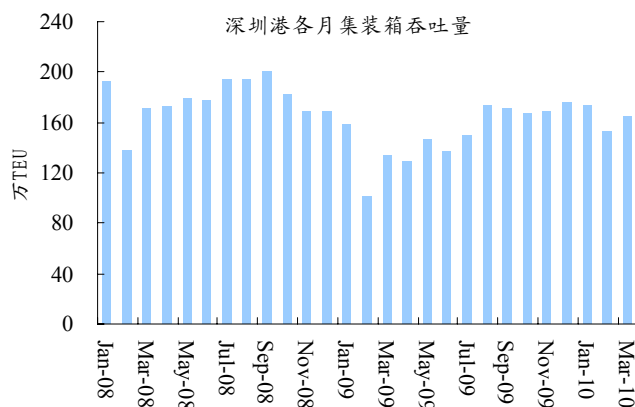
2008 年公司 1-5 类车流均同比下降, 其中四、五两类车流下降幅度最大, 下降幅度分别达到 27.6%、38.5%, 主要是由于 2008 年 3 月 3 日至 2008 年 5 月 31 日莞深高速二期大修限行 (其中禁止 4.5 吨以上货车及危险品运输车辆通行) 导致货车车流大幅下降, 同时 08 年下半年欧美金融危机爆发, 导致经济增速放缓, 从而导致交通需求下降, 其中货运需求下降幅度更大。

随着大修工程竣工以及宏观经济形势好转, 2009 年公司除了二类车流出现同比下降之外, 其他各类车流均实现了同比增长, 其中四五类车流同比增长最快, 分别达到 47.2%、54.9%, 主要是由于 08 年受大修影响基数低。货车车流的增长与宏观经济联系紧密, 东莞市是出口导向型经济, 出口复苏对经济增长拉松明显, 随着出口复苏, 莞深高速货车车流也将会明显增长。2010 年 1-3 月, 深圳港口实现集装箱吞吐量 492.9 万吨, 同比增长 26.7%, 出口增长为公司车流特别是集装箱车流增长提供了强有力的支撑。

图表 11: 各种车流近两年同比增速一览



图表 12: 出口复苏带动货车车流增长



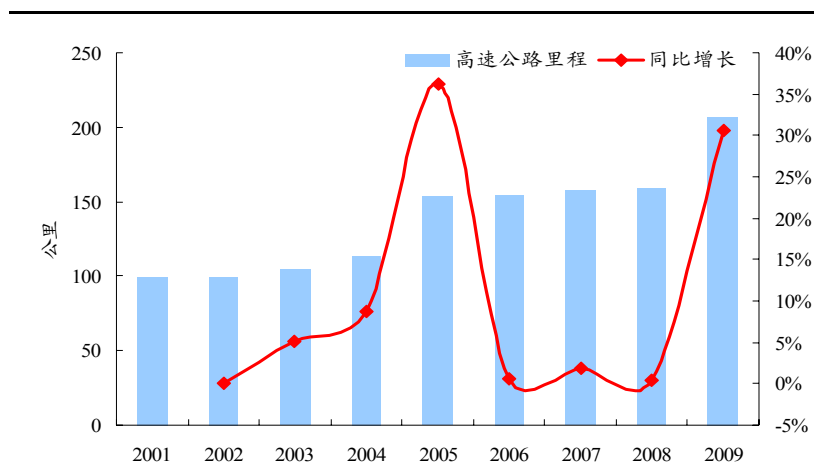
数据来源: 公司数据、WIND

2.3.5 路网完善将进一步促进车流增长

近年来, 东莞市高速公路里程快速增长, 2009 年底东莞市高速公路通车里程达到 207

公里，较 2001 年 99 公里已经增长超过 100%。高速公路通车里程快速增长的两年分别是 2005 年、2009 年，这两年高速公路通车里程分别达到 41 公里、48.4 公里。随着通车里程不断增长，东莞市高速公路网日益完善，路网效应对车流增长促进作用十分明显。

图表 13：东莞市高速公路里程

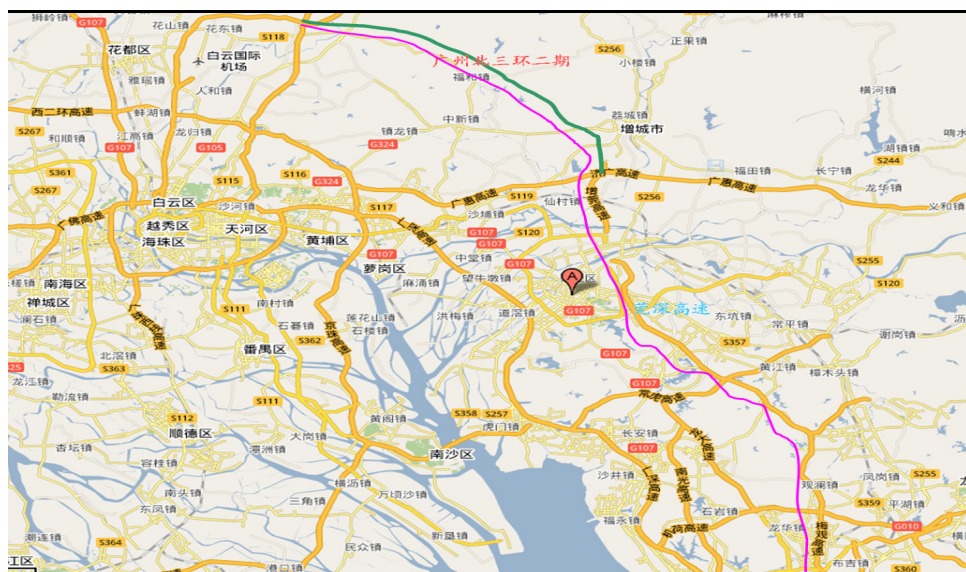


数据来源：东莞市统计局

随着莞深高速三期石碣段通车，莞深高速车流快速增长，断头路通车对公司业绩的贡献可见一斑。莞深高速三期完工后，莞深高速将与广园快速相连，莞深高速将成为广州、深圳之间的第二条快速通道。同时，环城路也将全线贯通，使环城路网真正连成一个“环”。另外，通过广园快速，莞深高速将向北与增莞高速增城段、广州北三环相接，连通广惠高速、京珠高速，使莞深高速与珠三角乃至全国高速公路联网相连。

广州北三环二期起点位于广州增城沙庄至花都北兴高速公路一期工程终点处，途经增城、从化和花都区，在花都区的杨荷接入街北高速公路，后与街北高速公路并线接入北兴互通（京港澳高速），该路预计将于 2012 年建成通车，该路建成之后将打通京港澳高速与莞深高速之间的连接，从而使莞深高速周边路网更加完善，从而吸引更多的车流。根据当前东莞市规划，未来没有修建分流公司路产车流的路段建设。

图表 14：广州北三环二期将进一步完善莞深高速周边路网



资料来源：国都证券研究所

2.4 毛利率将会进一步提升

2.4.1 折旧和摊销是成本的最大组成部分

高速公路板块上市公司成本主要构成包括折旧、无形资产摊销（土地使用权摊销）、职工工资、养护费用等。

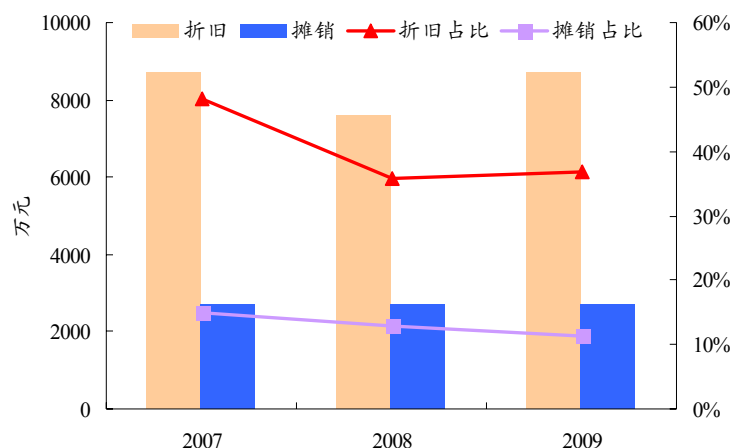
根据我们测算，公司 60%以上成本为固定资产折旧和无形资产摊销。固定资产折旧主要包括莞深高速一二期、三期东城段、龙林高速、运输工具、电子及其他、房屋建筑等构成，其中莞深高速一二期、三期东城段、龙林高速折旧占比接近 90%，这部分折旧主要采用车流量法，折旧随着车流增长而同步增长。公司无形资产摊销主要是指莞深高速一二期土地使用权摊销，采用平均折旧的方法，每年摊销额固定为 2715 万元，随着公司车流增长，公司成本不断增长，该部分所占比例将逐步缩小；莞深三期东城段和龙林高速所占用的土地使用权属于新远高速，目前无偿使用。

职工工资将随车流小幅增长。公司每个收费站配备的人员根据车流量来确定，并且近年工资上涨幅度并不大，工资成本将会稳步增长，但是整体增长速度将会慢于公司车流增长。

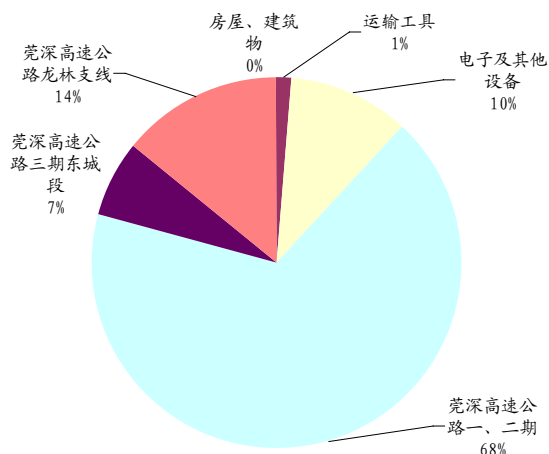
公司采用管养分离的运营模式，公司将拥有及管理的高速公路养护、中小型维修工程外包给东莞市经纬公路工程公司，公司莞深高速一二期都在 2009 年完成大修，路面状况都较好，短期内不存在大修可能，平常养护费用也能够维持在较低水平。

总体来看，我们认为公司成本当中，折旧将会随着车流量同步增长，但是由于单车收入增长导致车流增长慢于折旧增长，所以折旧增长速度将会低于收入增长速度；摊销将会保持平稳；其他成本将会小幅上升，但是整体上升速度将会明显低于收入增速，所以我们预计公司毛利率必然会较 2008 年有所提升。

图表 15：折旧与摊销在成本中占比超过 60%



图表 16：道路基础设施折旧占比接近 90%



数据来源：公司数据、国都证券研究所

2.4.2 收费公路业务盈利预测假设

2009 年莞深高速石碣段通车后，公司断头路情况得到彻底解决，莞深高速进入车流快速增长期，并且随着莞深全程贯通，单车行驶里程也将有所增长，这就意味着单车收入水平将有望有所提升，并且吸引车流还需要一段时间，所以我们持续看好公司车流增长趋势，预计 2010 年通行费收入同比增长 32.8%。2011 年车流增长进入相对缓和期，并且随

着下游梅观高速扩建影响，增速将会明显放缓，但是我们综合考虑当前深圳地区各路段收入增长情况，预计 2011 年公司通行费收入有望增长 12.8%。2012 年广州北三环将会通车，莞深高速将于京港澳高速连通，莞深高速周边路网将进一步完善，综合考虑梅观高速扩建持续影响，综合考虑预计公司 2012 年通行费收入增速为 16.5%。随着梅观高速扩建完成，广州北三环二期通车，莞深高速周边路网将进一步完善，公司车流有望保持持续增长。

图表 17：通行费收入将会快速增长

通行费收入（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
莞深高速一二期	39,765	51,694	57,897	66,582
同比增长	8.0%	30.0%	12.0%	15.0%
莞深高速三期东城段	1,689	3,884	4,661	6,059
同比增长	11.9%	130.0%	20.0%	30.0%
龙林高速	4,540	5,447	6,265	7,517
同比增长	1.7%	20.0%	15.0%	20.0%
通行费收入	45,993	61,025	68,822	80,158
同比增长	7.48%	32.68%	12.78%	16.47%

数据来源：国都证券研究所

根据我们在前面成本分析结果，我们对营业成本进行了测算了，预计公司今后几年毛利率将会持续提升，主要是由于公司成本中主要是折旧费用增长，其他成本增长将会明显慢于收入增长，所以公司毛利率将会明显提升，预计 2010 年毛利率为 66.1%，较 2009 年提升 5.4 个百分点。

图表 18：营业成本测算

项目	2009	2010E	2011E	2012E
折旧	8,715	11,012	12,009	13,635
同比增长	14.4%	26.4%	9.0%	13.5%
摊销	2,715	2,715	2,715	2,715
养护费用	793	900	1,000	1,100
同比增长	100.4%	13.4%	11.1%	10.0%
其他成本	5,863	6,056	6,261	6,473
同比增长	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本合计	18,086	20,683	21,985	23,923
同比增速	10.6%	14.4%	6.3%	8.8%
毛利率	60.7%	66.1%	68.1%	70.2%

数据来源：国都证券研究所

3. 虎门大桥持续贡献投资收益

虎门大桥是经广东省对外经济贸易厅批准设立的中外合作经营企业，成立于 1994 年，注册资本 2.739 亿元。虎门大桥的收费权的期限为 30 年，自 1999 年 5 月 8 日起至 2029 年 5 月 8 日止。

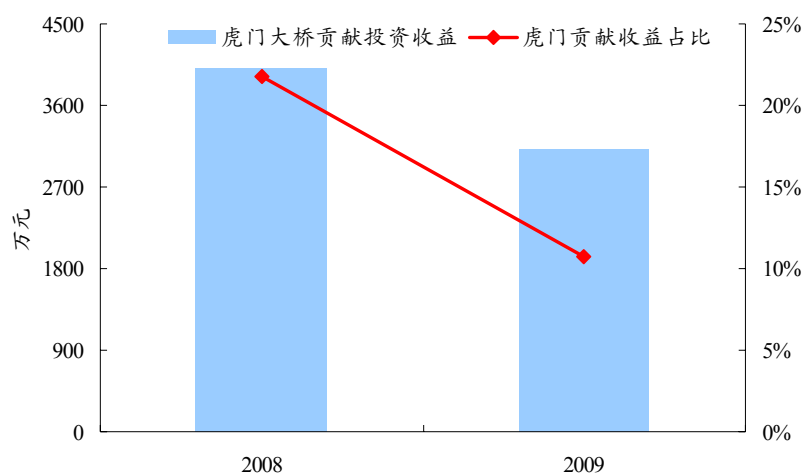
虎门大桥项目总投资 27.39 亿元，其中 10% 为股东投入的资本金，90% 为股东对虎门大桥公司的贷款。虎门大桥项目起于广东省东莞市太平小捷，与广深高速大年立交相接，止于番禺南沙镇红岭，是沟通广东省东西两翼的重要交通要道，路线全长 15.76 公里，其中主桥 3.64 公里，大桥两岸引道、引桥 12.02 公里。

3.1 虎门大桥对净利润贡献超过 10%

自 2008 年开始，虎门大桥开始贡献投资收益。08 年、09 年分别贡献投资收益 4013

万元、3105 万元，分别占公司当年净利润的 21.8%、10.7%，09 年贡献投资收益下降主要是受金融危机的影响以及 08 年广深高速大修导致虎门大桥车流基数较高。

图表 19：虎门大桥对净利润贡献超过 10%



数据来源：公司公告

3.2 虎门大桥贡献投资收益

我们预计 2010-2012 年虎门大桥通行费收入分别为 10.39 亿元、10.91 亿元、11.46 亿元，贡献东莞控股投资收益分别为 3930 万元、4193 万元、4473 万元。

图表 20：虎门大桥贡献投资收益一览

项目	2009	2010E	2011E	2012E
日均车流量		6.33	6.64	6.98
同比增长		20%	5%	5%
单车收入		45	45	45
通行费收入	8.66	10.39	10.91	11.46
净利润率	60%	62%	63%	64%
净利润	5.18	6.44	6.87	7.33
贡献投资收益	3,106	3,930	4,193	4,473

数据来源：国都证券研究所

4. 东莞证券：处于快速扩张期

4.1 东莞证券基本情况及股东构成

东莞证券成立于 1988 年 6 月，注册资本 5.5 亿元，是东莞市属国有控股的综合类证券公司，也是全国首批承销保荐机构之一。公司业务范围涵盖了证券经纪（拥有营业部 25 家）、资产管理、投资银行、投资管理、研究资讯等多个领域，在东莞、深圳、上海、北京等地设立了 20 多个分支机构及办事处，经营网点覆盖东莞市各经济发达镇区以及深圳、上海等地。公司于 2007 年收购控股了华联期货经纪有限公司，开辟了新的业务领域。

公司目前股东主要包括锦龙股份、东莞财信发展有限公司、东莞控股、东莞金源实业有限发展公司、东莞市新世纪科教拓展有限公司，其中东莞财信发展有限公司、东莞控股、东莞金源实业有限发展公司为东莞市国资委下属企业，共计持有 55.4% 股权，为公司实际

控制人。东莞新世纪科教为锦龙股份大股东，直接持有东莞证券 4.6% 股权，通过锦龙股份间接持有 40% 股权。

图表 21：东莞证券股东构成

股东名称	持股比例 (%)
广东锦龙发展股份有限公司	40.00%
东莞发展控股股份有限公司	20.00%
东莞市信发展有限公司	20.00%
东莞市金源实业发展公司	15.40%
东莞市新世纪科学教拓展有限公司	4.60%

资料来源：东莞证券年报

4.2 经纪业务是东莞证券业绩主要来源

公司收入和利润主要来源是经纪业务，2009 年公司实现营业收入 13.59 亿元，较 08 年增长 2.1 倍，主要是由于 08 年证券行业处于低谷，经纪业务收入处于低谷，所以公司代理买卖证券业务收入处于低谷，同时公司投资收益和公允价值变动部分也产生了 3.46 亿元的亏损，从而导致 08 年公司营业收入基数较低。

东莞证券营业收入主要包括手续费及佣金净收入、利息净收入、投资收益、公允价值变动收益、汇兑收益等，其中手续费及佣金业务净收入占比超过 90%，其中代理买卖证券业务收入占比达到 87.9%，目前证券承销以及资产管理业务收入占比只有 1.7%，所以当前公司仍然主要依靠经纪业务贡献利润。

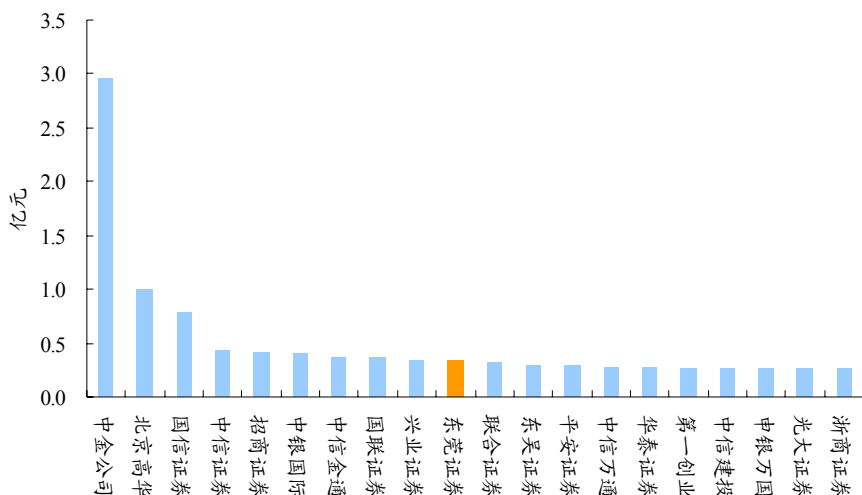
图表 22：经纪业务是东莞证券主要收入来源

单位：万元	2009	占比	2008	占比
营业收入	135,917	100.0%	43,819	100.0%
手续费及佣金净收入	123,600	90.9%	72,100	164.5%
其中：代理买卖证券业务净收入	119,415	87.9%	69,317	158.2%
期货经纪业务收入	1,496	1.1%	820	1.9%
证券承销业务净收入	1,654	1.2%	1,353	3.1%
受托客户资产管理业务净收入	658	0.5%	0	0.0%
利息净收入	8,050	5.9%	6,170	14.1%
投资收益	5,015	3.7%	-12,725	-29.0%
公允价值变动收益	-1,060	-0.8%	-21,863	-49.9%
汇兑收益	-4	0.0%	-166	-0.4%
其他业务收入	317	0.2%	301	0.7%

数据来源：东莞证券年报

公司目前用于营业部 25 家，其中 17 家都在东莞市，其余 8 家分布在深圳、上海、北京、大连、厦门、广东等地。2008 年，公司部均交易佣金收入 3363 万元，位于行业第十名，2010 年公司部均交易佣金上升至 4777 万元，上升幅度高达 42%，主要是受证券市场回暖所致。

图表 23：部均经纪业务收入处于行业前列



数据来源：中国证券业协会

4.3 东莞证券进入快速扩张期

东莞证券确立了“立足东莞、面向全国”的发展战略，2009 年借助资本市场快速回暖的契机，新设营业部 5 家，分别在大连、厦门、北京、惠州和梅州，公司营业部数量由 20 家提升至 25 家，营业部覆盖区域进一步增大，最开始公司营业部基本集中在东莞地区，随着公司走出去战略的实施，2010 年东莞证券规划新设营业部 5-10 家，根据公司规模将会新开 10-20 家营业部（包括 2010 年新开营业部）。

资产管理业务破冰。2009 年 10 月底，公司设立的旗峰 1 号策略精选集合资产管理计划获批，截止 2009 年 12 月 17 日，共募集资金 10.44 亿元，公司计划在 2010 年推出 1-2 只适合不同投资偏好人群的理财产品。

2009 年，东莞证券有七个投行项目在证监会排队或过户，包括已经发行的一个再融资项目，三个 IPO 项目和三个再融资项目。按照计划的排队情况来看，2010 年初还会有新的项目过会。另外，公司也将根据公司发展情况，开展直投业务、设立基金公司等，东莞证券盈利点将逐渐增多。

5. 路产注入预期

东莞控股作为东莞市唯一国有控股上市公司，东莞市政府以及大股东一直对其发展大力支持，早就 2005 年年报中就称“公司将进一步利用资本市场，逐步实现东莞市高速公路网的整体上市”，毫无疑问，公司将是东莞市高速公路整体上市的唯一平台，在随后的几年的年报中，公司一直都在强调通过收购大股东成熟路产进一步做大做强高速公路主业的想法。

5.1 公司收购高速公路历史回顾

公司历史上已经完成两次高速公路资产的收购，最早是在 2004 年进行的资产置换，当时是置入了莞深高速一二期，2005 年 7 月又收购了莞深高速三期东城段以及龙林高速。

2004 年注入的莞深高速一二期账面价值为 16.62 亿元，评估价值为 21.15 亿元，评估增值 27.3%，2003 年评估时莞深高速通车时间较短，所以盈利并不是很好，但是到 2004 年公司净利润就超过 2 亿元，对应当初评估价格收购资产的 PE 不到 11 倍，整个评估价

格处于较低水平，有利于上市公司后期业绩增长。

2005 年收购的莞深高速三期东城段以及龙林高速收购价格为 9.41 亿元，其中莞深高速三期收购价格为 5.85 亿元（7.01 公里）、龙林高速收购价格为 3.55 亿元（9.1 公里），收购溢价分别为 3.5%、18.9%。收购时两路处于亏损状态，去年年底莞深高速全线通车，莞深高速三期东城段通行费收入爆发式增长，随着车流快速增长此段必成为公司业绩主要增长点之一。龙林高速是莞深高速与博深高速连接线，目前博深高速处于建设中，预计将于 2012 年底通车，随着博深高速建成通车，龙林高速车流也将实现快速增长，从而成为业绩增长点。

5.2 大股东成熟路产分析

公司大股东东莞市公路桥梁开发建设总公司主要承担市属政府还贷公路、经营性高速公路的投资建设、收费和经营管理。截止 2008 年底，总公司及控股子公司资产规模合计约 192 亿元，合并会计报表资产总额约 165 亿，其中经营性资产 108.5 亿元。

目前大股东拥有已通车路产且不在上市公司中的主要有莞深高速三期石碣段（目前委托公司经营管理）、常虎高速公路、惠常高速公路东莞段。另外大股东在建路产有从莞高速公路东莞段（41.97 公里）、清溪支线（15.55 公里）、东莞大道延长线项目（6.66 公里）、常虎高速新联支线项目（10.43 公里）。根据公司规划，主要考虑大股东成熟路产的收购，因此未来收购可能性较大的有莞深高速三期石碣段、常虎高速公路以及常惠高速公路东莞段。

图表 24：大股东持有已通车路产

路段	长度（公里）	总投资（亿元）	车道数	单公里造价（万元/公里）	通车时间	备注
莞深高速三期石碣段	6.3		6		2009 年底	莞深高速三期完工后，莞深高速将与广园快速相连，莞深高速将成为广州、深圳之间的第二条快速通道。
常虎高速公路	41.46	42.92	部分 4，其余 6	10,352	2005 年 9 月	起于虎门镇树田村南，设置五点梅互通与广深高速公路相连，途经虎门、大岭山、大朗、黄江、常平等镇区，终于常平镇。
惠常高速公路东莞段	14.913	13.6	6	9,120	2009 年 9 月	惠常高速公路是东莞市东翼城镇对外联络的重要通道，其建成后将成为珠三角腹部中东部地区各城镇提供最为便捷的联系通道，有利于加强东莞市、惠州市及至广州、深圳、香港、珠海、中山等地区之间的联系，缓解中部地区的交通压力。

资料来源：桥梁开发总公司网站

5.3 资产注入的可能性分析

2008 年 9 月 2 日，交通运输部公布了《收费公路权益转让办法》，并与 08 年 10 月 1 日开始实施，随后又公布一个补充通知。总体来看，高速公路权益转让的难度进一步增大，转让价格也有可能进一步提升，具体内容包括：（1）对转让条件和转让程序做出了明确规定，规定高速公路收费权必须通过公开招标的形式进行出让；（2）转让收费公路权益进行收费权价值评估，评估方法应当采用收益现值法，所涉及的收益期限由转让方与资产评估机构在批准的收费期限内约定，以前采用收益净现值法与重置成本法相结合的方法进行，评估方法的改变可能会导致转让价格升高；（3）规定转让政府还贷公路权益和有财政资金投入以及使用国有资本金投资的经营性高速公路权益，只能采用现金方式支付转让金，并且受让方支付转让金期限最长不超过合同生效后 6 个月，且受让方不得以公路收费权质押获取贷款支付转让金。

从我们前面分析的情况来看，最可能注入的三个路段中，每个路段投资规模都较大，

截止 2010 年 1 季度末，公司总资产为 45.5 亿元，资产负债率为 36%，预计今年经营性现金净流入在 4 亿元左右，剔除利息支出以及财务费用后现金流入约为 2 亿元。如果收购资产规模较大，必然要通过市场融资来收购，由于受到收费公路权益转让办法的限制，只能采用公开增发或者向特定投资者定向增发的模式。

对于高速公路板块上市公司注入路产，方案十分重要，大部分方案对 EPS 的影响都不大，基本保持平稳，部分公司收购路产的盈利甚至不能覆盖收购资金成本。路产收购的影响主要看评估价格、盈利能力、成长性，从当前情况来看，我们前面分析的路产短期内注入很难增厚公司业绩，但是由于它们所处区域经济在国内处于领先水平，随着路网结构完善，盈利能力将会明显提升。另外，从近年来东莞市以及大股东对公司的支持程度来看，公司如果进行资产注入肯定不会削弱公司的盈利能力。

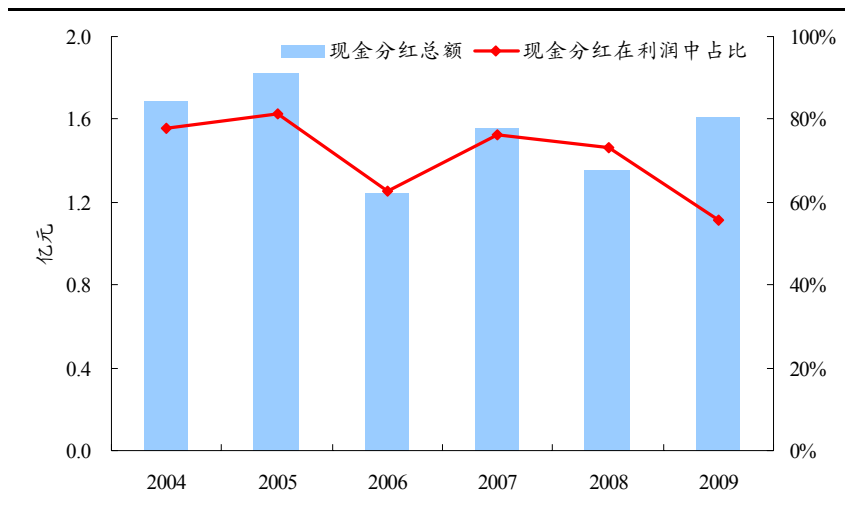
6. 估值及投资建议

6.1 历史估值一览

➤ 近年现金分红比例超过 70%

公司自完成资产置换以来，一直十分重视投资者回报，历年来一直维持高分红的政策，历年来现金分红占净利润的比例平均超过 70%。2009 年拟现金分红 1.61 亿元，占公司净利润的 55.46%，分红比例较前几年有所下降，主要是由于近两年公司多元化扩张明显加快，导致资金需求增大。按 09 年每股现金分红 0.155 元以及当前股价计算，股息收益率为 2.37%。

图表 25：近 5 年分红比例接近 70%



数据来源：公司公告

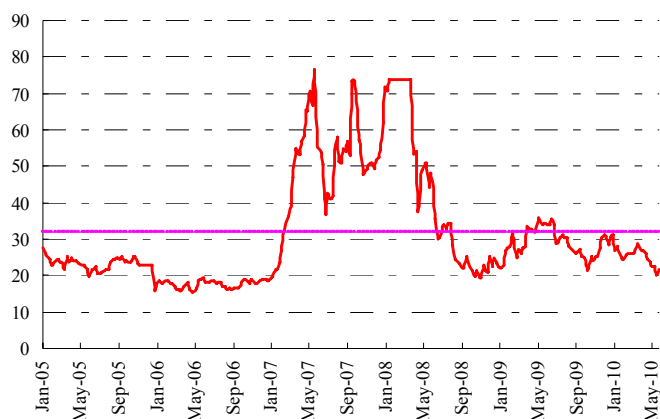
➤ 公司估值低于历史平均水平

从历史 PE 来看，自 2005 年以来公司平均滚动市盈率为 32 倍，公司目前滚动市盈率为 21.6 倍，较历史平均水平折价 32.3%，公司历史 PE 最低水平 17 倍左右。从历史 PB 来看，自 2005 年以来公司平均滚动市净率为 2.6 倍，目前公司 PB 为 2.5 倍，略低于历史平均水平。

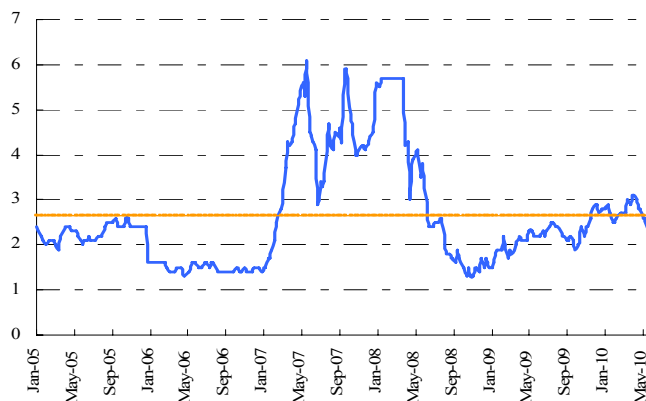
从公司 PE 与公路板块之比来看，目前也是处于历史平均水平以下。我们认为随着近两年公司多元化发展之后，公司盈利能力、成长性都有明显提高，相对整个公路板块公司

成长性优势更加明显，因此我们认为公司理应获得较高的市场溢价。

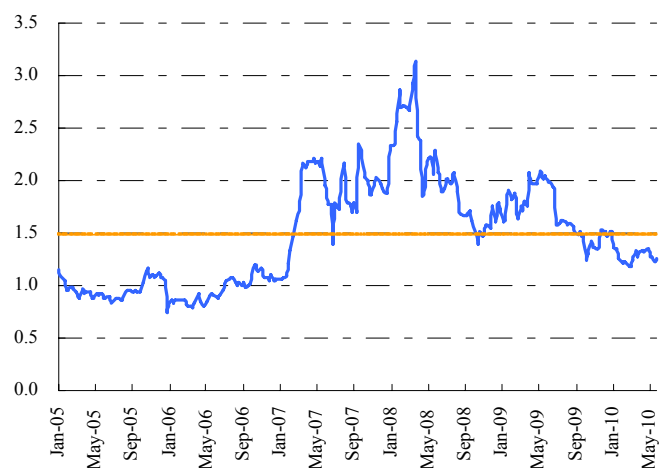
图表 26: PE 估值低于历史平均水平



图表 27: 公司 PB 估值低于历史平均水平



图表 28: 公司 PE 与公路板块 PE 之比低于历史平均水平



数据来源：天相系统

6.2 未来三年净利润复合增长率达到 23%

从近两年的发展历史来看，公司基本面好转趋势非常明显，2009 年净利润同比增长 57.5%，主要是由于去年二季度开始东莞证券开始贡献投资收益，全年东莞证券贡献投资收益 1.02 亿元，如果扣除此部分影响公司净利润同比增长 7.6%。到 2009 年，公司投资收益在净利润中占比达到 46%，公司多元化发展对业绩的增厚作用十分明显。

2009 年 9 月底，莞深高速石碣段通车，莞深高速断头路情况得到彻底解决，莞深高速车流进入快速增长期。自 2009 年 11 月份以来，各月通行费收入同比增速平均超过 30%，并且车流培养需要一个过程，莞深高速车流有望继续提升，预计 2010 年通行费收入增速有望超过 30%。另外，虎门大桥车流也是实现了较快增长，同时东莞证券也将贡献四个季度的投资收益（去年从二季度开始贡献投资收益）。

2012 年，广州北三环二期、博深高速也将通车，广州北三环二期通车后将连通莞深高速与京港澳高速，博深高速通车也将完善龙林高速周边路网，随着路网的进一步完善，公司路产车流有望进一步提升。另外，公司多元化发展之路还将继续进行，也有望成为公司业绩增长点。

我们在不考虑进一步多元化发展以及资产注入的前提下，我们预计 2010-2012 年公司净利润分别为 4.01 亿元、4.64 亿元、5.36 亿元，年复合增长率 23%，将会明显高于行业

平均水平，并且我们对于东莞证券未来两年的盈利增长相对保守；预计 2010-2012 年公司摊薄每股收益为 0.39 元、0.45 元、0.52 元，对应当前股价的动态市盈率分别为 17.2 倍、14.9 倍、12.9 倍，2010 年动态市盈率处于行业中等水平，但是考虑到公司基本面持续好转趋势以及较高成长性，维持公司“短期-推荐，长期-A”投资评级。

图表 29：东莞控股盈利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	46,444	61,807	69,653	81,044
营业收入增长 (%)	8.13%	33.08%	12.70%	16.35%
主营业务毛利率 (%)	61.06%	66.03%	67.96%	70.04%
二、营业总成本	27,004	29,940	31,590	34,462
其中：营业成本	18,086	20,996	22,318	24,277
营业税金及附加	1,438	1,854	2,090	2,431
资产减值损失	22	0	0	0
期间费用	7,458	7,090	7,183	7,753
其中：销售费用	0	0	0	0
管理费用	2,585	3,090	3,483	4,052
财务费用	4,873	4,000	3,700	3,701
期间费用率 (%)	16.06%	11.47%	10.31%	9.57%
投资净收益	13,332	15,286	16,685	18,214
三、营业利润	32,772	47,153	54,748	64,796
营业利润增长 (%)	51.50%	43.88%	16.11%	18.35%
营业利润率 (%)	70.56%	76.29%	78.60%	79.95%
加：营业外收入	226	0	0	0
减：营业外支出	12	0	0	0
四、利润总额	32,986	47,153	54,748	64,796
利润总额增长 (%)	52.02%	42.95%	16.11%	18.35%
减：所得税	3,935	7,011	8,374	11,180
实际所得税率 (%)	11.93%	14.87%	15.30%	17.25%
五、净利润	29,051	40,142	46,374	53,616
净利润增长 (%)	57.47%	38.18%	15.53%	15.62%
其中：归属母公司所有者净利润	29,051	40,142	46,374	53,616
母公司净利润增长 (%)	57.47%	38.18%	15.53%	15.62%
净利润率 (%)	62.55%	64.95%	66.58%	66.16%
少数股东损益	0	0	0	0
基本每股收益 (元/股)	0.28	0.39	0.45	0.52
每股净资产 (元/股)	2.72	2.87	3.05	3.26
净资产收益率	10.27%	13.43%	14.61%	15.83%

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	xuwei hong@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
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@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
徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@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			