

2010 年 8 月 11 日

东莞控股

参股金融，有待考验

A
未有评级

000828.SZ- 人民币 6.36

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(18)	9	(11)	2
相对新华富时 A50 指数(%)	7	6	(8)	28

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,039
流通股(%)	61.2
流通股市值(人民币 百万)	4,048
3 个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2010E)	9.3
主要股东(%)	
东莞市公路桥梁开发建设总公司	41.54

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

公司目前主要经营莞深高速一、二、三期和龙林高速。此外，2009 年公司参股东莞证券、东莞信托，并与东莞银行共同发起设立东莞长安村镇银行。公司还计划参股小额贷款公司。目前，公司主业增长稳定，但参股金融带来的投资收益波动较大。从估值上看，我们认为公司目前股价对应 2010 年 15 倍市盈率，相对市场整体表现较为合理。

主要发现

- 莞深高速受断头路开通效应影响，今年以来保持强劲增长。我们认为，在断头路效应释放后，其车流量将随着周边路网的不断完善而保持相对稳定增长。
- 受沪深股市上半年整体表现疲软影响，公司参股的东莞证券对公司今年业绩贡献可能有限。
- 公司未来仍将得到大股东支持，以基础设施建设为主业，不断探索多元化经营道路。

主要风险

- 宏观经济队车流量影响的不确定性。
- 参股公司的投资收益波动较大。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

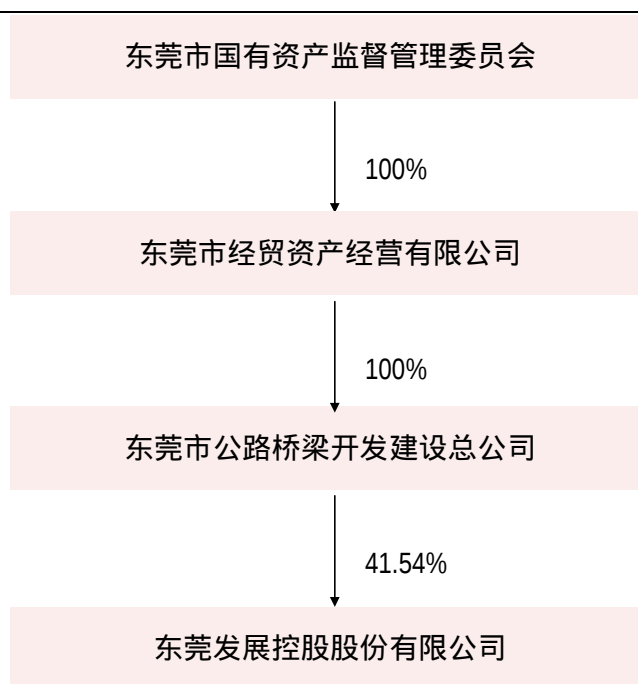
年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	429.5	464.4	617.4	713.9	4,270
变动(%)	(12.4)	8.1	32.9	15.6	15.5
净利润(人民币 百万)	184.5	290.5	437.1	509.1	585.6
全面摊薄每股收益(人民币)	0.18	0.28	0.41	0.49	0.56
变动(%)	(10)	57.5	50.4	16.5	15
全面摊薄市盈率(倍)	35.8	22.8	15.1	131	11.36

资料来源：公司数据及万得资讯

公司概况

东莞发展控股股份有限公司的前身是广东福地科技股份有限公司，原是一家于 1997 年 4 月成立的外商投资股份有限公司，并于 1997 年 6 月 17 日在深交所上市。公司于 2003 年 8 月 20 日召与东莞市新远高速公路发展有限公司进行了资产置换，业务从原来的彩管业务转变为经营高速公路，经营范围包括东莞高速公路的投资、建设和经营等。目前主要经营莞深高速一、二、三期工程，公司的控股股东是东莞市公路桥梁开发建设总公司，持有公司股份 431,771,714 股，占公司总股本的 41.54%。实际控制人为东莞市国有资产监督管理委员会。

图表 2. 股权结构图



资料来源：中银国际研究

收费公路业务相对稳定

公司目前主要经营观深高速一、二、三期东城段和龙林高速，总里程 55.7 公里。现有路产通行费收入增幅较为稳定，2009 年，莞深高速一、二期和三期东城段收入增幅分别为 8% 和 11.9%，龙林高速增幅为 1.8%。2010 年，在莞深高速三期石碣段断头路开通效应影响下，莞深高速通行费收入有了大幅提升。6 月份，莞深高速一、二期日均通行费收入为 143.6 万元，同比增长 32.5%，莞深高速三期东城段日均收入接近 10 万元，同比增长 151.5%，龙林高速日均收入为 14.9 万元，同比增长 17.2%，三条道路合计日均通行费收入达到 168.4 万元，同比增长 34.7%。我们认为，在断头路效应释放后，公司现有路产的收入增幅将相对稳定。短期内，与莞深高速相连的梅观高速将进行大修和扩建，对车流量将产生一定影响。但长期来看，梅观高速的部分路段将变为市政道路的一部分，收费里程缩短，对公司所属的路段会产生一定正面效应。此外，公司还拥有虎门大桥公司 11.1% 股权。

尝试多元化经营

2009 年，公司在经营收费公路的基础上尝试多元化发展道路，投资参股了一些金融业务，包括：以 3.76 亿元收购东莞证券 20% 股权；以 0.56 亿元收购东莞信托 6% 股权以及与东莞银行共同发起设立东莞长安村镇银行等。2009 年，公司投资收益达到 1.02 亿元，占公司净利润的 45.9%。目前，除已有的参股项目外，公司还计划参股 20% 小额贷款公司，预计年内将完成该项投资。

业绩快速增长

公司 2009 年实现营业收入 4.6 亿元，同比增长 8.1%，实现净利润 2.9 亿元，同比增长 57.5%，每股收益 0.28 元，净资产收益率为 10.6%。业绩大幅提升除了因为莞深高速三期石碣段断头路开通后引起车流量大幅增加外，公司参股的东莞证券等金融公司贡献了较好的投资收益。

数据显示，今年前 6 个月，受断头路开通效应影响，莞深高速一、二期车流量增幅保持在 30% 左右，三期增幅接近 150%；龙林高速车流量增幅也在 15% 以上。我们认为，在不考虑投资收益的情况下，公司今年主业业绩增幅有望在 40% 左右。由于今年上半年，沪深股市相对疲软，我们判断，来自东莞证券的投资收益对公司今年业绩贡献有限。

主要结论

我们认为，公司作为东莞市国资委的融资平台，将受到大股东的不断支持。在目前高速公路收益率有所降低的情况下，公司未来发展将立足于基础设施建设领域，同时尝试包括参股金融股权在内的多元化经营。莞深高速在周边路网逐步完善的情况下，将保持相对稳定的增长。但是，我们认为，由于公司参股的证券和信托等行业波动性较大，其对公司业绩影响也较大。因而，公司目前的多元化经营道路尚需考验。从估值上看，我们认为公司目前股价对应 2010 年 15 倍市盈率，相对市场整体表现较为合理。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371