

## 高速公路Ⅲ



## 深高速（600548）

推荐（维持）

经济恢复推动车流增长

## 市场数据

| 报告日期      | 2010-8-22 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元)    | 5.06      |
| 总股本(百万股)  | 2180.77   |
| 流通股本(百万股) | 2180.77   |
| 总市值(百万元)  | 11034.70  |
| 流通市值(百万元) | 11034.70  |
| 净资产(百万元)  | 8271.65   |
| 总资产(百万元)  | 22310.38  |
| 每股净资产     | 3.79      |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1442  | 2082  | 2640  | 2775  |
| 同比增长(%)    | 35.6% | 44.4% | 26.8% | 5.1%  |
| 净利润(百万元)   | 540   | 592   | 927   | 1088  |
| 同比增长(%)    | 7.4%  | 9.7%  | 56.5% | 17.4% |
| 毛利率(%)     | 51.0% | 53.8% | 60.3% | 64.5% |
| 净利率(%)     | 37.5% | 28.5% | 35.1% | 39.2% |
| 净资产收益率(%)  | 6.6%  | 7.0%  | 10.1% | 11.1% |
| 每股收益(元)    | 0.25  | 0.27  | 0.43  | 0.50  |
| 每股经营现金流(元) | 0.36  | -0.31 | 0.65  | 0.71  |

## 相关报告

《等待清连全线贯通》  
2010-1-31《财务压力依然较大》  
2009-4-5

## 投资要点

## 事件:

公司营业收入 10.5 亿, 同比增长 90%, 营业成本 4.7 亿, 同比增长 82%, 每股收益 0.165 元。

## 点评:

- 公司营业收入的大幅增长主要是: 1)清连高速去年末开始按照高速公路标准收费, 上半年收入 1.9 亿; 2)机荷东高速收入 2.5 亿, 去年同期其为公司持股 55%的合营企业, 盈利计入投资收益, 09 下半年公司收购了剩余的 45%股权, 合并报表。公司其他路段通行费收入增长 10%。
- 路网方面, 莞惠和惠深沿海高速的开通对机荷高速的分流影响约为 7%, 但受益于经济恢复该路段同比增长 17%, 盐坝 C 段贯通, 使得盐坝高速同比增长 49%。
- 营业成本 4.7 亿, 路产和其他固定资产折旧 2.7 亿, 其中, 计提的养护大修拨备 7820 万。投资净收益 1.3 亿, 去年同期 2.1 亿, 主要是机荷东股权的变化所致。由于机荷东由投资收益改为并表, 以及税率由 18%提高到 20%, 公司综合税率由 8%提高到 16%
- 若连接京珠和清连的连宜高速年底贯通, 清连明年有望实现 100%的增长, 此外, 梅观大修可能会限制货车通行。预计公司 10-12 年 EPS 为 0.27, 0.43, 0.50 元, 对应 PE 为 18/12/10 倍, 维持推荐评级。
- 风险提示: 非经常性损益影响业绩。

王爽 S0190210030003  
021-38565912  
wangsh@xyzq.com.cn

表、公司路产收入、毛利率预测

| 项目   |        | 2008    | 2009    | 2010   | 2011    |
|------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 梅观高速 | 收入     | 28980   | 29712   | 30900  | 28428   |
|      | 同比增长 % | -12.08% | 2.53%   | 4.00%  | -8.00%  |
|      | 毛利率    | 75.84%  | 76.32%  | 70.00% | 70.00%  |
| 机荷西段 | 收入     | 34306   | 34729   | 35076  | 40338   |
|      | 同比增长 % | 3.40%   | 3.40%   | 1.00%  | 15.00%  |
|      | 毛利率    | 74.60%  | 79.48%  | 79.48% | 79.48%  |
| 盐坝高速 | 收入     | 7160    | 7790    | 13243  | 14170   |
|      | 同比增长 % | 13.58%  | 8.79%   | 70.00% | 7.00%   |
|      | 毛利率    | 16.62%  | 27.07%  | 35.00% | 37.00%  |
| 盐排高速 | 收入     | 14895   | 13966   | 15083  | 15837   |
|      | 同比增长 % |         | -6.24%  | 8.00%  | 5.00%   |
|      | 毛利率    | 53.70%  | 57.33%  | 57.33% | 73.00%  |
| 清连项目 | 收入     | 7148    | 24251   | 40150  | 84315   |
|      | 同比增长 % |         | 239.27% | 65.56% | 110.00% |
|      | 毛利率    | -6.21%  | 37.67%  | 42.00% | 55.00%  |
| 南光高速 | 收入     |         | 11055   | 13487  | 15510   |
|      | 同比增长 % |         | 110.00% | 22.00% | 15.00%  |
|      | 毛利率    |         | 44.26%  | 50.00% | 50.00%  |
| 机荷东段 | 收入     | 44918   | 45392   | 47662  | 47662   |
|      | 同比增长 % | 6.96%   | 1.06%   | 5.00%  | 0.00%   |
|      | 毛利率    | 70.84%  | 70.84%  | 70.84% | 70.84%  |

资料来源：兴业证券研发中心

表、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

| 报告期          | 09-2Q   | 09-3Q   | 09-4Q | 10-1Q | 10-2Q | QOQ    | 2009-06 | 2010-06 | YOY    | 说明           |
|--------------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|--------|--------------|
| 营业收入         | 294     | 353     | 533   | 507   | 548.1 | 86.5%  | 556     | 1055    | 89.7%  | 清连高速和机荷东收入增长 |
| 营业成本         | 141     | 163     | 287   | 225   | 242.9 | 72.4%  | 256     | 468     | 82.4%  |              |
| 毛利           | 153     | 190     | 246   | 282   | 305.2 | 99.5%  | 300     | 587     | 95.9%  |              |
| 销售费用         | 0       | 0       | 0     | 0     | 0.0   | -      | 0       | 0       | -      |              |
| 管理费用         | 15      | 9       | 32    | 10    | 11.6  | -24.8% | 27      | 22      | -18.7% |              |
| 财务费用         | 62      | 122     | 131   | 132   | 121.4 | 94.4%  | 130     | 254     | 95.6%  |              |
| 资产减值<br>公允价值 | 0<br>-1 | 0<br>-0 | 0     | 0     | 0.0   | -      | 0<br>-2 | 0       | -      |              |
| 投资收益         | 140     | 101     | 18    | 65    | 67.3  | -51.7% | 214     | 132     | -38.2% | 机荷东不再计入投资收益  |
| 营业利润         | 203     | 148     | 85    | 188   | 219.3 | 8.1%   | 335     | 407     | 21.5%  |              |
| 利润总额         | 203     | 148     | 88    | 195   | 219.7 | 8.3%   | 335     | 414     | 23.7%  |              |
| 净利润          | 192     | 142     | 85    | 169   | 190.5 | -0.8%  | 313     | 359     | 14.7%  |              |
| EPS          | 0.088   | 0.065   | 0.039 | 0.078 | 0.1   | -0.8%  | 0.144   | 0.165   | 14.7%  |              |
| 销售费用率        | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |              |
| 管理费用率        | 5.3%    | 2.7%    | 6.0%  | 2.0%  | 2.1%  | -3.1%  | 4.8%    | 2.1%    | -2.7%  |              |
| 财务费用率        | 21.3%   | 34.5%   | 24.6% | 26.1% | 22.2% | 0.9%   | 23.3%   | 24.1%   | 0.7%   |              |
| 所得税率         | 4.5%    | 10.3%   | 11.9% | 15.2% | 16.4% | 11.9%  | 5.7%    | 15.8%   | 10.1%  |              |
| 毛利率          | 52.1%   | 53.8%   | 46.1% | 55.6% | 55.7% | 3.6%   | 53.9%   | 55.7%   | 1.8%   |              |
| 净利润率         | 65.4%   | 40.2%   | 16.0% | 33.4% | 34.8% | -30.6% | 56.4%   | 34.1%   | -22.3% |              |

资料来源: 天软投资系统

## 附表

## 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1192  | 1300  | 1398  | 1426  |
| 货币资金           | 969   | 872   | 904   | 894   |
| 交易性金融资产        | 0     | 2     | 1     | 2     |
| 应收账款           | 177   | 279   | 344   | 365   |
| 其他应收款          | 34    | 131   | 131   | 150   |
| 存货             | 3     | 5     | 6     | 5     |
| <b>非流动资产</b>   | 21017 | 23859 | 24150 | 23920 |
| 可供出售金融资产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 2204  | 1930  | 1656  | 1382  |
| 投资性房地产         | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 固定资产           | 1111  | 3386  | 4157  | 4406  |
| 在建工程           | 18    | 0     | 0     | 0     |
| 油气资产           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 17618 | 18462 | 18266 | 18059 |
| <b>资产总计</b>    | 22209 | 25159 | 25548 | 25346 |
| <b>流动负债</b>    | 3451  | 6239  | 5889  | 4990  |
| 短期借款           | 1569  | 5688  | 5357  | 4456  |
| 应付票据           | 53    | 58    | 68    | 62    |
| 应付账款           | 1073  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 756   | 493   | 464   | 472   |
| <b>非流动负债</b>   | 9891  | 9739  | 9790  | 9773  |
| 长期借款           | 6286  | 6286  | 6286  | 6286  |
| 其他             | 3605  | 3453  | 3504  | 3487  |
| <b>负债合计</b>    | 13342 | 15978 | 15679 | 14763 |
| 股本             | 2181  | 2181  | 2181  | 2181  |
| 资本公积           | 3168  | 3168  | 3168  | 3168  |
| 未分配利润          | 1456  | 1728  | 2266  | 2782  |
| 少数股东权益         | 689   | 673   | 730   | 819   |
| <b>股东权益合计</b>  | 8866  | 9181  | 9869  | 10583 |
| <b>负债及权益合计</b> | 22209 | 25159 | 25548 | 25346 |

## 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 540   | 592   | 927   | 1088  |
| 折旧和摊销             | 328   | 197   | 238   | 249   |
| 资产减值准备            | 0     | 0     | -0    | 0     |
| 无形资产摊销            | 247   | 155   | 196   | 207   |
| 公允价值变动损失          | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 382   | 490   | 458   | 445   |
| 投资损失              | -333  | -217  | -245  | -272  |
| 少数股东损益            | -15   | -16   | 58    | 89    |
| 营运资金的变动           | -372  | 1706  | 28    | 56    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 1704  | -673  | 1417  | 1542  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -3680 | -2811 | -293  | 255   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 2348  | 3386  | -1091 | -1808 |
| 现金净变动             | 372   | -97   | 32    | -11   |
| 现金的期初余额           | 677   | 969   | 872   | 904   |
| 现金的期末余额           | 1048  | 872   | 904   | 894   |

## 利润表

| 单位: 百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1442 | 2082  | 2640  | 2775  |
| 营业成本            | 707  | 962   | 1049  | 985   |
| 营业税金及附加         | 48   | 70    | 89    | 93    |
| 销售费用            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用            | 68   | 92    | 119   | 124   |
| 财务费用            | 382  | 490   | 458   | 445   |
| 资产减值损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 333  | 217   | 245   | 272   |
| <b>营业利润</b>     | 568  | 685   | 1171  | 1400  |
| 营业外收入           | 4    | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 570  | 686   | 1172  | 1401  |
| 所得税             | 45   | 110   | 188   | 224   |
| 净利润             | 525  | 576   | 985   | 1177  |
| 少数股东损益          | -15  | -16   | 58    | 89    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 540  | 592   | 927   | 1088  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.25 | 0.27  | 0.43  | 0.50  |

## 主要财务比率

|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 35.6% | 44.4% | 26.8% | 5.1%  |
| 营业利润增长率        | 1.1%  | 20.6% | 71.0% | 19.6% |
| 净利润增长率         | 7.4%  | 9.7%  | 56.5% | 17.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 51.0% | 53.8% | 60.3% | 64.5% |
| 净利率            | 37.5% | 28.5% | 35.1% | 39.2% |
| ROE            | 6.6%  | 7.0%  | 10.1% | 11.1% |

## 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 60.1% | 63.5% | 61.4% | 58.2% |
| 流动比率  | 0.35  | 0.21  | 0.24  | 0.29  |
| 速动比率  | 0.34  | 0.21  | 0.24  | 0.28  |

## 营运能力(次)

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 资产周转率   | 0.07 | 0.09 | 0.10 | 0.11 |
| 应收帐款周转率 | 8.39 | 9.13 | 8.48 | 7.83 |

## 每股资料(元)

|        |      |       |      |      |
|--------|------|-------|------|------|
| 每股收益   | 0.25 | 0.27  | 0.43 | 0.50 |
| 每股经营现金 | 0.36 | -0.31 | 0.65 | 0.71 |
| 每股净资产  | 3.75 | 3.90  | 4.19 | 4.48 |

## 估值比率(倍)

|    |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|
| PE | 25.55 | 23.30 | 14.89 | 12.68 |
| PB | 1.69  | 1.62  | 1.51  | 1.41  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。