

# 步入丰收期，清连项目成长空间巨大

## 深高速调研报告

### 报告关键点:

- 资本支出高峰期已过，经营道路逐渐进入丰收期
- 2011年到2012年，路网贯通以及京珠修路预期影响下，清连高速有望翻倍增长

### 报告摘要:

- 以经营和投资收费公路为主业，路网遍及深圳、广东及其他省份。深高速成立于1996年，主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。深圳国际通过其全资子公司，持有深高速50.89%的股权。目前，公司经营和投资的公路项目共16个，分部在深圳地区、广东省其他地区以及其他省份。按照公司持股比例折算，公司经营公路里程为429公里。公司控股经营7条高速，95%以上的收入来自于经营公路的收费。公司在深圳、广东及其他省份投资9条高速，投资收益是公司利润的重要来源。
- 资本支出高峰期已过，经营投资项目逐渐盈利，公司步入丰收期。公司通过不断投资和建设新路的方式扩张，2003年到2009年公司公路营业里程由96公里增长到429公里，复合增长率为23.8%。但是由于新路的运营需要经历3到5年的培育期，公司的净利润并未随着营业里程的增长而增长。未来的三年，公司的资本开支主要集中在清连尾项以及梅观、南光高速的扩建，公司的资本开支将大幅下降。公司现有道路以及投资道路逐渐转为盈利。我们认为公司在2011年逐渐步入丰收期。
- 2011年到2012年，随着路网的贯通以及京珠修路预期，清连高速有望实现翻倍增长。清连高速处于京珠高速的路网中，与同样处于京珠高速上的长潭、潭耒高速相比，清连高速的收费系数要高，而其单公里日均收费要远低于长潭、潭耒高速。其主要原因在于清连高速目前处于断头状态。同样因为路网不通，清连高速的里程占公司控股道路里程的比例为56%，贡献的收入占比不到20%。据了解，连南段于2011年初完工，连州-宜章段在2011年10月前后连通，与清连高速连通的京珠复线湖南段于2012年初通车。2011年公路里程的增长以及与京珠高速连通，必将促进清连高速车流量的增长。2012年京珠复线通车后，清连高速车流量将实现更大幅度的增长。另一方面，京珠复线通车后，原京珠高速可能进入大修期，届时京珠高速的车流量可能引流到京珠复线上，清连高速车流量实现翻倍增长的概率较大。
- 公司估值或应高于其他公司，首次给予“增持-A”评级。预计2010年到2012年的每股收益分别为0.32元、0.42元、0.59。基于以下几点，我们认为公司的估值可以高于其他公司1) 2010-2012年业绩复合增速高达35%; 2) 部分道路剩余收费年限比其他A股公司长4到8年; 3) 多数公司承担的BOT项目使得公司ROE存在下降风险，预计公司ROE将逐年回升; 4) 公司步入丰收期后，资金充裕，公司可能会利用多余资金发展其他行业，继续扩张。考虑到未来几年公司业绩的高增长，给予2011年15倍PE，6个月目标价为6.3元，首次给予“增持-A”评级。

评级:

**增持-A**

上次评级:

目标价格:

**6.30 元**

期限: 6个月 上次预测:

现价: 4.88 元

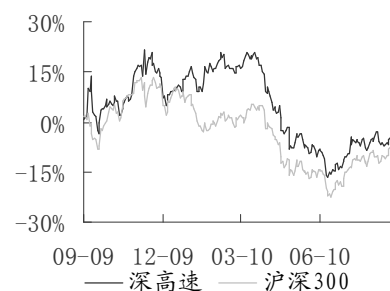
报告日期:

**2010-09-13**

### 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 10,642.16   |
| 流通市值(百万元) | 6,994.36    |
| 总股本(百万股)  | 2,180.77    |
| 流通股本(百万股) | 1,433.27    |
| 12个月最高/最低 | 4.33/6.90 元 |
| 十大流通股东(%) | 90.15%      |
| 股东户数      | 41,649      |

### 12个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | (4.12) | (8.01) | 0.69   |
| 绝对收益 | (0.38) | (0.64) | (7.83) |

### 研究员

彭倩

行业分析师

021-68765661

pengqian@essence.com.cn

证书编号

S1450209090279

### 前期研究成果

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,063.1 | 1,441.7 | 2,195.3 | 2,549.5 | 3,111.9 |
| Growth(%) | -3.7%   | 35.6%   | 52.3%   | 16.1%   | 22.1%   |
| 净利润       | 503.2   | 540.2   | 702.9   | 913.2   | 1,297.1 |
| Growth(%) | -25.3%  | 7.4%    | 30.1%   | 29.9%   | 42.0%   |
| 毛利率(%)    | 58.1%   | 51.0%   | 54.6%   | 58.4%   | 63.5%   |
| 净利润率(%)   | 47.3%   | 37.5%   | 32.0%   | 35.8%   | 41.7%   |
| 每股收益(元)   | 0.23    | 0.25    | 0.32    | 0.41    | 0.59    |
| 每股净资产(元)  | 3.53    | 4.07    | 4.25    | 4.64    | 5.14    |
| 市盈率       | 21.1    | 19.7    | 15.5    | 11.8    | 8.3     |
| 市净率       | 1.4     | 1.2     | 1.1     | 1.1     | 1.0     |
| 净资产收益率(%) | 6.4%    | 5.9%    | 7.5%    | 9.2%    | 12.0%   |
| ROIC(%)   | 5.6%    | 6.0%    | 6.5%    | 7.2%    | 9.1%    |
| EV/EBITDA | 21.5    | 19.8    | 11.9    | 10.0    | 7.8     |
| 股息收益率     | 0.0%    | -2.5%   | 1.3%    | 1.7%    | 2.4%    |

敬请参阅报告结尾处免责声明

## 1. 以经营收费公路为主业

深圳高速公路股份有限公司（深高速）成立于 1996 年，主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。深圳国际通过其全资子公司，持有深高速 50.89% 的股权。目前，公司经营和投资的公路项目共 16 个，分部在深圳地区、广东省其他地区以及其他省份。按照公司持股比例折算，公司经营公路里程为 429 公里。

公司控股经营 7 条高速，95% 以上的收入来自于经营公路的收费。按照 2010 年中期通行费收入构成计算，机荷东段、机荷西段、清连项目的收入占比均在 20% 左右，梅观高速的收入占比为 16%，南光、盐排、盐坝的收入占比分别为 8%、7%、5%。

公司在深圳、广东及其他省份投资 9 条高速，投资收益是利润的重要来源。2010 年中期，投资收益占公司利润总额的比重为 32%。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

表 1：公司经营项目具体情况

| 收费公路 | 位置 | 长度（公里） | 拥有权益   | 营运期限            |
|------|----|--------|--------|-----------------|
| 梅观高速 | 深圳 | 19.3   | 100%   | 1995.05-2027.03 |
| 机荷东段 | 深圳 | 23.9   | 100%   | 1997.10-2027.03 |
| 机荷西段 | 深圳 | 21.7   | 100%   | 1995.05-2027.03 |
| 盐坝高速 | 深圳 | 29.1   | 100%   | 2001.04-2031.03 |
| 盐排高速 | 深圳 | 15.2   | 100%   | 2006.05-2027.03 |
| 南光高速 | 深圳 | 33.1   | 100%   | 2008.01-2033.01 |
| 清连高速 | 广东 | 188/27 | 76.37% | 2009.07-2034.07 |

数据来源：公司数据

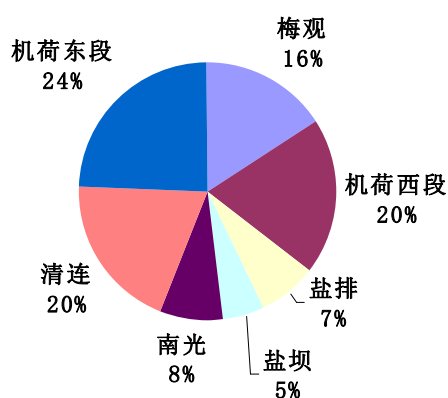
表 2：公司投资项目具体情况

| 收费公路  | 位置 | 长度（公里） | 拥有权益 | 营运期限            |
|-------|----|--------|------|-----------------|
| 水官高速  | 深圳 | 20.1   | 40%  | 2002.02-2025.12 |
| 水官延长段 | 深圳 | 5.2    | 40%  | 2005.10-2025.12 |
| 阳茂高速  | 广东 | 79.7   | 25%  | 2004.11-2027.07 |

|       |    |      |     |                 |
|-------|----|------|-----|-----------------|
| 广梧高速  | 广东 | 39.8 | 30% | 2004.12-2027.11 |
| 江中项目  | 广东 | 37.5 | 25% | 2005.11-2027.08 |
| 广州西二环 | 广东 | 42   | 25% | 审批中             |
| 武黄高速  | 湖北 | 70.3 | 55% | 1997.09-2022.09 |
| 长沙环路  | 湖南 | 34.5 | 51% | 1999.11-2029.12 |
| 南京三桥  | 江苏 | 15.6 | 25% | 2005.10-2035.10 |

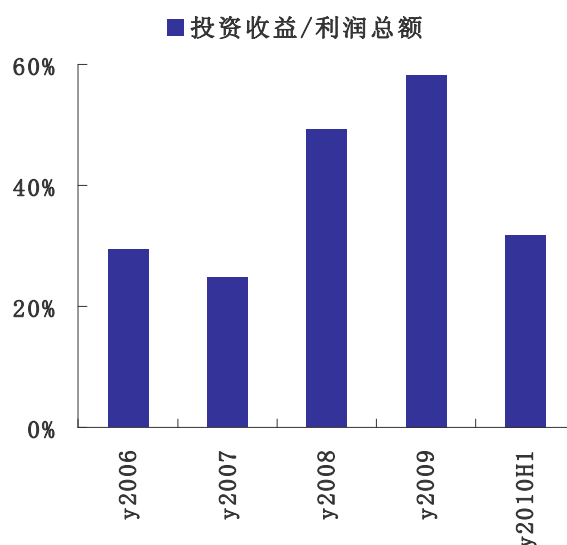
数据来源：公司数据

图 2 2010 年中期并表道路收入构成



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 3 历年投资收益占利润总额比重



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

## 2. 资本支出高峰已过，步入项目丰收期

### 2.1. 不断新路通车，导致公司毛利率和净利润率下降

过去的几年，公司通过收购以及投资建设新路的方式不断扩种。按持股比例计算，2003 年公司公路营业里程为 96 公里，2009 年公司营业里程为 429 公里，7 年间公路里程的复合增长率为 23.8%。对应 2003 年到 2009 年间，公司收入和净利润的复合增长率分别为 13.4%、-6.3%。

营业里程的增长，并未带来新增利润，这主要是由公路营运的特点决定。在新道路通车的 2 到 3 年内，车流量处于培养阶段，通行费收入往往不能够覆盖营业成本以及财务费用，新道路最初运营的几年基本处于亏损状态。公路运营后的 3 到 5 年内，随着车流量的增长以及负债率的下降，对应道路将逐渐转为盈利，并处于加速增长阶段。

2003 年到 2009 年间，公司先后投资建设了盐排高速（2006 年通车）、清连项目（2007 年完成收购）、南光高速（2008 年通车）、盐坝 C 段（2010 年通车）。新路的不断通车，导致公司毛利率的下降和财务费用不断增长。

另一方面，公司投资的项目中，除武黄高速和长沙环路外，其余道路均在 2004 年到 2005 年通车。由于投资项目处于营运初期，这些项目的盈利并不乐观。其中江中高速、广梧高速在 2009 年之前均亏损。

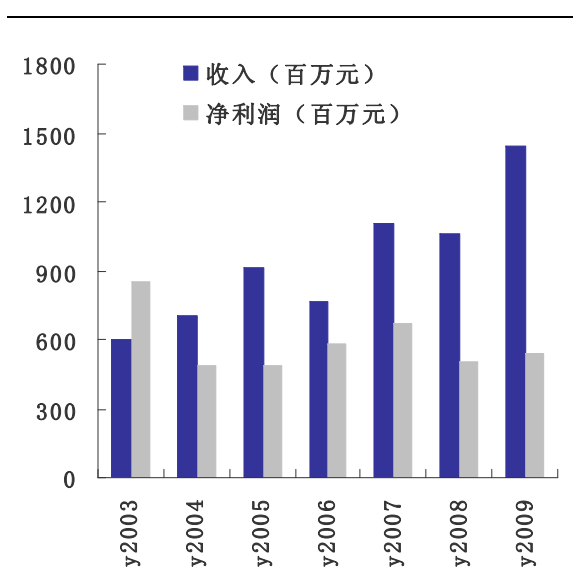
表 3: 按持股比例折算公司历年公路营业里程

(公里)

|       | y2003 | y2004 | y2005 | y2006 | y2007 | y2008 | y2009 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 梅观高速  | 18.3  | 18.3  | 18.3  | 19.3  | 19.3  | 19.3  | 19.3  |
| 机荷西段  | 21.0  | 21.0  | 21.0  | 21.0  | 21.6  | 21.6  | 21.6  |
| 机荷东段  | 12.8  | 12.8  | 12.8  | 12.8  | 13.1  | 13.1  | 23.9  |
| 盐坝高速  | 18.4  | 18.8  | 18.8  | 18.8  | 18.8  | 28.1  | 29.1  |
| 水官高速  | 8.1   | 8.1   | 10.2  | 10.2  | 10.2  | 10.2  | 10.2  |
| 长沙环路  | 17.6  | 17.6  | 17.6  | 17.6  | 17.6  | 17.6  | 17.6  |
| 阳茂高速  |       | 19.9  | 19.9  | 19.9  | 19.9  | 19.9  | 19.9  |
| 广梧高速  |       | 11.0  | 11.0  | 11.0  | 11.9  | 11.9  | 11.9  |
| 武黄高速  |       |       | 38.7  | 38.7  | 38.7  | 38.7  | 38.7  |
| 江中高速  |       |       | 9.7   | 9.7   | 9.4   | 9.4   | 9.4   |
| 南京三桥  |       |       | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   |
| 盐排高速  |       |       |       | 15.2  | 15.2  | 15.2  | 15.2  |
| 广州西二环 |       |       |       | 10.5  | 10.5  | 10.5  | 10.5  |
| 南光高速  |       |       |       |       | 33.1  | 33.1  | 33.1  |
| 清连项目  |       |       |       |       | 164.8 | 164.8 | 164.8 |
| 合计    | 96.2  | 127.5 | 181.9 | 208.6 | 408.1 | 417.4 | 429.2 |

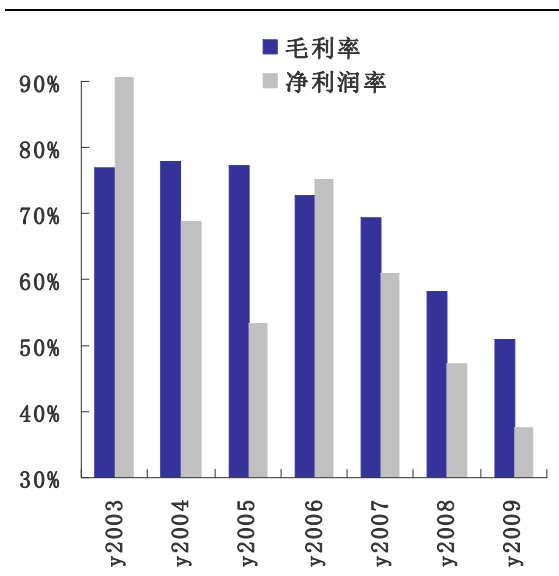
数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

图 5 公司收入和净利润增长情况



数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

图 6 近年公司毛利率和净利润率下滑



数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

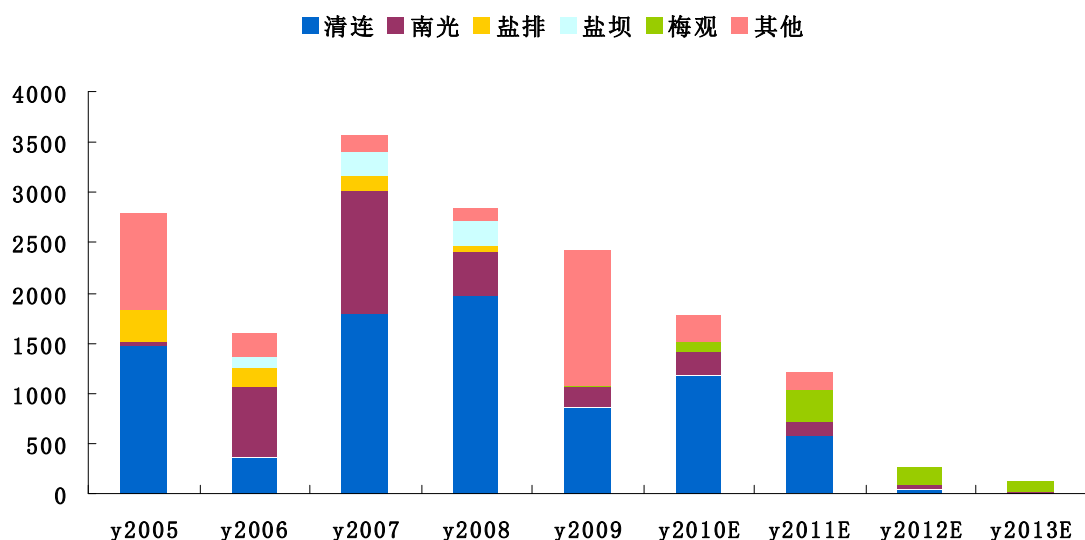
## 2.2. 资本开支高峰已过，投资路产开始盈利

我们认为公司逐渐步入丰收期:

首先公司未来 3 年的资本开支主要是清连项目连南段高速化改造、梅观高速扩建以及水官高速改扩建。清连一级公路主体部分，约 188 公里的高速化改造集中在 2007 年到 2009 年完工。目前清连项目主要是连南段约 27 公里线路的改造，计划于 2011 年初完成。水官高速的扩建预计在 2011 年中完工，梅观高速的扩建正在计划中。公司未来几年不存在新路建设以及新路的开通。公司现在运营的道路处于成长期。

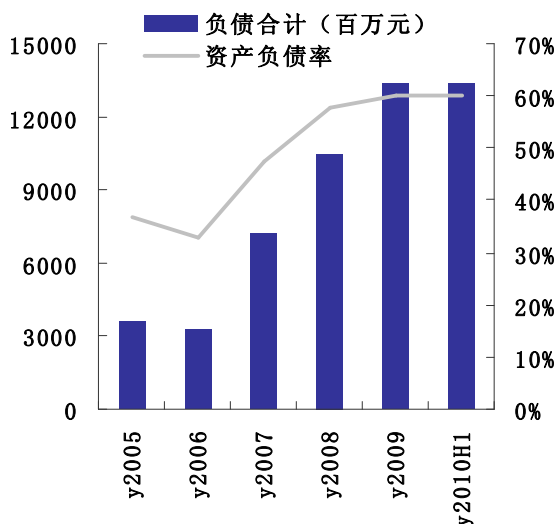
其次，影响公司利润的另一因素在于财务费用。公司在扩张中，资金需求量大，原有道路产生的现金流不能弥补公司的资金缺口，导致公司的债务规模不断扩大，财务费用不断攀升。2010年下半年到2012年，公司的资本开支计划分别为12.6亿元、12.2亿元、2.6亿元。公司资本开支高峰期已过。公路行业本身现金流充裕，预计未来几年，公司的资产负债率和财务费用将不断下降。

图 7 未来几年公司资本支出逐年减少



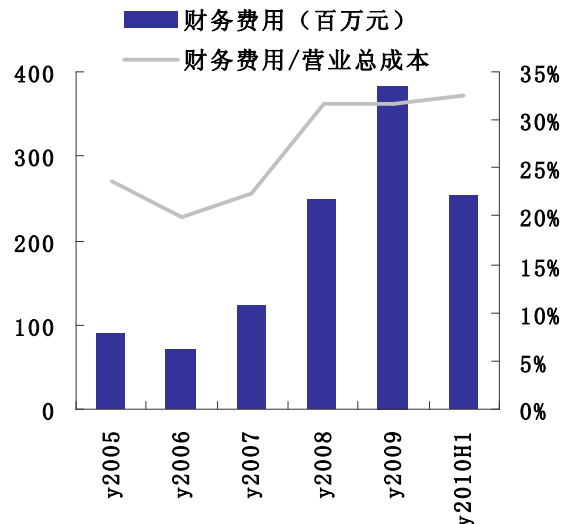
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 8 公司资产负债率不断攀升



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

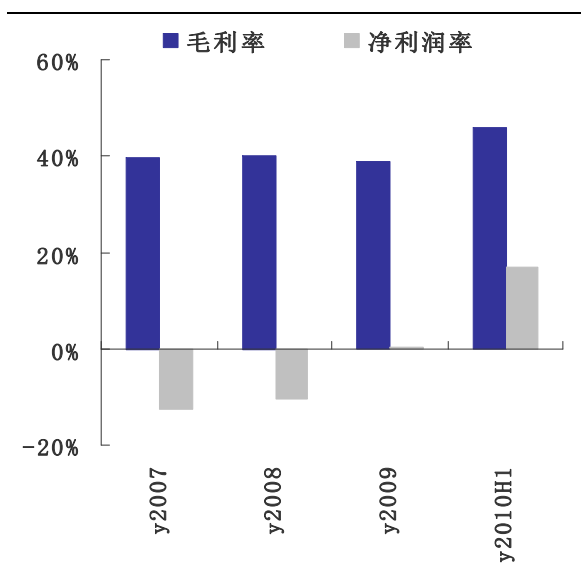
图 9 财务费用比重不断攀升



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

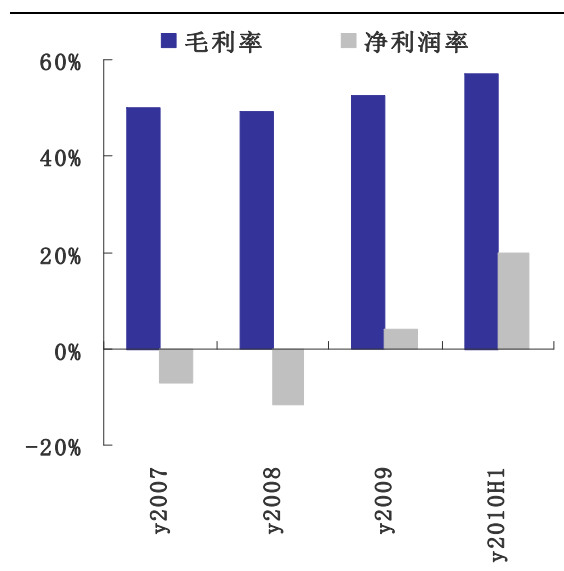
另外，公司投资收益部分的道路江中高速、广梧高速、南京三桥、广州西二环在2009之前均处于微利或者亏损。2010年中期，公司投资的所有道路均盈利。预计公司投资道路盈利将持续好转。

图 10 江中高速转为盈利



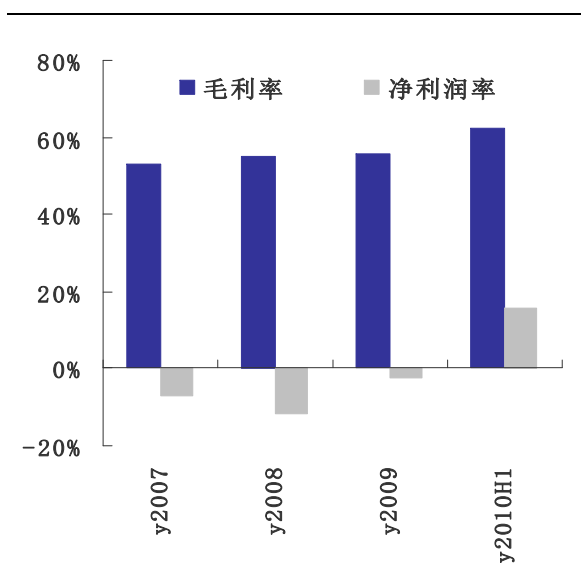
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 11 广梧高速开始持续盈利



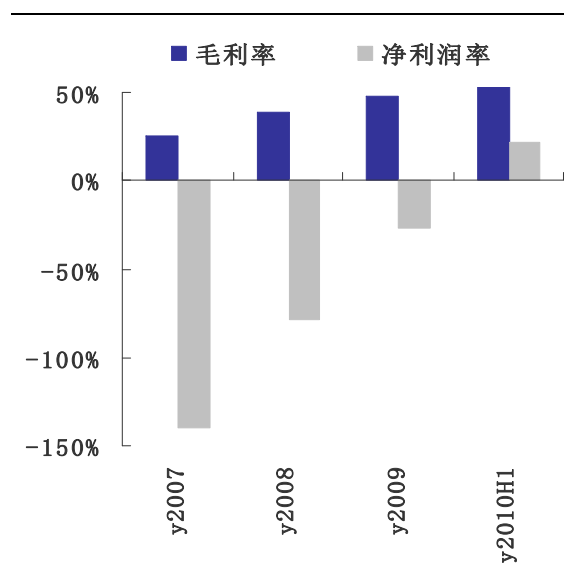
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 12 南京三桥开始盈利



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 13 广州西二环开始盈利



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

### 3. 清连项目严重低估，其余道路稳定增长

#### 3.1. 2011 年到 2012 年清连高速路网连通，收入翻倍增长的概率较大

清连高速以南与广清高速（广州-清远）相连，以北通过连宜高速（连州-宜章）与京珠高速相连，并通往京珠复线。清连项目 188 公里的高速化改造于 2009 年完工，并于 2009 年 11 月实行计重收费。剩余连南段 27 公里正在实行高速化改造，计划 2011 年初完工。

清连高速处于京珠高速的路网中，与同样处于京珠高速上的长潭、潭耒高速相比，清连高速的收费系数要高，而其单公里日均收费要远低于长潭、潭耒高速。其主要原因在于清连高速目前处于断头状态。与京珠高速相连的连州-宜章高速以及京珠复线湖

南段正在建设中。

保守估计，连宜高速可能在 2011 年的 10 月份通车。届时，清远-连州-宜章高速与京珠高速相连。作为通往京珠高速的另一通道，可以有效缓解京珠高速广州-韶关的交通压力。

我们认为，清连高速的快速成长，在 2012 年京珠复线通车之后更加明显。根据公开资料显示，京珠高速复线湖南段（临武-衡阳-湘潭-岳阳）正在建设中。其中衡阳-湘潭段已经通车，临武-衡阳、湘潭-岳阳段均在 2008 年开通，预计分别在 2011 年底、2012 年初通车。京珠复线湖南段在 2012 年全线通车。

2012 年清连高速所处的路网完全贯通，作为一条南北大通道，其车流量尤其是货车车流量可能实现快速增长。而另一方面，在京珠复线通车之前，原京珠高速承受的交通压力巨大，对路面的破坏加大，需要进行大修。但因没有可以替代的道路，京珠高速只能进行小规模维修。如果对京珠高速进行大规模的维修，京珠高速原有车流量将分流到京珠高速复线，对应清远高速收入实现翻倍增长的概率非常大。

市场存在另一种看法，认为公司道路较多，一条道路路网的连通对公司整体的影响偏弱。实际上，从公路里程看，清连高速目前的营业里程占比为 56%，收入占比仅 20%。公司目前收入主要来自于梅观、机荷东、机荷西。

清连高速位于京珠高速以及京珠复线的路网中，地理位置要优于深圳区内的路网。我们认为，随着连宜高速、京珠复线连通，以及原京珠高速维修，清连高速的成长空间巨大，其收入的占比可能达到 40% 到 50%，对公司整体盈利贡献可观。

**表 4：清连高速与长潭/潭耒收费系数对比** (元/公里·车)

| 收费系数 | 清连高速  | 长潭/潭耒高速 |
|------|-------|---------|
| 一类车  | 0.45  | 0.4     |
| 二类车  | 0.675 | 0.7     |
| 三类车  | 0.9   | 1       |
| 四类车  | 1.35  | 1.3     |
| 五类车  | 1.575 | 1.6     |

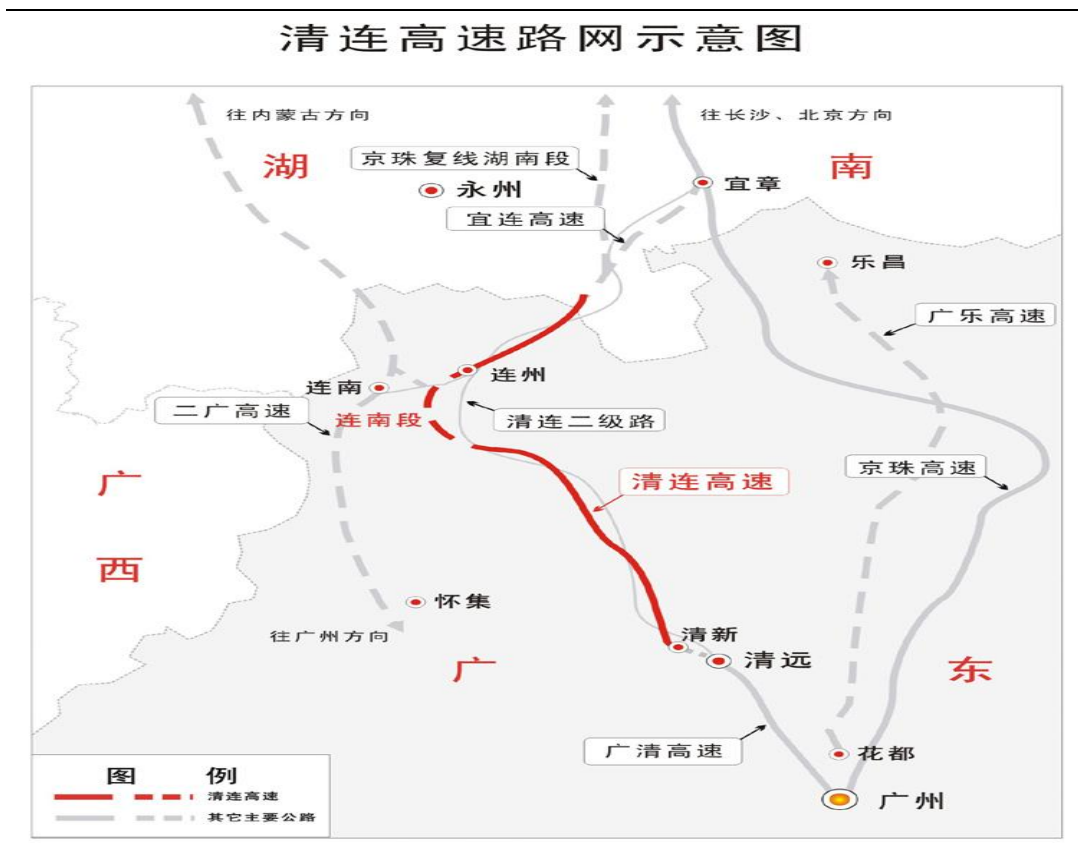
数据来源：公司数据

**表 5：清连高速与京珠高速单公里日均收费对比** (千元/天/公里)

|        | 清连项目 | 长潭   | 潭耒   |
|--------|------|------|------|
| 2007   | 1.4  | 20.0 | 18.4 |
| 2008   | 1.0  | 18.8 | 16.8 |
| 2009   | 3.5  | 22.3 | 18.5 |
| 2010H1 | 5.8  | 23.9 | 20.2 |

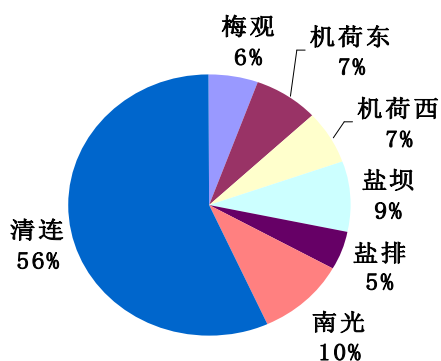
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 14 清连高速位置图及周边路网情况



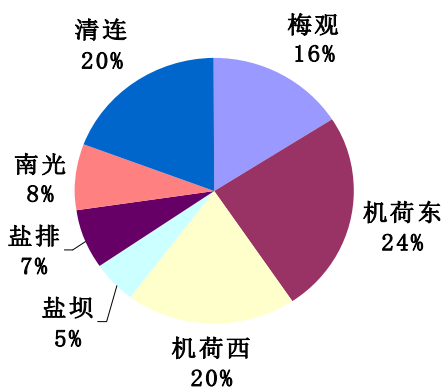
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 15 清连高速里程占比 56%



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 16 清连高速收入占比仅 20%



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

### 3.2. 博深高速通车利于盐排高速流量增长，预计其他路段增长稳定

从整个路网位置看，盐排高速、盐坝高速直接与盐田港相连，因此这两条路上货车的占比尤其是五类车的占比要明显高于其他道路。据了解，与盐排高速相连的博深高速于 2012 年通车，博深高速通过盐排高速与盐田港相连，形成了盐田港通往广东以北地区的另一通道，有利于盐排高速车流量的增长。

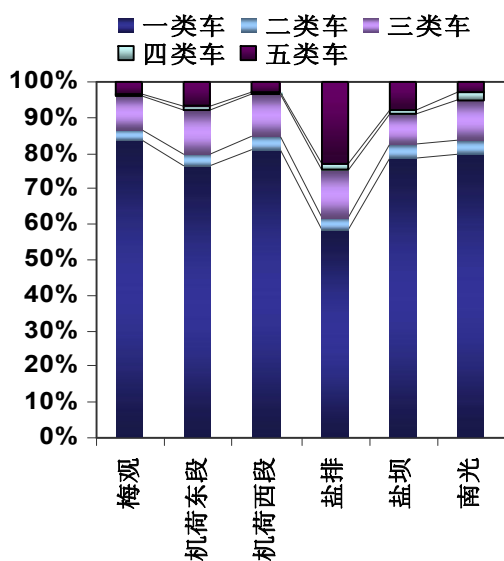
梅观、机荷、南光高速位于深圳区内，其车流量主要是客车，其中一类车的占比在 80% 左右。随着深圳特区的扩容以及特区经济的增长，深圳区内汽车保有量将不断增长，梅观、机荷、南光等道路的车流量将继续稳定增长。

图 17 深圳区内道路地理位置图



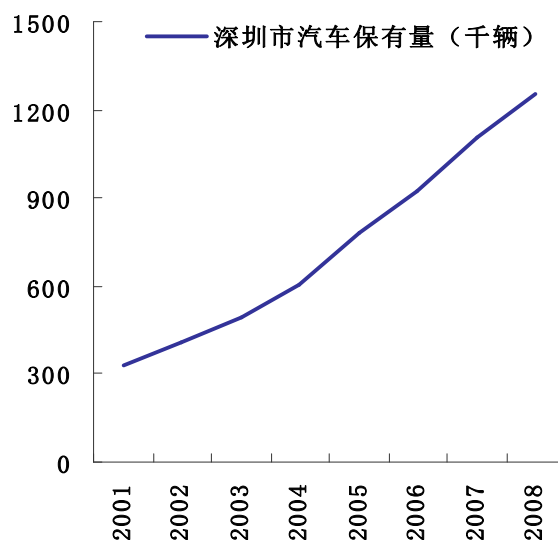
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 18 各道路车型结构



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 19 深圳市汽车保有量持续增长



数据来源: CEIC 安信证券研究中心

#### 4. 看好公司长期发展前景，首次给予“增持-A”评级

### 4.1. 盈利预测

我们对公司盈利预测作出如下假设:

- 1) 清连高速是公司未来主要增长点。清连项目在 2009 年 7 月按照高速公路费率收费, 在 2009 年 11 月实行计重收费, 考虑到 2010 年下半年清连高速仍将受益于计重收费, 假设 2010 年全年收入增速为 60%。2011 年初, 清连高速连南段 27 公里高速化改造完成, 2011 年 10 月前后, 连宜高速通车。公路里程的增长以及路网连通的影响下, 假设 2011 年收入增速为 30%。2012 年京珠复线的连通以及京珠高速的大修预期下, 保守假定收入增速为 60%;
- 2) 南光高速 2008 年通车, 目前车流量处于加速增长期, 假定 2010 年到 2012 年收入增速分别为 45%、30%、20%;
- 3) 考虑到梅观、机荷东、机荷西、盐排、盐坝收入增长相对稳定, 假定其收入增速在 8%到 18%之间;

根据以上假设, 预计 2010 年到 2012 年的每股收益分别为 0.32 元、0.42 元、0.59 元, 对用动态市盈率分别为 15.5 倍、11.8 倍、8.3 倍。

#### 4.2. 首次给予“增持-A”评级

我们认为公司估值可高于其他同类公司:

- 1) 2010-2012 年公司业绩的复合增速高达 35%;
- 2) 公路收费具有一定的收费期, A 股市场的大多数公路在 2025 年到 2027 年到期, 公司经营的道路如盐坝、南光、清连、南京三桥等在 2031 年到 2035 年间到期。公司经营的部分道路的剩余收费期限比其余公司多 4 到 8 年;
- 3) A 股市场的公路公司的直接控股人一般为交通厅, 并具有一定的公益性。为了发展的需要, 上市公司一定程度上承担了部分盈利能力不佳的 BOT 项目, 使得上市公司 ROE 面临下滑风险。公司目前无新建道路, 现有项目逐渐步入丰收期, 公司整体 ROE 将逐渐提升;
- 4) 2003 年到 2009 年公司公路里程翻倍增长, 公司在不断扩张规模。未来几年, 公司现金流充裕, 如果公司不投资建路, 很可能利用充裕资金去发展其他业务, 实现公司规模的再扩张;

公路行业对应 2010 年的平均 PE 为 13.6 倍, 给予公司 2011 年 15 倍市盈率, 6 个月目标价为 6.3 元, 首次给予“增持-A”评级。

表 6: 公路公司盈利预测及估值

| 公司<br>代码 | 公司<br>简称 | EPS (元/股) |       |       | PE   |       |       |
|----------|----------|-----------|-------|-------|------|-------|-------|
|          |          | 2009      | 2010E | 2011E | 2009 | 2010E | 2011E |
| 600269   | 赣粤高速     | 0.53      | 0.58  | 0.63  | 11.1 | 10.2  | 9.4   |
| 600350   | 山东高速     | 0.31      | 0.34  | 0.46  | 15.5 | 14.2  | 10.5  |
| 600035   | 楚天高速     | 0.32      | 0.48  | 0.52  | 18.9 | 12.6  | 11.6  |
| 600377   | 宁沪高速     | 0.4       | 0.5   | 0.59  | 17.6 | 14.0  | 11.9  |
| 600012   | 皖通高速     | 0.41      | 0.43  | 0.51  | 13.5 | 12.9  | 10.9  |
| 601107   | 四川成渝     | 0.27      | 0.39  | 0.45  | 25.4 | 17.6  | 15.2  |
| 600368   | 五洲交通     | 0.26      | 0.48  | 0.48  | 29.8 | 16.2  | 16.2  |
| 000900   | 现代投资     | 1.58      | 1.95  | 1.68  | 13.4 | 10.9  | 12.6  |
| 平均 PE    |          |           |       |       | 18.2 | 13.6  | 12.3  |

数据来源: 安信证券研究中心

| 财务报表预测和估值数据汇总 |          |          |          |          |          | 单位          | 百万元    | 模型更新时间 | 2010-9-13 |         |         |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|--------|--------|-----------|---------|---------|
| 利润表           | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 财务指标        | 2008   | 2009   | 2010E     | 2011E   | 2012E   |
| 营业收入          | 1,063.1  | 1,441.7  | 2,195.3  | 2,549.5  | 3,111.9  | 成长性         |        |        |           |         |         |
| 减: 营业成本       | 445.4    | 706.6    | 996.4    | 1,061.5  | 1,137.3  | 营业收入增长率     | -3.7%  | 35.6%  | 52.3%     | 16.1%   | 22.1%   |
| 营业税费          | 36.7     | 47.8     | 72.4     | 84.1     | 102.7    | 营业利润增长率     | -24.8% | 1.1%   | 38.4%     | 32.4%   | 44.5%   |
| 销售费用          | -        | -        | -        | -        | -        | 净利润增长率      | -25.3% | 7.4%   | 30.1%     | 29.9%   | 42.0%   |
| 管理费用          | 54.0     | 67.7     | 98.8     | 114.7    | 140.0    | EBITDA 增长率  | -17.4% | 19.1%  | 78.6%     | 17.3%   | 23.6%   |
| 财务费用          | 247.9    | 382.3    | 513.0    | 552.4    | 568.2    | EBIT 增长率    | -7.0%  | 17.4%  | 36.7%     | 22.7%   | 30.1%   |
| 资产减值损失        | -0.4     | -        | -        | 1.0      | 1.0      | NOPLAT 增长率  | -6.0%  | 22.3%  | 28.8%     | 22.7%   | 30.1%   |
| 加: 公允价值变动收益   | 6.3      | -2.3     | -        | -        | -        | 投资资本增长率     | 14.3%  | 19.8%  | 10.0%     | 3.1%    | 1.6%    |
| 投资和汇兑收益       | 276.0    | 333.0    | 271.4    | 305.4    | 342.0    | 净资产增长率      | -3.5%  | 15.0%  | 7.0%      | 7.6%    | 10.7%   |
| 营业利润          | 561.8    | 567.9    | 786.1    | 1,041.1  | 1,504.8  | 利润率         |        |        |           |         |         |
| 加: 营业外净收支     | -1.0     | 2.2      | -        | -        | -        | 毛利率         | 58.1%  | 51.0%  | 54.6%     | 58.4%   | 63.5%   |
| 利润总额          | 560.8    | 570.2    | 786.1    | 1,041.1  | 1,504.8  | 营业利润率       | 52.8%  | 39.4%  | 35.8%     | 40.8%   | 48.4%   |
| 减: 所得税        | 66.3     | 44.8     | 78.6     | 104.1    | 150.5    | 净利润率        | 47.3%  | 37.5%  | 32.0%     | 35.8%   | 41.7%   |
| 净利润           | 503.2    | 540.2    | 702.9    | 913.2    | 1,297.1  | EBITDA/营业收入 | 81.5%  | 71.6%  | 83.9%     | 84.8%   | 85.9%   |
| 资产负债表         | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | EBIT/营业收入   | 76.2%  | 65.9%  | 59.2%     | 62.5%   | 66.6%   |
| 货币资金          | 676.9    | 969.4    | 1,042.5  | 1,472.1  | 2,673.6  | 运营效率        |        |        |           |         |         |
| 交易性金融资产       | 6.3      | -        | -        | -        | -        | 固定资产周转天数    | 1,372  | 226    | 171       | 137     | 111     |
| 应收帐款          | 317.0    | 210.8    | 259.8    | 301.8    | 368.3    | 流动营业资本周转天数  | -343   | -362   | -192      | -109    | -73     |
| 应收票据          | -        | -        | 14.4     | 16.8     | 20.5     | 流动资产周转天数    | 291    | 275    | 207       | 222     | 283     |
| 预付帐款          | 4.3      | 5.7      | 6.7      | 7.8      | 8.9      | 应收帐款周转天数    | 54     | 43     | 34        | 37      | 36      |
| 存货            | 3.1      | 3.4      | 8.2      | 8.7      | 9.3      | 存货周转天数      | 1      | 1      | 1         | 1       | 1       |
| 其他流动资产        | 2.4      | 2.6      | 2.6      | 2.6      | 2.6      | 总资产周转天数     | 5,656  | 5,046  | 3,680     | 3,254   | 2,798   |
| 可供出售金融资产      | -        | -        | -        | -        | -        | 投资资本周转天数    | 4,771  | 4,124  | 3,100     | 2,840   | 2,382   |
| 持有至到期投资       | -        | -        | -        | -        | -        | 投资回报率       |        |        |           |         |         |
| 长期股权投资        | 2,477.7  | 2,203.7  | 2,382.3  | 2,589.5  | 2,796.7  | ROE         | 6.4%   | 5.9%   | 7.5%      | 9.2%    | 12.0%   |
| 投资性房地产        | 18.1     | 17.6     | -        | -        | -        | ROA         | 2.7%   | 2.4%   | 3.1%      | 4.0%    | 5.4%    |
| 固定资产          | 696.3    | 1,110.7  | 971.9    | 963.3    | 950.2    | ROIC        | 5.6%   | 6.0%   | 6.5%      | 7.2%    | 9.1%    |
| 在建工程          | 267.6    | 18.1     | 47.1     | 85.1     | 132.1    | 费用率         |        |        |           |         |         |
| 无形资产          | 13,735.5 | 17,617.6 | 17,881.4 | 17,921.9 | 17,935.6 | 销售费用率       | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%      | 0.0%    | 0.0%    |
| 其他非流动资产       | 0.7      | 49.3     | 50.0     | 50.0     | 50.0     | 管理费用率       | 5.1%   | 4.7%   | 4.5%      | 4.5%    | 4.5%    |
| 资产总额          | 18,205.7 | 22,208.7 | 22,667.0 | 23,419.5 | 24,947.9 | 财务费用率       | 23.3%  | 26.5%  | 23.4%     | 21.7%   | 18.3%   |
| 短期债务          | 783.4    | 1,569.5  | 1,496.8  | 1,395.3  | 1,391.1  | 三费/营业收入     | 28.4%  | 31.2%  | 27.9%     | 26.2%   | 22.8%   |
| 应付帐款          | 1,625.3  | 1,403.1  | 1,228.4  | 1,017.8  | 1,090.5  | 偿债能力        |        |        |           |         |         |
| 应付票据          | 14.0     | 52.8     | 54.6     | 58.2     | 62.3     | 资产负债率       | 57.7%  | 60.1%  | 58.1%     | 56.4%   | 54.7%   |
| 其他流动负债        | 112.3    | 165.1    | 165.1    | 168.9    | 173.6    | 负债权益比       | 136.2% | 150.5% | 138.9%    | 129.5%  | 120.9%  |
| 长期借款          | 4,914.8  | 6,285.9  | 7,485.9  | 7,885.9  | 8,285.9  | 流动比率        | 0.35   | 0.35   | 0.44      | 0.65    | 1.07    |
| 其他非流动负债       | 2,668.9  | 3,605.3  | 2,625.5  | 2,554.7  | 2,498.5  | 速动比率        | 0.35   | 0.34   | 0.43      | 0.65    | 1.07    |
| 负债总额          | 10,497.0 | 13,342.3 | 13,176.1 | 13,215.8 | 13,661.0 | 利息保障倍数      | 3.27   | 2.49   | 2.53      | 2.88    | 3.65    |
| 少数股东权益        | 703.8    | 688.9    | 693.5    | 717.3    | 774.6    | 分红指标        |        |        |           |         |         |
| 股本            | 2,180.7  | 2,180.8  | 2,231.0  | 2,201.0  | 2,201.0  | DPS(元)      | -      | -0.12  | 0.06      | 0.08    | 0.12    |
| 留存收益          | 4,824.2  | 5,996.7  | 6,559.0  | 7,289.6  | 8,327.3  | 分红比率        | 0.0%   | -48.4% | 20.0%     | 20.0%   | 20.0%   |
| 股东权益          | 7,708.7  | 8,866.4  | 9,483.5  | 10,207.9 | 11,302.8 | 股息收益率       | 0.0%   | -2.5%  | 1.3%      | 1.7%    | 2.4%    |
| 现金流量表         | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 业绩和估值指标     | 2008   | 2009   | 2010E     | 2011E   | 2012E   |
| 净利润           | 494.5    | 525.3    | 702.9    | 913.2    | 1,297.1  | EPS(元)      | 0.23   | 0.25   | 0.32      | 0.41    | 0.59    |
| 加: 折旧和摊销      | 204.0    | 328.1    | 543.2    | 568.1    | 599.3    | BVPS(元)     | 3.53   | 4.07   | 4.25      | 4.64    | 5.14    |
| 资产减值准备        | -0.4     | -        | -        | 1.0      | 1.0      | PE(X)       | 21.1   | 19.7   | 15.5      | 11.8    | 8.3     |
| 公允价值变动损失      | -6.3     | 2.3      | -        | -        | -        | PB(X)       | 1.4    | 1.2    | 1.1       | 1.1     | 1.0     |
| 财务费用          | 122.7    | 247.9    | 382.3    | 513.0    | 552.4    | P/FCF       | 10.6   | -32.1  | -257.7    | 17.9    | 7.8     |
| 投资收益          | -276.0   | -333.0   | -271.4   | -305.4   | -342.0   | P/S         | 10.0   | 7.4    | 5.0       | 4.2     | 3.5     |
| 少数股东损益        | -8.7     | -14.9    | 4.6      | 23.8     | 57.2     | EV/EBITDA   | 21.5   | 19.8   | 11.9      | 10.0    | 7.8     |
| 营运资金的变动       | 237.5    | 243.7    | -1,142.8 | -304.7   | -22.6    | CAGR(%)     | 23.7%  | 37.1%  | 39.1%     | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量    | 945.9    | 779.9    | 349.5    | 1,448.5  | 2,158.2  | PEG         | 0.9    | 0.5    | 0.4       | -0.1    | -0.1    |
| 投资活动产生现金流量    | -2,378.2 | -1,850.3 | -637.3   | -441.8   | -415.2   | ROIC/WACC   | 0.7    | 0.8    | 0.8       | 0.9     | 1.2     |
| 融资活动产生现金流量    | 1,499.3  | 1,016.0  | 453.3    | -466.6   | -431.8   | REP         | 1.7    | 1.4    | 1.3       | 1.1     | 0.8     |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

彭倩, 行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士. 2007 年 7 月加盟安信证券.

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

### 潘艳

021-68766516

### 朱贤

021-68765293

### 凌洁

021-68765237

### 李昕

010-59113565

### 马正南

010-59113593

### 律烨

0755-82558076

### 李国瑞

0755-82558084

### 上海联系人

panyan@essence.com.cn

### 上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

### 上海联系人

lingjie@essence.com.cn

### 北京联系人

lixin@essence.com.cn

### 北京联系人

mazn@essence.com.cn

### 深圳联系人

lvye@essence.com.cn

### 深圳联系人

ligr@essence.com.cn

### 黄方祥

021-68765913

### 梁涛

021-68766067

### 张勤

021-68763879

### 潘冬亮

010-59113590

### 周蓉

010-59113563

### 曹加

0755-82558045

### 胡珍

0755-82558073

### 上海联系人

huangfc@essence.com.cn

### 上海联系人

liangtao@essence.com.cn

### 上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

### 北京联系人

pandl@essence.com.cn

### 北京联系人

zhourong@essence.com.cn

### 深圳联系人

caojia@essence.com.cn

### 深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034