

高速公路III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.20元

当前股价: 4.73元

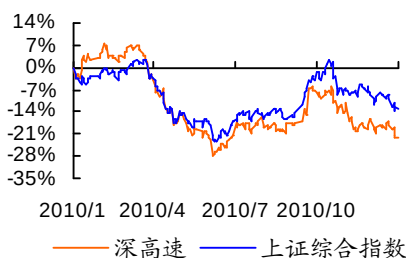
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2677.43
总股本(百万)	2181
流通股本(百万)	2181
流通市值(亿)	103
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	4.07
资产负债率	60.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
深高速	-7.25	-15.54	-1.05
上证综合指数	-5.56	-12.26	4.10



相关报告

《深高速-清连高速贯通效应有望今年国庆前后显现》2011-1-5

《深高速-业绩稳定增长, 未来成长值得期待》2010-11-8

《深高速-业绩短期波动无碍公司长期盈利趋势向好》2010-10-18

深高速

600548

推荐

清连高速全线贯通, 有望提前分流京珠高速

公司1月26日发表公告, 清连高速连州-凤埠段(简称“连南段”, 27公里)完成高速化改造, 自1月25日起按高速公路标准营运; 至此, 全程约215公里、占比公司合并报表总权益里程约54%的清连高速全线贯通。

投资要点:

- **清连高速地理位置优越。**清连高速(广东省清远市-连州市)南端通过广清高速与珠三角路网相连, 北端通过建设中的宜连高速(湖南省宜章市-广东省连州市, 又名宜凤高速)与京珠高速和京珠高速复线相接, 并在连州和二广高速对接, 是广东省公路网中承接南北、提升珠三角向内陆地区辐射能力的大动脉。全程双向四车道, 设计里程215公里, 占比公司经营公路项目权益里程约54%。与平行的京珠高速广东段相比具有气候优势、里程优势和价格优势。
- **连南段高速化营运, 有望提前分流京珠高速车辆。**连南段未高速化营运前, 清连高速上的车辆需改走清连二级路; 此路破损严重, 部分路段坑槽很深, 车辆难以通行, 这也极大的削弱了清连高速对司机的吸引力。现连南段高速化营运, 极大地提升了清连高速的通行效率; 且京珠高速即将迎来春运车流高峰, 据以往经验, 京珠高速粤北段由于坡陡坡长、极易造成长达几小时的拥堵。我们认为广东北上或湖南南下的车辆非常有可能选择路程差不多的“京珠高速(广东坪石或宜章出口)--107国道--清连高速--广清高速”路线, 从而避开拥堵的京珠高速粤北段。
- **宜连高速有望今年国庆前后通车, 届时清连高速贯通效应显现。**①根据我们月初的调研, 宜连高速道路基层施工已近尾声, 沥青路面铺设尚需三个月左右工期。据主管项目建设的领导预计, 宜连高速将会在今年国庆通车。②宜连高速为郴州市重点推进项目之一, 2010年省市各级领导也多次监督检查其项目进展, 宜连高速开通迫在眉睫。一旦宜连高速开通, 我们预计清连高速将至少分流京珠高速50%的车流量。
- **维持公司“推荐”的投资评级, 目标价格7.20元。**我们预测公司2010-2012年归属于母公司的净利润分别为7.19亿、8.94亿和11.58亿, 基本每股收益分别为0.33、0.41和0.53元。考虑未来三年公司28%的盈利增速和处于历史底部的估值水平, 我们维持公司“推荐”的投资评级, 6-12个月目标价格7.20元, 对应2011年18倍市盈率。

风险提示: 宏观经济波动、宜连高速通车晚于预期、利率波动

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1442	2265	2700	3200
同比(%)	36%	57%	19%	19%
归属母公司净利润(百万元)	540	719	894	1158
同比(%)	7%	33%	24%	30%
毛利率(%)	51.0%	55.9%	57.0%	59.6%
ROE(%)	6.6%	8.3%	9.7%	11.7%
每股收益(元)	0.25	0.33	0.41	0.53
P/E	19.96	15.12	12.71	9.42
P/B	1.49	1.41	1.33	1.23
EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

一、清连高速项目前景值得期待

1.1 清连高速优势明显

清连高速（清远市-连州市）南端通过广清高速（广州-清远）与珠江三角洲路网相连，北端通过建设中的宜连高速（宜章-连州，又名宜凤高速）在湖南省境内与京珠高速（北京-珠海）相接，并将与京珠高速复线和二广高速对接，是广东省公路网中承接南北、提升珠江三角洲向内陆地区辐射能力的大动脉。全程双向四车道，设计里程 215 公里，占比公司经营公路项目权益里程 54%。

清连高速的项目定位主要是分流京珠高速车流，其优势体现在：（1）京珠高速广东段，特别是韶关以北海拔高，气候多变，多雾，冬天会发生道路结冰，且路段坡陡坡长。拥挤的车流和恶劣的行车条件导致京珠高速粤北段交通事故频发，被称为“全国十大交通黑点”之一。而清连高速线位较好，没有结冰大雾等恶劣气候影响道路通行。（2）往返湖南广州之间，走清连高速比京珠高速近；且清连高速收费标准更低。

图 1：清连高速路网位置优越



资料来源：公司资料

图 2：京珠高速粤北段车流拥挤且路况较差



资料来源：南方都市报

表 1：清连高速与京珠高速比较

	清连高速	京珠高速
基本情况	双向四车道 海拔较低，无结冰大雾	粤北段四车道，粤南段六车道 海拔高，有结冰、大雾
路程 (湖南宜章-广州)	宜连-清连-广清高速 约 333 公里	京珠高速 约 346 公里
一类车收费标准 (元/公里)	0.45	0.45/0.6

资料来源：中投证券研究所

1.2 清连高速连南段高速化运营后可能带来车流超预期增长

连南段未高速化营运前，清连高速上的车辆需改走清连二级路；此路破损严重，部分路段坑槽很深，车辆难以通行，这也极大的削弱了清连高速对司机的吸引力。现连南段高速化营运，极大地提升了清连高速的通行效率；且京珠高速即将迎来春运车流高峰，据以往经验，京珠高速粤北段由于坡陡坡长、极易造成长达几小时的拥堵。我们认为广东北上或湖南南下的车辆非常有可能选择路程差不多的“京珠高速（广东坪石或宜章出口）--107国道--清连高速--广清高速”路线，从而避开京珠高速粤北段。据过往司机反映，虽然107国道宜章境内需经过几个小镇，但全部是水泥路，路较宽且平整，路上车辆不多，路况较好。

虽然上述方案是可行的，但由于驾驶员存在行驶惯性和可能不大愿意走国道等因素，我们现在还无法判断连南段高速化运营后到底能吸引多少京珠高速上的车流量，对此我们将密切跟踪连南段高速化运营后的车流情况。

1.3 宜连高速有望今年国庆通车，清连高速贯通效应终显

由于宜连高速是联系湖南广东两省的重要纽带，宜连高速被列为郴州市四个重点推进的高速公路项目之一，2010和2011年省市各级领导也多次到现场监督检查其项目进展，宜连高速开通迫在眉睫。根据我们1月初现场调研到的情况，宜连高速道路基层施工已近尾声，沥青路面铺设尚需三个月左右工期。据主管项目建设的宜连高速相关领导预计，宜连高速将会在今年国庆通车。如不出现雨季过长或其它异常负面因素影响，我们认同宜连高速国庆前后通车这一判断。

一旦宜连高速开通，不考虑清连高速对比京珠高速的优势，根据Logit路径选择模型或者直观的考虑，我们预计清连高速经过一段时间培育后将至少分流京珠高速50%的车流。由于京珠高速粤北段车流量暂无公开统计数据，我们以京珠高速湖南段-潭耒高速的收入作为参考计算清连高速预计收入。潭耒高速2010年上半年每车道每公里日均收入0.5万元，考虑车流内生性增长并假设清连高速毛利率为65%，我们以2010年上半年潭耒高速单车道每公里日均收入的45%、55%和65%三种情形对清连高速收入进行测算。

表2：清连高速与潭耒高速比较

	清连高速	潭耒高速
里程（公里）	215	168
车道	4	4
一类车收费标准（元/公里）	0.45	0.4

资料来源：公司资料，中投证券研究所

表3：清连高速盈利测算

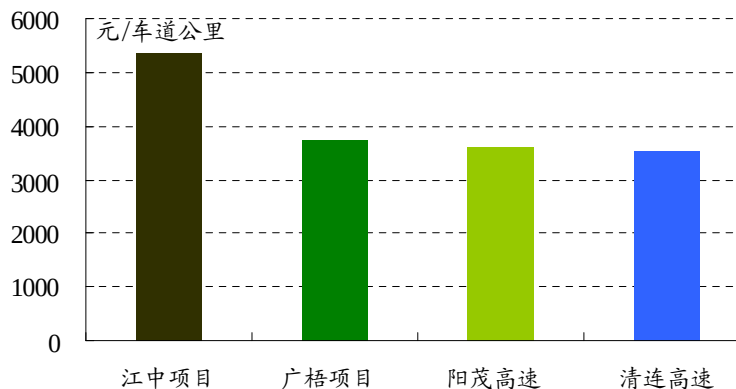
情形	收入比例	预计收入（亿）	预计增厚EPS（元）
保守	45%	7.95	0.10
中性	55%	9.71	0.14
乐观	65%	11.48	0.18

资料来源：公司资料，中投证券研究所

考虑车流量的增长需经历一段培育期，假设宜连高速今年国庆通车，我们预计 2011、2012 年清连高速的收入为 5.41 亿和 8.81 亿。我们认为清连高速未来收入有可能超出我们的中性情形对应的收入预期，主要基于以下几点：

(1) 虽然清连高速的区位要好于公司旗下的阳茂高速、广梧项目和江中项目等省内区域性高速公路，但我们按中性条件下测算的清连高速单车道每公里日均收入却偏低。

图 3: 中性条件下清连高速单车道每公里日均收入偏低



资料来源：公司公告，中投证券研究所

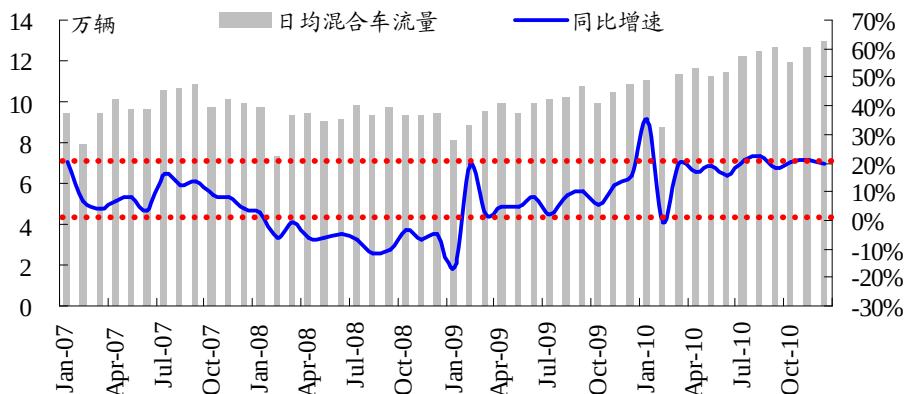
(2) 与清连高速对接的京珠高速复线湖南段预计 2012 年开通，将给清连高速车流带来贯通效应；且由于京珠高速目前是湖南广东之间唯一高速通道，京珠高速湖南段已过大修期限但一直没法大修，预计京珠复线通车之后京珠高速将进行大修，届时车流将转移到京珠复线上，与其对接的清连高速受益。

(3) 二广高速已规划与清连高速相接，由于从二广高速的连南-怀集-广州比走清连高速到广州要远，因此未来经二广高速南下的车流将很有可能转移到清连高速上。

(4) 从清连高速上下路网结构来看，北面相接的二广高速连州段（预计双向四车道）、京珠高速复线（双向六车道）和京珠高速（双向四车道），共 14 车道；南面相接的广清高速目前正在四扩八。而清连高速仅为双向四车道，路网上下对其车流输入充足，车流量前景看好。

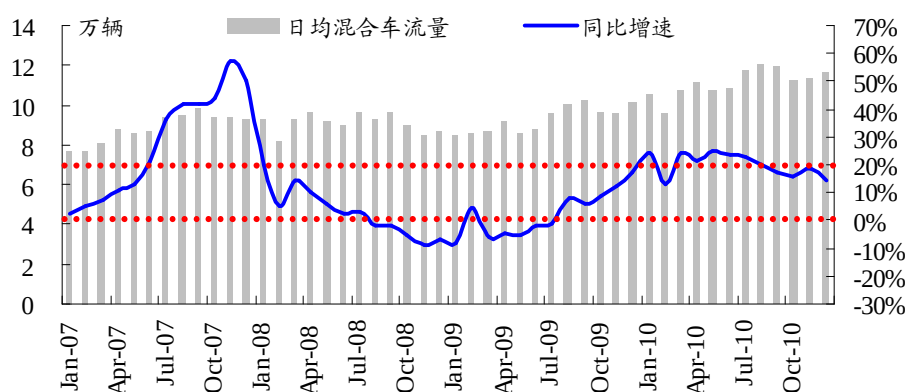
二、主要路段车流量情况

图 4: 梅观高速日均混合车流量（月度数据，截至 2010 年 12 月）



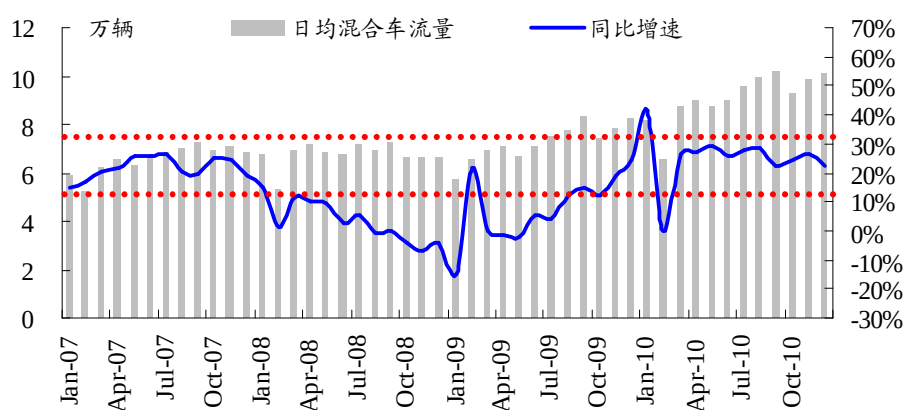
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 5: 机荷高速东段日均混合车流量（月度数据，截至 2010 年 12 月）



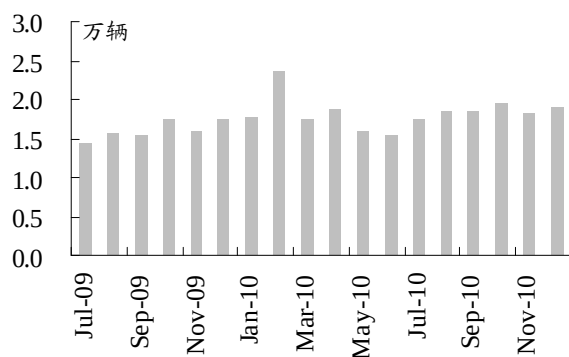
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 6: 机荷高速西段日均混合车流量（月度数据，截至 2010 年 12 月）



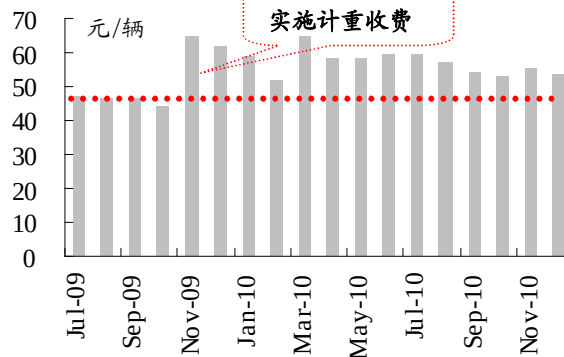
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 7: 清连高速日均混合车流量（月度数据）



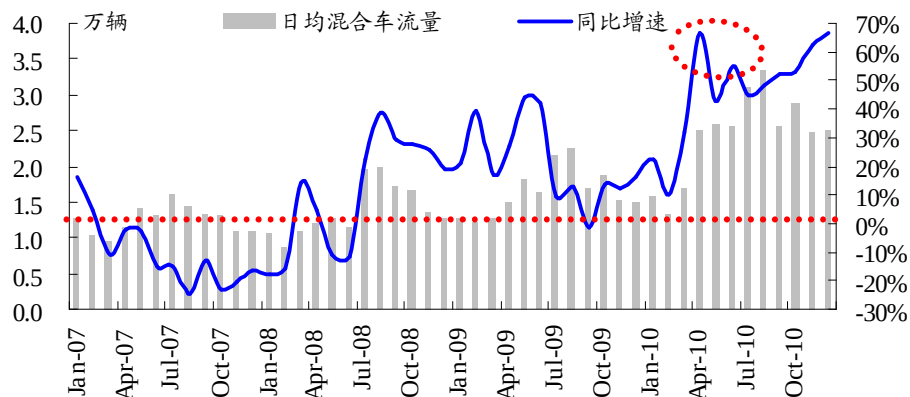
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 8: 清连高速单车收入（月度数据）



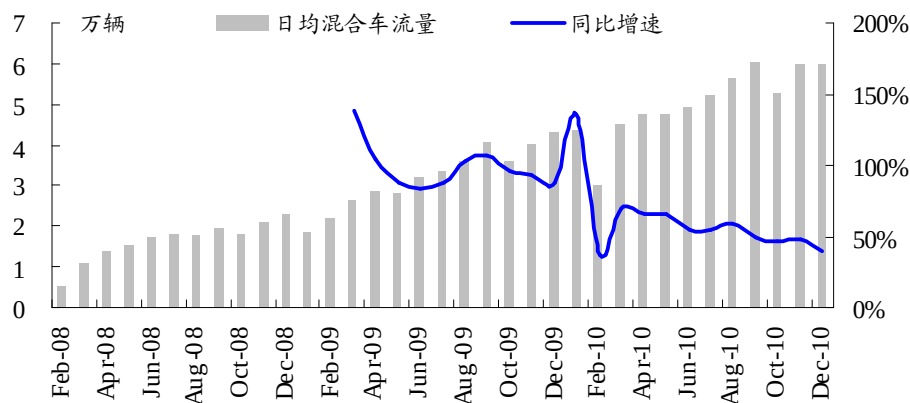
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 9: 盐坝高速日均混合车流量 (月度数据, 截至 2010 年 12 月)



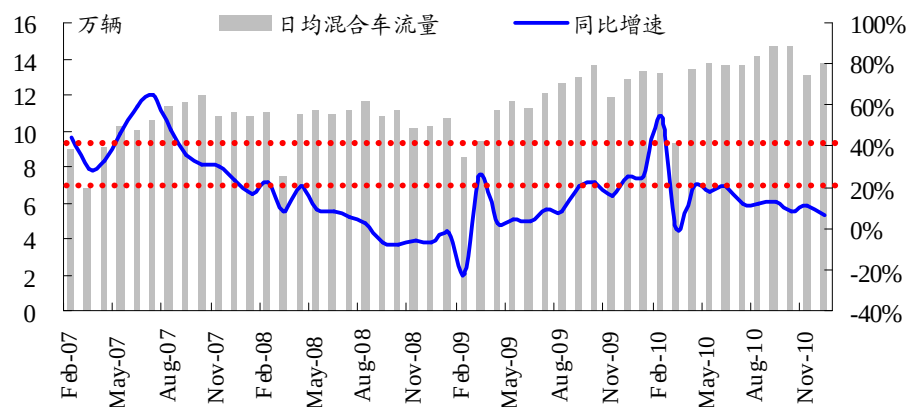
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 10: 南光高速日均混合车流量 (月度数据, 截至 2010 年 12 月)



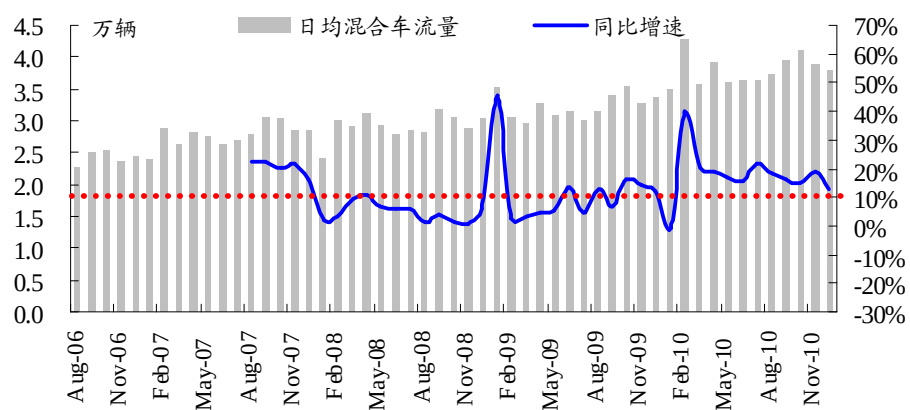
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 11: 水官高速日均混合车流量 (月度数据, 截至 2010 年 12 月)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 12: 武黄高速日均混合车流量 (月度数据, 截至 2010 年 12 月)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1192	2221	4044	4625	营业收入	1442	2265	2700	3200
现金	969	1860	3625	4130	营业成本	707	1000	1161	1293
应收账款	177	294	351	416	营业税金及附加	48	75	90	106
其他应收款	34	45	54	64	营业费用	0	0	0	0
预付账款	6	10	12	13	管理费用	68	113	135	160
存货	3	3	2	3	财务费用	382	528	542	520
其他流动资产	3	8	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	21017	21456	21105	20734	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	2204	2268	2268	2268	投资净收益	333	276	305	350
固定资产	1111	1101	1057	1014	营业利润	568	825	1077	1471
无形资产	17618	17982	17684	17356	营业外收入	4	8	0	0
其他非流动资产	85	106	95	96	营业外支出	1	2	0	0
资产总计	22209	23677	25149	25359	利润总额	570	831	1077	1471
流动负债	3451	3376	3688	3334	所得税	45	131	172	235
短期借款	1569	1500	1500	1000	净利润	525	700	905	1236
应付账款	1073	1000	1161	1293	少数股东损益	-15	-19	11	78
其他流动负债	809	876	1027	1041	归属母公司净利润	540	719	894	1158
非流动负债	9891	10997	11611	11387	EBITDA	1278	1667	1961	2363
长期借款	6286	6577	7192	6968	EPS (元)	0.25	0.33	0.41	0.53
其他非流动负债	3605	4419	4419	4419					
负债合计	13342	14373	15299	14720	主要财务比率				
少数股东权益	689	670	681	759	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2181	2181	2181	2181	成长能力				
资本公积	3168	3168	3168	3168	营业收入	35.6%	57.1%	19.2%	18.5%
留存收益	2829	3286	3820	4531	营业利润	1.1%	45.3%	30.6%	36.6%
归属母公司股东权益	8177	8634	9169	9880	归属于母公司净利润	7.4%	33.0%	24.4%	29.6%
负债和股东权益	22209	23677	25149	25359	获利能力				
					毛利率(%)	51.0%	55.9%	57.0%	59.6%
					净利率(%)	37.5%	31.7%	33.1%	36.2%
					ROE(%)	6.6%	8.3%	9.7%	11.7%
					ROIC(%)	5.3%	6.7%	8.2%	10.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.1%	60.7%	60.8%	58.0%
					净负债比率(%)	60.55%	57.88%	59.47%	56.89%
					流动比率	0.35	0.66	1.10	1.39
					速动比率	0.34	0.66	1.10	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.07	0.10	0.11	0.13
					应收账款周转率	8	10	8	8
					应付账款周转率	0.69	0.96	1.07	1.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.33	0.41	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.53	0.72	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.96	4.20	4.53
					估值比率				
					P/E	19.96	15.12	12.71	9.42
					P/B	1.49	1.41	1.33	1.23
					EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所首席行业分析师。

欧阳俊, 中投证券研究所交通运输行业分析师。中山大学智能交通研究中心硕士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434