

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

主业收入增长强劲，业绩拐点在即

事件描述

深高速今日发布 2010 年年报，其主要内容为：

- 公司实现营业收入 23.02 亿元，同比增长 59.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.46 亿元，同比增长 38.06%；EPS 为 0.342 元，去年同期为 0.248 元。

我们的评论如下：

- （1） 路费收入为集团主要的收入来源，2010 年路费收入 21.53 亿元，同比增长 61.18%，占总收入的 93.49%，是盈利增长的主因；
- （2） 公司路费收入随着在建项目的完工，有望持续较高增长，其中，清连高速是未来公路业务的主要增长点。
- （3） 2010 年，本集团资本支出主要为对清连一级公路高速化改造及南光高速的剩余工程投资等，共计约人民币 10.36 亿元；2011-2014 年，公司资本支出预计为 15.77、7.45、2.3 和 0.45 亿元，资本开支下降迹象明显。我们认为，在今明两年集中的资本开支高峰过去后，随着所投资参股的各高速公路逐渐进入成熟和收获期，公司利润率有望显著提升。
- （4） 清连高速现有通车里程 215 公里，其权益里程占经营路段总里程的 54%，但 2010 年日均路费收入仅占经营路段收费总额的 18%；清连高速 2010 年毛利率 33.45%，低于深高速约 25 个百分点，随着后期“断头路”的贯通，清连高速具备足够的收入和盈利增长空间。

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.56 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 13.09X、9.65X 和 7.39X，考虑到公司业绩拐点和估值优势兼备，给予公司“推荐”评级。

事件评论

第一， 盈利增长来自主业收入大增

路费收入为集团主要的收入来源，2010 年路费收入 21.53 亿元，同比增长 61.18%，占总收入的 93.49%。收入大幅增长的主要原因在于：

- （1） 机荷东段 2010 年实现路费收入 5.16 亿元（该项目自 2009 年 9 月 30 日纳入集团合并范围，2009 年第 4 季度收入为 1.2 亿元），占集团路费收入的 23.99%；
- （2） 清连项目主体部分于 2009 年 7 月 1 日开始高速化营运，并于 2009 年 11 月试行计重收费，而 2010 年清连项目为全年高速化营运并实行计重收费，路费收入因此录得同比快速增长，增幅达 61.74%；

(3) 受益于经济增长、路网完善和集团实施有针对性的营销措施，其余收费公路包括南光高速、盐坝高速、机荷西段、梅观高速以及盐排高速的收入也均实现了两位数的增长，平均增幅约为 27.91%。

(4) 例如，惠深沿海高速、广梧高速二期、广珠西线二期等项目的开通，对本集团的盐坝高速、广梧项目和江中项目产生了不同程度的正面影响。

尽管公路收费业务整体毛利率略微下降1.93%，但盐坝高速和南光高速受益路网贯通，毛利率分别上升9.27%和10.98%。

盐坝高速：惠深沿海高速于 2010 年 3 月 25 日开通，使盐坝高速与粤东片区路网相连接，为深港与惠州及粤东地区的联系增添了一条快速通道。受益于盐坝（C 段）投入营运和路网协同效应的发挥，盐坝高速在今年 4 月至 12 月期间的日均路费收入达到 37.7 万元，比第一季度增长约 80%。

南光高速：与其平行的松白路（一条市政道路）2009 年起实施扩建改造，对南光高速的营运表现产生正面影响。此外，由于南光高速开通不久，公司通过采取加强营销策划等积极的业务策略来提升项目的营运表现。

表 1：深高速主业收入情况

收入项目	2010 年 (人民币千元)	所占比例	2009 年 (人民币千元)	所占比例	增减比例
路费收入	2,152,551	93.49%	1,335,482	92.63%	61.18%
委托管理服务收入	90,935	3.95%	58,237	4.04%	56.15%
其他收入（包括广告收入等）	58,900	2.56%	47,955	3.33%	22.82%
合计	2,302,386	100.00%	1,441,674	100.00%	59.70%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：深高速控股路段盈利情况

收费公路	所占权益比例	路费收入		经营成本		收费公路毛利率		息税、管理费用前利润	
		2010 年 (人民币千元)	同比增减比例	2010 年 (人民币千元)	同比增减比例	2010 年 (%)	同比增减比例	2010 年 (人民币千元)	同比增减比例
梅观高速	100%	347,247	16.87%	90,692	28.90%	73.88%	-2.44	244,146	25,415
机荷东段	100%	516,377	不适用	217,796	不适用	57.82%	不适用	283,650	(2) 218,871
机荷西段	100%	426,755	22.89%	86,741	21.71%	79.67%	0.19	329,032	62,571
盐坝高速	100%	122,406	57.14%	77,924	37.17%	36.34%	9.27	40,033	20,700
盐排高速	100%	156,453	12.02%	64,990	9.07%	58.46%	1.12	87,037	11,118
南光高速	100%	191,088	72.85%	85,522	38.79%	55.24%	10.98	99,767	54,252
清连项目	76.37%	392,225	61.74%	261,029	72.70%	33.45%	-4.22	120,045	34,479
合计		2,152,551	61.18%	884,694	69.14%	58.90%	-1.93	1,203,710	427,406

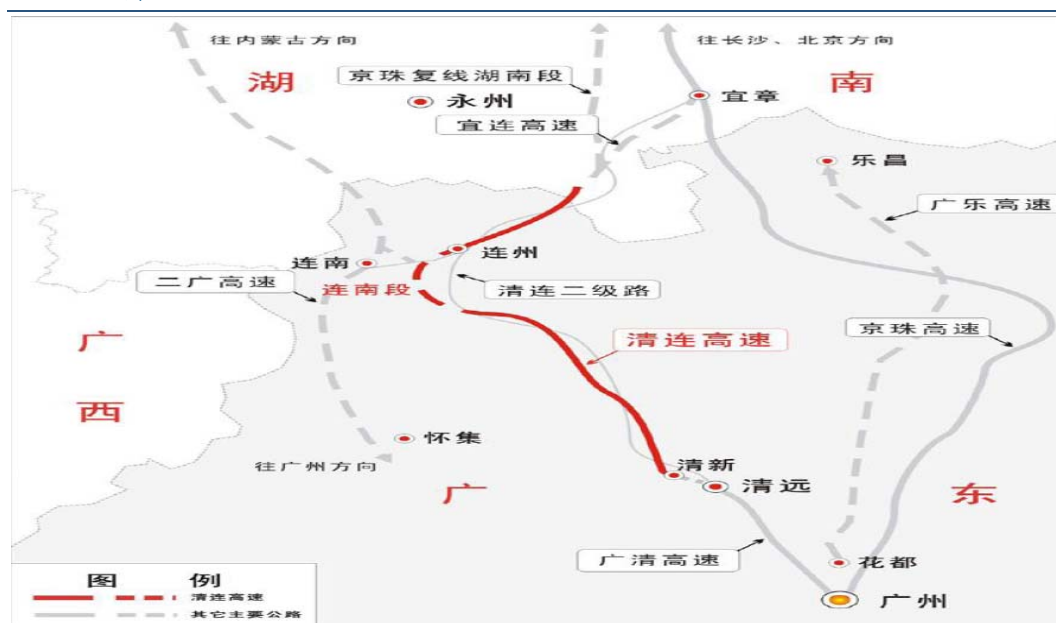
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二， 在建项目完工促进路费收入继续增长，清连高速是主要看点

公司路费收入随着在建项目的完工，有望持续较高增长，其中，清连高速是未来公路业务的主要增长点。

- ✓ 水官高速的扩建工程预计在 2011 年上半年也将完工。这些改造工程完成后，预期会促进项目路费收入的增长，带来新的经营现金流，但同时也会增加项目资产的折旧摊销费用。
- ✓ 南坪（二期）A 段计划于 2011 年底完工通车，将连通南光高速与深圳宝安区，有助于提升南光高速未来的营运表现。
- ✓ 清连项目连南段的高速化改造工程已按计划完成，自 2011 年 1 月 25 日起按高速公路标准营运，使清连高速的总收费里程由原来的约 188 公里增加至约 215 公里。与平行的路段京珠高速广东段相比，清连高速核心竞争力在于成本和路况。走清连高速，不仅单程可以节省 70 元钱，而且清连高速把坡和拐弯拉直，把大车和小车分开，开行的舒适性远胜于平行路段。
- ✓ 连接清连高速和京港澳高速（湖南段）的宜连高速有望在 2011 年底投入营运，这将有助于清连高速充分发挥其粤湘大动脉的线位优势，提升营运表现。随后几年，与清连高速北端对接的京港澳高速复线（湖南段）、二广高速（湖南永州至广东连州段）按计划将陆续建成通车，为清连高速带来新的车流增长；但广东省目前正在推进广乐高速的建设计划，其线位与京港澳高速（广东段）和清连高速基本平行，有可能会形成一定分流。

图 1：深高速路段示意图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司其他路产增长态势向好，大修和分流影响有限

对于未来可能面临的大修和路网分流，我们的看法是，大修影响取决于施工方案，分流不一定造成车流大幅下滑。

（1）近两年部分市政道路（如松白路、深惠路等）实施改造，对相邻的南光高速、机荷高速、盐排高速以及水官高速等的表现均有正面影响。随着市政工程的逐步完工，松白路和深惠路已分别于 2010 年底和 2011 年初全线恢复通行，预计部分在施工期间行走高速公路的车辆将重新选择行走地方道路，从而对上述高速公路的车流量水平造成一定负面

影响，或者使其车型结构发生轻微变化，但影响幅度有限。

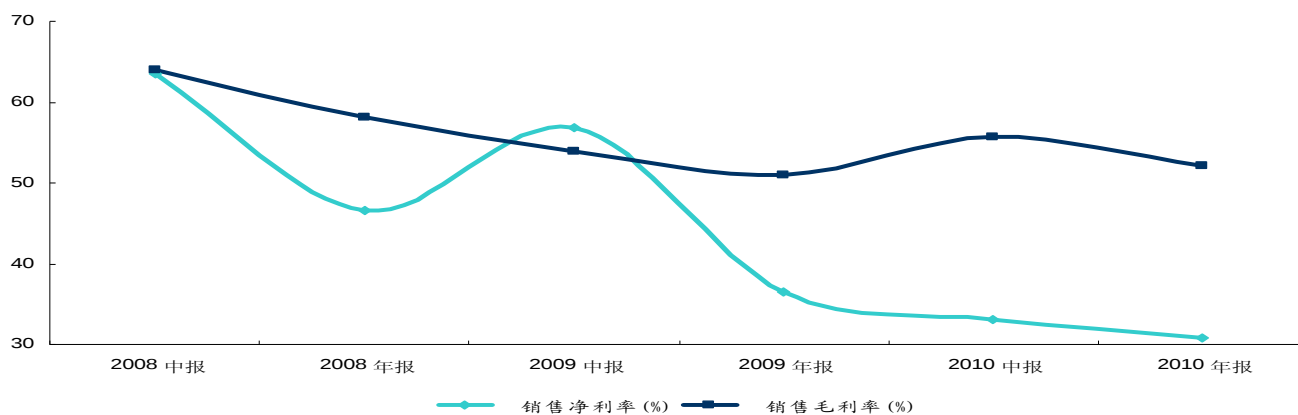
(2) 梅观高速北段已于 2010 年 12 月开始实施改扩建，计划工期 30 个月，由于前期的施工重点是新车道的建设，通过合理的施工组织和交通疏导，预计改扩建工程将不会对项目整体的通行效率和车流量水平产生重大影响。

第四，资本开支高峰将过，公司利润率有望大幅提升

公司前期在路产投资方面比较激进，形成大量资本开支，公司 2007-2009 年资本支出分别高达 57 亿元、33.58 亿元和 24.25 亿元。在道路开通初期，折旧和财务费用高企致使公司整体盈利能力下滑，2010 年公司折旧和财务费用分别增长 2.33 亿元和 1.23 亿元，增幅分别高达 74.92%和 32.16%。

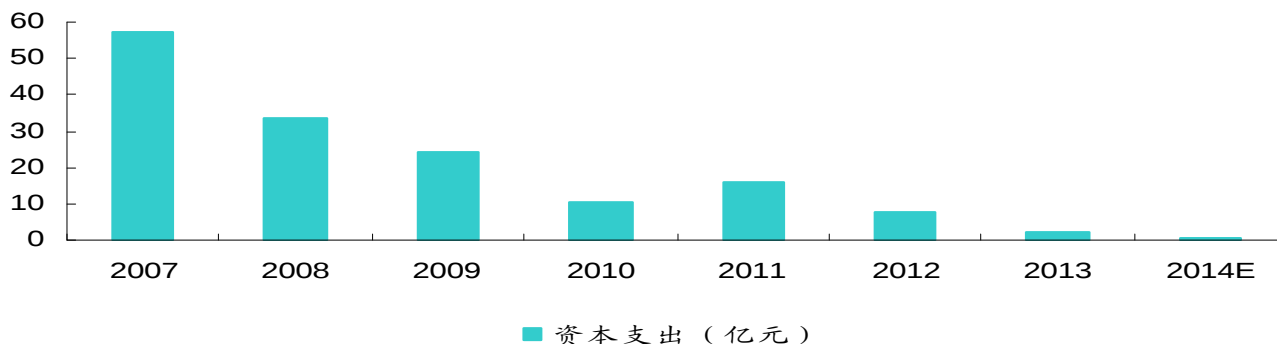
公司后期将放慢投资步伐，基本不考虑深圳以外的全新项目，只有对成熟且能显著提高公司 ROE 的路产才会审慎考虑。2010 年，本集团资本支出主要为对清连一级公路高速化改造及南光高速的剩余工程投资等，共计约人民币 10.36 亿元；2011-2014 年，公司资本支出预计为 15.77、7.45、2.3 和 0.45 亿元，资本开支下降迹象明显。我们认为，在今明两年集中的资本开支高峰过去后，随着所投资参股的各高速公路逐渐进入成熟和收获期，公司利润率有望显著提升。

图 2：公司盈利能力下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：深高速资本开支



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，业绩拐点在即，给予“推荐”评级

清连高速现有通车里程 215 公里，其权益里程占经营路段总里程的 54%，但 2010 年日均路费收入仅占经营路段收费总额的 18%；清连高速 2010 年毛利率 33.45%，低于深高速约 25 个百分点，随着后期“断头路”的贯通，清连高速具备足够的收入和盈利增长空间。

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.56 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 13.09X、9.65X 和 7.39X，考虑到公司业绩拐点和估值优势兼备，给予公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2302	2641	3133	3654	货币资金	832	473	2558	4896
营业成本	1101	1226	1443	1633	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1201	1415	1691	2021	应收账款	282	323	383	447
% 营业收入	52.2%	53.6%	54.0%	55.3%	存货	3	4	4	5
营业税金及附加	77	89	105	123	预付账款	14	15	18	20
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	其他流动资产	2	2	2	2
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	1133	817	2996	5401
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	62	66	66	69	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.5%	2.1%	1.9%	长期股权投资	2394	2694	2994	3354
财务费用	505	521	439	348	投资性房地产	17	17	17	17
% 营业收入	21.9%	19.7%	14.0%	9.5%	固定资产合计	772	648	522	397
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	17896	17001	16151	15344
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	298	300	330	360	递延所得税资产	103	0	0	0
营业利润	855	1039	1410	1840	其他非流动资产	301	301	301	301
% 营业收入	37.1%	39.4%	45.0%	50.4%	资产总计	22617	21478	22981	24813
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	1370	0	0	0
利润总额	857	1039	1410	1840	应付款项	943	1048	1231	1391
% 营业收入	37.2%	39.4%	45.0%	50.4%	预收账款	14	16	19	22
所得税费用	147	178	242	315	应付职工薪酬	63	70	82	92
净利润	710	861	1168	1525	应交税费	149	178	231	292
归属于母公司所有者的净利润	745.8	904.5	1227.	1601.	其他流动负债	449	497	580	653
润			3	6	流动负债合计	2987	1808	2143	2450
少数股东损益	-36	-43	-59	-77	长期借款	5757	5757	5757	5757
EPS (元/股)	0.34	0.41	0.56	0.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	821	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3716	3716	3716	3716
经营活动现金流净额	1617	1557	2556	2723	负债合计	13282	11282	11617	11924
取得投资收益收回现金	166	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8649	9553	10781	12382
长期股权投资	-90	0	0	0	少数股东权益	686	643	584	507
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	9335	10196	11365	12890
固定资产投资	-929	-26	-31	-37	负债及股东权益	22617	21478	22981	24813
其他	182	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-836	-26	-31	-37	EPS	0.342	0.415	0.563	0.734
债券融资	697	0	0	0	BVPS	3.97	4.38	4.94	5.68
股权融资	33	0	0	0	PE	15.88	13.09	9.65	7.39
银行贷款增加 (减少)	-932	-1370	0	0	PEG	0.55	0.45	0.33	0.25
筹资成本	694	-521	-439	-348	PB	1.37	1.24	1.10	0.96
其他	-1218	0	0	0	EV/EBITDA	9.44	6.57	5.27	4.02
筹资活动现金流净额	-725	-1890	-439	-348	ROE	8.6%	9.5%	11.4%	12.9%
现金净流量	56	-360	2085	2338					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，研究领域为公路、铁路和物流。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。