

贯通效应开始显现，增长加速有望延续到春运

事件

深高速在网站上公布其 2011 年 10 月车流量数据，清连高速 10 月份实现通行费收入为 4228 万元，同比增长 32.9%；梅观高速实现通行费 2839 万元，同比下滑 4.3%；其他机荷东、机荷西、盐排、盐坝、南光等并表路段通行费收入增速分别为-2.9%、0.5%、16.9%、-3.4、0%。

研究结论

- **清连高速贯通效应开始显现：**清连高速折合全程日均车流量为 0.74 万辆/天，同比上升 19.5%，环比提升 15.5%。日均通行费收入为 136.4 万元，同比提升 32.9%，环比上升 12.3%。分车型看，一类小客车提升明显，折合全程车流量增速超过 3 成，四、五类重型车也出现大幅回升，增速回到 15%左右。
- **清连的贯通效应应延续到春运：**考虑到 10 月份是清连高速整体贯通第一个月，往来的司机对两者对比以及周边路网的熟悉程度还不高，贯通效应尚未完全体现。根据之前郑尧高速、赣粤高速的案例，我们预计不断转好的清连高速贯通效应预计将持续到明年春运期间。
- **其他路段表现尚可：**其他梅观、机荷东、机荷西、盐坝、盐排在通行费收入增速与车流量增速与大运会期间相比均有所改善，特别是盐排高速增长特别明显。而其他外地路段，如粤西地区的阳茂高速、广梧高速表现回升；湖北武黄高速，其分流影响逐步减弱。
- **低估值与良好的成长性，深高速依然是我们非常看好的公司。**目前，深高速市净率仅为 0.9，处于破净阶段，今年 PE 也仅仅在 9 倍左右，而股息收益率则已经高达 4%，估值处于行业低位。成长性方面，宜连高速贯通后的清连收入大幅增长、三季度公路大修拨备冲回后成本端减少等因素都拉动业绩未来 3 年拥有 20%的增速。
- 根据我们预测，公司 11-13 年净利润为 9.07、11.38、12.76 亿元，对应预测 EPS 分别为 0.42、0.52、0.59 元。考虑到清连高速的良好成长性以及深高速面临的政策风险相对较小，因此给予公司明年 10 倍估值，对应目标价 5.2 元，相比现价 3.90 元还有 30%的上升空间，维持公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 21 日)	3.90 元
目标价格	5.20 元
总股本/A 股 (百万股)	2181/1433
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2011 年 11 月 22 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2,302	3,014	3,710	4,072	
同比(%)	59.7%	30.9%	23.1%	9.8%	
归属母公司净利润	746	907	1,138	1,276	
同比(%)	38.1%	21.6%	25.5%	12.2%	
毛利率(%)	52.2%	60.9%	59.9%	59.5%	
ROE(%)	8.6%	10.0%	11.8%	12.4%	
每股收益(元)	0.34	0.42	0.52	0.59	
P/E (倍)	11.35	9.33	7.54	6.64	
P/B (倍)	0.98	0.93	0.87	0.82	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

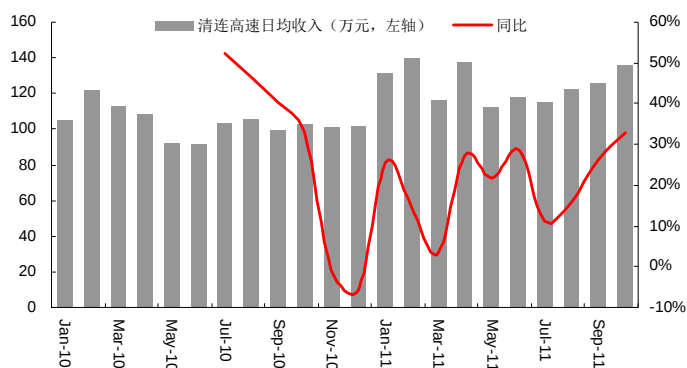
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

清连高速 10 月份数据

清连高速贯通效应显现，10 月份车流量与通行费大幅提升，但未出现井喷。根据公司数据，清连高速折合全程日均车流量为 0.74 万辆/天，同比上升 19.5%，环比提升 15.5%。日均通行费收入为 136.4 万元，同比提升 32.9%，环比提升 12.3%。分车型看，一类小客车提升明显，折合全程车流量增速超过 3 成，四五类重型车也出现大幅回升，增速回到 15% 左右。

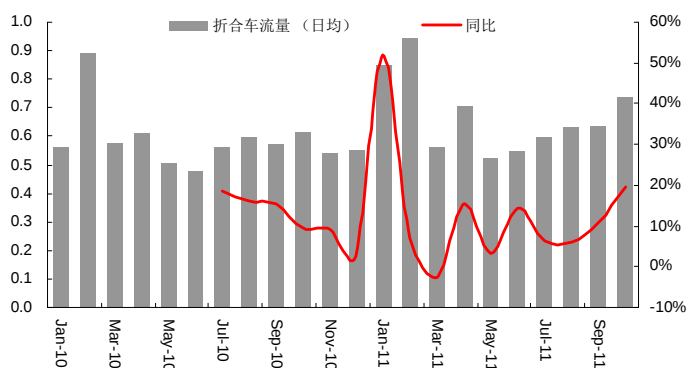
未来，贯通效应逐步显现，看好现在到明年春运期间的数据。考虑到 10 月份是清连高速整体贯通第一个月，往来的司机对两者对比以及周边路网的熟悉程度还不高，贯通效应尚未完全体现。根据之前郑尧高速、赣粤高速的案例，我们预计不断转好的清连高速贯通效应预计将持续到明年春运期间。

图 1：清连高速日均收入大幅提升



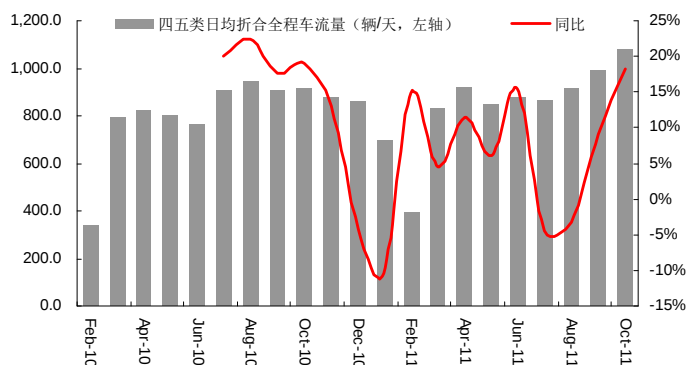
资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 2：清连高速折合全程车流量也大幅回升



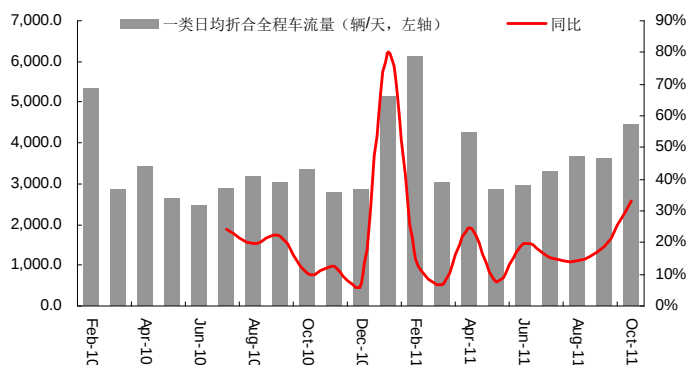
资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 3：四五类车车流量回升明显



资料来源：公司数据、东方证券研究所

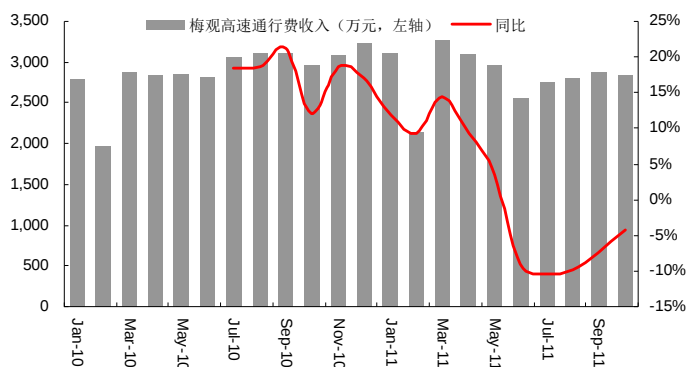
图 4：一类小车增长显著



资料来源：公司数据、东方证券研究所

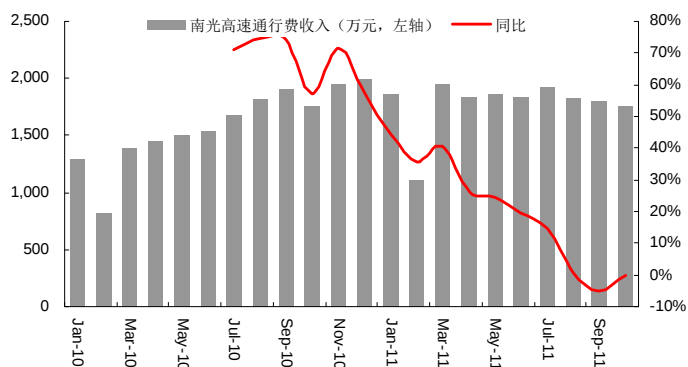
其他路段

图 5：梅观高速通行费收入



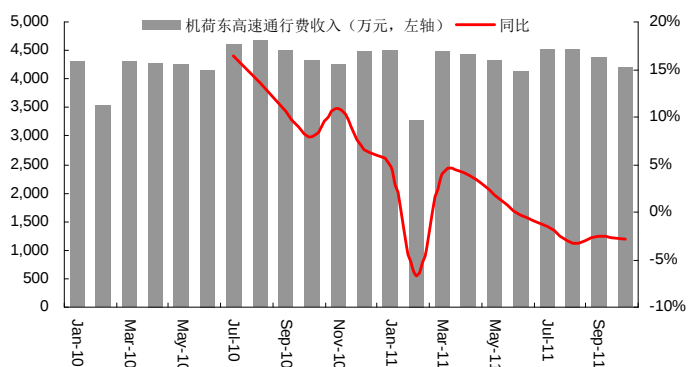
资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 6：南光高速通行费收入



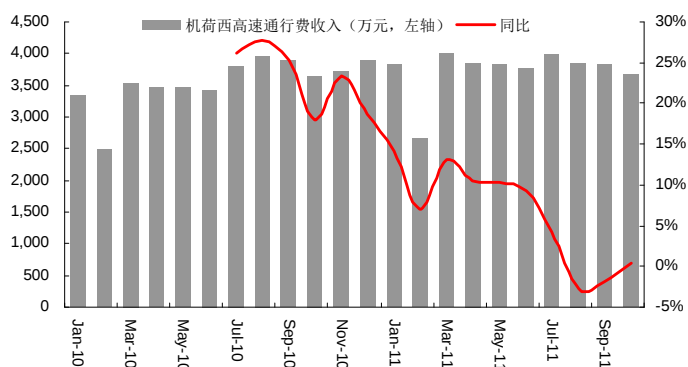
资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 7：机荷东高速通行费收入

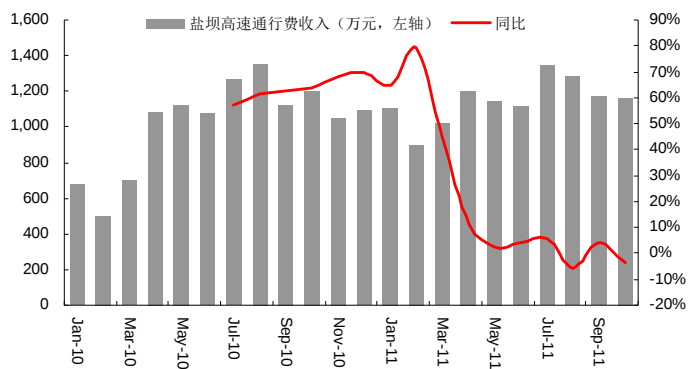


资料来源：公司数据、东方证券研究所

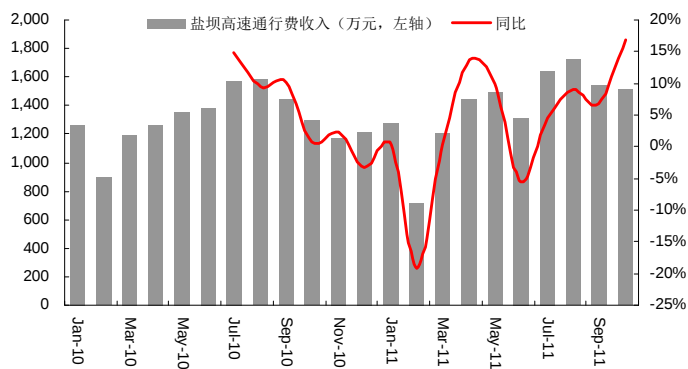
图 8：机荷西高速通行费收入



资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 9：盐坝高速通行费收入


资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 10：盐排高速通行费收入


资料来源：公司数据、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,133	816	940	1,033	营业收入	2,302	3,014	3,710	4,072
现金	832	500	550	605	营业成本	1,101	1,179	1,487	1,650
应收账款	245	248	305	335	营业税金及附加	77	102	126	138
其它应收款	36	48	59	64	销售费用	0	0	0	0
预付账款	14	15	19	21	管理费用	62	99	119	130
存货	3	4	5	5	财务费用	505	548	551	485
其他	2	2	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	21,483	21,873	21,156	20,330	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2,394	1,644	1,644	1,644	投资净收益	298	168	220	260
固定资产	1,027	1,174	1,126	1,074	营业利润	855	1,254	1,647	1,928
在建工程	42	42	42	42	营业外收入	8	3	3	3
无形资产	17,896	18,935	18,267	17,492	营业外支出	6	1	1	1
其他	124	78	78	78	利润总额	857	1,256	1,649	1,930
资产总计	22,617	22,689	22,096	21,363	所得税	147	301	396	463
流动负债	2,987	2,091	1,314	1,753	净利润	710	954	1,253	1,467
短期借款	1,174	616	138	705	少数股东损益	-36	47	115	191
应付账款	940	807	407	226	归属于母公司净利润	746	907	1,138	1,276
其他	873	668	769	822	EBITDA	1,360	2,465	2,975	3,303
非流动负债	10,294	10,762	10,262	8,262	EPS (元)	0.34	0.42	0.52	0.59
长期借款	5,757	5,257	4,757	4,257	主要财务比率				
其他	4,537	5,504	5,504	4,004	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	13,282	12,853	11,576	10,014	成长能力				
少数股东权益	686	734	849	1,039	营业收入	59.7%	30.9%	23.1%	9.8%
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	营业利润	63.4%	52.8%	21.1%	9.0%
资本公积	3,155	3,155	3,155	3,155	归属于母公司净利润	38.1%	21.6%	25.5%	12.2%
留存收益	1,866	2,229	2,684	3,195	获利能力				
归属母公司股东权益合计	8,649	9,102	9,671	10,309	毛利率	52.2%	60.9%	59.9%	59.5%
负债和股东权益	22,617	22,689	22,096	21,363	净利率	30.8%	31.7%	33.8%	36.0%
现金流量表					ROE	13.6%	6.2%	8.6%	10.0%
单位:百万元					ROIC	3.9%	4.5%	5.7%	6.6%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	1,617	1,692	1,989	2,415	资产负债率	58.7%	56.6%	52.4%	46.9%
净利润	710	954	1,253	1,467	流动比率	37.9%	39.0%	71.5%	58.9%
折旧摊销	563	664	777	890	速动比率	37.8%	38.9%	71.1%	58.7%
财务费用	505	548	551	485	营运能力				
投资损失	-298	-168	-220	-260	总资产周转率	0.10	0.13	0.17	0.19
营运资金变动	72	-306	-372	-167	应收账款周转率	7.79	9.71	9.70	9.70
其它	66	0	0	0	应付账款周转率	1.17	1.46	3.65	7.30
投资活动现金流	-836	-932	160	197	每股指标 (元)				
资本支出	-955	-1,850	-61	-64	每股收益	0.34	0.42	0.52	0.59
长期投资		750	0	0	每股经营现金流	0.74	0.78	0.91	1.11
其他	119	168	220	260	每股净资产	3.97	4.17	4.43	4.73
筹资活动现金流	-725	-1,560	-1,598	-557	估值比率				
债务融资	-932	-1,560	-1,598	-557	P/E	11.3	9.3	7.4	6.6
权益融资	0	0	0	0	P/B	1.0	0.9	0.9	0.8
其它	207	0	0	0					
现金净增加额	-137	-332	50	55					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn