

深高速 (600548.SH) 路桥行业

评级：买入 首次评级

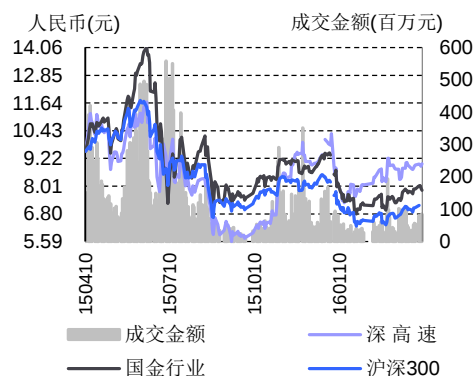
公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.99 元
目标价格 (人民币): 14.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,433.27
流通港股(百万股)	747.50
总市值(百万元)	19,605.13
年内股价最高最低(元)	11.69/5.59
沪深 300 指数	3264.49
上证指数	3053.07



股权激励保障盈利，充沛现金流打开发展空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.003	0.712	0.719	0.891	0.981
每股净资产(元)	5.41	5.67	6.04	6.53	7.06
每股经营性现金流(元)	0.82	0.81	0.84	1.21	1.28
市盈率(倍)	8.27	13.76	12.50	10.09	9.16
行业优化市盈率(倍)	16.09	21.41	18.01	18.01	18.01
净利润增长率(%)	203.86%	-29.00%	1.03%	23.84%	10.17%
净资产收益率(%)	18.54%	12.55%	11.91%	13.64%	13.89%
总股本(百万股)	2,180.77	2,180.77	2,180.77	2,180.77	2,180.77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **核心资产坐落珠三角经济区，良好经济增速保障路产资源收益：**公司经营及投资的公路项目公里里程数达 413 公里，主要坐落在深圳地区，受珠三角经济圈辐射。2015 年控股路段车流量同比上涨 9%。其中客车车流量得益于深圳人均可支配收入上升 9%，致使汽车保有量及居民出行频率上升。由于深圳市政府推进珠三角一体化，带动深圳周边地区贸易往来，减弱因国际经济疲惫而带来的负面影响，保障了货运需求。同时公司 2016 年采用 PPP 模式参与外环高速的建设与经营，保障公司未来公路主业稳定收益，及稳固公司在深圳地区公路龙头地位。
- **深圳政府两年回购 4 条公路，补偿金额重述资产估值：**深圳市政府基于经济发展及交通规划考虑，2014 年回购梅观高速，2015 年决定对盐坝，盐排及南光公路实施免费通行，4 条公路赔偿金额约有 103 亿元。按通行费收入占比，四条公路在 2013 年占公司总通行费的 32%，保守估计公司控股路产资源价值约 321 亿元。资产回购后，充沛现金流助公司探索新的收益增长点，早日实现多元化战略部署及转型。
- **借力主业优势，多元化业务遍地开花：**公司借助在主业上的管理经验及资源，发展建设及营运委托管理业务及公路广告业务。同时在 2015 年投资梅林关城市更新项目，预计未来最少获得 30 亿的投资收益。拟参与贵州银行增资募股，每股作价 1.56 元，目前已认购 4.26 亿股，拟总投资不超过 7.18 亿元。资产回购后，公司预计将在水环境治理，固废处理等为主要内容的大环保方向进行转型。
- **股权激励计划保障公司未来收益，稳健收益保障高股息：**公司于 2016 年 1 月 15 日发布 A 股限制性股票激励计划，该计划激励对象为公司管理层人员，解锁分 3 期，需满足要求的资产收益率，营业收入增长率及现金分红比例才可解锁。此股权激励计划解锁条件合理，充分将管理层及公司利益结合起来，对管理层有积极鼓励作用。公司股息支付率一致保持在 50% 左右，2015 年每股分红 0.34 元，公司近年净利润稳健增长，高分红有保障。

投资建议

- 我们认为自政府回购 4 条公路后，公司手握大笔现金，积极寻找转型方向，未来发展空间广阔。股权激励计划进一步保障未来公司盈利状况。常年稳定股息支付率保障投资的稳定收益。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人
(8621)61038274
daiyaxiong@gjzq.com.cn

估值

- 我们预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.72/0.89/0.98 元/股。我们根据现金流贴现模型，得到目标价 14.8 元。给予“买入”评级

风险

- 系统性风险导致车流量下降

内容目录

核心资产坐落珠三角经济圈，主业提升有保障.....	5
股权结构.....	5
核心路桥资产位置优越，多元发展依托主业全面开花.....	5
同行业对比：低负债，高盈利能力.....	7
经济发展助成熟道路稳定增长，政府回购创造发展机会.....	8
深入珠三角经济一体化，刺激深圳周边车流量上涨.....	8
核心资产借力周边资产，提振主营业绩.....	10
机荷高速借力深圳机场，吞吐量增长带动车流量上升.....	11
清连高速地处湘粤大动脉，网络形成后收益可期.....	12
投资外环高速，稳固主业区域龙头地位.....	13
深圳政府回购四条公路，重新定义资产价值.....	14
深圳政府 2 年回购四条公路.....	14
回购带来资产处置收益，一次性折现未来收益.....	15
回购价格带来广阔估值空间，现金在手把握转型时机.....	15
依靠主业，多元化业务齐发展.....	16
委托管理服务业务.....	16
梅林关城市更新项目，预计为公司带来 30 亿收益.....	17
拟增资贵州银行，发力金融板块.....	17
广告业务.....	18
公司发力多元化业务，期待寻求转型方向.....	18
股权激励计划解锁条件合理，保障公司未来收益.....	18
稳健收益，充沛现金流，保障分红绝对收益.....	19
高股息率是成熟市场中的重要指标.....	19
稳健收益保障常年高股息.....	19
盈利预测.....	19
估值与投资建议.....	21
估值方法选择.....	21
现金流贴现法.....	21
PE 比较.....	21
估值及投资评级.....	21

图表目录

图表 1：公司股权架构.....	5
图表 2：公司业务分布.....	6
图表 3：公司收入结构.....	6
图表 4：公司资产架构.....	6
图表 5：公司深圳路桥分布.....	7

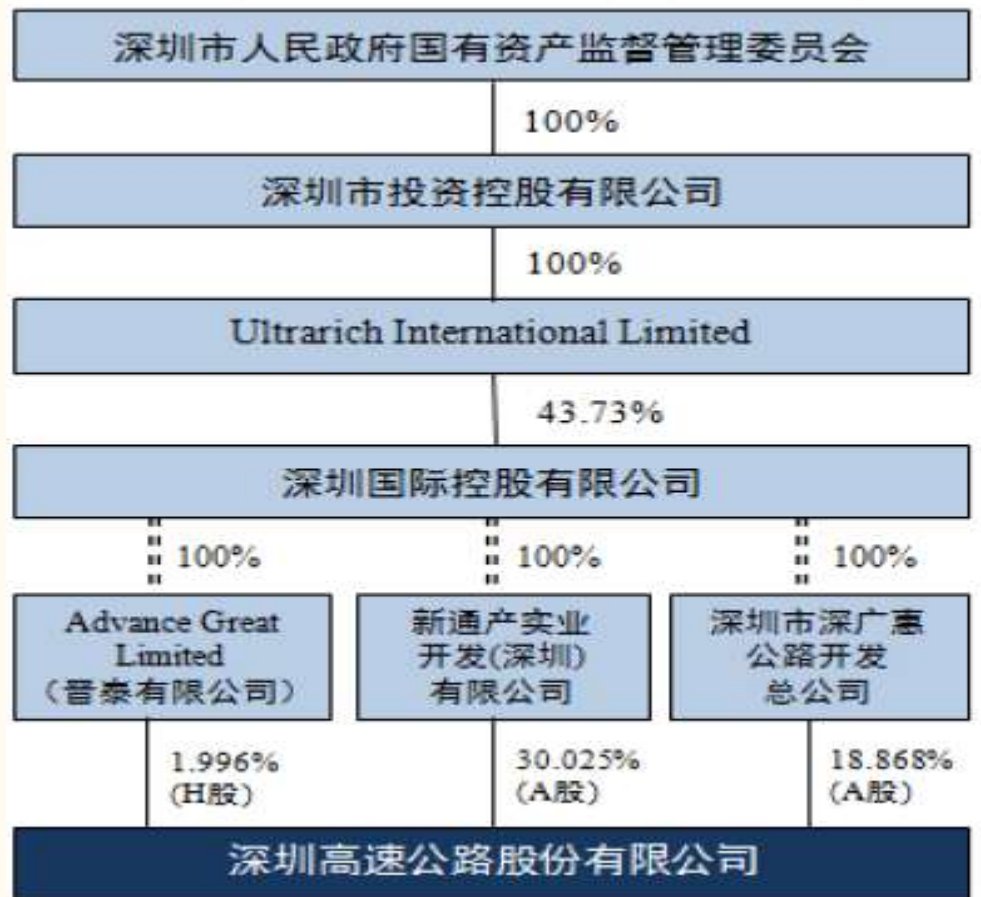
图表 6: 同行业资产对比	7
图表 7: 同行资产负债率对比	7
图表 8: 2012-2015 同行业平均 ROE, ROA 对比	8
图表 9: 2015 同行业 EPS 对比	8
图表 10: 公司各路段毛利	8
图表 11: 公司各类别车分布	8
图表 12: 公司控股及参股路段到期日	9
图表 13: 深圳人均 GDP	9
图表 14: 广东, 深圳民用汽车保有量	9
图表 15: 深圳海关进出境口金额	10
图表 16: 珠三角 GDP	10
图表 17: 2015 各路段收入占比 (水官高速按全年计算)	10
图表 18: 2015 各路段车流量占比 (水官高速按全年计算) 排除里程长度影响	10
图表 19: 公司控股路段情况及本期相关事项	11
图表 20: 深圳机场旅客吞吐量	11
图表 21: 深圳机场邮货吞吐量	11
图表 22: 清连高速周边高速建设示意图	13
图表 23: 外环高速规划图	14
图表 24: 南光, 盐坝, 盐排高速公路未来 3 年收入预测	15
图表 25: 深圳市各高速盈利能力对比 (以 2013 年金额为基准)	16
图表 26: 委托服务管理收入	16
图表 27: 委托服务管理毛利	16
图表 28: 公司开展代建项目情况	17
图表 29: 梅林关地区新房房价	17
图表 30: 贵州银行营业收入/净利润	18
图表 31: 公司股权激励解锁条件及历史数据比较	19
图表 32: 2014 交通运输行业股息率对比 (%)	19
图表 33: 公司每股股利及股息支付率	19
图表 34: 通行费收入及车流量预测	20

核心资产坐落珠三角经济圈，主业提升有保障

股权结构

- 深高速成立于 1996 年 12 月 30 日，主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。公司于 1997 年在香港发行 H 股在香港联合交易所上市。于 2001 年 12 月 25 日发行 A 股在上海证券交易所上市。
- 公司最大的股东为深圳国际控股有限公司，通过晋泰有限公司，新通产实业开发有限公司，广惠公路开发有限公司，间接持有公司 50.889% 股份。公司的实际控制人为深圳国资委。

图表 1：公司股权架构



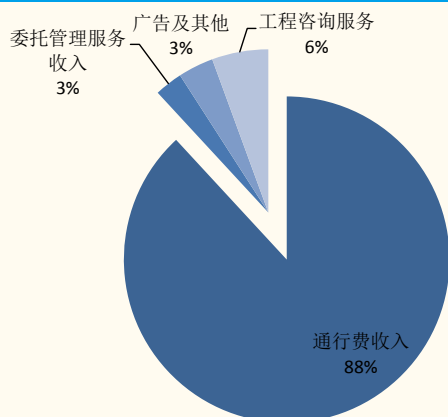
来源：公司年报，国金证券研究所

核心路桥资产位置优越，多元发展依托主业全面开花

- 公司主要从事道路收费及投资业务，除此之外，还提供建造管理及公路营运管理的服务，即依托主业开展的广告，工程咨询和互联网收费业务。其中不论从营业收入及毛利来看，收费主业占据着绝对的主导位置。2015 年公司实现营业收入 34.2 亿，其中通行费收入为 30.14 亿，占比 88%；2015 年公司毛利总额 17.42 亿，其中通行费毛利 15.95 亿，占比 92%。
- 其他业务：管理委托业务是公司运用多年积累的专业经验及技能，提供建设管理及收费公路营运管理的业务，按照与委托方约定好的计费模式收取管理费用。广告及其他业务主要是深圳市高速广告有限公司等子公司或参股公司提供的媒体发布，品牌策划，收费公路电子清算业务等。2015 年公司通过修订章程将顾问公司纳入集团合并项目，顾问公司提供工程咨询专

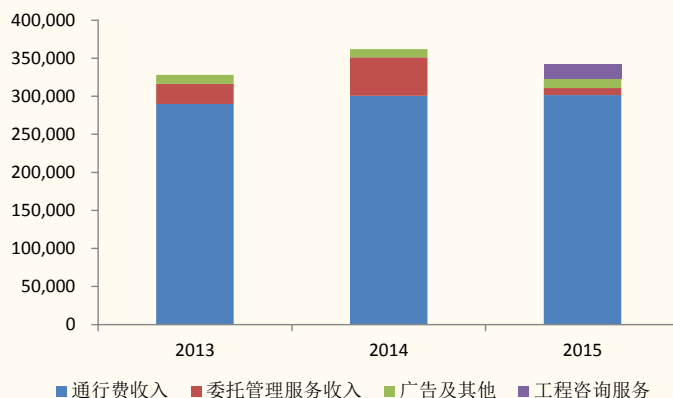
业服务，具备承担工程项目投资建设全过程资讯服务的从业资格与服务能力。

图表 2：公司业务分布



来源：公司 2015 半年报，国金证券研究所

图表 3：公司收入结构



来源：公司 2015 半年报，国金证券研究所

- 截至 2015 年 12 月 31 日，本公司经营和投资的公路项目共 16 个，所投资的高等级公路里程数按权益比例折算约 413 公里，分布在深圳地区，广东及其他省市。
- 其中公司控股的路产共 9 条包括深圳区域的梅关高速，机荷东段，机荷西段，南光高速，盐排高速，盐坝高速，水官高速（2015 年末开始控股水官高速）及广东的清连高速，及湖北的武黄高速。公司在深圳区域的路段营运里程达 146.6 公里，连接了深圳的主要港口，机场，海关及工业区，构建了连接香港，辐射珠三角地区的主要干道。清连高速全长 215.25 公里，南起于清远市北止于粤湘交界处，是珠三角北向出省的最便捷通道，是广东与内地联系的黄金通道。武黄高速连接武汉及黄石，是湖北东部出省的重要干线也是武汉城市经济圈的重要干道。同时公司参股有 7 条路产，包括阳茂高速，水官高速延长段，广梧项目，江中项目，广州西二环，长沙环路及南京三桥。

图表 4：公司资产架构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 5：公司深圳路桥分布

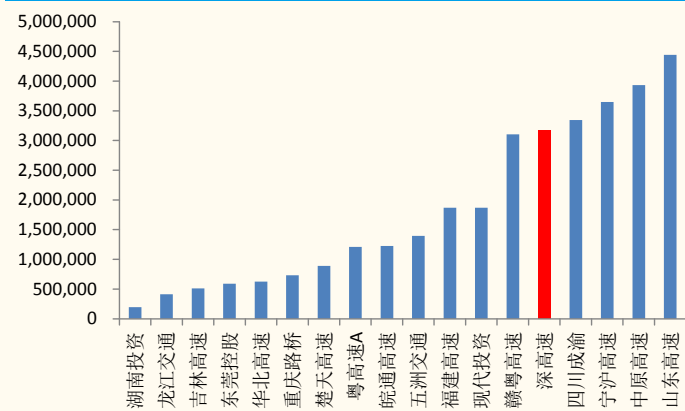


来源：公司官网，国金证券研究所

同行业对比：低负债，高盈利能力

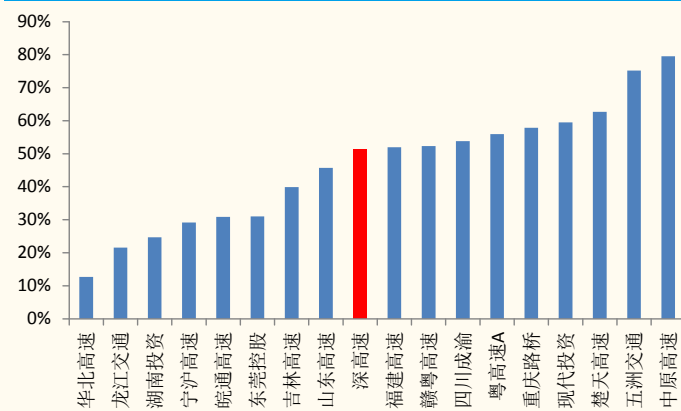
- 公司就资产规模，2015 年并入顾问公司及清龙公司，总资产截止 2015 年 12 月 31 日为 316.7 亿，在同业中处于前列。资产负债率为 52.7%，同时由于本期期末收到政府补偿款 65 亿，公司在年末现金达 64 亿。公司有充裕的现金流支持公司之后的转型发展。公司 2012-2015 年平均 ROE 为 11.9%，ROA 为 8.52%，位列行业前五。2015 年 EPS 也达到了 0.71 元/股，处行业前列。公司财务稳健，且有较强的盈利能力。

图表 6：同行业资产对比



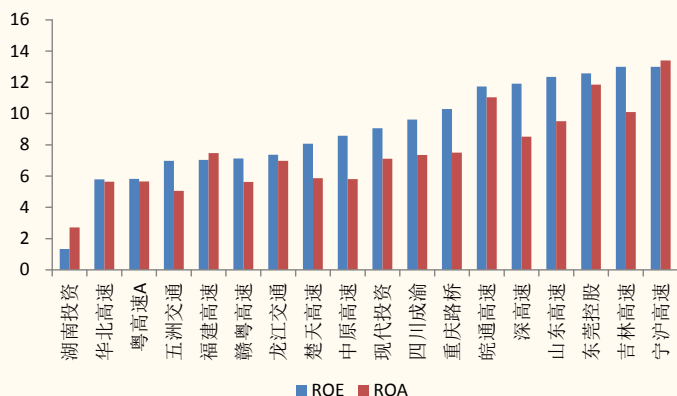
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：同行资产负债率对比



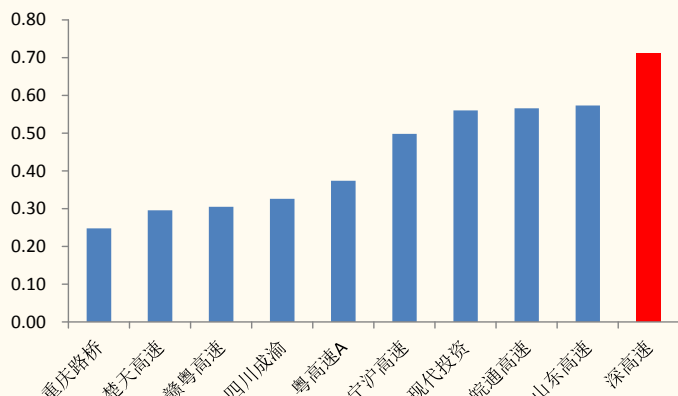
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：2012-2015 同行业平均 ROE，ROA 对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：2015 同行业 EPS 对比



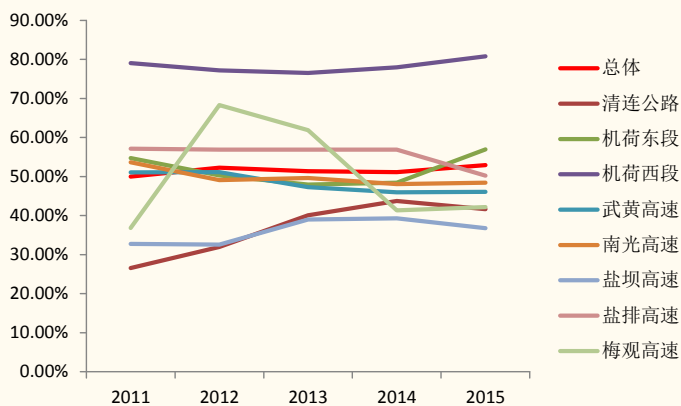
来源：wind，国金证券研究所

经济发展助成熟道路稳定增长，政府回购创造发展机会

深入珠三角经济一体化，刺激深圳周边车流量上涨

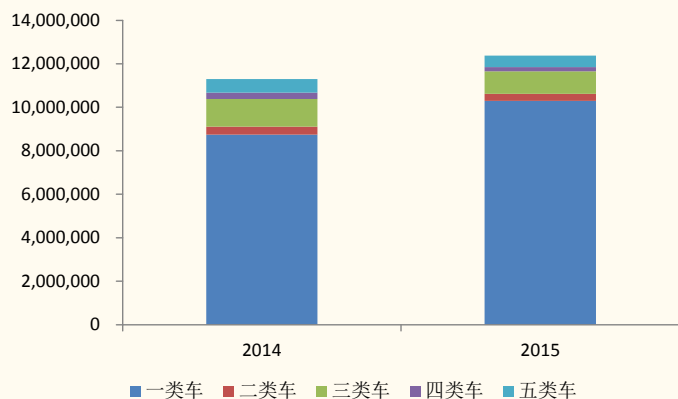
- 2015 年公司所有控股路段车流量同比上涨 9%（包含水官高速增速），但是由于梅观高速部分开始免费通行，同时本期一些重要路段受分流影响，原有路段通行费下降。从 11 月开始并入水官高速收入，本期通行费收入较上期基本保持一致。
- 公司 2015 年通行费业务毛利率有 53%，较前 5 年相比毛利率有所提升但是幅度不大，说明公司各路段已进入成熟稳定阶段。本期车流量上涨 13%，带动毛利率微幅上涨 1.8%。
- 从车流量分类别角度来看，2015 年仅有一类车保持着 17% 的高速增长，其他类别车均出现车流量下滑的情况，二到五类车下滑幅度分别为 11%，19%，30%和 16%。一类车多以小客车，私家车为主，其他类别车多以货车为主。客货比例的改变也是造成通行费收入下降的重要原因。

图表 10：公司各路段毛利



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11：公司各类别车分布



来源：公司官网，国金证券研究所

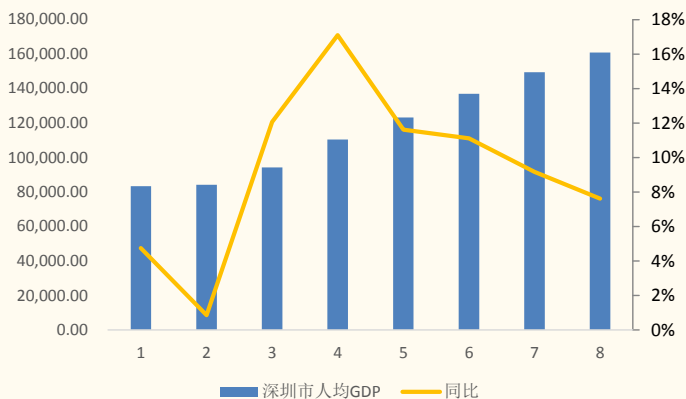
图表 12：公司控股及参股路段到期日

收费公路	拥有权益	到期日	收费公路	拥有权益	到期日
梅观高速	100%	2027.03	参股路段		
机荷东段	100%	2027.03			
机荷西段	100%	2027.03			
盐坝高速	100%	2026-2035			
水官高速	50%	2025.12	水官延长段	40%	2025.12
盐排高速	100%	2027.03	阳茂高速	25%	2027.07
清连高速	76.37%	2034.07	广梧项目	30%	2027.11
武黄高速	55%	2022.09	江中项目	25%	2027.08
南光高速	100%	2033.01	广州西二环	25%	2030.12
			长沙环路	51%	2029.1
			南京三桥	25%	2030.1

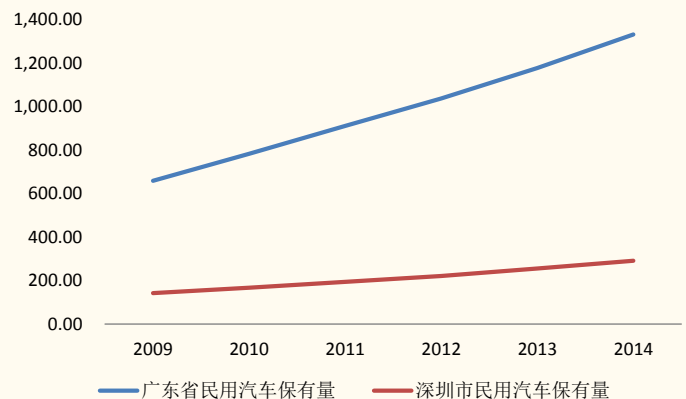
来源：公司官网，国金证券研究所

■ 从客运方面看：

客车流量的大幅增长，主要得益于公司路段所在区域人均 GDP 的增长。2015 年深圳市 GDP 增速达到 9%，虽然增速较前几年有小幅放缓，但是其 GDP 总量依然位列全国各省市第四，广东省 GDP 依然保持全国第一，增幅达到 8%，高于全国平均水平。按深圳现有常住居民数，2015 年深圳居民可支配收入达 4.5 万元，较上年同比增长 9%，排除价格影响，实际增速为 6.7%。人均收入的增加带动居民出行次数及全市民用汽车保有量的上升。深圳市的民用汽车保有量至 2014 年已经达到全国第四，突破 290 万辆。广东省的民用汽车保有量也在 2014 年突破 1330 万辆。而且在近五年，深圳及广州的汽车保有量增速也位于全国前列，2009-2014 年复合年增速均为 15%。所以人均收入的增长带动居民出行次数的增加，为公路客车车流量的增长提供了保障。

图表 13：深圳人均 GDP


来源：wind，国金证券研究所

图表 14：广东，深圳民用汽车保有量


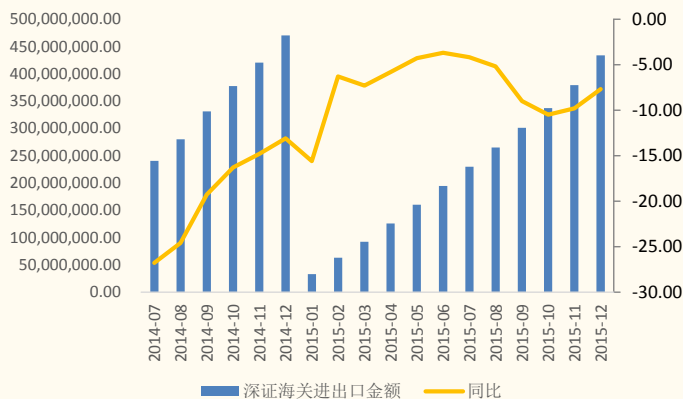
来源：wind，国金证券研究所

■ 从货运方面看：

排除单条道路受个别分流影响，本期货车车流量依然为负增速。公司控股主要高速公路连接深圳市主要港口，机场，海关及工业区。所以对外深圳地区进出口额影响公路运输需求，对内区域间的贸易往来也会影响相关道路的货运车流量。

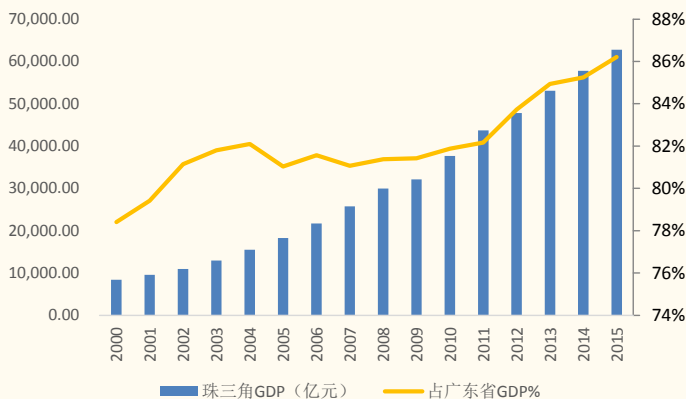
2015 年国际经济复苏情况不容乐观，人民币兑美元持续走低及东南亚及非洲新兴经济体的崛起，导致深圳海关进出口金额连续下降，全年进出口额同比下降 7.7%，但相比较 2014 年的 13.1%，下降幅度有所缓和。进出口额的下降，直接影响连接各港口，机场，工业区的公路货车车流量。尽管对外进出口近几年环境低迷，但对内广东省政府在不断地推进深化“珠三角一体化”，积极推动广东省内各经济圈交通一体化建设，深圳与周边地区贸易往来会更加频繁，将会带动省内公路运输需求量上升，珠三角对广东省 GDP 的占比也不断攀升，2015 年达到 86%。

图表 15：深圳海关进出境口金额



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：珠三角 GDP



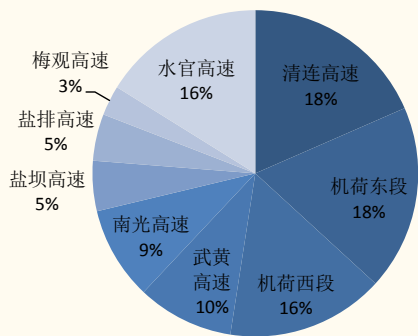
来源：wind，国金证券研究所

总体来讲，2015 年公司各路段客车车流量由于深圳较高的人均 GDP 增速，带动了居民出行频率及汽车保有量的上涨，保障了公路客运需求上涨。而由于国际经济环境低迷，导致深圳进出口金额下降，但下降幅度在不断收窄。深度推进珠三角一体化政策保证了内部运输需求，所以货车车流量在排除其他分流因素影响下，在未来会有稳定的运输需求。

核心资产借力周边资产，提振主营业务

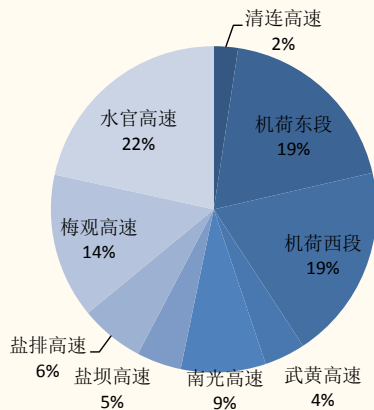
- 公司通行费收入占主营业务收入 88%，其中机荷公路，清连高速及水官高速位居通行费收入前三甲，占比分别为 34%，18%和 16%（水官高速按全年收益计算）。本期合计占总通行费收入的 68%。
- 其中收入及通行费增速最快的为机荷高速，通行费收入同比上涨 12%，车流量同比增速 14%，主要得益于深圳机场 2015 年客货吞吐量的上涨。
- 2015 年 10 月 31 日，公司 2.8 亿增持水官高速项目公司 10%的股权，交易完成后公司将直接和间接持有清龙公司 50%股权，控股水官高速。预计 2016-17 年间，深圳市政府有回购水官高速的计划，公司取得水官高速控制权在回购价格谈判上会更具有话语权，且水官高速增持价格也将作为谈判参考。
- 深圳市政府已决定回购公司 4 条高速公路，2014 年 4 月 1 号开始梅观高速梅林至观澜路段实施免费通行。2015 年 11 月 30 日，深圳市政府与深高速签署协议，于 2016 年 2 月 7 日南光，盐排，盐坝 3 条公路开始全段免费通行，深圳市政府给予深高速经济补偿。

图表 17：2015 各路段收入占比（水官高速按全年计算）



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 18：2015 各路段车流量占比（水官高速按全年计算）排除里程长度影响



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 19：公司控股路段情况及本期相关事项

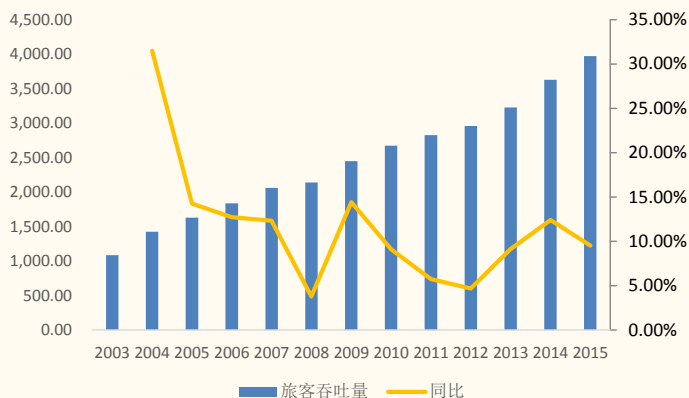
收费公路	位置	长度（公里）	拥有权益	收入增速	车流量增速	相关事项
梅观高速	深圳	5.4	100%	-32%	8%	自 2014 年 4 月开始实施调整收费方案后，免费路段车流量增长，带动收费路段车流量增长。
机荷东段	深圳	23.7	100%	8%	11%	深圳机场货运量，客运量显著上升
机荷西段	深圳	21.8	100%	18%	18%	
盐坝高速	深圳	29.1	100%	-4%	4%	将于 2016 年 2 月开始免费收费，由政府补偿通行费收入损失
盐排高速	深圳	15.6	100%	-24%	-8%	
南光高速	深圳	31	100%	5%	9%	
水官高速	深圳	20	50%	11%	14%	2015 年末 2.8 亿元增持水官高速项目公司股权 10%，并将其纳入集团报表合并项目。
清连高速	广东	216	76.37%	-18%	-7%	广乐高速及二广高速通车造成分流影响
武黄高速	湖北	70.3	55%	2%	8%	

来源：公司报表，国金证券研究所

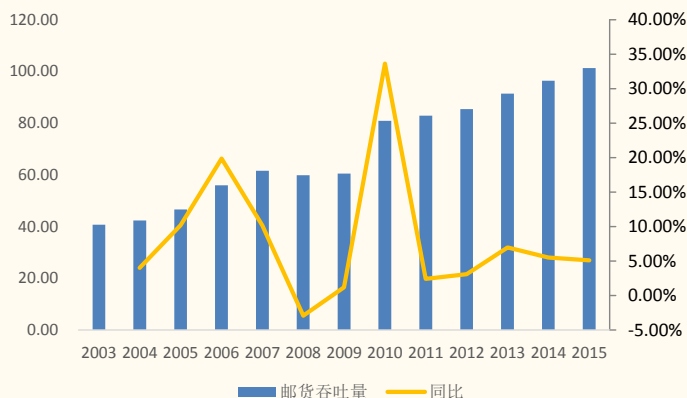
机荷高速借力深圳机场，吞吐量增长带动车流量上升

- 机荷高速包含机荷东段与机荷西段，西连深圳宝安国际机场及广深高速，东连盐排高速通向盐田港，相连其他高速可通向惠州，汕头等广东省东部地区。是从深圳机场进入市区及广东省东部的重要路线。
- 机荷高速 2015 年收入的增加主要来源于客车车流量的迅速增长，同比增幅 21.9%，成为公司通行费收入最大的贡献路段。该增幅主要得益于相邻的深圳机场旅客吞吐量同比增长 10%，为机荷高速贡献充足稳定的车流量。
- 近几年由于深圳机场积极扩建及探索物流平台发展可能性，其旅客及货邮吞吐量均有比较明显的提升。自 2003 到 2015 年旅客吞吐量符合复合增长率达到 11%，货邮增长率达到 8%。同时深圳机场自 2013 年底启用新建的 T3 航站楼，可容纳 7000 万游客，2015 年旅客吞吐量达到 3970 万人，仍有 3000 万人的容纳空间，未来旅客的发展空间为机荷高速提供稳定的客车流量增幅。在货运方面，深圳机场着力打造物流发展平台，加强货运发展统一筹划，提升货运板块竞争力。深圳是国内快递龙头顺丰的总部所在地、圆通也将在深圳建设强大的基地。华航、长荣台北全货机航班相继开通，实现台湾货运直航，同时开拓了经由台北中转欧美的通道。深圳机场积极推动物流业务转型，制定物流设施规划实施方案，推动新货站 B2、南货运区代理人仓库等设施建设，协助顺丰顺利启用华南 HUB。
- 我们预计未来随着深圳机场客流及货流的贡献，机荷高速车流量将进一步提升，2016-2017 预计车流量同比增长 20% 和 15%。

图表 20：深圳机场旅客吞吐量



图表 21：深圳机场邮货吞吐量



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

清连高速地处湘粤大动脉，网络形成后收益可期

- 清连高速地处粤北区域，连接清远市级连州市，是广州北上的黄金通道。2015 年该路段车流量同比下降 7%，通行费收入同比下降 18%，公司本期由于路段车流量下降，对该路段无形资产计提跌价准备 6.5 亿元。主要原因是自 2014 年底作为京港澳高速粤境段复线的广乐高速及二广高速连州至怀集段已经建成通车，二广高速与清连高速的连接段还在建设中，同时与清连高速南段相连的广清高速的连接段也在建设中，所以以上情况对清连高速产生了一定的分流影响。
- 但随着广清高速的扩建及与清连高速连接段的完成，清连高速将直接组成广州直通湖南，广西的湘粤大动脉的重要组成部分。随着二广高速 2016 年底湖南段通车，及二广高速与清连高速的连接段建设完成，将提升清连高速向北的辐射区域，及提升整个通道的通行效率及服务能力，强化清连高速的竞争力。随着泛珠三角经济合作日益紧密，广东省对外出行需求也在不断的增加，围绕清连高速形成的向北的高速公路网络协助加强了运输供给。两端连接工程均预计 2017 年底完工，所以 16-17 年，清连高速依然承担分流风险。
- 在铁路方面，京广铁路及武广客运专线已通车一段时间，竞争格局已经形成，不会对清连高速造成严重的分流影响。即使在建的广清城际铁路通车，主要承担珠三角地区至清城区的客流，对清连铁路沿线分流效果微乎其微。
- 我们预计 2016-17 年在二广高速及广清高速与清连高速连接段还未完全建成通车的情况下，清连高速依然会受广乐高速及二广高速分流的负面影响，但影响幅度会下降并趋于稳定，预计车流量增速为-10%/-10%，通行费收入增速为-20%/-15%。

图表 22：清连高速周边高速建设示意图



来源：公司公告：清远高速公路交通量与收益预测研究，国金证券研究所

投资外环高速，稳固主业区域龙头地位

- 公司全资子公司外环公司于2016年3月18日与深圳交委签订了外环高速公路深圳段特许经营权合同；同日，建发公司、公司与外环公司签订了共建协议。建设模式最终采用PPP模式，预计身高速投入65亿，政府（建发公司）投入剩余款项，约141亿元，合理保障了公司收益及减小融资压力。且PPP模式促使政府与企业双赢模式，有效的在基础设施公益属性及商业投资合理回报之间达到平衡，以最有效的成本为公众提供高质量的服务。
- 公司与外环公司共投资或安排融资65亿元进行外环A段的建设，公司已向外环公司投入注册资本金1亿，其余64亿元可由外环公司通过质押特许

■ 外环高速是深圳及东莞两市公路网规划的重要组成部分。外环 A 段起于深圳宝安区至深汕高速，长约 60 公里。外环 A 段自交工之日起，运营期为 25 年。公司将通过未来的特许经营权及工程代建服务收入来实现该路段的盈利，预计投资回报率不低于 8%。目前深圳市外圈东西向公路交通主要是机荷高速及南坪-水官两大通道，机荷东西段折算全程日均车流量已经分别达到了 8.9 与 8.5 万辆，高峰拥堵严重，外环高速的建成可以有效分流东西向车流量，缓解交通压力。以 PPP 模式参与外环高速的建设，有效的控制了对该路段建设的投资成本保障未来收益，同时对公司稳固深圳地区公路龙头地位有战略性意义。

“于第一阶段(2016.2.7-2018.12.31)，本公司在保留拟调整路段收费公路权益并继续承担管理和养护责任的情况下，对该等路段实施免费通行，深圳交委向本公司采购该等路段的通行服务并就所免除的路费收入给予补偿（作为服务对价）。于第二阶段，将在第一阶段届满前 10 个月内，由深圳交委根据不同情况选择自 2019 年 1 月 1 日零时起采用方式一或方式二执

行：若采用方式一，则继续沿用第一阶段的调整方式；若采用方式二，深圳交委将提前收回拟调整路段的收费公路权益并给予相应的补偿，本公司将不再拥有该等路段的收费公路权益，亦不再承担相应的管理和养护责任。”

第二阶段若采取第一种方式补偿总金额将定为 96.88 亿元，若采用第二种方式补偿总金额将为 76.52 亿元。2015 年 12 月，深圳交委已按照约定向公司支付补偿金额 65.88 亿元。

回购带来资产处置收益，一次性折现未来收益

- 现金流方面，回购梅观高速及南光，盐排及盐坝高速公路直接为公司带来约 103 亿的现金，相当于公司对未来收益的一次性折现，公司可能利用此现金降低公司的总体的债务水平，降低财务费用。若不考虑其他风险投资，公司每年最少降低财务费用 3 亿元。
- 2014 年公司转移梅观高速收购部分资产，同时确认税后资产处置收入 11 亿元。对于 2016 年即将免费通行的三条公路，在 2018 年前，公司仍拥有调整路段的收费公路权益，将会按正常会计处理原则确认相关路段的收入，成本及利润。根据公司过往 3 年 3 条路段的通行费收入情况，第一阶段补偿的 19.75 亿元将于未来三年调整路段通行费收入差异不大（在不考虑免费通行增加车流量的情况下）。第二阶段，若公司采用第一种模式，则财务处理方式与第一阶段一致，对公司每年业绩影响不大。若公司采用第二种模式，预计公司于 2019 年将增加资产处置收益约 16 亿元（税后），然后每年不再确认三条公路带来的收入，成本及利润。

图表 24：南光，盐坝，盐排高速公路未来 3 年收入预测

通行费收入（万元）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
南光高速	28,732.50	30,647.60	32,113.00	34,682.04	37,456.60	40,453.13
盐坝高速	16,203.80	18,003.20	17,265.20	18,128.46	19,034.88	19,986.63
盐排高速	19,747.60	21,323.30	16,121.80	14,509.62	13,058.66	11,752.79
增速						
南光高速	25%	7%	5%	8%	8%	8%
盐坝高速	14%	11%	-4%	5%	5%	5%
盐排高速	5%	8%	-24%	-10%	-10%	-10%
时间收益率	三年定期存款利率 2.61%					
通行费收入现值（以 2015 年末为基准）	65,607.76 66,056.97 66,822.59					

来源：国金证券研究所

回购价格带来广阔估值空间，现金在手把握转型时机

- 在政府回购的 4 条路产中，仅梅观高速的每公里收入及每公里毛利高于公司深圳市路产的平均值，盐坝，盐排及南光高速均在平均值以下。且其近两年的收入增速均低于公司通行费收入增速（排除梅观高速被回购影响）。盐坝，盐排高速连接盐田港及广州东部和北部地区，由于近几年国际经济疲软，盐田港集装箱吞吐量增速缓慢，甚至在 2015 年出现下滑，直接影响盐坝，盐排高速车流量增速，所以其盈利能力相对公司整体上涨的通行费收入在下降。
- 按 2013 年财务数字为基准，4 条路产营业收入占公司通行费收入的 32%，且路产盈利能力处于平均盈利以下，所以我们按营业收入占比，保守估计公司控股路产资源约有 $103/32\%=321$ 亿元（不含水官高速）。
- 我们认为高速公路调整的补偿安排给予公司资产重新估值的空间。同时将公司未来收益一次性折现，使公司获得巨额现金，2015 年年末公司账面资金有 64 亿元。资产回购，充沛现金流迫使公司向更广阔的领域探索新的收益增长点，早日实现多元化战略部署及转型。

图表 25：深圳市各高速盈利能力对比（以 2013 年金额为基准）

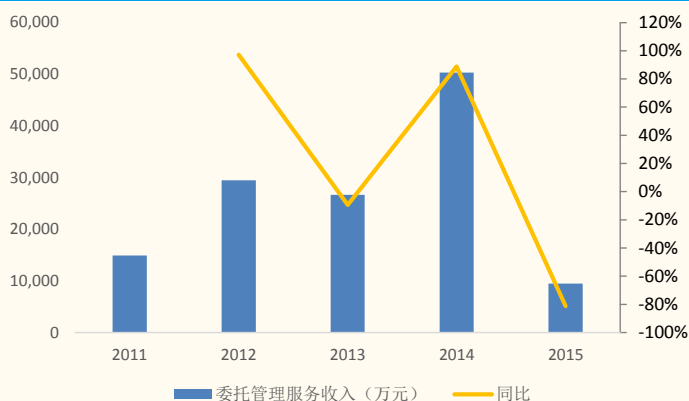
	营业里程	到期日	通行费收入	每公里贡献收入	毛利	每公里毛利
梅观高速	13.8	2027.03	2.20	0.16	1.36	0.10
盐坝高速	29.1	A 段：2026.04 / B 段： 2028.07 / C 段：2035.03	1.60	0.05	0.60	0.02
盐排高速	15.6	2027.03	1.92	0.12	1.12	0.07
南光高速	31	2033.01	2.87	0.09	1.43	0.05
深圳区域路段对比	152		18.00	0.12	10.25	0.07

来源：公司 2013 年年报，国金证券研究所

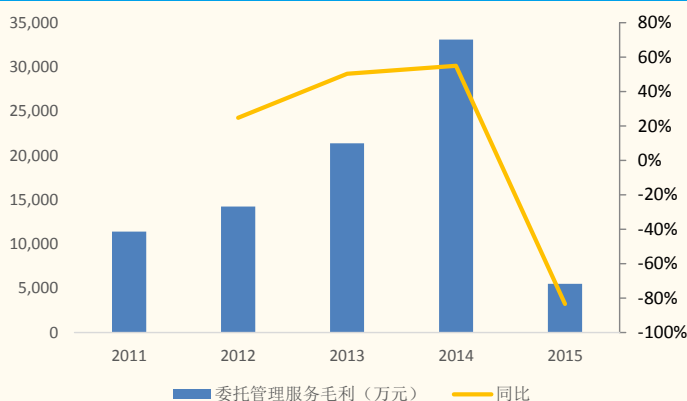
依靠主业，多元化业务齐发展

委托管理服务业务

- 公司凭借主业相关的管理经验和资源，开展或参与委托管理，广告，工程咨询等相关业务。现阶段公司开展的主要业务类型为建设和营运委托管理业务，建设委托管理业务又包含代建模式与 BT 模式。代建模式下，委托人负责筹集项目建设及营运的资金，通过提供建设管理服务，按照合同约定收取管理费用。在 BT 模式下（Build-Transfer），项目建设的受托方负责资金筹备，待项目完成后委托方向受托方支付项目总投资及合理回报。对于项目委托方，BT 模式是一种项目融资的新模式。
- 2015 年公司代建业务收入同比下降 81%，毛利同比下降 83%，主要原因是 2014 年贵龙项目及沿江一期完工交付，结转了大部分收入及成本。2015 年仅有梅观新建收费站项目，及安置房项目二期主体完工交付，所以代建业务收入同比大幅下降。
- 假设没有新承接大型代建项目，2016-17 年龙大市政段将完工，沿江项目二期及梅观-观澜节点项目将开始进行建设，预计代建业务收入将同比增长 40%/70%。

图表 26：委托服务管理收入


来源：公司财报，国金证券研究所

图表 27：委托服务管理毛利


来源：公司财报，国金证券研究所

图表 28：公司开展代建项目情况

项目完成进度	2014	2015	还未完成部分
龙大市政段			计划 2016 年上半年完工
梅观新建收费站及配套项目		主体工程 2015 年 2 月完工并投入使用	
安置房项目	2014 年 8 月完成一期项目	安置房二期主体工程验收已完成，正开展验收工作	
梅观-观澜节点工程代建		完成合约签署工作	有关单位已进场施工
沿江项目	沿江一期完工		推进沿江二期前期工作
德政路项目	2014 年 9 月完工交付	完工结算中	
南坪项目	2014 年底南坪一期二期已全部完工并交工验收		
贵龙项目	BT 模式 2014 年完工		
确认收入金额	2014	1H2015	
龙大市政段	N/A	N/A	
梅观新建收费站及配套项目	N/A	N/A	
安置房项目	22,060,935.04	8,136,708.86	
梅观-观澜节点工程代建	N/A	N/A	
沿江项目	235,057,291.43	24,665,543.79	
德政路项目	1,295,089.97	5,939,595.55	
南坪项目	32,476,017.92	2,698,105.16	
贵龙项目	193,109,881.82	10,527,558.88	
横坪项目	1,270,130.43	533,593.80	
龙大公司 83.93% 股权委托管理	18,000,000.00	9,000,000.00	

来源：公司财报，国金证券研究所

梅林关城市更新项目，预计为公司带来 30 亿收益

- 2015 年 6 月 23 日，深圳国际与深高速共同出资成立份额联合置地公司与深圳市政府签订梅林关土地使用权出让合同。梅林关城市更新项目为 2015 年深圳市城市更新单元计划第一批计划中规模最大的一个，项目拆除用地面积 131300 平方米，开发建设用地面积 96000 平方米，土地使用年期为 70 年（其中商业用地使用年期为 40 年），计划建筑面积总计不超过 48.64 万平方米，总地价款约为 35.67 亿元，深高速最多支付 24.5 亿元。加上相关税款，对土地上物业的拆迁补偿款，及前期规划费用等，该块土地总成本约 50-52 亿元。楼面地价约为 7333 元，考虑拆迁成本，楼面价约为 1-1.1 万元/平方米。
- 根据 2015 年深圳梅林关地区新楼盘平均房价约 5 万元，深高速将获得最少约 30 亿元的投资收益。若公司选择自主开发，预计从 2017 年开始，公司可开始获得收益。

图表 29：梅林关地区新房房价

梅林关新楼盘名称	单价（元/平方米）	性质
龙光·玖龙玺	68,000.00	普通住宅
华晖云门	57,000.00	普通住宅
星河传奇	45,000.00	普通住宅
卓能雅苑	45,000.00	普通住宅
钢铁天颂	45,000.00	普通住宅
保利悦都	37,000.00	普通住宅
平均价格	49,500.00	

来源：链家网（2016 年 3 月楼盘最低价）国金证券研究所

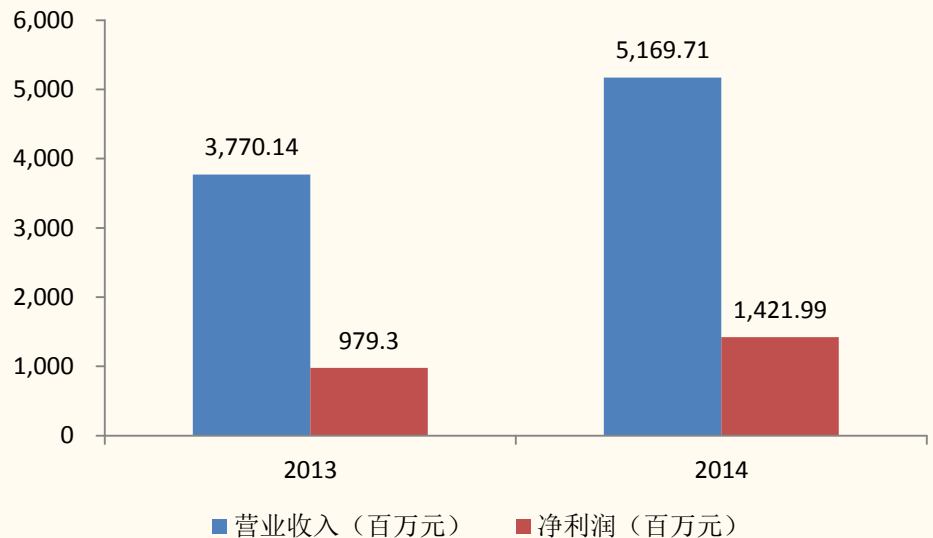
拟增资贵州银行，发力金融板块

- 公司分别于 2015 年 12 月 23 日和签署了 2016 年 3 月 21 日签署了《股权认购协议》，截至目前，共认购 4.26 亿股，共出资 66,456 万元，作价每股 1.56 元。公司拟投资不超过 7.18 亿元，约占增资后贵州银行总股本不超过 5%。
- 贵州银行 2012 年 10 月 11 日正式挂牌营业，总部设在贵州省贵阳市，是贵州省委，省政府直接领导下的国有企业。目前拥有营业机构 103 家，

实现贵州省 9 个市州分行全覆盖。2014 年总资产为 1383.66 亿，营业收入 51.70 亿，净利润为 14.21 亿，同比增长 45.14%。预计未来几年，每年会为公司带来约 0.7-1 亿元的投资收益。同时认购贵州银行增发股份会对公司后续在相关地区开展基础设施投资运营业务产生良好的协同作用。

- 预计贵州银行将登陆新三板，相关中介机构已经全面展开工作，股东股权确认工作也已收尾。投资的增值效应将非常可观，未来可以变现支撑公司转型发展。

图表 30：贵州银行营业收入/净利润



来源：深高速对外投资公告，国金证券研究所

广告业务

- 公司通过全资持股的深圳高速广告公司，开展收费公路两旁和收费广场的广告牌出租、广告代理、设计制作及相关业务。除经营、发布高速公路沿线自有媒体外，广告公司近年还进一步开展市区主干道户外媒体业务，同时也为客户提供品牌策划及推广方案。目前公司媒体总量达深圳第一，媒体总价值华南居首。
- 公司广告业务占公司营收比重较小，仅不到 3%。2015 年公司广告业务营业收入约为 9441 万元，毛利仅 4388 万元。

公司发力多元化业务，期待寻求转型方向

- 公司目前非主营业务发展主要集中在与其主业相关的辅助行业中。公路行业现已处于稳定发展成熟期，提供大幅盈利增长的可能性不大。近两年通过政府回购道路资产，公司获得大量现金，提供了转型发展的最佳时机及资源。所以公司下一步业务发展战略将对公司以后的整体盈利水平至关重要。除了与道路相关的辅业，公司 2015 年也积极参与房地产投资及金融机构投资，同时公司在 2015-2019 年发展战略中指出，公司将提升公路收费主业，积极探索并确定新的产业方向。现阶段公司拟定了“城市和交通基础设施建设运营服务商”的主业方向，以及水环境治理，固废处理等为主要内容的大环保方向。

股权激励计划解锁条件合理，保障公司未来收益

- 公司于 2016 年 1 月 15 日发布 A 股限制性股票激励计划，预备向公司管理人员及技术骨干等 75 人发行限制性股票，股票数量为 1719 万股，占公司股本的 0.79%。授予限制性股票授予价格为每股 5.35 元，占公平市场价格的 59%，在满足授予条件后，激励对象可以 5.35 元购买增发股票。限制

性股票为 3 期解锁，解锁需满足实现要求的净资产收益率，营业收入增长率，及现金分红比例。对比前三年的财务比率，解锁条件高于公司的在以前年度的财务表现，因此此股权激励计划充分将管理层和公司利益有效地结合在一起，且合理的解锁条件对管理层有积极的鼓励作用。此股权激励计划也间接保障了公司在未来三年里有良好的收益率及分红水平。

图表 31：公司股权激励解锁条件及历史数据比较

	第一批解锁	第二批解锁	第三批解锁	且不低于对应年限中高速公路上市公司加权平均值	历史财务比率		
年份	2015-2016	2015-2017	2015-2018		2013	2014	2015
净资产收益率	不低于 9.8%	不低于 10.3%	不低于 10.8%		7%	19%	12.55%
营业收入增长率	不低于 11%	不低于 12%	不低于 13%		5%	10%	-6.00%
现金分红比例	均不低于 43%				48%	45%	48%

来源：公司公告，公司年报，国金证券研究所

稳健收益，充沛现金流，保障分红绝对收益

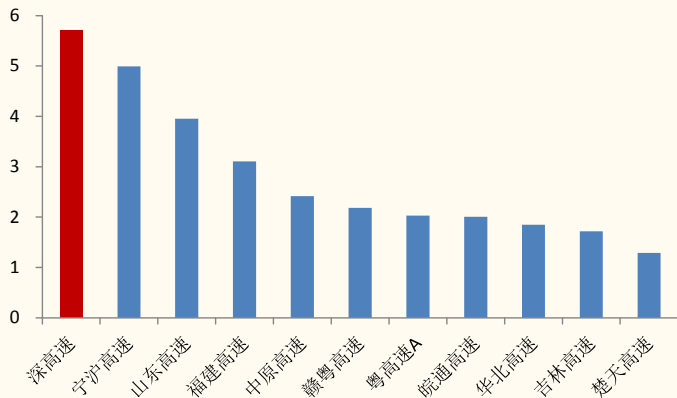
高股息率是成熟市场中的重要指标

- 股息率是衡量上市公司是否有投资价值的重要参考指标。在现有宏观经济放缓的环境中，公司更倾向于发放股利而非进行再投资。同时持续高分红也是公司实力的体现。持续高分红表现公司已进入到成熟阶段，业绩持续稳定，且现金流充沛。同时高股息股票通常体现估值低，且股票价格波动小，是弱市中防御选择。

稳健收益保障常年高股息

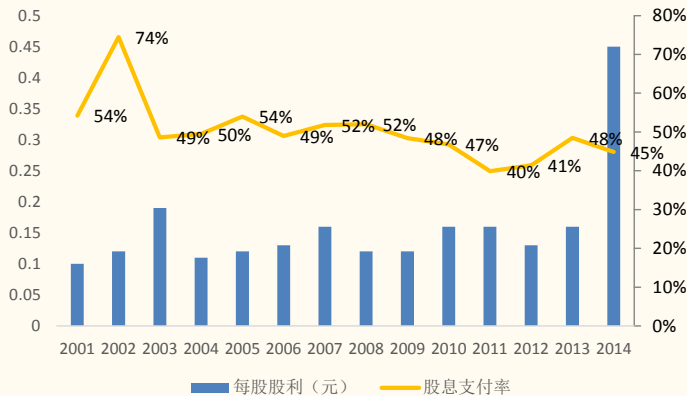
- 公司从 2003 年开始，每年的股息支付率基本保持一致在 50% 左右。2015 年每股股息 0.34 元，股息率为 48%。预计公司未来几年净利润增速有保障，在稳定股息支付率下，每股股息收入乐观。

图表 32：2014 交通运输行业股息率对比 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：公司每股股利及股息支付率



来源：wind，国金证券研究所

盈利预测

2015 年业绩点评：

- 公司 2015 营业收入达到 34.2 亿元，同比降幅 6%。主要原因是委托管理服务业务收入的下降，2014 年沿江一期及贵龙项目交付完成，大致大笔收入结转。2015 年各项目都在积极建设中，结转金额下降。
- 公司归属母公司净利润 2015 年达到 15.52 亿，同比下降 29%。本期降幅较大的原因由于清连高速车流量表现低于预期，公司对其计提了 6.2 亿的

资产减值。同时公司本期合并清龙公司，对其资产进行重估，对于公允价值增值的 9 亿计入投资收益，2014 年相应的对梅观高速进行处置，确定了资产处置税后净利润 11 亿。

主营业务收入预测：

- 通行费收入：就总体路产来讲，由于并入水官高速，预计 2016 年重述前通行费收入会有暂时性高速增长，然后趋于平缓，增速与经济发展增速保持一致。客车车流量会随深圳市汽车保有量及居民出行频率的提高而上升，货车车流量会随着珠三角一体化的深入而增加。就单条路产来讲，机荷东段及机荷西段将受益于由深圳机场客运及货邮吞吐量的上升，预计 2016-17 年通行费收入增速 10%/8%，20%/15%。清连高速在与广清高速及二广高速的连接线施工完成之前，会依旧受这两条道路的分流影响，预计 2016-17 年通行费收入增速-20%及-5%。其他路段大多受益于区域经济发展，车流量均稳步上升。2016-18 年整体通行费收入增速预计为 19%和 7%和 8%。

图表 34：通行费收入及车流量预测

	2015	2016E	2017E	2018E
通行费收入增速	0%	19%	7%	8%
清连公路	-18%	-20%	-5%	5%
机荷东段	8%	10%	8%	8%
机荷西段	18%	20%	15%	15%
武黄高速	2%	-3%	5%	5%
南光高速	5%	8%	8%	8%
盐坝高速	-4%	5%	5%	5%
盐排高速	-24%	-10%	-10%	-10%
梅观高速	-32%	10%	8%	10%
水官高速		10%	10%	10%
车流量增速	9%	44%	15%	15%
清连公路	-7%	-10%	0%	0%
机荷东段	11%	13%	10%	10%
机荷西段	18%	25%	20%	20%
武黄高速	8%	5%	5%	5%
南光高速	9%	15%	20%	20%
盐坝高速	4%	10%	15%	15%
盐排高速	-8%	10%	15%	15%
梅观高速	-46%	20%	15%	15%
水官高速	14%	15%	15%	15%

来源：公司官网，国金证券研究所（水官高速 2015 年仅并入 2 个月）

其他业务收入：

- 委托管理服务业务：公司委托管理业务主要为代建及 BT 业务，其每期收入与成本和每个项目完工程度与成本结算相关，具有很强的波动性。2014 年由于贵龙项目及沿江一期完工交付，结转大部分收入与成本。假设 2016-18 年没有新承接大型代建项目大市政段将完工，沿江项目二期及梅观-观澜节点项目将开始进行建设，预计代建业务收入将同比增长 40%/70%/30%。
- 工程咨询业务：公司 2015 年 7 月将工程顾问公司纳入集团合并范围，该子公司主要专注于多行业，全生命周期的工程领域咨询。2015 年 7-12 月的营业收入达到 1.9 亿元。预计 2016-18 年全年该业务营收增速均为 10%。
- 投资收益：2015 年公司投资收益达到 11.55 亿元，主要原因是公司取得清龙公司控制权，对其资产价值进行重估后，公允价值与账面价值的差异约 9 亿计入投资收益。公司联营公司的本期通行费收入较上期同比上升 3%，

投资收益上升。预计从 17 年开始梅林关地产项目将每年有 6 亿元的投资收益。预计从 2016 年开始贵州银行每年贡献投资收益 0.7-1 亿元。

我们预计公司 2016-18 年收入增速为 25%，9%及 10%（2016 年开始并入全年水官高速收入及工程咨询收入），净利润增速为 1%，24%及 10%。（2017 年预计梅林关项目开始贡献大量利润）

估值与投资建议

估值方法选择

■ 相对估值法

目前市场持续在低位震荡，前景不明朗；路桥企业周期性不明显，收益稳定。使用 PE 估值方法较为妥当。

EV/EBITDA 估值法波动较小，特别是路桥公司净利润出现亏损时可采用，深高速常年盈利，所以该方法不适用。

PB 估值主要用于周期性较强的企业，并且在熊市或行业不景气时，通过对于重置成本判定来确定公司的估值底线。该方法主要依据账面价值进行定价，弊端在于对盈利能力反映不足。相对而言，路桥行业周期性较弱，使用 PB 估值法不妥当。

■ 绝对估值法

高速公路上市公司更适合现金流贴现法估值：1.高速公路均为有限时间经营，大部分其他行业企业在估值是建立在公司永续经营的前提下，所以可比性不强，相对估值法不适用。2.公司有很强的现金创造能力，其现金流跟能体现企业盈利能力及价值，所以现金流贴现法更适合。3.高速公路公司每条路产资源收入及成本差异较大，与公路所在地区经济发展状况，居民出行习惯有很大的关系，可比性较差，所以相对估值法不适用。

所以根据公司经营特点，现金流折现法为最适宜估值方法，根据公路行业弱周期性，相对估值法中 PE 估值法较为妥当。

现金流贴现法

- 我们 WACC 保守选择 8.7%，现金流贴现模型得到的目标价为 14.8 元，对应企业估值为 323 亿元。

PE 比较

- 纵向比较过去 3 年深高速平均 PE 为 10.94 倍，当前为 12.5 倍。横向比较，自 2015 年 6 月，深高速市盈率一直低于可比 A 股路桥公司。目前 A 股路桥板块主要上市公司 PE 平均为 14.61。

估值及投资评级

- 预计深高速 2016-18 年 EPS 为 0.72/0.89/0.98 元/股，当前股价对应的 PE 为 12.5/10.1/9.17 倍，我们认为深高速面临转型期，手握大量现金，未来发展空间广阔，估值水平有望进一步修复，给予宁沪 20X PE 估值，对应目标价为 14.38 元。由于路桥板块整体 PE 偏低，所以我们更偏向使用现金流贴现模型，得到目标价 14.8 元。当前股价为 8.99 元，评级为“买入”。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,279	3,620	3,421	4,274	4,666	5,131
增长率		10.4%	-5.5%	24.9%	9.2%	10.0%
主营业务成本	-1,526	-1,705	-1,679	-2,149	-2,349	-2,537
%销售收入	46.5%	47.1%	49.1%	50.3%	50.3%	49.4%
毛利	1,753	1,915	1,742	2,125	2,317	2,594
%销售收入	53.5%	52.9%	50.9%	49.7%	49.7%	50.6%
营业税金及附加	-116	-131	-123	-150	-163	-180
%销售收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	0	-5	-14	-19	-21	-23
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-88	-88	-134	-128	-140	-154
%销售收入	2.7%	2.4%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,549	1,691	1,471	1,828	1,993	2,238
财务费用	-582	-419	-371	-93	-90	-88
%销售收入	17.8%	11.6%	10.8%	2.2%	1.9%	1.7%
资产减值损失	0	0	-620	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	1	1
投资收益	186	187	1,155	300	600	600
%税前利润	20.3%	6.3%	69.1%	14.4%	23.5%	21.4%
营业利润	1,153	1,459	1,635	2,036	2,503	2,750
营业利润率	35.2%	40.3%	47.8%	47.6%	53.6%	53.6%
营业外收支	-239	1,508	37	50	50	50
税前利润	914	2,967	1,672	2,086	2,553	2,800
利润率	27.9%	82.0%	48.9%	48.8%	54.7%	54.6%
所得税	-163	-695	-177	-417	-511	-560
所得税率	17.9%	23.4%	10.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	751	2,271	1,495	1,669	2,043	2,240
少数股东损益	31	85	-58	100	100	100
归属于母公司的净利润	720	2,187	1,553	1,569	1,943	2,140
净利率	21.9%	60.4%	45.4%	36.7%	41.6%	41.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	751	2,271	1,495	1,669	2,043	2,240
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	962	984	1,518	982	934	912
非经营收益	526	-1,241	-1,040	-481	-417	-377
营运资金变动	-478	-221	-203	-336	77	10
经营活动现金净流	1,761	1,793	1,771	1,833	2,637	2,784
资本开支	-603	414	1,444	783	175	-285
投资	10	-17	-1,269	-1,001	-301	-201
其他	89	98	409	301	601	601
投资活动现金净流	-505	495	584	83	475	115
股权募资	0	60	0	0	0	0
债权募资	-1,175	-1,258	-2,467	-2,003	-500	700
其他	-946	-925	5,038	-222	-997	-1,146
筹资活动现金净流	-2,121	-2,123	2,571	-2,226	-1,497	-446
现金净流量	-865	165	4,925	-309	1,615	2,453

来源：公司年报、国金证券研究所（假设现金未进行投资）

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,095	1,634	6,422	6,113	7,728	10,181
应收款项	661	820	783	960	1,048	1,153
存货	345	535	649	707	708	765
其他流动资产	137	1,037	570	579	605	630
流动资产	2,238	4,027	8,424	8,359	10,089	12,728
%总资产	9.8%	16.6%	26.6%	27.0%	31.7%	37.3%
长期投资	1,620	3,032	2,096	3,097	3,398	3,599
固定资产	1,149	1,058	1,186	1,025	870	1,050
%总资产	5.0%	4.4%	3.7%	3.3%	2.7%	3.1%
无形资产	17,761	16,157	19,284	18,326	17,422	16,665
非流动资产	20,602	20,303	23,246	22,545	21,787	21,411
%总资产	90.2%	83.4%	73.4%	73.0%	68.3%	62.7%
资产总计	22,840	24,329	31,671	30,904	31,876	34,140
短期借款	1,071	1,046	1,836	1,000	200	200
应付款项	913	1,118	1,740	1,611	1,760	1,908
其他流动负债	250	771	534	1,334	1,487	1,643
流动负债	2,234	2,935	4,111	3,945	3,447	3,752
长期贷款	5,257	3,899	2,202	3,202	3,102	3,002
其他长期负债	4,110	4,375	10,397	7,890	8,290	9,090
负债	11,601	11,209	16,710	15,037	14,839	15,844
普通股股东权益	9,974	11,798	12,369	13,174	14,245	15,404
少数股东权益	1,265	1,323	2,592	2,692	2,792	2,892
负债股东权益合计	22,840	24,329	31,671	30,904	31,876	34,140

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.330	1.003	0.712	0.719	0.891	0.981
每股净资产	4.574	5.410	5.672	6.041	6.532	7.063
每股经营现金净流	0.808	0.823	0.812	0.841	1.209	1.277
每股股利	0.120	0.450	0.340	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	7.22%	18.54%	12.55%	11.91%	13.64%	13.89%
总资产收益率	3.15%	8.99%	4.90%	5.08%	6.09%	6.27%
投入资本收益率	5.93%	5.85%	5.71%	6.57%	6.78%	6.97%
增长率						
主营业务收入增长率	4.61%	10.40%	-5.52%	24.94%	9.18%	9.97%
EBIT 增长率	8.26%	9.13%	-13.00%	24.23%	9.04%	12.29%
净利润增长率	5.14%	203.86%	-29.00%	1.03%	23.84%	10.17%
总资产增长率	-5.65%	6.52%	30.17%	-2.42%	3.15%	7.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.0	61.3	73.7	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	41.6	94.2	128.7	120.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	124.1	57.8	37.6	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	123.9	104.0	123.4	82.9	61.9	67.3
偿债能力						
净负债/股东权益	74.04%	50.31%	2.05%	-4.54%	-13.12%	-20.71%
EBIT 利息保障倍数	2.7	4.0	4.0	19.7	22.0	25.3
资产负债率	50.79%	46.07%	52.76%	48.66%	46.55%	46.41%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD