

强烈推荐-A (维持)

东莞控股 000828.SZ

目标估值: N.A 元  
 当前股价: 14.4 元  
 2017 年 03 月 27 日

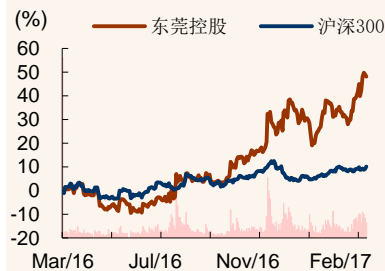
高速主业超预期, 金融业务高歌猛进

基础数据

上证综指	3269
总股本 (万股)	103952
已上市流通股 (万股)	103952
总市值 (亿元)	150
流通市值 (亿元)	150
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	16.3
资产负债率	42.5%
主要股东	东莞市交通投资集团
主要股东持股比例	41.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	42	46
相对表现	11	36	37



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东莞控股 (000828) 一股市低迷拖累业绩, 看点在融资租赁业务》2016-08-28
- 2、《东莞控股 (000828) 一高速业绩稳健, 看好大金融转型》2016-04-24
- 3、《东莞控股 (000828) 一东莞国资唯一上市平台, “产融双驱” 值得期待》2015-08-26

常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

研究助理

袁钉  
 yuanding@cmschina.com.cn

事件:

公司披露 2016 年年度报告。2016 年, 公司实现营业收入 12.52 亿元 (+14.14%), 归母净利润 8.29 亿元 (+1.53%), 每股收益 0.80 元 (+1.53%), 加权 ROE 17.12% (-1.87pct)。

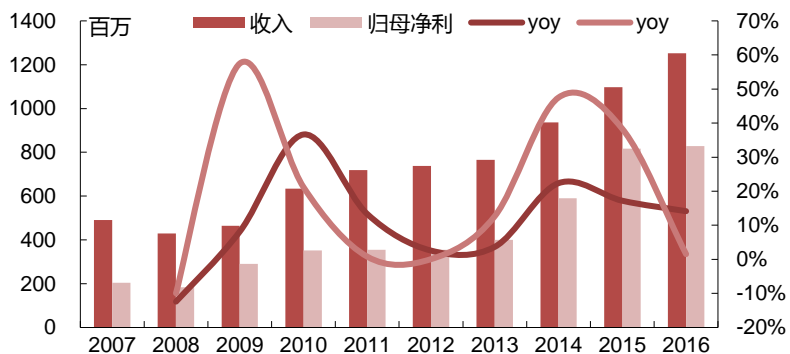
评论:

1、主业表现超预期, 抵消投资收益的下滑

2016 年, 公司实现营业收入 12.52 亿元 (+14.1%)。其中, 高速主业表现靓丽, 实现通行费收入 10.34 亿元 (+10.71%), 增速较上半年的 8.48% 提高 2.23 pct; 融资租赁收入 1.72 亿元 (+37.7%), 保理业务收入 0.22 亿元。

公司实现毛利 8.2 亿元 (+16.6%), 毛利率 65.49%, 较 15 年增加 1.38 pct。股市下滑拖累东莞证券投资收益, 公司实现投资净收益 2.88 亿元 (-32.2%), 其中对联营和合营企业投资收益 2.27 亿元 (-34.3%), 实现营业利润 10.13 亿元 (+4.4%), 归母净利润 8.29 亿元 (+1.53%), 保持稳定。

图 1: 东莞控股历年收入和净利润

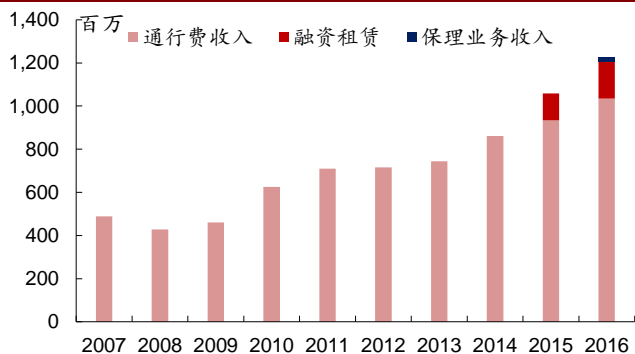


资料来源: 公司数据、招商证券

2、收费政策调整+经济回暖, 通行费同比增长 10.7%

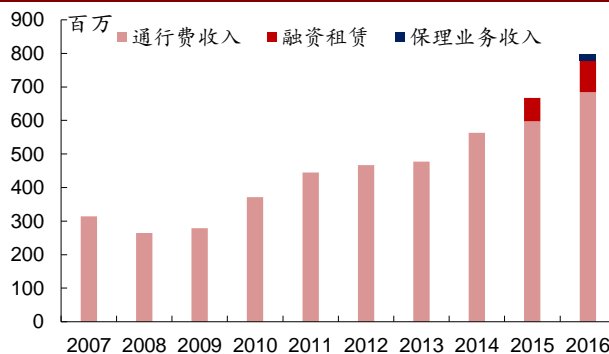
公司路产包括莞深高速一二期、三期东城段及龙林高速, 并受托管理莞深高速三期石碣段, 总里程约 61.26 公里。莞深高速位于珠江三角洲腹地, 是广东省珠三角环线高速的重要组成部分, 已成为连接广州、东莞与深圳之间重要的快速通道。公司还参股虎门大桥 11.11% 股权 (计入投资收益)。

图 2: 东莞控股主营业务收入构成



资料来源: Wind

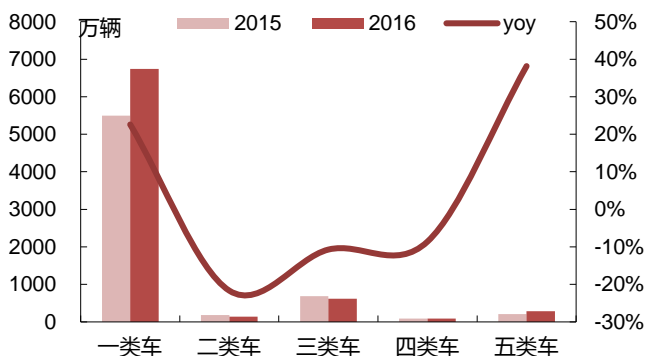
图 3: 东莞控股主营业务毛利构成



资料来源: Wind

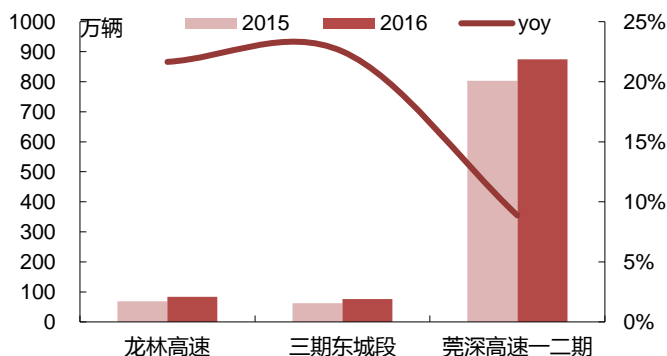
报告期,受珠三角区域私家车保有量持续增长、莞深惠一体化及全省联网开展逃费车整治等因素的带动,莞深高速全线混合车流量在 2015 年增长 10.91% 的基础上,增幅扩大到 18.04%。同时由于报告期开始执行国标收费,收费政策方面对车型重新分类调整、货车实施全计重收费,导致一类车、五类车型在自然增幅的基础上取得更高比例增长,分别达到 22.63%、38.09%。

图 4: 东莞控股车型构成



资料来源: 公司年报, 招商证券

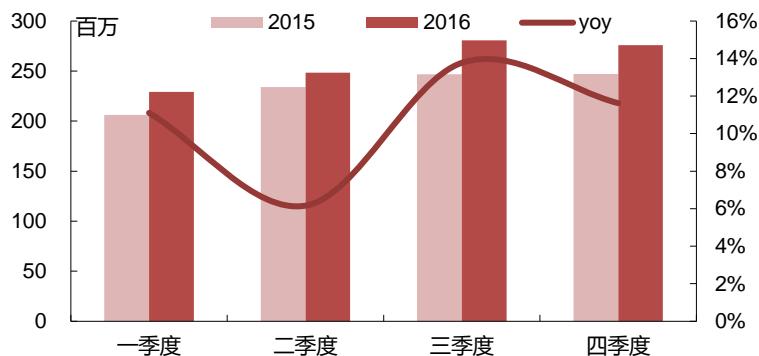
图 5: 东莞控股各路段通行费收入



资料来源: 公司年报, 招商证券

按季度对比数据统计,2016 年度莞深高速全线的通行费收入均实现同比正增长,最高涨幅出现在 2016 年第三季度(增长 13.77%),该季度也成为历史最高收费季度。按 2016 全年环比数据统计,受到国庆期间免费通行的影响,2016 年第四季度通行费收入环比出现 1.76% 的下降。

图 6: 莞深高速季度收入



资料来源: 公司年报, 招商证券

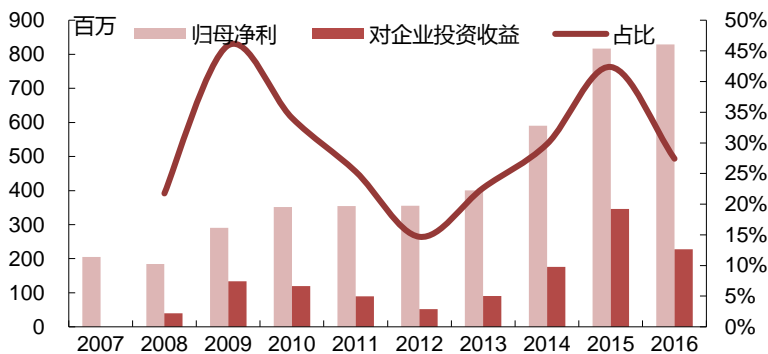
### 3、融资租赁业务表现强劲, 营收占比提升

报告期, 公司金融业务板块合计实现营业收入 1.94 亿元, 营业利润 0.94 亿元, 净利润 0.78 亿元, 分别同比增长 41.04%、54.35%、70.72%。其中, 融通租赁实现营业收入 1.72 亿元, 营业利润 8,504.41 万元, 净利润 7,181.19 万元, 分别同比增长 24.64%、39.75%、56.89%。宏通保理自 2016 年 9 月成立后, 成功实施了以教育保理为代表的商业保理业务, 实现营业收入 2,202.29 万元, 营业利润 888.33 万元, 净利润 666.22 万元。

### 4、证券市场表现疲软, 投资收益大幅下滑

公司实现投资净收益 2.88 亿元 (-32.2%), 其中对联营和合营企业投资收益 2.27 亿元 (-34.3%)。公司主要参股公司为虎门大桥 (占比 11.11%) 和东莞证券 (占比 20%)。其中, 虎门大桥实现营业收入 15.08 亿元 (+6.7%), 净利润 9.82 亿元 (+9.8%), 贡献投资收益 6733 万元 (占比 23.4%)。参股公司东莞证券实现营业收入 22.33 亿元 (-40.7%), 净利润 8.36 亿元 (-42.7%), 贡献投资收益 1.58 亿元 (占比 54.9%)。东莞证券利润下滑是公司投资收益下滑的主要原因。

图 7: 投资收益利润占比



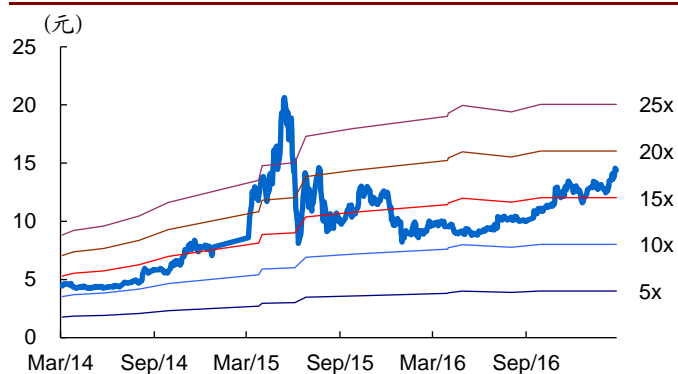
资料来源: Wind

### 5、盈利预测与估值

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.87、0.97、1.08 元，对应当前 PE 16.6/14.8/13.3 X。公司主业反转+金融控股平台+国企改革三重催化，维持“强烈推荐-A”投资评级。

6、风险提示：宏观经济超预期下滑

图 8: 东莞控股历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9: 东莞控股历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2231	999	4252	5855	4491
现金	1237	585	3539	5065	3629
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	38	34	23	26	28
其它应收款	10	2	2	2	3
存货	0	0	0	0	0
其他	946	378	688	762	831
<b>非流动资产</b>	6091	7915	7691	7493	7318
长期股权投资	1200	1354	1354	1354	1354
固定资产	2082	1890	1737	1599	1473
无形资产	370	338	304	274	246
其他	2439	4332	4296	4267	4243
<b>资产总计</b>	<b>8322</b>	<b>8914</b>	<b>11944</b>	<b>13349</b>	<b>11809</b>
<b>流动负债</b>	2631	2586	5026	5781	3519
短期借款	100	300	2000	2500	0
应付账款	0	4	636	705	770
预收账款	4	2	2	3	3
其他	2526	2279	2388	2573	2746
<b>长期负债</b>	1109	1202	1202	1202	1202
长期借款	1022	928	928	928	928
其他	87	274	274	274	274
<b>负债合计</b>	<b>3739</b>	<b>3788</b>	<b>6229</b>	<b>6983</b>	<b>4721</b>
股本	1040	1040	1040	1040	1040
资本公积金	1140	1140	1140	1140	1140
留存收益	2404	2921	3510	4160	4881
少数股东权益	0	25	26	26	27
归属于母公司所有者权益	4583	5101	5689	6340	7061
<b>负债及权益合计</b>	<b>8322</b>	<b>8914</b>	<b>11944</b>	<b>13349</b>	<b>11809</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(1195)	(975)	1374	1081	1097
净利润	817	829	900	1011	1126
折旧摊销	210	251	255	229	207
财务费用	59	47	23	(2)	(43)
投资收益	(425)	(288)	(310)	(333)	(358)
营运资金变动	(1854)	(1811)	522	175	165
其它	(2)	(3)	(15)	1	1
<b>投资活动现金流</b>	(7)	854	(30)	(30)	(30)
资本支出	(5)	(21)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(3)	875	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1569	(531)	1609	475	(2503)
借款变动	1762	(678)	1634	500	(2500)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(4)	0	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(312)	(360)	(404)
其他	70	458	287	335	401
<b>现金净增加额</b>	<b>366</b>	<b>(652)</b>	<b>2954</b>	<b>1526</b>	<b>(1436)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1097	1252	1376	1525	1663
营业成本	394	432	482	534	584
营业税金及附加	42	23	50	55	60
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	60	41	45	50	55
财务费用	47	17	23	(2)	(43)
资产减值损失	10	14	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	425	288	310	333	358
<b>营业利润</b>	970	1013	1081	1221	1366
营业外收入	4	16	16	16	16
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	974	1029	1098	1237	1382
所得税	156	199	197	226	256
<b>净利润</b>	817	829	901	1011	1126
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	817	829	900	1011	1126
<b>EPS (元)</b>	0.79	0.80	0.87	0.97	1.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	14%	10%	11%	9%
营业利润	33%	4%	7%	13%	12%
净利润	38%	2%	9%	12%	11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.1%	65.5%	65.0%	65.0%	64.9%
净利率	74.4%	66.2%	65.4%	66.3%	67.7%
ROE	17.8%	16.3%	15.8%	15.9%	15.9%
ROIC	12.0%	11.7%	9.6%	9.3%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.9%	42.5%	52.2%	52.3%	40.0%
净负债比率	18.0%	14.5%	24.5%	25.7%	7.9%
流动比率	0.8	0.4	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.8	0.4	0.8	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
应收帐款周转率	27.8	34.7	48.2	61.9	61.4
应付帐款周转率	708.0	192.3	1.5	0.8	0.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.79	0.80	0.87	0.97	1.08
每股经营现金	-1.15	-0.94	1.32	1.04	1.06
每股净资产	4.41	4.91	5.47	6.10	6.79
每股股利	0.30	0.30	0.35	0.39	0.43
<b>估值比率</b>					
PE	18.3	18.1	16.6	14.8	13.3
PB	3.3	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.0	16.5	14.9	14.0	13.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**常涛：**北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**陈卓：**复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**袁钉：**中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

**王哲：**北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。