

公司研究/季报点评

2019年10月31日

交通运输/路桥 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.65
合理价格区间(元): 12.80~12.90

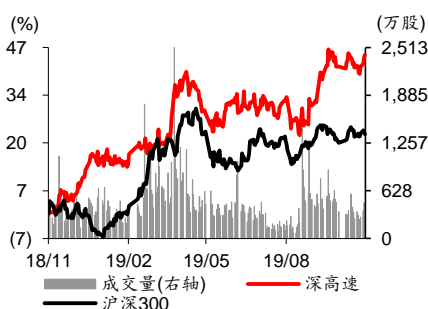
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《深高速(600548 SH,买入): 税务抵扣迎利好, 扣非符合预期》2019.08
- 2《深高速(600548,增持): 业绩高于预期, 车流量稳健增长》2019.04
- 3《深高速(600548,增持): 业绩符合预期, 公路回购增厚利润》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

3Q 业绩超预期, 路费增速回升

深高速(600548)

3Q19, 收入同比+1.61%, 归母净利同比+4.00%, 业绩高于预期

10月30日, 公司发布2019年三季报: 1) 7-9月, 收入同比增长1.61%至14.86亿元, 归母净利增长4.00%至5.74亿元; 2) 业绩高于预期10.81%。3Q业绩基数较高, 公司曾在3Q18确认: 1) 转让悦龙公司的投资收益7188万元; 2) 梅林关项目拆迁补偿的收益2494万元。扣除非经常项目影响后, 3Q19业绩则同比提升19.74%。我们认为, 扣非盈利增量主要源自: 公路主业稳健发展、贵龙房地产交房增加。我们调整2019/20/21年公司EPS至1.30/1.05/1.23元, 上调目标价至12.80-12.90元, 维持“买入”评级。

尽管ETC折扣拖累费率, 扣非路费增速仍显著回升

7-9月, 扣除三项目回购的影响后, 公司路费收入同比增长约7.9%, 增速较上半年提高约3.9pp。其中, 主要路段机荷东、机荷西、沿江、清连、水官、武黄高速的3Q19通行费同比增长+1.6%、+2.2%、+10.1%、+18.4%、+5.3%、+11.7% (1H19增速为+1.1%、+1.8%、+17.0%、+9.0%、-0.8%、+5.6%)。7月起, 全国推广ETC通行费95折优惠, 广东省ETC折扣由98折调整至95折, 综合费率有所下降。我们预计ETC折扣变化对广东省费率的同比影响为-2.5% (2H19)、-3.4% (1H20)、-0.8% (2H20)。在此背景下, 3Q19车流量增速比收入增速更高, 反映强劲的用路需求。

因借贷规模缩小、利率下降, 公司财务费用大幅下降

3Q19, 公司财务费用同比降低1.23亿元, 加回因锁汇产生的衍生工具收益后, 综合财务费用同比降低8309万元, 主要因为三项目回购使借贷规模下降、平均利率下降。为改善沿江公司财务状况, 深高速集团在二季度对沿江公司注资41亿元, 将沿江公司的银团贷款转至集团。据中报业绩会, 因集团授信等级更高, 贷款转至集团后利率下浮10%, 减少利息支出。

4Q19梅林关房地产集中交付, ETC设备升级影响可控

多元业务有望在4Q19发力。我们预计梅林关项目在年末交付, 假设一期住宅结转95%, 项目贡献净利约3.99亿元。受取消省界收费站政策影响, 据中报业绩会, 公司将在2H19完成ETC设备改造, 总资本开支预计为4.38亿元, 平均折旧约8年。短期看投资现金支出较高, 但长期看收费效率有望提升, 人工成本(1H19为1.41亿元)有望下降。外环高速预计于2020年通车, 富余人员分流至新路, 预计单公里人工成本以较快速度降低。通行效率改善亦有望提振车流量, 特别是公司部分道路为城市内拥堵路段。

上调目标价至12.80-12.90元, 维持“买入”评级

因通行费收入增幅高于预期, 我们调整2019/20/21年归母净利预测至28.32/22.91/26.81亿元(前次27.21/24.10/26.12亿元)。我们基于分部估值法, 上调目标价至12.80-12.90元(前次12.10-12.20), 测算过程详见正文。高股息具有吸引力。假设分红率为45%, 我们预计公司2019/20/21年度股息率为5.49%/4.44%/5.19%(收盘价20191030)。维持买入评级。

风险提示: 车流量增速低于预期, 环保项目、梅林关项目进展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,181
流通A股(百万股)	1,433
52周内股价区间(元)	7.90-11.07
总市值(百万元)	23,225
总资产(百万元)	43,557
每股净资产(元)	8.25

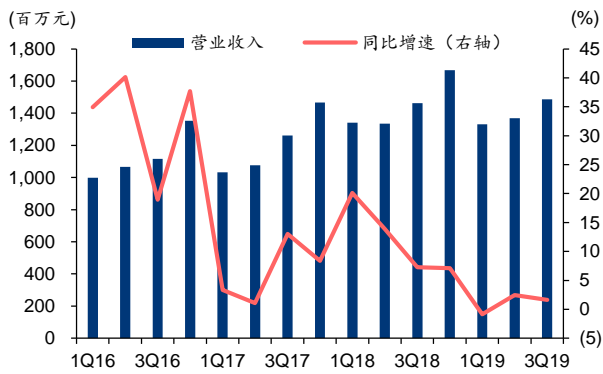
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,210	5,807	5,603	5,996	6,289
+/-%	14.96	11.45	(3.51)	7.00	4.89
归属母公司净利润(百万元)	1,384	3,440	2,832	2,291	2,681
+/-%	18.36	148.56	(17.66)	(19.12)	17.02
EPS(元, 最新摊薄)	0.63	1.58	1.30	1.05	1.23
PE(倍)	16.78	6.75	8.20	10.14	8.66

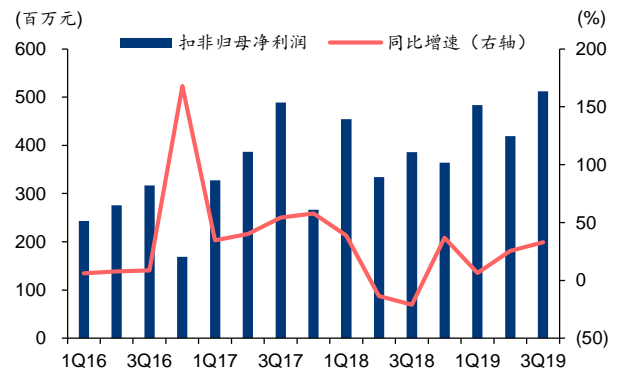
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：深高速季度营业收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：深高速季度扣非归母净利润



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：利润简表

	2019年 1-9月	2018年 1-9月	同比 增速	2019年 7-9月	2018年 7-9月	同比 增速
	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%
营业收入	4,185	4,140	1.09	1,486	1,463	1.61
营业成本	2,117	1,977	7.12	709	694	2.13
毛利润	2,068	2,163	-4.41	778	769	1.14
毛利率 (%)	49.41	52.25	-2.84	52.32	52.56	-0.24
税金及附加	37	33	12.74	8	8	1.95
销售费用	16	12	26.96	5	6	-7.89
管理费用	139	76	83.98	56	33	66.81
财务费用	472	826	-42.88	203	326	-37.79
投资净收益	806	485	66.12	209	197	6.31
公允价值变动净收益	77	128	-39.78	53	118	-55.14
资产处置收益	0	207	-99.87	0	25	-98.92
营业利润	2,282	2,037	12.05	765	736	4.01
加：营业外收入	8	12	-36.90	6	5	21.50
减：营业外支出	4	3	6.67	2	2	-26.91
利润总额	2,287	2,046	11.76	769	738	4.23
减：所得税	-43	400	-110.76	147	132	11.34
净利润	2,330	1,646	41.52	622	606	2.68
减：少数股东损益	179	126	42.46	48	54	-10.85
归属于母公司所有者的净利润	2,151	1,521	41.44	574	552	4.00

资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值测算

我们使用分部估值法对深高速进行评估。

(1) 高速公路、房地产业务

基于 WACC=7.45% (前次 7.71%) 以及保守的增长假设 (假设公路特许经营项目在到期后无偿归还给政府, 在到期前公路车流量保持自然增长, 车流量总体增速与 GDP 增速同步), 参控股高速公路及房地产项目的测算净现值为 295.16 亿元。

(2) 环保、金融业务

环保: 德润环境的业务主要通过子公司重庆水务和三峰环境展开。深高速持有德润环境 20% 股权, 德润环境持有重庆水务 50.04% 股权、持有三峰环境 57.12% 股权。重庆水务为上市公司, 我们按照 2019 年 10 月 30 日收盘价计算, 深高速应占重庆水务的市值为 28.01 亿元。三峰环境处于 IPO 上市进程中, 在 2018 年底已在证监会网站披露其招股说明书申报稿。我们采用环保类上市公司的估值中枢 18-19x 2019PE (基于 Wind 一致预期) 测算 (与前次一致), 深高速应占三峰环境的市值为 14.22-15.01 亿元。2019 年 3 月 15 日, 公司与南京风电签订并购协议, 交易完成后, 深高速将持有南京风电 51% 股权。我们采用发电类上市公司的估值中枢 14-15x 2019PE (基于 Wind 一致预期) 测算 (与前次一致), 深高速应占南京风电的市值为 3.67-3.93 亿元。

金融: 截至 2018 年期末, 公司持有贵州银行 3.44% 股权。我们采用上市银行的估值中枢 6-7x 2019PE (基于 Wind 一致预期) 测算 (与前次相同), 深高速应占贵州银行的市值为 6.69-7.81 亿元。

(3) 综上

考虑到公司进行双主业经营, 并在金融和地产领域有项目投资, 我们在上述分部估值总和基础上给予 20% 的估值折价, 测算目标价为 12.80-12.90 元 (前次 12.10-12.20)。

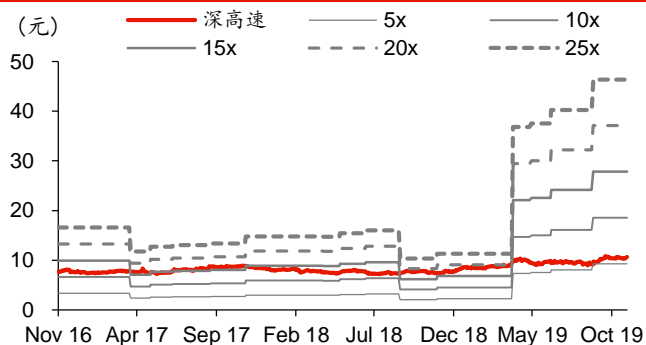
图表4: WACC 测算表

指标	数据	备注
贝塔值(β)	1.01	在剔除杠杆的行业平均 β 基础上, 通过调整公司杠杆计算得出
无风险利率(%)	3.31%	十年国债收益率
市场风险溢价(%)	8.22%	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 K_e (%)	11.60%	
债务成本 K_d (%)	4.42%	2019 年中报披露的综合借贷成本
法定所得税税率(%)	25.0%	
债务成本(%)	3.32%	
债务比率 D/E(%)	100.41%	2019E 负债占所有者权益比重
WACC	7.45%	

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

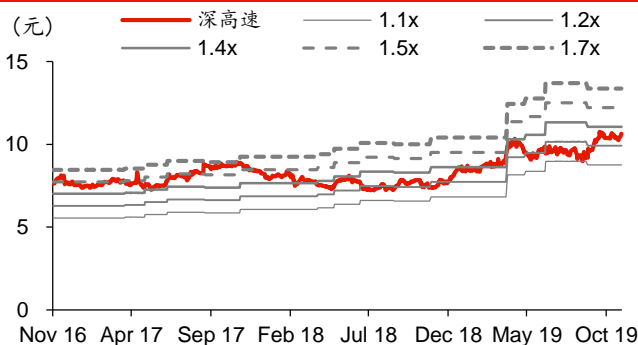
PE/PB - Bands

图表5: 深高速历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 深高速历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,556	7,532	7,846	10,295	8,120
现金	4,260	4,227	6,476	9,040	6,987
应收账款	223.34	174.64	192.42	205.92	215.98
其他应收账款	41.71	1,580	60.90	60.90	60.90
预付账款	311.97	166.45	221.43	239.01	240.20
存货	599.52	588.94	605.58	457.55	321.88
其他流动资产	119.28	795.29	289.14	292.11	294.32
非流动资产	38,459	33,569	34,381	34,777	33,291
长期投资	9,064	7,859	7,729	7,624	7,505
固定投资	1,157	840.08	1,297	982.29	567.25
无形资产	27,464	23,596	23,240	24,297	23,848
其他非流动资产	774.11	1,273	2,115	1,874	1,370
资产总计	44,015	41,101	42,227	45,072	41,411
流动负债	8,817	6,045	4,940	4,773	3,892
短期借款	2,518	117.42	50.00	50.00	50.00
应付账款	677.25	714.91	717.57	774.52	778.38
其他流动负债	5,621	5,213	4,172	3,949	3,064
非流动负债	19,409	15,516	16,217	17,992	13,334
长期借款	9,497	8,893	9,514	11,134	9,554
其他非流动负债	9,911	6,623	6,703	6,858	3,780
负债合计	28,225	21,561	21,157	22,766	17,226
少数股东权益	2,156	2,153	2,380	2,581	2,790
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
资本公积	5,283	6,219	6,219	6,219	6,219
留存公积	5,282	8,106	10,271	11,288	12,938
归属母公司股东权益	13,633	17,387	18,690	19,725	21,395
负债和股东权益	44,015	41,101	42,227	45,072	41,411

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,975	3,222	2,544	3,871	3,892
净利润	1,504	3,579	3,060	2,492	2,889
折旧摊销	1,589	1,644	1,546	1,885	2,253
财务费用	742.31	1,055	527.38	582.59	593.36
投资损失	(528.85)	(555.59)	(1,305)	(1,045)	(1,194)
营运资金变动	(712.24)	21.96	(679.39)	(52.40)	(1,059)
其他经营现金	381.40	(2,522)	(605.53)	9.60	409.50
投资活动现金	(5,554)	957.94	1,000	(1,309)	(45.63)
资本支出	969.98	1,110	1,844	2,456	1,356
长期投资	(11.06)	(1,617)	(131.08)	(105.09)	(119.95)
其他投资现金	(4,595)	450.49	2,713	1,041	1,190
筹资活动现金	(0.61)	(3,484)	(1,294)	1.24	(5,900)
短期借款	2,518	(2,401)	(67.42)	0.00	0.00
长期借款	7,714	(604.61)	620.86	1,620	(1,580)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,132	936.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,365)	(1,414)	(1,848)	(1,619)	(4,320)
现金净增加额	(2,580)	696.27	2,250	2,563	(2,053)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,210	5,807	5,603	5,996	6,289
营业成本	2,711	2,858	2,869	3,097	3,112
营业税金及附加	41.22	49.74	59.47	63.64	66.75
营业费用	20.13	19.42	28.02	29.98	31.45
管理费用	183.67	209.64	358.28	293.28	220.12
财务费用	742.31	1,055	527.38	582.59	593.36
资产减值损失	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(146.36)	134.40	18.68	19.24	19.82
投资净收益	528.85	555.59	1,305	1,045	1,194
营业利润	1,876	4,533	3,085	2,994	3,479
营业外收入	11.22	17.43	10.00	10.00	10.00
营业外支出	3.91	4.84	19.84	4.00	4.00
利润总额	1,883	4,545	3,075	3,000	3,485
所得税	379.49	966.45	15.45	508.34	595.72
净利润	1,504	3,579	3,060	2,492	2,889
少数股东损益	119.60	138.68	227.42	201.06	208.49
归属母公司净利润	1,384	3,440	2,832	2,291	2,681
EBITDA	4,207	7,231	5,159	5,462	6,326
EPS (元, 基本)	0.63	1.58	1.30	1.05	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.96	11.45	(3.51)	7.00	4.89
营业利润	15.89	141.64	(31.93)	(2.95)	16.19
归属母公司净利润	18.36	148.56	(17.66)	(19.12)	17.02
获利能力 (%)					
毛利率	47.97	50.78	48.80	48.36	50.52
净利率	26.56	59.24	50.55	38.21	42.63
ROE	10.15	19.79	15.16	11.61	12.53
ROIC	7.46	22.20	19.30	15.43	17.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.13	52.46	50.10	50.51	41.60
净负债比率 (%)	48.21	43.55	47.00	50.80	59.70
流动比率	0.63	1.25	1.59	2.16	2.09
速动比率	0.56	1.15	1.47	2.06	2.00
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.14	0.13	0.14	0.15
应收账款周转率	13.55	29.14	30.49	30.06	29.77
应付账款周转率	6.05	4.11	4.01	4.15	4.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.58	1.30	1.05	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.48	1.17	1.78	1.78
每股净资产(最新摊薄)	6.25	7.97	8.57	9.05	9.81
估值比率					
PE (倍)	16.78	6.75	8.20	10.14	8.66
PB (倍)	1.70	1.34	1.24	1.18	1.09
EV_EBITDA (倍)	6.40	3.72	5.22	4.93	4.25

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com