

2019年10月30日

深高速 Q3 业绩符合预期，收费公路主业稳定增长

深高速 (600548)

事件概述：2019年10月30日晚，公司发布三季报，2019年1-9月公司实现营收41.9亿元，同比+1.09%，归母净利润21.5亿元，同比+41.44%，扣非后归母净利润19.3亿元，同比+64.16%。

► **受非经常性经因素影响前三季度业绩大增，第三季度业绩符合我们预期。**2019年前三季度公司归母净利润同比大幅增长，主要为上半年完成对沿江公司的注资工作，确认部分前期可弥补亏损和公路资产减值等相关的递延所得税资产，以及转让贵州圣博等四家子公司100%股权和债权增加集团投资收益所致。第三季度公司实现营收14.9亿元，同比+1.61%，营业成本为7.1亿元，毛利率52.3%，基本与去年同期持平；费用方面，2019年第三季度公司三费合计2.6亿元，同比-27.7%，其中管理费用为0.56亿元，同比+66.8%，主要为随着公司业务拓展，管理类员工人数、薪酬水平和业务拓展等费用增加，以及南京风电纳入合并范围所致，财务费用为2.02亿元，同比-37.8%，主要原因为利息支出随集团平均借贷规模下降而减少以及外币借款受人民币汇率波动影响，汇兑损失同比减少等所致；2019年第三季度公司归母净利润为5.7亿元，同比+4%，业绩基本符合我们预期。

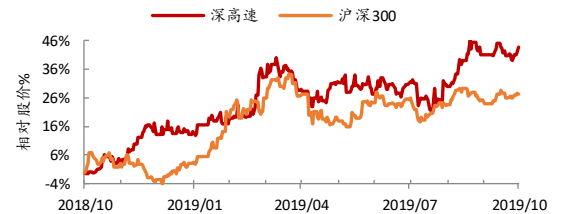
► **收费公路业务稳定增长。**报告期内，ETC通行卡用户量的增加及优惠折扣的提高对公司通行费收入造成一定负面影响，但不改整体稳定增长的趋势。根据三季报数据推算，2019年前三季度公司通行费收入为34.7亿元，可比口径增速为+5.3%，第三季度通行费收入为12.6亿元，可比口径增速为+7.9%，公司控股路产车流量及通行费收入均实现正增长，第三季度梅观高速、机荷东段、机荷西段、沿江高速、水官高速、清连高速、武黄高速、益常高速及长沙环路日均通行费同比增速分别为+12.7%/+1.6%/+2.2%/+10.1%/+5.3%/+18.4%/+11.7%/+2.5%/+18.4%，报告期内影响主要路产车流量及通行费收入的因素包括：1)沿江高速主要是受益于货车优惠政策的诱增作用以及进出口不便的负面影响的边际减弱；2)梅观高速受益于从莞高速开通带来的引流作用；3)水官高速边坡维修工程已于今年七月完工，前期因施工对该项目的车流量及路费收入产生的影响因素已消除；4)许广高速、汕昆高速的通车以及清远大桥开始实施交通管制等因素对清连高速营运表现产生正面影响。

► **报告期内完成包头南风收购，涉足风电运营领域。**2019年9月12日，公司签订了《关于包头市南风风电科技有限公司之股权转让协议》，以人民币0.67元收购包头南风67%股权，包头南风自2019年9月17日起纳入公司合并报表范围，公司将为包头南风

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：11.35
最新收盘价：10.65

股票代码：600548
52周最高价/最低价：11.07/7.9
总市值(亿)：230.94
自由流通市值(亿)：151.78
自由流通股数(百万)：1,433.27



分析师：丁一洪
邮箱：dingyh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070001
联系电话：0755-83025232

研究助理：李承鹏
邮箱：licp1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：0755-83025232

分析师：卓乃建
邮箱：zhuonj@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100003
联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080004
联系电话：0755-83025232

相关研究：

1. 因确认5.11亿元递延所得税资产，中报大超预期，2019年度分红或亦超预期

2019.08.24

2. 深高速：根据假设，预计2019年H1公司EPS约为0.46元

2019.08.01

约 13.5 亿元的债务承担股东责任。包头南风主要从事内蒙古自治区五个风力发电厂的投资、经营和管理，该等风力发电厂已于 2018 年并网发电，公司通过收购包头南风涉足股权涉足风电运营领域，报告期内包头南风共增加公司营收 457.3 万元和归母净利润-201.5 万元。

投资建议：维持公司 2019-21 年 EPS 分别为 1.30/1.03/1.13 元的盈利预测，维持 11.35 元/股的目标价，维持“买入”评级。

风险提示：公路收费政策变动；地产业务交付进度；商誉减值风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 5210.40 | 5807.11 | 5509.53 | 6113.08 | 6961.13 |
| YoY (%) | 14.96% | 11.45% | -5.12% | 10.95% | 13.87% |
| 归母净利润(百万元) | 1383.99 | 3440.05 | 2836.24 | 2248.19 | 2471.92 |
| YoY (%) | 18.36% | 148.56% | -17.55% | -20.73% | 9.95% |
| 毛利率 (%) | 47.97% | 50.78% | 44.47% | 44.36% | 42.66% |
| 每股收益 (元) | 0.63 | 1.58 | 1.30 | 1.03 | 1.13 |
| ROE | 10.15% | 19.79% | 15.68% | 11.62% | 11.93% |
| 市盈率 | 16.78 | 6.75 | 8.19 | 10.33 | 9.40 |

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 5807.11 | 5509.53 | 6113.08 | 6961.13 | 净利润 | 3578.73 | 3049.72 | 2417.40 | 2657.98 |
| YoY (%) | 11.45% | -5.12% | 10.95% | 13.87% | 折旧和摊销 | 1644.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 2858.21 | 3059.42 | 3401.30 | 3991.31 | 营运资金变动 | 21.96 | 150.69 | 479.48 | 502.47 |
| 营业税金及附加 | 49.74 | 47.19 | 52.36 | 59.63 | 经营活动现金流 | 3222.46 | 2279.55 | 2291.90 | 2456.02 |
| 销售费用 | 19.42 | 18.42 | 20.44 | 23.28 | 资本开支 | -1001.85 | -500.00 | -6500.00 | -500.00 |
| 管理费用 | 209.64 | 198.90 | 220.69 | 251.31 | 投资 | 1740.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 1055.01 | 499.00 | 573.94 | 631.89 | 投资活动现金流 | 957.94 | 977.02 | -5274.24 | 871.93 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股权募资 | 4.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 555.59 | 1477.02 | 1225.76 | 1371.93 | 债务募资 | -2031.94 | -117.42 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 4532.59 | 3163.61 | 3070.11 | 3375.64 | 筹资活动现金流 | -3483.90 | -2802.89 | -1620.77 | -1767.49 |
| 营业外收支 | 12.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金净流量 | 696.50 | 453.69 | -4603.11 | 1560.46 |
| 利润总额 | 4545.18 | 3163.61 | 3070.11 | 3375.64 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 966.45 | 113.89 | 652.71 | 717.66 | 成长能力 (%) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 3578.73 | 3049.72 | 2417.40 | 2657.98 | 营业收入增长率 | 11.45% | -5.12% | 10.95% | 13.87% |
| 归属于母公司净利润 | 3440.05 | 2836.24 | 2248.19 | 2471.92 | 净利润增长率 | 148.56% | -17.55% | -20.73% | 9.95% |
| YoY (%) | 148.56% | -17.55% | -20.73% | 9.95% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.58 | 1.30 | 1.03 | 1.13 | 毛利率 | 50.78% | 44.47% | 44.36% | 42.66% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 61.63% | 55.35% | 39.54% | 38.18% |
| 货币资金 | 4226.69 | 4680.38 | 77.26 | 1637.72 | 总资产收益率 ROA | 8.37% | 6.94% | 5.22% | 5.44% |
| 预付款项 | 166.45 | 275.79 | 298.71 | 314.25 | 净资产收益率 ROE | 19.79% | 15.68% | 11.62% | 11.93% |
| 存货 | 588.94 | 583.01 | 715.81 | 810.13 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 2550.19 | 1245.79 | 1392.67 | 1582.08 | 流动比率 | 1.25 | 1.39 | 0.44 | 0.67 |
| 流动资产合计 | 7532.26 | 6784.97 | 2484.45 | 4344.18 | 速动比率 | 1.12 | 1.22 | 0.26 | 0.50 |
| 长期股权投资 | 7859.11 | 7859.11 | 7859.11 | 7859.11 | 现金比率 | 0.70 | 0.96 | 0.01 | 0.25 |
| 固定资产 | 840.08 | 840.08 | 840.08 | 840.08 | 资产负债率 | 52.46% | 49.93% | 49.19% | 48.40% |
| 无形资产 | 23596.23 | 24096.23 | 30596.23 | 31096.23 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 33568.59 | 34068.59 | 40568.59 | 41068.59 | 总资产周转率 | 0.14 | 0.13 | 0.15 | 0.16 |
| 资产合计 | 41100.85 | 40853.56 | 43053.04 | 45412.77 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 117.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 1.58 | 1.30 | 1.03 | 1.13 |
| 应付账款及票据 | 714.91 | 461.25 | 634.59 | 772.82 | 每股净资产 | 7.97 | 8.30 | 8.87 | 9.50 |
| 其他流动负债 | 5212.78 | 4416.15 | 5024.88 | 5688.41 | 每股经营现金流 | 1.48 | 1.05 | 1.05 | 1.13 |
| 流动负债合计 | 6045.11 | 4877.40 | 5659.47 | 6461.22 | 每股股利 | 0.00 | 0.57 | 0.46 | 0.50 |
| 长期借款 | 8892.74 | 8892.74 | 8892.74 | 8892.74 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 6626.05 | 6628.13 | 6628.13 | 6628.13 | PE | 6.75 | 8.19 | 10.33 | 9.40 |
| 非流动负债合计 | 15518.78 | 15520.86 | 15520.86 | 15520.86 | PB | 1.13 | 1.28 | 1.20 | 1.12 |
| 负债合计 | 21563.89 | 20398.26 | 21180.33 | 21982.08 | | | | | |
| 股本 | 2180.77 | 2180.77 | 2180.77 | 2180.77 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2152.66 | 2366.14 | 2535.36 | 2721.42 | | | | | |
| 股东权益合计 | 19539.75 | 20458.10 | 21875.50 | 23433.48 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 41103.65 | 40856.36 | 43055.83 | 45415.57 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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