

高速主业快速增长，环保出拳高歌猛进

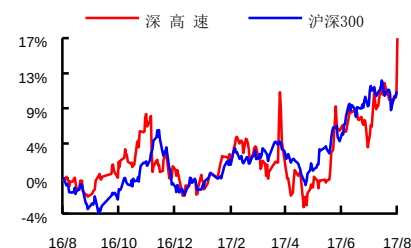
投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年度报告。2017 年上半年实现营业收入 21.1 亿元，同比增长 2.2%，归母净利润 7.4 亿，同比增长 20.6%，扣非后归母净利润 7.1 亿元，同比增长 37.6%。Q2 单季实现营收 10.8 亿，同比增长 1.1%，实现归母净利润 3.9 亿，同比增长 8.2%，实现扣非后归母净利润 3.9 亿，同比增长 39.9%。
- **主业巩固，路费收入保持稳定增长。**报告期间，公司各项业务保持稳定增长，收入和盈利主要来源于收费公路的经营和投资，路费收入为 19.6 亿元，占公司营业收入 92.8%，路费收入同比增长 10.8%，其中原有收费公路贡献了 8% 左右的收入增幅，深长公司和益常公司分别于今年 4 月 1 日和 6 月 15 日起纳入公司合并范围，报告期内贡献路费收入近 5000 万。从 2016 年底收购武黄高速剩余 45% 股权，到收购湖南益常高速 100% 股权以及参与深圳外环高速 A 段项目，公司在拓展主业方面的步伐一直没有停止，目前公司公路平均剩余经营年限接近 12 年，存量路产能为公司贡献稳定业绩，新拓展路产项目能进一步打开路费收入空间，公司主业在报告期间得到有效巩固。
- **环保重拳出击，双主业雏形初显。**报告期内，公司在收购深圳水规院 15% 股权之后，又重拳出击以 44 亿元最终中标价收购德润环境 20% 股权。德润环境是重庆市国资委下属水务资产全资设立的综合性环保企业，主业为水处理和垃圾焚烧发电，其主要资产为上市公司重庆水务 50.04% 股权以及三峰环境 57.12% 股权。重庆水务经营稳健，三峰环境存在上市预期。德润环境 2016 年实现营业收入 71.6 亿元，同比增长 8.3%，2016 年实现归母净利润 7.2 亿，同比增长 0.9%，今年一季度实现收入 15 亿，归母净利润 3.5 亿接近 2016 年全年一半水平。报告期内，德润环境经营稳健，为公司贡献投资收益 1800 万。
- **多点开花，贵龙项目+梅林关项目+贵州银行等开始发力。**贵龙开发项目按计划推进，预计未来将为业绩继续提供有力支撑。梅林关更新项目地理位置优越，拿地成本低预计在 2018 年开始逐步释放业绩，一直到 2020 年将连续三年增厚公司业绩。贵州银行在报告期内为公司贡献 6300 万投资收益，预期该良好回报趋势将继续保持。
- **成本费用略有变动，均在合理范围内。**报告期内，公司营业成本为 10.2 亿元，同比下降 4.3%，扣除三家公司合并范围变化的影响后，营业成本同比增加 4.7%，主要是报告期内附属收费公路折旧摊销费用同比有增加所致。其中高速公路业

西南证券研究发展中心

分析师：罗月江
 执业证号：S1250517010001
 电话：021-68413373
 邮箱：lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.81
流通 A 股(亿股)	14.33
52 周内股价区间(元)	8.27-9.8
总市值(亿元)	213.72
总资产(亿元)	364.44
每股净资产(元)	5.93

相关研究

1. 深高速 (600548)：路业收入稳步增长，环保业务未来可期 (2017-03-20)

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4532.21	5031.83	5595.78	6011.95
增长率	32.50%	11.02%	11.21%	7.44%
归属母公司净利润 (百万元)	1169.35	1478.28	1681.42	1835.43
增长率	-24.69%	26.42%	13.74%	9.16%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.68	0.77	0.84
净资产收益率 ROE	8.95%	10.00%	10.74%	10.97%
PE	18	14	13	12
PB	1.45	1.36	1.27	1.19

数据来源：Wind，西南证券

务成本为 9.3 亿元，同比增长 7.2%。报告期内销售费用为 779.2 万元，同比增长 12.3%，主要为贵龙开发项目营销费用增加所致。报告期内财务费用为 2.3 亿元，同比降低 13.5%，主要由于报告期内美元债随人民币升值汇兑收益同比增加所致。



- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司主业未来能继续保持快速增长，报告期内重拳出击环保领域，但高速领域发展相对较为成熟，新进入环保领域投资存在更多不确定性，同时注意到报告期内公司三年期以上应收账款期末比期初增长了一倍多，且附属高速公路折旧摊销费用同比增长较快，故略调低公司盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.68 元、0.77 元、0.84 元，对应 PE 为 14 倍、13 倍、12 倍。结合行业目前 14.8 倍的 PE 值，鉴于公司在同类公司中业绩较优，下半年投资收益预计能进一步增厚公司业绩，故给予公司 2017 年 15 倍估值，对应目标价 11.55 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**路业收入或不达预期，环保业务拓展或不及预期，房地产开发业务增速或放缓，并购项目推进或不及预期。

关键假设:

假设 1: 公司现有高速公路日均混合车流量保持 15% 的增长率, 毛利率维持在 45%;

假设 2: 已知武黄高速项目从 2017 年一季度开始并表; 深长公司和益常公司分别于今年 4 月 1 日和 6 月 15 日起纳入公司合并范围, 预测两公司报告期内贡献路费收入近 5000 万。

假设 3: 环保业务未来三年还在布局阶段, 未对其他业务的毛利率产生显著提振作用;

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
清连公路	收入	671.57	691.72	719.39	755.36
	增速	5.40%	3.00%	4.00%	5.00%
	毛利率	41.68%	42.00%	42.00%	42.00%
机荷东段	收入	600.86	642.92	694.35	756.85
	增速	10.41%	7.00%	8.00%	9.00%
	毛利率	53.64%	52.00%	52.00%	52.00%
水官高速	收入	619.58	669.15	729.37	802.31
	增速	485.06%	8.00%	9.00%	10.00%
	毛利率	32.50%	32.00%	32.00%	32.00%
机荷西段	收入	600.86	654.94	713.88	785.27
	增速	10.41%	9.00%	9.00%	10.00%
	毛利率	81.52%	80.00%	80.00%	80.00%
武黄高速	收入	343.68	357.43	371.72	386.59
	增速	3.65%	4.00%	4.00%	4.00%
	毛利率	42.00%	45.00%	45.00%	45.00%
南光高速	收入	329.30	339.18	349.35	359.84
	增速	2.54%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	48.42%	48.00%	48.00%	48.00%
盐坝高速	收入	179.87	187.06	194.55	202.33
	增速	4.18%	4.00%	4.00%	4.00%
	毛利率	34.19%	35.00%	35.00%	35.00%
盐排高速	收入	174.45	186.66	197.86	209.73
	增速	8.21%	7.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	51.49%	50.00%	50.00%	50.00%
梅观高速	收入	113.94	125.33	137.87	151.65
	增速	10.35%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.50%	40.00%	40.00%	40.00%
益常高速	收入	391.50	414.99	439.89	470.68

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	13.98%	6.00%	6.00%	7.00%
	毛利率	71.63%	68.00%	66.00%	65.00%
其他业务	收入	898.10	969.95	1,047.54	1,131.35
	增速	79.89%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	25.41%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	4,532.21	5,031.83	5,595.78	6,011.95
	增速	32.50%	11.02%	11.21%	7.44%
	毛利率	44.11%	45.29%	46.05%	46.03%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4532.21	5031.83	5595.78	6011.95	净利润	1316.42	1572.64	1807.98	1973.58
营业成本	2532.93	2752.74	3018.72	3244.38	折旧与摊销	1231.07	690.39	690.39	690.39
营业税金及附加	66.29	137.77	146.22	151.36	财务费用	639.44	488.91	482.13	474.90
销售费用	18.64	21.13	24.06	26.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	138.53	161.02	190.26	216.43	经营营运资本变动	659.89	177.02	207.14	189.81
财务费用	639.44	488.91	482.13	474.90	其他	-1720.22	-470.98	-502.89	-540.95
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2126.61	2457.99	2684.76	2787.74
投资收益	433.98	470.98	502.89	540.95	资本支出	-4349.20	0.00	-618.99	-618.99
公允价值变动损益	74.99	0.00	0.00	0.00	其他	1819.69	471.15	502.89	540.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2529.51	471.15	-116.10	-78.04
营业利润	1645.35	1941.23	2237.28	2439.38	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.90	-3.00	-9.00	-7.00	长期借款	-418.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	1622.45	1938.23	2228.28	2432.38	股权融资	-123.20	0.00	0.00	0.00
所得税	306.03	365.59	420.30	458.80	支付股利	-741.46	-558.42	-705.94	-802.95
净利润	1316.42	1572.64	1807.98	1973.58	其他	-245.87	-489.43	-482.13	-474.90
少数股东损益	147.07	94.36	126.56	138.15	筹资活动现金流净额	-1529.44	-1047.84	-1188.07	-1277.85
归属母公司股东净利润	1169.35	1478.28	1681.42	1835.43	现金流量净额	-1937.35	1881.29	1380.59	1431.85
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5663.90	7545.19	8925.78	10357.63	成长能力				
应收和预付款项	893.26	1245.59	1325.24	1407.63	销售收入增长率	32.50%	11.02%	11.21%	7.44%
存货	663.11	720.66	790.29	849.37	营业利润增长率	0.61%	17.98%	15.25%	9.03%
其他流动资产	779.36	601.54	422.82	229.05	净利润增长率	-11.95%	19.46%	14.96%	9.16%
长期股权投资	4703.28	4703.28	4703.28	4703.28	EBITDA 增长率	21.03%	-11.24%	9.27%	5.71%
投资性房地产	13.53	13.53	13.53	13.53	获利能力				
固定资产和在建工程	1041.33	839.74	1257.14	1674.54	毛利率	44.11%	45.29%	46.05%	46.03%
无形资产和开发支出	18323.85	17835.58	17347.31	16859.03	三费率	17.58%	13.34%	12.45%	11.94%
其他非流动资产	303.22	302.69	302.15	301.61	净利率	29.05%	31.25%	32.31%	32.83%
资产总计	32384.84	33807.79	35087.54	36395.68	ROE	8.95%	10.00%	10.74%	10.97%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.06%	4.65%	5.15%	5.42%
应付和预收款项	712.22	1023.84	1072.27	1136.47	ROIC	15.39%	17.95%	21.08%	23.08%
长期借款	1783.02	1783.02	1783.02	1783.02	EBITDA/销售收入	77.58%	62.02%	60.94%	59.96%
其他负债	15178.25	15275.86	15405.13	15478.44	营运能力				
负债合计	17673.49	18082.72	18260.42	18397.93	总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.17
股本	2180.77	2180.77	2180.77	2180.77	固定资产周转率	4.15	5.43	7.71	11.48
资本公积	2151.15	2151.15	2151.15	2151.15	应收账款周转率	7.52	7.52	6.83	6.93
留存收益	7448.06	8367.92	9343.40	10375.88	存货周转率	3.86	3.98	4.00	3.96
归属母公司股东权益	12674.48	13593.84	14569.31	15601.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.30%	—	—	—
少数股东权益	2036.88	2131.24	2257.80	2395.95	资本结构				
股东权益合计	14711.36	15725.07	16827.11	17997.74	资产负债率	54.57%	53.49%	52.04%	50.55%
负债和股东权益合计	32384.84	33807.79	35087.54	36395.68	带息债务/总负债	31.27%	30.56%	30.26%	30.04%
					流动比率	1.67	1.95	2.13	2.33
					速动比率	1.53	1.81	1.99	2.18
					股利支付率	63.41%	37.77%	41.98%	43.75%
					每股指标				
					每股收益	0.54	0.68	0.77	0.84
					每股净资产	6.75	7.21	7.72	8.25
					每股经营现金	0.98	1.13	1.23	1.28
					每股股利	0.34	0.26	0.32	0.37
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	3515.87	3120.53	3409.81	3604.67					
PE	18.28	14.46	12.71	11.64					
PB	1.45	1.36	1.27	1.19					
PS	4.72	4.25	3.82	3.55					
EV/EBITDA	6.37	6.58	5.61	4.91					
股息率	3.47%	2.61%	3.30%	3.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn