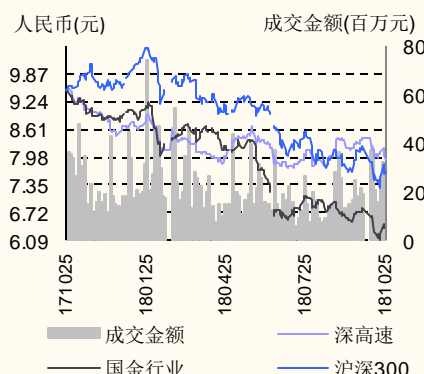


深高速 (600548.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 7.91 元

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)	17,249.89
年内股价最高最低(元)	9.53/7.73
沪深 300 指数	3194.31
上证指数	2603.80

**相关报告**

- 1.《路网收入稳步增长，新业务拓展未来潜力较大-深高速半年报点评》，2018.8.10
- 2.《车流量自然增长，多元业务逐步开始贡献利润-深高速公司点评》，2018.3.26
- 3.《业绩将迎来高增长，环保转型获实质性进展-深高速公司研究》，2017.11.27
- 4.《道路自然增长、新购项目贡献业绩大幅增长-深高速公司点评》，2017.10.27

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

车流量自然增长，梅林关项目取得新突破**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.536	0.663	0.835	0.880	0.977
每股净资产(元)	5.81	6.24	8.12	8.55	9.03
每股经营性现金流(元)	0.97	1.22	1.03	1.25	2.21
市盈率(倍)	15.85	13.55	10.06	9.54	8.60
净利润增长率(%)	-24.69%	23.57%	26.02%	7.42%	10.98%
净资产收益率(%)	9.23%	10.61%	10.28%	10.30%	10.82%
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

业绩简评

- 公司 2018 前三季度营收 41.4 亿/+13.31%; 归母净利润 15.21 亿/+30.43%; 归母扣非净利 11.74 亿元/-2.66%。Q3 单季度营收 14.63 亿元/+7.27%，归母净利 5.52 亿元/+19.75%。业绩整体符合预期。

经营分析

- **路网收入稳健增长，优质路产优化业绩结构。** Q3 单季公司实现营收 14.63 亿/+7.27%，环比提升 9.43%。深长公司、益常公司分别于 17 年 4 月和 17 年 6 月纳入合并范围，路费收入合计同增 2.19 亿元；沿江公司（18 年 2 月纳入合并范围）合计实现营收 3.47 亿元/+14.95%；其他附属收费公路路费收入同增 2.75%，主要受益于车流量自然增长、周边路网完善等因素。收费公路营收稳健增长，业绩持续优化彰显公司坚定发展公路收费主业的决心。
- **投资收益表现亮眼，公允价值变动损益致使利润增速大于营收增速。** Q3 单季实现投资收益 1.97 亿元/+23.90%，主要为新收购德润环境投资收益增加及联营收费公路经营收益增长所致。德润环境股权每年可贡献投资收益约 2 亿元，此外德润拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，可扩大公司环保业务，并在未来展开深度合作。此外，公司梅林关项目股权合作亦取得突破。7 月 25 日，深高速公告称联合置地公司增资引入一名专业地产开发商作为战略投资者，此举有利于增强梅林关项目的管理运营能力，该项目预计 2019 年开始将有收入结转。此外，Q3 公司公允价值变动损益 1.18 亿元，较去年同期增加 1.61 亿元，源于人民币贬值确认外汇掉期工具公允价值变动收益，系利润增速大于营收增速的主要原因。
- **夯实双主业建设，多元化投资未来潜力较大。** 主业方面，公司将进一步整固和提升收费公路主业，推进外环项目和广深沿江高速扩建工作；环保方面，公司入股水规院和德润环境，深汕特别合作区南门河综合治理项目和龙里县垃圾焚烧发电项目有序推进中；地产方面，贵龙二期二阶段和三期预期于 19 年和 20 年完工；深圳梅林关城市更新项目已引入万科作为战略投资者。

投资建议

- 高速主业平稳增长，梅林关项目潜在价值较大。17 年分红比例 45.9%，股息率 3.6%。我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.84 元、0.88 元和 0.98 元。当前股价对应 PE 分别为 10.1X、9.5X 和 8.6X，维持“买入”评级。

投资建议

- 宏观经济下滑、高速公路运营不及预期、环保领域拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,421	4,532	4,837	5,560	5,991	6,493
增长率		32.5%	6.7%	15.0%	7.8%	8.4%
主营业务成本	-1,679	-2,533	-2,499	-3,021	-3,033	-3,276
%销售收入	49.1%	55.9%	51.7%	50.7%	50.6%	50.5%
毛利	1,742	1,999	2,338	2,539	2,958	3,216
%销售收入	50.9%	44.1%	48.3%	49.3%	49.4%	49.5%
营业税金及附加	-123	-66	-39	-44	-48	-52
%销售收入	3.6%	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-14	-19	-20	-23	-25	-27
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-134	-139	-184	-211	-228	-247
%销售收入	3.9%	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	1,471	1,776	2,096	2,60	2,657	2,890
%销售收入	43.0%	39.2%	43.3%	44.2%	44.4%	44.5%
财务费用	-371	-639	-551	-711	-832	-847
%销售收入	10.8%	14.1%	11.4%	12.8%	13.9%	13.0%
资产减值损失	-620	0	0	-12	-3	-4
公允价值变动收益	0	75	-146	12	4	4
投资收益	1,155	434	529	663	708	755
%税前利润	69.1%	26.7%	27.3%	27.3%	27.8%	26.8%
营业利润	1,635	1,645	1,927	2,411	2,535	2,798
营业利润率	47.8%	36.3%	39.8%	43.4%	42.3%	43.1%
营业外收支	37	-23	7	15	15	15
税前利润	1,672	1,622	1,934	2,426	2,550	2,813
利润率	48.9%	35.8%	40.0%	43.6%	42.6%	43.3%
所得税	-177	-306	-370	-485	-510	-563
所得税率	10.6%	18.9%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,495	1,316	1,565	1,941	2,040	2,250
少数股东损益	-58	147	120	120	120	120
归属于母公司的净利润	1,553	1,169	1,445	1,821	1,920	2,130
净利率	45.4%	25.8%	29.9%	32.8%	32.0%	32.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,495	1,316	1,546	1,941	2,040	2,250
少数股东损益	-58	147	120	120	120	120
非现金支出	1,516	1,225	1,431	1,415	1,159	1,259
非经营收益	-1,040	81	390	130	230	183
营运资金变动	-203	-502	-709	-733	-711	1,137
经营活动现金净流	1,768	2,120	2,659	2,753	2,718	4,830
资本开支	1,444	-382	-907	-1,075	-1,240	-1,240
投资	-1,269	-1,917	-7,046	581	590	598
其他	409	-231	961	0	0	0
投资活动现金净流	584	-2,530	-6,991	-494	-650	-642
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-2,467	-101	3,344	-850	-600	-60
其他	5,038	-1,433	-1,570	-808	-1,038	-1,447
筹资活动现金净流	2,571	-1,534	1,773	-1,658	-1,688	-2,047
现金净流量	4,923	-1,944	-2,559	601	380	2141

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,422	5,664	2,521	4,950	5,151	5,453
应收账款	783	647	386	252	2,75	302
存货	649	663	599	897	914	987
其他流动资产	570	1,025	433	3135	3,075	2,113
流动资产	8,424	8,000	3,940	9,234	9,415	8,855
%总资产	26.6%	24.7%	10.5%	20.5%	19.8%	18.0%
长期投资	2,096	4,777	9,442	6,931	6,931	6,931
固定资产	1,193	1,226	1,314	1,427	1,737	1,799
%总资产	3.8%	3.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
无形资产	19,284	18,329	21,158	27,313	28,978	30,912
非流动资产	23,246	24,385	33,534	35,871	38,246	40,242
%总资产	73.4%	75.3%	89.5%	76.3%	80.2%	82.0%
资产总计	31,671	32,385	37,474	44,895	47,661	49,097
短期借款	1,836	1,582	4,014	850	600	600
应付款项	1,740	2,834	2,246	3382	3,553	4,259
其他流动负债	531	365	546	1,248	1,941	618
流动负债	4,107	4,782	6,806	5,480	6,094	5,477
长期贷款	2,202	1,783	4,979	9,979	9,979	9,979
其他长期负债	10,401	11,109	9,914	10,933	12,944	13,957
负债	16,710	17,673	21,699	26,392	28,017	29,413
普通股股东权益	12,369	12,674	13,618	18,503	19,644	19,684
少数股东权益	2,592	2,037	2,156	2,276	2,396	2,516
负债股东权益合计	31,671	32,385	37,474	44,895	47,661	49,097

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.712	0.536	0.663	0.835	0.880	0.977
每股净资产	5.672	5.812	6.245	8.119	8.549	9.026
每股经营现金净流	0.811	0.972	1.219	1.033	1.246	2.215
每股股利	0.340	0.220	0.300	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	12.55%	9.23%	10.61%	10.28%	10.30%	10.82%
总资产收益率	4.90%	3.61%	3.86%	3.84%	4.03%	4.34%
投入资本收益率	5.71%	6.25%	5.84%	5.36%	5.63%	5.94%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.52%	32.50%	6.72%	14.95%	7.76%	8.37%
EBIT增长率	-13.00%	20.72%	18.01%	17.37%	8.04%	8.77%
净利润增长率	-29.00%	-24.69%	23.57%	26.02%	7.42%	10.98%
总资产增长率	30.16%	2.26%	15.71%	26.42%	0.61%	3.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.7	48.5	28.7	18.0	17.0	17.0
存货周转天数	128.7	94.5	92.2	116.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	37.6	28.9	41.5	75.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	123.4	82.8	72.3	73.3	73.6	71.3
偿债能力						
净负债/股东权益	2.05%	9.31%	58.35%	41.59%	47.81%	43.95%
EBIT利息保障倍数	4.0	2.8	3.8	3.5	3.2	3.4
资产负债率	52.76%	54.57%	57.91%	57.82%	55.85%	54.78%

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	1	1	7	14
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.50	1.33

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-20	买入	8.90	N/A
2	2017-04-27	买入	8.42	N/A
3	2017-08-21	买入	9.80	N/A
4	2017-10-27	买入	9.81	N/A
5	2017-11-27	买入	9.35	11.00~13.00
6	2018-03-26	买入	8.40	N/A
7	2018-08-19	买入	7.77	N/A

来源：国金证券研究所

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


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH