



2018-12-10

公司深度报告

买入/调高

深高速(600548)

目标价: 10.6

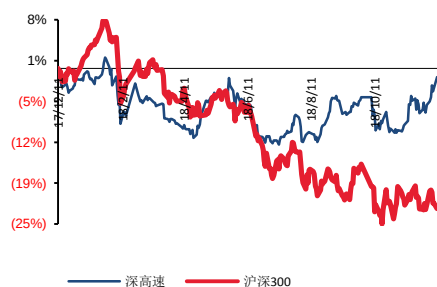
昨收盘: 8.7

工业 运输

深高速市场预期重归公路，未来潜在的公路龙头公司

——太平洋周期中国核心资产系列之深高速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,181/2,181
总市值/流通(百万元)	18,973/18,973
12个月最高/最低(元)	9.30/7.73

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

联系人: 李承鹏

电话: 13714820266

执业资格证书编码: S1190118070005

联系人: 蔡小为

电话: 15736089760

执业资格证书编码: S1190117070013

报告摘要

预测深高速 2018-21 年 EPS 分别为 1.51/1.03/1.07/1.11 元。预计现有非路产收益至 2021 年左右兑现完。我们预测深高速 2018-21 年的 EPS 分别为 1.51/1.03/1.07/1.11 元，其中路产贡献的 EPS 2018-21 年分别为 0.63/0.68/0.78/0.82 元。除了路产之外，2018 年有 0.87 元/股的资产处置收益，主要是南光、盐排、盐坝三条路产确定了政府回购的方案。包括贵龙项目和梅林关更新项目在内，我们预计深高速现有的非路产收入将主要在 2018-21 年基本兑现，之后公司将重归一家简单的以公路为主业的公司。

我们给予深高速目标价 10.60 元，对应港股目标价为 12 港元。买入评级，现价持有至 2022 年年化收益率约 12%。作为一家 2018 年 12 月 10 日 8.70 元股价的公司，路产和非路产收益一并计算，2018-21 年加总的 EPS 将达 4.73 元/股，其中路产 EPS 贡献约 2.91 元/股，非路产贡献约 1.82 元/股，而 4 年累计的经营净现金流将超过 7 元/股。按照承诺不低于 45% 的分红，在我们盈利预测的基础上，4 年累计的分红将达到 2.13 元/股。那么在 2021 年年度分红完成之后，投资者 8.70 元现价买入的成本在分红之后将减记为约 6.68 元（税 0.11 元，最低税率代缴红利税，此后按照投资者卖出的时间不同，再来补缴 15% 到 5% 的税费）。届时，2022 年，随着沿江高速的放量、外环高速的投运以及机荷高速的改扩建，深高速将是一家焕然一新的高速公路公司，我们预计 2022 年公司 EPS 为 0.96 元/股，给予 11 倍估值，给予目标价 10.60 元。但是，由于投资者现在若现价持有公司股票，届时成本将因分红因素而减记至约 6.68 元，那么根据我们的各种谨慎的假设，投资者若持有深高速 A 股股票至 2022 年，能得到 12% 左右的年化收益率，港股 12 月 10 日股价 7.84 港元，投资者持有深高速港股股票至 2022 年成本将因分红减记至 5.91 港元，而届时 12 港元的目标价对应的年化收益率约为 19%（港股通购买在香港上市的股票 20% 红利税，直接通过香港券商购买 H 股 10% 红利税，假设税率为 20%）。

深高速的市场预期将重归公路，公司将重回传统公路投资者的视野。自 2014 年深圳市回购公司下属的梅观高速部分路段起，市场看到了后

来南光、盐排、盐坝三条高速继梅观之后又被政府回购，以及公司还谋划了环保领域和房地产领域的投资。对于传统的公路投资者而言，在长达 4 年的时间里，是否把深高速还继续作为一家高速公路标的去配置，是存疑的。虽然历史上这是一家专注公路主业的公司。不过，事情已经在悄悄发生变化：2017 年沿江高速的并表和计划 2019 年底外环高速的完工，已经加重且将更加加重公司公路业务的占比。随着未来沿江高速产能利用率的提高和外环高速的投运和上量，以及未来可能发生的机荷高速的改扩建，现有其他业务对公司的影响将日渐下降，公司将重回传统公路投资者的视野。

作为一家低增速预期的公路公司，我们却预计公司未来将迎来量价齐升，是潜在的公路龙头公司。我们 2018-21 年路产主业的盈利预测分别 50.6/45.4/47.6/50.3 亿元，仅假设了公司 2018-21 路产营收 4.5%/-10.2%（三项目被回购）/5%/5.5%的增速。但是我们实际上认为公司未来营收的增速可能会超预期，此项超预期的可能给我们深高速年化 12%的收益率目标预留了预测的容错空间。未来深高速营收超预期增长可能会来自于量价两方面：第一，沿江高速及外环高速产能利用率提升超预期，车流量非线性增加。第二，作为深圳未来潜在的货运通道，沿江高速和外环高速车流量上来以后，随着深圳城市的发展，深高速四、五类车占比会增加，造成收费单价的提升。参考 2017 年深高速深圳市内四、五类车流量占比仅占 4%，但贡献了 15%的收入，这个比例远低于全国平均占比。实际上，自 2014 年开始，深高速路产结构的调整方向就已经是从深圳市内向深圳外框架发展，四、五类车占比的提升将是趋势，这也符合一般城市发展的趋势，深圳市概莫能外。若未来主力新路量价齐升超预期，我们也可以期待更高的年化收益率水平。

深高速未来超越行业平均收益率的基础是因为解决了一个普遍困扰高速公路上市公司的困境：高收入潜力的地区，公路新建或者改扩建成本畸高。这个困境制约了多年以来高速公路资产证券化率的提高，大量体外新建路产无法由上市公司直接参与。根据公司 2017 年 12 月 12 日《关于收购广深沿江高速公路深圳段 100%权益的公告》，沿江高速总投资 167 亿元，深圳市投入 103 亿元，深高速投入 64 亿元。根据公司 2016 年 3 月 19 日《外环 A 段项目投资公告》，外环高速总投资 206 亿元，深圳市投入 141 亿元，深高速投资 65 亿元。根据上述公告，按照 A 股股价和总股本计算，深圳市对这家总市值目前约 190 亿元的深高速，在沿江高速和外环高速两个项目上总计支持了约 244 亿元，按总股本折算，每股财政支持超过 10 元。这种财政支持的力度在全国罕有。所以，一定意义上，深高速的总资产是被低估的。这也是深高速很有潜力成为未来龙头公路公司的重要原因。

风险因素：

第一、目前影响沿江高速车流量上台阶的因素有三：1、深圳地铁 12

号线施工影响福田至南山沿江高速；2、沿江二期（机场出口、机荷高速连接口）在建；3、会展中心连接口在建。

第二、我们关于公司分红率的假设是基于公司 2017 年 11 月 10 日发布的《未来三年（2017 年-2019 年）股东回报规划》，该文件承诺 2017-19 年在财务及现金状况良好且不存在重大投资计划或现金支出等事项时，每年拟以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的百分之四十五，该文件让我们对 2020 年之前的分红率有信心，但 2020 年开始分红率如何需要猜测。

第三、各条路产未来车流量情况难以准确预测，公司可能会根据实际流量情况对各路产的车流量预测进行调整。高速公路使用工作量法确定的每期摊销与折旧费用与总车流量预测标准相关，所以标准车流量预测的调整可能会导致各路产账面营业成本和盈利能力的变化。我们目前在密切关注清连高速的车流量情况，根据我们测算，该路段似仍有继续计提减值的可能。不过机荷高速未来如若更改流量预测，可能对公司利润有正影响。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4837	5903	4808	5609
(+/-%)	6.73	22.04	(18.55)	16.66
净利润(百万元)	1426	3283	2238	2331
(+/-%)	21.98	130.16	(31.82)	4.14
摊薄每股收益(元)	0.65	1.51	1.03	1.07
市盈率(PE)	13.73	5.25	7.71	7.40

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 被传统公路投资者回避了近 4 年，目前是市场预期回归主业的前夜	6
(一) 公司历史上专注主业	6
(二) 自 2014 年以来较多“非主业事件”	7
(三) 公路仍为主业，除环保外我们判断非主业收益至 2021 年基本兑现完毕	8
二、 较高确定性的短期高回报在 2018 年事实上支撑了股价	9
(一) 8.70 元/股的公司，2018-21 年加总的 EPS 将达 4.73 元，其中非路产 1.82 元	9
(二) 8.70 元/股的公司，2018-21 年加总的经营净现金流和梅林关项目产生的投资收益将超过 7 元/股	10
三、 公司路产长期来看有量价齐升的潜力	11
(一) 未来量的提升来自沿江高速的非线性增长以及外环高速的投运	11
(二) 价的提升将来自四、五类车占比的提高，与新增路产的定位相关	12
(三) 作为一家市值 190 亿元的公司，沿江和外环高速总计获政府支持 244 亿元，财政支持超过 10 元/股	13
四、 深度覆盖给予目标价 10.6 元，买入评级	14
(一) 预计 2021 年非主业收益基本兑现完，预计 2022 年 EPS 为 0.96 元	14
(二) 考虑目前行业平均的 11 倍的估值，给予 2022 年目标价 10.60 元	14
(三) 10.60 元的目标价设定隐含的年化收益率的假设约 12%	15
五、 风险因素	15
(一) 沿江高速周边建设尚未完成，进度待观察	15
(二) 公开资料中关于分红率的承诺到且仅到 2019 年	15
(三) 由于是工作量法计提摊销，未来流量预测的调整会带来成本的变化	16

图表目录

图表 1: 2013-18 年上半年, 公司主业收入占比基本保持在 90%以上.....	7
图表 2: 2014 年至今公司“非主业事件”一览	7
图表 3: 2017 年收费公路业务收入占比为 88.6%	8
图表 4: 2017 年主营业务贡献净利润占比约为 75%	8
图表 5: 可预见的 2018-21 年非经常性损益一览	8
图表 6: 预计未来四年 EPS 加总将达 4.73 元, 其中非路产 1.82 元.....	9
图表 7: 预计公司未来四年经营净现金流和梅林关项目产生的投资收益将超过 7 元/股	10
图表 8: 公司参控股路产一览	11
图表 9: 2017 年深高速深圳市内四、五类车流量占比仅为 4%.....	12
图表 10: 2017 年除东莞控股外, 一般高速公路货车占比在 20%以上.....	12
图表 11: 沿江高速与外环高速更加远离深圳市区, 属于深圳市的交通外框架.....	13
图表 12: 市值 190 亿元的深高速在沿江和外环项目上总计获政府支持 244 亿元.....	14
图表 13: 主要可比公司平均 PE 约为 11 倍	14
图表 14: 2014 年以来深高速各路产总车流量标准变更情况一览.....	16

一、被传统公路投资者回避了近 4 年，目前是市场预期回归主业的前夜

深高速历史上是一家专注公路主业的公司，即便有其他业务，也与公路的代建代管相关。然而从 2014 年第一次被市政府回购公路起至今，我们认为市场对公司的预期是比较迷茫的。

这种迷茫不但发生在对深高速的看法上，也发生在 A 股上市的其他高速公路上市公司上。复盘过去，总有高速公路公司在不同背景和动机的前提下谋求多元化的发展，但大概率只是形成了一定占比的非主业资产，而很少产生占比可观的非主业收入乃至盈利。

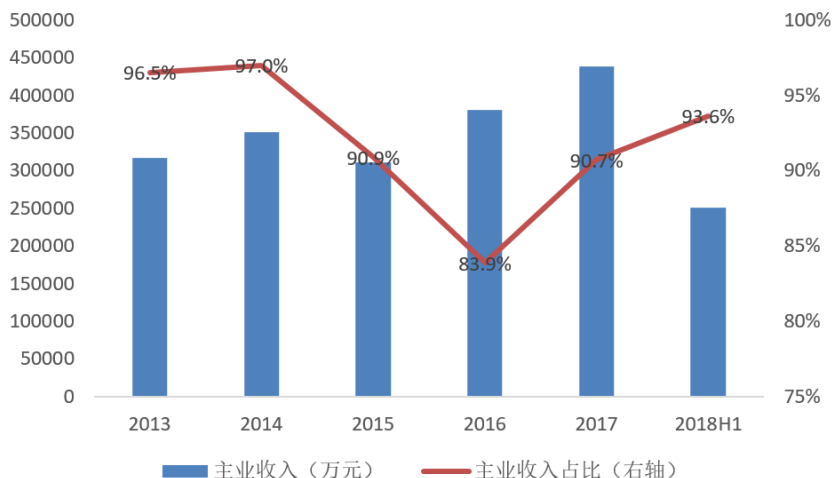
未来可能的多元化对现有净利率及现金流的影响，让传统的公路投资者产生了疑惑。同时，存量比重过大的公路财务特征，也让看好某一特定多元化方向的投资者无所适从。

对于深高速而言，事情已经在悄悄发生变化：2017 年沿江高速的并表和计划 2019 年底外环高速的完工，已经加重且将更加加重公司公路业务的占比。随着未来沿江高速产能利用率的提高和外环高速的投运和上量，以及未来可能发生的机荷高速的改扩建，现有其他业务对公司的影响将日渐下降，公司将重回传统公路投资者的视野。

（一）公司历史上专注主业

公司业务主要包括收费公路业务、委托管理业务、房地产开发业务、工程咨询业务、广告以及其他业务。若把收费公路业务与代建代管业务作为公司主业，过去 5 年公司主业收入占比基本保持在 90%以上。

图表 1：2013-18 年上半年，公司主业收入占比基本保持在 90%以上



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：主业收入包括收费公路业务与代建代管业务的收入。

(二) 自 2014 年以来较多“非主业事件”

2014 年至今发生的对公司经营发展有重大影响的非主业事件较多，如梅观及其他三条公路的回购以及环保、房地产等领域的投资。

我们认为这些非主业事件，提高了传统的公路投资者计算公司风险收益比的难度。

图表 2：2014 年至今公司“非主业事件”一览

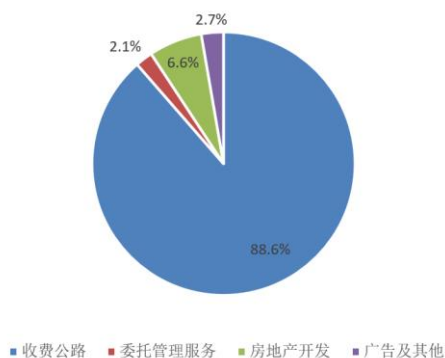
时间	事件
2014/1/28	梅观高速调整收费及补偿 :2014 年 1 月 27 日，深圳高速公路股份有限公司、本公司之全资子公司深圳市梅观高速公路有限公司与深圳市交通运输委员会、深圳市龙华新区管委会签署了《梅观高速公路调整收费补偿及资产移交协议》。本集团同意自 2014 年 3 月 31 日 24 时起对梅观高速梅林至观澜约 13.8 公里路段实施免费通行 ，以及按协议条款移交相关资产；政府同意以现金方式进行补偿安排，包括免费路段的未来收益补偿约人民币 159,795 万元以及其他相关成本/费用补偿约人民币 110,237 万元。
2015/12/1	南光高速、盐排高速和盐坝高速调整收费及补偿 :公司与深圳交委于 2015 年 11 月 30 日签署调整协议，协议双方同意自 2016 年 2 月 7 日零时起分两阶段实施调整方案，即：本公司对南光高速、盐排高速和盐坝高速实施免费通行，深圳交委根据相应的调整方式以现金对本公司进行补偿。
2015/12/1	增资贵州银行 :公司对贵州银行股份有限公司的投资进行增资，增资金额为 7.18 亿元人民币 。
2017/4/26	收购重庆德润环境有限公司 20%股权 :子公司环境公司将以人民币 440,864.45 万元向水务资产收购德润环境 20%股权。
2018/05/27	贵龙项目股权转让 :公司执行董事会于 2018 年 5 月批准本集团以公开挂牌方式转让贵州悦龙投资有限公司 100%股权及债权，该公司持有约 296 亩贵龙土地，截至本报告日该项转让已通过深圳联合产权交易所正式挂牌确定受让方，并签署股权及债权转让合同，成交价格约 18,080 万元。此外，董事会于 2018 年 7 月批准本集团以公开挂牌方式整体转让贵州圣博、贵州恒丰信、贵州恒弘达和贵州业恒达 100%股权及债权，挂牌价格不低于四家公司的资产评估结果之和，且不低于 55,080 万元。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 公路仍为主业，除环保外我们判断非主业收益至 2021 年基本兑现完毕

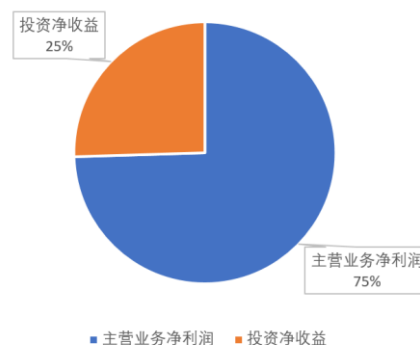
目前公司主营业务仍然以公路业务为主，2017 年收费公路业务收入为 42.8 亿元，占主营业务收入的比例约为 88.6%。净利润方面，2017 年公司主营业务净利润占净利润总额的比例约为 75%，剩余部分主要为投资收益，包括对参股路产、贵州银行以及德润环境等投资产生的收益。

图表 3：2017 年收费公路业务收入占比为 88.6%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 4：2017 年主营业务贡献净利润占比约为 75%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目前对公司 2018-21 年产生非经常性收益的项目主要包括梅林关项目、盐排盐坝南光三路产项目回购补偿、梅观公司拆迁补偿等，除梅林关商业项目外其他项目均将于 2021 年前兑现完毕，具体收益影响测算如下表所示。

图表 5：可预见的 2018-21 年非经常性损益一览

单位（亿元）	2018	2019	2020	2021
梅观公司拆迁补偿收益	2.6	0	0	0
三项目回购补偿	15.2	0	0	0
梅林关住宅	0	5.9	5.5	5.5
梅林关商业	0	0	0.87	0.87
贵龙项目	1.5	1.53	0.88	0
合计	19.3	7.43	7.25	6.37

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、较高确定性的短期高回报在 2018 年事实上支撑了股价

深高速从 2013 年年中开始坚持按月公告投资者接待记录（后期改为互动记录），我们做了一个有趣的统计，自 2014 年梅观高速部分路段公告回购之后，与路产无关的问题在字数上占比高达 60%。

不过，和大多数同行业公司有区别的是，大家所关心的深高速的非路产收益，不但盈利的体量大，而且收益的确定性程度也确实高，具有“双高”特征。

具体而言，深圳市回购梅观高速产生的资产处置收益、以及回购南光、盐排、盐坝三条高速产生的资产处置收益、梅林关更新项目将产生的收益、贵龙项目产生的收益，都符合盈利体量大、确定性程度高的“双高”特征。

从财务特征上来看，深高速作为一家 2018 年 12 月 10 日收盘价 8.70 元/股的公司，我们预测公司 2018-21 年加总的 EPS 将达约 4.73 元，其中非路产收益约为 1.82 元/股。

短期非主业的“双高”特征支撑了公司 2018 年的股价。同时，对短期非主业收益过高的关注度，也掩盖了公司路产未来长期的潜力。

我们可以这么看待近期“双高”的非主业：相当于把深高速的收费年限延长了两年，而且把收益提前给到投资者手里。

（一）8.70 元/股的公司，2018-21 年加总的 EPS 将达 4.73 元，其中非路产 1.82 元

2018-21 年公司 EPS 加总将达 4.73 元，其中主营业务（不包含外环项目）贡献 2.91 元，剩余部分包括贵龙项目的房地产业务及股权转让、三项目回购补偿、外环项目以及梅林关项目的 EPS 贡献合计约为 1.82 元。

图表 6：预计未来四年 EPS 加总将达 4.73 元，其中非路产 1.82 元

	2018	2019	2020	2021	合计
EPS	1.51	1.03	1.07	1.11	4.73
当前主业（不包含外环）	0.74	0.68	0.72	0.75	2.91
贵龙项目	0.07	0.07	0.04		0.18
三项目（含税）	0.70				0.70
外环项目			0.06	0.07	0.13
梅林关住宅	0	0.27	0.25	0.25	0.77
梅林关商业	0.00	0.00	0.00	0.04	0.04

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 8.70 元/股的公司，2018-21 年加总的经营净现金流和梅林关项目产生的投资收益将超过 7 元/股

公司 2018-21 年四年的经营产生的净现金流及梅林关项目产生的投资收益加总的和预计为 7.3 元/股，包括收费公路业务与广告业务、梅林关房地产项目、贵龙房地产出售产生的收入等。

图表 7：预计公司未来四年经营净现金流和梅林关项目产生的投资收益将超过 7 元/股

单位（亿元）	2018	2019	2020	2021
主营业务经营净现金流	31.22	32.93	33.46	37.81
梅林关项目投资收益	0	5.94	5.48	6.32
贵龙项目经营净现金流	1.28	0.07	1.18	
其他收入经营净现金流	0.64	0.62	0.6	0.62
合计	33.14	39.56	40.72	44.75
股本（亿股）	21.81	21.81	21.81	21.81
每股经营现金流+梅林关投资收益（元）	1.5	1.8	1.9	2.1
每股经营现金流+梅林关投资收益合计（元）	7.3			

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、公司路产长期来看有量价齐升的潜力

目前公司参控股路产共 16 条，其中 10 条为控股路产，6 条为参股路产。南光、盐排、盐坝三条高速已被政府回购免费通行。已经投运的沿江高速和益常高速、在建的外环高速项目为近两年并表的增量路产，其中沿江高速一期已通车，二期将于 2020 年通车，外环高速预计也将于 2019 年底完工。

图表 8：公司参控股路产一览

	路产	持股比例	收费年限	2017 年收入或投资收益 (百万元)	收费里程 (公里)	车道数量
存量路产	控股路产					
	清连公路	76.37%	16	736.0	216.0	4
	机荷东段	100%	9	716.2	21.8	6
	机荷西段	100%	9	631.2	21.8	6
	水官高速	50%	7	643.4	20.0	10
	武黄高速	100%	4	366.8	70.3	4
	南光高速	100%	14	351.1	31.0	6
	盐排高速	100%	9	188.2	15.6	6
	盐坝高速	100%	A 段:8;B 段:10;C 段:17	191.8	29.1	6
	长沙环路	51%	11	108.9	34.7	4
	梅观高速	100%	9	122.8	5.4	8
	参股路产					
	阳茂高速	25%	9	84.1	79.8	4
	广梧项目	30%	9	38.6	36.5	4
	江中项目	25%	9	22.1	39.6	4
	广州西二环	25%	12	49.1	40.2	6
	水官延长段	40%	8	8.2	6.3	6
	南京三桥	25%	12	44.1	15.6	6
增量路产	控股路产					
	沿江高速(深圳段)	100%	20	0	36.6	8
	益常高速	100%	15	228.4	78.3	4
	外环项目	100%	25	0	60.0	6

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(一) 未来量的提升来自沿江高速的非线性增长以及外环高速的投运

公司未来车流量的增量将主要体现在沿江高速与外环高速。

其中，沿江高速目前由于上下口进出不便等原因，产能利用率较低，2020 年沿江高速二期完工后，机场互通立交、国际会展中心互通立交以及南坪快速路延长段衔接工程的开通将基本解决

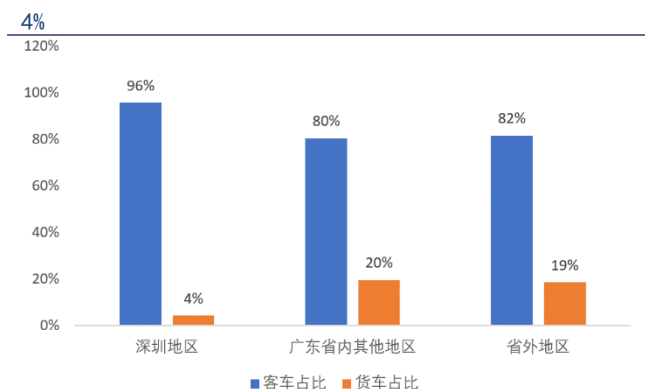
目前存在的进出口不便的问题。另外，沿江高速沙河西进出口由于深圳地铁 12 号线南山站的施工通行不畅，我们预计地铁站施工对车流量的影响将于 2019 年上半年消除。

我们认为，在外环高速发力之前，我们首先能看到沿江高速车流量迎来非线性增长。

(二) 价的提升将来自四、五类车占比的提高，与新增路产的定位相关

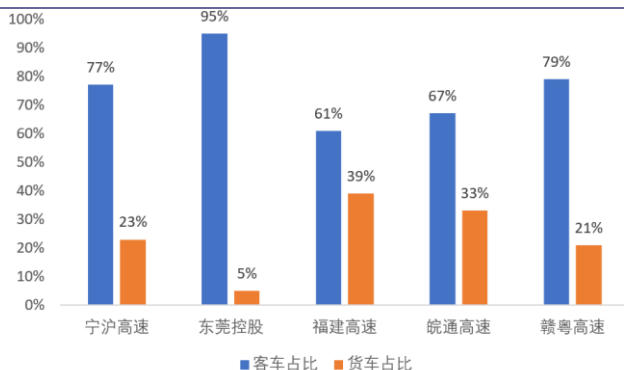
目前深高速深圳区域车流量货车（四、五类车）比例占比仅为 4%，远低于深高速其他地区路产的货车流量比例以及主要高速公路平均货车流量比例水平。

图表 9：2017 年深高速深圳市内四、五类车流量占比仅为 4%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 10：2017 年除东莞控股外，一般高速公路货车占比在 20% 以上



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从公路的地理位置来看，沿江高速与外环高速相对于平行的广深高速及南坪快速线更加远离市区，且车道更宽，所以我们认为为了缓解中心城区拥堵的交通现状，沿江高速二期工程及外环高速投运后，或将成为深圳外围的主要货车通道。

而货车单辆通行费收入约为客车收入的 3 到 4 倍左右，未来货车流量占比的提升或将成为深高速业绩放量的重要因素。

图表 11: 沿江高速与外环高速更加远离深圳市区, 属于深圳市的交通外框架



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

(三) 作为一家市值 190 亿元的公司, 沿江和外环高速总计获政府支持 244 亿元, 财政支持超过 10 元/股

深高速未来超越行业平均收益率的基础是因为解决了一个普遍困扰高速公路上市公司的困境: 高收入潜力的地区, 公路新建或者改扩建成本畸高。

这个困境制约了多年以来高速公路资产证券化率的提高, 大量体外新建路产无法由上市公司直接参与。

根据公司 2017 年 12 月 12 日《关于收购广深沿江高速公路深圳段 100%权益的公告》, 沿江高速总投资 167 亿元, 深圳市投入 103 亿元, 深高速投入 64 亿元。根据公司 2016 年 3 月 19 日《外环 A 段项目投资公告》, 外环高速总投资 206 亿元, 深圳市投入 141 亿元, 深高速投资 65 亿元。根据上述公告, 按照 A 股股价和总股本计算, 深圳市对这家总市值目前约 190 亿元的深高速, 在沿江高速和外环高速两个项目上总计支持了约 244 亿元, 按照总股本折算超过 10 元/股, 这种财政支持在全国罕有。

所以, 一定意义上, 深高速的总资产是被低估的。这也是深高速很有潜力成为未来龙头公路公司的重要原因。

图表 12: 市值 190 亿元的深高速在沿江和外环项目上总计获政府支持 244 亿元

项目名称	时间	取得方式	政府补偿金额
沿江项目	2017/12/12	以人民币 14.72 亿元的价格受让深投控所持有的广深沿江高速公路深圳段 100% 的权益	103 亿元
外环项目	2016/3/19	PPP 项目, 其中深高速投资 65 亿元, 深圳市政府投资 141 亿元	141 亿元
合计			244 亿元

资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

四、深度覆盖给予目标价 10.6 元, 买入评级

(一) 预计 2021 年非主业收益基本兑现完, 预计 2022 年 EPS 为 0.96 元

预计 2022 年公司 EPS 为 0.96 元, 其中主营业务 (不含外环项目) 贡献 0.82 元, 外环项目贡献 0.10 元, 梅林关项目商业部分贡献 0.04 元, 合计共 0.96 元。

(二) 考虑目前行业平均的 11 倍的估值, 给予 2022 年目标价 10.60 元

参考 15 家可比公司的 10.6 倍的平均市盈率及 2022 年 0.96 元的 EPS, 我们给予深高速 2022 年 10.60 元的目标价

图表 13: 主要可比公司平均 PE 约为 11 倍

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600548.SH	深高速	8.70	1.51	1.03	1.07	5.76	8.44	8.13
000429.SZ	粤高速 A	7.66	0.70	0.74	0.79	11.20	10.45	9.70
600377.SH	宁沪高速	9.48	0.87	0.85	0.89	10.90	11.15	10.65
600012.SH	皖通高速	5.66	0.69	0.75		8.20	7.55	
001965.SZ	招商公路	8.18	0.63	0.71	0.81	12.98	11.52	10.10
601107.SH	四川成渝	3.45	0.27	0.32		13.00	10.78	
600033.SH	中原高速	3.00	0.25	0.29	0.33	12	10.34	9.09
平均值						11	10.02	9.50

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

注: 深高速为预测数据, 表内其他高速公路盈利预测为 Wind 一致性预测

(三) 10.60 元的目标价设定隐含的年化收益率的假设约 12%

作为一家 2018 年 12 月 10 日 8.70 元股价的公司，路产和非路产收益一并计算，2018-21 年加总的 EPS 将达 4.73 元/股，其中路产 EPS 贡献约 2.91 元/股，非路产贡献约 1.82 元/股，而 4 年累计的经营净现金流和梅林关项目产生的投资收益加总将超过 7 元/股。

按照承诺不低于 45%的分红，在我们盈利预测的基础上，4 年累计的分红将达到 2.13 元/股。那么在 2021 年年度分红完成之后，投资者 8.70 元现价买入的成本在分红之后将减记为约 6.68 元（税 0.11 元，最低税率代缴红利税，此后按照投资者卖出的时间不同，再来补缴 15%到 5%的税费。）。

届时，2022 年，随着沿江高速的放量、外环高速的投运以及机荷高速的改扩建，深高速将是一家焕然一新的高速公路公司，我们预计 2022 年公司 EPS 为 0.96 元/股，给予 11 倍估值，给予目标价 10.60 元。

但是由于投资者现在若现价持有公司股票，届时成本将因分红因素而减记至约 6.68 元，那么根据我们的各种谨慎的假设，投资者若持有深高速 A 股股票至 2022 年，能得到 12%左右的年化收益率。

公司港股 12 月 10 日股价 7.84 港元，投资者持有深高速港股股票至 2022 年成本将因分红减记至 5.91 港元，而届时 12 港元的目标价对应的年化收益率约为 19%（港股通购买在香港上市的股票 20%红利税，直接通过香港券商购买 H 股 10%红利税，假设税率为 20%）。

五、 风险因素

(一) 沿江高速周边建设尚未完成，进度待观察

我们预计，沿江高速二期工程（包括机场连接线、国际展览中心、深中通道及机荷高速连接线）将于 2020 年前分期完工投产，沿江高速二期工程能否按时完工投产是影响公司 2020 年业绩的重要因素之一，其建设进度仍有待后续进一步观察。

(二) 公开资料中关于分红率的承诺到且仅到 2019 年

我们关于公司分红率的假设是基于公司 2017 年 11 月 10 日发布的《未来三年（2017 年-2019 年）股东回报规划》，该文件承诺 2017-19 年在财务及现金状况良好且不存在重大投资计划或现金支出等事项时，每年拟以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的百分之四十五，该文件让我们对 2020 年之前的分红率有信心，但 2020 年开始分红率如何需要猜测。

(三) 由于是工作量法计提摊销，未来流量预测的调整会带来成本的变化

图表 14：2014 年以来深高速各路产总车流量标准变更情况一览

公路名称	变更时间	调整前单位摊销额（元）	调整后单位摊销额（元）	调整幅度
南光高速	2013/7/1	3.68	4.22	14.7%
盐坝高速	2013/7/1	3.6	3.74	3.9%
清连高速	2013/7/1	33.15	25.95	-21.7%
机荷东段	2014/10/1	4.5	3.49	-22.4%
机荷西段	2014/10/1	1.22	0.78	-36.1%
梅观高速	2014/10/1	1.5	0.84	-44.0%
盐排高速	2016/1/1	3.98	4.49	12.8%
盐坝高速	2016/1/1	1.49	1.97	32.2%
南光高速	2016/1/1	4.22	4.71	11.6%
清连高速	2016/1/1	25.19	26.54	5.4%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

结合公司各条路产前期的摊销、实际车流量、剩余收费年限等情况，未来公司可能会调低清连高速车流量预测值，调高机荷东段、机荷西段未来车流量预测值，从而导致清连高速单位摊销额上升，机荷东段、机荷西段的单位摊销额下降（不考虑机荷高速的改扩建因素）。

资产负债表(百万)

2016A 2017A 2018E 2019E 2020E

利润表(百万)

2016A 2017A 2018E 2019E 2020E

货币资金	5664	2521	10449	9885	13508	营业收入	4532	4837	5903	4808	5609
应收和预付款项	791	527	642	511	614	营业成本	2533	2499	3177	2470	3063
存货	663	599	900	700	868	营业税金及附加	66	39	54	44	52
其他流动资产	882	292	409	409	409	销售费用	19	20	18	14	17
流动资产合计	8000	3940	12400	11505	15399	管理费用	139	184	177	144	168
长期股权投资	4703	9064	6964	6964	6964	财务费用	639	551	954	658	655
投资性房地产	14	13	13	13	13	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1028	958	1034	1071	1068	投资收益	434	529	2674	1556	1504
在建工程	14	29	29	29	29	公允价值变动	75	-146	0	0	0
无形资产开发支出	18324	21153	26464	23087	22639	营业利润	1645	1908	4198	3032	3158
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-23	7	250	0	0
其他非流动资产	24385	33534	35506	32166	31715	利润总额	1622	1916	4448	3032	3158
资产总计	32385	37474	47907	43671	47114	所得税	306	370	890	606	632
短期借款	0	2518	0	0	0	净利润	1316	1546	3558	2426	2526
应付和预收款项	447	833	1074	857	1027	少数股东损益	147	120	275	188	195
长期借款	1783	4979	9973	9973	9973	归母股东净利润	1169	1426	3283	2238	2331
其他负债	15443	13368	17530	11085	11832						
负债合计	17673	21699	28577	21915	22832						
股本	2181	2181	2181	2181	2181	预测指标					
资本公积	2151	2155	2155	2155	2155		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	7448	8395	11678	13916	16247	毛利率	44.11%	48.34%	46.18%	48.62%	45.39%
归母公司股东权益	12674	13618	16898	19137	21468	销售净利率	25.80%	29.49%	55.61%	46.56%	41.56%
少数股东权益	2037	2156	2432	2619	2815	销售收入增长率	32.50%	6.72%	22.06%	-18.56%	16.66%
股东权益合计	14711	15775	19330	21756	24282	EBIT 增长率	10.71%	9.04%	119.02%	-31.67%	3.31%
负债和股东权益	32385	37474	47907	43671	47114	净利润增长率	-24.69%	21.98%	130.16%	-31.82%	4.14%
						ROE	9.23%	10.47%	19.43%	11.70%	10.86%
						ROA	3.61%	3.81%	6.85%	5.13%	4.95%
						ROIC	14.63%	11.66%	21.99%	12.98%	14.06%
						EPS (X)	0.54	0.65	1.51	1.03	1.07
						PE (X)	15.86	13.73	5.25	7.71	7.40
						PB (X)	1.46	1.44	1.02	0.90	0.80
						PS (X)	4.09	4.05	2.92	3.59	3.08
						EV/EBITDA (X)	5.72	7.40	3.20	4.44	3.68

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。