



2019-03-25

公司点评报告

买入/维持

深高速 (600548)

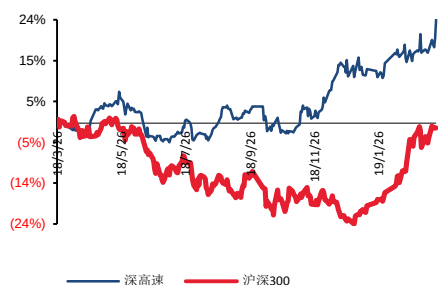
目标价: 13.20

昨收盘: 10.60

工业 运输

深高速：未来市场化公用事业投资平台，上调目标价至 13.20 元

■ 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)	21,917/21,917
12 个月最高/最低(元)	10.60/7.73

相关研究报告：

深高速 (600548)《2019 年前两月营运数据点评：沿江高速流量及收入如预期大幅增长》——2019/03/22
 深高速 (600548)《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》——2018/12/10

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

深高速年报公告业绩及分红方案符合预期。

公司 2018 年实现营业收入 58.07 亿元，同比+11.45%；归属于上市公司股东的净利润 34.4 亿元，同比+148.56%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15.38 亿元，同比+4.45%；基本每股收益 1.577 元。

公司拟每股派现金股息 0.71 元（含税），总额为 15.48 亿元，占 2018 年合并报表净利润的 45.01%；其中，因三项目资产处置收益而派发的特别股息为 0.35 元/股，占处置收益的 50.01%，本年度不实施公积金转增股本。

根据年报公告，我们微调了对公司 2019-21 年的盈利预测。预计 2019-21 年 EPS 分别为 1.05/1.05/1.11 元。

公司 2018 年高速公路收费业务的毛利率为 52.83%，较 2017 年增加了 2.9 个百分点，略高于预期；委托管理服务、广告及其他业务实现的收入将 2017 有较大的增长，增速分别为+226.75%/+55.83%。

参照 2018 年年报数据，我们上修了之前盈利预测中公路收费业务的毛利率，以及调整了我们原来对贵龙项目收入确认的时间判断。据此，我们调整了公司 2019-2021 的盈利预测，预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 1.05/1.05/1.11 元（原预测分别为：1.03/1.07/1.11 元）。

公司最近公告并经股东大会通过了管理层激励方案，引领内地公路及公用事业国企改革潮流，我们认为公司未来是潜在的市场化公用事业投资平台。

2019 年 3 月 16 日，公司公告拟通过收购股权和后续增资的方式将持有南京风电 51% 的股权，预计耗资共计 5.1 亿元，拟布局风电领域。此前，公司已经涉足环保领域。实际上，在公路行业里面，公司是之前少有的非主业收入和非主业毛利能同比例增长的公路企业。过往的数据，加上 3 月 4 日临时股东大会通过的管理层激励方案，让我们有信心期待公司成为内地龙头的市场化公用事业投资平台。

参照电能实业、长江基建集团等专注公用事业领域投资的公司的估值水平，我们上调深高速目标价至 13.20 元。我们按照 2019 年的主营业务贡献的 0.81 元/股的 EPS 和香港三家公用投资类上市公司 2019 年平均 16.3 倍的 PE，上调深高速目标价至 13.20 元。

风险因素：从目前看，虽然推行了管理层激励，但 6 年的管理层和股

东利益的绑定时间仍稍嫌短；公司适合长期持有的价值投资者，该目标价亦为长期目标价，股价短期波动难以预测；公用事业产品一般都存在政策的不确定性风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5807	5225	5940	6209
(+/-%)	20.05	(10.02)	13.68	4.53
净利润(百万元)	3440	2289	2293	2422
(+/-%)	141.15	(33.47)	0.19	5.63
摊薄每股收益(元)	1.58	1.05	1.05	1.11
市盈率(PE)	5.69	9.58	9.56	9.05

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、 不考虑未来管理层能额外创造的价值，现有资产按照 DCF 估值每股 11.10 元的价值，支撑了公司股价在熊市中的表现.....	5
二、 未来按年限和盈利能力综合考虑，深高速实际上可以给到公路行业的最高估值.....	6
(一) 2024 年假设机荷及武黄高速改扩建完工后，深高速路产按权益和里程加权的剩余收费年限或将延长至 14.5 年	6
(二) 深高速的区位优势也是能给较高估值的客观因素	8
三、 进入风电和环保领域偶然亦必然，管理层激励方案已经股东大会通过，公司或将引领公路行业市场化转型	9
(一) 高速公路公司转型一直在路上，但总体非公路毛利跟不上非公路收入	9
(二) 环保+风电+公路，深高速或是未来公用事业领域的市场化投资平台	10
(三) 理顺激励机制，公司或成为未来国企市场化激励的引领者	10
四、 参照香港公用投资类公司估值，上调深高速目标价至 13.20 元，维持“买入”评级	11
五、 风险提示	11

图表目录

图表 1: 对各项目进行单独估值, 按 8%折现率对应的股价为 11.10 元/股.....	5
图表 2: 假设 2024 年机荷及武黄高速改扩建完工投产, 深高速路产加权收费年限将延长至 14.5 年	7
图表 3: 公司主要路产位于人口净流入的深圳及珠三角地区.....	8
图表 4: 2014 年起深圳及广东地区常住人口增速保持在全国最高水平	8
图表 5: 2009-17 年, 10 家高速公路公司其他业务平均收入占比由 11.0%上升至 29.8%.....	9
图表 6: 2009-17 年, 10 家高速公路公司其他业务平均毛利占比由 1.6%提升至 7.1%.....	9
图表 7: 2009-18 年, 深高速其他业务收入占比由 7.4%上升至 12.8%.....	9
图表 8: 2009-18 年, 深高速其他业务毛利占比由-10.5%上升至 10.2%.....	9
图表 9: 根据 3 月 25 日 WIND 一致性预期, 三家港股公用事业类的公司 2019 年 PE 平均值为 16.3.....	11

一、 不考虑未来管理层能额外创造的价值, 现有资产按照 DCF 估值每股 11.10 元的价值, 支撑了公司股价在熊市中的表现

在刚刚过去的 2018 年, 深高速的投资者, 收获了因价值被明显低估带来的估值修复收益。实际上, 这份估值修复的收益总结而言分成两块:

- 第一、 深高速特殊的区位优势在过去带来的高增长, 使公司几乎每一项在广东的资产都受益, 包括深圳市内的高速公路, 以及广东省内的其他高速公路, 实际上梅林关更新项目也是受益于区域发展的红利;
- 第二、 管理层过往的努力对股东价值的贡献。这一点恰恰是最容易被忽视的。实际上过去几年, 深高速的合并报表范围发生了很大的变化, 基本上每一项变化, 无论是路产被回购或者收购路产, 或者是环保项目以及风电项目等等, 以及省外的路产收购, 还有受托管理项目、房地产项目等, 要么增加了当期的收益, 要么让股东增加了对未来的期望。

但是, 在 2018 年, 特别是 2018 年的下半段, 市场整体交易量萎靡的日子里, 投资者在对股价做判断时, 不敢对未来赋予太多的权重, 而是着眼于当下资产的价值和分红。

所以我们在 2018 年 12 月 10 日深高速深度报告中, 主要着重分析深高速现有资产产生的利润、现金流以及折旧的算法。

我们通过对公司现有的已运营路产、在建路产、贵龙项目、梅林观项目以及参股公司的权益进行单独估值并加总后扣除公司的负债, 测算公司的价值, 按 8% 的折现率测算, 公司每股价值为 11.10 元/股。这在之前是明显被低估的。这或许是公司股价熊市表现平稳的重要原因。

以下图表 1 是我们以 2018 年财务数据为基础对公司的各项资产分部的 DCF 估值。

图表 1: 对各项目进行单独估值, 按 8% 折现率对应的股价为 11.10 元/股

折现率	6%	7%	8%	9%
路产 FCFF 现值 (亿元)	337.62	308.68	283.26	260.85
贵龙项目估值 (亿元)	6.58	6.43	6.30	6.16
梅林观项目 (亿元)	34.66	32.63	30.78	29.08
参股权益估值 (亿元)	48	48	48	48
其他可变现资产 (亿元)	69.44	69.44	69.44	69.44
合计 (亿元)	496.30	465.18	437.69	413.53
减: 总负债 (亿元)	195.5	195.5	195.5	195.5
对应股权价值 (亿元)	300.76	269.65	242.16	217.99
对应股价 (元/股)	13.79	12.36	11.10	10.00

资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

上述测算过程中，我们对路产在其经营期限内采用自由现金流折现法进行计算，并考虑非全资控股的路产的少数股东权益影响因素，同时也因少数股东的影响对负债进行修正，使两者的统计口径保持一致。

但是，上述测算我们并没有考虑公司的委托管理服务业务和广告业务，也未考虑公司持有自用的物业等长期资产的价值以及持有待售物业的公允价值。

参照上述估值，假如我们的各项参数是合理的，那么按照 2019 年 3 月 25 日的收盘价 10.60 元/股，若现价买入，投资者还能享受一定的估值折价。而且这个估值折价的幅度，并没有考虑未来机荷高速的改扩建。实际上，假设机荷高速改扩建完成并延长年限，深高速将是一家新的高速公路公司。

二、未来按年限和盈利能力综合考虑，深高速实际上可以给到公路行业的最高估值

(一) 2024 年假设机荷及武黄高速改扩建完工后，深高速路产按权益和里程加权的剩余收费年限或将延长至 14.5 年

由于收费公路业务不具有永续性，剩余收费年限的长短是影响路产价值的重要因素，也是投资者对公路公司以及整个行业进行估值时考虑的重要因素。

根据我们的测算，2018 年底深高速的路产按权益比例及收费里程加权计算的收费公路剩余年限约为 12.9 年，但未来外环高速的投产、机荷高速及武黄高速改扩建完成后收费年限可能的延长将使深高速路产的加权收费年限大幅延长。

机荷高速目前为双向六车道，但日均混合车流量已超过 20 万辆/日，产能不足影响道路通行，根据公告披露，公司目前已在进行改扩建项目方案的先期工作，参考山东高速的济青高速改扩建后收费年限重新核定的案例，我们预计将原六车道改扩建至双层“6+8”车道或“8+8”车道，重新核定后的收费年限或为 25 年。

按照原收费年限，武黄高速将于 2022 年到期，但由于双向四车道的武黄高速目前的日均车流量已超过 10 万辆，已超过其设计产能，我们预计公司将会对武黄高速进行改扩建，重新核定的收费年限或与机荷高速相同为 25 年。

假设 2024 年机荷高速及武黄高速改扩建项目完工投产，则届时深高速路产加权收费年限将延长至 14.5 年，为高速公路上市公司中最长，且区位优势最好。

图表 2：假设 2024 年机荷及武黄高速改扩建完工投产，深高速路产加权收费年限将延长至 14.5 年

公司名称	2018	2020	2024
深高速	12.9	12.7	14.5
中原高速	18.3	16.3	12.3
山东高速	13.3	15.8	11.8
赣粤高速	16.9	15.3	11.3
粤高速 A	14.0	13.7	10.7
城发环境	16.6	14.6	10.6
福建高速	16.5	14.5	10.5
四川成渝	16.3	14.3	10.3
宁沪高速	13.8	13.2	10.2
楚天高速	15.0	13.0	9
现代投资	10.9	10.8	6.8
皖通高速	12.2	10.2	6.2
东莞控股	8.9	6.9	2.9

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注 1：该剩余年限数据为考虑路产权益比例、收费里程及车道数量的综合加权剩余收费年限

注 2：对除深高速外的其他公司路产收费年限预测时，不考虑尚未确定的可能对收费年限产生影响的因素

注 3：假设机荷高速扩建方案为双层“6+8”，共 14 车道

(二) 深高速的区位优势也是能给较高估值的客观因素

深高速收费公路业务中收入占比较高的机荷高速、清连高速、水官高速、沿江高速以及未来将要投产的外环高速都位于经济活力较强的深圳及珠三角地区，而由于高速公路客车比例不断上升，地区人口净流入情况成为影响该区域高速公路未来车流量增速重要因素。

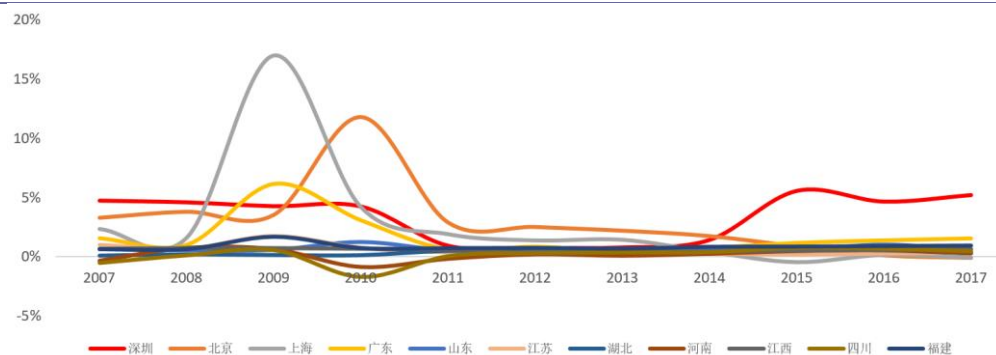
图表 3: 公司主要路产位于人口净流入的深圳及珠三角地区



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

从 2014 年起，深圳及广东地区的常住人口增速保持在全国最高水平，2017 年深圳及广东的常住人口增速分别为+5.2%/+1.5%。

图表 4: 2014 年起深圳及广东地区常住人口增速保持在全国最高水平



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

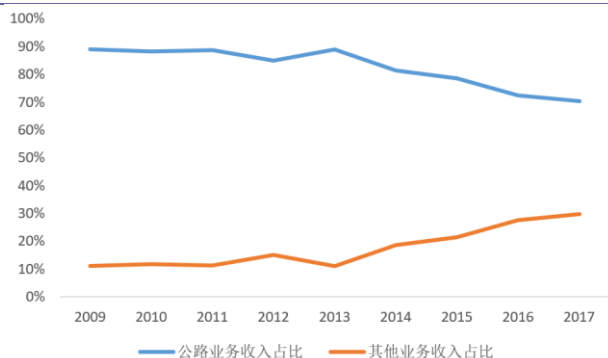
三、 进入风电和环保领域偶然亦必然，管理层激励方案已经股东大会通过，公司或将引领公路行业市场化转型

(一) 高速公路公司转型一直在路上，但总体非公路毛利跟不上非公路收入

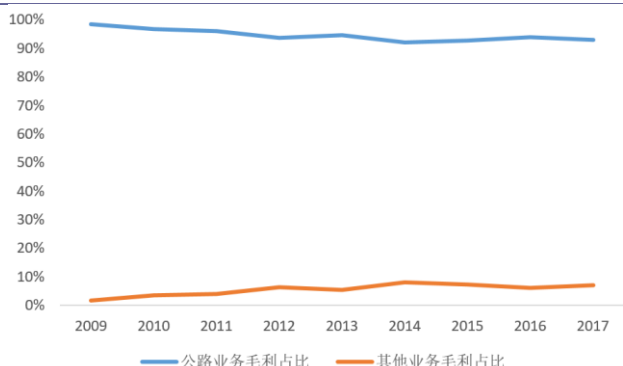
实际上高速公路公司的转型一直在路上。不过，高速公路的转型，往往只带来非公路的收入，而很少有非公路毛利的实际贡献。

我们对 A 股 10 家上市公司的业务进行拆分发现，2009-2017 年 10 家公司除收费公路业务以外的其他业务收入平均占比由 11.0% 上升至 29.8%，但毛利占比仅由 2009 年的 1.6% 上升至 2017 年的 7.1%。2009-2018 年，深高速其他业务收入占比由 7.4% 上升至 12.8%，2009-18 年，深高速其他业务毛利占比由 -10.5% 上升至 10.2%，非公路的收入和毛利比显著优于行业水平。

图表 5：2009-17 年，10 家高速公路公司其他业务平均收入占比由 11.0% 上升至 29.8%



图表 6：2009-17 年，10 家高速公路公司其他业务平均毛利占比由 1.6% 提升至 7.1%

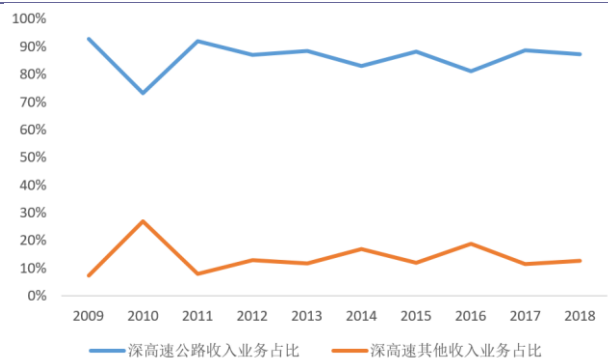


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

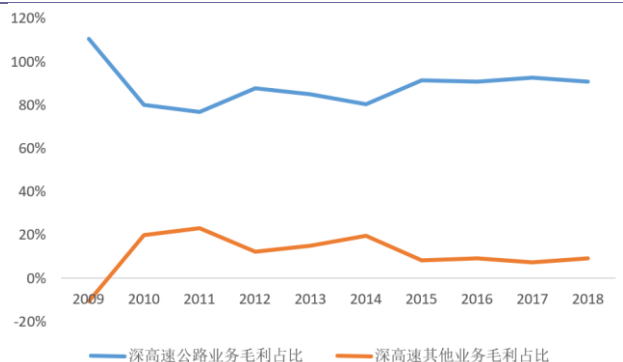
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：10 家高速公司分别为：宁沪高速、山东高速、深高速、粤高速 A、中原高速、福建高速、现代投资、楚天高速、皖通高速及赣粤高速。

图表 7：2009-18 年，深高速其他业务收入占比由 7.4% 上升至 12.8%



图表 8：2009-18 年，深高速其他业务毛利占比由 -10.5% 上升至 10.2%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 环保+风电+公路，深高速或是未来公用事业领域的市场化投资平台

目前，深高速已经进入了类高速管理模式的环保、风电行业。我们认为，参考过往的经营表现，我们可以期待未来的股东回报。

公司从 2017 年投资参股水规院和德润环境正式进入环保领域。2017 年公司分别收购水规院 15%的股权和德润环境 20%的股权。水规院为中国最早开展水务一体化设计的综合性勘测设计机构，拥有水利行业、市政给排水、工程勘察综合、测绘等 7 项甲级资质，是全国勘察设计 500 强和水利类勘察设计行业 50 强企业。德润环境是一家综合性的环境企业，旗下拥有重庆水务和三峰环境等控股子公司，主要业务包括供水及污水处理、垃圾焚烧发电、环境修复等。

2019 年 3 月 16 日，公司公告拟出资 2.1 亿元收购南京风电 30%股权，收购完成后拟出资 3 亿元对南京风电进行增资，通过此次股权收购和后续增资公司将获得南京风电 51%的股权。公司期望以此次收购南京风电作为未来进入风电厂运营领域的切入点。

(三) 理顺激励机制，公司或成为未来国企市场化激励的引领者

同时，我们关注的是，公司 2019 年 1 月 30 日发布了《增量利润激励与约束方案》，该方案在 3 月 4 日的临时股东大会获得了通过。

该激励方案通过考核 2018-23 年公司净资产收益率并发放超额业绩奖金的方式，对包括董事长、总裁在内的中高层管理人员和技术骨干进行激励。该激励方案已通过公司股东大会审议，根据年报披露，2018 年公司计提员工增量利润激励基金约 5000 万元。

根据公告的激励方案，2018 年计提的约 5000 万元激励基金，需陆续根据经营指标在 6 年内兑现完毕。

适当的激励是未来市场化运营逻辑的必要条件。有了这种股东利益和管理层利益的绑定，我们才能对公司资金的合理运用做出更加乐观的假设。

四、参照香港公用投资类公司估值，上调深高速目标价至 13.20 元，维持“买入”评级

基于未来市场化公用事业投资平台的假设，对公司目标价进行判断时参考港股三家公用事业类投资平台公司 2019 年 16.3 倍的平均 PE，我们预计公司到 2019 年，剔除梅林关项目收益的影响后公司的 EPS 为 0.81 元，对应目标价 13.20 元/股。

图表 9：根据 3 月 25 日 wind 一致性预期，三家港股公用事业类的公司 2019 年 PE

证券代码	公司	股价(元)	EPS (元/股)			PE		
			2019 E	2020 E	2021 E	2019 E	2020 E	2021 E
0006. HK	电能实业	53.90	3.49	3.58	3.66	15.4	15.1	14.7
1038. HK	长江基建集团	63.50	4.25	4.29	4.63	14.9	14.8	13.7
0270. HK	粤海投资	14.90	0.81	0.86		18.4	17.3	
平均值						16.3	15.7	14.2

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

1. 即便是 6 年，管理层和股东利益的绑定在期限上也只是中期绑定，现在还预计不到更长期的利益安排。而且绑定的程度也弱于私人控股的公司。
2. 股价上的回报将是长期的，公司适合长期持有的价值投资者，目标价亦为长期目标价，股价短期波动难以预测。
3. 公用事业产品普遍需要考虑的政策不确定性。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2521	4227	4207	9995	12272	营业收入	4837	5807	5225	5940	6209
应收和预付款项	527	341	540	605	598	营业成本	2499	2858	2712	3029	3168
存货	599	589	650	707	719	营业税金及附加	39	50	45	51	53
其他流动资产	292	2209	984	1118	1252	销售费用	20	19	16	18	19
流动资产合计	3940	7365	6381	12425	14841	管理费用	184	210	209	238	248
长期股权投资	9064	7859	7859	7859	7859	财务费用	551	1055	680	760	750
投资性房地产	13	12	12	12	12	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	958	840	609	401	201	投资收益	529	556	1562	1287	1337
在建工程	29	31	31	31	31	公允价值变动	-146	0	0	0	0
无形资产开发支出	21153	23596	28760	25223	24633	营业利润	1908	4532	3125	3131	3308
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	7	13	0	0	0
其他非流动资产	33534	33388	38299	34554	33763	利润总额	1916	4545	3125	3131	3308
资产总计	37474	40754	44679	46978	48604	所得税	370	966	665	666	703
短期借款	2518	117	0	0	0	净利润	1546	3578	2461	2466	2604
应付和预收款项	833	715	343	430	480	少数股东损益	120	139	172	173	182
长期借款	4979	8893	10893	11893	11893	归母股东净利润	1426	3440	2289	2293	2422
其他负债	13368	10977	12480	12774	13294						
负债合计	21699	20702	23715	25097	25667						
股本	2181	2181	2181	2181	2181	预测指标					
资本公积	2155	6219	6219	6219	6219		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	8395	8106	8846	9591	10465	毛利率	48.34%	50.78%	48.09%	49.01%	48.98%
归母公司股东权益	13618	17387	18125	18869	19743	销售净利率	29.49%	59.23%	43.80%	38.60%	39.01%
少数股东权益	2156	2153	2325	2498	2680	销售收入增长率	6.72%	20.07%	-10.02%	13.69%	4.52%
股东权益合计	15775	19540	20450	21367	22423	EBIT 增长率	9.04%	127.06%	-32.05%	2.28%	4.28%
负债和股东权益	37474	40242	44165	46464	48089	净利润增长率	21.98%	141.15%	-33.47%	0.19%	5.63%
						ROE	10.47%	19.78%	12.63%	12.15%	12.27%
						ROA	3.81%	8.55%	5.18%	4.93%	5.04%
						ROIC	11.66%	19.44%	11.12%	13.22%	14.52%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.65	1.58	1.05	1.05	1.11
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE (X)	13.73	5.69	9.58	9.56	9.05
经营性现金流	2661	3222	3234	3882	4160	PB (X)	1.44	1.13	1.21	1.16	1.11
投资性现金流	-6991	958	-5333	3284	444	PS (X)	4.05	3.37	4.19	3.69	3.53
融资性现金流	1773	-3484	2079	-1378	-2327	EV/EBITDA (X)	7.40	4.06	6.07	5.37	4.89
现金增加额	0	0	0	0	0						

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

销售负责人

华北销售总监

华北销售

华北销售

华北销售

华北销售

华北销售

华东销售副总监

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华南销售总监

华南销售副总监

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售



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。