

深高速（600548）：公路主业营收符合预期，一次性收益导致利润大幅增长

——深高速（600548）2019 年半年报点评

2019 年 08 月 27 日

推荐/首次

深高速

公司报告

报告摘要：

事件：报告期内，公司实现营收 26.99 亿元（+0.81%），营业成本 14.09 亿元（+9.81%）；归母净利 15.77 亿元（+62.8%），扣非后归母净利 14.14 亿元（+79.5%）；EPS 为 0.723 元。

大额一次性收益拉动盈利高增长：报告期内，全资子公司沿江公司对前期可抵扣亏损与资产减值确认 5.1 亿元递延所得税资产，直接导致报告期应内缴纳所得税由去年同期的 2.68 亿元降为报告期的负 1.9 亿元，大幅提升净利润；转让贵州圣博等四家子公司确认 2.7 亿元股权转让收益，并增加税后净利润 1.40 亿元。以上两者导致公司中报业绩大幅增长。

扣除项目回购影响，收费公路收入增长符合预期：上半年公司实现通行费收入 22.04 亿元（-10.48%），营收下滑主要系南光高速等三项目于 2018 年末被政府回购。剔除该影响后，路费收入同比增长 3.95%。

报告期沿江高速表现较为亮眼，受益于货车收费政策调整带来的引流作用，上半年收入同比增长约 0.37 亿元（+17.0%），下半年沿江二期会展中心互通立交通车以及远期深中通道接线工程完工将为沿江高速带来持续的贯通效应，逐步释放沿江项目的盈利潜力。清连高速营收同比增长约 0.35 亿元（+9%），主要系许广高速去年 9 月通车带来贯通效应。汕湛高速、深茂高铁的陆续开通对阳茂高速报告期内的营收造成负面影响（-14.7%），影响投资收益约 550 万元。

成本方面，道路业务成本总计 10.52 亿元，同比减少 9.63%，若不考虑项目被政府回购的影响，则可比成本同比增长约 5.5%，略高于营收增速。分项成本中，人工成本与折旧摊销同比降幅分别为 14.52%和 11.74%，降幅都超过营收降幅的 10.48%，体现了公司较为严格的成本管控。维护成本同比增长约 1150 万元（+16.8%），主要系对水官高速边坡塌方进行维修施工。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,836.62	5,807.11	5,761.22	6,104.35	6,383.16
增长率（%）	6.72%	20.07%	-0.79%	5.96%	4.57%
净利润（百万元）	1,546.00	3,578.73	2,712.11	2,360.17	2,514.26
增长率（%）	17.44%	131.48%	-24.22%	-12.98%	6.53%
净资产收益率（%）	10.47%	19.79%	13.66%	11.04%	11.06%
每股收益（元）	0.65	1.58	1.18	1.01	1.08
PE	14.07	5.83	7.82	9.09	8.52
PB	1.47	1.15	1.07	1.00	0.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

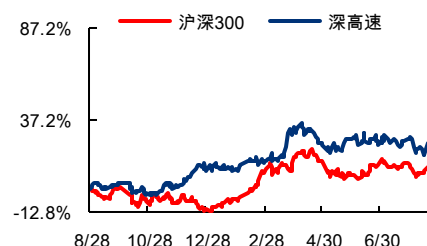
公司简介：

公司主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理，并受政府委托承接政府投资道路的建造委托管理业务，拥有深圳市高速公路专营权。公司还积极拓展相关的多元化业务领域，房地产业务与环保业务也作为公司非主营业务的重要组成部分。

交易数据

52 周股价区间（元）	10.45-8.12
总市值（亿元）	200.63
流通市值（亿元）	131.86
总股本/流通 A 股（万股）	218077/143327
流通 B 股/H 股（万股）	/74750
52 周日均换手率	0.28

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

房地产业务营收大幅提升: 公司房地产业务因贵龙开发项目交房数量大幅增加, 营收同比增长 1.99 亿元(+179.3%), 毛利率 35.6%, 虽然较去年同期有所下滑, 但处于正常水平。贵龙项目一期与二期一阶段工程已全部销售完毕并实现交房; 二期二阶段工程为商业配套物业, 销售回款率约 60%, 已经开始交房; 三期工程销售率超过 70%, 预期于明年年底前完工。故今年下半年到明年贵龙项目还将持续贡献利润增量。

财务费用同比显著下降: 公司上半年财务费用 2.69 亿元, 较去年同期下降 46.2%。2018 年初公司收购沿江高速, 附带承接其 71.5 亿元负债, 导致去年同期负债基数较高。此后公司积极偿还债务, 并对高息债务进行债务替换。报告期内公司平均借贷规模 139 亿元, 较去年同期 214 亿元降低 35%, 平均借贷成本由去年同期的 4.7% 降至今年的 4.42%。到 2021 年底, 公司资本开支计划共计约 55 亿元, 由于经营现金流完全足以覆盖计划中的资本开支, 我们预计公司财务费用还会持续下行。

盈利预测与评级:

我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 1.18 元, 1.01 元以及 1.08 元, 对应现有股价 PE 分别为 7.8X, 9.1X 和 8.5X。公司旗下路产质量优秀; 沿江项目、外环项目等新建项目拥有较强的区位优势, 项目收益率有保障; 水务、风电等多元化投资也能够公司带来较强的盈利成长性。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 新建路产车流量不及预期, ETC 优惠影响收入, 多元化投资收益率不及预期, 宏观经济下滑, 地产项目销售不及预期

附表: 公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3940	7532	5633	6338	6307	营业收入	4837	5807	5761	6104	6383
货币资金	2521	4227	2304	2809	2594	营业成本	2499	2858	2968	3132	3300
应收账款	216	175	173	184	192	营业税金及附加	39	50	49	52	55
其他应收款	170	1578	1565	1659	1734	营业费用	20	19	19	20	21
预付款项	312	166	226	288	354	管理费用	184	210	208	220	230
存货	599	589	612	645	680	财务费用	551	1055	513	517	507
其他流动资产	39	264	264	264	264	资产减值损失	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	33534	33569	36844	37410	37940	公允价值变动收益	-146.36	134.40	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9064	7859	7859	7859	7859	投资净收益	528.85	555.59	713.85	715.56	795.96
固定资产	958	840	798	756	714	营业利润	1908	4533	2717	2878	3066
无形资产	21153	23596	26396	27136	27813	营业外收入	11.12	17.43	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1472	343	343	343	343	营业外支出	3.91	4.84	0.00	0.00	0.00
资产总计	37474	41101	42477	43748	44248	利润总额	1916	4545	2717	2878	3066
流动负债合计	6809	6045	6056	6598	6216	所得税	370	966	5	518	552
短期借款	2518	117	369	0	0	净利润	1546	3579	2712	2360	2514
应付账款	348	715	732	773	814	少数股东损益	120	139	146	153	161
预收款项	485	0	288	593	912	归属母公司净利润	1426	3440	2566	2207	2354
一年内到期的非流动	1496	379	303	243	194	EBITDA	23765	29342	4472	4697	4938
非流动负债合计	14891	15516	15330	14699	14131						
长期借款	4979	8893	8893	8893	8893	主要财务比率					
应付债券	2732	4633	4633	4170	3753		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	21699	21561	21386	21296	20348	成长能力					
少数股东权益	2156	2153	2298	2451	2612	营业收入增长	6.72%	20.07%	-0.79%	5.96%	4.57%
实收资本（或股本）	2181	2181	2181	2181	2181	营业利润增长	15.99%	137.50%	-40.05%	5.92%	6.53%
资本公积	2155	6219	6219	6219	6219	归属于母公司净利	-25.39%	-14.00%	-25.39%	-14.00%	6.63%
未分配利润	6256	5624	6780	7774	8834	获利能力					
归属母公司股东权益	13618	17387	18792	20000	21288	毛利率(%)	48.34%	50.78%	48.48%	48.70%	48.30%
负债和所有者权益	37474	41101	42477	43748	44248	净利率(%)	31.96%	61.63%	47.08%	38.66%	39.39%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.81%	8.37%	6.04%	5.05%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.47%	19.79%	13.66%	11.04%	11.06%
经营活动现金流	2661	3222	2915	4205	3034	偿债能力					
净利润	1546	3579	2712	2360	2514	资产负债率(%)	58%	52%	50%	49%	、
折旧摊销	1362	1411	1312	1396	1453	流动比率					1.01
财务费用	551	1055	513	517	507	速动比率					0.91
应付帐款的变化	0	0	1	-10	-8	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	288	305	319	总资产周转率	0.14	0.15	0.14	0.14	0.15
投资活动现金流	-6991	958	-3254	-1298	-1217	应收账款周转率	13	30	33	34	34
公允价值变动收益	-146	134	0	0	0	应付账款周转率	17.04	10.92	7.96	8.11	8.05
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	529	556	714	716	796	每股收益(最新摊	0.65	1.58	1.18	1.01	1.08
筹资活动现金流	1773	-3484	-1583	-2403	-2031	每股净现金流(最新	-1.17	0.32	-0.88	0.23	-0.10
应付债券增加	0	0	0	-463	-417	每股净资产(最新摊	6.24	7.97	8.62	9.17	9.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.07	5.83	7.82	9.09	8.52
资本公积增加	4	4064	0	0	0	P/B	1.47	1.15	1.07	1.00	0.94
现金净增加额	-2557	696	-1922	505	-215	EV/EBITDA	1.23	1.02	5.61	6.51	6.14

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。