

深高速(600548)

深度报告

行业公司研究——高速公路II行业

证券研究报告

“公路+环保”主业双轮齐驱，优质区位赋能稳健增长

——深高速深度报告

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎️：021-80108518
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

本报告依次拆解深高速路产收费板块、大环保板块、房地产板块与金融板块发展情况，建议关注公司多元业务布局的协同价值。我们认为公司双主业运营的业务协同性与业绩互补性或低估，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 华南区公路龙头，“公路+环保”双主业运营模式

深高速实控人为深圳市国资委，控股股东深圳国际拟进一步认购公司定增H股，彰显坚定信心。在2015-2019五年战略发展期间，公司明确“公路+环保”双主业协同发展新格局，预计在下一个战略发展期内，将会进一步增强“公路+环保”业务的双轮驱动。纵向看，公司营收利润稳健增长，16-20年营收复合增速10%，净利润复合增速14%；横向看，区位优势赋能之下，公司整体盈利能力、现金储备行业领先。展望未来，公司计划2021-2023年资本开支71.96亿元，公路主业补强、环保业务拓展及金融业务参资有望带来业绩与估值成长性驱动。

□ 路产集中于广深地区，存量区位优势叠加增量或带来路产业绩超额增长

截至2020年末，公司经营和投资的公路项目共15个，投资经营的公路里程数按权益比例折算约529公里。存量路产方面，区位主要集中于广深地区，2016-2020年通行费收入复合增速4.5%；增量路产方面，营收端新建项目叠加改扩建项目稳步推进有望迎来量价齐升，提升支出端参考此前深圳市政府对于公司沿江项目和外环A段项目的财政支持力度，我们认为核心路产机荷改扩建或可获得政府资金支持，公司出资费用节省可期，带来远期成本端优势。

□ 发展大环保战略明确，当前方兴未艾，打开公司业务整体发展空间

公司旗帜鲜明地强调大环保的主业地位，扎根固废危废处理、清洁能源与水环境处理三大细分业务积极开展外延式拓展，2020年公司大环保相关业务营收25.21亿元，占比约31.4%，未来仍有进一步提升空间。我们认为，环保行业同样是具备特许经营权属性的类垄断行业，与收费公路主业具有相近经营模式，或可带来经营管理协同性，此外公司资金优势明显，环保业务多通过并表或参股优质标的的方式进行拓展，因而培育期短，能有效补充建设周期较长的路产主业在新建及改扩建期间的业绩。

□ 房地产项目收入结转加速及金融业务扩张，或带来业绩超预期增长

房地产业务方面，2020年疫情拖累进度，房地产开发收入同比下降23.16%至3.51亿元，2021年起交付进度或有加速，21Q1贵龙房开项目预收款结转带来合同负债环比减少2.56亿元，建议继续关注后续交付与结转情况。金融业务方面，在严控风险的基础上，公司增持贵州银行及万和证券股份，同时顺势设立环科产业并购基金及国资协同发展基金，未来有望贡献更大盈利增量。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别23.80亿元、26.42亿元、29.90亿元。估值方面，由于公司同时布局收费公路、大环保、房地产及金融资产等业

评级

增持

上次评级：首次评级
当前价格：¥9.95

单季度业绩

元/股

Q1/2021	0.25
Q4/2020	0.65
Q3/2020	0.27
Q2/2020	0.08



公司简介

公司主要从事收费公路业务及大环保业务的投资、建设及经营管理。目前，大环保业务领域主要包括固废危废处理及清洁能源。此外，公司还为政府和其他企业提供优质的建造管理和公路营运管理服务，并凭借相关管理经验和资源，依托主业开展项目开发与管理、运营养护、智能交通系统、工程咨询、广告服务、城市综合服务和产业金融等服务业务。

相关报告

报告撰写人：匡培钦
联系人：耿鹏智

务板块，我们采用分部估值，测算公司合理市值 256 亿元，相对当前仍有 18% 左右空间，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示：新开通路段潜在分流影响；环保业务业绩不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	8027	9479	9685	10504
(+/-)	29.76%	18.09%	2.17%	8.46%
净利润	2055	2380	2642	2990
(+/-)	(42.97%)	15.85%	11.02%	13.17%
每股收益(元)	0.94	1.09	1.21	1.37
P/E	10.56	9.12	8.21	7.26

正文目录

1. 华南区公路龙头,“公路+环保”双主业运营模式	6
2. 路产集中于广深地区,存量与增量兼备	11
2.1. 收费里程 713 公里,深圳地区路产里程占比 25%.....	11
2.2. 存量项目保持稳健.....	14
2.3. 增量项目有序推进.....	15
2.3.1. 新建项目:依次推进,量价齐升可期.....	15
2.3.2. 改扩建项目:核心路产机荷改扩建前期工作完毕,阳茂改扩建进展顺利.....	16
2.3.3. 并购项目:并表此前代管的龙大高速.....	16
2.3.4. 架构调整到位叠加或有的支出节约效应,看好公司增量项目提质增效.....	17
2.4. 前瞻看,短期迎来业绩估值双升的行业性催化,长期享受珠三角经济增长红利.....	18
2.5. 公路产业链延展:平台化委托管理运营模式或为未来重要方向.....	21
3. 发展大环保战略明确,当前方兴未艾,未来空间广阔	23
3.1. 固废资源化处理:收购蓝德环保与乾泰科技.....	23
3.2. 清洁能源:收购南京风电、包头南风,设立新能源产业投融资平台.....	24
3.3. 水环境治理及其他:参股德润环境及水规院.....	25
4. 关注贵龙项目结转进度,以及梅林关三期推进情况	25
5. 对外金融投资风险可控,保障稳定业绩增量	27
6. 看好公司利润空间,首次覆盖给予“增持”评级	29
6.1. 盈利预测:预计 2021 年归母净利润 23.80 亿元.....	29
6.2. 估值分析:首次覆盖给予“增持”评级.....	30
6.3. 风险提示.....	34

图表目录

图 1: 深高速历史沿革.....	6
图 2: 深高速股权架构(截止 2020/12/31).....	6
图 3: 深高速业务结构拆分(截止 2020/12/31).....	7
图 4: 2020 年深高速各业务板块营业收入(亿元).....	8
图 5: 2020 年深高速各业务板块毛利润(亿元).....	8
图 6: 16-20 年深高速营业收入复合增速 10%(经重列).....	8
图 7: 16-20 年深高速归母净利润复合增速 14%(经重列).....	8
图 8: 路企 ROE 与所在主省份经济发展相关性较高.....	9
图 9: 深高速销售净利率高于行业平均(% , 2020 年).....	9
图 10: 2021 年一季度末高速公路板块公司货币资金余额(亿元).....	9
图 11: 近年来深高速分红比例维持较高水平.....	10
图 12: 深圳地区高速路网示意图.....	11

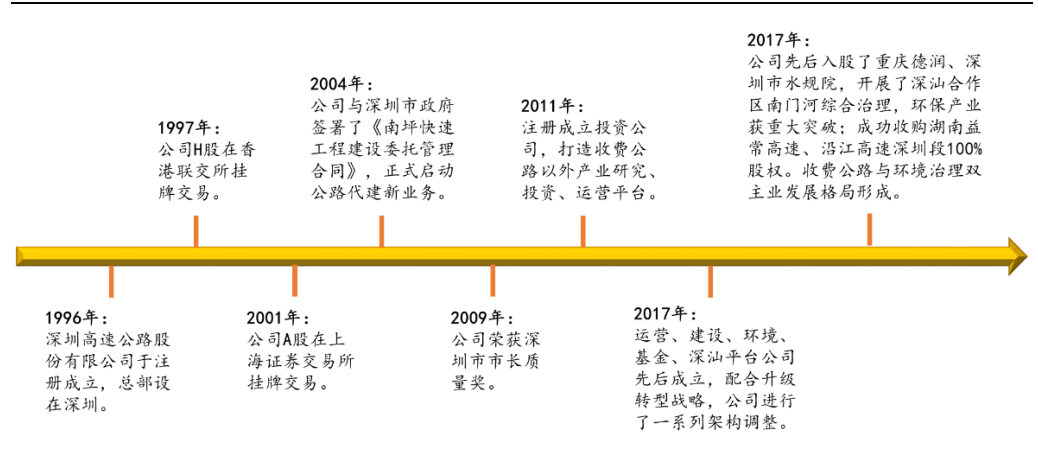
图 13: 珠三角地区高速路网示意图	11
图 14: 机荷高速日均车流量 15-19 年复合增速 8%.....	12
图 15: 机荷高速日均通行费 16-20 年复合增速 2%.....	12
图 16: 清连高速日均车流量 15-19 年复合增速 10%.....	12
图 17: 清连高速日均通行费 16-20 年复合增速 6%.....	12
图 18: 水官高速日均车流量 15-19 年复合增速 5%.....	13
图 19: 水官高速日均通行费 16-20 年复合增速-1%.....	13
图 20: 沿江项目日均车流量 17-19 年复合增速 11%.....	13
图 21: 沿江项目日均通行费 17-20 年复合增速 11%.....	13
图 22: 深高速分省份收费公路里程(公里).....	14
图 23: 深高速分省份 2020 年日均通行费收入(千元).....	14
图 24: 16-20 年通行费收入复合增速 4.5%.....	14
图 25: 16-20 年通行费毛利润复合增速 2%.....	14
图 26: 2020 年分控股路段通行费收入(亿元).....	15
图 27: 2020 年分控股路段通行费毛利润(亿元).....	15
图 28: 2020 年参股路产投资收益占比 18.4%.....	15
图 29: 龙大公司各年度营业收入预计(亿元).....	16
图 30: SW 高速公路 II 板块单季营收及 OCF 持续恢复	18
图 31: SW 高速公路 II 板块单季归母净利润持续恢复	18
图 32: 2020 年人均 GDP 省份及直辖市 Top10 情况(万元).....	19
图 33: 2020 年人均 GDP 地级市 Top10 情况(万元)	19
图 34: 广东省高速公路通车里程规划力度不减	19
图 35: 广东省高速公路客车流量全国第一(2019 年)	20
图 36: 广东省高速公路货车流量全国第一(2019 年)	20
图 37: 截止 2019 年深圳市高速公路里程 426 公里	21
图 38: 深高速委托管理业务营收 17-20 年复合增速 89%.....	21
图 39: 基础设施 REITs 简明架构图	22
图 40: 2020 年大环保营收拆分(亿元)	23
图 41: 2020 年大环保毛利率拆分	23
图 42: 2016-2020 年动力电池行业产量及增长情况	24
图 43: 2016-2020 年新能源汽车产销量情况	24
图 44: 2020 年风电业务营收及利润(亿元).....	24
图 45: 我国主要发电方式产量累计同比(%)	24
图 46: 三峰环境营收及利润	25
图 47: 重庆水务营收及利润	25
图 48: 深高速房地产业务 16-20 年营收利润	26
图 49: 深高速茵特拉根小镇项目实景	26
图 50: 贵州银行 2016-2020 年营收及利润	27
图 51: A 股前十大市值高速公路公司平均 PE(TTM).....	31
表 1: 深高速 2021 至 2023 年资本开支计划(亿元).....	10
表 2: 深高速收费公路项目一览(截止 2020/12/31)	11
表 3: 湾区发展公司旗下主要路产情况	17
表 4: 机荷东公司及沿江公司 2020 年底财务状况	17

表 5: 此前沿江高速项目及外环 A 段项目获得政府较大力度支持.....	18
表 6: 《广东省高速公路网规划(2020-2035 年)》全省高速公路新开工建设规划	20
表 7: 环境公司收购蓝德环保情况	24
表 8: 收购木垒风力发电项目情况	25
表 9: 梅林关项目一览(截止 2020/12/31)	26
表 10: 公司投资基金情况(截止 2020 年末)	28
表 11: 营业收入预测表(亿元)	29
表 12: 盈利预测简表(亿元)	30
表 13: 各业务应占归母净利润分配(单位: 亿元)	30
表 14: 路产部分估值	31
表 15: 风电及风电设备行业可比公司估值表	32
表 16: 风电部分估值(单位: 亿元)	32
表 17: 大环保部分其他业务估值(单位: 亿元)	33
表 18: 房地产业务 NAV 估值	33
表 19: 其他长期股权投资项目估值(单位: 亿元)	34
表附录: 三大报表预测值	35

1. 华南区公路龙头，“公路+环保”双主业运营模式

深圳市重点交通基建企业，“A+H”两地上市。深高速于1996年12月注册成立，总部位于深圳。1997年、2001年分别在香港、上海上市。在2015-2019五年战略发展期间，公司结合内外经营形势，做出升级转型战略安排，明确将环保产业作为第二主业，形成双主业协同发展的新格局，预计在下一个战略发展期内，将会进一步增强“公路+环保”的协同性。

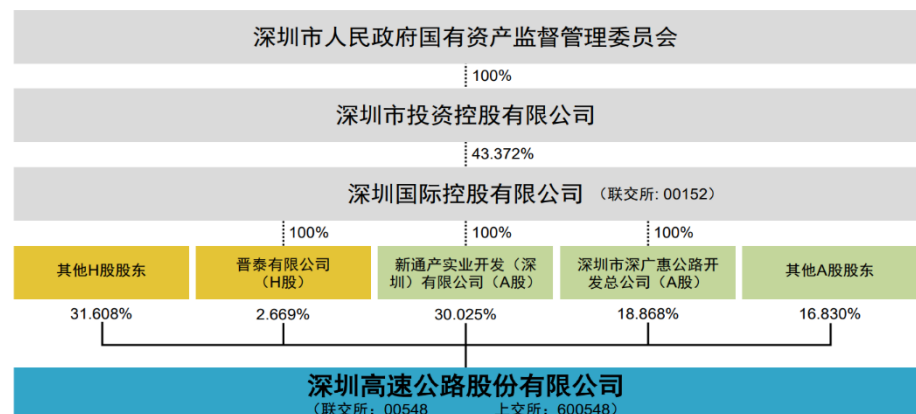
图 1：深高速历史沿革



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

控股股东为联交所上市公司深圳国际，受深圳市国资委实际控制。深高速控股股东深圳国际控股有限公司持有公司51.56%股权，实际控制人为深圳市国资委。深圳国际通过旗下晋泰有限公司、新通产事业开发有限公司、深广惠公路开发总公司分别持股2.67%、30.03%、18.87%，剩余股份为其他A股及H股股东持有。当前公司决定将H股定增申请决议有效期自2021年3月31日起延长12个月，控股股东深圳国际拟认购不低于本次发行股票总数39%的股份，体现对公司经营发展的支持及对公司未来发展的信心，本次H股定增在现有核准届满后（2021年7月到期）或需获得中国证监会核准，从准备申请材料至获得中国证监会核准可能需时约6个月。

图 2：深高速股权架构(截止 2020/12/31)

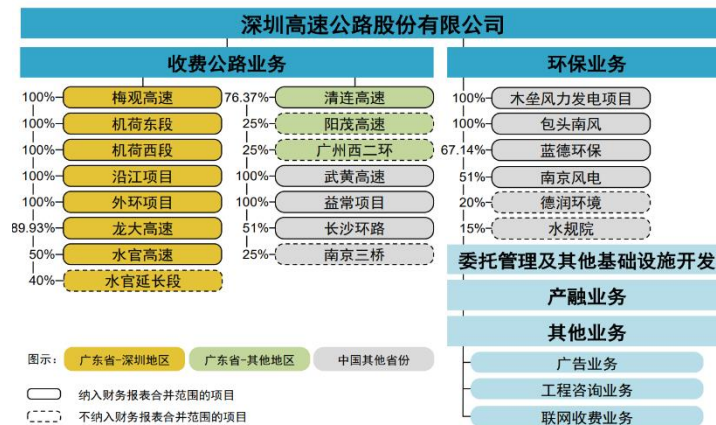


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

“公路+环保”双主业运营。公司主要从事收费公路业务及大环保业务的投资建设及经营管理，主营收费公路业务、环保业务、委托管理业务、金融业务和其他业务 5 大板块，其中其他业务包括广告业务、工程咨询业务及联网收费业务：

- 1) 收费公路业务：**截至 2020 年底，公司经营和投资的高速公路项目共 15 个，所投资或经营的高等级公路里程数按权益比例折算约 529 公里，其中 15 公里尚在建设中。
- 2) 环保业务：**深高速积极探索大环保产业方向的投资前景与机会，先后设立以拓展固废危废等环保产业相关业务为主的环境公司、以拓展风电等新能源业务为主的新能源公司，打造以环保投资、科技、服务为核心的环保全产业链综合集团。
- 3) 委托管理业务：**依托收费公路主营业务，公司持续开展或参与建设和营运委托管理业务（亦称代建业务和代管业务），通过输出建设管理和收费公路营运管理方面的服务，按照与委托方约定的计费模式收取管理费用及/或奖励金。此外，公司还尝试参与地方基础设施的建设和开发。
- 4) 金融业务：**公司同时发展产业金融业务，截至 2020 年底，公司共计持有贵州银行 3.44% 股权，以 1.5 亿元对价完成收购深圳国际通过其全资子公司持有的融资租赁公司 48% 股权。同时公司积极参投产业基金与万和证券增资扩股项目。
- 5) 其他业务：**深高速通过全资持股的广告公司，开展收费公路两旁和收费广场的广告牌出租、广告代理、设计制作及相关业务。同时公司持有联合电子 9.18% 的股权，主要从事广东省内收费公路的电子清算业务。

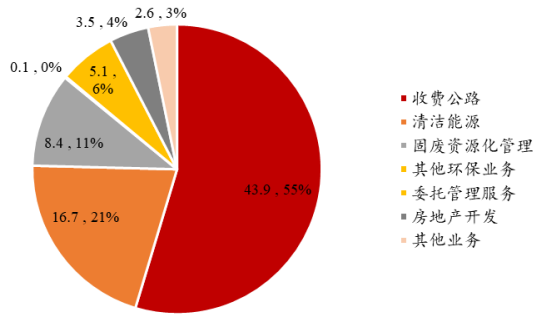
图 3：深高速业务结构拆分（截止 2020/12/31）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

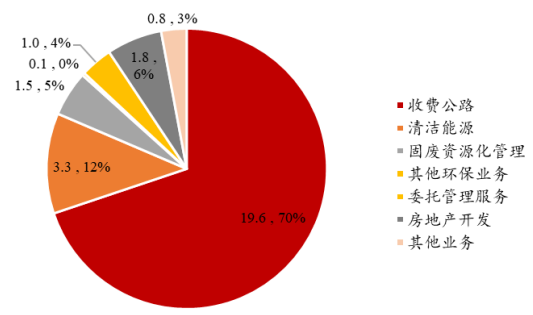
收费公路板块贡献主要营收利润，环保相关板块仍有空间。2020 年，深高速实现营业收入约 80.27 亿元，同比上升 25.61%。其中，实现路费收入约 43.87 亿元、清洁能源业务收入约 16.66 亿元（其中风机设备销售收入 14.28 亿元，风电收入 2.38 亿元）、固废资源化管理收入约 8.43 亿元、委托管理服务收入约 5.10 亿元、其他业务收入约 2.58 亿元，分别占总收入的 54.65%、20.75%、10.51%、6.36%和 3.21%。收费公路和大环保业务（风机设备销售、风力发电及固废处理）营收仍为主要营收构成。

图 4：2020 年深高速各业务板块营业收入(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

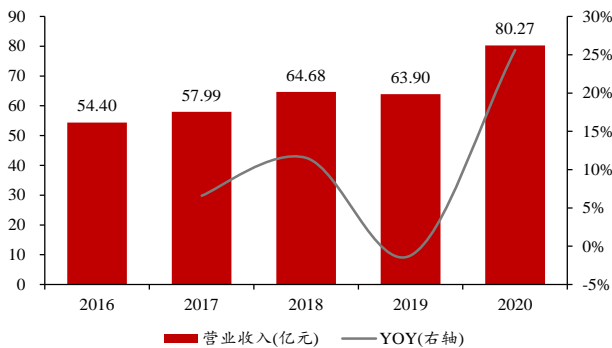
图 5：2020 年深高速各业务板块毛利润(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

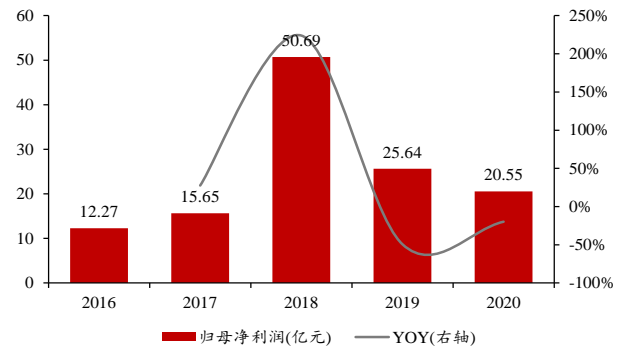
营收利润稳健增长。 营收端，2020 年公司营业收入 80.27 亿元，16-20 年复合增速达到 10.21%，2020 年公司营业收入同比增长 25.61%，主要系环保业务并表规模扩大叠加免费通行政策补偿入账所致。利润端，2018 年三项目政府提前回购产生一次性的资产处置损益 19.61 亿元，使得净利润有突出增长，剔除此项损益后 16-20 年间公司净利润依然呈稳定增长趋势，16-20 年复合增速达 13.76%。从 2021 年一季度业绩看，由于收费公路业务同比低基数及外环一期开通运营，此外贵龙房开业务及环保业务贡献增量，21Q1 公司营业收入 19.62 亿元，较 21Q1 增长 313.31%，较 19Q1 增长 47.45%；21Q1 公司归母净利润 5.41 亿元，较 20Q1 增长 507.38%，较 19Q1 增长 15.63%。

图 6：16-20 年深高速营业收入复合增速 10%(经重列)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

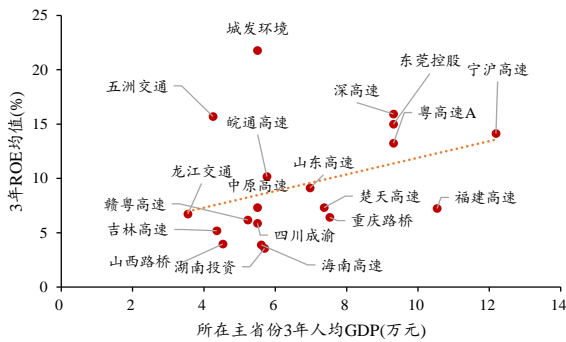
图 7：16-20 年深高速归母净利润复合增速 14%(经重列)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

区位优势赋能之下，公司整体盈利能力行业领先。 上市路企的盈利回报率与所在主省份经济发展水平具有较高相关性。深高速收费公路路段主要集中在广东省，广东省 2018-2020 年人均 GDP 均值 9.3 万元（2020 年人均 GDP 为盘古智库根据 2020 年 GDP 与 2019 年常住人口数粗算）。突出的区域经济发展优势有利于深高速持续盈利，相较于高速公路板块其他公司，深高速 2018-2020 年 ROE 均值达到 15.9%，在行业区域性上市路企中处于领先地位。

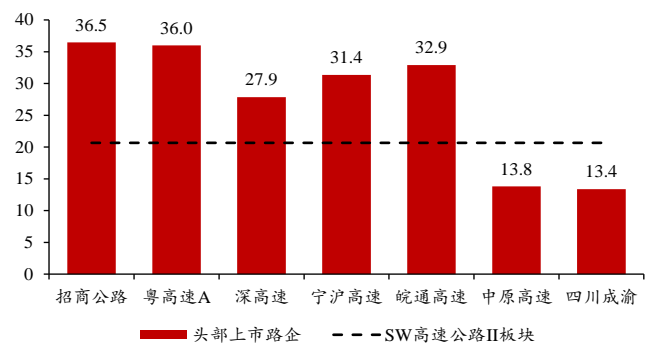
图 8：路企 ROE 与所在主省份经济发展相关性较高



资料来源：Wind，国家统计局，盘古智库，浙商证券研究所

备注：未考虑全国性路企招商公路与收费公路非主业的现代投资；2020 年人均 GDP 为盘古智库根据 2020 年 GDP 与 2019 年常住人口数粗算

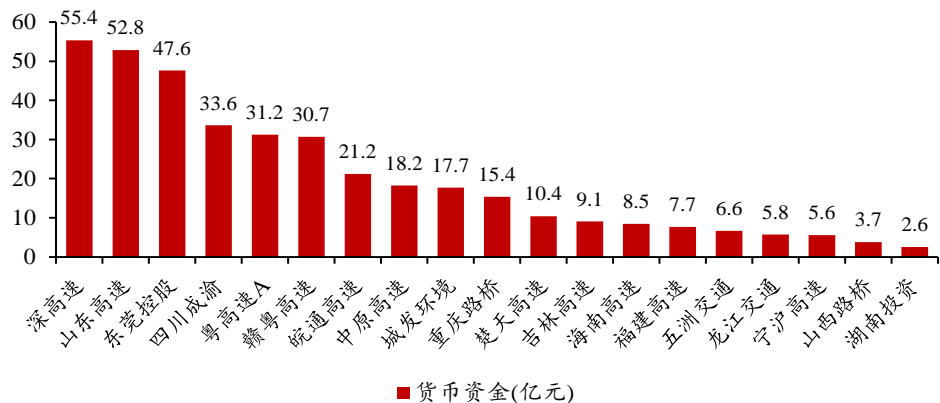
图 9：深高速销售净利率高于行业平均(%, 2020 年)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

未雨绸缪，公司保持行业领先的现金储备。深高速一方面业绩稳健增长，另一方面注重资金管理和融资渠道拓展，具有行业领先的现金储备。公司 2020 年综合借贷成本 4.16%，同比下降 0.23pts，融资优势明显。若不考虑全国性路企招商公路与收费公路并非主业的现代投资，2021 年一季度末深高速账上货币资金 55.4 亿元，位列区域性上市路企第一，资金优势明显。

图 10：2021 年一季度末高速公路板块公司货币资金余额(亿元)

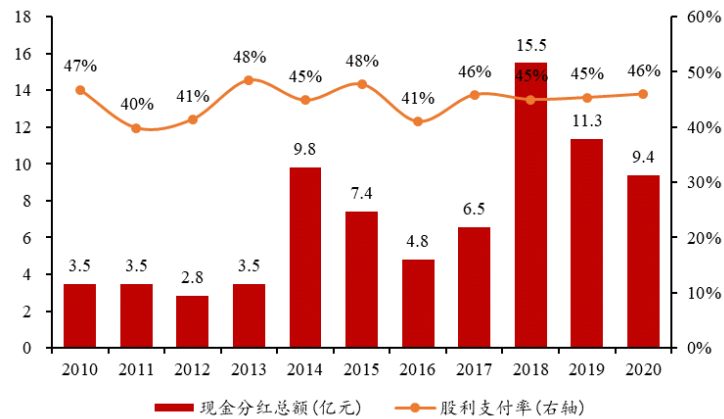


资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：图中未包含全国性路企招商公路与收费公路并非主业的现代投资

分红维持稳健，重视股东回报。公司整体盈利能力稳定，受益于稳健的盈利能力，公司的分红水平较高。2010-2020 年，公司的股利支付率维持在 40%-50% 区间内，现金分红复合增速 10%，较高的分红能力体现出公司对股东回报的重视。

图 11：近年来深高速分红比例维持较高水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2021年至2023年预计资本开支71.96亿元，未来业绩与估值有成长性驱动。未来三年内，公司预计的无形资产及固定资产投资和股权投资资本开支计划规模分别为55.18亿元和16.78亿元，投资项目主要包括外环项目、蓝德餐厨项目、光明环境园项目、长沙环路路面结构补固，以及风场项目并购及增资的股权投资支出等，仍然集中在公路主业补强、环保业务拓展及金融业务股权投资等方面。

表 1：深高速 2021 至 2023 年资本开支计划(亿元)

	2021	2022	2023	合计
非股权投资	33.46	17.31	4.40	55.18
外环项目	7.27	9.42	-	16.69
沿江二期	0.22	3.22	3.22	6.65
蓝德环保餐厨项目	6.57	0.88	0.08	7.53
光明环境园项目	2.30	3.80	0.98	7.08
汉京金融中心办公室购置	16.02	-	-	16.02
长沙环路路面结构补强加固	1.09	-	0.12	1.21
股权投资	14.63	2.15	-	16.78
阳茂改扩建	1.93	0.35	-	2.28
风场项目并购及增资	10.15	-	-	10.15
晟创环科产业基金	1.35	1.80	-	3.15
其他项目	1.20	-	-	1.20
合计	48.09	19.46	4.40	71.96

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 路产集中于广深地区，存量与增量兼备

2.1. 收费里程 713 公里，深圳地区路产里程占比 25%

公司路产收费里程 713.1 公里，折算权益里程 529 公里。截至 2020 年末，公司经营和投资的公路项目共 15 个，所投资或经营的高等级公路里程数按权益比例折算约 529 公里。在收费公路项目中，公司控股深圳地区除水官延长段的所有项目，包括二期在建的沿江项目及外环项目在内，深圳地区路产里程总占比达 25%。广东地区，公司控股的清连高速占收费里程共 216 公里，收费到期至 2034 年。

表 2：深高速收费公路项目一览(截止 2020/12/31)

收费公路	权益比例	控股情况	位置	收费里程(公里)	车道数量	状况	收费到期日
梅观高速	100%	控股	深圳	5.4	8	营运	2027.03
机荷东段	100%	控股	深圳	23.7	6	营运	2027.03
机荷西段	100%	控股	深圳	21.8	6	营运	2027.03
水官高速	50%	控股	深圳	20.0	10	营运	2027.02
水官延长段	40%	参股	深圳	6.3	6	营运	2027.02
沿江项目	100%	控股	深圳	36.6	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环项目	100%	控股	深圳	60.0	6	一期营运 二期在建	-
龙大高速	89.93%	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
阳茂高速	25%	参股	广东	79.8	4	营运	2027.07
广州西二环	25%	参股	广东	40.2	6	营运	2030.12
清连高速	76.37%	控股	广东	216.0	4	营运	2034.07
武黄高速	100%	控股	湖北	70.3	4	营运	2022.09
益常高速	100%	控股	湖南	78.3	4	营运	2033.12
长沙环路	51%	控股	湖南	34.7	4	营运	2029.1
南京三桥	25%	参股	江苏	15.6	6	营运	2030.1

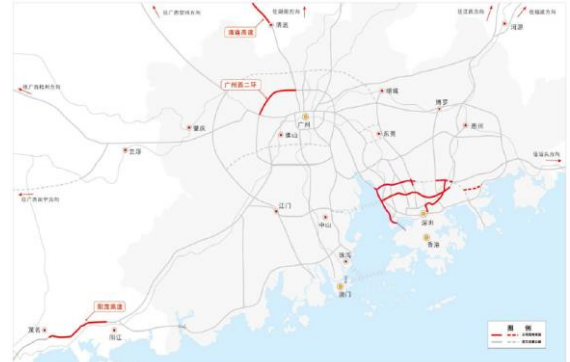
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：深圳地区高速路网示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：珠三角地区高速路网示意图

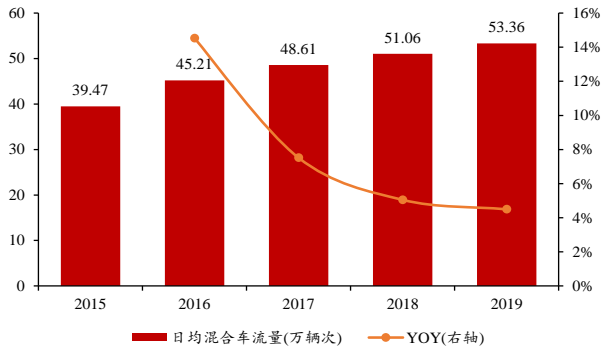


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

机荷高速、清连高速、水官高速及沿江项目为公司控股的核心路产:

1) **机荷高速:** 机荷高速是深圳市东西方向的外环高速公路, 构成国家沿海国道主干线同三高速(黑龙江同江-海南三亚)的一部分, 是珠江三角洲地区的主要干道, 收费里程全长 45.5 公里, 双向 6 车道设计。

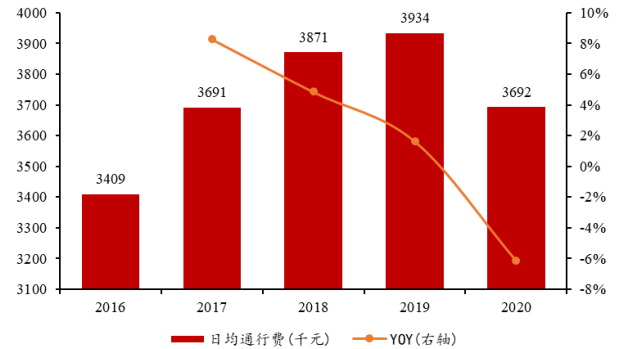
图 14: 机荷高速日均车流量 15-19 年复合增速 8%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 日均车流量为机荷东与机荷西加总; 2020 年末披露车流量数据

图 15: 机荷高速日均通行费 16-20 年复合增速 2%

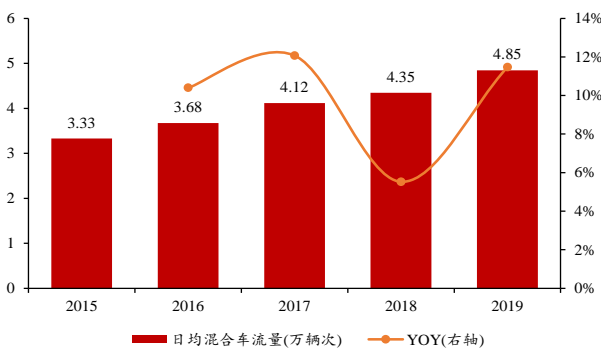


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 日均通行费为机荷东与机荷西加总

2) **清连高速:** 清连高速公路是许(许昌)广(广州)高速公路 G4W2 重要组成部分, 在广东省内是与京港澳高速并行的南北大通道, 也是国内首个大规模的山区一级公路升级改造高速工程, 南起于清远市迳口, 与广清高速相连, 北止于粤湘交界处的凤头岭, 与宜连高速对接, 全长 216 公里, 为双向四车道水泥混凝土路面结构。全线设有 4 对大型服务区、5 个中心收费站。

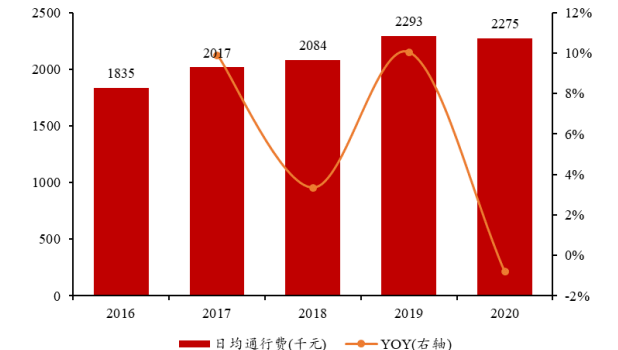
图 16: 清连高速日均车流量 15-19 年复合增速 10%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 2020 年末披露车流量数据

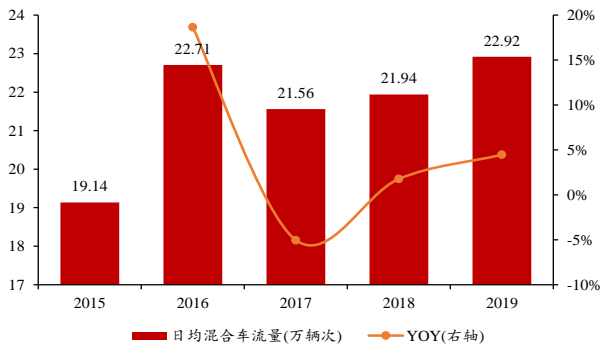
图 17: 清连高速日均通行费 16-20 年复合增速 6%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3) **水官高速:** 水官高速公路又称龙岗区第二通道, 起于布吉水径村, 与深圳市规划的五号高速公路相接, 经布吉、横岗、平湖, 至龙岗中心城与龙翔大道相接, 全长 20 公里。全线设有 4 个互通立交, 2 个主线收费站, 3 个匝道收费站, 与布龙路、平沙路、李朗路、红棉路交汇, 与龙岗龙翔大道对接, 并规划与机荷高速、清平高速、盐排高速、南坪快速路、横坪公路实行互通立交。

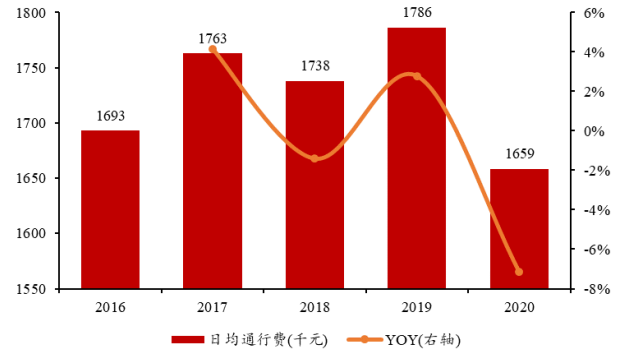
图 18: 水官高速日均车流量 15-19 年复合增速 5%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 2020 年未披露车流量数据

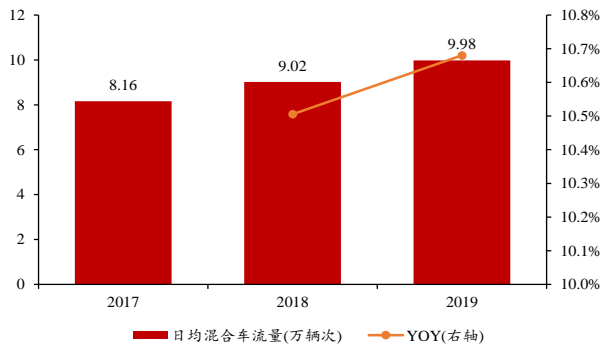
图 19: 水官高速日均通行费 16-20 年复合增速-1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4) 沿江项目: 沿江高速公路是广东省“十一五”规划重点建设项目。沿江高速深圳段北起与沿江高速东莞段相交的东宝河大桥, 南至南山区粤海街道, 与月亮湾大道和东滨路(东滨隧道)相接。其中, 沿江高速(深圳段)主线及相关设施工程简称为沿江一期, 沿江高速(深圳段)机场互通立交匝道桥及相关设施的工程简称为沿江二期。

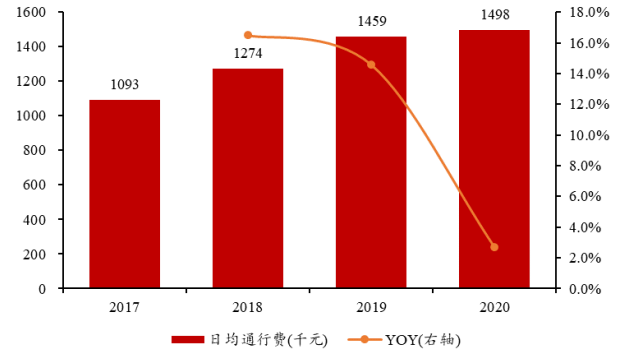
图 20: 沿江项目日均车流量 17-19 年复合增速 11%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 2020 年未披露车流量数据

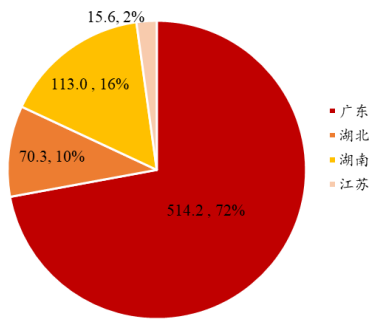
图 21: 沿江项目日均通行费 17-20 年复合增速 11%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

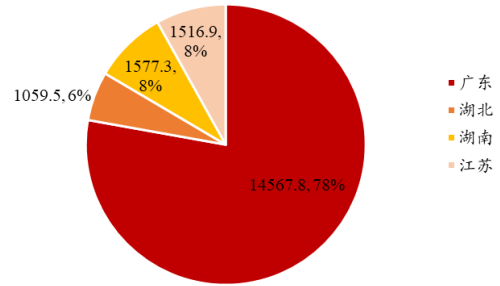
路产主要分布于广深地区, 深圳路产里程占比 25%。截至 2020 年末, 深高速路产主要分布于广深地区, 从控股及参股路段加总来看, 广东地区收费公路里程占 72%; 按持股比例折算, 广东省内收费公路总里程达 359 公里, 其中深圳地区路产里程产总里程数约 25%。深高速整体路产分布情况较为集中。

图 22: 深高速分省份收费公路里程(公里)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

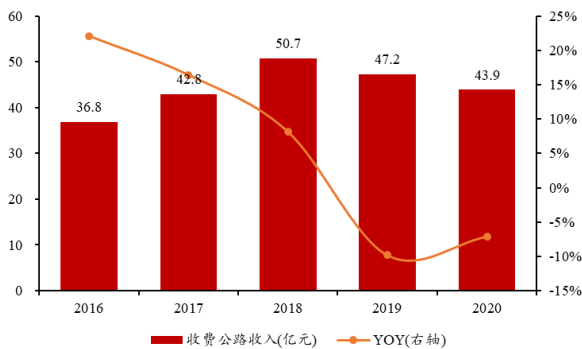
图 23: 深高速分省份 2020 年日均通行费收入(千元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

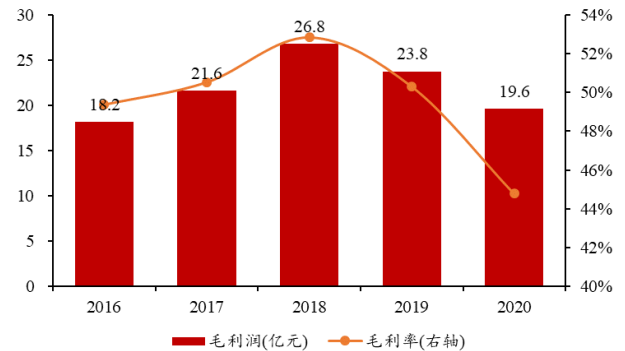
整体收费公路业务收入维持稳健增长。2016 年至 2020 年, 深高速收费公路收入呈现稳定增长状态, 2020 年营收受疫情影响较上年有小幅下降, 为 43.9 亿元。其中 2018 年收入水平及毛利润的突出变化, 是因为政府三项目回购以及其他路段因路费收入、专项维护费用及折旧摊销费用变动而导致。就收费公路毛利润而言, 除 2020 年受疫情影响, 毛利率降至 45% 外, 正常情况下收费公路项目毛利率中枢在 50% 左右。

图 24: 16-20 年通行费收入复合增速 4.5%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 25: 16-20 年通行费毛利润复合增速 2%

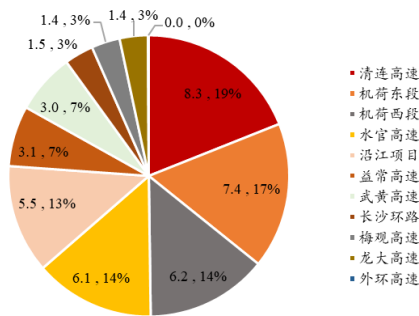


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2. 存量项目保持稳健

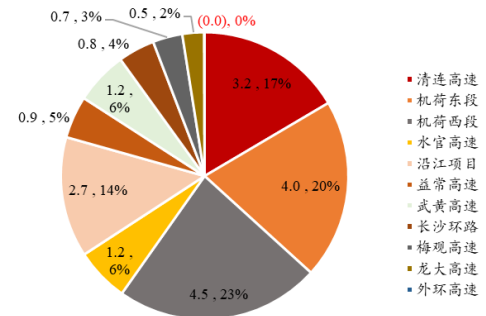
并表路产方面, 机荷高速、清连高速、水官高速贡献主要通行费收入利润。营收端, 2020 年机荷高速、清连高速、水官高速通行费收入合计 27.9 亿元, 占总通行费收入的 64%; 毛利端, 三段主营高速公路贡献毛利润共 12.9 亿元, 占总通行费毛利润的 66%。

图 26：2020 年控股路段通行费收入(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

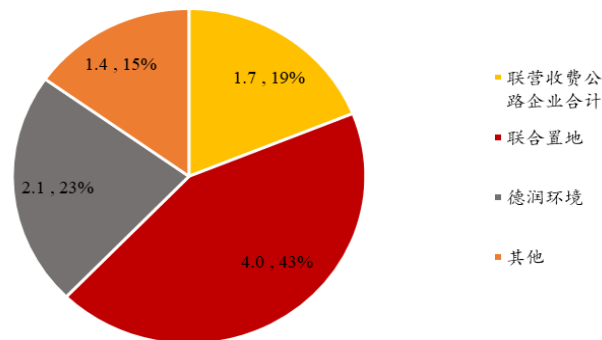
图 27：2020 年控股路段通行费毛利润(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

参股路产方面，2020 年贡献 18.4% 的投资收益。2020 年深高速实现投资收益约 9.1 亿元，其中参股联合置地与德润环境投资收益为主要构成，参股路产项目合计贡献投资收益 1.7 亿元，占比 18.4%。

图 28：2020 年参股路产投资收益占比 18.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3. 增量项目有序推进

2.3.1. 新建项目：依次推进，量价齐升可期

外环项目：一期 2020 年底正式通车。外环一期工程已于 2020 年 12 月 29 日正式通车，此外深圳外环高速公路一期东莞段主线也于同期开通。截至 2020 年末，外环项目完工进度约 81.4%，土地征收和拆迁工作已基本完成，二期工程正全面开展路基、桥梁等工程施工。此外，公司正积极开展外环三期先行段工程勘察设计等前期工作。深圳外环高速公路全长约 93km，截至目前是深圳线路里程最长的项目，其中深圳段 76km(一期 50.73km，二期 9.35km，三期 15.65km)。

沿江项目：二期分步通车。沿江项目全长 37 公里，双向 8 车道，含沿江一期和沿江二期。一期已于 2013 年 12 月 28 日建成通车；二期正在建设中，自 2019 年 11 月起至 2024 年分段通车。沿江二期工程位于深圳市宝安区境内，包括深中通道深圳侧接线和国际会展中心立交两部分工程内容，其中国际会展中心互通立交已于 2019 年完工通车。截

至 2020 年末，沿江二期完工进度约 47%，土地征收和拆迁工作已全部完成，完成约 57%的路基工程、63%的桥梁工程和约 10%的路面工程。

深汕第二高速：前期工作正有序开展。根据目前规划，该项目拟建成双向 8 车道，分两段分别立项，包括：正在进行前期研究的深圳外环高速公路支线（大亚湾至坪山段，长约 15.28 公里）和拟于远期建设的深汕西高速公路惠东支线（深汕特别合作区至惠东县段，长约 25.24 公里，中间接驳惠深沿海高速约 31.7 公里）。

新建项目形成合力，未来有望量价齐升。一方面，沿江与外环高速相互连接，深汕第二高速对接外环高速，对外也与各大干线形成互联互通，通车后有望带动车流量实现非线性增长；另一方面，沿江、外环地处深圳市郊区，深汕第二高速公路则是深圳与深汕特别合作区之间的快速通道，通车后预计货车通行比例相对较高，由于货车通行费率明显高于客车，有望带来费率端的增长。两方面综合考虑，新建项目未来有望带动量价齐升。

2.3.2. 改扩建项目：核心路产机荷改扩建前期工作完毕，阳茂改扩建进展顺利

机荷高速改扩建：为配合政府的高速公路建设整体工作计划与安排，提高道路安全质量及通行环境，机荷高速改扩建项目初步设计等前期工作于 2018 年 1 月获批开展，并已于 2020 年底获得广东省发改委的核准批复，工程可行性方案已通过交通运输部审查。根据目前规划，机荷高速将按照双层复合通道方案（8+8 车道）、采用装配式工业化建造方式进行改扩建。该项目的投融资模式仍在商谈中，工期预计约 5 年。

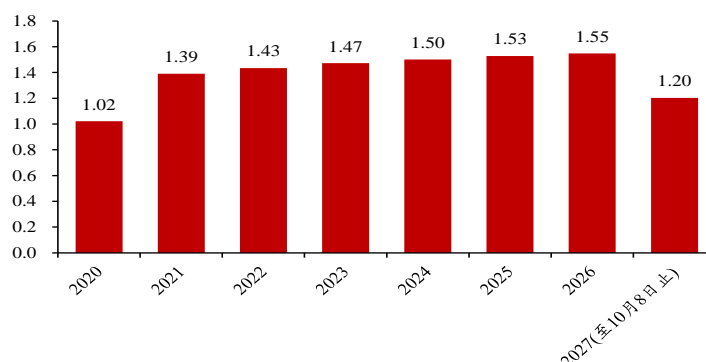
阳茂高速改扩建（参股 25%）：公司持有阳茂公司 25% 股权，阳茂高速四改八工作已于 2018 年中启动，计划于 2022 年完工。截至 2020 年末，阳茂高速改扩建工程完工进度约 46%，路基工程、软基处理、涵洞工程、桥梁基础及桥梁下构已全部完成，完成约 80% 桥梁上构工程，约 55% 的路面工程。整体工程进展顺利。

中长期看，待公司以上路产完成改扩建后，有望进一步打开公司路产业务增长空间。

2.3.3. 并购项目：并表此前代管的龙大高速

4.05 亿元收购龙大高速 89.93% 股权，此前实施代管。2020 年 11 月 9 日，公司与宝通公司签订转让协议，宝通公司将所拥有的龙大公司 89.93% 股权转让给公司，转让对价 4.05 亿元。相关工商变更登记手续已于 2020 年 12 月 1 日完成。龙大高速位于粤港澳大湾区核心区域，是深圳通往东莞和珠三角的重要干线，拥有良好的经营记录和较低的投资风险。

图 29：龙大公司各年度营业收入预计(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

拟受让间接控股股东深投控持有湾区发展 71.83% 股权。2021 年 3 月 15 日，深高速与深投控签署《谅解备忘录》，以获得为期 6 个月的排他期，与深投控就湾区发展全部 71.83% 权益转让事宜进行商讨，并根据商讨的结果安排后续工作。湾区发展主要从事广东省高速公路设施建设业务，目前拥有广深高速和广珠西高速部分权益。相关事项的最终落实需满足多项先决条件，仍具有不确定性。

表 3：湾区发展公司旗下主要路产情况

	广深高速	广珠西高速
位置	广州至深圳	广州至珠海
长度	122.8km	97.9km
车道	双向 6 车道（部分路段 10 车道）	双向 6 车道
收费期	1997.7-2027.6	西线 I 期（2003.9-2033.9） 西线 II 期（2010.6-2035.6） 西线 III 期（2013.1-2038.1）
分润比例	1-10 年：50% 11-20 年：48% 21-30 年：45%	50%
扩容改造规划	拟扩建 118.2 公里，在不同路段分别扩建为 8-12 车道， 初步估算费用 471 亿元，力争 2022 年动工	不适用

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3.4. 架构调整到位叠加或有的支出节约效应，看好公司增量项目提质增效

吸收合并机荷东及沿江公司，通过扁平化充分发挥资产整合的经济效益。公司拟吸收合并机荷东公司和沿江公司，吸收合并完成后，机荷东公司和沿江公司的独立法人资格注销，其全部资产、负债、业务和人员等由公司承继。此次吸收合并有利于公司减少管理层级，充分发挥资产整合的经济效益，以及满足机荷高速整体改扩建的需要。

表 4：机荷东公司及沿江公司 2020 年底财务状况

	资产总额(万元)	净资产(万元)	营业收入(万元)	净利润(万元)
机荷东公司	208328	156859	74084	29679
沿江公司	816386	633961	56196	20959

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

以往项目政府财政支持较大，核心路产机荷高速改扩建支出端节约可期。2017 年，《关于收购广深沿江高速公路深圳段 100% 权益的公告》中显示，根据深圳市政府批准的沿江项目投融资方案，沿江项目预计总成本约 167 亿元，其中政府出资人民币 103 亿元，沿江公司以收费权质押向银行贷款人民币 64 亿元（其中沿江一期人民币 54 亿元，沿江二期人民币 10 亿元）。2016 年《外环 A 段项目投资公告》显示，外环 A 段设计总概算约 206 亿元，其中政府（特建发公司）出资约 141 亿元，公司出资 65 亿元。未来公司机荷改扩建投入若能获得政府较大力度资金支持，有望实现成本端节约。

表 5: 此前沿江高速项目及外环 A 段项目获得政府较大力度支持

名称	总成本(亿元)	公司出资(亿元)	政府出资(亿元)
沿江高速深圳段	167	64	103
外环 A 段	206	65	141

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

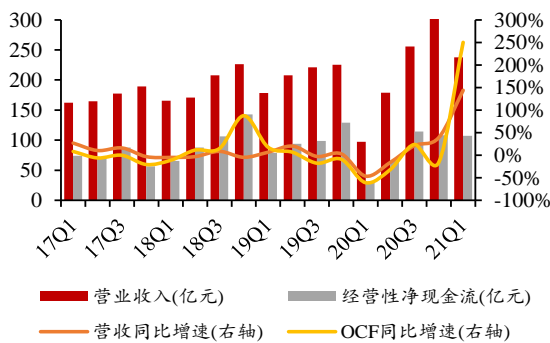
2.4. 前瞻看, 短期迎来业绩估值双升的行业性催化, 长期享受珠三角经济增长红利

短期中, 2021 年高速公路板块或迎利润估值双修复, 具备超配价值。我们认为明年高速公路受免费通行政策的影响将整体消除, 对板块业绩及情绪形成正向催化:

- 1) 业绩端, SW 高速公路 II 板块 20Q1-21Q1 归母净利润分别-25.9 亿元、31.9 亿元、86.4 亿元、68.1 亿元、67.7 亿元, 同比分别-134.2%、-59.6%、+33.7%、+51.4%、+361.3%, 后续车流稳健恢复, 2021 全年能够实现正常增长。
- 2) 情绪端, 当前位置板块估值安全边际相对充足, 后续新公路法及收费条例推进或将形成行业超额催化。

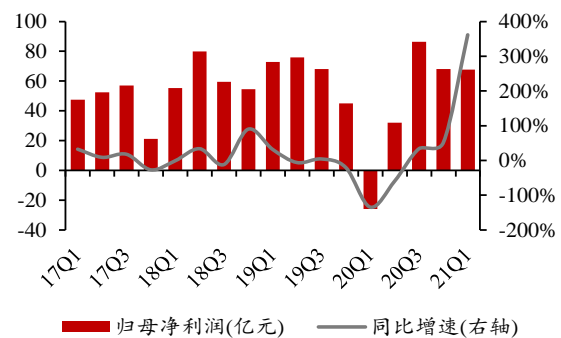
2021 年业绩估值的双修复定将赋予高速公路板块超配价值。进一步落实到行业头部企业, 深高速作为区位优良、现金流稳健的华南区域路企龙头, 整体业绩超预期反弹可能性较大, 且由于业务具有较高的协同性, 有望享受一定估值溢价。

图 30: SW 高速公路 II 板块单季营收及 OCF 持续恢复



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 31: SW 高速公路 II 板块单季归母净利润持续恢复

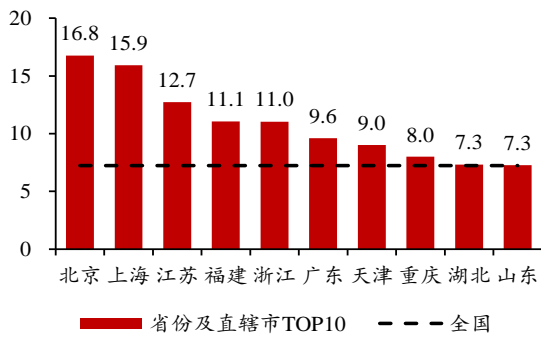


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

长期中, 公司收费公路业务有望享受珠三角经济增长的红利:

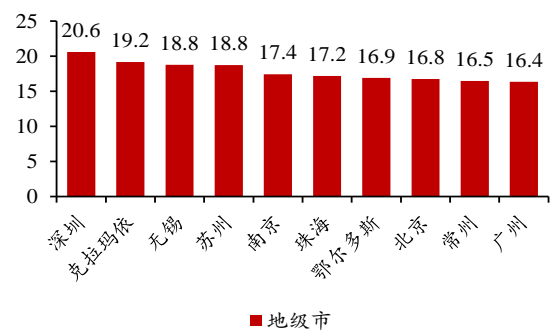
- 1) 区域经济层面, 腹地优势明显。省份层面, 2020 年广东省人均 GDP 位列全国第 6 位, 达到 9.6 万元; 城市层面, 2020 年深圳市人均 GDP 位列全国第 1 位, 达到 20.6 万元。深高速主要路产均集中在广深地区, 区域经济带来收费公路业务红利, 路网密布, 优质路产丰富, 贡献公司主要营收。

图 32：2020 年人均 GDP 省份及直辖市 Top10 情况(万元)



资料来源：盘古智库，浙商证券研究所

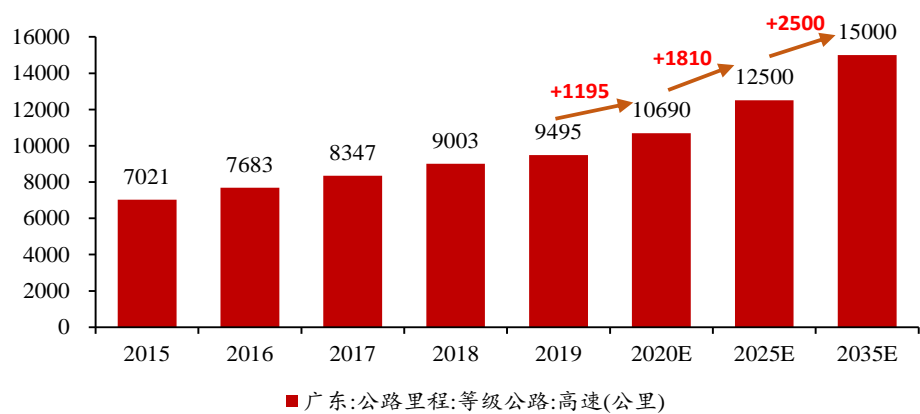
图 33：2020 年人均 GDP 地级市 Top10 情况(万元)



资料来源：时代数据，浙商证券研究所

2) 公路通车里程层面，广东省存量全国领先，后续规划力度不减。2019 年，广东省高速公路里程 9495 公里，10 年复合增速 7.78%。根据 2020 年 5 月最新发布《广东省高速公路网规划(2020-2035 年)》，计划到 2025 年底全省高速公路通车里程约 12500 公里，其中珠三角地区约 5500 公里；计划到 2035 年底全省高速公路通车里程约 15000 公里，其中珠三角地区约 7100 公里。测算 2020-2035 年全省年均新增通车高速公路 287 公里，力度依然稳健。我们认为珠三角地区受益于《粤港澳大湾区发展规划纲要》加快构建“一核一带一区”区域发展新格局的战略构想，优质资源将率先集聚，陆路运输网络将进一步优化，公路运输路产质量有望进一步提升，体现为区域高速公路网络逐渐加密、低质量的普通道路逐步退出。

图 34：广东省高速公路通车里程规划力度不减



资料来源：Wind，广东省交通运输厅，浙商证券研究所

3) 公路开工规划层面，2020-2035 新开工建设里程约 3260 公里。根据《广东省高速公路网规划(2020-2035 年)》规划，2020 年计划新开工项目 275 公里，总投资约 901 亿元；2021-2025 年计划新开工项目 1837 公里，总投资约 5199 亿元；2026-2035 年计划新开工项目约 1156 公里。

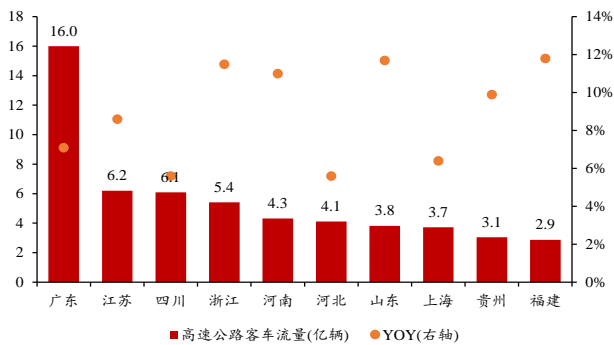
表 6:《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》全省高速公路新开工建设规划

时间	规模	具体内容
2020 年	计划新开工项目 9 项 275 公里, 总投资约 901 亿元, 用地匡算约 2529 公顷	对于前期工作比较成熟的“十四五”规划项目, 争取提前到 2020 年开工建设
2021-2025 年	计划新开工项目 45 项 1837 公里, 总投资约 5199 亿元, 用地匡算约 15448 公顷	主要组织实施珠三角地区干线扩容、跨江跨海通道和出省通道等重大项目, 以及粤港澳大湾区辐射粤东西北地区的干线通道。新开通狮子洋通道、莲花山通道、深汕第二高速公路、惠州机场高速、佛肇云高速、增城至佛山高速等项目
2026-2035 年	计划新开工约 1156 公里	在全省高速公路网主骨架基本建成的基础上, 主要组织实施相邻市县间的高速公路通道以及加密线、联络线。此外, 根据经济社会和交通发展需要, 提前实施部分远景展望线

资料来源: 广东省交通运输厅, 浙商证券研究所

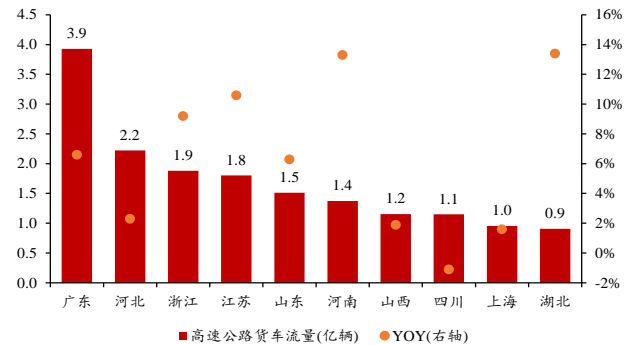
4) 公路车流层面, 广东省 2019 年高速公路客货车流量位居全国省份第一。客车流量方面, 2019 年广东省高速公路客车流量 16 亿辆, 同比增长 7.1%, 位居全国第一, 与第二名江苏省拉开 9.8 亿辆的差距, 为其 2.6 倍; 货车流量方面, 2019 年广东省高速公路货车流量 3.9 亿辆, 同比增长 6.6%, 位居全国第一, 与第二名河北省拉开 1.7 亿辆的差距, 为其 1.8 倍。

图 35: 广东省高速公路客车流量全国第一(2019 年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

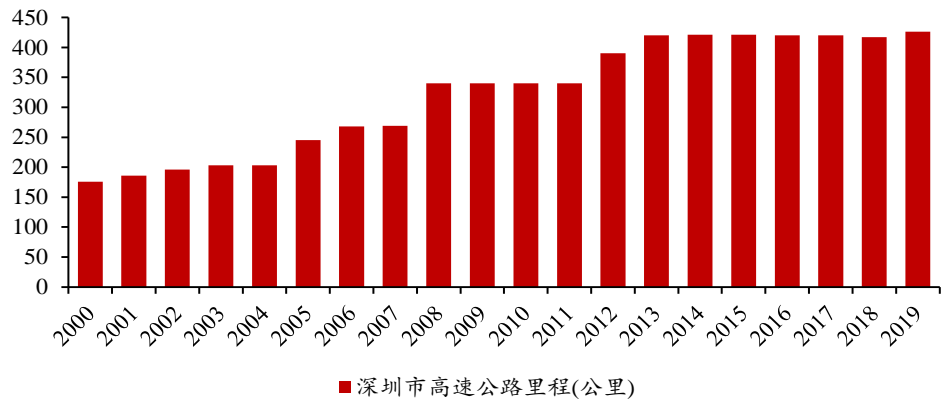
图 36: 广东省高速公路货车流量全国第一(2019 年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5) 对深高速的影响层面, 路网规划提高辐射能力, 有助深高速通过高质量的外延并购和改扩建实现稳健增长。根据《深圳市综合交通“十三五”规划(2016-2020年)》, 为推进特区一体化发展, 到 2020 年计划新增高快速路约 176 公里, 新增主干路约 192 公里。2018 年, 深圳交通委发布《深圳市高快速路网优化及地下快速路布局规划》, 打造“十横十三纵”高快速路网体系规划方案, 其中主要的在建及改扩建干线通道大多位于深高速体内, 如机荷高速改扩建、外环高速、沿江二期等。2020 年 5 月, 广东交通运输厅《广东省高速公路网规划(2020-2035 年)》提出加快构建“一核一带一区”区域发展新格局, 支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区。一方面深圳市辖区内高快速路网络 2019 年以来织密力度有所加大, 另一方面链接深圳与省内外其他区域的网络干线受到战略重视。两方面因素叠加, 既有助于不断提升深圳地区经济运行效率与枢纽对外辐射能力, 也有助于深高速股份不断夯实路产收费主业, 通过高质量的外延并购和改扩建实现稳健增长。

图 37：截止 2019 年深圳市高速公路里程 426 公里



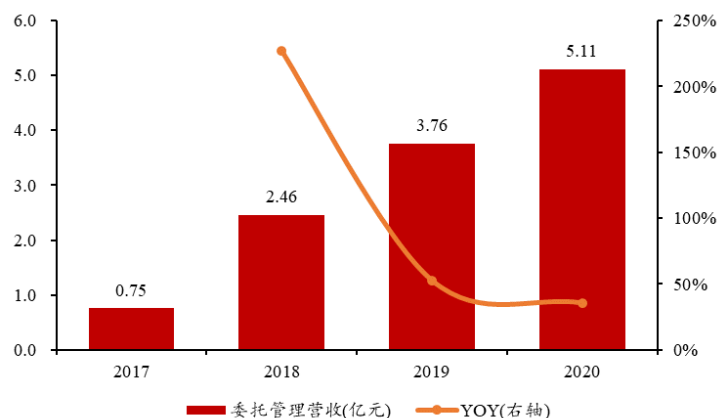
资料来源：深圳市统计局，浙商证券研究所

2.5. 公路产业链延展：平台化委托管理运营模式或为未来重要方向

依托公路收费主业进行产业链延伸，积极参与代建代管业务。公司通过输出建设管理和收费公路运营管理方面的服务，按照与委托方约定的计费模式收取管理费用及/或奖励金，实现合理的收入与回报。此外，公司还尝试利用自身的财务资源和融资能力，参与地方基础设施的建设和开发，以取得合理的收入与回报。

公司委托管理业务营收增势迅猛，2020 年同比增长 36%。2020 年，公司委托管理业务营收达约 5.11 亿元，相较于 19 年 3.76 亿元，同比增幅达 35.76%。根据公司 2017 年至 2020 年披露的委托管理业务营收数据来看，整体营收呈稳定增长趋势。公司积极拓展代管代建业务，预计未来此项业务依然将贡献稳定营收。

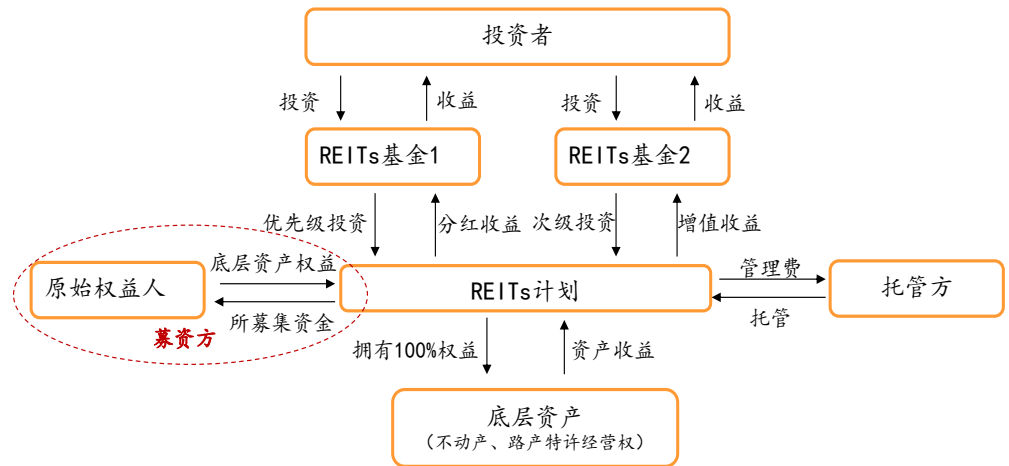
图 38：深高速委托管理业务营收 17-20 年复合增速 89%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

委托管理这一平台化运营方式或为路企转型升级的未来重要方向之一。依照现行政策，路产经营期限 25-30 年左右，到期后由政府收回，由此催生委托运营管理需求。路企若成为委托运营管理人，有望实现轻资产平台化运营，一方面提升主业经营持续性，另一方面通过低利润资产剔除以及收取委托管理费收入推升 ROE，同时带来一定估值溢价。后期关注公司存量委托管理路产的托管模式升级。

图 39：基础设施 REITs 简明架构图



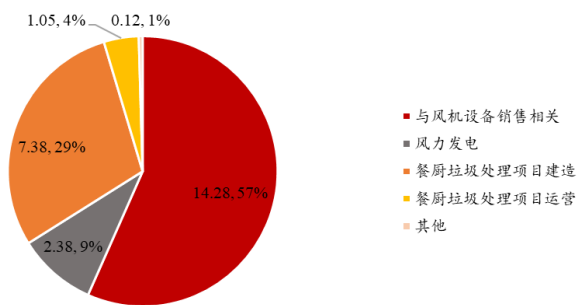
资料来源：浙商证券研究所

3. 发展大环保战略明确，当前方兴未艾，未来空间广阔

旗帜鲜明强调环保业务地位。深高速在整固与提升收费公路主业的同时，积极探索以固废危废处理、清洁能源、水环境治理等为主要内容的大环保产业方向的投资前景与机会，开拓更广阔的持续发展空间。目前，深高速已设立了环境公司和新能源公司作为拓展大环保产业相关业务的市场化平台。**我们认为，环保行业同样是具备特许经营权属性的垄断行业，与公司的收费公路主业具有较大的可协同性，此外公司资金优势明显，环保业务多通过收购或参股优质标的的方式进行拓展，因而培育期短，能有效补充建设周期较长的路产主业在新建及改扩建期间的业绩。**

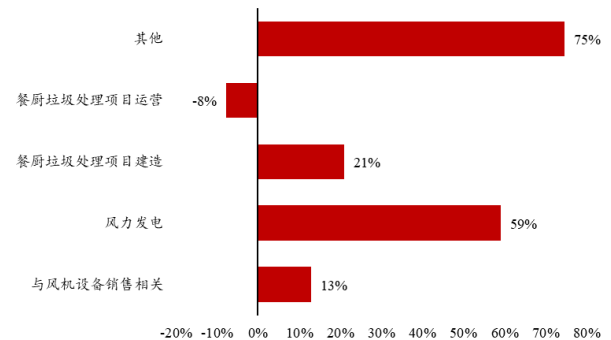
大环保相关业务营收占比稳步提升。2020年公司聚焦固废资源化管理细分市场，完成了对蓝德环保和乾泰公司的并表，迅速完成了有机垃圾处理、退役动力电池和废旧汽车拆解资源化利用细分领域的初步布局，为集团环保主业再添抓手。2021年初，公司再次通过竞标方式获得光明环境园项目特许经营权，通过并购方式获得新疆木垒风力发电项目100%股权，进一步提升了环保业务规模。2020年公司大环保相关业务营收达25.21亿元，占总营收约31.4%。其中固废资源化管理及清洁能源业务共产生营收约25.09亿元，占总营收约31.2%。公司将继续以交通及城市基础设施、大环保产业为主业，大环保相关业务资产规模扩张有望贡献更多营收利润。

图 40：2020 年大环保营收拆分(亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 41：2020 年大环保毛利率拆分



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1. 固废资源化处理：收购蓝德环保与乾泰科技

2020年初收购蓝德环保涉足有机垃圾处理行业，逐步实现满产运营。2020年1月，公司以5.06元/股的价格，受让及认购蓝德环保合计不超过1.6亿股股份。截至2020年末，公司共持有蓝德环保67.14%股权。蓝德环保主要从事为客户提供餐厨垃圾、垃圾渗滤液等市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案业务，主营业务包括以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理技术研发、核心设备制造、投资建设及运维等。截至2021年一季度末，蓝德环保拥有有机垃圾处理项目共18个，分布在全10个省区14个地市，厨余垃圾设计处理量超过4000吨/天，其中已有4个BOT项目进入商业运营。

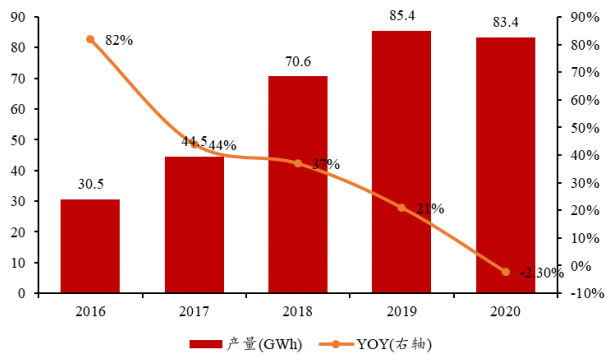
表 7: 环境公司收购蓝德环保情况

被收购公司名称	受让股份(万股)	认购股份(万股)	持股比例
蓝德环保	7273.5	8500	67.14%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

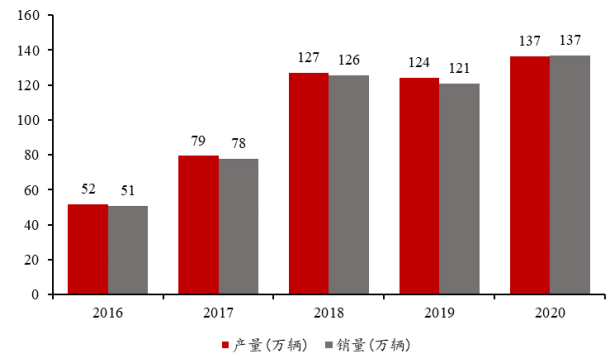
收购乾泰科技, 切入新能源汽车拆解、动力电池固废危废处置及后市场循环应用领域。2020年8月, 全资子公司深汕公司出资2.25亿签约收购乾泰公司50%股权, 自2020年12月16日起并表。乾泰公司拥有报废新能源汽车拆解资质, 主要经营退役动力电池综合利用业务和汽车拆解业务, 具有10余项拥有自主知识产权的动力电池回收与新能源汽车拆解的核心技术。完成乾泰公司的控股收购后, 深高速可迅速切入新能源汽车拆解、动力电池固废危废处置及后市场循环应用领域, 抓住新兴市场发展机遇。截止2021年一季度末, 乾泰公司正积极对接外部资源, 为下一步拓展市场相关业务做准备。

图 42: 2016-2020 年动力电池行业产量及增长情况



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 浙商证券研究所

图 43: 2016-2020 年新能源汽车产销量情况

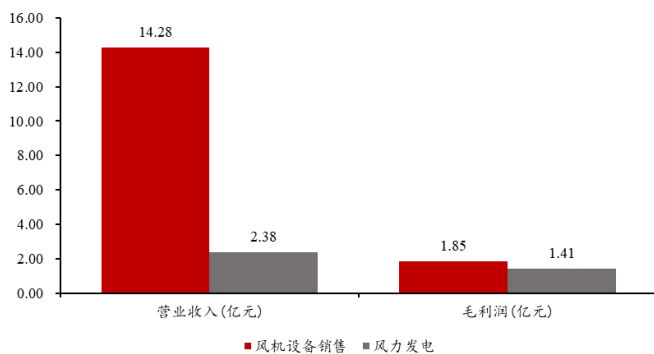


资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 浙商证券研究所

3.2. 清洁能源: 收购南京风电、包头南风, 设立新能源产业投融资平台

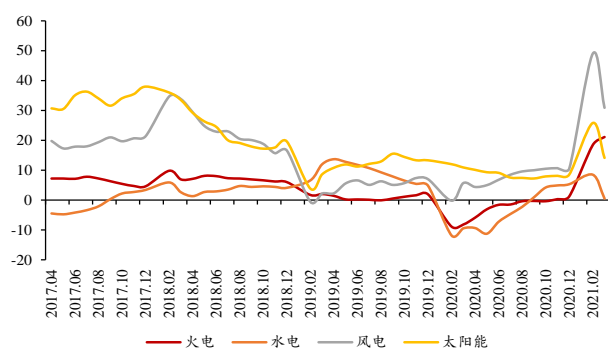
2019年收购南京风电与包头南风, 切入风力发电领域。2019年4月, 深高速以5.1亿元控股收购南京风电51%股权, 9月公司收购包头南风67%股权。2021年3月1日, 公司以0.33元/股的价格收购包头南风剩余33%股权, 收购后合计持有包头南风100%股权。包头南风2020年累计完成上网电量64.41万兆瓦时, 同比增长11.35%; 21Q1完成上网电量18.22万兆瓦时, 同比增长24%。

图 44: 2020 年风电业务营收及利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 45: 我国主要发电方式产量累计同比(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2020年8月设立深圳高速新能源控股有限公司，整合内外部资源。2020年末，公司新设全资子公司深圳高速新能源控股有限公司，新能源公司作为深高速发展以风电为主，光伏、储能为辅的新能源产业投资、融资与管理平台，注册资本为人民币14亿元，已出资人民币1000万元。2021年初，新能源公司通过股权受让及增资方式合计投资约10.15亿元收购木垒风力发电项目（乾智、乾慧和乾新公司100%股权），21Q1合计完成上网电量7.06万兆瓦时。木垒风力发电项目风资源丰富，具有较高的风电开发价值，并且属于准东—皖南特高压配套项目，电力消纳具有一定保障。

表 8：收购木垒风力发电项目情况

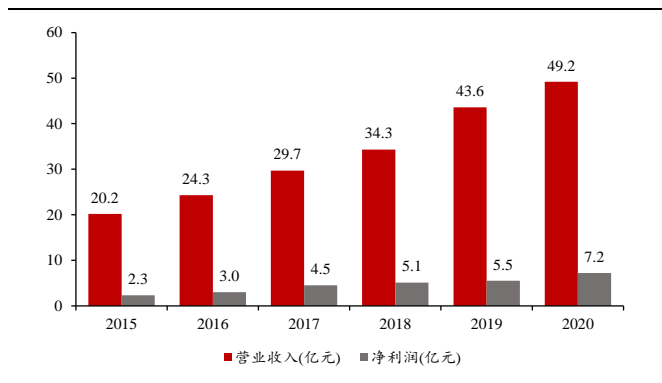
名称	受让价格(亿元)	装机容量(兆瓦)	建成并网时间	经营期限	上网电价(元/千瓦时)
乾智公司	2.9	249.5	2020年底	2040年12月	0.49
乾慧公司	1.6				
乾新公司	5.7	49.5	2015年11月	2036年4月	0.51
合计	10.2	299	-	-	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 水环境治理及其他：参股德润环境及水规院

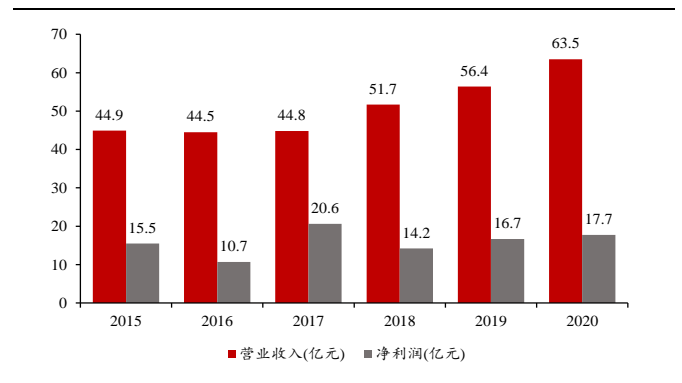
2017年参资德润环境20%股权。公司通过参股德润环境，一方面扩大环保业务，获得合理的投资回报，另一方面与国内领军企业开展深层次合作。德润环境是一家综合性的环境企业，旗下拥有重庆水务和三峰环境等控股子公司，主要业务包括供水及污水处理、垃圾焚烧发电、环境修复等，重庆水务和三峰环境分别已于2010年3月、2020年6月于A股上市。此外公司持有水规院15%股权，2020年水规院业务订单充足，全年累计完成新签合同额近15亿元，较上年同期增长约14%，市场份额持续提升。

图 46：三峰环境营收及利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 47：重庆水务营收及利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 关注贵龙项目结转进度，以及梅林关三期推进情况

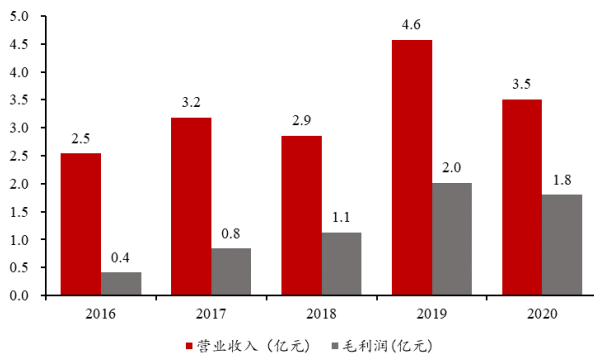
贵龙项目转让与自主开发并行。截止2020年末，贵龙项目土地面积共计2770亩，其中，约1610亩已经实现转让，约1075亩（约71.7万平方米）用于自主开发茵特拉根小镇项目。茵特拉根小镇项目共分为三期进行开发：

- 1）一期（约247亩，约16.4万平方米）已开发完毕，313套别墅全部交付使用，已确认收入6.79亿元。

- 2) 二期(约389亩,约26万平方米)开发中,其中第一阶段工程共推出238套别墅,已全部交付使用并回款;第二阶段共推出95套商业物业,已签约销售并回款及交付使用58套。
- 3) 三期开发中,其中第一阶段工程(约162亩,约10.7万平方米)已于2020年内完工,共推出271套别墅,已签约销售并回款228套,截至2020年末已交房132套;三期第二阶段工程(约107亩,约7.07万平方米)已投入建设,拟推出244套商业配套物业,计划于2021年底前建成完工;三期第三阶段工程(约216亩,约14.27万平方米)于2020年8月正式开工建设,拟推出1200余套住宅,已签约销售并回款12套,计划将于2022年中完工。

2020年度房地产开发收入同比下降23.16%至3.51亿元,主要为贵龙开发项目本期交房数量有所减少。2021年起交付进度或有加速,21Q1深高速合同负债环比减少2.56亿元,主要系贵龙开发项目预收款结转,建议继续关注后续交付与结转情况。

图 48: 深高速房地产业务 16-20 年营收利润



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 49: 深高速茵特拉根小镇项目实景图



资料来源:安居客,浙商证券研究所

梅林关更新项目参股 34.3%。公司通过持有联合置地 34.3%股权参股梅林关更新项目,梅林关项目地块的土地面积约为9.6万平方米,分三期开发,一期住宅可售面积约7.5万平方米(832套),保障房面积约4.2万平米;二期住宅可售面积约6.8万平方米(683套);三期预计住宅可售面积约6.3万平方米,并设有约19万平方米的办公及商务公寓综合建筑;此外本项目总体规划了约3.45万平方米的商业配套物业。截至2020年末,项目一期和风轩已全部销售并回款;项目二期和雅轩已全部销售并基本回款;2020年内,项目三期和颂轩已完成相关审批程序并已开工建设,拟推出630套住宅及2722套公寓,并已于2020年12月初正式公开销售,截至2020年末630套住宅认购率达88%。

表 9: 梅林关项目一览(截止 2020/12/31)

期数	可售面积(万平方米)	套数(套)	进度
一期	7.5	832	全部销售并回款
二期	6.8	683	全部销售并基本回款
三期	6.3	630	公开销售

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

5. 对外金融投资风险可控，保障稳定业绩增量

增持金融资产，带来稳定投资收益。

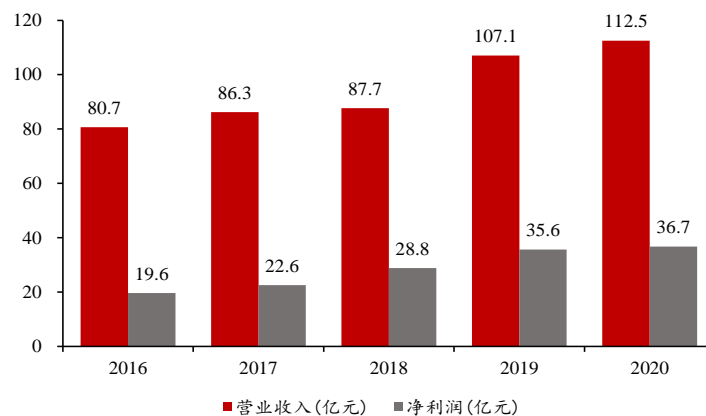
1) 融资租赁公司:

公司已以 1.52 亿元（包含承债 1.29 亿元）的价格完成收购深圳国际通过其全资子公司持有的融资租赁公司 48% 股权，融资租赁公司的主要业务为融资租赁服务与商业保理业务，收购融资租赁公司有利于深高速充分发挥融资优势，为公司各主业及产业链上、下游的资金需求提供融资租赁服务，是公司实现“产融结合”和业务协同战略的重要方式，有利于提升公司的整体价值。截至 2020 年末，融资租赁公司已完成约 5.39 亿元产融结合业务的投放。

2) 贵州银行:

贵州银行已于 2019 年 12 月 30 日在联交所挂牌上市，截至 2020 年末，公司共计持有贵州银行约 5.02 亿股股份，合计参股 3.44%。贵州银行具有良好的现金分红能力以及较大的发展空间，增持贵州银行增发股份，有利于维持公司战略投资者的重要股东地位、获取稳定投资收益和加强区域业务协同。

图 50：贵州银行 2016-2020 年营收及利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 万和证券:

2020 年 8 月，公司参与万和证券增资扩股项目，投资约 9.5 亿元认购万和证券增资后约 8.68% 的股份。万和证券为深圳国资委控股并具有全牌照的综合类券商，主营业务发展稳定。公司参与万和证券增资扩股项目，一方面可以分享中国资本市场的发展成果，获取一定投资收益；另一方面可与深圳市国资企业互惠协作，共享优质项目资源，促进公司产融结合业务。

顺势设立基金发展产业投资业务，风险把控基础上保障稳定业绩增量。

1) 环科产业并购基金:

2020 年 4 月，深高速、晟创投资等 6 家合作方共同签订了合伙协议，各方同意共同投资设立环科产业并购基金。环科产业并购基金的全体合伙人的认缴出资总额为 10 亿元，

其中深高速的认缴金额为 4.5 亿元。2020 年 6 月环科产业并购基金合伙人已完成第一期出资共计 3 亿元，其中深高速公司出资金额为 1.35 亿元。环科产业并购基金可以成为大环保行业的孵化平台，有利于公司大环保行业快速成长，获取更多的投资机会，产生协同效应。

2) 国资协同发展基金:

2020 年 8 月，深高速、深圳市鲲鹏展翼股权投资管理有限公司等 8 名合伙人共同签订了合伙协议。国资协同发展基金目标募集规模 40.1 亿元，其中公司认缴 3 亿元出资，出资比例为 7.48%。该项基金已于 2020 年 9 月 22 日完成相关备案登记。此基金的投向为基础设施公用事业领域、金融和战略性新兴产业，受国家政策支持，具有较好的发展空间。公司参与此基金还能提供更多的深圳市国资国企的投资机会，有利于公司的持续发展。

表 10：公司投资基金情况（截止 2020 年末）

名称	总规模(亿元)	公司出资(亿元)	股权比例
环科产业并购基金	10	4.5	45%
国资协同发展基金	40.1	3	7.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

6. 看好公司利润空间，首次覆盖给予“增持”评级

6.1. 盈利预测：预计 2021 年归母净利润 23.80 亿元

收入端：

- 1) 假设通行费收入及利润的预测仅以现有项目为基准，暂不考虑未来新路产的收购；
- 2) 假设公司未来不再进行新的土地竞拍和房地产开发；
- 3) 假设大环保相关业务及其他业务收入维持稳健增长；

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 94.79 亿元、96.85 亿元、105.04 亿元，同比分别+18.09%、+2.17%、+8.46%。

表 11：营业收入预测表（亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	80.27	94.79	96.85	105.04
YOY	25.61%	18.09%	2.17%	8.46%
路产收入	43.87	54.83	52.08	53.14
委托管理服务收入	5.11	6.64	7.83	9.01
房地产收入	3.51	2.14	2.12	3.85
风电设备销售收入	14.28	14.71	15.15	15.91
风力发电收入	2.38	2.57	2.75	2.91
固废资源化管理收入	8.43	10.96	13.70	16.71
其他环保业务收入	0.12	0.13	0.15	0.17
其他业务收入	2.58	2.81	3.06	3.34

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

利润端：

- 1) 考虑外环及沿江项目通车进度对路产业务营业成本的影响，假设路产相关折旧摊销、养护成本及人工成本相对刚性；
- 2) 假设大环保相关业务、房地产业务及其他业务毛利率维稳；
- 3) 投资收益方面，假设参股德润环境与各项金融资产收益保持稳健增长。

我们预计公司 2021-2023 年营业成本分别 58.89 亿元、63.10 亿元、68.67 亿元；综合营收、成本费用及投资收益，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 23.80 亿元、26.42 亿元、29.90 亿元。

表 12：盈利预测简表（亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	80.27	94.79	96.85	105.04
YOY	25.61%	18.09%	2.17%	8.46%
毛利率	35.04%	37.88%	34.85%	34.63%
营业成本	52.15	58.89	63.10	68.67
毛利润	28.12	35.90	33.75	36.37
投资收益	9.37	8.61	12.65	14.45
归母净利润	20.55	23.80	26.42	29.90
YOY	-42.97%	15.85%	11.02%	13.17%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

6.2. 估值分析：首次覆盖给予“增持”评级

由于公司同时布局收费公路、大环保、房地产及金融资产等业务板块，对于深高速的估值我们考虑采用分部估值策略。为此，根据我们的盈利预测，首先将公司归母净利润扣除税后投资收益，再按照毛利润贡献占比分配至各主要并表业务板块。

表 13：各业务应占归母净利润分配（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
总归母净利润	20.55	23.80	26.42	29.90
税后投资收益	7.03	6.46	9.49	10.84
并表板块归母净利润：	13.52	17.34	16.93	19.07
1、路产业务	9.44	13.41	12.41	13.34
毛利润占比	69.85%	77.31%	73.28%	69.96%
2、委托管理服务业务	0.50	0.21	0.26	0.33
毛利润占比	3.71%	1.20%	1.51%	1.73%
3、房地产业务	0.86	0.53	0.55	1.03
毛利润占比	6.39%	3.06%	3.22%	5.42%
4、风电设备销售业务	0.89	0.92	0.98	1.08
毛利润占比	6.58%	5.31%	5.81%	5.66%
5、风力发电业务	0.68	0.73	0.82	0.90
毛利润占比	5.00%	4.23%	4.81%	4.74%
6、固废危废资源化管理业务	0.71	1.06	1.37	1.75
毛利润占比	5.22%	6.11%	8.12%	9.19%
7、其他环保业务	0.04	0.05	0.06	0.07
毛利润占比	0.31%	0.28%	0.34%	0.35%
8、其他业务	0.40	0.44	0.49	0.56
毛利润占比	2.94%	2.51%	2.91%	2.94%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：以上业务拆分为浙商交运团队测算，或与实际业绩口径有些许差异

路产部分:

对于公司控股路产与参股路产,我们保守选取 10 倍 PE 进行估值。我们测算 2021E-2023E 并表路产项目归母净利润分别 13.41 亿元、12.41 亿元、13.34 亿元,参股路产项目税后投资收益分别 1.04 亿元、1.58 亿元、1.81 元。估值方面,我们选取 A 股前十市值高速公路企业,新冠疫情前十年平均 PE 为 13 倍,我们保守选取 10 倍合理 PE 来看,2021 年底对应价值 145 亿元。

表 14: 路产部分估值

	2020	2021E	2022E	2023E
并表路产利润(百万元):				
公路收费主业板块	944	1341	1241	1334
参股路产税后投资收益(百万元):				
广梧项目	18	0	0	0
阳茂项目	45	47	95	114
江中项目	-1	0	0	0
广州西二环	44	37	40	43
南京三桥	18	20	22	24
估值(亿元):				
按 10 倍 PE 估值	107	145	140	152

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 51: A 股前十大市值高速公路公司平均 PE(TTM)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

大环保部分:

1) 风电设备销售及风力发电

我们选取 11 个风电及风电设备行业可比上市公司横向对标来看,以 2021 年 5 月 11 日收盘价计算,行业加权平均 PE(TTM)16.95 倍、PB(LF)1.98 倍;行业 2021E-2023E 加权平均 PE 分别为 12.92 倍、10.95 倍、9.40 倍。

表 15：风电及风电设备行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)			PE			PB
		2021/5/12	2020A	TTM	2021E	2022E	2023E	(LF)
603507.SH	振江股份	27	40.09	30.38	-	-	-	1.88
300772.SZ	运达股份	47	27.19	22.21	15.63	11.83	9.68	2.79
300129.SZ	泰胜风能	44	12.68	10.78	10.57	9.12	8.10	1.66
603218.SH	日月股份	229	18.80	20.44	17.75	14.12	11.72	2.67
002202.SZ	金风科技	488	17.59	16.45	13.45	11.82	10.34	1.56
601615.SH	明阳智能	299	16.21	20.16	12.91	11.50	9.99	1.89
300690.SZ	双一科技	38	7.80	11.50	-	-	-	3.09
002531.SZ	天顺风能	152	14.07	10.76	11.57	9.94	8.47	2.06
603063.SH	禾望电气	53	19.54	17.63	14.89	10.66	9.74	1.86
300443.SZ	金雷股份	64	11.36	10.84	10.55	8.70	7.27	2.23
002487.SZ	大金重工	41	8.80	8.36	5.84	4.82	3.62	1.65
加权平均			17.02	16.95	12.92	10.95	9.40	1.98

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：盈利预测使用 Wind 一致预期

对于风力发电及风电设备销售业务，参考可比公司 Wind 一致预期，我们保守选取 12 倍 PE 进行估值。我们测算 2021E-2023E 风电部分合计归母净利润分别 1.56 亿元、1.80 亿元、1.98 亿元。以 12 倍 PE 来看，各年底对应价值分别 20 亿元、22 亿元、24 亿元，按 10%折至 2021 年底则价值分别 20 亿元、20 亿元、20 亿元。

表 16：风电部分估值（单位：亿元）

	2021E	2022E	2023E
风电设备销售业务利润	0.92	0.98	1.08
风力发电业务利润	0.73	0.82	0.90
风电业务利润合计	1.65	1.80	1.98
按 12 倍 PE 风电业务估值合计	20	22	24
按 10%折至 2021 年估值	20	20	20

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2) 固废资源化管理及参股德润环境部分：

固废资源化管理方面，公司于 2020 年内分别收购蓝德环保与乾泰科技进行布局，支付对价分别为 8.10 亿元与 2.25 亿元，我们直接采用交易对价对固废危废业务进行估值。

参股德润环境方面，按长期股权投资权益法进行核算，德润环境主要通过旗下两个 A 股上市公司重庆水务与三峰环境开展主业运营，因此我们直接采用 2020 年报公司对德润环境长期股权投资账面价值进行估值。

两方面合计，此部分估值共计 58 亿元。

表 17: 大环保部分其他业务估值 (单位: 亿元)

	支付对价	1 倍 PB 价值
固废资源化管理:		
收购蓝德环保	8.10	8.10
收购乾泰科技	2.25	2.25
	长期股权投资 (2020 年报账面价值)	按 10% 折至 2021 年
环保公用:		
参股德润环境	47.31	47.31
合计		57.66

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

风电设备销售及风力发电、固废危废处理及参股德润环境部分合计, 大环保板块目标估值 78 亿元。

房地产部分:

公司房地产业务由并表贵龙房开项目 (权益比例 70%) 与参股联合置地 (权益比例 34.3%) 构成, 我们对房地产业务使用 NAV 进行估值。基于公司未来不再进行新的土地竞拍和房地产开发的假设, 预计公司相关项目持续周期较短, 所以我们简化 NAV 计算过程, 将各年净资产按公司占有权益比例折算后直接加总, 不考虑贴现。最终, 测算得公司房地产业务净 NAV 估值 18 亿元。

表 18: 房地产业务 NAV 估值

	权益比例	2021E	2022E	2023E	2024E
并表贵龙项目:					
二级开发		3.00	0.55	1.03	0.53
储备土地		0.53	0.55	1.03	0.53
单价 (元/平方米)	70%	1053.12			
面积 (万平方米)		23.47			
价值 (亿元)		2.47			
参股联合置地:	34.3%	5.49	13.82	16.87	6.33
NAV 合计 (亿元)		18.15			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 贵龙项目储备土地面积系根据公司 2020 年报披露数据折算, 单价采用贵龙项目 2019 年转让土地单价

其他长期股权投资项目:

对于其他长期股权投资项目, 主要是环科产业并购基金与贵州银行、贵州恒通利、华显公司、顾问公司等, 我们在这里基于 2020 年报长期股权投资账面价值给予 1 倍 PB 进行估值, 合计 16 亿元。

表 19：其他长期股权投资项目估值（单位：亿元）

	长期股权投资 (2020 年报账面价值)	价值	估值方法	备注
环科产业并购基金	1.31	1.31	1 倍 PB	深高速认缴人民币 4.5 亿元，出资比例 45%，截止 2020 年末已实缴出资 1.35 亿元
其他	14.24	14.24	1 倍 PB	主要为贵州银行、贵州恒通利、华昱公司、顾问公司等
合计		15.55		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综上所述，我们从收费公路、大环保、房地产及金融资产等分部估值看，认为年内合理市值 256 亿元，相对 2021/05/12 收盘价仍有 18% 左右空间，首次覆盖予以“增持”评级。

表 20：分部估值汇总

业务拆分	估值方式	分部估值（亿元）
收费公路	PE 相对估值	144.51
大环保	PE 相对估值及交易对价	77.50
房地产	NAV	18.15
大金融及其他	采用 1 倍 PB 估值	15.55
合计		255.71

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：以上业务拆分为浙商交运团队测算，或与实际业绩口径有些许差异

6.3. 风险提示

新开通路段潜在分流影响；

环保业务业绩不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10081	9674	9956	11142
现金	5549	4836	5081	5769
交易性金融资产	0	36	33	23
应收账款	1177	932	1173	1282
其它应收款	763	1347	958	1177
预付账款	403	454	527	545
存货	940	1164	1229	1311
其他	1249	904	955	1036
非流动资产	45064	43138	45143	47094
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	8939	8502	8716	8719
固定资产	3493	4124	5015	5574
无形资产	26854	27324	27631	28528
在建工程	124	124	132	154
其他	5654	3064	3649	4119
资产总计	55145	52811	55099	58236
流动负债	14035	10625	10809	12169
短期借款	1341	1142	771	907
应付款项	2165	1924	2223	2505
预收账款	0	0	0	0
其他	10529	7559	7815	8757
非流动负债	14830	14388	14806	14675
长期借款	6511	6511	6511	6511
其他	8319	7877	8295	8163
负债合计	28866	25014	25615	26844
少数股东权益	3236	3446	3679	3942
归属母公司股东权	23043	24352	25805	27450
负债和股东权益	55145	52811	55099	58236
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1101	4253	4044	3932
净利润	2236	2590	2875	3254
折旧摊销	1742	1680	1725	1806
财务费用	492	667	600	546
投资损失	(937)	(861)	(1265)	(1445)
营运资金变动	1672	(1645)	659	207
其它	(4103)	1821	(550)	(437)
投资活动现金流	(4431)	(1428)	(1920)	(1834)
资本支出	(769)	(877)	(1207)	(951)
长期投资	(232)	437	(214)	(3)
其他	(3429)	(988)	(498)	(880)
筹资活动现金流	3588	(3538)	(1880)	(1409)
短期借款	977	(200)	(371)	136
长期借款	(2520)	0	0	0
其他	5131	(3339)	(1509)	(1545)
现金净增加额	258	(713)	245	688

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8027	9479	9685	10504
营业成本	5215	5889	6310	6867
营业税金及附加	67	79	81	87
营业费用	53	63	64	69
管理费用	363	429	438	475
研发费用	59	69	71	77
财务费用	492	667	600	546
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	937	861	1265	1445
其他经营收益	47	19	25	30
营业利润	2713	3163	3412	3857
营业外收支	(3)	3	0	0
利润总额	2709	3166	3412	3857
所得税	474	576	537	603
净利润	2236	2590	2875	3254
少数股东损益	181	210	233	263
归属母公司净利润	2055	2380	2642	2990
EBITDA	4826	5645	5937	6447
EPS (最新摊薄)	0.94	1.09	1.21	1.37
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	29.76%	18.09%	2.17%	8.46%
营业利润	(23.52%)	16.60%	7.87%	13.04%
归属母公司净利润	(42.97%)	15.85%	11.02%	13.17%
获利能力				
毛利率	35.04%	37.88%	34.85%	34.63%
净利率	27.85%	27.32%	29.69%	30.98%
ROE	8.74%	8.80%	9.23%	9.82%
ROIC	6.86%	8.44%	8.49%	8.84%
偿债能力				
资产负债率	52.35%	47.36%	46.49%	46.09%
净负债比率	39.90%	36.66%	35.83%	36.42%
流动比率	0.72	0.91	0.92	0.92
速动比率	0.65	0.80	0.81	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.18	0.18	0.19
应收帐款周转率	10.56	12.03	11.13	10.79
应付帐款周转率	3.67	3.26	3.41	3.30
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.09	1.21	1.37
每股经营现金	0.50	1.95	1.85	1.80
每股净资产	10.57	11.17	11.83	12.59
估值比率				
P/E	10.56	9.12	8.21	7.26
P/B	0.94	0.89	0.84	0.79
EV/EBITDA	6.02	5.52	5.33	4.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>