

公司研究

收费公路业务恢复增长，收购湾区发展提升盈利能力

——深高速（600548.SH）2021年中报点评

要点

◆**事件：公司发布2021年上半年业绩。**公司21年上半年实现营业收入约42.1亿元，同比增长143%（调整后）；实现归母净利润约12.2亿元，同比增长2215%（调整后）；实现扣非归母净利润约11.9亿元，较上年同期（亏损0.12亿元）扭亏为盈。公司2021年半年度不分红派息。

◆**收费公路业务恢复增长。**虽然今年2月、5月国内疫情反复对公司运营公路的车流量带来一定负面冲击，但随着国内宏观经济复苏并进入平稳，公司运营的收费公路营运表现已基本恢复正常。21年上半年，公司控股的收费公路（剔除外环项目、龙大高速）的日均合计车流量较19年同期增长20.2%，日均路费收入较19年同期增长4.1%；另外加上外环一期的通车和龙大高速的并表，公司21年上半年收费公路业务实现营业收入27.8亿元，较19年同期增加26.2%。

◆**收费公路业务毛利率同比快速恢复。**公司21年上半年收费公路业务毛利率为50.11%，较20年同期增加40.54pct，但较19年同期下降2.15pct，主要还是受到了收费计费标准调整以及收费政策变化对公司带来负面影响。

◆**收费公路项目储备丰富，收购湾区发展将提升盈利水平。**公司机荷高速改扩建的初步设计方案（8+8双层复合通道）及概算编制在今年上半年获交通运输部批复，争取2021年底具备开工条件；阳茂改扩建（四改八改）工程计划2022年完工；另外公司拟受让控股股东持有的湾区发展（0737.HK）71.83%的控股权（总成本不超过105亿港元），收购完成后公司将运营广深高速、西线高速，该两项公路位于粤港澳大湾区核心区域，区位优势明显，同时广深高速也能与公司运营的沿江高速等深圳区域公路产生协同效应，进一步提升公司的盈利能力。

◆**公司大环保业务保持扩张。**公司21年上半年清洁能源业务、固废资源化管理业务分别实现营业收入3.5亿元、3.0亿元，分别同比增加51.9%、54.41%，主要原因是受到新项目并表的影响。公司21年上半年大环保业务合计贡献毛利约2.1亿元，同比增加141%。另外公司于2021年7月收购淮安中恒99.4MW风电项目20%股权，同时计划投资江西樟树阁皂山30MW风电场项目和云南宣威市风电产业基地项目，继续扩张公司清洁能源业务。

◆**房地产业务贡献部分盈利。**公司21年上半年确认房地产销售收入2.73亿元，实现毛利约1.4亿元，较20年（0元）、19年（1.1亿元）同期均有所提升。

◆**投资建议：**公司收费公路储备项目丰富，大环保业务保持扩张，在公司存量收费公路业务恢复增长的背景下，未来公司盈利将重回增长轨道；公司承诺21年-23年现金分红比例不低于55%，较18-20年水平（约45%）有较大提升。暂不考虑H股增发及湾区发展的收购，我们维持公司21-23年EPS分别为1.12元、1.23元、1.28元；维持公司A、H“增持”评级。

◆**风险提示：**区域内新建路网对公司收费公路业务产生分流；收费公路收费标准下降；公司大环保等业务营收不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,186	8,027	9,872	10,640	11,196
营业收入增长率	6.52%	29.76%	22.99%	7.78%	5.23%
净利润（百万元）	2,499	2,055	2,443	2,672	2,795
净利润增长率	-27.34%	-17.80%	18.92%	9.38%	4.59%
EPS（元）	1.15	0.94	1.12	1.23	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.60%	8.92%	9.94%	10.21%	10.05%
P/E（A股）	8	9	8	7	7
P/E（H股）	5	6	5	5	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-25；汇率：按1HKD=0.83CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：9.07元

H股：增持（维持）

当前价：7.53港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.81
总市值(亿元):	197.80
一年最低/最高(元):	8.41/11.47
近3月换手率:	10.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.88	14.27	2.25
绝对	6.33	6.33	6.33

资料来源：Wind

相关研报

国内疫情防控措施逐步升级，暑运需求恢复受负面冲击——交通运输行业周报 20210808 (2021-08-08)

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业 2021 年中期投资策略 (2021-07-15)

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述 (2021-05-05)

收费公路项目储备丰富，清洁能源业务持续扩张——深高速（600548.SH）2020 年报点评 (2021-03-25)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,186	8,027	9,872	10,640	11,196
营业成本	3,500	5,215	6,072	6,571	6,905
折旧和摊销	1,502	1,734	1,810	2,078	2,396
税金及附加	55	67	79	85	90
销售费用	27	53	65	70	74
管理费用	351	363	395	426	448
研发费用	18	59	72	78	82
财务费用	573	492	985	823	624
投资收益	1,243	937	1,120	1,048	827
营业利润	2,444	2,713	3,329	3,640	3,807
利润总额	2,444	2,709	3,320	3,631	3,798
所得税	-92	474	664	726	760
净利润	2,536	2,236	2,656	2,905	3,038
少数股东损益	37	181	212	232	243
归属母公司净利润	2,499	2,055	2,443	2,672	2,795
EPS(按最新股本计)	1.15	0.94	1.12	1.23	1.28

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,751	1,101	5,285	4,701	5,373
净利润	2,499	2,055	2,443	2,672	2,795
折旧摊销	1,502	1,734	1,810	2,078	2,396
净营运资金增加	-176	-771	1,527	557	162
其他	-2,074	-1,918	-495	-606	20
投资活动产生现金流	-253	-4,431	-957	-4,058	-4,269
净资本支出	-677	-2,483	-3,198	-5,000	-5,000
长期投资变化	8,706	8,939	0	0	0
其他资产变化	-8,283	-10,888	2,241	942	731
融资活动现金流	-1,147	3,588	-2,967	-106	-715
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	555	734	-1,065	1,780	1,071
无息负债变化	2,085	3,932	295	45	413
净现金流	351	256	1,361	537	389

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	43.4%	35.0%	38.5%	38.2%	38.3%
EBITDA 率	69.5%	50.6%	50.7%	51.6%	53.6%
EBIT 率	45.2%	28.9%	32.4%	32.1%	32.2%
税前净利润率	39.5%	33.8%	33.6%	34.1%	33.9%
归母净利润率	40.4%	25.6%	24.7%	25.1%	25.0%
ROA	5.6%	4.1%	4.7%	4.9%	4.8%
ROE (摊薄)	13.6%	8.9%	9.9%	10.2%	10.1%
经营性 ROIC	11.4%	6.3%	7.8%	7.5%	7.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	52%	50%	50%	50%
流动比率	1.18	0.72	0.88	0.84	0.82
速动比率	1.07	0.65	0.78	0.75	0.73
归母权益/有息债务	1.26	1.51	1.72	1.63	1.63
有形资产/有息债务	1.42	1.79	2.00	1.88	1.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	44,924	55,145	56,113	59,780	63,140
货币资金	4,733	5,549	6,911	7,448	7,837
交易性金融资产	63	0	0	0	0
应收帐款	722	798	812	1,060	1,050
应收票据	10	379	0	0	0
其他应收款 (合计)	374	773	1,403	1,052	1,254
存货	723	940	1,201	1,282	1,319
其他流动资产	232	326	326	326	326
流动资产合计	7,666	10,081	11,185	11,769	12,381
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	8,706	8,939	8,939	8,939	8,939
固定资产	2,832	3,493	3,779	3,878	3,916
在建工程	15	124	843	1,221	1,411
无形资产	23,494	26,854	27,138	29,184	31,161
商誉	156	156	156	156	156
其他非流动资产	856	2,228	2,228	2,228	2,228
非流动资产合计	37,258	45,064	44,928	48,011	50,759
总负债	24,200	28,866	28,096	29,920	31,404
短期借款	364	1,341	1,916	3,208	3,775
应付账款	971	1,870	1,794	2,040	2,220
应付票据	132	295	61	66	69
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,006	5,446	5,446	5,446	5,446
流动负债合计	6,481	14,035	12,733	14,039	15,061
长期借款	9,032	6,511	7,011	7,511	8,011
应付债券	4,676	3,792	3,792	3,792	3,792
其他非流动负债	637	993	993	993	993
非流动负债合计	17,720	14,830	15,362	15,881	16,343
股东权益	20,723	26,279	28,018	29,859	31,736
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
公积金	8,839	8,715	8,715	8,715	8,715
未分配利润	6,439	7,278	8,784	10,394	12,027
归属母公司权益	18,375	23,043	24,569	26,178	27,812
少数股东权益	2,349	3,236	3,449	3,681	3,924

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.44%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%
管理费用率	5.67%	4.52%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	9.26%	6.12%	9.98%	7.73%	5.57%
研发费用率	0.30%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%
所得税率	-4%	17%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.52	0.43	0.49	0.53	0.56
每股经营现金流	0.80	0.50	2.42	2.16	2.46
每股净资产	8.43	10.57	11.27	12.00	12.75
每股销售收入	2.84	3.68	4.53	4.88	5.13

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A 股)	8	9	8	7	7
PB (A 股)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.9	8.0	6.3	6.2	5.9
股息率	5.8%	4.8%	5.5%	6.0%	6.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE