

2024年07月11日
深高速(600548.SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

公路

区位优势铸就稳健发展之基,分红丰厚 凸显“低波红利”价值

■ 华南高速公路区域龙头,构建“公路为主、环保为辅”业务模式。深圳高速公路集团股份有限公司成立于1996年,是深圳市第一家香港、上海两地上市企业,实控人为深圳市国资委。公司聚焦高速公路运营与管理,并于2020年进军大环保领域,构建以“公路为主、环保为辅”的业务模式。

■ 业绩稳定、现金流充沛、分红收益丰厚,“低波红利”优质之选。高速公路企业现金流十分稳定,同时汽车保有量的自然增长又为通行费收入提供了成长性,因此高速公路企业普遍采取高分红的派息政策。行业平均股息率达3%,仅次于煤炭、房地产、银行、钢铁等传统高股息板块。行业的主要矛盾,特许经营权期限带来的可持续性,或随着《基础设施和公用事业特许经营管理办法》落地延长至最高不超过40年而得到有效解决。

■ 区位优势增厚公司路产价值,核心资产改扩建助力主业持续性。深高速主要路产密集辐射广深地区,优质路产叠加区域经济红利,奠定收费公路盈利能力。公司收费公路业务平均毛利率50%,核心路产如机荷高速西段、外环高速毛利率可达77%、68%,处行业领先水平。同时公司积极开展改扩建项目,保障核心路产经营权。当前深高速股息率达5.3%(2023年派息金额/7月10日收盘价),处行业前列,在当前利率下行的环境下股息率颇具吸引力。

■ 环保收入企稳增长,静待业绩兑现。深高速大环保业务包含清洁能源发电与固废资源化等业务。环保业务与收费公路同属特许经营权模式,公司结合多年收费公路运营经验,在环保领域具备一定天然优势。公司当前多项环保业务收入端已呈稳定增长态势,餐厨垃圾处理收入同比增长29.1%,静待成熟期后实现业绩兑现。

■ 投资建议:利率下行、风险偏好走弱,“低波红利”标的价值凸显。深高速作为老牌高速公路运营公司,经营稳定、现金流充沛,并常年采取“高分红”的派息政策,具备配置价值。我们认为中短期内公司将受益于:(1)深中通道开通为公司路产带来的引流效应(2)沿江二期开通带来业绩增量。长期看,公司将受益于:(1)新《公路管理条例》落地,改善高速公路经营权收费期限、收费标准等政策(2)特许经营权拉长至最高不超过40年,解决高速公路经营痛点(3)大环保业务业绩逐步兑现。综上所述,我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为24.6/28.6/30.6亿元。根据相对估值法,当前可比公路公司2024一致预测PE均值为12.7,近十年历史PE均值为13.5,综合考虑我们给予深高速2024年12xPE。根据预测的2024年扣除永续债股利后的每股收

投资评级	买入-A 首次评级
6个月目标价	12.48元
股价(2024-07-10)	10.32元

交易数据	
总市值(百万元)	22,505.55
流通市值(百万元)	14,791.35
总股本(百万股)	2,180.77
流通股本(百万股)	1,433.27
12个月价格区间	8.53/11.04元

股价表现



资料来源:Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.1	4.8	25.5
绝对收益	-4.0	2.7	14.7

杨振华 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080006

yangzh5@essence.com.cn

孙行健 联系人

SAC 执业证书编号: S1450124030003

sunhj3@essence.com.cn

益 1.04 元计算，对应目标价为 12.48 元。首次覆盖给予“买入-A”评级。

目 风险提示：所在区域增长放缓风险；深中通道引流效应不及预期风险；机荷高速改扩建项目对车流影响较大风险；环保业务不及预期风险；盈利预测及假设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9,372.6	9,295.3	10,431.0	11,169.3	11,489.4
净利润	2,014.1	2,327.2	2,463.6	2,858.8	3,061.7
每股收益(元)	0.84	0.98	1.04	1.23	1.32
每股净资产(元)	9.79	10.25	9.18	9.77	10.40

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	13.1	11.2	10.5	9.0	8.3
市净率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
净利润率	21.5%	25.0%	23.6%	25.6%	26.6%
净资产收益率	9.4%	10.4%	12.3%	13.4%	13.5%
股息收益率	4.2%	5.0%	5.7%	6.6%	7.0%
ROIC	8.5%	7.6%	7.3%	8.2%	8.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

注：计算每股收益时扣除了永续债利息的影响

目 录

1. 深圳市国资匠心之道，公路为主、环保为辅双主业布局.....	5
1.1. 深耕收费公路运营，多元布局大环保业务.....	5
1.2. 业绩稳、投入大，新一轮定增注活力.....	7
2. 高速公路，“低波红利”优质之选.....	10
2.1. 经济新常态，深高速“低波红利”价值凸显.....	10
2.2. 兼具稳健与成长，高速公路价值再论.....	12
3. 区位优势奠定路产质量，环保业务静待开花.....	16
3.1. 区位优势强，收费公路盈利稳定.....	16
3.2. 存量路产优，改扩建亦有序展开.....	18
3.3. 业绩弹性大，深中通道强势开通.....	21
3.4. 业务布局宽，环保业绩静待兑现.....	22
4. 盈利预测及投资建议.....	25
4.1. 盈利预测.....	25
4.2. 估值与投资建议.....	26
5. 风险提示.....	27

目 录

图 1. 深高速历史沿革.....	5
图 2. 深高速股权架构.....	5
图 3. 深高速深圳地区高速路网示意图.....	7
图 4. 2016-2023 年公司营业收入（亿元）.....	8
图 5. 2016-2023 年公司归母净利润（亿元）.....	8
图 6. 2023 年公司营业收入构成（%）.....	8
图 7. 2023 年公司毛利润构成（%）.....	8
图 8. 2016-2023 年公司销售毛利率、销售净利率（%）.....	9
图 9. 2016-2023 年公司费用率情况（%）.....	9
图 10. 深高速资产负债率（%）.....	9
图 11. 深高速现金流情况（亿元）.....	9
图 12. 中证红利指数与沪深 300 指数走势对比（截止 2024 年 7 月 10 日）.....	10
图 13. 高速公路行业（申万三级行业）与其他行业（申万一级行业）平均股息率（截止 7 月 10 日）.....	11
图 14. 高速公路板块各公司股息率（%）（截止 2024 年 7 月 10 日）.....	11
图 15. 2023 年高速公路公司分红比例（%）.....	12
图 16. 2016-2023 年深高速税前每股股利（元）与分红比例（%）.....	12
图 17. 经营性公路商业模式示意图.....	12
图 18. 全国公路建设投资额（亿元）.....	13
图 19. 全国高速公路里程（公里）.....	13
图 20. 全国汽车销量（万辆）.....	13
图 21. 全国机动车保有量（亿量）.....	13
图 22. 2000-2023 年公路客运量（亿人）.....	14
图 23. 2000-2023 年公路客运周转量（亿人公里）.....	14
图 24. 2000-2023 公路货运量（亿吨）.....	14
图 25. 2000-2023 公路货物周转量（亿吨公里）.....	14
图 26. 高速公路公司成本构成（%）.....	16

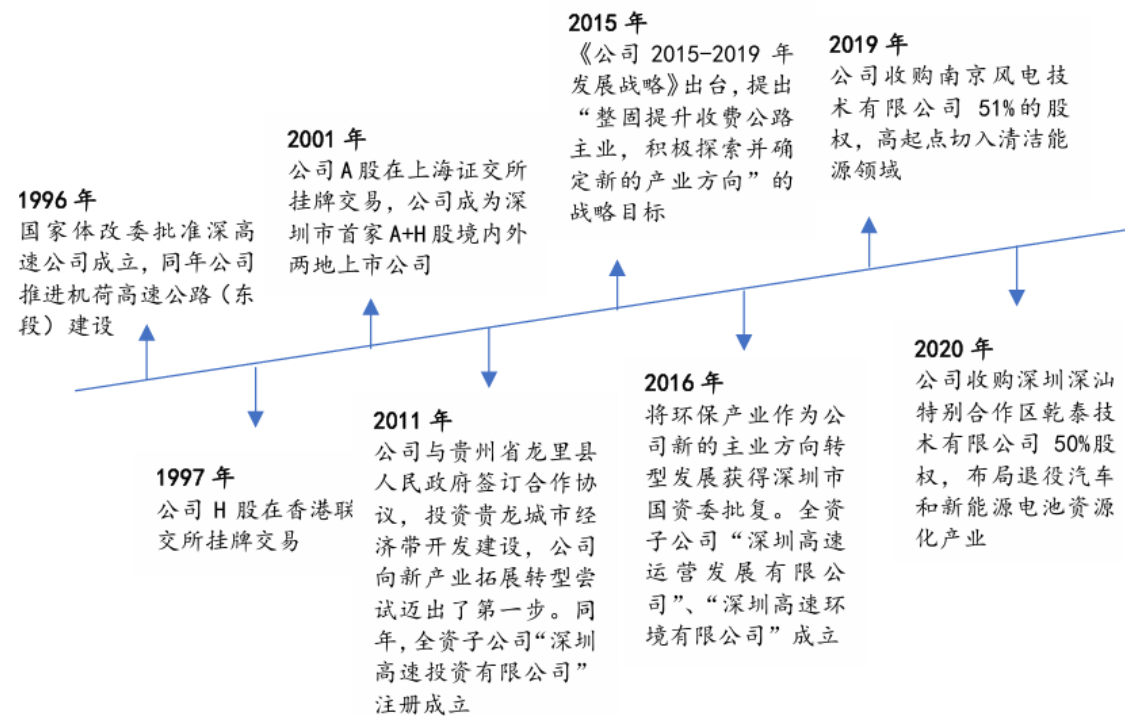
图 27. 2023 年人均 GDP 地级市 Top10 (万元)	16
图 28. 2000-2023 年深圳市 GDP (亿元)	16
图 29. 广东省高速公路通车里程 (公里)	17
图 30. 通行费业务历年收入 (亿元)	18
图 31. 通行费业务历年毛利率 (%)	18
图 32. 2023 深高速各路产收入占比	19
图 33. 2023 深高速各路产毛利率	19
图 34. 深高速路产平均剩余收费期限 (年)	19
图 35. 深中通道示意图	21
图 36. 大环保各项业务收入 (亿元)	22
图 37. 大环保各项业务毛利率 (%)	22
图 38. 中国总发电机装机容量与风电发电机装机容量 (亿千瓦)	23
图 39. 深高速各项目上网电量 (万 MWh)	23
图 40. 国产碳酸锂价格 (万元/吨)	25
图 41. 中国纯电动汽车保有量 (万辆)	25
图 42. 可比公司 PE 情况	26
表 1: 公司业务拆分	6
表 2: 深高速 2023 年度定增信息	10
表 3: 中证红利指数与沪深 300 指数涨跌幅对比 (%) (截止 2024 年 7 月 10 日)	10
表 4: 广东省高速公路收费标准	15
表 5: 高速公路收费期限条例梳理	15
表 6: 广东省高速公路建设规划	17
表 7: 深高速路产情况	18
表 8: 机荷高速改扩建信息	20
表 9: 外环三期改扩建信息	20
表 10: 沿江高速改扩建信息	21
表 11: 深中通道开通后增量车流盈利测算 (亿元)	22
表 12: 深高速新能源发电业务项目梳理	24
表 13: 深高速垃圾处理业务梳理	24
表 14: 收入预测简表 (亿元)	25

1. 深圳市国资匠心之道，公路为主、环保为辅双主业布局

1.1. 深耕收费公路运营，多元布局大环保业务

华南高速公路区域龙头，构建“公路+环保”双主业模式。深圳高速公路集团股份有限公司（简称“深高速”）成立于1996年，是深圳市第一家香港、上海两地上市企业。自2015年起深高速施行新战略安排后，公司于2020年正式进军大环保产业，拓展了固废处理、清洁能源发电等业务，形成“收费公路+大环保”公路为主、环保为辅双主业格局。

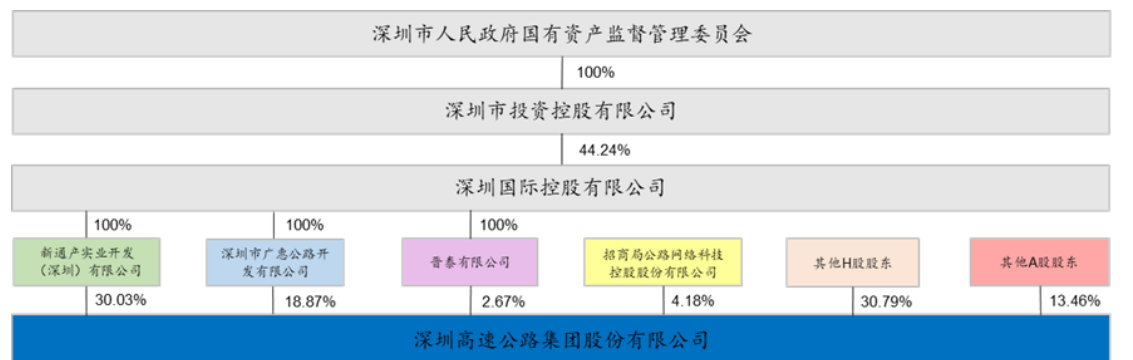
图1. 深高速历史沿革



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

控股股东为深圳国际，实控人为深圳市国资委。根据2024年一季报，深圳国际通过新通产等全资子公司合计间接持有深高速51.56%的股权，为公司控股股东。深圳国际是直属深圳国资委的交运资产管理平台，主要以交通、物流为主业。同时，公路行业龙头企业招商公路持有公司4.18%的股份。

图2. 深高速股权架构



资料来源：Wind，公司公告，国投证券研究中心

公司业务板块主要分为收费公路业务、环保业务和其他业务。

公路业务：深高速主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。手握深圳地区核心路产，同时覆盖其他发达地区优质公路，区位优势显著。收费公路项目合计 16 个，权益里程约 660 公里，路产质量位居行业前列。

环保业务：深高速在新战略安排下，公司于 2020 年正式进军大环保领域，主要开展固废资源化处理、风电光伏等新能源发电业务。截至目前，公司多数环保项目已投产落地，静待业绩兑现。

其他业务：除“收费公路+大环保”主业外，公司依靠多年经营治理经验，还从事委托管理及其他基础设施开发、数字科技、工程咨询、联网收费等其他业务。

表1：公司业务拆分

业务板块	项目名称	持股比例	主营业务	
收费公路业务	广东深圳地区：	梅观高速	100%	收费公路
		机荷东段	100%	
		机荷西段	100%	
		沿江项目	100%	
		外环项目	100%	
		龙大高速	89.93%	
		水官高速	50%	
		水官延长段	40%	
	广东其他地区：	清连高速	76.37%	
		广深高速	45%	
		西线高速	50%	
		阳茂高速	25%	
		广州西二环	25%	
其他省份：	益常项目	100%		
	长沙环路	51%		
	南京三桥	35%		
大环保业务	环境公司（100%）	南京风电	98.04%	风力发电系统的研发制造、运营维护等
		蓝德环保	92.29%	对有机垃圾综合处理的投资、建设、运营等
		利赛环保	70%	有机餐厨垃圾收运、综合处理、资源化利用等
		德润环境	20%	污水处理、垃圾焚烧发电
	新能源公司（100%）	广东新能源	100%	新能源产业投资、融资与管理
		冀深新能源	100%	电力、热力生产和供应
		金深新能源	65%	风场、光伏投资
		晟能科技	60%	电力、热力生产和供应
		峰和能源	50%	清洁能源投资、开发、建设和运营工作
	基建环保公司（100%）	深圳乾泰	63.33%	基建环保开发、经营退役动力电池综合利用和汽车拆解业务
		晟能科技	40%	电力、热力生产和供应
光明环境园（100%）		100%	有机餐厨垃圾收运、综合处理、资源化利用等	
深水规院（11.25%）		11.25%	水利工程设计及项目咨询管理	

其他业务	委托管理及其他基础设施开发
	数字科技业务
	工程咨询业务
	联网收费业务

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图3. 深高速深圳地区高速路网示意图

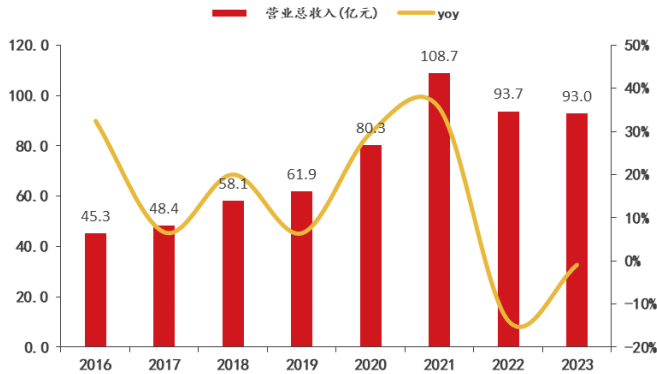


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.2. 业绩稳、投入大，新一轮定增注活力

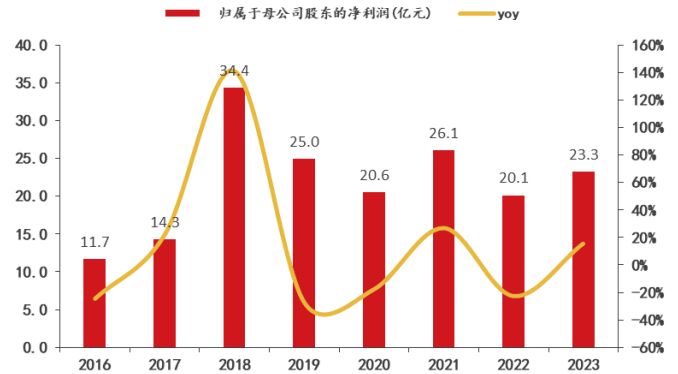
营收稳健增长，利润表现逐步恢复至疫情前水平。公司营收稳健增长，2016-2023 年复合增速达 10.82%。2023 年营业收入同比下降 0.8%，主要系清洁能源发电及委托管理建设业务同比下滑导致。利润端，2018 年政府提前回购三项目（南光高速、盐排高速及盐坝高速）产生一次性的资产处置损益 19.61 亿元，带来当年利润端表现突出。2023 年疫情影响消除，公路客运、货运逐步复苏，公司利润表现迅速恢复。

图4. 2016-2023 年公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

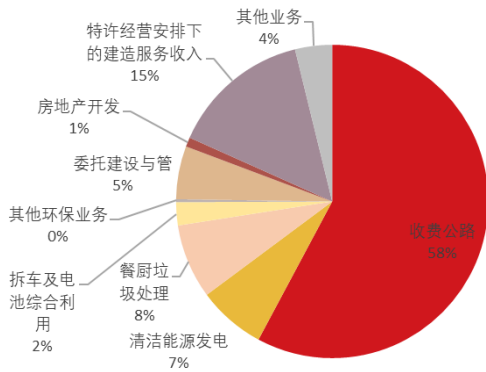
图5. 2016-2023 年公司归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

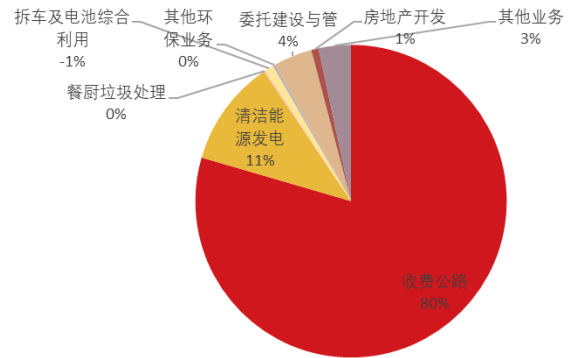
收费公路贡献主要营收及利润, 大环保业绩尚待兑现。营收端, 2023 年公司实现营业收入 93.0 亿元。其中收费公路占比 58%, 大环保业务 (清洁能源发电、餐厨垃圾处理、拆车及电池综合利用与其他环保业务) 占比 17%。在剔除不产生利润的特许经营安排下的建造服务收入后, 收费公路与大环保业务占比分别为 67.6%、20%, 贡献公司绝大部分收入。利润端, 2023 年公司实现毛利润 33.5 亿元, 其中收费公路占比高达 80%, 大环保业务中仅清洁能源发电实现盈利, 占比 11%。当前环保业务收入、利润占比均相对较小, 业绩尚待兑现。

图6. 2023 年公司营业收入构成 (%)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

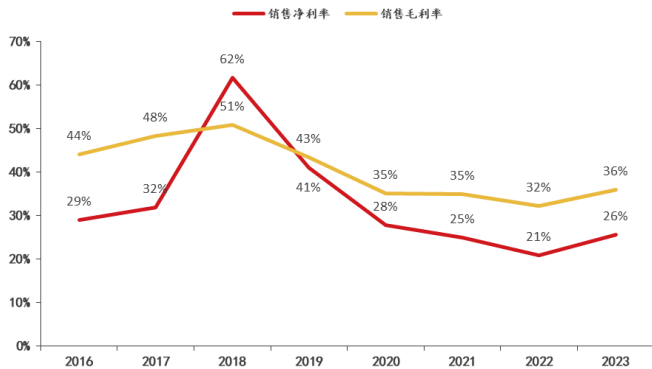
图7. 2023 年公司毛利润构成 (%)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

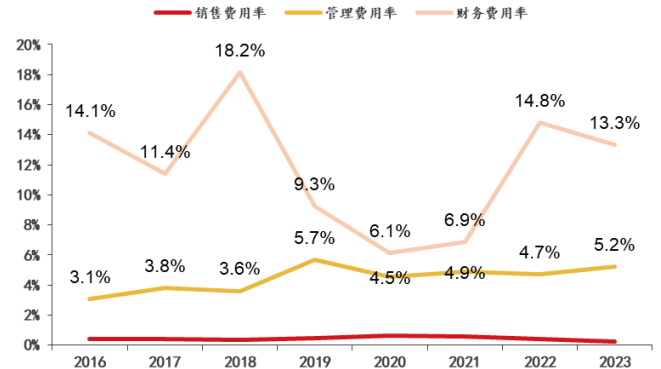
毛利率净利率企稳回升, 财务费用率占比相对较高。2020 年新冠疫情爆发, 公司收费公路主业受到冲击, 叠加初入“大环保”业务, 深高速利润率略显疲软。2023 收费公路业务显著复苏提振利润率走高, 销售毛利率回升至 36%, 销售净利率回升至 26%。费用率方面, 公司 2023 年销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.2%/5.2%/13.3%。销售费用整体平稳, 管理费用随业务规模扩大而略微增长, 财务费用率因借贷规模上升而提升。公司毛利率、净利率之差显著小于三费之和, 主要系公司投资收益较大导致。

图8. 2016-2023 年公司销售毛利率、销售净利率 (%)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

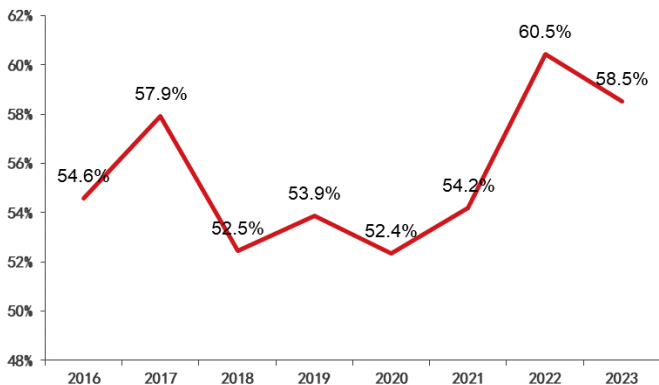
图9. 2016-2023 年公司费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

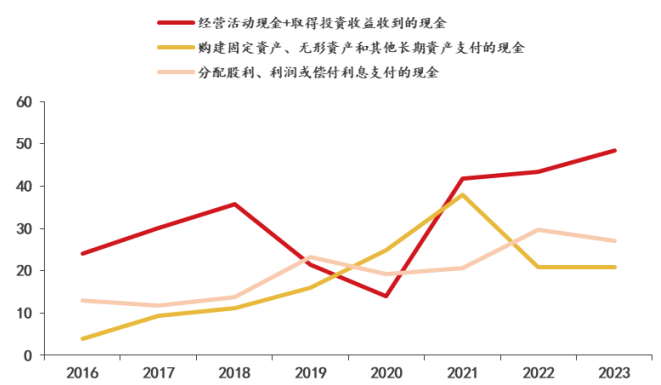
负债及现金流压力同比改善，仍需关注后续财务压力。2016-2023 年深高速平均 55%，为行业中间水平。2020 年起由于多项目同时投入导致资产负债率高企，并于 2023 有所改善，回落至 58.5%。公司现金流企稳攀升，2021/2022/2023 经营活动现金流与取得投资收益取收到的现金合计分别为 41.8/43.4/48.5 亿元。而随着机荷高速改扩建的启动，仍需关注公司财务压力。

图10. 深高速资产负债率 (%)



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图11. 深高速现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，国投证券研究中心

为巩固收费公路主业优势并改善资本结构，公司将实施定向增发 A 股。公司拟向特定对象发行不超过 6.5 亿股 A 股，数量不超过本次发行前公司总股本的 30%，募集资金总额拟不超过人民币 49 亿元。募集资金中的 46 亿拟用于建设外环高速深圳段，3 亿用于偿还有息负债。本轮定增在缓解财务压力的同时，或为市场提供一定流动性。

表2: 深高速 2023 年度定增信息

定增信息	
最新价(元)	10.41 亿元
发行数量	不超过 654,231,097 股
拟募集资金额	不超过人民币 49.00 亿元
项目	外环高速深圳段、偿还有息负债

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

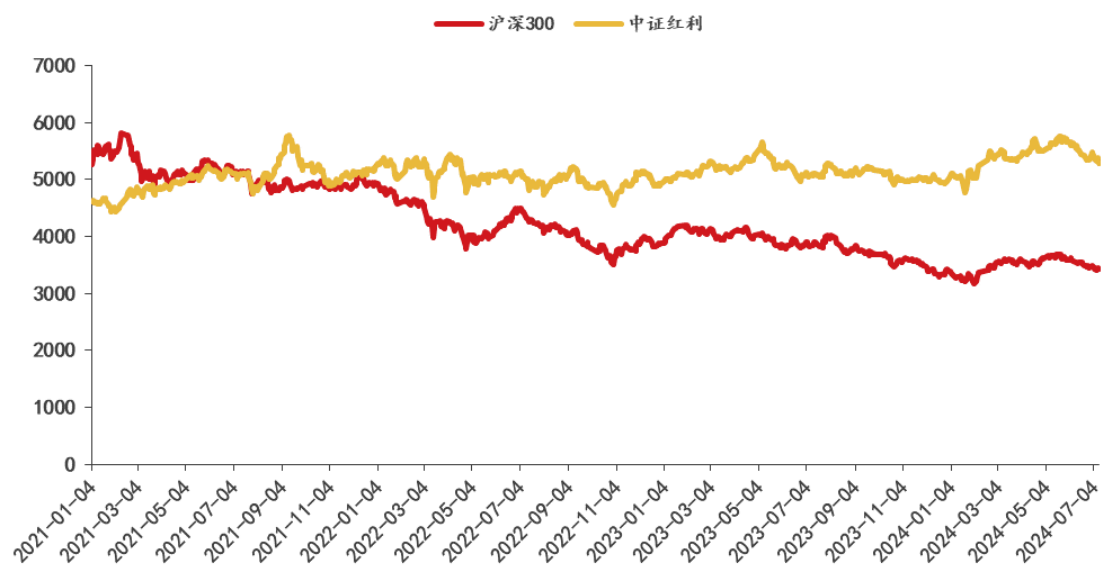
2. 高速公路, “低波红利” 优质之选

2.1. 经济新常态, 深高速 “低波红利” 价值凸显

经济发展新阶段, “成长” 与 “红利” 并重。根据国家统计局数据, 2023 年我国 GDP 已超 126 万亿元, 同比增长 5.2%。随着我国经济规模体量越来越大, 许多行业逐步从过去的高速增长阶段进入到稳定成熟阶段。从投资回报的角度, 市场逐步从过去偏重 “成长” 转变为 “成长” 与 “高股息” 并重。

穿越牛熊, “高股息” 策略正当时。以中证红利指数和沪深 300 指数的对比来看, 过去 3 年多的时间里, 中证红利指数大幅跑赢沪深 300 指数, 2021-2024 年初至今, 中证红利指数相对于沪深 300 指数分别实现了每年 18.57%、16.18%、12.27% 和 3.76% 的相对收益。“高股息” 策略已实现了不错的相对和绝对收益。

图12. 中证红利指数与沪深 300 指数走势对比 (截止 2024 年 7 月 10 日)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

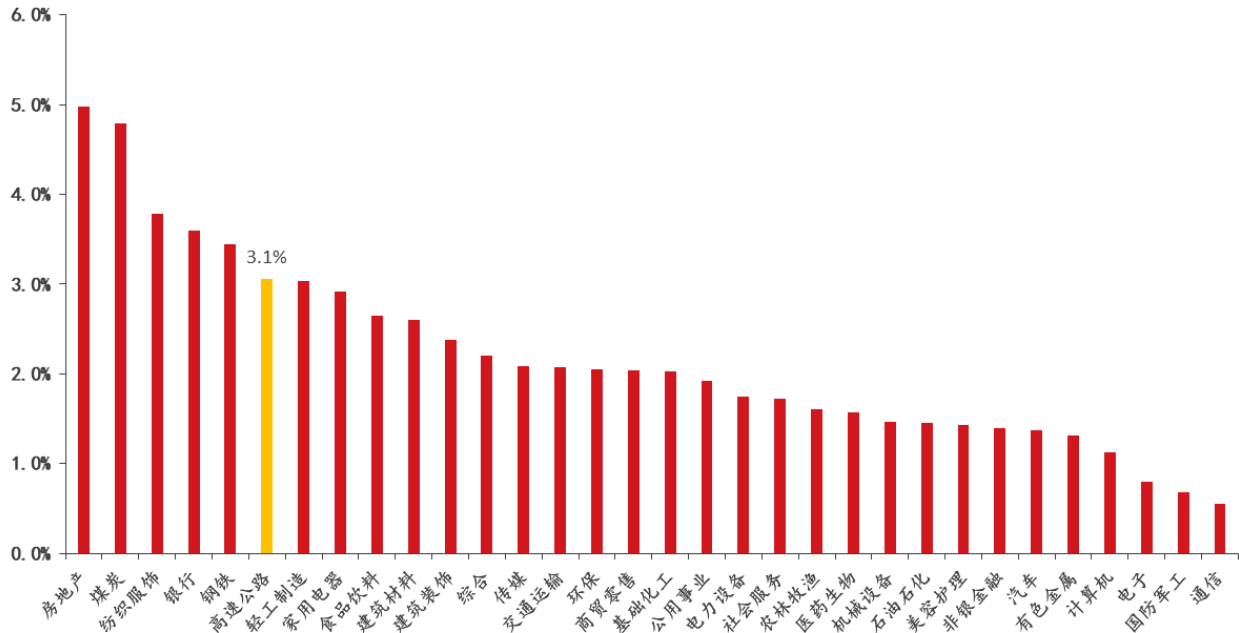
表3: 中证红利指数与沪深 300 指数涨跌幅对比 (%) (截止 2024 年 7 月 10 日)

指数	2021	2022	2023	2024 至今
中证红利	13.37	-5.45	0.89	5.02
沪深 300	-5.2	-21.63	-11.38	1.26
相对收益	18.57	16.48	12.27	3.76

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

业绩稳健、现金流充沛，高速公路公司普遍采取“高分红”政策。随着我国高速公路产业进入成熟期，高速公路企业具有业绩稳定、现金流充沛的特征，因此普遍采取“高分红”的派息政策。纵观 A 股各板块，高速公路行业有着较高的股息率，平均股息率达 3.1%，仅次于煤炭、房地产、银行、钢铁等传统高股息板块。

图13. 高速公路行业（申万三级行业）与其他行业（申万一级行业）平均股息率（截止 7 月 10 日）

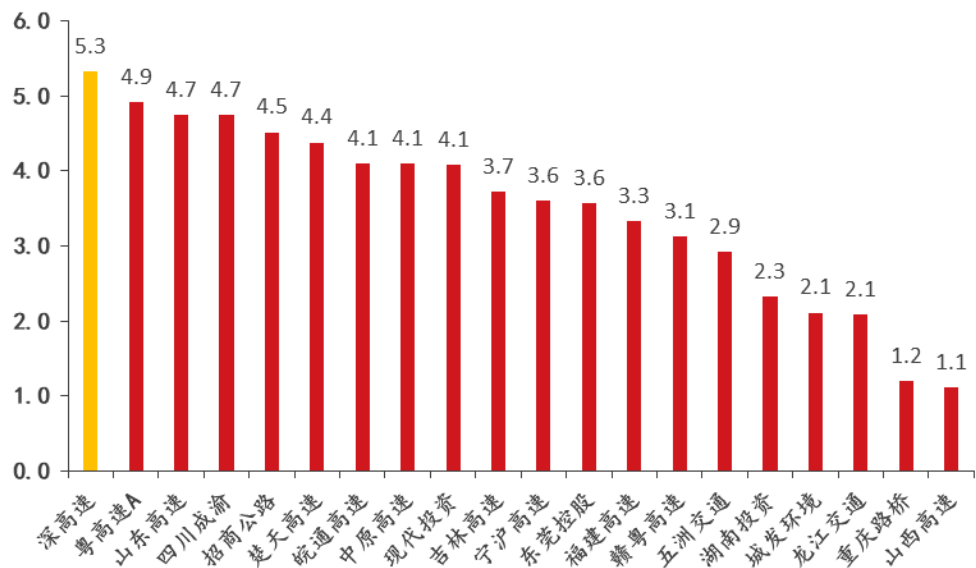


资料来源: Choice, 国投证券研究中心

注: 行业股息率=最新分红之和/7月10日市值

高股息标的普涨后，深高速股息率依然坚挺。截止 2024 年 7 月 10 日，中国十年期国债收益率已下探至 2.27%。随着国债收益率持续下跌、经济增长放缓，“低波红利”标的持续收到高度关注。而在经历“高股息”标的普涨后，深高速仍维持在 5% 左右的股息率，领跑行业，高股息价值凸显。

图14. 高速公路板块各公司股息率 (%)（截止 2024 年 7 月 10 日）

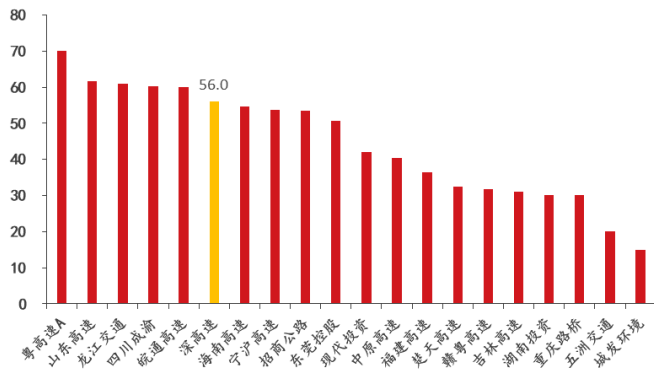


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 股息率=2023 年派息金额/7月10日收盘价

深高速分红比例行业前列，预计 2024 将公布新一轮股东回报计划。公司长期维持高分红政策 2023 年公司分红率达 56.0%（剔除永续债），位于行业前列。在上一轮（2021 年-2023 年）股东回报规划中，深高速将最低分红比例从不低于 45%提高至 55%（剔除永续债）。截止目前，上一轮股东回报规划已经结束，新规划尚待公布，公司或仍将维持高分红政策。

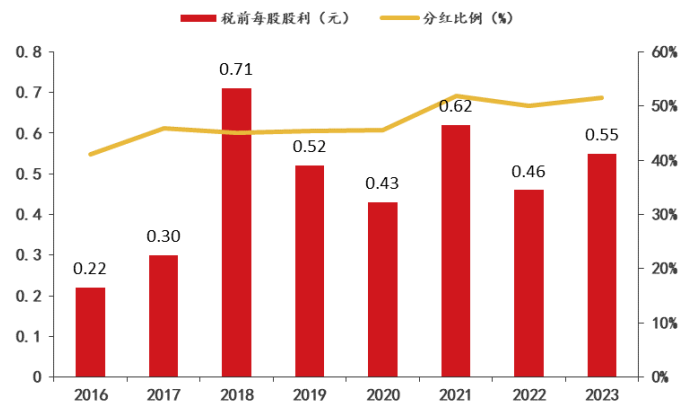
图15. 2023 年高速公路公司分红比例 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 分红比例=派发现金股息/归属于上市公司普通股股东的净利润

图16. 2016-2023 年深高速税前每股股利 (元) 与分红比例 (%)

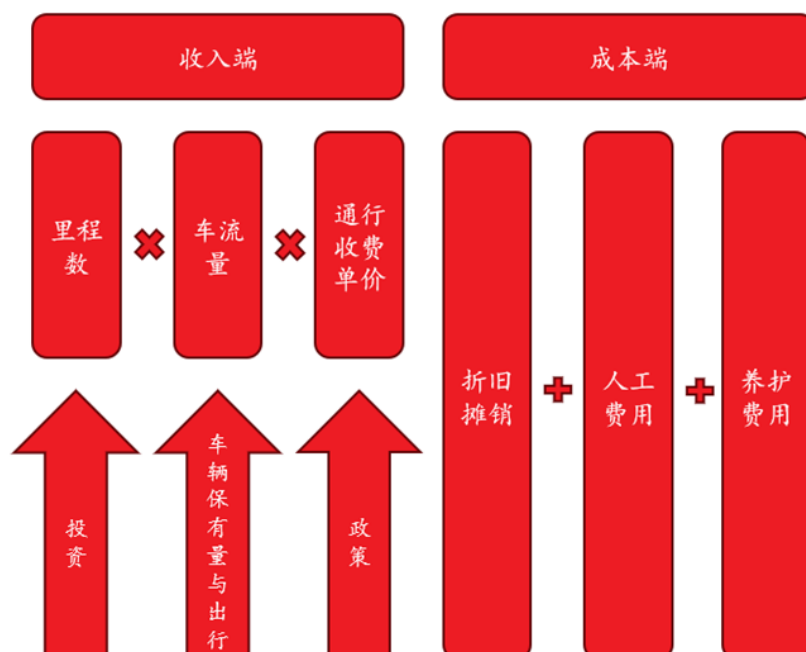


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2.2. 兼具稳健与成长，高速公路价值再论

高速公路收入弹性由量驱动。经营性公路的收入 = 里程数 × 车流量 × 通行收费单价。随着国民经济的不断发展，高速公路通车里程与汽车保有量稳健增长。收费单价则由政府制定，价格弹性较小。

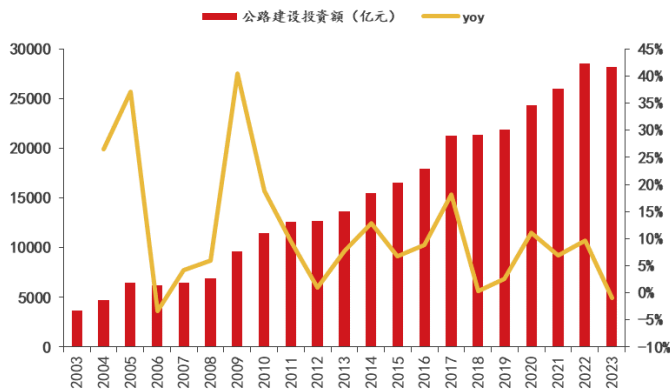
图17. 经营性公路商业模式示意图



资料来源: 国投证券研究中心

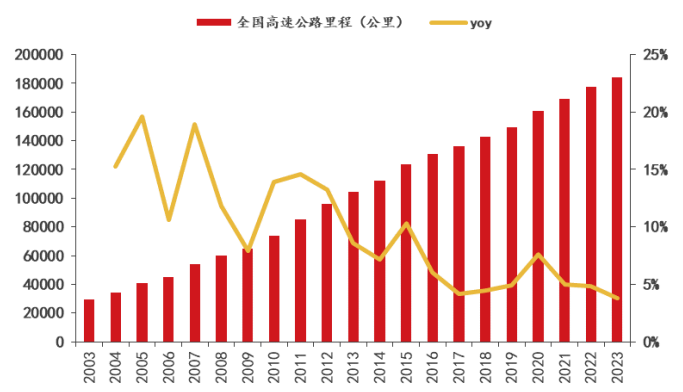
公路建设固定资产投资总投资比例高，收费高速公路里程数已由增量时期进入到存量时期。我国于 2016-2023 年间共实现交通固定资产投资 27.4 万亿元，其中公路投资 19.0 万亿元，占比 69.2%。在此期间，高速公路里程数稳健增长，复合年增长率为 5.91%。其中 2015 年起，高速公路里程增长速度逐渐放缓，增长率稳定在 5% 左右。根据国家发改委于 2022 年公布的《国家公路网规划》，截至 2021 年底，国家高速公路已建成 12.4 万公里、在建约 1 万公里、待建约 2.8 万公里，分别占 77%、6% 和 17%。此外，随着交通量的增长，预计未来约有 3 万公里繁忙路段需要扩容改造，高速公路行业将逐步进入存量时代。

图18. 全国公路建设投资额（亿元）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

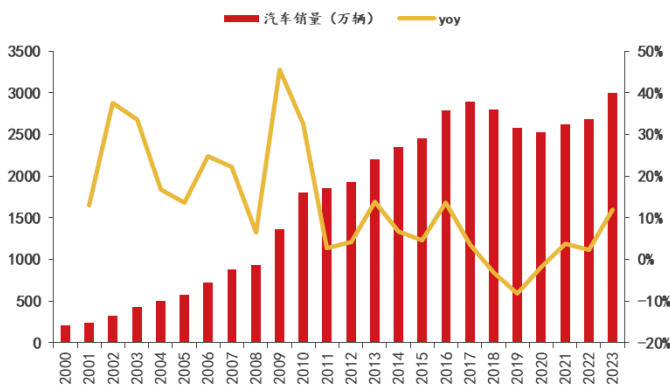
图19. 全国高速公路里程（公里）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

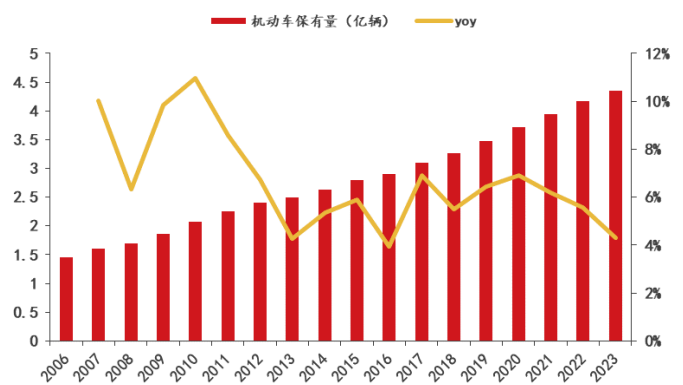
汽车保有量的增长是推动高速公路车流量增长的主要动力。2015 年以来我国汽车年销量在 2400 至 3000 万辆间波动。汽车保有量方面，2006 年至 2023 年 CAGR 为 6.67%。尽管近年来增速有所放缓，作为居民的主要出行工具，汽车保有量的增长未明显受经济周期的影响。随着新能源汽车的普及、沿路充电设备的建设等，预计汽车保有量仍然具有一定的增长潜力。

图20. 全国汽车销量（万辆）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图21. 全国机动车保有量（亿辆）

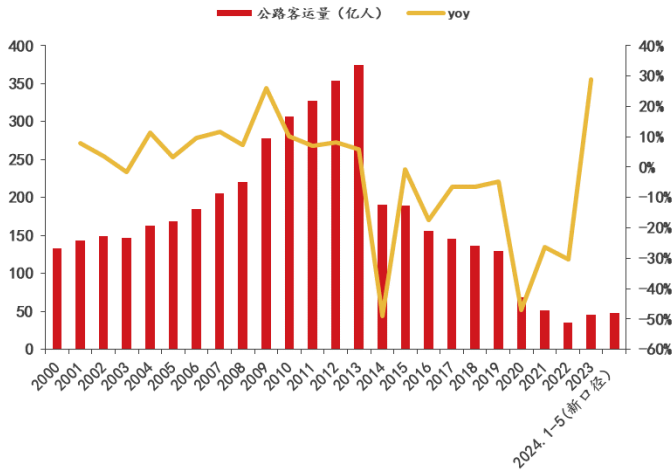


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

居民出行频次的变化是导致客运量波动的重要原因。受国家统计局统计方案改革影响，2014 年公路客运量和旅客周转量大幅下降，此后至 2019 年稳中有降。2020 年疫情因素致客运量及客运周转量再下台阶，均同比下降约 45%。随着 2023 年疫情放开，客运出行车辆迅速反弹，

客运量同比增长 29%，周转量同比增长 46%。2024 年 1 月起客运统计要求再次改革，在新口径下 2023 年全年客运量 110 亿人次，月均约 9.2 万人次；2024 年 1 月-5 月公路客运量达 48.4 亿人次，月均约 9.7 万人次，预计 2024 年全年客运量将实现同比增长。

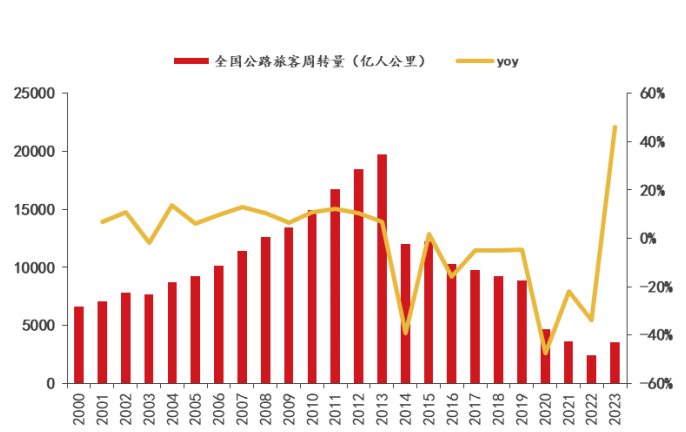
图22. 2000-2023 年公路客运量 (亿人)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 根据客运统计改革要求, 自2024年1月起, 公路营业性客运量里包括班车包车客运量、公共汽车城际城乡客运量、出租汽车(含巡游出租汽车、网络预约出租汽车)城际城乡客运量。2014-2023期间口径仅包含传统的班车包车客运量。

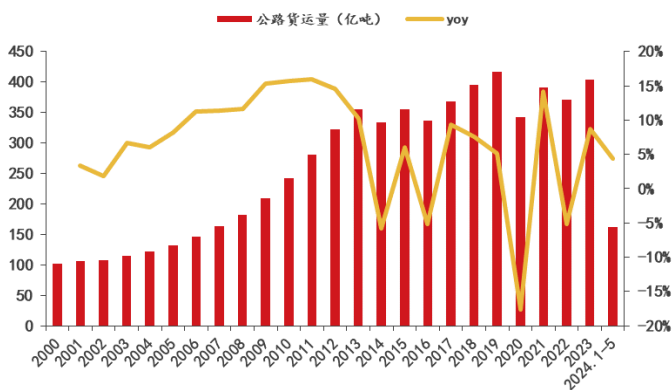
图23. 2000-2023 年公路客运周转量 (亿人公里)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

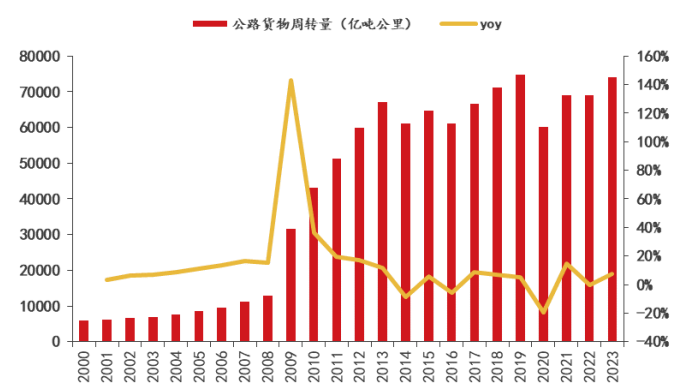
公路货运在疫情期间韧性尽显，货运量受经济周期影响敏感度相对出行频次较低。相较客运端，货运端受疫情波动影响较小，货运量及货物周转量相对稳定。2023 年货运端已显著复苏，恢复至接近疫情前水平。截止 2024 年初至 5 月，全国货运量同比增长 4%，恢复至 2019 年同期的 105%，今年货运端有望完全恢复甚至超越疫情前水平。

图24. 2000-2023 公路货运量 (亿吨)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图25. 2000-2023 公路货物周转量 (亿吨公里)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

经营性公路的收费对于不同类型车辆采用差异化收费标准。考虑到不同的车型，所载物重的不同，对路面损耗会有不同程度的影响。故根据客、货车型、轴数的不同，收费标准有一定差异，货车单车费用普遍高于客车。同时，不同省份对于收费标准也有不同规定。

表4：广东省高速公路收费标准

客车			货车		
类别	车型及规格	收费系数	类别	总轴数	收费系数
1类	≤9座	1	1类	2	1
2类	10座-19座	1.5	2类	2	2.1
3类	20座-39座	2	3类	3	3.16
4类	≥40座	3	4类	4	3.75
			5类	5	3.86
			6类	6	4.09

资料来源：广东省交通运输厅，国投证券研究中心

收费年限是影响路产盈利质量的命脉，由国家统一标准制定。目前我国仍按照2004年版《收费公路管理条例》施行收费标准，对于目前新造、新改扩建的公路大多延长25年的收费年限。然而在新的环境下，随着保有量增加，客货运需求增长，公路建设拆迁成本大幅提高等，过去的政策已经无法满足高速公路公司对经营的正常需求。最新出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》释放出延长收费期限至不超过40年的利好信号，公路行业或迎来政策催化。

新《收费公路管理条例》或有推进。交通运输部于5月22日印发《2024年立法工作计划通知》，对重点立法项目做出年度工作安排，其中年内完成部内工作或者公布的立法项目包括《收费公路管理条例（修订稿）》。新条例或将在收费期限、收费标准等方面进行优化。

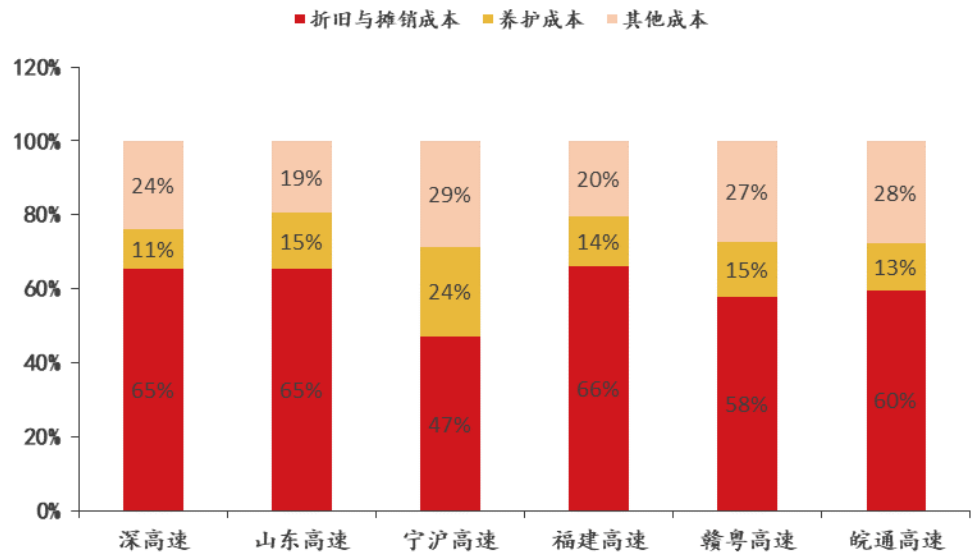
表5：高速公路收费期限条例梳理

收费公路管理条例（2004）	收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）（2018）	基础设施和公用事业特许经营管理办法（2024）
经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过25年；国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。	经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过30年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过30年。 实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。	基础设施和公用事业特许经营期限应当根据行业特点、所提供公共产品或服务需求、项目生命周期、项目投资建设和运营成本、投资回收期等综合因素确定，充分保障特许经营者合法权益。 特许经营期限原则上不超过40年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长，法律法规另有规定的除外。

资料来源：交通运输部，国投证券研究中心

高速公路企业成本相对稳定，主要为路产的折旧与摊销成本。高速公路企业的成本项主要包括折旧与摊销成本、养护成本与其他成本，其中折旧与摊销约占营业成本的60%。由于公路主业成本相对刚性，因此高速公路公司成本端较为稳定。

图26. 高速公路公司成本构成 (%)



资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心

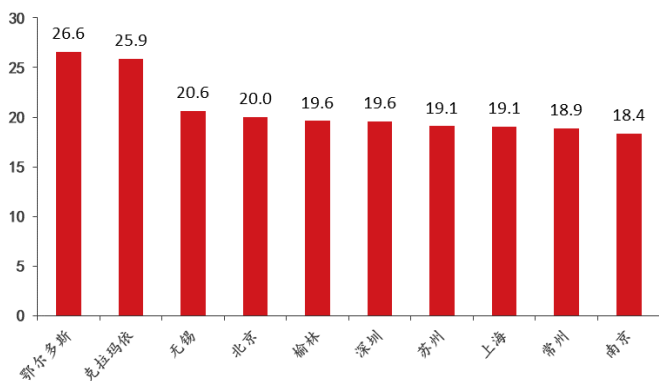
我国高速公路行业已进入成熟期, 企业现金流十分稳定, 同时汽车保有量的自然增长又为通行费收入提供了成长性。行业的主要矛盾, 特许经营权期限带来的可持续性, 或随着新政策落地得到有效改善。在行业持续采用高分红的派息政策的同时, 业绩的成长性并存, 在当前利率下行的市场环境下是值得关注的股息标的。

3. 区位优势奠定路产质量, 环保业务静待开花

3.1. 区位优势强, 收费公路盈利稳定

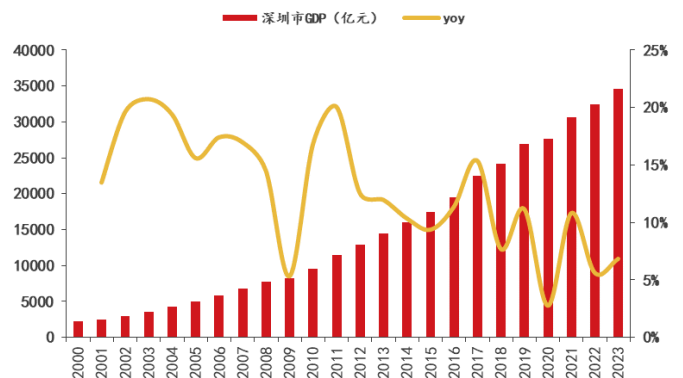
区位优势显著, 盈利能力有保障。高速公路车流量与区位经济因素高度相关, 2023 年深圳市人均 GDP 位列全国第 6 位, 达到 19.6 万元。同时深圳市经济仍维持稳定增长, 2013-2023 年 CAGR 达 9.1%, 为私人出行与货物运输需求奠定坚实的经济基础。深高速主要路产密集辐射广深地区, 优质路产叠加区域经济红利, 奠定收费公路盈利能力。

图27. 2023 年人均 GDP 地级市 Top10 (万元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

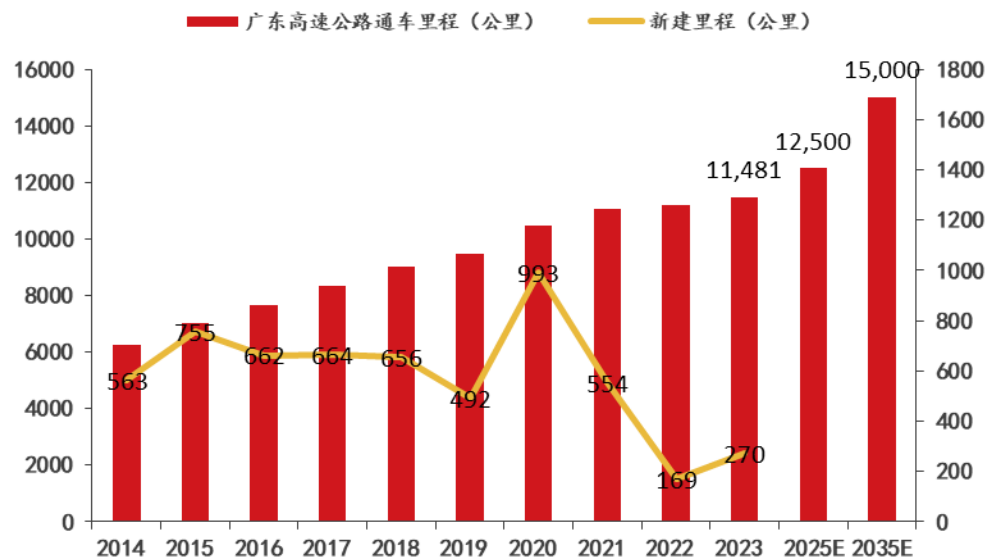
图28. 2000-2023 年深圳市 GDP (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

广东省高速通车里程全国领先，存量时代里程规划不减其势。2023年，广东省高速公路里程11481公里，连续10年居全国第一，10年复合增速7.25%。根据2020年5月最新发布《广东省高速公路网规划（2020-2035年）》，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，截止2025年底全省通车里程达12500公里；2026-2035年计划新开工项目约1156公里，截止2035年底全省通车里程达15000公里。按照规划2024-2035仍将维持每年约320公里的高速公路建设。

图29. 广东省高速公路通车里程（公里）



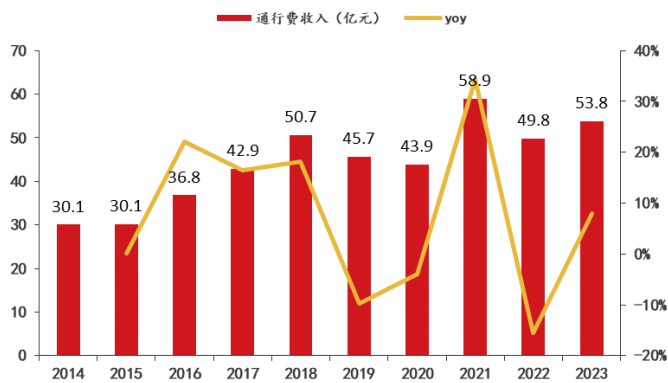
资料来源：Wind，广东省人民政府，国投证券研究中心

表6: 广东省高速公路建设规划

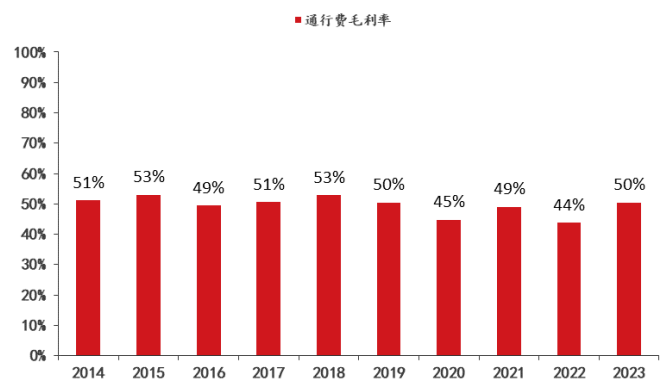
时间	规模	内容
2020年	计划新开工项目9项275公里，总投资约901亿元，用地匡算约2529公顷	对于前期工作比较成熟的“十四五”规划项目，争取提前到2020年开通建设
2021-2025年	计划新开工项目45项1837公里，总投资约5199亿元，用地匡算约15448公顷	主要组织实施珠三角地区干线扩容、跨江跨海通道和出省通道等重大项目，以及粤港澳大湾区辐射粤东西北地区的干线通道。新开通狮子洋通道、莲花山通道、深汕第二高速公路、惠州机场高速、佛肇云高速、增城至佛山高速等项目
2026-2035年	计划新开工约1156公里	在全省高速公路网主骨架基本建成的基础上，主要组织实施相邻市县间的高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

深高速公路主业收入稳步上扬，区位优势奠定高毛利根基。2014年起，深高速收费公路收入呈现稳定增长状态，其中2018年收入水平及毛利润的突出变化，系政府三项目（南光、盐排、盐坝高速）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。2021年收入突增则是确认了2020疫情防控期间免收收费公路车辆通行费有关补偿收入。2023年公司实现通行费收入53.8亿元，已超越疫情前水平。就收费公路毛利率而言，除疫情期间毛利率降下滑外，毛利率中枢在50%左右。

图30. 通行费业务历年收入（亿元）


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图31. 通行费业务历年毛利率（%）


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

3.2. 存量路产优，改扩建亦有序展开

深高速路产范围主要集中在粤港澳大湾区，路产质量优秀。截至2023年底，公司经营和投资的公路项目共16个，控股权益里程约660公里，项目建设方面，机荷高速改扩建项目已开展前期工作；拟继续投资建设外环三期项目，于2023年年底开工，2028年完工通车；沿江二期于2015年12月开工建设，并已经于2024年6月30日通车。

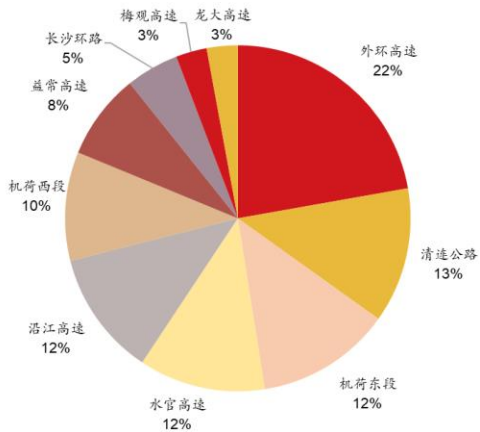
表7：深高速路产情况

收费项目	本公司控股权益	位置	收费里程（公里）	车道数量	收费期限
梅观高速	100%	深圳	5.4	8	1995年5月-2027年3月
机荷东段	100%	深圳	23.7	6	1997年10月-2027年3月
机荷西端	100%	深圳	21.8	6	1999年5月-2027年3月
沿江项目	100%	深圳	36.6	8	2013年12月-2038年12月
外环项目	100%	深圳	76.8	6	约2045年到期
益常项目	100%	湖南	78.3	4	2004年1月-2033年12月
龙大高速	89.93%	深圳	4.426	6	2005年10月~2027年10月
清连高速	76.37%	广东	216	4	2009年7月-2034年7月
长沙环路	51%	湖南	34.7	4	1999年11月-2029年10月
水官高速	50%	深圳	20	10	2002年3月-2026年1月
西线高速	50%	广东广州、佛山、中山	98	6	2035年6月到期
广深高速	45%	广东深圳、东莞、广州	122.8	6	2027年6月到期
水官延长段	40%	深圳	6.3	6	2005年7月-2027年2月
南京三桥	35%	江苏	15.6	6	2005年10月-2030年10月
阳茂高速	25%	广东	79.8	8	2027年7月到期，预计改扩建完成后收费期限将延长
广州西二环	25%	广东	40.2	6	2030年12月到期

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

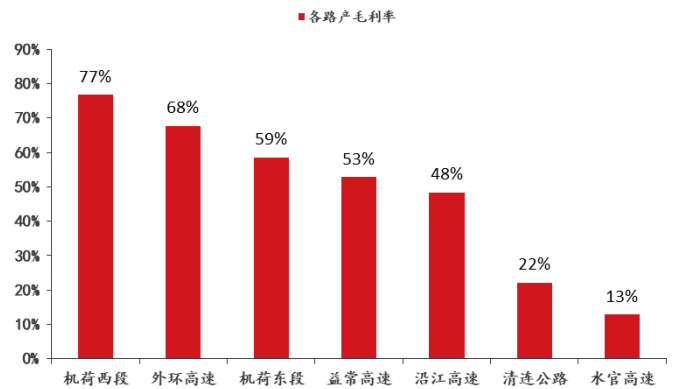
深高速路产收入均衡，平均毛利率50.38%。公司2023年收费公路业务收入总计53.8亿元，主要来自深圳地区路产。其中外环高速收入最高，达11.9亿。高收入路产中仅清连公路位于清远（非深圳）地区。深高速收费公路平均毛利率为50%，其中机荷西段、外环高速、机荷东段毛利分别为77%、68%、59%，核心路产毛利率行业领先。

图32. 2023 深高速各路产收入占比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

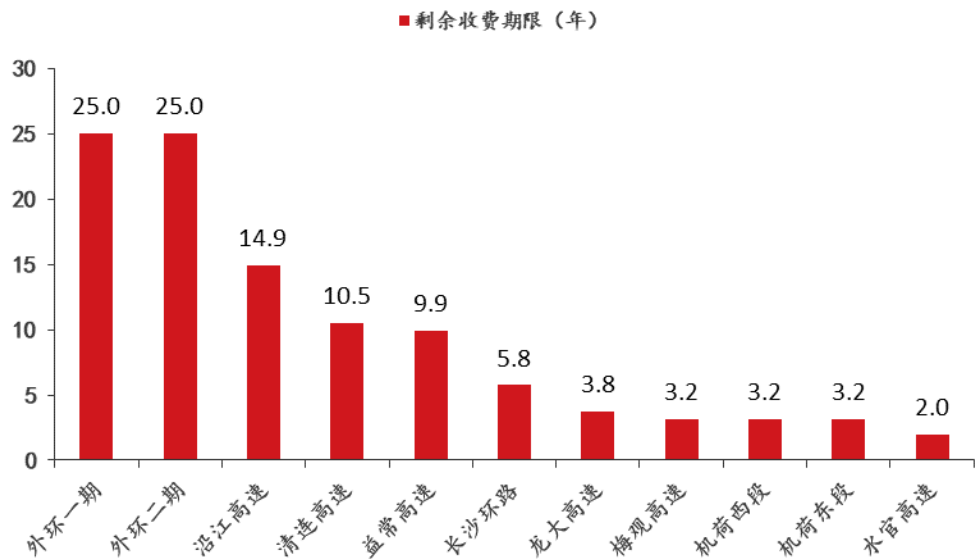
图33. 2023 深高速各路产毛利率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

核心路产收费期限健康，机荷高速已开展改前期扩建工作，经营权得到保障。以 2024 年 1 月 1 日为基期，深高速控股路产平均剩余收费期限 9.7 年，以外环高速、沿江高速为代表的核心路产剩余期限较长。同时，机荷高速已开展改扩建工程前期工作，届时收费期限将延长，经营权得到保障。其余路产方面，龙大高速、梅观高速及水官高速面临经营权到期，公司暂未公布改扩建计划，收费期届满后或交还政府运营。这些路产收入、利润贡献较小，对公司未来业绩影响有限。

图34. 深高速路产平均剩余收费期限（年）



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

注：以 2024 年 1 月 1 日为计算基期

机荷高速改扩建：机荷高速横穿深圳北部，西起深圳宝安国际机场，东至惠深高速公路西端。作为深高速核心路产，机荷高速收入贡献较高，东段西段合计占比 22%。随着机荷高速经营期临近结束，公司开积极启动改扩建计划。根据公司于 2024 年 5 月发布的机荷高速改扩建工程公告，公司将投资 192.28 亿元，其余部分由政府出资。该项目采用“建设期投资补助+BOT+运营期可行性缺口补助+超额收益分成”的 PPP 模式。改扩建将现有的双向六车道升级为双向立体式“8+8”车道，建设期约为 5 年，收费年限为 25 年。项目实施将显著提升交通能力，满足粤港澳大湾区和珠三角一体化的需求。改扩建工程期间或对机荷高速车流量产生影响，但

深圳地区多数高速公路路产均属深高速旗下，因此流失车流量多数将内部消化，对公司业绩影响有限。

表8：机荷高速改扩建信息

项目名称	机荷高速公路改扩建项目
出资结构	深高速出资 192.3 亿元，剩余由政府出具资金用于征拆及部分工程建设等
起终点	深圳市龙岗区荷坳立交-深圳机场
总长度	41.4 公里
车道数	由双向六车道升级为双向立体式“8+8”车道
设计时速	100 公里/小时
项目工期	预计 5 年
完工时间	预计 2028 年
收费年限	暂定 25 年
项目模式	建设期投资补助+BOT+运营期可行性缺口补助+超额收益分成
经营期预计营业收入 (以 25 年经营期测算)	400 亿元

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

外环三期项目建设：公司将继续投资深圳外环高速公路坑梓至大鹏段（外环三期）。在已经投入 65 亿元建设外环一期和外环二期的基础上，计划通过其全资子公司外环公司，再投入约 84.47 亿元进行外环三期的建设。外环三期全长约 16.8 公里，于 2023 年下半年开工，将于 2028 年完工通车。该项目是广东省“十二纵八横两环”高速公路主骨架网的重要组成部分，深高速的核心收费公路资产。

表9：外环三期改扩建信息

项目名称	深圳外环高速公路坑梓至大鹏段（外环三期）
投资金额	84.47 亿元
已投入金额	65 亿元（外环一期和外环二期）
起终点	坪山区坑梓街道-大鹏新区坪西路和鹏飞路交叉口
总长度	16.8 公里
车道数	双向六车道
设计时速	80 公里/小时
开工时间	2023 年下半年
完工时间	预计 2028 年
项目总里程	深圳段约 77 公里，总里程约 93 公里
前期建设情况	外环一期（2020 年 12 月 29 日通车）、外环二期（2022 年 1 月 1 日通车）
收费年限	预计 25 年
经营期预计营业收入	414.26 亿元
经营期预计经营性现金流	286.97 亿元

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

沿江二期项目建设：公司于 2015 年投建的广深沿江高速公路（深圳段）二期工程（沿江二期），起点位于机荷高速公路黄鹤收费站，与机荷高速对接；终点位于深中通道东人工岛，与深中通道连通；设机场互通、鹤洲互通 2 座互通式立交，双向八车道，设计速度 100km/h，包括深中通道深圳侧接线和国际会展中心互通立交两部分。其中，国际会展中心互通与凤塘大道连接已于 2019 年 11 月 3 日与国际会展中心同步投入使用，其余路段于 2024 年 6 月 6 日完成竣工验收，并于 6 月 30 日起正式通车。

表10：沿江高速改扩建信息

项目名称	沿江高速公路二期改扩建项目
投资金额	66.15 亿元
起终点	机荷高速公路黄鹤收费站-深中通道东人工岛
总长度	5.7 公里
车道数	双向八车道
设计时速	100 公里/小时
开工时间	2015 年 12 月
完工时间	2024 年 6 月验收竣工
前期建设情况	2015 年 12 月开始建设，2019 年 11 月投入使用部分路段
收费年限	预计 25 年

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

3.3. 业绩弹性大，深中通道强势开通

深中通道强势开通，连接深高速两条核心路产。深中通道于 2016 年 12 月 28 日开工建设，2024 年 6 月 30 日起开始通车，是连接深圳市和中山市以及广州市南沙区的大湾区跨海核心通道。东起深圳市深圳宝安区机场、西至中山市马鞍岛，横跨珠江入海口，连接机荷高速西端及沿江高速。

减轻虎门大桥压力，引流效应可期。通道主要服务于往返中山、江门等地与深圳等地的“跨海”通行需求。曾经往返两地的车流主要经过虎门大桥，通行路程远，流量饱和。随着 2019 年南沙大桥的开通，虎门大桥承压得以缓解。2024 年 6 月通车的深中通道连通中山市、深圳市两端，路程距离短，通行需求量大，桥面车道供给足，预计将显著改变通行结构，利好深高速旗下机荷高速、沿江高速等路产。

图35. 深中通道示意图



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

深中通道通车对深高速旗下的机荷高速西段及沿江高速有较强引流作用。我们对深中通道开通后深高速收入弹性进行测算。2023 年沿江高速、机荷西段日均单车收入分别为 9.1 元、6.9

元，因此我们假设增加的单车日均通行费收入为其均值，8元每车每天；据深中通道管理中心监测数据显示，截至7月7日15时，深中通道开通后首周总车流量超72万车次，日均车流量超10万车次，因此我们假设后续深中通道日均车流量中枢约为10万辆/天；假设收费天数为343天。

保守估计：深中通道开通首周车流量达10万辆/天，保守估计下考虑到初开通时旅客存在尝新心理，车流量达暂时性高峰，待稳定后估计深中通道车流量约为8-10万/天。由于机荷高速即将开启改扩建工程，对车流有一定抑制，假设引流比例约为50%-60%，即深中通道将为公司带来1.1-1.6亿元/年的收入增量；

中性估计：假设经过培育期后，深中通道车流量仍有提升空间，车流量可达10-12万辆/天，受机荷高速改扩建影响，引流比例为50%-60%，将为公司当年带来1.4-2.0亿元/每年的收入增量；

乐观估计：假设深中通道车流量为10-12万辆/天，机荷高速改扩建对车流不产生影响，引流比例达70%-80%，将为公司带来1.9-2.6亿元收入。

表11：深中通道开通后增量车流盈利测算（亿元）

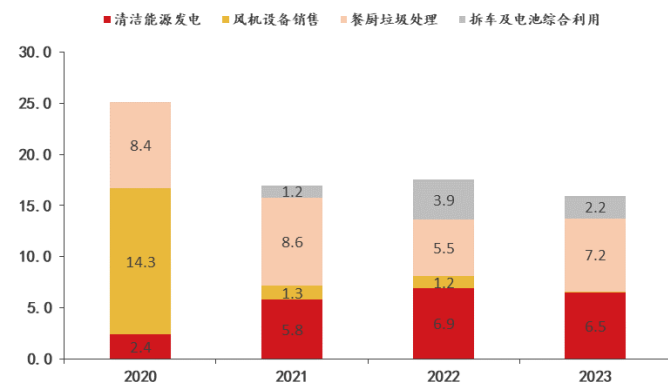
深中通道车流量（万辆/天）	引流到深高速高速的百分比					
	100%	90%	80%	70%	60%	50%
12	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0	1.6
11	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5
10	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6	1.4
9	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2
8	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3	1.1
7	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：国投证券研究中心

3.4. 业务布局宽，环保业绩静待兑现

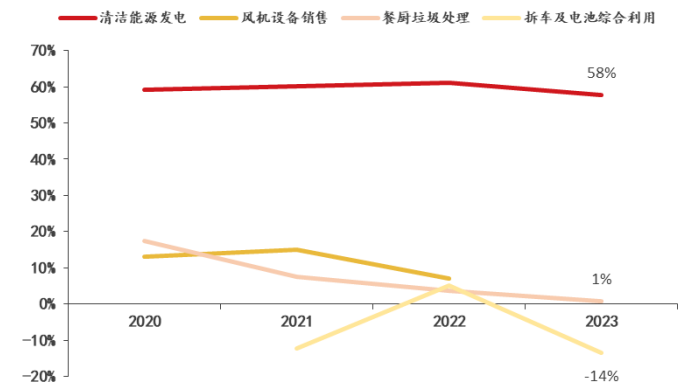
大环保业务主要包括固废资源化处理和清洁能源发电等。深高速自2020年进军“大环保”板块，目前已初步实现了大环保产业的战略布局，并将继续聚焦固废资源化处理和清洁能源发电细分领域。2023年起公司逐步剥离风机设备销售业务，清洁能源发电/餐厨垃圾处理/拆车及电池综合利用分别实现营收6.5/7.2/2.2亿元，毛利率分别为58%/1%/-14%。

图36. 大环保各项业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

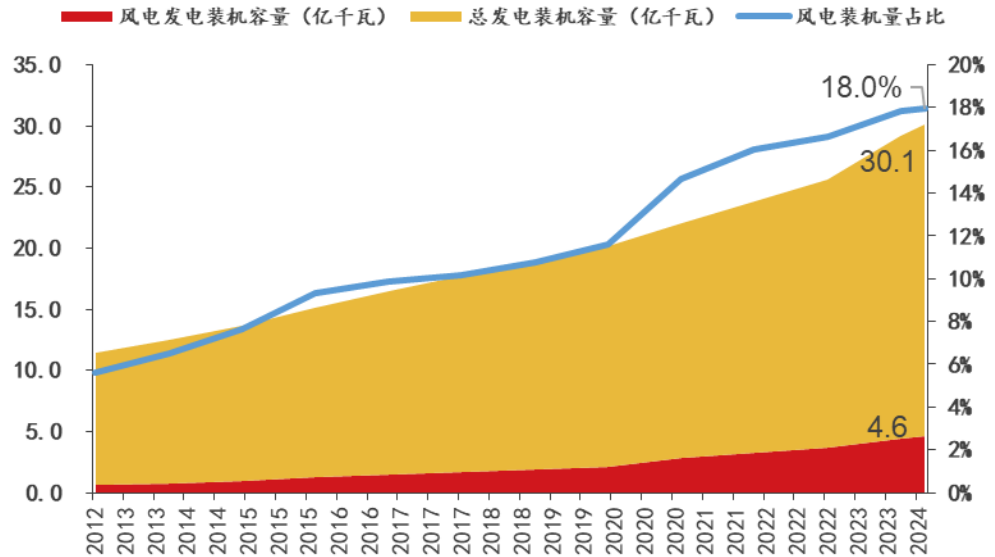
图37. 大环保各项业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

顺应国家政策，积极推动新能源发电业务。近年来在国家大力推动“双碳”战略的新时代背景下，深高速将清洁能源发电作为重点发展的领域。2023年1月，国家能源局发布的《新型电力系统发展蓝皮书》提出：到2030年，推动新能源成为发电量增量主体，装机占比超过40%，发电量占比超过20%；至2045年，新能源成为系统装机主体电源。我国风电装机量连年攀升，截止2024年4月，风电装机占比已升至18%。

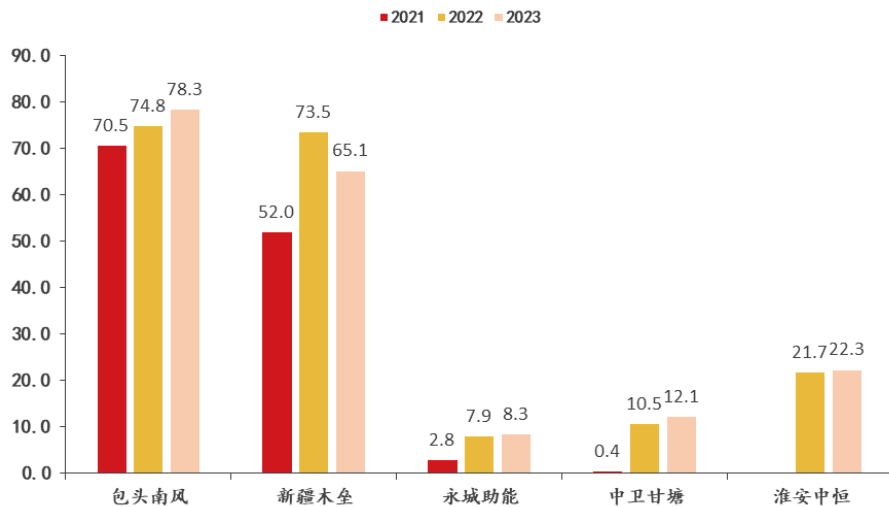
图38. 中国总发电机装机容量与风电发电机装机容量（亿千瓦）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

存量项目稳健运营，指标储备静待开发。截止2023年末深高速已拥有装机容量648MW的风电项目，各存量风电项目均实现稳步发展，上网电量逐年攀升。仅在2023年，新疆木垒因风资源较少导致电量同比下滑。增量项目方面，新能源公司获取河北平山县60MW光伏项目和70MW光伏项目自主开发指标，已分别纳入当地保障性项目储备类项目，在光伏发电领域实现零的突破。此外，还通过合资公司金深新能源在贵州省内获得460MW风电项目核准指标，正在有序推进前期工作。

图39. 深高速各项目上网电量（万 MWh）



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

表12：深高速新能源发电业务项目梳理

存量项目		
项目名称	权益比例	装机容量 (MW)
包头南风	100%	247.5
新疆木垒	100%	299
永城助能	100%	32
中卫甘塘	100%	49.5
淮安中恒	20%	19.88
合计	-	648
增量项目		
项目名称	获取指标	
河北平山县光伏项目	130MW，首期实缴资本已到位，正推进各项前期工作	
合资公司金深新能源风电项目	460MW，已在贵州省内获得风电项目指标核准	

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

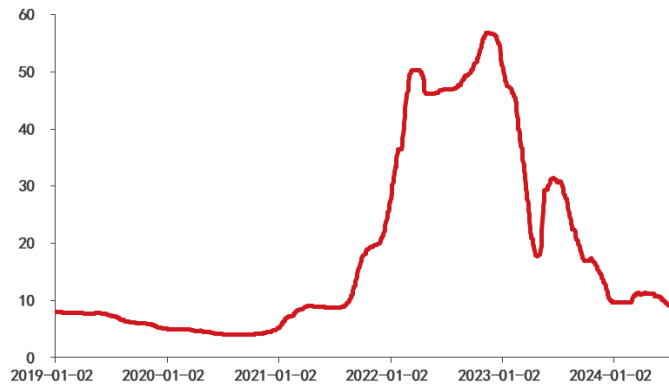
垃圾处理项目尚处培育期，新项目今年投产。公司2020年完成对蓝德环保67.14%的股权收购，2022年通过增资方式将持股比例提高至92.29%。蓝德环保主营业务包括有机垃圾处理项目的投资运营、环保工程EPC及设备制造销售等。随着餐饮消费市场回暖，餐厨垃圾量同比上升，蓝德环保运营收入有一定增长。2023蓝德环保垃圾处理量同比+29%，运营收入同比+22%。但受油脂价格下滑、新项目前期成本过高等影响，利润端表现不佳。其余项目方面，2022、2023年，公司陆续引进利赛环保与邵阳项目，新项目光明环境园于2024即将投入运营。餐厨业务正处项目前期，价值尚未凸显，而随着公司针对新项目的业务培育、管理优化与效能提升，餐厨项目业绩贡献将趋于稳定。

表13：深高速垃圾处理业务梳理

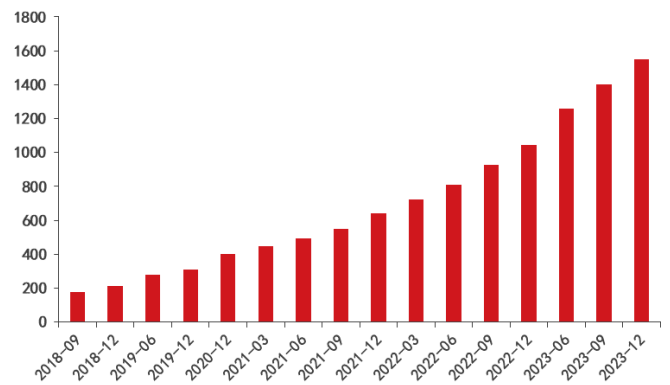
项目	持股比例	业务	设计处理量	项目启动日期	经营期限	2023年垃圾处理量 (万吨)	2023年运营收入 (亿元)
蓝德环保	92.29%	有机垃圾处理项目的投资运营、环保工程EPC及设备制造销售等	餐厨垃圾：4,800吨/日 (已进入商业运行项目：3020.5吨/日)	-	-	109.1	4.76
利赛环保	70%	生物质垃圾处置	餐厨垃圾：650吨/日 油脂处理：30吨/日	2017年12月	“10+5”年	29.2	1.50
邵阳项目	100%	餐厨垃圾处理	餐厨垃圾：200吨/日	2023年2月	30年	3.7	0.26
光明环境园	100%	餐饮垃圾、厨余垃圾无害化处理及资源化利用	有机垃圾：1000吨/日 大件垃圾：100吨/日 绿化垃圾：100吨/日	2024年	“10+5”年	-	-

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

动力电池回收和拆车业务短期受碳酸锂价和非金属价格下跌拖累。控股子公司深汕乾泰主要提供燃油车报废回收处置服务和新能源汽车及退役动力电池一体化资源综合利用服务。2023年受锂电材料价格持续下跌、动力电池市场需求增速放缓影响，动力电池回收及销售业务开展未达预期。拆车利润亦受废金属市场价格下跌拖累。据全国汽车流通管理信息系统统计预估，到2025年，我国实际报废汽车数量将达到1500万~2000万辆。2025年我国动力电池退役量将超过60GWh，市场规模达百亿元。拆车及电池综合利用业务未来可期。

图40. 国产碳酸锂价格 (万元/吨)


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图41. 中国纯电动汽车保有量 (万辆)


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

环保业务与收费公路同属特许经营权模式, 公司结合多年收费公路运营经验, 在环保领域具备一定天然优势。公司当前多项环保业务收入已呈稳定增长态势, 静待成熟期后实现业绩兑现, 打造公路主业外的第二增长曲线。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

1) 收费公路业务: 假设: (1) 沿江高速二期 2024 年投入运营 (2) 深中通道开通对机荷高速、外环高速带来显著引流影响 (3) 机荷高速改扩建占道对车流影响较小 (4) 水官高速于 2026 年 1 月到期, 经营权交换给政府 (5) 机荷高速改扩建、外环三期项目在 2026 年前均无法投产。我们测算 2024E-2026E 公司收费公路业务实现营收 59.5/64.1/63.6 亿元, 2026 年同比下滑主要系水官高速到期导致。

2) 大环保业务: 假设: (1) 光明环境园 2024 开启试运营, 餐厨垃圾处理单位收入参考同处深圳市的利赛环保 (2) 新疆木垒风资源同比改善 (3) 各新投产项目单位成本改善。我们测算 2024E-2026E 公司大环保业务实现营收 20.5/22.2/24.7 亿元。

3) 委托建设管理及其他基础设施开发与其他业务: 假设委托建设与管理及其他业务稳健经营, 房地产业务逐步剥离。我们测算得其他业务 (包含特许经营安排下的建造服务收入) 实现营收 24.3/25.5/26.7 亿元。

表14: 收入预测简表 (亿元)

业务	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收费公路	外环高速	9.21	9.55	11.94	12.62	13.20	13.91
	清连公路	8.76	6.15	6.80	8.95	9.81	11.11
	机荷东段	7.35	6.33	6.79	7.23	7.66	8.27
	机荷西段	5.57	4.69	5.47	5.97	6.36	6.78
	水官高速	6.60	5.71	6.36	6.58	6.90	0.60
	沿江高速	5.91	4.81	6.29	7.03	7.99	9.49
	益常高速	4.66	3.87	4.32	4.64	5.12	5.63
	长沙环路	2.98	2.20	2.66	2.94	3.18	3.57

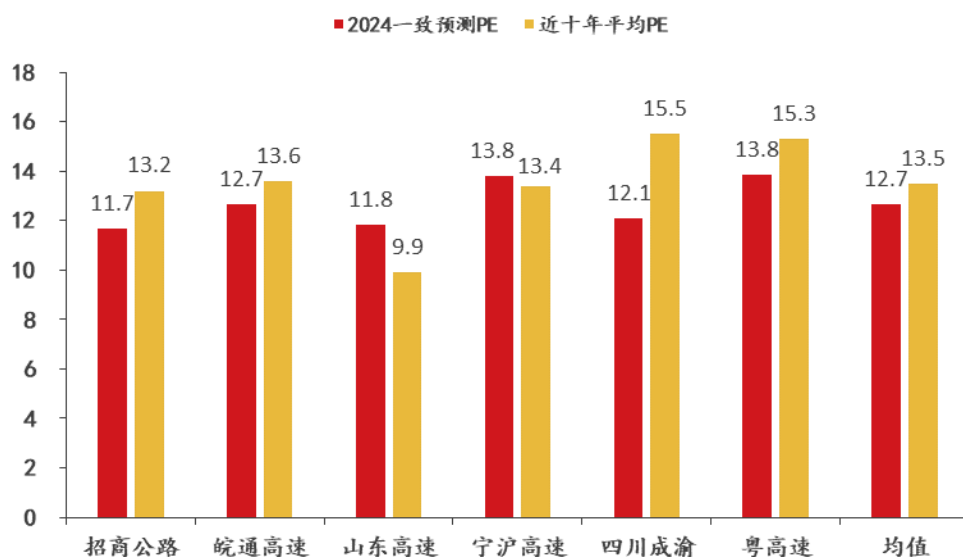
	梅观高速	1.64	1.28	1.56	1.70	1.86	2.02
	龙大高速	1.46	1.20	1.56	1.83	1.99	2.16
	合计	54.14	45.79	53.75	59.50	64.05	63.55
清洁能源发电	包头南风	2.58	2.54	2.46	2.61	2.66	2.72
	新疆木垒	3.06	3.45	3.00	3.27	3.34	3.40
	永城助能	0.15	0.42	0.41	0.43	0.44	0.45
	中卫甘塘	0.02	0.51	0.65	0.67	0.68	0.69
	合计	5.81	6.92	6.52	6.98	7.12	7.26
固废资源化处 理	蓝德环保	-	3.90	4.76	5.88	7.05	8.46
	利赛环保	-	0.83	1.50	1.88	1.76	1.90
	邵阳项目	-	-	0.26	0.29	0.32	0.35
	其他餐厨垃圾	-	0.81	0.64	0.67	0.71	0.74
	光明园项目	-	-	-	2.15	2.45	3.07
	乾泰项目	-	3.92	2.22	2.33	2.45	2.57
	合计	-	9.46	9.38	13.19	14.74	17.09
其他业务	-	31.9	26.4	23.0	24.3	25.5	26.7

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.2. 估值与投资建议

利率下行、风险偏好走弱，“低波红利”标的价值凸显。深高速作为老牌高速公路运营公司，经营稳定、现金流充沛，并常年采取“高分红”的派息政策，具备配置价值。我们认为中短期内公司将受益于：(1) 深中通道开通为公司路产带来的引流效应 (2) 沿江二期开通带来业绩增量。长期看，公司将受益于：(1) 新《公路管理条例》落地，改善高速公路经营权收费期限、收费标准等政策 (2) 特许经营权拉长至最高不超过 40 年，解决高速公路经营痛点 (3) 大环保业务业绩逐步兑现。综上所述，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 24.6/28.6/30.6 亿元。根据相对估值法，当前可比公路公司 2024 一致预测 PE 均值为 12.7，近十年历史 PE 均值为 13.5，综合考虑我们给予深高速 2024 年 12xPE。根据预测的 2024 年扣除永续债股利后的每股收益 1.04 元计算，对应目标价为 12.48 元。首次覆盖给予“买入-A”评级。

图42. 可比公司 PE 情况



资料来源：Wind，国投证券研究中心

5. 风险提示

- 1) **所在区域增长放缓风险:** 高速公路车流量与地区经济挂钩, 区域经济增速放缓会影响车流增长。
- 2) **深中通道引流效应不及预期风险:** 若驶过深中通道的车流在机荷高速、沿江高速上行驶里程较短, 将会使收入增量降低。
- 3) **机荷高速改扩建项目对车流影响较大风险:** 若机荷高速改扩建占道施工对车流影响较大, 将会导致车辆分流至其他路产。
- 4) **环保业务不及预期风险:** 若固废项目培育期拉长, 将导致短期内业绩仍无法兑现; 各风电项目所在地风资源波动也会影响清洁能源业务收入;
- 5) **盈利预测及假设不及预期风险:** 若盈利预测假设条件不及预期, 公司业绩将无法达到预期。

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034