



Research and
Development Center

大湾区公路龙头，“公路+环保”双轮齐驱

—深高速(600548)公司深度报告

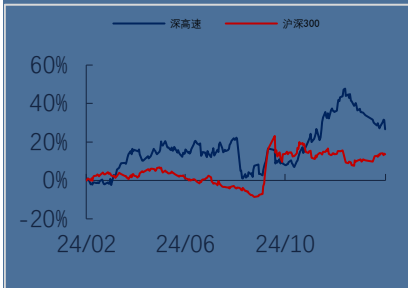
2025年02月21日

匡培钦 交通运输行业首席分析师
执业编号 S1500524070004
邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
深高速 (600548)

 投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	11.58
52 周内股价波动区间 (元)	13.52-8.93
最近一月涨跌幅 (%)	-7.80
总股本 (亿股)	21.81
流通 A 股比例 (%)	65.72
总市值 (亿元)	252.53

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

大湾区公路龙头，“公路+环保”双轮齐驱

2025 年 02 月 21 日

本期内容提要：
◆大湾区公路龙头，“公路+环保”双主业运营

公司背靠深圳国资，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，其中公路主业贡献绝大部分收入和毛利。公司路产覆盖区域核心路网，区位优势显著，截至 2023 年末公司合计拥有 10 条控股路段，6 条参股路段，合计控股权益收费里程 660 公里，从区位看主要分布在广东、湖南及江苏等地区，多为区域内重要交通干道，区域龙头地位稳固。2023 年受益于防疫政策优化、经济运行情况恢复等因素，公司路费收入随车流量恢复而恢复增长，剔除武黄高速 2022 年底特许经营期到期带来的可比口径影响，公司 2023 年总营收同比增长 3.2%，路费收入同比增长 16.4%，归母净利润同比增长 15.4%。

◆大湾区赋能+改扩建推进，公路主业多维成长。

1) 行业层面：受益区域内需求高增+路网织密，中长期发展向好，此外关注公路行业新政策法规落地进展。

2) 公司层面：夯实优质路产压舱石，推进改扩建高速扩容。存量方面，优势区域+优质路产推动公司车流量及路费收入稳健成长；增量方面，公司目前共有 2 条改扩建路产（机荷高速、参股广深高速）和 2 条新建路产（外环三期、沿江二期深中通道深圳侧接线），改扩建完成后或推动主业业绩成长性提升。

◆双主业战略明晰，大环保构筑第二增长极

公司坚定双主业发展，探索公路运营以外的第二增长曲线，主要聚焦“清洁能源发电+固废资源化处理+水环境治理及其他”三大板块，通过收并购切入环保领域。其中，清洁能源发电方面，截至 2023 年末公司风电累计装机容量 648MW；固废资源处理方面，截至 2023 年末公司有机垃圾设计处理规模 6900 吨/日，汽车拆解及废旧电池综合利用快速发展。展望未来，公司将加大存量项目提质增效发展力度，并持续拓展风电+光伏等优质项目以提升板块总体盈利水平。

◆房地产开发稳步去化，金融投资风险可控

公司房地产项目主要包括贵龙项目、梅林关更新项目（参股）、新塘项目（参股），其中贵龙项目受地产大环境影响，洋房销售节奏较缓；梅林关更新项目住宅销售完成，办公、商业及商务公寓综合建筑去化仍在积极推进；新塘项目启动较晚，为收费公路沿线土地开发业务，有待继续跟踪。此外，公司持有贵州银行、晟创基金、国资协同发展基金等股权，金融投资的国资属性较强、风险总体可控，有望持续贡献稳定收益和业绩增量。

◆盈利预测与投资评级

暂不考虑未落地的向特定对象发行 A 股事项的财务影响，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 82.43 亿元、88.74 亿元和 93.34 亿元，归母净利润分别 13.74 亿元、18.76 亿元、20.53 亿元，现价对应 PE 分别为 18.4 倍、13.5 倍、12.3 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险因素：政策风险；业务拓展风险；建设管理风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9,373	9,295	8,243	8,874	9,334
增长率 YoY %	-13.9%	-0.8%	-11.3%	7.7%	5.2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,016	2,327	1,374	1,876	2,053
增长率 YoY%	-22.8%	15.4%	-40.9%	36.5%	9.4%
毛利率%	32.2%	36.0%	31.7%	34.4%	35.5%
净资产收益率ROE%	9.4%	10.4%	6.1%	8.0%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.07	0.63	0.86	0.94
市盈率 P/E(倍)	12.52	10.85	18.37	13.46	12.30
市净率 P/B(倍)	1.18	1.13	1.12	1.08	1.04

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 20 日收盘价

目 录

1 大湾区公路龙头，“公路+环保”双主业运营	6
1.1 大湾区公路龙头，双主业格局稳健	6
1.2 深圳市国资委直管，重视股东回报	7
1.3 路产业务贡献主要业绩，环保业务规模有所扩张	8
1.4 区域龙头地位稳固，改扩建需求大	10
1.5 利润边际改善，现金流充沛融资能力稳健	12
2 大湾区赋能+改扩建推进，公路主业多维成长	13
2.1 行业层面：受益区域内需求高增+路网织密，中长期发展向好	13
2.2 公司层面：夯实优质路产压舱石，推进改扩建加速扩容	16
2.2.1 优势区域+优质路产稳健成长	16
2.2.2 新建叠加改扩建有望助力公司扩大路产主业优势	17
3 双主业战略明晰，大环保构筑第二增长极	19
3.1 大环保战略明晰，聚焦三大核心板块	19
3.2 积极实施收并购，切入环保领域	19
3.3 期待未来提质增效发力	21
4 房地产开发稳步去化，金融投资风险可控	22
5 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测：预计公司 2025 年归母净利润 18.76 亿元	24
5.2 估值与投资评级：首次覆盖，给予“增持”评级	25
6 风险因素	27

表 目 录

表 1：深高速历史沿革	6
表 2：公司主营业务收入及占比	10
表 3：公司主营业务毛利及占比	10
表 4：公司收费公路项目情况	11
表 5：广东省公路客车收费标准	13
表 6：广东省公路货车收费标准	14
表 7：《公路法》和《收费公路条例》2018 年修订进程	15
表 8：2017 年现行《公路法》与 2018 年《公路法修正案（草案）》对比	15
表 9：《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》中公路核心目标	16
表 10：公司路产近 5 年日均收费收入情况	16
表 11：公司路产近 5 年日均混合车流量情况	17
表 12：公司房地产开发项目情况	22
表 13：公司金融产业投资情况	23
表 14：公司营业收入预测表	24
表 15：公司简易利润表	25
表 16：公司分部估值测算	26

图 目 录

图 1：深高速与实控人之间的控制关系结构（截至 2023 年末）	7
图 2：2023 年现金分红总额 11.99 亿元	8
图 3：2023 年股息率为 6.1%（年末收盘价）	8
图 5：截至 2023 年末深圳地图高速路网示意图	11
图 6：24 年前三季度营业收入同比-8.0%	12
图 7：24 年前三季度归母净利润同比-10.7%	12
图 8：2023 年经营性现金流净额超 40 亿元	12
图 9：2023 年末未使用的银行授信及债券注册额度分别超 400 亿元及 90 亿元	12
图 10：广东省私人汽车拥有量近 20 年复合增速达 17%	13
图 11：收费公路收支缺口不断增大	14
图 12：收费公路养护经费不断扩张	14
图 13：环保业务营收结构（亿元，2023 年）	19
图 14：环保业务毛利结构（亿元，2023 年）	19
图 15：环保业务当中，清洁能源发电毛利率最高（2023 年）	19
图 16：风力发电收入趋稳	20
图 17：风力发电毛利趋稳	20
图 18：固废资源处理收入稳定（单位：百万元）	20
图 19：餐厨垃圾处理毛利下滑，拆车及电池毛利提升	20

图 20: 深水规院经营稳健 (单位: 亿元)	21
图 21: 德润环境经营稳健 (单位: 亿元)	21
图 22: 蓝德环保持续亏损 (单位: 亿元)	21
图 23: 南京风电持续亏损 (单位: 亿元)	21
图 24: 2023 年委托管理收入 5.09 亿元 (单位: 百万元)	22
图 25: 2023 年委托管理毛利 1.35 亿元 (单位: 百万元)	22

投资聚焦

深高速为大湾区公路龙头平台，背靠深圳国资，双主业格局发展，分红收益稳健。路产主业方面，受益区域内需求高增+路网织密，存量项目已成为优质压舱石，同时公司积极推进改扩建及新建路产项目，主业优势有望持续扩大。大环保方面，公司通过收并购切入环保领域，目前聚焦“清洁能源发电+固废资源化处理+水环境治理及其他”三大板块，探索第二增长曲线。此外，公司持有部分风险可控的金融股权投资，或持续贡献稳定收益和业绩增量。

1 大湾区公路龙头，“公路+环保”双主业运营

1.1 大湾区公路龙头，双主业格局稳健

主要从事收费公路及大环保业务，两地融资助力发展。公司成立于 1996 年，分别于 1997 年和 2001 年实现香港、上海两地上市，主要从事收费公路及大环保业务的投资、建设及经营管理，拥有深圳市高速公路专营权，同时还承接政府投资道路的建造委托管理业务。上市以来通过收购、参股等方式，持续做大高速公路主业，2016 年起将环保纳入第二主业战略规划，形成“收费公路+大环保”双主业格局。截至 2023 年末，公司经营和投资的公路项目共 16 个，权益公路里程约 660 公里，参与区域性城市基建开发项目，并投资环保、清洁能源和金融类项目 21 个。

表1：深高速历史沿革

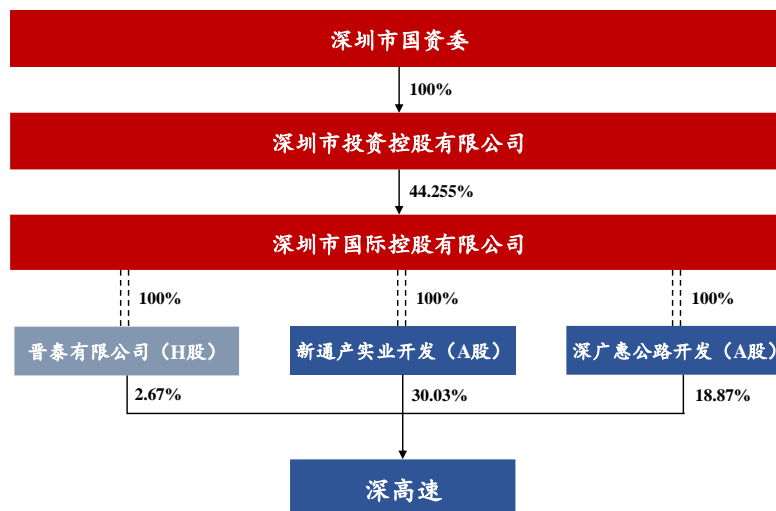
时间	事件
1996 年	深圳高速公路股份有限公司成立
1997 年	公司 H 股在香港联交所挂牌交易
1999 年	公司建成并投入运营的第一条高速公路——机荷高速公路全线建成通车
2001 年	公司 A 股在上海证交所挂牌交易
2002 年	收购高速广告公司 100% 股权；收购水官高速公路 40% 股权
2004 年	收购阳茂高速、江中高速、广州西二环高速、南京第三长江大桥各 25% 股权及广梧高速 30% 股权
2005 年	收购广东清连公路发展有限公司 56.28% 股权
2013 年	沿江高速公路深圳段完工通车；梅观高速公路北段四改八工程完工通车
2016 年	签订外环高速 PPP 模式投资项目，并获得外环高速经营权益；获得武黄高速 100% 经营权益 将环保产业作为公司新的主业方向转型发展获得深圳市国资委批复
2017 年	收购益常高速 100% 经营权益；获得机荷高速改扩建项目投资主体资格 收购重庆德润环境有限公司 20% 股权，收购深圳市水务规划设计院有限公司 15% 股权，切入环保产业
2018 年	收购广深沿江高速公路（深圳段）100% 经营权益；与国际顶尖环保产业集团法国苏伊士集团签署战略合作协议
2019 年	收购南京风电技术有限公司 51% 股权；收购包头市南风风电科技有限公司 67% 股权，切入清洁能源领域
2020 年	收购蓝德环保科技集团股份有限公司 67.14% 股权，布局餐厨垃圾处理产业 收购深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司 50% 股权，布局退役汽车和新能源电池资源化产业 收购深圳市龙大高速公路有限公司 89.95% 股权
2021 年	收购新疆木垒县乾智能能源开发有限公司及木垒县乾慧能源开发有限公司各 100% 股权，布局风电产业 收购深圳投控湾区发展有限公司 71.83% 股权，收费公路业务版图迎来再扩张

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 深圳市国资委直管，重视股东回报

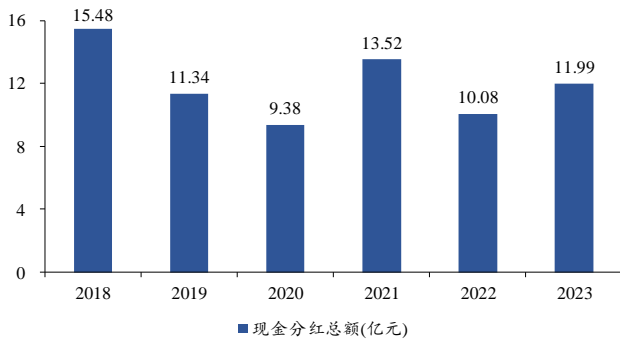
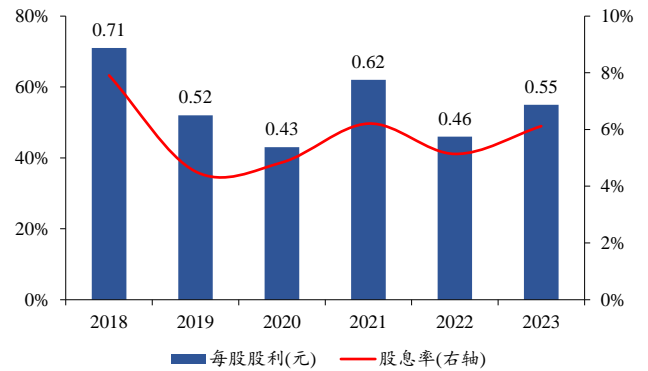
背靠深圳国资，平台赋能优势显著。深高速的实际控制人为深圳市国资委，控股股东为深圳国际（0152.HK），深圳国际通过旗下新通产实业开发（30.03%）、深广惠公路开发（18.87%）、晋泰有限公司（2.67%）三家全资子公司间接持有公司约 51.56% 股权，区位优势 and 平台优势协同助力公司在粤港澳大湾区业务高速发展；此外，招商公路作为第二大股东持有公司 4.18% 股权。公司拟定向发行不超过 6.54 亿股 A 股股份（占发行前公司总股本 30%），募资金额不超过 49 亿元用于外环高速深圳段项目（46 亿元）及偿还有息负债（3 亿元），其中控股股东深圳国际拟参与部分定增，承诺发行后合计间接持有公司不低于 45% 的股份。

图1：深高速与实控人之间的控制关系结构（截至 2023 年末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

回报规划指引下分红比例维稳，绝对收益配置价值可观。公司于 2021 年发布《2021 年-2023 年股东回报规划》，承诺在公司财务及现金状况良好且不存在重大投资计划或现金支出等事项时，拟以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的 55%。2021-2023 年，公司现金分红金额占剔除应支付永续债投资者的投资收益后的合并报表归母净利润比例分别为 55.9%、55.1%、56.0%。

图2：2023 年现金分红总额 11.99 亿元

图3：2023 年股息率为 6.1%（年末收盘价）


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

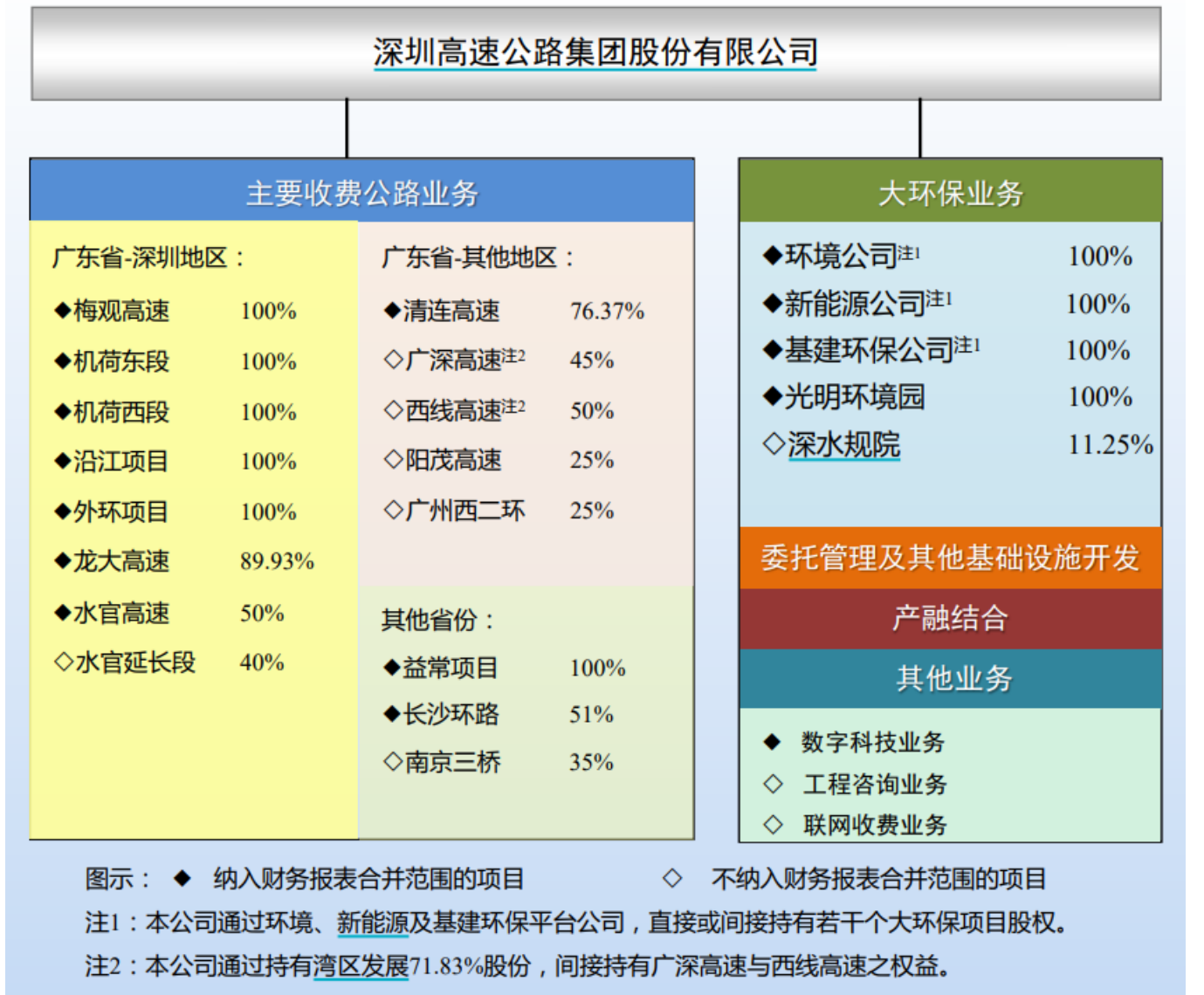
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.3 路产业务贡献主要业绩，环保业务规模有所扩张

“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等板块，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 2023 年末，公司经营和投资的高速公路项目共 16 个，所投资或经营的高等级公路里程数按权益比例折算约 660 公里，主要位于深圳和粤港澳大湾区及经济较发达地区。2023 年此业务收入及毛利分别占比 57.8%和 80.9%。
- 2) 环保业务：**深高速积极探索“固废资源处理+清洁能源发电”两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。2023 年此业务收入和毛利占比分别 17.4%和 10.8%。
- 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 2023 年末，公司共计持有贵州银行 3.44%股权，并持有晟创基金 45%权益以及国资协同发展基金约 7.48%权益，公司出资金额分别达 1.35 亿元和 3 亿元。
- 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。

图4：公司主要业务列示（截至 2023 年末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表2：公司主营业务收入及占比

单位：百万元	2022	占比	2023	占比
营业收入	9,373	100.00%	9,295	100.00%
收费公路	4,978	53.12%	5,375	57.82%
大环保	1,757	18.74%	1,616	17.41%
清洁能源发电	808	8.62%	652	7.02%
固废资源化处理-餐厨垃圾处理	554	5.91%	716	7.70%
固废资源化处理-拆车及电池综合利用	392	4.18%	222	2.39%
其他环保业务	3	0.03%	28	0.30%
其他业务	2,637	28.13%	2,302	24.77%
委托建设与管理	888	9.47%	609	5.48%
房地产开发（贵龙房开项目）	165	1.76%	90	0.97%
特许经营安排下的建造服务	1,256	13.40%	1,347	14.49%
其他	328	3.50%	366	3.83%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表3：公司主营业务毛利及占比

单位：百万元	2022	占比	2023	占比
毛利	3,019	100.00%	3,346	100.00%
收费公路	2,178	72.14%	2,708	80.93%
大环保	468	15.50%	360	10.76%
清洁能源发电	431	14.28%	376	11.24%
固废资源化处理-餐厨垃圾处理	20	0.66%	7	0.21%
固废资源化处理-拆车及电池综合利用	20	0.66%	-30	-0.90%
其他环保业务	-3	-0.10%	10	0.30%
其他业务	373	12.36%	275	8.22%
委托建设与管理	198	6.56%	235	7.02%
房地产开发（贵龙房开项目）	45	1.49%	26	0.78%
特许经营安排下的建造服务	0	0.00%	0	0.00%
其他	130	4.31%	124	3.71%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.4 区域龙头地位稳固，改扩建需求大

路产覆盖区域核心路网，区位优势显著，但剩余收费期限较短。从数量看，截至2023年末公司合计拥有10条控股路段，6条参股路段，合计控股权益收费里程660公里。从区位看，路产主要分布在广东、湖南及江苏等地区，多为区域内重要交通干道，基本覆盖核心区域路网，区域龙头地位稳固。

表4：公司收费公路项目情况

收费公路	本公司权益	控股情况	位置	收费里程（公里）	车道数量	状况	收费到期日
1、广东省-深圳地区							
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 二期部分在建	2038.11
外环项目	100%	控股	深圳	76.8	6	一期、二期营运 三期在建	2045.12 -
龙大高速	89.93%	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
2、广东省-其他地区							
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
西线高速	50.00%	参股	广东	98.0	6	营运	2038.01
广深高速	45.00%	参股	广东	122.8	6	营运	2027.06
3、其他省份							
益常高速	100%	控股	湖南	78.3	4	营运	2034.03
长沙环路	51%	控股	湖南	34.7	4	营运	2030.01
南京三桥	25%	参股	江苏	15.6	6	营运	2030.10

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

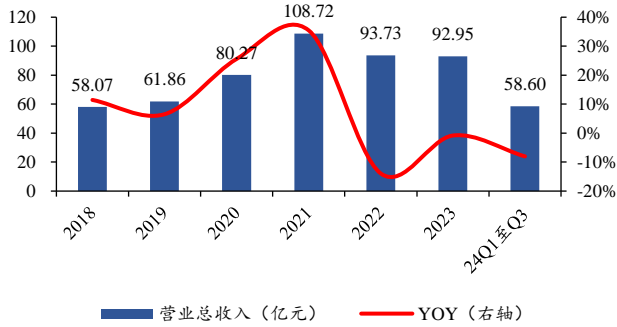
图5：截至2023年末深圳地图高速路网示意图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.5 利润边际改善，现金流充沛融资能力稳健

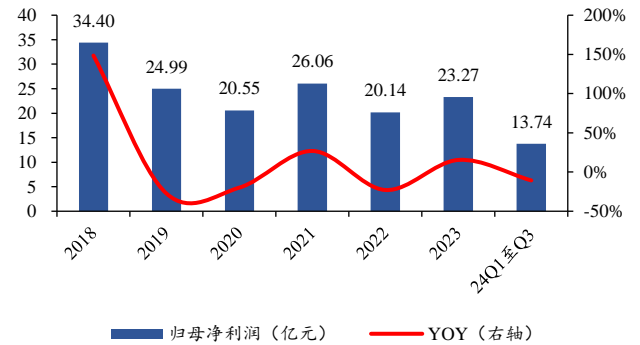
公路主业稳健经营。2022年公司实现93.73亿元营收和20.14亿元归母净利润，同比分别-13.9%、-22.9%，主要系疫情封控、部分高速路段分流及四季度货车通行费优惠减免影响。2023年以来，受益于经济运行情况恢复及防疫政策优化等，公司路费收入随车流量恢复而显著增加，相应带动盈利增长，若扣除武黄高速特许经营权22年底到期的影响，公司2023年总营收同比增长3.2%、路费收入同比增长16.44%。

图6：24年前三季度营业收入同比-8.0%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

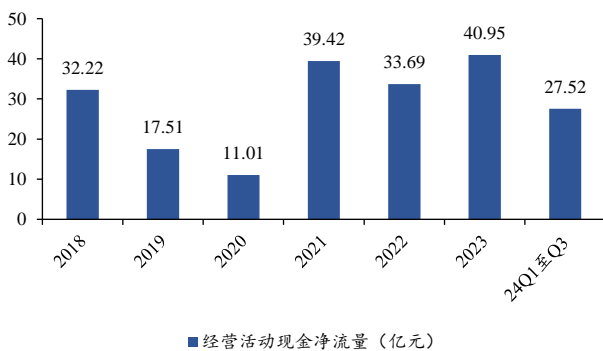
图7：24年前三季度归母净利润同比-10.7%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

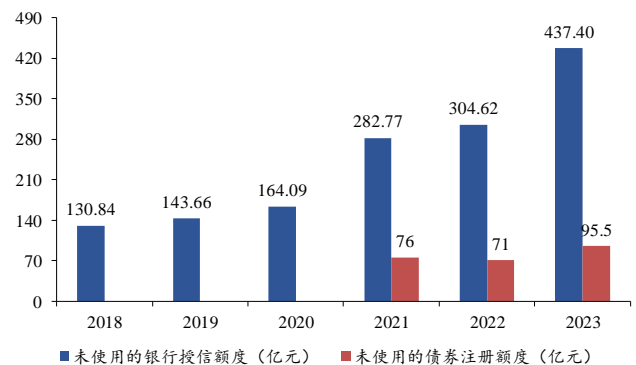
经营性现金流趋稳，财务资源仍然充沛。现金流方面，公司2021年以来现金流整体呈现高位稳定趋势，2023年经营性现金流净额40.95亿元，同比增长21.5%，公路主业稳健发展支撑稳定现金流。债务融资方面，公司具备良好的融资能力及强大的资金管理 ability，截至2023年末公司未使用的银行授信额度仍有437.40亿元，未使用的债券注册额度仍有95.50亿元，预计将为后续投资项目的资本开支奠定资金基础。

图8：2023年经营性现金流净额超40亿元



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：2023年末未使用的银行授信及债券注册额度分别超400亿元及90亿元



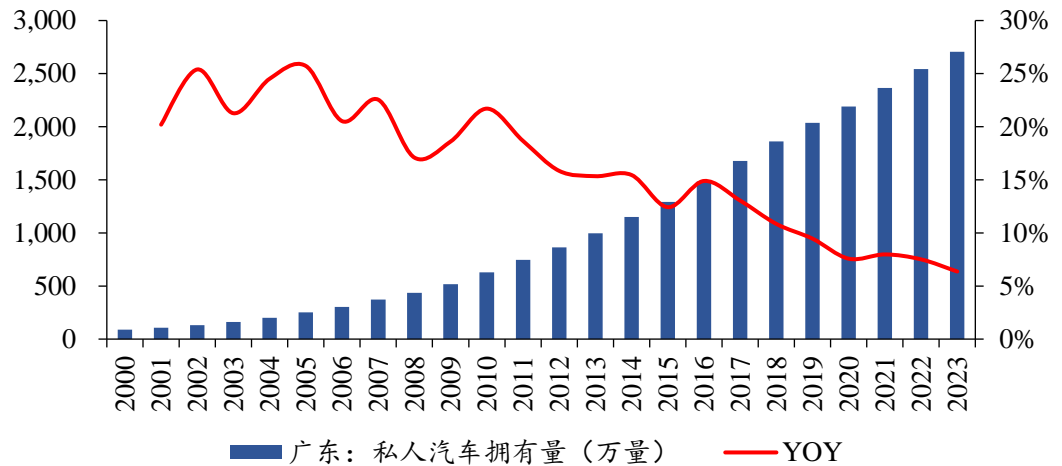
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 大湾区赋能+改扩建推进，公路主业多维成长

2.1 行业层面：受益区域内需求高增+路网织密，中长期发展向好

收费公路的蓬勃发展紧密依托于大湾区经济的高速增长。受惠于区域经济发展，2000-2023年广东省私人汽车保有量以年均17%的复合增长率迅速攀升。广东省的经济持续蓬勃发展以及省内私人汽车保有量的提升，为公司的收费公路运营业务提供了坚实支撑，中长期赋能显著。

图10：广东省私人汽车拥有量近20年复合增速达17%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

广东省高速公路收费政策较为稳定。广东省公路通行费按照客车及货车确认标准为：1) 客车按照座位数及车长分类。客车车辆通行费=车次费+车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费；2) 货车按照车轴数、质量及车长分类，货车车辆通行费=车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。全国来看，包括广东省在内，高速公路通行费率均有政策规定，较为稳定。

表5：广东省公路客车收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率（元/车公里）	
		四车道	六车道
1类	≤9座（且车长小于6米）	0.45	0.6
2类	10-19座（且车长小于6米）	0.675	0.9
3类	≤39座（且车长不小于6米）	0.9	1.2
4类	≥40座（且车长不小于6米）	1.35	1.8

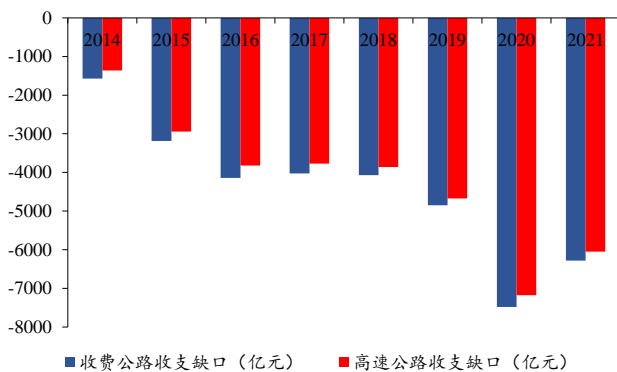
资料来源：广东省交通运输厅，信达证券研发中心

表6：广东省公路货车收费标准

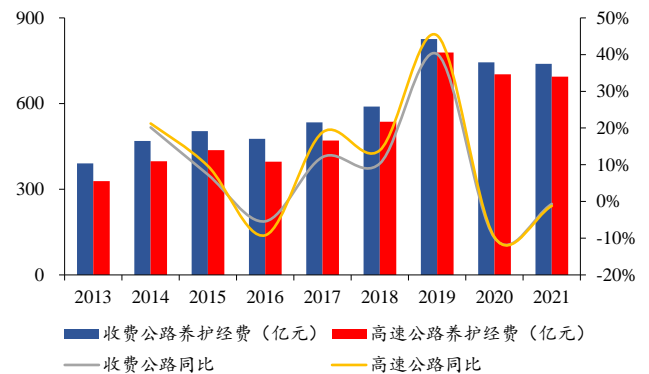
类别	车型分类标准	车公里费率（元/车公里）	
		四车道	六车道
1类	2轴（车长小于6米且最大允许总质量小于4500KG）	0.45	0.6
2类	2轴（车长不小于6米或最大允许总质量不小于4500KG）	0.945	1.26
3类	3轴	1.422	1.896
4类	4轴	1.6875	2.25
5类	5轴	1.737	2.316
6类	6轴	1.8405	2.454

资料来源：广东省交通运输厅，信达证券研发中心

现行公路法律法规较难充分满足公路可持续发展需要，可能存在一定改革空间。随着我国高速公路网的逐步形成，收费公路建设、养护、管理成本不断增长，但现行收费标准变化较小，由此收费公路收支缺口居于高位，2021年收支缺口达6279亿元，相较于2019年增加29.5%，其中高速公路收支缺口为6047亿元，相较于2019年增加29.4%。且按照现行法律法规，如果高速公路到期停止收费，可能导致债务悬空，公路长期养护和管理的需求也较难满足。

图11：收费公路收支缺口不断增大


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

图12：收费公路养护经费不断扩张


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

新公路法催生到期公路运管需求。2018年交通部发布《公路法修正案（草案）》和《收费公路管理条例（修订草案）》，并于2021年交通运输部法制工作要点中明确强调，统筹推进公路法、收费公路管理条例和农村公路条例列入国务院年度立法计划，新《公路法》及《收费公路管理条例》有望尽早推出。

表7：《公路法》和《收费公路条例》2018年修订进程

类别	政策
1998.01.01	《公路法》实施
2004.11.01	《收费公路管理条例》实施
2017.11.04	《公路法》第五次修订（现行公路法）
2018.12.20	《公路法修正案（草案）》和《收费公路管理条例（修订草案）》发布，公开向社会大众征求修订意见
2020.01.20	《2020年交通运输法制工作要点》提出加快推动公路法、收费公路管理条例和农村公路条例制修订工作
2021.01.22	《2021年交通运输法制工作要点》提出统筹推进公路法、收费公路管理条例和农村公路条例列入国务院年度立法计划，推动尽快出台
2023.02.02	《2023年交通运输法制工作要点》提出积极配合开展公路法、收费公路管理条例、农村公路条例、道路运输条例等立法审核

资料来源：中国人大网，国务院公报，中国公路网，新华社，交通运输部，中国政府网，信达证券研发中心

公路法修正案（草案）从“放宽届满管理方限制+届满可以养护名义收费”两方面催生出到期公路运营需求，且有望促进高速公路运营管养向“永续经营”方向转变：1）公路法修正案（草案）放宽“路产到期国家收回后，管理部门为有关交通主管部门”的限制，原持有路企有望通过相关规定延续对路产的管理权；2）公路法修正案（草案）对公路养护资金的筹集方式进行调整，允许“收费公路采用收取车辆通行费的办法筹集养护资金”，则路产到期后，原持有路企可通过延续管理权的方式，继续收取车辆通行费收入，以赚取运营管理费及公路养护费用。此外，《收费公路管理条例（修订）》已经列入国务院24年度立法工作计划，属于拟制定、修订的行政法规，未来重点关注新公路法律法规落地进展。

表8：2017年现行《公路法》与2018年《公路法修正案（草案）》对比

条款	2017年《公路法》第五次修订	2018年《公路法修正案（草案）》
第三十六条 第一款	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金，具体实施办法和步骤由国务院规定。	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金，还可以采取符合法律或者国务院规定的其他方式筹集，收费公路可以采用收取车辆通行费的办法筹集，具体实施办法和步骤由国务院规定。
第三十六条 第二款	依法征税筹集的公路养护资金，必须专项用于公路的养护和改建。	依法筹集的公路养护资金，必须用于公路的养护和改建。
第六十条	国内外经济组织投资建设公路，必须按照国家有关规定办理审批手续；公路建成后，由投资者收费经营。收费经营期限按照收回投资并有合理回报的原则，由有关交通主管部门与投资者约定并按照国家有关规定办理审批手续，但最长不得超过国务院规定的年限。	第五十九条第（二）项规定的收费公路的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过国务院规定的年限。
第六十五条 第二款	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路，约定的经营期限届满，该公路由国家无偿收回，由有关交通主管部门管理。	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路，经营期限届满，收费权由政府无偿收回。

资料来源：中国人大网，交通运输部，中国政府网，信达证券研发中心

广东省路网再织密，对外畅联或是重要看点。根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》指引，提出要进一步完善高速公路路网布局，2025年全省公路通车里程将超过22.5万公里，其中高速公路通车里程达1.25万公里，5年复合增速达3.5%，重点强调要构建高效联通的大湾区快速交通网，2025年高速公路出省通道将增至36条，进一步增强高速公路对外联通能力。在中长期政策指引下，广东省公路基础设施投资仍有望以中高速进行，将为省内公路企业增加并购扩容机会、道路建设及管养需求。

表9：《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》中公路核心目标

核心指标	2020年	2022年	2025E
公路通车里程（万公里）	22.2	22.3	22.5
其中：高速公路（万公里）	1.0	1.1	1.25
公路客运量（亿人）	5.5	2.4	10.20
公路货运量（亿吨）	23.1	24.2	36.5
高速公路出省通道（条）	28	-	36

资料来源：广东省人民政府官网，Wind，信达证券研发中心

2.2 公司层面：夯实优质路产压舱石，推进改扩建加速扩容

2.2.1 优势区域+优质路产稳健成长

收入及车流量均实现稳健成长。受益于区位优势和规模效应，过去几年来公司路产日均收费收入和日均混合车流量数据整体呈现平稳攀升趋势。老路产方面，清连高速、机荷高速、水官高速贡献主要收入和车流量。此外，公司通过持续的投资建设进一步扩大优质路产规模，外环一期、二期分别于2020年、2022年通车运营，又于同年分别收购了龙大高速、湾区发展（包括西线高速和广深高速），新路产逐步成为重要的增量来源。

表10：公司路产近5年日均收费收入情况

单位：千元	2019	2020	2021	2022	2023
1、广东省-深圳地区					
梅观高速	382.9	392.6	448.9	373.2	427.4
机荷东段	2104.8	2012	2012.4	1733	1861.0
机荷西段	1829.5	1680.4	1526.7	1284	1498.1
外环项目	-	-	2523.5	2615.6	1741.9
沿江项目	1459.1	1498.4	1619.6	1317.8	214.3
龙大高速	-	-	400.1	361	1724.1
水官高速	1786.4	1658.5	1808.7	1565.6	3270.4
水官延长段	331	252.8	244.1	189.2	426.6
2、广东省-其他地区					
清连高速	2293.2	2274.5	2399.5	1686.1	1862.0
广深高速	-	-	-	6186.4	7923.8
西线高速	-	-	-	2862.4	3572.2
阳茂高速	1524	1293.6	1352.6	1681.9	2063.9
广州西二环	1597.1	1543.5	1380.4	1109.6	1365.6
3、其他省份					
长沙环路	427.8	511.5	816.3	650.9	730.4
南京三桥	1393.2	1516.9	1301.3	1250.1	1509.7
益常高速	1105.5	1065.8	1277.5	1059.7	1183.6

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注1：外环一期自2020年12月29日通车运营；外环二期于2022年1月1日通车运营；

备注2：公司于2020年11月完成龙大公司89.93%股权的收购，2020年11月26日起将龙大公司纳入集团合并报表范围；

备注3：于2022年1月11日，公司间接持有湾区发展约71.83%股份，湾区发展间接享有西线高速50%和广深高速45%的利润分配权益

表11：公司路产近5年日均混合车流量情况

单位：千辆次	2018	2019	2021	2022	2023
1、广东省-深圳地区					
梅观高速	100	112	158	138	164
机荷东段	289	305	329	283	318
机荷西段	222	228	217	187	218
外环项目			234	242	307
沿江项目	90	100	168	141	189
龙大高速			115	140	165
水官高速	219	229	266	238	269
水官延长段	80	82	71	55	64
2、广东省-其他地区					
清连高速	43	48	51	44	51
广深高速				527	632
西线高速				222	270
阳茂高速	51	46	46	44	55
广州西二环	74	86	91	73	91
3、其他省份					
长沙环路	36	44	87	83	96
南京三桥	34	36	29	29	39
益常高速	50	50	58	55	61

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：公司2020年日均混合车流量数据未披露

2.2.2 新建叠加改扩建有望助力公司扩大路产主业优势

1) 新建外环三期：外环项目全长约77公里，一期二期均已通车运营，三期建设已经动工。外环项目分三期实施，其中外环一期沙井至观澜段和龙城至坪地段合计约51公里已于2020年12月29日建成通车；外环二期坪地至坑梓段约9.35公里已于2022年1月1日建成通车；2023年7月14日，董事会批准公司继续投资约人民币84.47亿元建设外环三期。截至2023年末，公司已完成外环三期多个合同段的施工、监理招标，部分合同段已开工建设。外环项目是粤港澳大湾区重要的交通基础设施，全线贯通后将与深圳区域的10条高速公路和8条一级公路互联互通，是深圳北部区域东西向交通互联互通的重要骨干线。外环三期建成后，一方面可以充实公司核心公路资产、取得外环项目整体最佳经济效益和社会效益，另一方面还能通过完善路网布局，为公司其他收费公路带来交通流量。

2) 新建沿江二期：二期深中通道深圳侧接线通车在即。沿江二期于2015年12月开工

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

建设，主要包括国际会展中心互通立交和深中通道深圳侧接线两部分工程，其中国际会展中心互通立交已于 2019 年完工通车。深中通道深圳侧接线全长约 5.7 公里，设有机场互通和鹤洲互通两座互通立交，总体呈东西走向，起于机荷高速黄鹤收费站，与机荷高速对接，终于深中通道东人工岛，与深中通道隧道敞开段对接，建成后将联通沿江高速一期、机荷高速、广深高速、深中通道及宝安国际机场。沿江二期全线贯通后，不但可改善深圳机场交通状况，还能增加珠江西岸与深圳高速公路主骨架线的联系，对促进粤港澳大湾区经济发展具有重要意义。

3) 机荷高速改扩建：机荷高速东起于深圳市龙岗区荷坳立交，西至宝安区鹤洲立交，现线路总长约 43 公里，双向 6 车道，是深圳市高快速路网中重要的东西向通道，也是深圳东、中、西地区快速联系的核心通道，投入运营已逾 20 年，近年来机荷高速的收入和利润贡献占比分别在 10%和 30%左右，其收费期限将于 2027 年届满，且深中通道建成开通后将进一步增加机荷高速疏导交通的压力。因此，广东省和深圳市“十四五”规划纲要都将机荷高速改扩建工程列为重大项目。机荷高速改扩建计划在 2024 年内全面开工，建设期 5 年，全长约 41.4 公里，本次投资的项目建设内容包括西段（鹤洲立交至水朗立交）9.4 公里地面双向 8 车道+立体双向 8 车道、中段（水朗立交至排榜立交）27.8 公里地面双向 8 车道+立体双向 8 车道及东段（排榜立交至荷坳立交）4.3 公里地面双向 8 车道。除公司所投入的 192.3 亿元建设资金外，项目还将由政府出具部分资金用于征拆及部分工程建设。

4) 广深高速改扩建：公司持股 71.83%的湾区发展间接享有广深高速 45%利润分配权益。鉴于广深高速的交通流量接近饱和状态，2023 年 8 月广东省发改委已核准京港澳高速公路广州火村至东莞长安段及广佛高速公路广州黄村至火村段改扩建工程。2023 年内改扩建项目已开工建设，湾区发展还与合作股东一起对广深高速沿线土地进行深入研究，探讨可行的商业模式以推动沿线土地的盘活和开发利用，提升高速公路整体回报水平。

5) 拟建深汕第二高速：公司已开展深汕第二高速（深圳-汕尾）勘察设计等前期工作。2023 年内，公司开展了项目环评、用地报批、使用林地审批等前期工作。根据深圳市政府目前对深汕第二高速的建设安排，该项目将延缓实施。

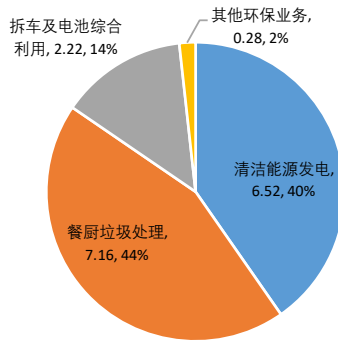
增量项目持续推进，未来有望量价齐升。一方面，沿江与外环高速相互连接，广深与外环、机荷高速均有连接，对外也与各大干线形成互联互通，通车后有望带动车流量实现非线性增长；另一方面，沿江、外环地处深圳市郊区，通车后预计货车通行比例相对较高，由于货车通行费率高于客车，有望带来费率端的增长。此外，改扩建及新建项目整体进一步加密广州、东莞、深圳三地路网，综合考虑下增量项目未来有望带动量价齐升。

3 双主业战略明晰，大环保构筑第二增长极

3.1 大环保战略明晰，聚焦三大核心板块

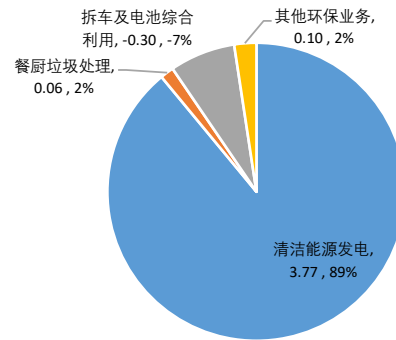
坚定双主业发展，探索公路运营以外的第二增长曲线。2021年11月，公司协同国家“双碳”发展目标，在“十四五”（2021-2025）战略规划中首次提出拓展大环保板块，形成“收费公路+大环保”双主业战略布局，主要聚焦“清洁能源发电+固废资源化处理+水环境治理及其他”三大板块。其中清洁能源发电方面，截至2023年末公司风电累计装机容量648MW；固废资源处理方面，截至2023年末公司有机垃圾设计处理规模6900吨/日，汽车拆解及废旧电池综合利用快速发展。

图13：环保业务营收结构（亿元，2023年）



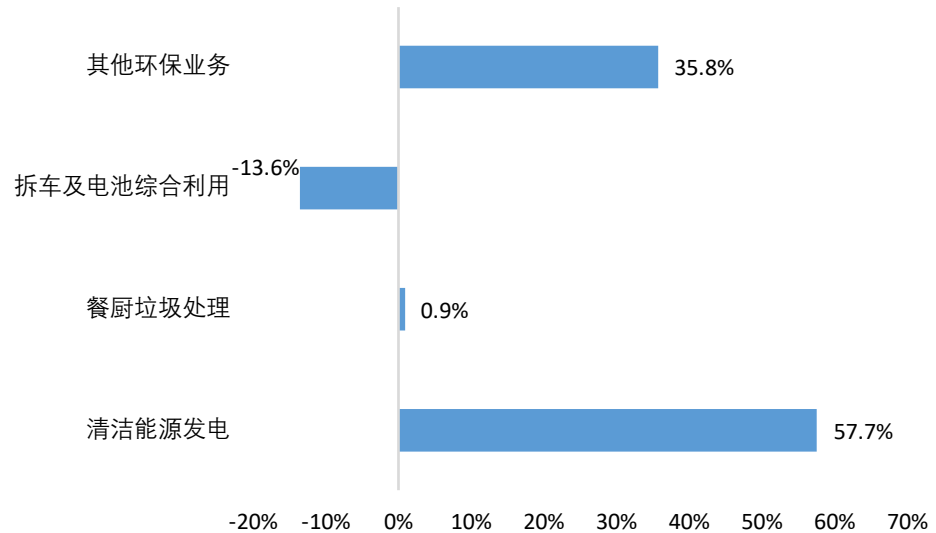
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图14：环保业务毛利结构（亿元，2023年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图15：环保业务当中，清洁能源发电毛利率最高（2023年）



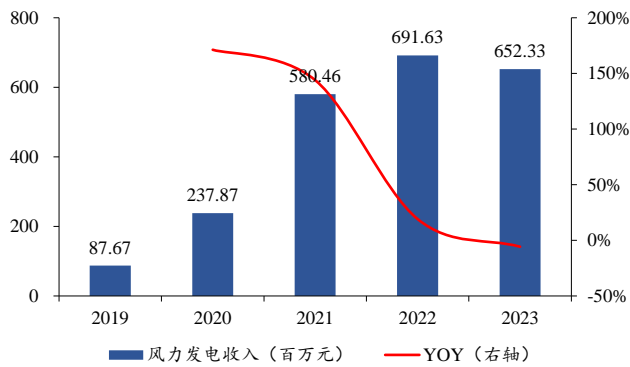
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 积极实施收并购，切入环保领域

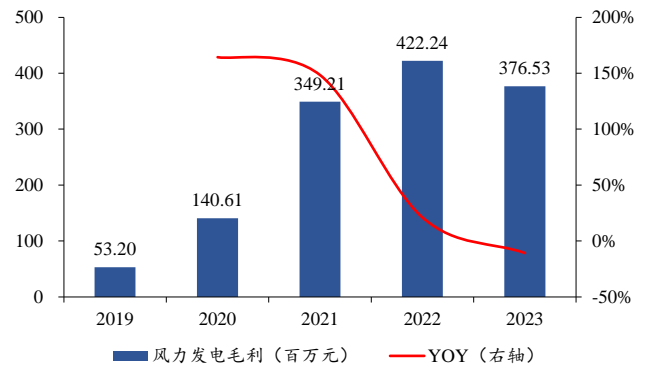
公司通过收并购切入环保领域，积极探索业务扩张：

- 1) **清洁能源**：2019年4月，公司收购南京风电51%股权，标志着正式进军大环保产业风电行业细分领域；2019年9月成功收购包头南风67%股权，又于2021年3月完成包头南风剩余33%股权收购，目前总装机容量达到247.5MW，是公司首个

风电场投资运营类项目；2021年初，通过新能源公司成功收购新疆木垒 299MW 风力发电项目，总投资 25 亿元；2021 年 7 月、9 月、12 月又投资淮安中恒并分别收购永城助能和中卫甘塘。伴随优质项目收并购节奏，目前已稳定贡献营收及毛利，23 年风力发电收入 6.52 亿元，毛利 3.77 亿元，是毛利贡献最多的大环保板块，此外公司近期也在持续拓展光伏项目。

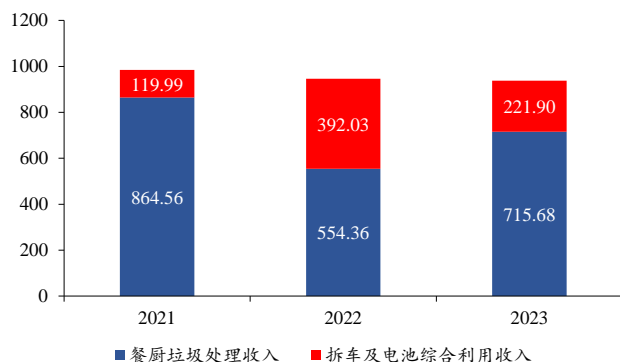
图16：风力发电收入趋稳


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

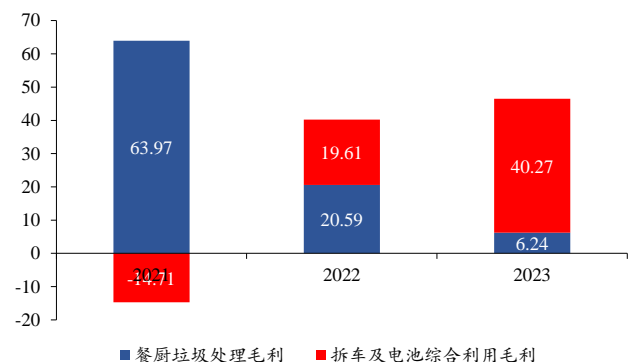
图17：风力发电毛利趋稳


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 固废资源处理：有机垃圾处理方面，2020 年 1 月，公司通过旗下环境公司控股收购蓝德环保 67.14% 的股权，收购后规模迅速上量，目前位居全国餐厨处理行业前列；2020 年 12 月，公司中标光明环境园 PPP 项目，日处理能力的餐厨垃圾 1000 吨，预计 2024 年进入试运营；2022 年 2 月，公司旗下环境公司通过股权转让与增资的方式控股利赛环保 70% 股权；2022 年 11 月，公司中标邵阳项目。2023 年投入运营。拆车及电池综合利用方面，2020 年 8 月，公司全资子公司通过收购及增资的方式持有深汕乾泰 50% 股权，后又于 2022 年 6 月增持 13.33% 股权至 63.33%。目前两大板块合计收入近 3 年稳定，但两者受价格周期影响毛利波动明显。

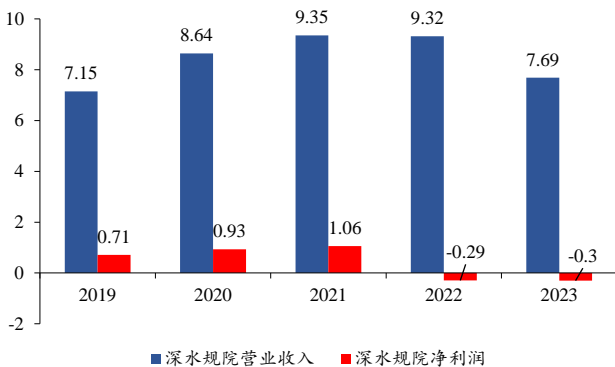
图18：固废资源处理收入稳定（单位：百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

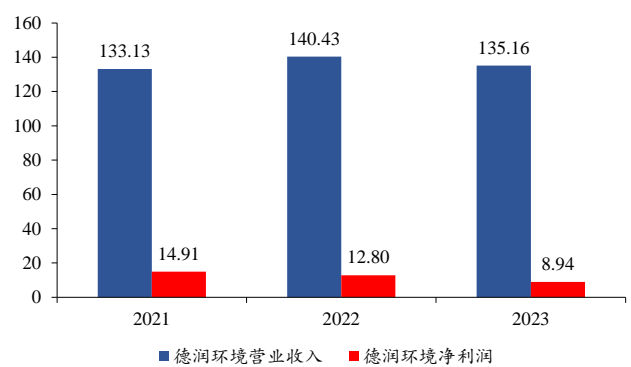
图19：餐厨垃圾处理毛利下滑，拆车及电池毛利提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3) 水污染及治理：公司主要持有有深水规院（301038.SZ）11.25% 股权及德润环境 20% 股权，其中德润环境拥有重庆水务（601158.SH）和三峰环境（601827.SH）等控股子公司。近年来深水规院与德润环境的收入及净利润等经营表现稳健，为公司贡献稳定收益。

图20：深水规院经营稳健（单位：亿元）


资料来源：深水规院公司公告，信达证券研发中心

图21：德润环境经营稳健（单位：亿元）


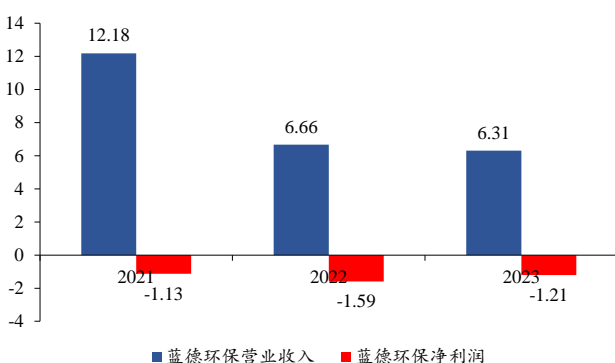
资料来源：德润环境公司公告，信达证券研发中心

3.3 期待未来提质增效发力

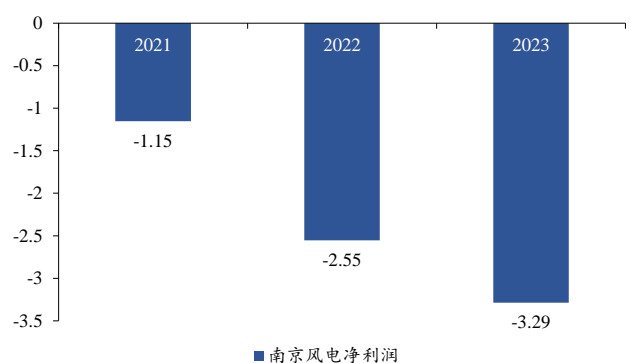
公司的环保行业项目受政策、周期影响较大。一方面公司目前诸多环保开拓项目均为 PPP/BOT 项目，受地方财政联动影响较大；另一方面 2023 年由于油脂、锂电销售价格大幅降低导致有机垃圾处理与拆车电池综合利用两大细分业务板块的盈利波动较大。

存量项目亟待提质增效，降低运营成本以提升盈利能力。2021-2023 年蓝德环保与南京风电持续亏损，2023 年两者合计净亏损额近 4.5 亿元，经营表现欠佳拖累公司利润。展望 2024 年，针对蓝德环保，公司将调整业务结构、优化人员架构、加强成本费用管控；针对南京风电，公司将加快资产盘活和资金回笼，我们预计 24 年亏损或有收窄。

此外，适度开拓优势领域的增量项目。综合评估盈利能力及发展前景，公司稳存量、拓增量，未来资本开支或向清洁能源倾斜，如公司已获取河北平山县 130MW 光伏项目指标，与国电投控股子公司合资成立金深新能源，并在贵州省内获得 460MW 风电项目核准指标等。

图22：蓝德环保持续亏损（单位：亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图23：南京风电持续亏损（单位：亿元）


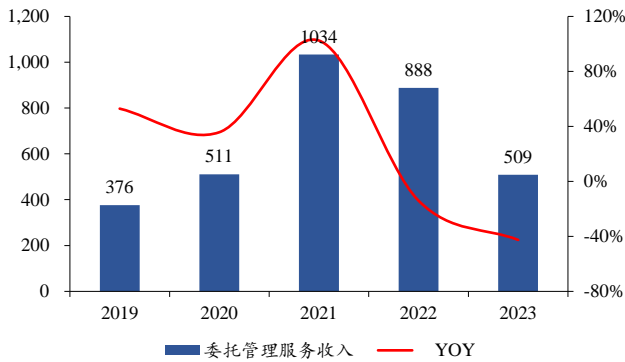
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 房地产开发稳步去化，金融投资风险可控

除公路与环保板块外，公司还拥有委托管理、房地产开发、金融投资等其他经营板块：

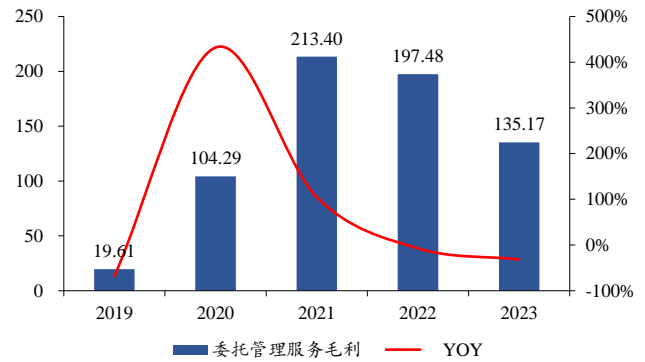
- 1) **委托管理**：凭借公路建设及运营经验，公司开展代建业务（目前代建业务包括深汕环境园项目等）和代管业务（主要是道路综合管养项目和收费站运营管理项目），22-23 年收入及毛利下滑主要系部分项目工程量减少，后续期待宏观经济回暖带动业务工程量回升。

图24：2023 年委托管理收入 5.09 亿元（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图25：2023 年委托管理毛利 1.35 亿元（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 2) **房地产开发**：公司在手土地开发项目主要包括贵龙项目、梅林关更新项目（参股）、新塘项目（参股），其中贵龙项目受地产大环境影响，洋房销售节奏较缓。梅林关更新项目住宅销售完成，办公、商业及商务公寓综合建筑去化仍在积极推进。而新塘项目启动较晚，为收费公路沿线土地开发业务，有待继续跟踪。

表12：公司房地产开发项目情况

开发项目	股权比例	项目情况	目前现状
贵龙区域开发项目	70%	合计竞拍土地 3038 亩(约 203 万平方米)，用于开拓贵州区域市场及开发适合的商业模式	1610 亩权益已转让，1075 亩进行自主二级开发，剩余土地正在规划中。截至 2023 年末，悠山美墅二期 B 组团的商业配套物业去化率约 85%，三期 A 组团的住宅去化率约 99%；三期 C 组团已完工，其中商业配套物业已全部销售，洋房正在销售中；三期 B 组团的商业配套物业正在建设中
梅林关更新项目	34.3%	参股主体为联合置地，主导梅林关更新项目的投资、开发和经营	项目分三期建设，项目一期和风轩、二期和雅轩及三期和颂轩的住宅均已销售完毕。该项目还有约 19 万平方米的办公、商业及商务公寓综合建筑，截至 2023 年末，商务公寓去化率约为 41%，商业以自持运营为主，少量对外销售；办公尚未对外销售
新塘项目	15%	子公司湾区发展参与的首个土地开发项目，在引入合作开发股东后，湾区发展间接持有该项目 15% 权益。该项目系对广州增城区新塘镇的一处约 19.6 万平方米交通用地进行综合开发，其住宅与配套设施建设工程计划分三期进行	截至 2023 年末，新塘项目一期工程已完工，正在进行验收交付工作；二期工程已完成约 88% 的形象进度；新塘立交改造南侧配套道路建设开工

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 3) **金融投资**：截至 2023 年末，公司共计持有贵州银行 3.44% 股权，并持有晟创基金

45%权益以及国资协同发展基金约 7.48%权益。公司的金融投资业务具备国资属性，整体风险可控，有助于推动实现产融结合，上下游产业协同明显，有望带来稳定投资收益和业绩增量。

表13：公司金融产业投资情况

开发项目	股权比例	主要情况
贵州银行	3.44%	公司通过两次认购及一次增持，23 年末持有贵州银行股权 3.44%，。一方面贵州银行盈利能力稳定，现金分红能力良好，贡献稳健投资收益，另一方面贵州银行所在的贵州省是深高速战略重点布局的区域之一，双方协同效应明显
融资租赁公司	100%	融资租赁公司主要从事大环保领域的融资服务及协同，同时开拓交通基建和物流等领域的市场化项目。2023 年，融资租赁公司新签约 5.47 亿元项目合同，截至年末尚在履行的合同金额共计 22.90 亿元，已投放约 20.98 亿元
晟创基金	45%	截至 2023 年末，该基金的实缴总规模为 3 亿元，其中本公司的实缴出资金额为 1.35 亿元。基金主要投向为工业危废处置、固废处置、污水处理、风电新能源四类运营类项目，已完成 2 个项目的投资
国资协同发展基金	7.48%	基金总规模 40.1 亿元，公司出资 3 亿元，基金主要投向环保、新能源、基础设施在内的公用事业领域，以及金融与战略性新兴产业

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测：预计公司 2025 年归母净利润 18.76 亿元

1、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；考虑机荷高速改扩建节奏、沿江二期剩余路段通车进度等因素，假设 2024-2026 年路产收入同比分别-9.3%、+7.4%、+4.2%。
- 2) 公司环保业务主要包括清洁能源发电、固废资源化处理、固废资源化管理及水环境处理等其他业务。考虑政策催化下清洁能源电力业务扩张、固废治理项目投产等因素影响，假设 2024-2026 年清洁能源发电收入同比分别-12.9%、+8.4%、+3.7%；固废资源化处理收入同比分别+6.0%、+6.9%、+6.4%；其他环保业务收入同比维稳。
- 3) 假设公司房地产开发业务方面未来不再进行新的土地竞拍和房地产开发。
- 4) 假设特许经营安排下的建造服务等其他业务收入同比维稳。

综上，我们预计公司 2024E-2026E 营业收入分别 82.43 亿元、88.74 亿元、93.34 亿元，分别同比-11.3%、+7.7%、+5.2%。

表14：公司营业收入预测表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	93.73	92.95	82.43	88.74	93.34
YOY		-0.8%	-11.3%	7.7%	5.2%
收费公路收入	49.78	53.75	48.76	52.36	54.58
委托建设与管理服务收入	8.88	5.09	3.56	3.92	4.31
房地产开发收入	1.65	0.90	0.49	0.49	0.49
清洁能源发电收入	6.92	6.52	5.68	6.16	6.38
固废资源化处理收入	9.46	9.38	9.94	10.62	11.30
其他环保业务收入	1.19	0.28	0.14	0.14	0.14
特许经营安排下的建造服务收入	12.56	13.47	10.10	11.11	12.00
其他业务收入	3.28	3.56	3.74	3.93	4.13

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2、利润端：

- 1) 考虑外环三期及沿江二期项目通车进度及机荷高速改扩建进度对收费公路业务营业成本的影响，以及从 2023 年初起外环高速特许经营权摊销会计估计调整影响，假设 2024-2026 年路产相关折旧摊销、养护成本及人工成本稳健增长。
- 2) 假设大环保相关业务、房地产业务及其他业务毛利率整体维稳。
- 3) 投资收益方面，假设参股路产项目利润增速与收入一致稳健增长，此外考虑 2024 年以益常高速发行公募 REIT 带来的当年度税后处置收益。

4) 暂不考虑未落地的非公开发行 A 股事项的财务影响。

综上, 我们预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别为 13.74 亿元、18.76 亿元、20.53 亿元, 同比分别-40.9%、+36.5%、+9.4%。

表15: 公司简易利润表

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93.73	92.95	82.43	88.74	93.34
YOY		-0.8%	-11.3%	7.7%	5.2%
毛利率	32.2%	36.0%	31.7%	34.4%	35.5%
营业成本	63.54	59.49	56.32	58.19	60.22
毛利润	30.19	33.46	26.11	30.55	33.11
投资收益	15.34	15.05	11.24	10.88	11.43
归母净利润	20.16	23.27	13.74	18.76	20.53
YOY		15.4%	-40.9%	36.5%	9.4%

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级: 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、金融产业等业务板块, 对于深高速的估值我们考虑采用分部估值策略。

假设:

1) 假设无风险利率 2.16%(参考近一年 10 年期国债平均收益率), 股票市场溢价 5%, 公司 Beta 为 0.48, 则计算得公司 WACC 为 3.63%。

2) 假设公司控股路产的人力成本、维护成本及其他业务成本等付现成本的单公里费用年均分别增长 4%、3%和 1%。

3) 清洁能源发电业务方面, 按 2023 年净利率水平及 2024E 收入预期测算主体子公司新能源公司 2024E 净利润情况, 并结合风力发电(851617.SI)及风电设备(801736.SI)板块可比公司 2024E 市盈率估值情况, 给予 PE 估值中枢 17.68 倍计算。

4) 固废资源化处理业务方面, 公司积极推动业务转型、市场开拓及降本增效, 考虑主体子公司蓝德环保 2023 年末净资产情况, 结合固废治理(859713.SI)板块可比公司 PB(LF)估值情况, 给予 PB 估值中枢 2.0 倍计算。

5) 水环境处理等其他环保业务方面, 考虑到公司此项业务开展主要通过参股德润环境(拥有重庆水务和三峰环境两家上市公司)以及深水规院, 我们按股权比例折算应占市值。

6) 考虑公司货币资金、交易性金融资产、除德润环境(重庆水务、三峰环境)外其他长期股权投资、负债和少数股东权益均按 1 倍 PB 计算。

根据 WACC 为 3.63%, 我们测算公司路产价值 533 亿元, 叠加清洁能源发电、固废资源化处理、水环境处理等环保业务价值, 并剔除公司负债、少数股东权益后, 考虑 10%至 30%的业务协同折价情况下, 我们测算公司当前股权目标价值 259 亿元至 333 亿元。当前

市值相对偏低，首次覆盖，给予“增持”评级。

表16：公司分部估值测算

WACC 计算		价值计算 (亿元)		方法
无风险利率	2.16%	并表路产业务价值	533	DCF 估值
股票市场溢价	4.97%	清洁能源发电业务价值	41	2024E 净利润, 可比公司 PE 估值 (17.68 倍)
Beta :	0.48	固废资源化处理业务价值	47	2023 年末净资产, 可比公司 PB 估值 (2.00 倍)
股权成本(Ke)	4.55%	水环境处理等环保业务价值	38	重庆水务、三峰环境、深水规院按股比折算市值
名义债务成本(Kd)	3.98%	货币资金	22	1 倍 PB
资产负债率	58.53%	交易性金融资产	5	1 倍 PB
有效税率	25.00%	长期股权投资	136	除德润环境 (重庆水务、三峰环境) 外其他长期股权投资项目, 1 倍 PB
WACC	3.63%	负债合计	395	1 倍 PB
		少数股东权益	56	1 倍 PB
		公司目标归母权益价值	259	分部估值 (考虑 30% 的业务协同折价)
			333	分部估值 (考虑 10% 的业务协同折价)

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

6 风险因素

1、政策风险。《收费公路管理条例》修订仍在审核中，对于收费年限及收费标准核定原则的变化尚不明确；环保行业的监管政策不断趋严，行业标准不断提高，对违法违规的处罚力度以及对于项目投资金额的需求不断加大。

2、业务拓展风险。收费公路方面，优质项目资源稀缺，新建项目及改扩建项目总体成本高企，导致预期回报率下降；大环保产业方面，竞争对手逐渐增多，市场竞争异常激烈；并购项目需要持续进行经营团队和管理文化的整合管理，以化解相关差异带来的经营不及投资预期风险。

3、建设管理风险。随着双主业的不断拓展，公司工程建设进入高峰期，多项重大项目同时建设，对项目投资、成本控制、建设进度、质量的把控、资金的安排及安全管理落实提出了极高的要求。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,297	6,952	8,552	7,844	8,318
货币资金	3,636	2,152	3,879	2,967	3,271
应收票据	4	1	0	0	1
应收账款	1,052	967	845	910	957
预付账款	226	248	235	243	251
存货	1,314	1,356	1,283	1,326	1,372
其他	3,066	2,228	2,310	2,398	2,467
非流动资产	59,908	60,556	63,540	66,867	68,594
长期股权投资	17,749	18,716	18,966	19,466	19,666
固定资产(合计)	7,210	7,329	7,677	8,461	9,321
无形资产	26,848	26,809	26,789	26,739	26,709
其他	8,101	7,702	10,108	12,201	12,898
资产总计	69,205	67,507	72,092	74,711	76,913
流动负债	23,243	19,826	20,492	21,668	22,345
短期借款	9,396	11,106	12,106	13,106	13,606
应付票据	229	90	85	88	91
应付账款	2,813	2,589	2,450	2,532	2,620
其他	10,805	6,043	5,851	5,943	6,028
非流动负债	18,597	19,682	23,221	23,781	24,341
长期借款	9,573	9,568	13,568	14,068	14,568
其他	9,024	10,115	9,654	9,714	9,774
负债合计	41,841	39,509	43,714	45,449	46,686
少数股东权益	6,016	5,641	5,760	5,798	5,840
归属母公司股东权益	21,348	22,358	22,619	23,463	24,386
负债和股东权益	69,205	67,507	72,092	74,711	76,913

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,373	9,295	8,243	8,874	9,334
同比(%)	-13.9%	-0.8%	-11.3%	7.7%	5.2%
归属母公司净利润	2,016	2,327	1,374	1,876	2,053
同比(%)	-22.8%	15.4%	-40.9%	36.5%	9.4%
毛利率(%)	32.2%	36.0%	31.7%	34.4%	35.5%
ROE%	9.4%	10.4%	6.1%	8.0%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.07	0.63	0.86	0.94
P/E	12.52	10.85	18.37	13.46	12.30
P/B	1.18	1.13	1.12	1.08	1.04
EV/EBITDA	10.29	9.65	15.31	13.36	12.57

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,373	9,295	8,243	8,874	9,334
营业成本	6,354	5,949	5,632	5,819	6,022
营业税金及附加	40	41	37	39	42
销售费用	36	20	18	19	20
管理费用	444	483	428	461	485
研发费用	46	33	30	32	34
财务费用	1,387	1,240	1,244	1,368	1,436
减值损失合计	-164	-132	-250	0	0
投资净收益	1,534	1,505	1,124	1,088	1,143
其他	51	113	53	57	60
营业利润	2,487	3,013	1,781	2,279	2,498
营业外收支	-3	-98	25	35	35
利润总额	2,485	2,916	1,806	2,314	2,533
所得税	529	530	312	400	438
净利润	1,955	2,386	1,494	1,914	2,095
少数股东损益	-61	59	120	38	42
归属母公司净利润	2,016	2,327	1,374	1,876	2,053
EBITDA	4,579	4,944	3,699	4,423	4,764
EPS(当年)(元)	0.84	0.98	0.63	0.86	0.94

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	3,369	4,095	2,102	2,929	3,195
净利润	1,955	2,386	1,494	1,914	2,095
折旧摊销	2,277	2,363	649	741	795
财务费用	899	1,265	1,276	1,426	1,480
投资损失	-1,534	-1,505	-1,124	-1,088	-1,143
营运资金变动	-404	-634	-149	-17	15
其它	177	220	-43	-48	-49
投资活动现金流	-3,439	-924	-2,776	-2,943	-1,341
资本支出	-2,091	-2,081	-3,740	-3,425	-2,179
长期投资	-2,507	171	-450	-610	-310
其他	1,159	986	1,414	1,093	1,148
筹资活动现金流	-2,337	-4,409	2,596	-898	-1,549
吸收投资	6	4	1	0	0
借款	25,078	18,496	5,000	1,500	1,000
支付利息或股息	-2,966	-2,716	-2,032	-2,458	-2,609
现金流净增加额	-2,260	-1,242	1,727	-912	304

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。