

强烈推荐-A (上调)

深高速 600548.SH

目标估值: 11.76 元
 当前股价: 8.46 元
 2016 年 07 月 25 日

股息率接近4%，资产价值被显著低估

基础数据

上证综指	3013
总股本(万股)	218077
已上市流通股(万股)	143327
总市值(亿元)	184
流通市值(亿元)	121
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	12.3
资产负债率	52.4%
主要股东	新通产实业开发(深)
主要股东持股比例	30.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	15	-4
相对表现	5	11	18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

陈卓

021-68407470
 chenzhuo5@cmschina.com.cn
 S1090513070005

研究助理

袁钉
 yuanding@cmschina.com.cn

深高速是深圳市国有高速公路企业,核心路产位于深圳。公司积极谋求大环保领域转型,政府回购路产为转型提供充足子弹。当前公司股息率接近 4%,资产重估后合理市值 256.5 亿元,股价有 40%-50%上行空间。

- 深圳市国有 A+H 股高速上市企业,路产质量良好。公司现有公路项目共 16 个,权益里程 416 公里,核心路产位于深圳,盈利前景良好。深国际为公司间接控股股东(持股比例 50.889%),实际控制人为深圳市国资委。2015 年,深高速实现营业收入 34.21 亿元,归属母公司股东净利润 15.53 亿元。
- 政府回购三条高速公路(预计至少支付 77 亿现金),让公司提前变现路产并具备资金优势。南光、盐坝、盐排三条路产合计占公司 2015 年权益里程、权益收入和权益毛利的 18.3%、18.7%和 15.3%,政府回购估值合理。
- 高速主业仍有增长空间,PPP 模式小试牛刀。深中通道西起中山市,直通机荷高速,2020 年建成后将为机荷高速带来增量车流。公司拟投资 65 亿元(经营权现值)建设深圳外环高速,投资差额由政府补足,保证外环项目资产 IRR 不低于 8%。
- 积极谋求转型,布局长远。公司大力发展委托管理业务,各项目稳步推进;同时明确发展以水环境治理、固废处理为主的大环保产业,预计年内落实 1-2 个项目。梅林关城市更新项目、贵龙大道沿线土地开发、投资贵州银行股权都是公司转型的积极尝试。
- 响应国企改革,推进高速行业首个股权激励方案。公司作为 A+H 股上市国有企业,治理结构良好。公司拟推进高速行业首个股权激励计方案,沟通不畅导致方案意外被 H 股股东会否决,公司将加强沟通,尽快推进方案实施。
- 高分红+资产重估,维持“强烈推荐-A”评级。公司年均分红比率超过 40%,股息率接近 4%,弱市具备较强吸引力。不考虑深圳市政府进一步回购和环保业务价值,分部估值法公司合理市值为 256.5 亿元,对应股价 11.76 元,较现价有 40%-50%上行空间,维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:宏观经济大幅下滑、业务转型不达预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3620	3421	3797	4252	4805
同比增长	10%	-6%	11%	12%	13%
营业利润(百万元)	1459	1635	1293	1529	1756
同比增长	27%	12%	-21%	18%	15%
净利润(百万元)	2187	1553	1056	1240	1416
同比增长	204%	-29%	-32%	17%	14%
每股收益(元)	1.00	0.71	0.48	0.57	0.65
PE	8.4	11.9	17.5	14.9	13.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、收费公路行业优质企业	5
1、公司股权结构稳定	5
2、主要路产位于深圳	5
3、收费公路为主营，其他业务为补充	7
二、专注收费公路主业，巩固强化核心优势	9
1、区位优势支撑主业长线发展	9
(1) 深圳经济增速高于全国均值	9
(2) 平行路段分流整体可控，路费收入稳步增长	9
(3) 流量结构影响路费收入增长	14
2、政府回购带来新的增长模式	15
(1) 14 年一次性回购梅观高速	16
(2) 盐排、盐坝、南光三项目尚处于过渡期	17
3、深中通道贯通机荷，PPP 新建深圳外环	18
(1) 深中通道贯通机荷高速	18
(2) PPP 模式新建深圳外环	19
三、积极谋求转型，布局长远	22
1、依托主业，大力发展委托管理业务	22
2、拓展房地产开发业务	23
(1) 梅林关城市更新项目	23
(2) 贵龙大道衍生地产业务	24
3、瞄准以水环境治理和固废处理为内容的环保产业	25
4、股权投资贵州银行	26
5、积极响应国企改革，推进 A 股股权激励	27
四、盈利预测与投资建议	28
1、盈利预测与估值	28
2、PE-PB Band (公司报告必备)	28

图表目录

图 1: 深圳市国资委是公司实际控制人.....	5
图 2: 深高速主要路产分布图	6
图 3: 深高速业务组织架构	7
图 4: 深高速历年收入和净利润 (万元)	8
图 5: 深高速收入构成 (百万元)	8
图 6: 深高速毛利构成 (百万元)	8
图 7: 全国、广东省和深圳市 GDP 增速	9
图 8: 公司深圳地区高速路网分布	9
图 9: 深高速路产权益收入合计值 (年)	10
图 9: 深高速路产权益收入合计值 (月)	10
图 11: 2015 年各项目日均车流量情况.....	11
图 12: 2015 年各项目日均路费收入情况.....	11
图 13: 2015 年并表项目路费收入占比.....	11
图 14: 机荷高速西段日均车流和月度通行费收入.....	13
图 15: 机荷高速东段日均车流和月度通行费收入.....	13
图 16: 水官高速西段日均车流和月度通行费收入.....	13
图 17: 清连高速日均车流和月度通行费收入	14
图 18: 2015 年主要公路项目车型比例.....	15
图 19: 广东省载货、载客汽车保有量情况.....	15
图 20: 广东省载客汽车中不同类型车型占比	15
图 21: 梅观高速免费段及收费段示意图.....	16
图 22: 深中通道规划图	18
图 23: PPP 模式基本结构.....	19
图 24: 深圳外环高速 A 段.....	20
图 25: 外环高速 A 段 PPP 合作模式.....	21
图 26: 委托管理业务盈利情况	23
图 27: 委托管理服务和广告业务占总收入比重.....	23
图 28: 梅林关城市更新项目位置.....	23
图 29: 梅林关城市更新项目效果图	23

图 30: 茵特拉根小镇地理位置	25
图 31: 深圳市污水排放量 (万吨)	26
图 32: 深圳市污水处理新增固定资产和污水厂情况	26
图 33: 贵州银行总资产和净资产 (亿)	27
图 34: 贵州银行营业收入及净利润 (亿元)	27
图 35: 深高速历史 PE Band	28
图 36: 深高速历史 PB Band	28
表 1: 公司路产详细资料 (截至 2016 年 3 月)	6
表 2: 公司业务板块	7
表 3: 通行费收入变化的主要的原因	11
表 4: 深高速 2015 年主要路产权益收入和毛利占比	12
表 5: 深高速 2015 年各项目盈利能力比较	12
表 6: 交通部《收费公路车辆通行费车型分类》	14
表 7: 车辆收费标准 (广东省)	14
表 8: 深高速 2015 年主要路产权益收入和毛利占比	16
表 9: 梅观高速补偿金额明细	17
表 10: 盐排、盐坝、南光三项目概况	17
表 11: 盐排、盐坝、南光三项目补偿方式	17
表 12: 委托管理业务概况	22
表 13: 代建项目有序推进	22
表 14: 梅林关城市更新项目收益测算	24
表 15: 项目进展	24
表 16: 茵特拉根小镇开发收益	25
表 17: 贵龙项目土地一级开发收益	25
表 18: 2015 年深圳市污水处理厂情况	26
表 19: 解锁条件及时间	27
表 20: 估值对比表	28
附: 财务预测表	29

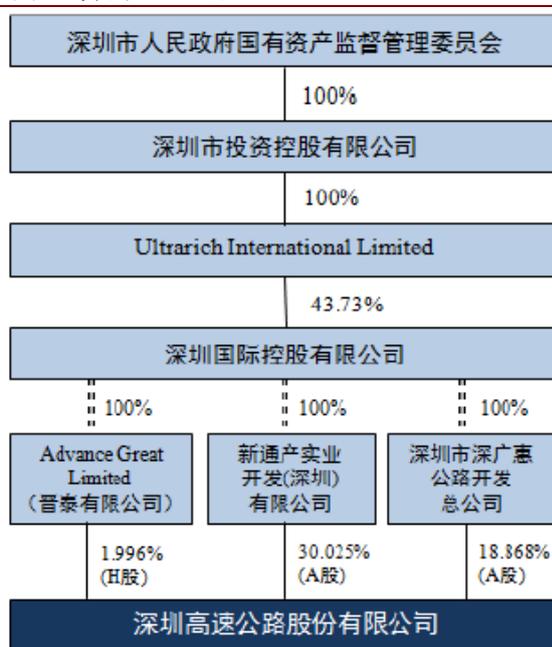
一、收费公路行业优质企业

深高速主要从事收费公路的投资、建设及经营管理，现有公路项目共 16 个，权益里程 416 公里。公司第一大股东为新通产公司，实际控制人为深圳市国资委。

1、公司股权结构稳定

公司第一大股东为新通产公司，持有公司 30.025% 股权。深圳国际通过其全资子公司新通产公司、深广惠公司及 Advance Great Limited（晋泰有限公司）间接持有公司合计 50.889% 的股份。2015 年 12 月 31 日，深圳投控通过其全资子公司 Ultrarich International Limited 持有深圳国际约 43.73% 的股份，而深圳国资委持有深圳投控 100% 的股权，为公司实际控制人。

图 1：深圳市国资委是公司实际控制人



资料来源：公司公告

2、主要路产位于深圳

公司现有公路项目共 16 个（并表项目 9 个），权益比例折算里程约 416 公里，各项目剩余收费年限在 9-18 年之间，大部分项目收费到期日在 2027 年附近。

从区域分布上，公司路产基本布局在经济较发达地区，具有较好的盈利前景。16 个收费公路项目有 8 个位于深圳市（其中，盐坝、盐排和南光高速已免费通行，并由政府购买服务），5 个位于广东省内其它区域，其余 3 个项目位于湖北省、湖南省和江苏省。

表 1: 公司路产详细资料 (截至 2016 年 3 月)

收费项目	权益	位置	收费里程 (公里)	车道数量	状况	收费到期日	备注
梅观高速	100%	深圳	5.4	8	营运	2027.03	梅观高速梅林至观澜段 13.8 公里已由政府回购, 并于 2014 年 4 月 1 日起免费通行。
机荷东段	100%	深圳	23.7	6	营运	2027.03	
机荷西段	100%	深圳	21.8	6	营运	2027.03	盐坝高速、盐排高速及南光高速三项目自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行, 深圳交委以现金对本公司进行补偿。
盐坝高速	100%	深圳	29.1	6	免费	A 段: 2026.04 B 段: 2028.07 C 段: 2035.03	
盐排高速	100%	深圳	15.6	6	免费	2027.03	
南光高速	100%	深圳	31	6	免费	2033.01	公司于 2015 年增持了水官高速项目公司 10% 的股权, 于 2015 年 10 月 30 日起将水官高速合并报表。
水官高速	50%	深圳	20	10	营运	2025.12	
水官 延长段	40%	深圳	6.3	6	营运	2025.12	
阳茂高速	25%	广东	79.8	4	营运	2027.07	
广梧项目	30%	广东	37.9	4	营运	2027.11	
江中项目	25%	广东	39.6	4	营运	2027.08	
广州西二环	25%	广东	40.2	6	营运	2030.12	
清连高速	76.37%	广东	216	4	营运	2034.07	
武黄高速	55%	湖北	70.3	4	营运	2022.09	
长沙环路	51%	湖南	34.7	4	营运	2029.01	
南京三桥	25%	江苏	15.6	6	营运	2030.01	

资料来源: 公司资料

图 2: 深高速主要路产分布图



资料来源: 公司公告、招商证券

3、收费公路为主营，其他业务为补充

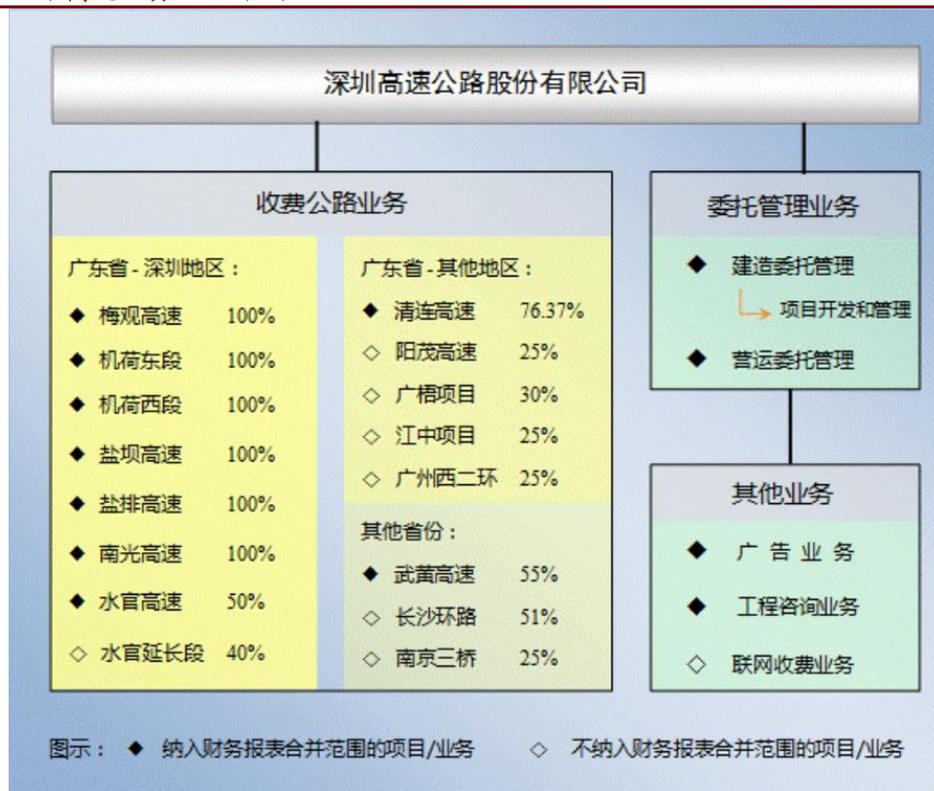
公司以收费公路业务为主营业务，委托管理等其他业务为补充。

表 2: 公司业务板块

业务板块	内容
收费公路业务	公司主营业务，盈利来源：路费收入，成本来源：人工成本，公路维护成本，折旧摊销
委托管理业务	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和奖励金
委托管理业务拓展	通过旗下控股公司贵深公司积极参与贵龙项目开发范围内土地的竞拍，持有和管理所拍地块的土地使用权，适时通过市场转让、合作或自行开发等方式来实现所持有土地的市场价值。
城市更新项目	与深圳国际（通过其全资子公司新通产公司）共同出资成立了联合置地公司，作为梅林关更新项目的申报主体和实施主体。
其他业务	广告牌出租、广告代理、设计制作业务，市区主干道户外媒体业务，同时也为客户提供品牌策划及推广方案

资料来源：公司公告、招商证券

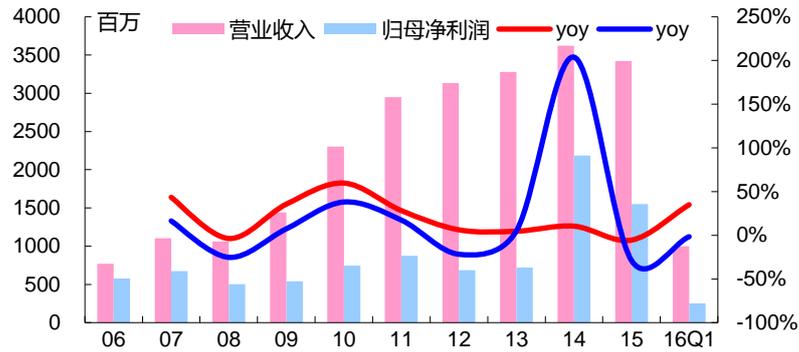
图 3: 深高速业务组织架构



资料来源：公司公告、招商证券

2015 年，深高速实现营业收入 34.21 亿元，同比下降 5.52%，实现归母公司净利润 15.53 亿元，同比下降 29%。

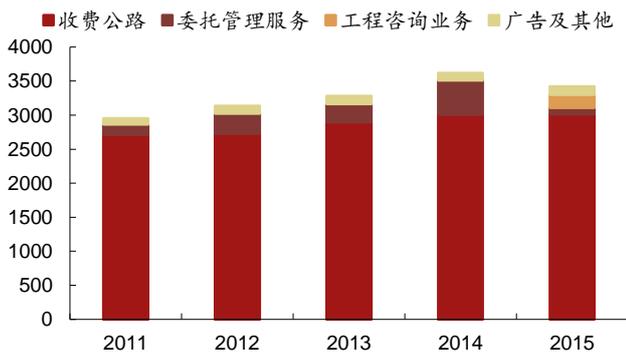
图 4: 深高速历年收入和净利润 (万元)



资料来源: Wind、招商证券

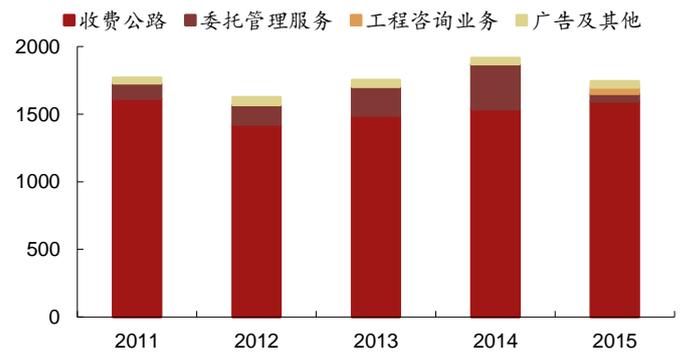
2015 年, 公司收费公路业务实现收入 30.14 亿元, 毛利 15.95 亿元, 占公司收入和毛利总额的 88.1%和 91.5%。

图 5: 深高速收入构成 (百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 深高速毛利构成 (百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

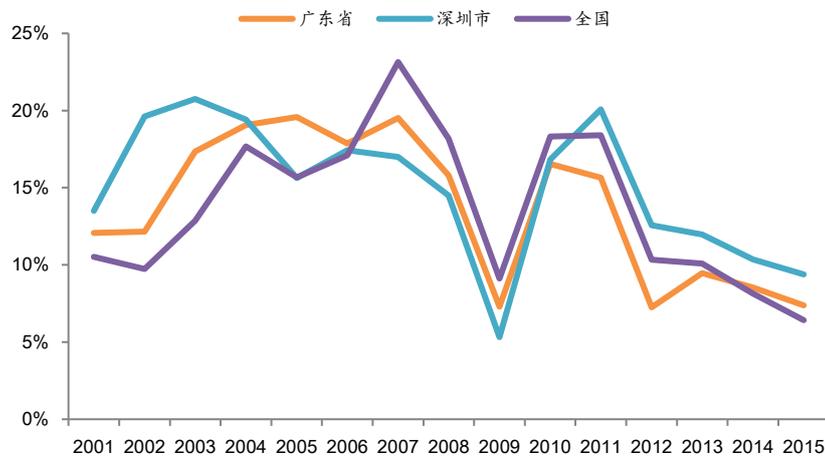
二. 专注收费公路主业，巩固强化核心优势

1、区位优势支撑主业长线发展

(1) 深圳经济增速高于全国均值

2015 年，广东省及深圳市的地区生产总值同比分别增长 8.0%及 8.9%，高于全国平均水平，经济增速较为平稳，有助于区域内公路运输及物流整体需求的增长。

图 7：全国、广东省和深圳市 GDP 增速



资料来源：Wind、招商证券

(2) 平行路段分流整体可控，路费收入稳步增长

目前，公司大部分路产项目位于深圳。除与机荷高速平行的深圳外环高速（公司参与 A 线投资）和深圳东部过境高速外，深圳市高速公路网建设已经基本完成。

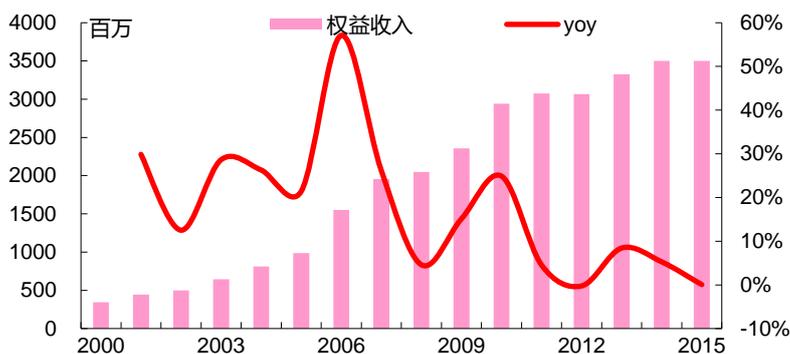
图 8：公司深圳地区高速路网分布



资料来源：公司公告、招商证券

得益于深圳经济的快速发展，而且平行路段分流可控，2000年以来，公司收费公路业务整体表现良好。2006年，公司新增水官延长段、武黄高速、南京三桥、阳茂高速和江中项目五条路产，车流量和路费收入显著提升。2009年1月新增路产清连高速，带动车流量和路费快速提升。2009年1月至今，公司并无新建路产投运，梅观高速（梅林-观澜13.8公里路段）于2014年4月1日停止收费（资产出表，无收入），盐坝、盐排、南广高速也于2016年2月7日停止收费（政府购买服务，有收入）。

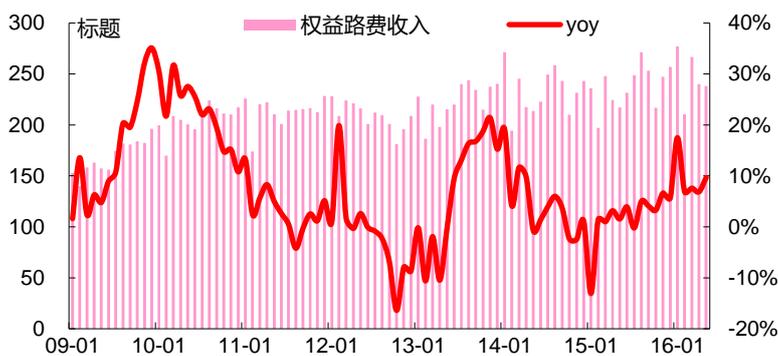
图 9：深高速路产权益收入合计值（年）



资料来源：Wind、招商证券
注：此处包括未并表路产

从月度数据看（剔除政府拟回购的南光、盐坝、盐排高速），深高速路产合计权益收入稳步增长。随着平行路段对清连高速分流影响出清，深高速路产权益收入回归5%-10%左右的增速。

图 10：深高速路产权益收入合计值（月）



资料来源：Wind、招商证券
注：此处包括未并表路产，剔除政府拟回购的南光、盐坝、盐排高速

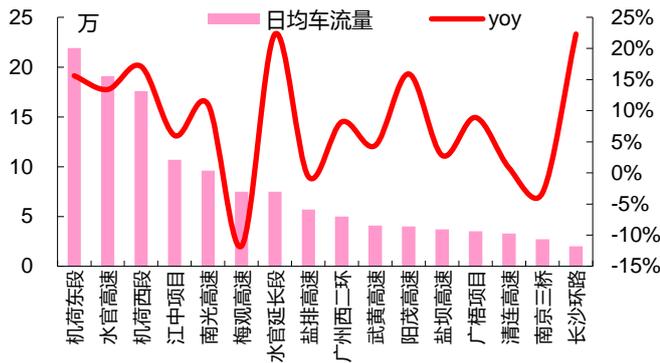
分项目看，公司各路段车流量及路费收入变化差异较大。2015年，清连高速、梅观高速、盐排高速和南京三桥日均通行费收入同比分别下降18.3%、31.64%、24.4%、4.1%和4.8%，其余路段通行费收入实现增长。

表 3: 通行费收入变化的主要的原因

项目名称	负面影响	正面影响
清连高速	广乐高速以及二广高速分流影响明显;	路网完善、周边道路实施交通管制措施、相关道路施工改造以及沿线经济发展和企业业务增长
南京三桥	马鞍山长江大桥开通分流及 2015 年开展路面专项维修工作	
机荷高速	深圳盐田坳隧道自 2015 年 2 月 1 日起取消收费, 产生轻微分流影响	
梅观高速	梅观高速梅林-观澜段由政府回购并免费通行	
长沙环路		
南光高速	2015 年实施了预防性养护维修工程;	
(注: 已经赎回)	沿江高速 2013 年底全线贯通, 产生分流影响	
盐坝、盐排高速 (注: 已经赎回)	深圳盐田坳隧道自 2015 年 2 月 1 日起取消收费, 对盐排高速、盐坝高速的货运车辆产生较大分流,	

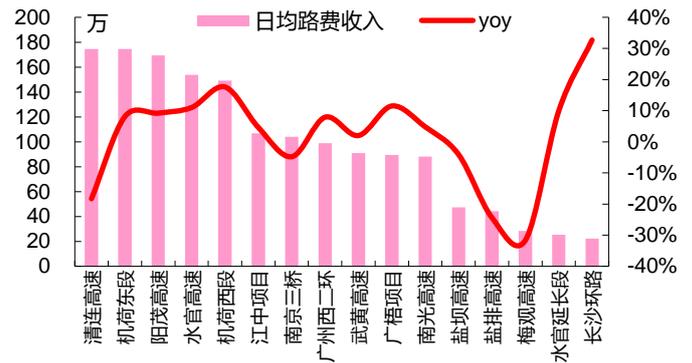
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 2015 年各项目日均车流量情况



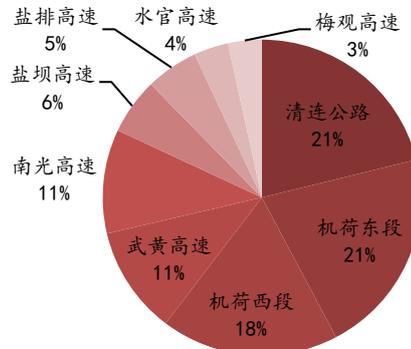
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 2015 年各项目日均路费收入情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 2015 年并表项目路费收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

从收入和毛利占比上看, 2015 年, 机荷西段、机荷东段、清连高速、水官高速合计贡献 55.6% 的权益收入和 60.2% 的权益毛利, 是公司利润的主要来源。

表 4: 深高速 2015 年主要路产权益收入和毛利占比

收费项目	权益	收费里程 (公里)	权益里程 (公里)	占比 (%)	权益收入 (万元)	占比 (%)	权益毛利 (万元)	占比 (%)
机荷西段	100%	21.8	21.8	5.2%	54,421	15.5%	43,961	22.5%
机荷东段	100%	23.7	23.7	5.7%	63,695	18.2%	36,281	18.6%
清连高速	76.37%	216	165.0	39.7%	48,661	13.9%	20,251	10.4%
水官高速	50%	20	10.0	2.4%	28,055	8.0%	16,917	8.7%
南光高速*	100%	31	31.0	7.5%	32,113	9.2%	15,557	8.0%
阳茂高速	25%	79.8	20.0	4.8%	15,460	4.4%	11,479	5.9%
武黄高速	55%	70.3	38.7	9.3%	18,237	5.2%	8,401	4.3%
盐排高速	100%	15.6	15.6	3.8%	16,122	4.6%	8,091	4.1%
盐坝高速	100%	29.1	29.1	7.0%	17,265	4.9%	6,350	3.2%
广梧项目	30%	37.9	11.4	2.7%	9,788	2.8%	6,347	3.2%
南京三桥	25%	15.6	3.9	0.9%	9,495	2.7%	6,240	3.2%
广州西二环	25%	40.2	10.1	2.4%	9,036	2.6%	5,263	2.7%
梅观高速	100%	5.4	5.4	1.3%	10,325	2.9%	4,200	2.1%
江中项目	25%	39.6	9.9	2.4%	9,733	2.8%	3,290	1.7%
长沙环路	51%	34.7	17.7	4.3%	4,147	1.2%	1,828	0.9%
水官延长段	40%	6.3	2.5	0.6%	3,705	1.1%	978	0.5%
合计		687	415.6	100.0%	350,258	100.0%	195,433	100.0%

资料来源: 招商证券

*注: 南光高速拟由政府回购

从单位里程盈利能力上看, 机荷西段、水官高速、机荷东段、梅观高速单位公里毛利达到 2017 万、1692 万、1531 万和 778 万元, 是公司盈利能力最强的四条路产 (南京三桥不可比)。

表 5: 深高速 2015 年各项目盈利能力比较

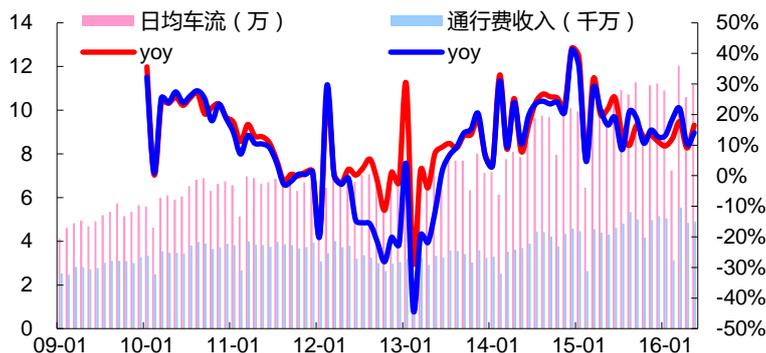
收费项目	权益	位置	收费里程 (公里)	车道 数量	收入/公里 (万元)	成本/公里 (万元)	毛利/公里 (万元)	毛利率 (%)
机荷西段	100%	深圳	21.8	6	2,496	480	2,017	81%
水官高速	50%	深圳	20	10	2,806	1,114	1,692	60%
南京三桥*	25%	江苏	15.6	6	2,435	835	1,600	66%
机荷东段	100%	深圳	23.7	6	2,688	1,157	1,531	57%
梅观高速	100%	深圳	5.4	8	1,912	1,134	778	41%
阳茂高速	25%	广东	79.8	4	775	200	575	74%
广梧项目	30%	广东	37.9	4	861	303	558	65%
广州西二环	25%	广东	40.2	6	899	375	524	58%
盐排高速	100%	深圳	15.6	6	1,033	515	519	50%
南光高速	100%	深圳	31	6	1,036	534	502	48%
水官延长段	40%	深圳	6.3	6	1,470	1,082	388	26%
江中项目	25%	广东	39.6	4	983	651	332	34%
盐坝高速	100%	深圳	29.1	6	593	375	218	37%
武黄高速	55%	湖北	70.3	4	472	254	217	46%
清连高速	76.37%	广东	216	4	295	172	123	42%
长沙环路	51%	湖南	34.7	4	234	131	103	44%

资料来源: 招商证券

*注: 南京三桥不可比

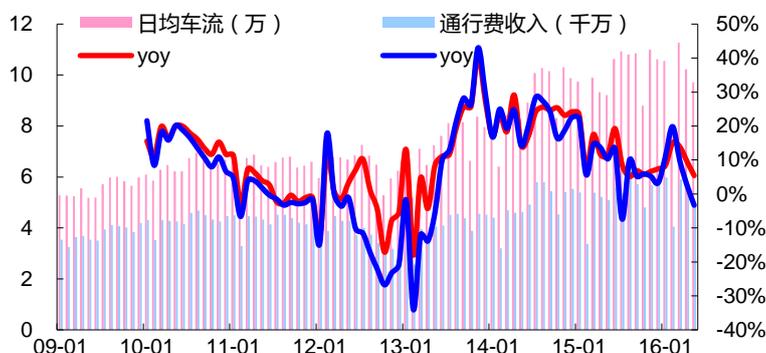
公司目前盈利占比最高的四条路产中, 机荷西段车流和通行费收入增速仍然维持在 10% 以上, 机荷东段增速在 5% 左右, 水官高速增速在 10% 左右。

图 14: 机荷高速西段日均车流和月度通行费收入



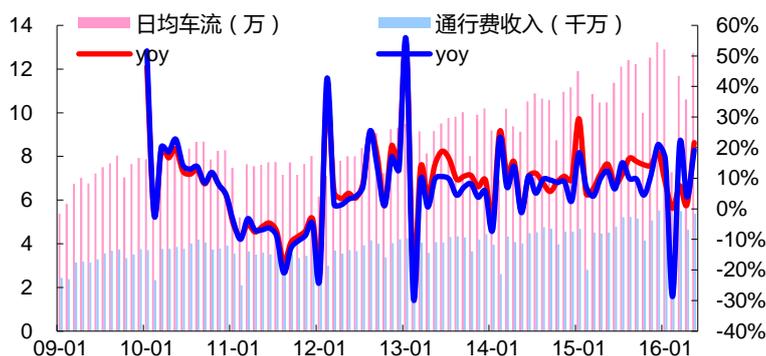
资料来源: wind、招商证券

图 15: 机荷高速东段日均车流和月度通行费收入



资料来源: wind、招商证券

图 16: 水官高速西段日均车流和月度通行费收入

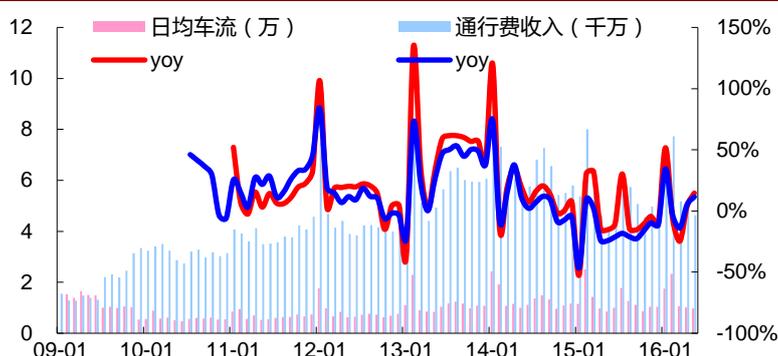


资料来源: wind、招商证券

从近期数据来看,清连高速平行路段分流影响逐步出清,车流和通行费收入回归正增长。作为京港澳高速广东段复线的广乐高速(广东广州至乐昌)以及二广高速广东连州至怀集段已分别于 2014 年 9 月底和 2014 年 12 月底建成通车,由于上述路段的线位与清连高速相近,且二广高速与清连高速的连接线尚在建设中,现阶段对清连高速产生了一

定程度的分流影响，但影响已经逐步出清。

图 17: 清连高速日均车流和月度通行费收入



资料来源: wind、招商证券

(3) 流量结构影响路费收入增长

2015 年 6 月底起，广东省及湖北省高速公路的车型分类统一按交通运输部《收费公路车辆通行费车型分类》执行，同时，载货类汽车以实地测量的车货总重量为依据按照既定的计重方式收取车辆通行费；但相关收费的基本费率保持不变。

表 6: 交通部《收费公路车辆通行费车型分类》

类别	车型及规格	
	客车	货车
一类车	≤ 7 座	≤ 2 吨
二类车	8 座-19 座	2 吨-5 吨(含 5 吨)
三类车	20 座- 39 座	5 吨- 10 吨(含 10 吨)
四类车	≥ 40 座	10 吨- 15 吨(含 15 吨) 20 英尺集装箱车
五类车	—	> 15 吨 40 英尺集装箱车

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 车辆收费标准 (广东省)

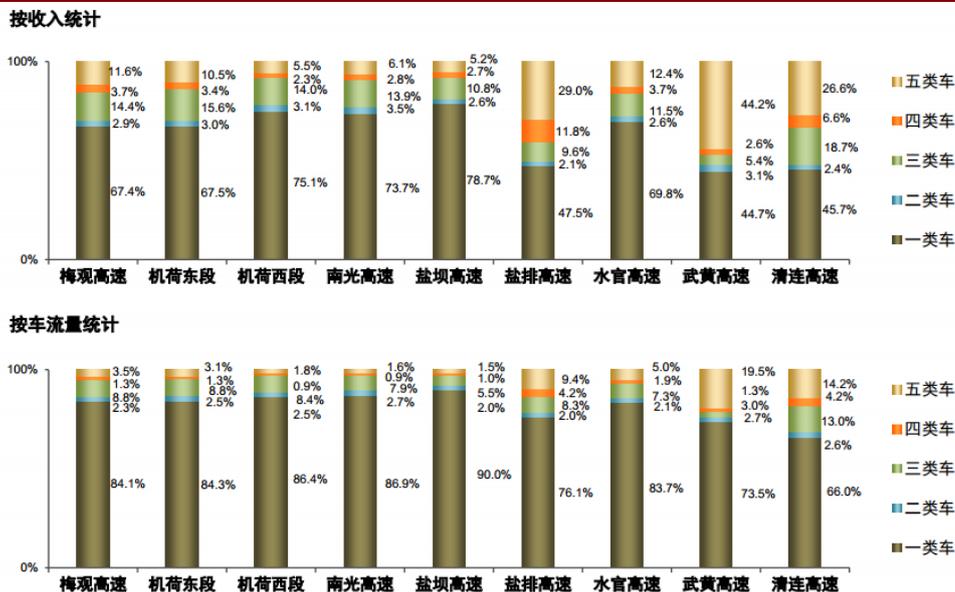
类别	收费系数	收费率 (元/公里)	
		六车道及以上	四车道
一类车	1	0.6	0.45
二类车	1.5	0.9	0.675
三类车	2	1.2	0.9
四类车	3	1.8	1.35
五类车	3.5	2.1	1.575

资料来源: 公司公告、招商证券

各主要公路流量结构各不相同，一类车占主导地位，盐排高速、武黄高速和清连高速还拥有相对较大比例的五类车，这主要取决于三者所承担的运输功能：盐排高速是深圳东部地区重要的疏港通道，承担的盐田港北向疏港交通占整个港区的 90%左右，是深圳

第一条疏港专用通道（注：目前已停止收费）；武黄高速是连接我国东部、西部和中部地区的重要交通经济大动脉；而清连高速北向辐射湖南、广西，是广东北上出省最快捷的黄金通道之一。

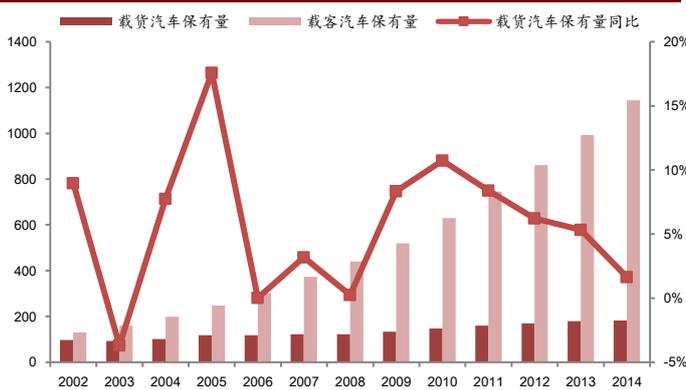
图 18: 2015 年主要公路项目车型比例



资料来源：公司公告、招商证券

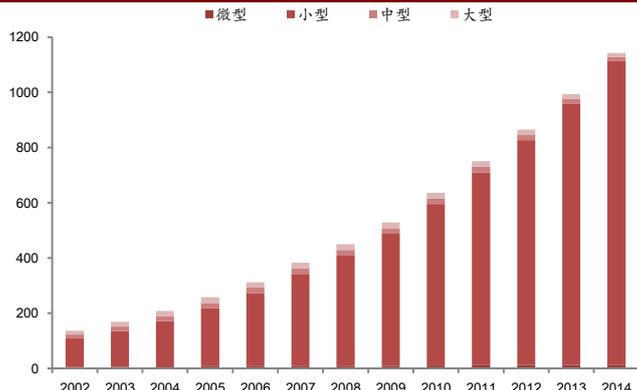
另一方面，从民用车保有量上来看，民用载客汽车保有量高速增长，而民用载货汽车保有量增速较为缓慢。2002年至2014年，广东省民用载客汽车保有量复合增速达到20.79%，民用载货车复合增速仅为5.75%。单车收入较高的货车增速低于客车，导致公司路费收入增速低于车流量增速。

图 19: 广东省载货、载客汽车保有量情况



资料来源：Wind，招商证券

图 20: 广东省载客汽车中不同类型车型占比



资料来源：Wind，招商证券

2、政府回购带来新的增长模式

深圳市政府回购路产将提升公司的现金规模，助力公司拓展业务范畴，从而整体改善公司长期发展的资产结构，并尽快实现新的业务布局。

根据我们调研的情况，除深圳市政府 14 年回购的梅观高速（梅林-观澜段 13.8 公里），

以及处于过渡期的南光、盐坝、盐排高速，**水官高速和水官延长线**存在回购可能。三条路产合计占公司 2015 年权益里程、权益收入和权益毛利的 **18.3%、18.7%和 15.3%**；五条路产合计占公司 2015 年权益里程、权益收入和权益毛利的 **21.3%、27.8%和 24.5%**。

表 8: 深高速 2015 年主要路产权益收入和毛利占比

收费项目	权益	收费里程 (公里)	权益里程 (公里)	占比 (%)	权益收入 (万元)	占比 (%)	权益毛利 (万元)	占比 (%)
南光高速	100%	31	31.0	7.5%	32,113	9.2%	15,557	8.0%
盐排高速	100%	15.6	15.6	3.8%	16,122	4.6%	8,091	4.1%
盐坝高速	100%	29.1	29.1	7.0%	17,265	4.9%	6,350	3.2%
小计				18.3%		18.7%		15.3%
水官高速	50%	20	10.0	2.4%	28,055	8.0%	16,917	8.7%
水官延长段	40%	6.3	2.5	0.6%	3,705	1.1%	978	0.5%
合计				21.3%		27.8%		24.5%

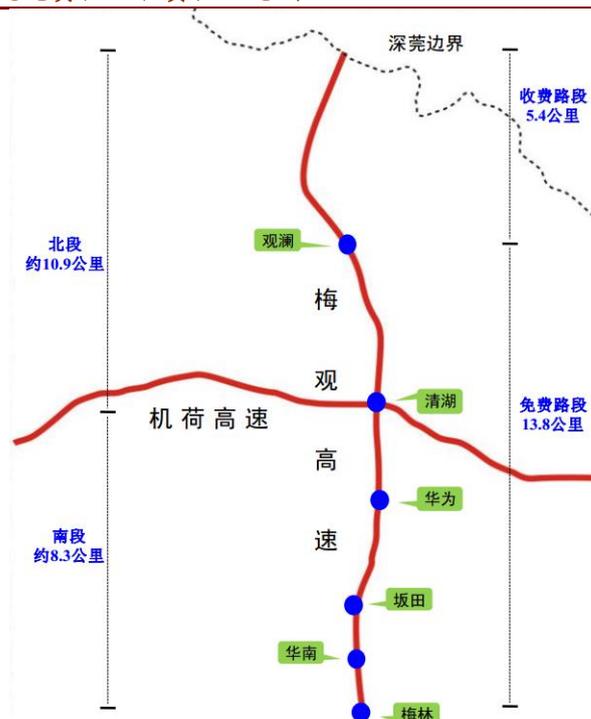
资料来源: 招商证券

(1) 14 年一次性回购梅观高速

梅观高速全长 19.2 公里，南起深圳梅林关口（梅林），北至深莞边界（黎光），与东莞至深圳的高速公路相接，为珠三角环线高速（国高网 G94）的组成部分，是深圳市中部一条重要的南北向快速干道，也是香港与中国内地运输的主要陆路通道之一。梅观高速 2012 年及 2013 年的日均混合车流量分别为 12.5 万辆和 13 万辆，日均路费收入分别为 87.6 万元和 80.3 万元。

梅观高速于 1995 年 5 月建成通车，其北段（清湖立交至深莞边界）约 10.9 公里路段自 2010 年底起进行改扩建（四扩八），主体工程已于 2013 年 11 月完工。梅观高速原投资额约为人民币 8.93 亿元，改扩建项目的工程概算约为人民币 7.7 亿元。

图 21: 梅观高速免费段及收费段示意图



资料来源: 互联网

公司自 2014 年 3 月 31 日 24 时起采用发卡免费方式对梅观高速梅林至观澜约 13.8 公里路段实施免费通行。深圳政府以现金方式进行补偿安排，包括免费路段的未来收益现值约 15.98 亿元（折现率 8.4%）以及其他成本/费用约 11.02 亿元及利息。

表 9: 梅观高速补偿金额明细

项目	金额 (万元)
免费路段的未来收益现值	159,795
梅观高速清湖至观澜段扩建工程费用	34,292
新增 4 个匝道收费站未来运营费用	16,285
原梅林主线站北移迁建工程项目涉及的管道迁改费用	1,185
相关税费	58,475
合计	270,032
免费路段于 2014 年 3 月 31 日的账面资产净值	84,500

资料来源: 公司公告

2014 年, 公司确认了免费路段相关资产处置收益 19.41 亿元, 扣除所得税费用后, 处置净收益为 11.15 亿元。截至 2015 年 9 月 28 日, 公司已收到补偿款合计 28 亿元, 剩余款项 (预估 6,045 万元) 将于 2016 年 12 月 31 日前支付。

(2) 盐排、盐坝、南光三项目尚处于过渡期

南光高速为一条双向六车道高速公路, 收费里程约 31 公里, 自 2008 年 1 月起通车营运, 收费期至 2033 年 1 月 30 日止。盐排高速为一条双向六车道高速公路, 收费里程约 15.6 公里, 自 2006 年 5 月起通车营运, 收费期至 2027 年 3 月 12 日止。盐坝高速包括盐坝 A 段 (盐田至溪涌)、盐坝 B 段 (溪涌至葵涌) 及盐坝 C 段 (葵涌至坝岗), 为一条双向六车道高速公路, 总收费里程约 29.1 公里。

表 10: 盐排、盐坝、南光三项目概况

路产	权益	长度	车道	收费截止日期	日均混合车流 (万量)			日均路费收入 (万元)		
					2013	2014	2015 前三季	2013	2014	2015 前三季
盐坝高速	100%	29.1	6	A 段: 2026.03	3.1	3.6	3.8	44.4	49.3	48.7
				B 段: 2028.06						
				C 段: 2035.03						
盐排高速	100%	15.6	6	2027.03	5	5.7	5.7	54.1	58.4	45.8
南光高速	100%	31	6	2033.01	7.5	8.7	9.5	78.7	84.0	86.6

资料来源: 公司公告

2015 年 11 月, 公司与深圳交委签署了调整协议, 自 2016 年 2 月 7 日零时起, 公司对南光高速、盐排高速和盐坝高速实施免费通行, 深圳交委分两阶段对公司进行补偿。

表 11: 盐排、盐坝、南光三项目补偿方式

阶段	时间	补偿方式	公路管理人	业绩影响	补偿金额	贴现率
一阶段	2016.02.07-2018.12.31	政府购买服务	公司	对盈利无重大影响	19.75 亿	5%
二阶段	2019.01.01-	方式一	公司	对盈利无重大影响	77.13 亿	6.15%
		方式二	回购收费公路权益	深圳市交委	19 年增加资产处置收益	56.77 亿

资料来源: 公司公告

于第一阶段，协议双方将共同委托深圳市城市交通规划设计研究中心有限公司对拟调整路段各年度的实际路费收入按照约定的方式进行核算。经核算的实际路费收入与调整协议中相应年度的预测路费收入之间的差额低于或等于预测路费收入的 3% 的部分不予调整，差额超过预测路费收入的 3% 的部分予以调整。于第二阶段，若采用方式一，则本公司和深圳交委将参考第一阶段的方式重新协商确定第二阶段的补偿金额。

如前所述，拟调整路段于 2015 年 9 月 30 日的账面净值约为 43.28 亿元（未经审计）。评估值与账面净值相比存在溢价，如第二阶段选择方式一，溢价率约 123.73%；如第二阶段选择方式二，溢价率约 48.55%。

于第一阶段，公司仍拥有拟调整路段的收费公路权益，本次调整在第一阶段对公司的收入及盈利状况将不会产生重大影响。向公司支付补偿款 65.88 亿元，预期将显著提升公司的现金规模，对公司的财务状况产生正面影响。

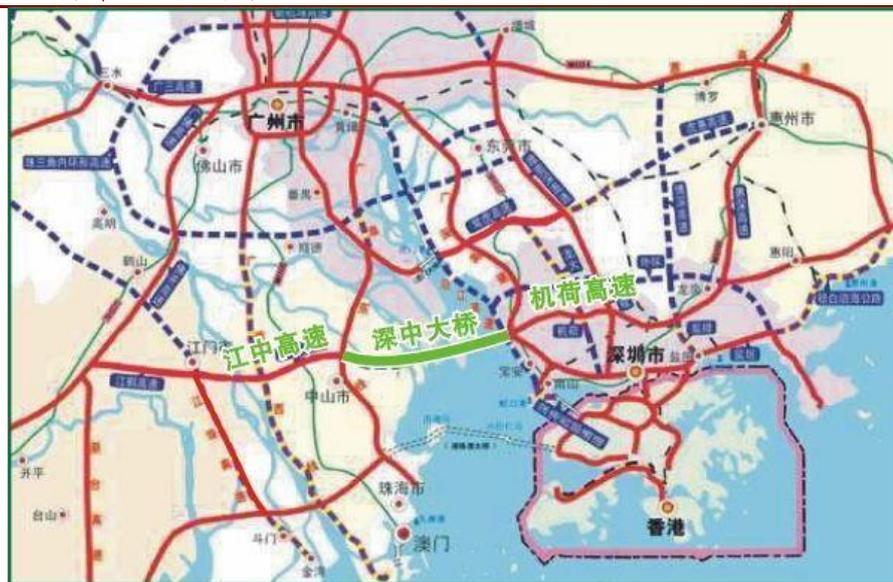
于第二阶段，如果选择方式一，对公司的财务影响与第一阶段相同。如果选择方式二，预计拟调整路段于 2019 年 1 月 1 日的账面资产净值合计约为 36 亿元，公司 2019 年度将增加资产处置收益约 16 亿元（税后），并相应增加净资产约 16 亿元；同时，拟调整路段将不再为公司贡献路费收入，相应减少公司未来期间的路费收入、盈利及经营现金流。

3、深中通道贯通机荷，PPP 新建深圳外环

（1）深中通道贯通机荷高速

深中通道是连接广东省深圳市和中山市的大桥，该项目位于珠江下游核心区域，北距虎门大桥约 30km，南距港珠澳大桥约 38km，计划采用东隧西桥的线位方案，路线起于广深沿江高速机场互通立交，与深圳侧连接线对接，向西跨越珠江口，在中山市翠亨新区马鞍岛上岸，终于横门互通。项目按照双向八车道高速公路标准建设，全长约 24km，其中水域段长约 22.4km，总投资约 423.71 亿元，计划于 2016 年开工，2020 年竣工。

图 22：深中通道规划图



资料来源：互联网

根据我国现行的《公路工程技术标准》，六车道高速公路能适应将各种汽车折合成小客车的年平均日交通量 4.5-8 万辆。而机荷高速西段和东段折算全程车流已经超过 10 万辆，每年还在以 5%-10% 的速度增长。未来深中通道建成后，机荷高速料将更为拥挤，公司拟投资新建深圳外环高速，分流机荷高速车流。

(2) PPP 模式新建深圳外环

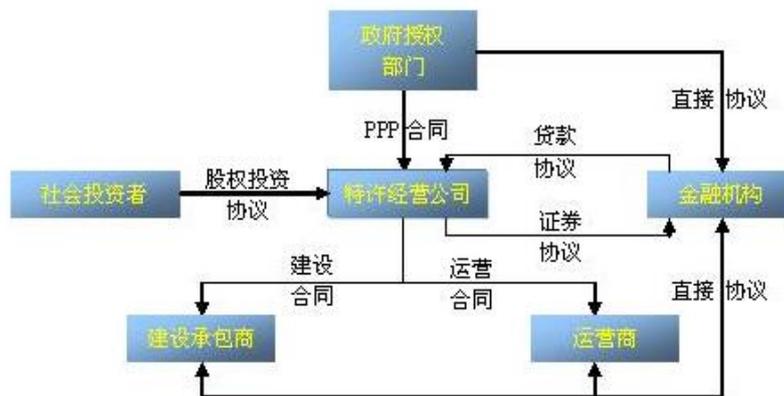
外环 A 段是广东省高速公路网的重要组成部分，线位优势明显。通过签订特许经营权合同及共建协议，公司可以以合理的投入获得外环 A 段的特许权，巩固公司在深圳高速公路网的市场占有率；同时，负责外环 A 段工程建设管理，有利于公司进一步发展建设委托管理业务，获得合理的收入和回报。

1) PPP 业务模式

公私合营模式(Public-Private-Partnership)，简称 PPP 模式，起源于英国的“公共私营合作”的融资机制，是政府与私人组织之间，为了建设城市基础设施项目或提供公共物品和服务，以特许权协议为基础形成的一种合作关系。

PPP 模式通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作顺利完成，并最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果，其将部分政府责任以特许经营权方式转移给社会主体（企业），政府与社会主体建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系，政府的财政负担减轻，社会主体的投资风险减小。

图 23: PPP 模式基本结构



资料来源：搜狗百科、招商证券

2) 新建深圳外环高速

深圳外环高速公路呈东西走向，总体位于深圳市北部，部分线位于东莞市，起于深圳市宝安区，接广深沿江高速公路，止于深圳市大鹏新区，接盐坝高速公路。深圳外环高速公路总里程约 93 公里，分为深圳段和东莞段，其中深圳段，即外环项目，长约 76 公里。根据外环项目的建设计划，现阶段正在进行的为其 A 段工程，起于深圳市宝安区，接广深沿江高速公路，经光明新区、龙华新区、东莞市（东莞段不在项目范围之内）、龙岗区，至坪山新区，与深汕高速互通后与规划的聚龙路相接，长约 60 公里。

图 24: 深圳外环高速 A 段



资料来源：搜狗百科、招商证券

深圳外环高速 A 段为深圳市首个采用 PPP 模式开展的收费公路项目。外环高速公路深圳段（外环高速沿江高速-深汕高速段，约 60 公里）2014 年 9 月开工，公司预计的建成通车日为 2018 年 12 月 31 日，预计收费年限 25 年（2019.1.1-2043.12.31）。外环 A 段经营权价值于基准日 2018 年 12 月 31 日的评估咨询结果为 65.1 亿元。

公司全资子公司外环公司为外环 A 段的建设经营主体，全面负责外环 A 段的建设、收费、设施、路产、财务等经营管理，独立经营，自负盈亏。外环 A 段的特许经营期分为建设期和运营期两个阶段：

- **建设期为 38 月：**外环 A 段的初步设计概算约为 206 亿元，其中土地整备费用约为 54 亿元，工程建设费约为 152 亿元。公司和子公司外环公司将投资 65 亿元，获得其 25 年项目经营收益并承担经营成本、相关税费及风险，超出部分由深圳政府全资设立的深圳市特区建设发展集团有限公司承担或筹措。由深高速负责外环 A 段的建设管理，工程建设管理费按项目概算金额的 1.5% 计取。
- **运营期为 25 年。**在特许经营期内，外环公司享有特许经营合同约定的外环 A 段的经营权益，并承担其运营相关的成本、税费、责任和风险，本公司依法享有股东权益。外环 A 段交工后，特建发公司 **不享有外环 A 段的经营权益，也不承担其运营相关的成本、税费、责任和风险。**

图 25: 外环高速 A 段 PPP 合作模式

	投入	产出
深圳市政府	超额成本 141亿	社会效益
深高速	特许经营权价值 65亿	不低于8%的合理回报

资料来源：公司公告

通过上述 PPP 协议安排，公司得以投入 65 亿元（经营权折现值），获得总投资 206 亿元深圳外环高速 A 段 25 年特许经营权，保证项目 资产 IRR 不低于 8%。

三. 积极谋求转型，布局长远

公司积极谋求转型，大力发展委托管理业务，并借助高速业务积累的经验，将业务延伸至房地产开发，下一步公司还将进军大环保产业；参股贵州银行是公司产融结合的积极尝试。

此外，公司积极响应国企改革，审议通过了《深圳高速公路股份有限公司 A 股限制性股票激励计划(草案)》，向董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干进行股票激励。

1、依托主业，大力发展委托管理业务

建设和营运委托管理业务，是现阶段公司在收费公路业务以外较为主要的业务类型。公司凭借多年来在相关领域积累的专业技能和经验，输出建设管理和收费公路运营管理方面的服务。

代建业务主要包括深圳地区的梅观新建收费站及配套项目、龙大市政段、观澜人民路-梅观高速节点工程以及贵州龙里的安置房二期等。代管业务主要是公司以股权管理的模式负责龙大项目的营运管理工作，公司负责代为管理龙大公司 89.93% 股权，委托管理费用为 1800 万元/年。

表 12: 委托管理业务概况

细分业务	内容	盈利模式
代建业务	代理建设与开发，项目建设及营运资金由委托人负责筹集	按照与委托方约定的计费模式收取管理费用及奖励金
BT 业务	代理建设与开发，建设资金由负责建设管理的受托方负责	
代管业务	接受委托，以股权管理方式负责营运管理，项目建设及营运资金由委托人负责筹集	

资料来源：公司公告、招商证券

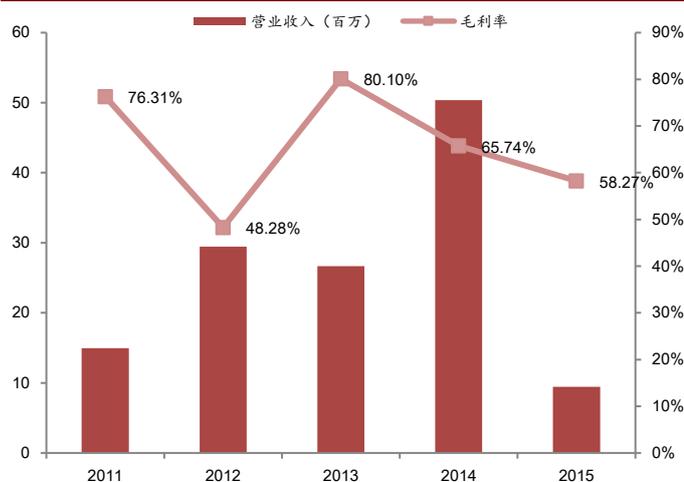
表 13: 代建项目有序推进

项目	状态
梅观新建收费站及配套	主体工程于 2015 年 2 月完工并投入使用
龙大市政段	计划于 2016 年上半年完工
观澜人民路-梅观高速节点工程	已完成合同段签署工作，并已进场施工
安置房二期	基本完工，已开展验收工作
沿江一期、南坪二期、德政路项目	完工结算以及政府审计正在进行
沿江二期	部分合同段的施工工程和监理招标已完成

资料来源：公司公告、招商证券

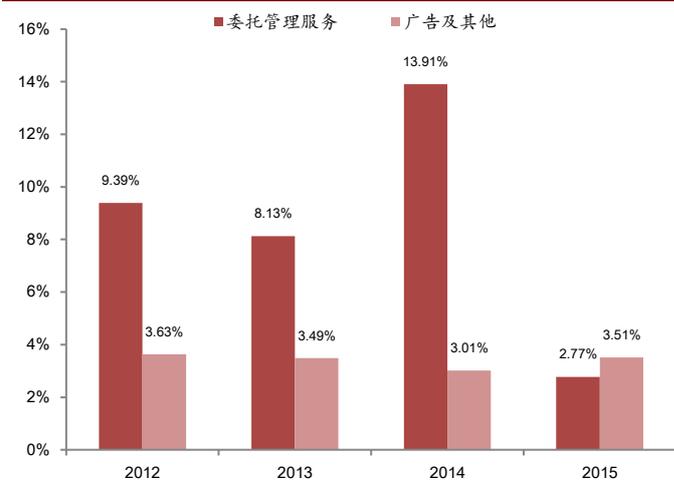
委托建设管理项目的周期通常在 3 年以上，在各期间，受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素影响，所确认的相关服务收入和成本可能出现较大的波动。

图 26: 委托管理业务盈利情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 27: 委托管理服务和广告业务占总收入比重



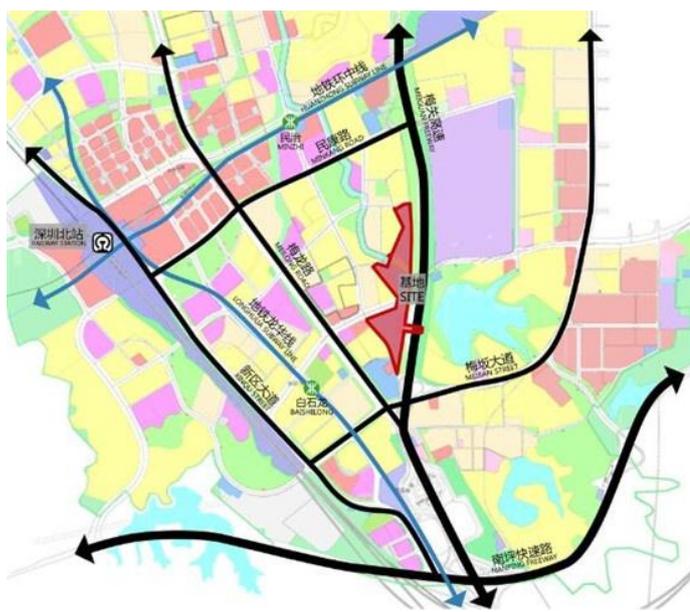
资料来源: 公司公告、招商证券

2、拓展房地产开发业务

(1) 梅林关城市更新项目

梅林关城市更新项目位于龙华新区民治办事处辖区, 梅观高速路梅林收费站西侧, 拟通过改造, 将片区建设成为集住宅、商业等功能为一体的综合社区。根据规划, 项目拆除用地面积 13.13 万平方米, 开发建设用地面积 9.6 万平方米, 土地用途为居住用地及商业用地, 计容面积不超过 48.64 万平方米 (含公共配套设施等, 可售面积约 47 万平方米)。

图 28: 梅林关城市更新项目位置



资料来源: 互联网

图 29: 梅林关城市更新项目效果图



资料来源: 互联网

公司与深圳国际 (通过其全资子公司新通产公司) 已共同出资成立了联合置地公司, 作

为梅林关更新项目的申报主体和实施主体，双方分别持有该公司 49%和 51%的股权。公司和深国际在该地块原有公路用地和物流用地，原业主拥有优先开发权，项目未经土地招拍挂，拿地成本很低，具有较好的投资价值和增值空间。

梅林关更新项目总地价款约为 35.67 亿元，加上相关税费、拆迁补偿款以及前期规划费用等，项目地块的总成本预计在 50~52 亿元左右，楼面地价约 1.1 万/平米，而周边商品房价格约 5 万/平米。我们估算项目完工后将为深高速贡献约 60 亿净利润。

表 14: 梅林关城市更新项目收益测算

项目	金额
售价 (万/平米)	5
土地成本 (万/平米)	1.1
建安和其它成本 (万/平米)	0.5
税前利润 (万/平米)	3.5
税后利润 (万/平米)	2.6
可售面积 (万平米)	47
联合置地净利润 (亿)	123
深高速收益 (亿)	60

资料来源: 招商证券

截止 2015 年底，联合置地公司已按计划获取了该地块的土地使用权，并支付了 30% 的地价款（包括土地使用权出让金及其他款项），与土地上现有物业的经营者及租户的补偿评估及相关谈判基本完成。

(2) 贵龙大道衍生地产业务

贵州房地产项目源自贵龙大道代建项目，该项目需要垫资 6 亿，为降低回款风险，公司对周边 3000 亩土地进行了一级开发。公司以 35 万/亩（低于市场价格）拍卖得到 3000 亩土地，目前已经获得 2310 亩的土地使用权，其中 1000 亩土地由全资子公司——贵深公司自行二级开发，剩余 2000 亩土地转让。

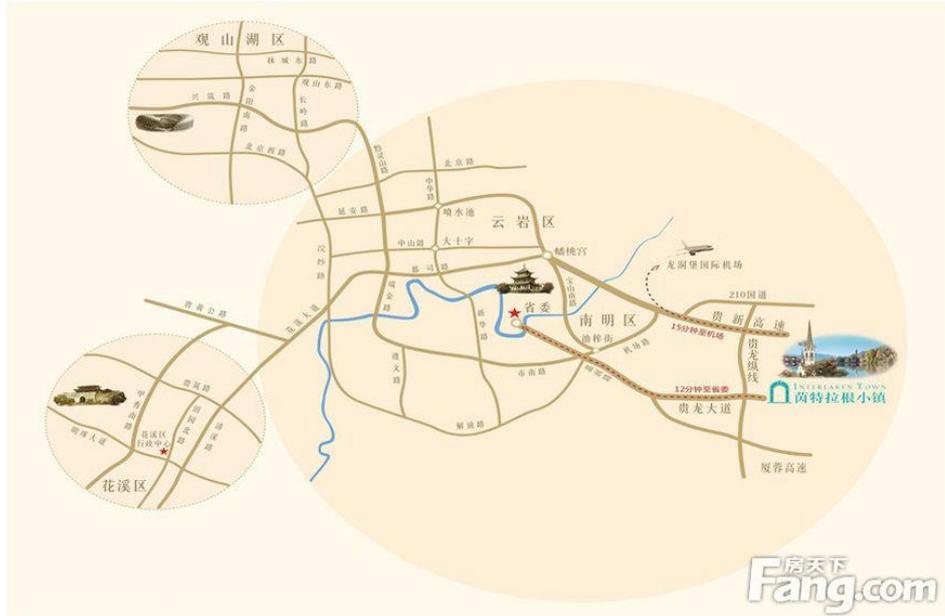
目前，贵深公司正采取分期滚动开发的策略，对已取得土地中的 1000 亩进行自主二级开发。A 组团 7 万平土地建设 140 套别墅（茵特拉根小镇项目），建筑面积 250-650 平米/户，约 250 万/套。

表 15: 项目进展

项目名称	进展
贵龙开发项目第一期 A 组团	建筑施工已接近尾声，预期可于 2016 年交付使用
贵龙开发项目第一期 B 组团	2015 年下半年启动，已完成施工图设计和施工招标，并开始进行认筹工作

资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 茵特拉根小镇地理位置



资料来源: 互联网

参考 A 组团地产开发情况, 我们假设公司 1000 亩土地共计建设别墅 1400 套, 单套售价 250 万元, 销售净利率 50%, 则 1000 亩土地的二级开发收益为 **17.5 亿元**。

表 16: 茵特拉根小镇开发收益

项目	金额
别墅总套数	1400
售价 (万/套)	250
总收入 (亿)	35
净利率 (%)	50%
净利润 (亿)	17.5

资料来源: 招商证券

公司准备转让的 2000 亩土地中, 298 亩以 1.8 亿成交, 400 多亩正在交易。假设公司土地转让价格为 60 万元/亩, 其它成本 5 万/亩, 我们估算贵龙项目 2000 亩土地一级开发收益约 **3 亿元**。

表 17: 贵龙项目土地一级开发收益

项目	金额
转让价 (万/亩)	60
拍卖价 (万/亩)	35
其它成本 (万/亩)	5
利润 (万/亩)	20
面积 (亩)	2000
净利润 (亿)	3

资料来源: 招商证券

3、瞄准以水环境治理和固废处理为内容的环保产业

对于新业务转型, 公司明确发展以水环境治理、固废处理为主要内容的大环保产业, 预计 2016 年将推出一至两个项目。国企政府资源和充裕的现金流是公司的核心优势。公

司转型过程也将按照循序渐进的原则，前期通过业务合作或者业务收购，逐步打造大环保平台，在细分市场形成产业能力。

从行业空间看，节能环保产业“十一五”以来的年均增速超过 15%。截至 2015 年底，国内节能环保产业产值已经达到 4.5 万亿元。“十三五”时期，政府对生态文明建设和环境保护高度重视，料将拉动行业高速发展。而在 16 年的政府报告中，李克强总理明确提出“把节能环保产业培育成我国发展的一大支柱产业”。对于公司可能转型的业务范围，我们以深圳市污水处理行业分析如下：

深圳市污水处理能力在国内城市中排名第二。2015 年，已建成集中式污水厂 31 座，污水处理能力 479.5 万吨/日，超过全市污水产生量。同时，建成污水干、支管网 4268 公里，沿河截污箱涵 53.4 公里，初步构建了沿河截流、干支管网、排水户接驳等多层次的污水收集体系。

表 18: 2015 年深圳市污水处理厂情况

	设计规模(万吨/日)	污水处理量(万吨)
原特区内小计	141	52943.4
龙岗区小计	142	45525.74
宝安区小计	66.5	23426.95
龙华新区小计	66	22364.94
坪山新区小计	31	8189.39
光明新区小计	25	7643.35
大鹏新区小计	8	2263.71
合计	479.5	162357.48

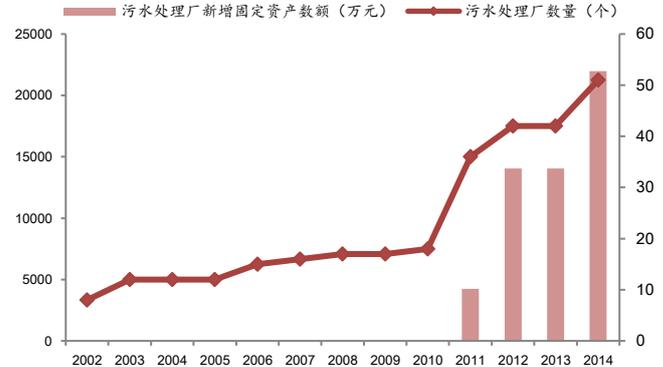
资料来源：深圳税务网、招商证券

图 31: 深圳市污水排放量 (万吨)



资料来源：Wind、招商证券

图 32: 深圳市污水处理新增固定资产和污水厂情况



资料来源：Wind、招商证券

若公司能以 PPP 模式进军深圳市污水处理业务，将有效解决路产收费到期后的业务发展问题，深圳市雄厚的财力也将保障公司回报率。

4、股权投资贵州银行

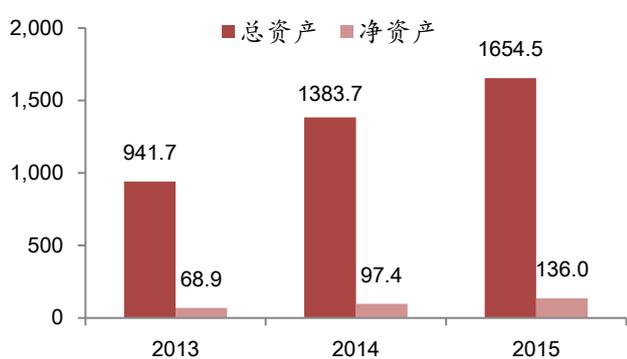
贵州银行是以遵义市商业银行、六盘水市商业银行、安顺市商业银行为基础合并重组设立的商业银行，为贵州省属国有大型企业。贵州银行股份有限公司于 2012 年 10 月 11 日正式挂牌开业，注册地、总部设在贵州省省会贵阳市。截至 2015 年末，全行资产规

模达到 1630 亿元，年均增长 38%；存款规模 1246 亿元，年均增长 46%。辖属营业机构 154 家，覆盖全省 9 个市州，其中县域机构 54 家，全行员工 3800 余人。

深高速于 2015 年 12 月 23 日签署了《股权认购协议》，出资人民币 59,592 万元认购 3.82 亿股贵州银行增发股份；2016 年 3 月 21 日，公司又出资人民币 6,864 万元认购 4,400 万股贵州银行增发股份，合计持有贵州银行 4.26 亿股股份，占其增资扩股后总股本的 4.63%。此次认购是公司产融结合的有益尝试。

2015 年，贵州银行实现净利润 14.41 亿元，期末总资产和净资产分别达到 1654.54 亿元和 136.04 亿元。给予贵州银行 15 年底净资产 1.5X PB，则贵州银行估值 204 亿元，公司所持 4.63% 股权估值 9.45 亿元。

图 33: 贵州银行总资产和净资产 (亿)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 贵州银行营业收入及净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

5、积极响应国企改革，推进 A 股股权激励

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司高级管理人员、中层管理人员及核心管理、技术骨干人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，公司第七届董事会第十一次会议于 2016 年 1 月 15 日审议通过《深圳高速公路股份有限公司 A 股限制性股票激励计划（草案）》。

激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心管理、技术骨干共 75 人，授予的限制性股票数量 1719 万股，占公司总股份的 0.79%，价格为每股 5.35 元。本激励计划有效期为 5 年，自授予日起 24 个月为锁定期，此后分三批解锁。

表 19: 解锁条件及时间

业绩指标	第一批解锁	第二批解锁	第三批解锁
净资产收益率 (ROE)	不低于 9.8%	不低于 10.3%	不低于 10.8%
营业收入增长率	不低于 11%	不低于 12%	不低于 13%
现金分红比例		不低于 43%。	
解锁比例	40%	30%	30%
解锁时间	24 个月-36 个月	36 个月-48 个月	48 个月-60 个月

资料来源: 公司公告、招商证券

由于沟通方面的原因，公司在 H 股通函中并未提及“董事、总裁吴亚德先生回避股权激励”，直接导致股权激励方案被外部投票委员会否决。下一步，公司会加强和 H 股股东的沟通，但是不会修改股权激励方案。

四. 盈利预测与投资建议

1、盈利预测与估值

我们采用分布估值法对深高速进行估值:

1) 高速业务整体估值 166.5 亿元。我们估计公司高速主业（包括南光、盐坝、盐排高速）净利润约为 8 亿元。假设南光、盐坝、盐排三条路产净利润占比 25%，若政府 2018 年底回购南光、盐坝、盐排三条路产，回购后公司高速主业净利润约 6 亿元，给予 15X PE 估值 90 亿元，加上三条路产的回购收入 76.5 亿元，合计估值 166.5 亿元。

2) 其它资产估值 90 亿元。梅林关城市更新项目、贵龙大道土地开发和贵阳银行股权分别估值 60 亿、20.5 亿和 9.5 亿元，合计估值 90 亿元。

3) 高股息率+资产严重低估，维持“强烈推荐-A”评级。公司年均分红比率超过 40%，股息率接近 4%。不考虑政府进一步回购和环保业务估值，公司合理市值为 256.5 亿元，对应股价 11.76 元，较现价有 40%-50%上行空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 20: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		15	16E	17E	15	16E	17E	15	16E	17E			
粤高速 A	000429.SZ	0.37	0.46	0.49	47	104	8	17	14	13	1.4	9.2	121
东莞控股	000828.SZ	0.79	0.75	0.82	38	4	14	12	12	11	2.2	19.0	96
海南高速	000886.SZ	-0.23	0.09	0.09	-550	138	2	-26	69	67	2.4	-8.6	60
皖通高速	600012.SH	0.57	0.57	0.59	9	2	3	27	27	26	3.2	11.9	203
山东高速	600350.SH	0.57	0.66	0.72	6	16	8	9	8	8	1.1	12.5	259
五洲交通	600368.SH	-0.11	0.07	0.19	-230	165	158	-46	70	27	1.5	-3.3	44
宁沪高速	600377.SH	0.50	0.63	0.67	13	26	8	17	14	13	2.3	12.3	444
深高速	600548.SH	0.71	0.48	0.57	-29	1	15	12	18	15	1.6	12.8	166
中位数					8	21	8	12	16	14	2.2	12.1	

资料来源: 公司数据、招商证券

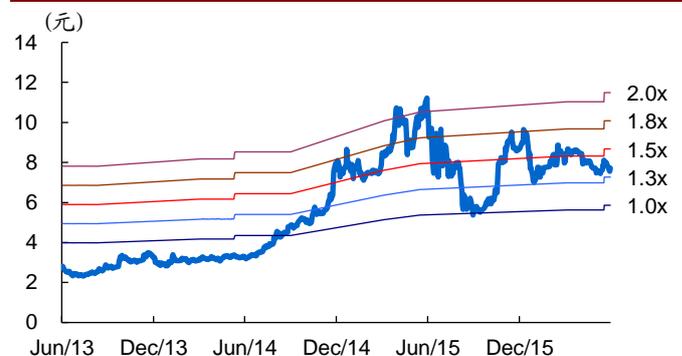
2、PE-PB Band (公司报告必备)

图 35: 深高速历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 深高速历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4027	8424	8989	12111	15231
现金	1634	6422	6767	9622	12418
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	721	660	732	820	927
其它应收款	99	123	137	153	173
存货	535	649	720	806	911
其他	1037	570	633	709	801
非流动资产	20303	23246	21180	19323	17654
长期股权投资	1695	1983	1983	1983	1983
固定资产	1031	1156	1019	898	792
无形资产	16155	19272	17345	15610	14049
其他	1421	835	833	831	830
资产总计	24329	31671	30169	31434	32884
流动负债	2935	4111	2333	2405	2492
短期借款	24	0	0	0	0
应付账款	164	182	202	226	256
预收账款	18	233	258	289	327
其他	2729	3696	1873	1889	1909
长期负债	8274	12599	12599	12599	12599
长期借款	3899	2202	2202	2202	2202
其他	4375	10397	10397	10397	10397
负债合计	11209	16710	14932	15004	15091
股本	2181	2181	2181	2181	2181
资本公积金	2274	2274	2274	2274	2274
留存收益	7342	7914	8228	9468	10884
少数股东权益	1323	2592	2553	2507	2455
归属于母公司所有者权益	11798	12369	12683	13923	15339
负债及权益合计	24329	31671	30169	31434	32884

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1794	1772	3031	2897	2814
净利润	2187	1553	1056	1240	1416
折旧摊销	984	899	2066	1857	1669
财务费用	419	371	296	228	205
投资收益	(187)	(1155)	(187)	(187)	(187)
营运资金变动	(1718)	390	(161)	(195)	(237)
其它	109	(285)	(39)	(46)	(52)
投资活动现金流	495	584	0	0	0
资本支出	(313)	(128)	0	0	0
其他投资	808	712	0	0	0
筹资活动现金流	(2123)	2571	(2687)	(41)	(18)
借款变动	(940)	(2687)	(1836)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(908)	0	0	0	0
股利分配	(349)	(981)	(741)	0	0
其他	74	6240	(109)	(41)	(18)
现金净增加额	166	4926	344	2856	2796

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3620	3421	3797	4252	4805
营业成本	1705	1679	1863	2087	2358
营业税金及附加	131	123	136	152	172
营业费用	5	14	16	18	20
管理费用	88	134	380	425	481
财务费用	419	371	296	228	205
资产减值损失	0	620	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	187	1155	187	187	187
营业利润	1459	1635	1293	1529	1756
营业外收入	1511	40	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	2967	1672	1293	1529	1756
所得税	695	177	277	336	392
净利润	2271	1495	1017	1194	1364
少数股东损益	85	(58)	(39)	(46)	(52)
母公司所有者净利润	2187	1553	1056	1240	1416
EPS (元)	1.00	0.71	0.48	0.57	0.65

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	10%	-6%	11%	12%	13%
营业利润	27%	12%	-21%	18%	15%
净利润	204%	-29%	-32%	17%	14%
获利能力					
毛利率	52.9%	50.9%	50.9%	50.9%	50.9%
净利率	60.4%	45.4%	27.8%	29.1%	29.5%
ROE	18.5%	12.6%	8.3%	8.9%	9.2%
ROIC	7.8%	6.9%	6.8%	7.1%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	46.1%	52.8%	49.5%	47.7%	45.9%
净负债比率	20.3%	12.8%	7.3%	7.0%	6.7%
流动比率	1.4	2.0	3.9	5.0	6.1
速动比率	1.2	1.9	3.5	4.7	5.7
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	3.9	2.8	2.7	2.7	2.7
应收帐款周转率	6.0	5.0	5.5	5.5	5.5
应付帐款周转率	6.3	9.7	9.7	9.7	9.8
每股资料(元)					
每股收益	1.00	0.71	0.48	0.57	0.65
每股经营现金	0.82	0.81	1.39	1.33	1.29
每股净资产	5.41	5.67	5.82	6.38	7.03
每股股利	0.45	0.34	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	8.4	11.9	17.5	14.9	13.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	19.4	18.1	10.6	10.7	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。