



运输

深圳高速公路股份 (0548)

评级: **增持**

当前价格 (港元): 7.33

2018.11.12

资产优质久期长, 公司治理风险低

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	6.77-8.25
当前股本 (百万股)	2181
当前市值 (百万港元)	15987

	皇甫晓晗 (分析师)	杜冲 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976795	021-38677235	0755-23976528
	huangfuxiaohan@gtjas.com	duchong@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880518070005	S0880517080006	S0880514030002

本报告导读:

资产的复杂性, 增加了市场认知深高速价值的难度。未被认知的资产价值与较低的治理风险, 会随着深高速盈利成长性的持续, 逐渐被市场看到。

摘要:

- **首次覆盖, 增持评级。**深高速路产主业区位优势显著, 且成本计提充分。连续再投资后, 资产久期拉长, 贴现价值较为可观, 公司股权价值被低估。我们预测 2018-19 年 EPS 为 0.84/1.06 元 (不含三条路若免费带来的补偿与影响), 换算港币 0.95/1.19 港元。结合 DCF 和 PE 估值方法, 给予公司 11.54 港元目标价, 增持评级。
- **优势区位与优质资产, 是长期稳健回报率的基础。**深高速核心路产地处珠三角, 区位优势显著。2017 年, 水官高速单公里收入 3217 万元, 在所有上市公路公司路产中排名第一。若剔除投资收益和其他非主业资产影响, 2017 年控股路产 ROE 为 14%。城市居民轿车为主的通行结构, 既提供了长期增长的潜力, 也是公司长期盈利波动率较低的微观基础。公司资产久期较长, 外环建成后, 路产加权平均剩余年限将达到 17.9 年。
- **优秀的公司治理, 是 DCF 价值得以逐渐实现的基础。**高速公路资产是有限期的资产, 公司永续经营的愿望与资产的有限期属性之间的矛盾带来再投资难题, 成为压制高速公路行业估值的重要因素。市场对于高速公路再投资的不信任, 长期以来演化为抛弃 DCF, 只看 DDM 的定价方法。而企业治理的差异, 会逐渐从再投资回报率的差异体现出来。深高速多年来的实际行为构筑良好的再投资历史, 体现了与投资者利益一致的价值取向和较低的治理风险。
- **成本计提充分, 盈利增长可持续。**公司路产摊销按车流量法计提充分, 5 条路产单位摊销隐含未来复合增速都为负值, 说明未来核心路产单位摊销存在下调空间。梅林关地产项目预计 2019 年开始变现, 即使三条路面临政府提前收回, 公司仍有望保持盈利稳定增长。
- **风险提示。**机荷高速改扩建方案尚未确定, 可能带来重大资本支出; 梅林关项目结算进度或有波动; 可转债未来或摊薄 EPS; 公路行业政策具有不可预测性。

财务摘要 (百万人民币)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	3620	3421	4532	4837	5701	6032
(+/-)%	10.4%	-5.5%	32.5%	6.7%	17.9%	5.8%
毛利润	1915	1742	1999	2338	2764	2927
净利润 (归母)	2187	1553	1169	1426	1835	2315
(+/-)%	203.9%	-29.0%	-24.7%	22.0%	28.6%	26.2%
PE	6.5	9.1	12.1	10.0	7.7	6.1
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 路产：优势区位，充分计提，持续投资	3
1.1. 区位决定公路资产长期回报率	3
1.2. 充分计提带来成本下降超预期可能	5
1.3. 持续再投资，延长期限	5
1.3.1. 部分路产或提前收回，估值合理不影响公司价值	6
1.3.2. 通过再投资应对路产提前回收的挑战	7
1.3.3. 重要再投资项目分析	7
2. 房地产：优质项目变现可期	10
2.1. 梅林关城市更新项目预计 2019 年开始交付	11
2.2. 贵龙土地待开发面积近 1000 亩	12
3. 盈利预测与估值	13
3.1. 特别股息，或可期待	13
3.2. 2018 年通行费收入预计同比增加 17.8%	13
3.1. 转型环保双主业尚在探索中	14
3.2. 首次覆盖，增持评级	15
4. 风险因素	16
4.1. 机荷高速改扩建带来重大资本支出	16
4.2. 梅林关开发进度不达预期	16
4.3. 可转债的潜在摊薄	16
4.4. 在建工程延期完工	16
4.5. 政策环境影响	16

1. 路产：优势区位，充分计提，持续投资

高速公路资产的长期回报率，取决于区位优势。

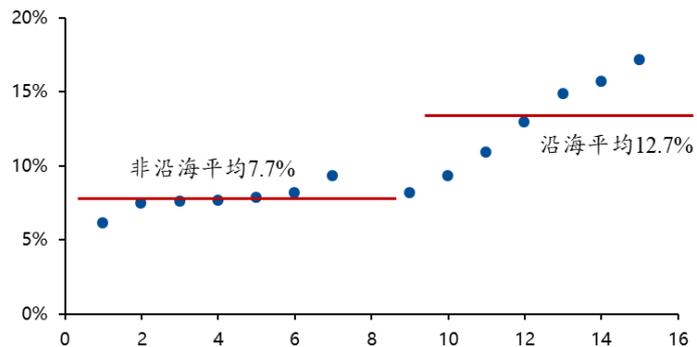
在给定区位的前提下，投资中的超预期容易出自两个方面：（1）优秀的公司治理带来的阶段成本下降超预期；（2）生命周期带来的阶段盈利与期限价值超预期。

深高速的核心路产区位优势显著，这是长期获得稳健回报率的基础。同时，公司路产摊销计提较为充分，为未来单位成本的下降带来空间。持续的主业再投资，拉长剩余期限，使公司股权贴现价值较为可观。

1.1. 区位决定公路资产长期回报率

对比来看，东南沿海高速公路回报率显著高于内陆地区。主要原因是东南沿海的人口密度与经济发展程度较高，区位优势带来路产良好的长期回报率。

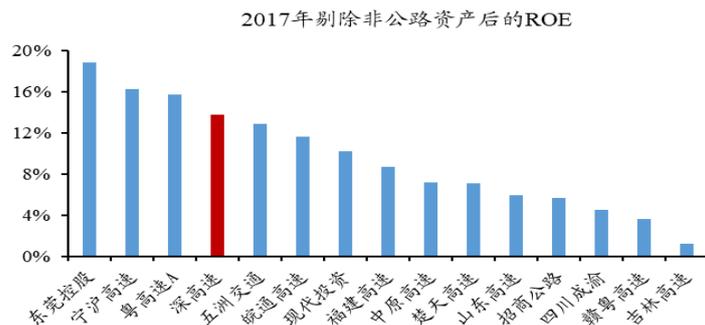
图 1：公路上市公司 ROE 对比（2016）



数据来源：Wind、公司公告、国泰君安证券研究

深高速核心路产地处经济活跃的珠三角，区位优势显著。公司 2017 年 ROE 为 10%，但若剔除投资收益和其他非主业资产影响，公司控股路产 ROE 为 14%，在行业中排名第四，居于前列。

图 2：深高速 2017 年控股公路资产的 ROE 水平居于前列



数据来源：Wind、公司公告、国泰君安证券研究

公司共有 13 条控股并表路产（包含 1 条在建）与 6 条非并表投资路产。

2016 年，深高速加权平均单公里收入 839 万元，在行业上市公司中排名第五。2017 年，水官高速、机荷东、机荷西高速、梅观高速单公里收入超过 2000 万元，其中，水官高速单公里收入 3217 万元，在所有上市高速公路资产中排名第一。

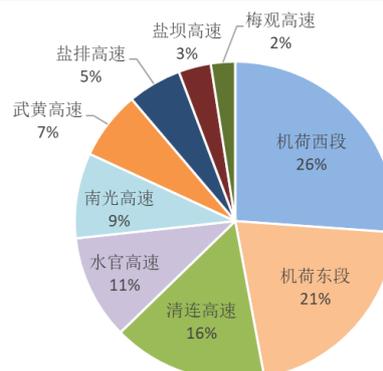
表1：深高速控股路产情况（含在建）

收费公路	位置	公里数	2017 单公里收入	持股比	车道数	状态	收费到期时间	备注
梅观高速	深圳	5.4	2273	100%	8	营运	2027 年 3 月	上市已有
机荷东段	深圳	23.7	3022	100%	6	营运	2027 年 3 月	上市已有
机荷西段	深圳	21.8	2896	100%	6	营运	2027 年 3 月	自建通车
盐坝高速	深圳	29.1	659	100%	6	营运	2026 年 4 月(A 段) 2028 年 7 月(B 段) 2035 年 3 月(C 段)	自建通车 2016 年 2 月起免费通行 深圳交委现金补偿
盐排高速	深圳	15.6	1206	100%	6	营运	2027 年 3 月	同上
南光高速	深圳	31	1132	100%	6	营运	2033 年 1 月	同上
武黄高速	湖北	70.3	522	100%	4	营运	2022 年 9 月	2005 年收购
长沙环路	湖南	34.7	-	51%	4	营运	2029 年 10 月	自建通车
益常高速	湖南	73.1	-	100%	4	营运	2033 年 12 月	2017 年收购
清连高速	广东	216	341	76.37%	4	营运	2034 年 7 月	2005 年收购
水官高速	深圳	20	3217	50%	10	营运	2027 年 2 月	2015 年收购
沿江高速 (深圳)	深圳	37	-	100%	8	营运	2038 年 12 月	2018 年 2 月正式并表 二期预计 2019 年通车
外环 A 项目	深圳	60	-	100%	6	在建	25 年	预计 2019 年底通车

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2017 年，公司机荷西段、机荷东段、清连高速、水官高速四条路的合计毛利 15 亿元，占主营业务毛利 73%（不含 2017 年新并表路产），是深高速利润贡献最大的四条路。2018 年上半年，这四条路的日均收费同比增长分别为 5.3%，7.6%，4.1% 和 1.2%。以城市居民轿车为主的通行车辆结构，是公司长期盈利波动率较低的微观基础。

图 3：深高速 2017 年控股路产毛利占比（不含 2017 年新并表的路产）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 充分计提带来成本下降超预期可能

目前，大部分高速公路上市公司均采用车流量法进行折旧摊销。深高速将路产经营权记为无形资产，按照实际车流量法进行摊销。单位摊销额依据对未来总车流量的预测估算，每 3-5 年委任第三方机构重新审核一次，若预计未来车流量出现较大偏差，则对单位摊销进行调整。

我们按照公司 2017 年的单位摊销额，计算了各条路产单位摊销额隐含的未来车流量复合增速。其中，机荷西段、机荷东段、武黄高速、梅观高速、长沙环路单位摊销隐含的未来车流量增速都是负增长，一定程度上体现当前会计假设的谨慎预期。这意味着，如果这些路段未来实际复合增速为正，若一直按照当前单位摊销被计提，将在收费权到期前就完成全部摊销。

机荷东段、机荷西段、梅观高速上一次单位摊销调整在 2014 年 10 月，武黄高速上一次单位摊销调整在 2016 年 1 月。按照公司 3-5 年重新核算一次的惯例，这些路段未来几年存在成本下降超预期的可能。

表2: 深高速控股路产单位摊销隐含未来车流量复合增速

路段名称	2017 年单位摊销 隐含未来车流量复合增速	剩余年限 (以 2017 年为基准)
机荷西段	-5.0%	10
机荷东段	-3.0%	10
武黄高速	-3.0%	5
梅观高速	-3.0%	10
长沙环路	-1.2%	12
益常高速	4.1%	16
水官高速	4.4%	10
盐排高速	4.8%	10
南光高速	6.1%	16
清连高速	7.2%	17

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：盐坝高速因三段到期时间不一致，这里未做整体测算

1.3. 持续再投资，延长期限

PE 估值在许多高速公路股票评估中被广泛使用，但逻辑缺陷突出。不同公司资产的剩余年限不同，或处在生命周期的不同位置，PE 当然不可比。

对拥有较多路产的高速公路企业来说，在当期盈利与新路产再投资方面会始终努力做出权衡。

深高速在这方面将持续面临挑战，但其多年来的实际行为，体现了与投资者利益一致的价值取向。

多年来高速公路长期回报率的差异，很大程度上来自于价值取向的差异，影射为再投资回报率，或者说远期的股东回报率的差异。

1.3.1. 部分路产或提前收回，估值合理不影响公司价值

2015年11月30日，深圳市交通运输委员会（“深圳交委”，代表深圳市人民政府）与深高速签订协议，自2016年2月7日起调整南光高速、盐排高速和盐坝高速的收费方式。

目前，这三条路段采取政府采购，对公众免费通行的方式。双方将在2018年年内确定未来采取当前方式还是一次性政府回购。

政府回购这种市场化改变公路性质的行为，极为罕见，因为需要两个前提条件：1、尊重契约的行政行为范式；2、丰裕的地方财政。

表3: 南光、盐排和盐坝高速收费方式调整及财务影响

阶段	时间	调整方式	财务影响
阶段一	2016年2月7日至2018年12月31日	公司保留收费公路权益并承担管理和养护责任，政府采购服务，道路免费通行	继续按照现有的会计处理原则逐年确认相关路段的路费收入、成本及利润，对收入及盈利状况不产生重大影响
		方式一：沿用第一阶段的调整方式	同阶段一
阶段二	2019年1月1日起	方式二：政府提前收回收费公路权益并给予相应的补偿，公司不再承担管理和养护责任	预计2019年度将增加资产处置收益约16亿元（税后），相应减少未来期间的路费收入、盈利及经营现金流

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

南光、盐排、盐坝三条路2017年毛利占上市公司主营业务毛利（不考虑2017年新并表路产）比例17%。

若政府回购公路公司的路产，公司需把这三条路未来的收益一次性计入当期损益，未来不再获得相应的盈利和现金流，短期利润会有较大波动。但从股东回报的角度，回购事件对股东价值的影响取决于收购价格与路产贴现价值的差异，以及公司拿到一次性收益后的资金运用原则。

早在2014年3月31日，根据深圳政府与公司达成的协议，梅观高速梅林至观澜约13.8公里路段实施免费通行，深莞边界至观澜约5.4公里路段继续收费，深圳政府以现金方式进行补偿安排。当年深高速确认了15亿元的资产处置收益，增加税后净利润11.2亿元。

深圳市政府财政盈余充足，且有历史案例证明政府遵循公平定价原则。对于南光、盐排、盐坝三条路，如果政府提前收回收费公路权益并给予相应的补偿，根据前期公告，预计将增加资产处置税后收益约16亿元。

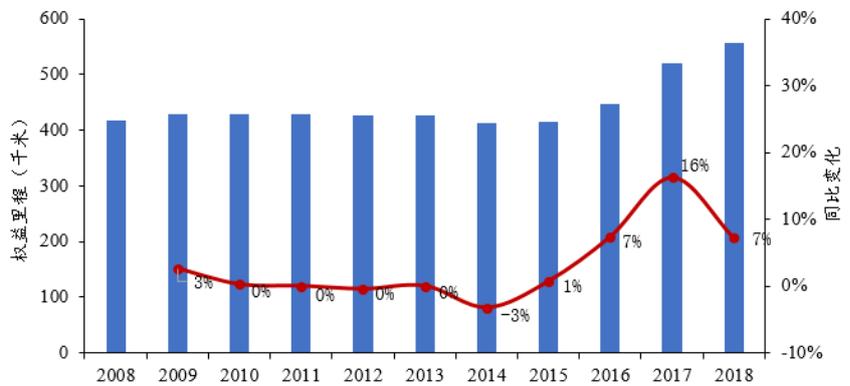
我们没有能力对政府的回购概率与条款作出预测，但过去的案例，让我们选择相信深圳的行政与市场理念。

1.3.2. 通过再投资应对路产提前回收的挑战

2015 年以来，公司坚持“整固并提升收费公路主业”战略，通过股权收购的方式持续再投资路产。2015 年增持水官高速 10% 股权至 50%；2016 年增持武黄高速 55% 股权至 100%、拿下外环 A 高速的特许经营权；2017 年先后收购益常高速和沿江高速 100% 股权。

目前，公司高速公路里程数按权益比例折算约为 557 公里（未考虑在建 60 公里外环高速），相比 2014 年增加 35%。公司 2015 年展开路产再投资之前路产加权平均剩余收费年限 9.6 年，目前 14.4 年，外环高速建成后，加权剩余收费期现可延长至 17.9 年。

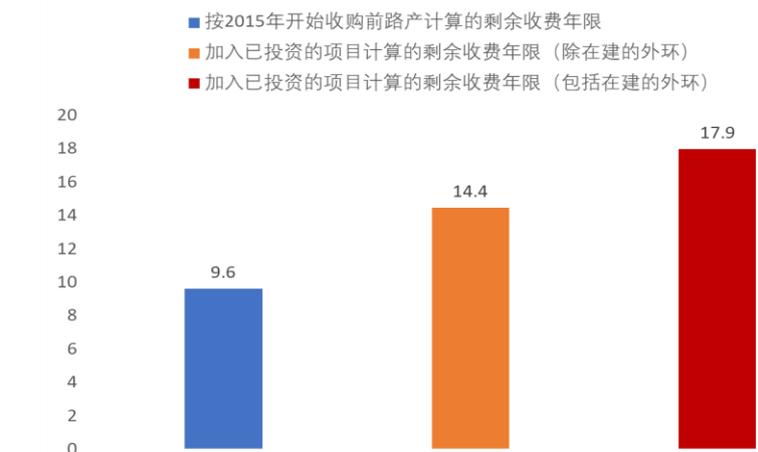
图 4: 深高速 2015 年以来收费公路权益里程不断增加



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：2018 年数据截止到 2018-06-30，未考虑在建 60 公里外环高速在内。

图 5: 深高速通过再投资大幅延长路产加权平均剩余收费年限 (年)



数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：剩余收费期限基准日 2018/08/31。

1.3.3. 重要再投资项目分析

深高速希望坚持不低于 8% 的路产项目收益率要求。我们将部分重要项目的收购情况予以分析。

2017 年收购益常高速 100% 股权：收购价格 12.7 亿，按照 2016 年扣非净利润 1.6 亿元，收购 PE 7.9 倍，路产 2033 年到期。

2016 年收购武黄高速 45% 股权：全部股权估值 10.1 亿元，收购 45% 股权对应价格 4.5 亿，按照 2015 年扣非净利润 1.5 亿元，收购 PE6.7 倍，路产 2022 年到期。

我们认为，上述两项交易，从收购估值来看，定价都较为合理。此外，还有两项更为重要的交易：

► 沿江高速

2018 年 2 月，公司完成对深投控所持沿江公司 100% 股权（资产为沿江高速）的收购，收购价格为人民币 14.72 亿元。

沿江高速公路是珠三角重要的南北向核心通道，也是粤港澳大湾区内连通广州、深圳和香港的重要走廊，地理位置优越，沿途经济活跃。

图 6：沿江高速所处区位



数据来源：公司公告

表4：沿江高速信息一览

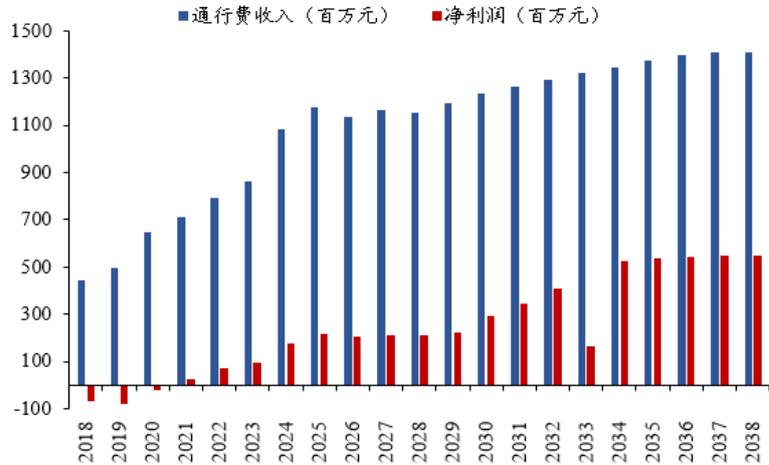
公路起止	车道数	公路里程	计划工期	收费期限	工程造价及出资
沿江高速公路（省道 S3） 深圳段，起于东莞与深圳 交界的东宝河，南接深圳 南山区深港西部通道	双向 8 车道	37 公里	一期：沿江高速主线，约 30.9 公 里，已于 2013 年 12 月 28 日通车 二期：深中通道深圳侧接线、机场 互通立交等，约 5.7 公里，预计 2019 年底通车	25 年	167 亿元 政府出资：103 亿 质押贷款：64 亿（一 期 54 亿，二期 10 亿）

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

目前，沿江高速尚处于开通初期，短期内将给公司业绩带来负面影响。长期来看，伴随沿途区域经济发展，及周边路网的完善，沿江高速的

营运表现将进入快速增长期。

图 7: 沿江高速预计 2021 年贡献利润



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

➤ 外环高速

外环高速是公司按照 PPP 模式投资的收费公路项目, 是深圳、东莞两市公路网规划重要组成部分。通过地图, 我们发现外环高速与机荷高速、水官高速几乎平行, 预计未来将缓解机荷高速、水官高速的通行压力, 提升通行效率。

图 8: 外环高速将缓解机荷高速、水官高速的通行压力



数据来源: 公司官网

表5: 外环高速 A 段工程信息一览

工程起止	车道数	公路里程	计划工期	收费期限	工程造价	筹资方式
起于深圳宝安区海上田园北侧 (接沿江高速)至龙岗区深汕高 速互通立交(不含东莞段)	双向六车道	约 60 公里	38 个月	25 年	206 亿元, 平均每公 里造价 2.7 亿元。公 司出资 65 亿元。	质押特许权融 资、可转债

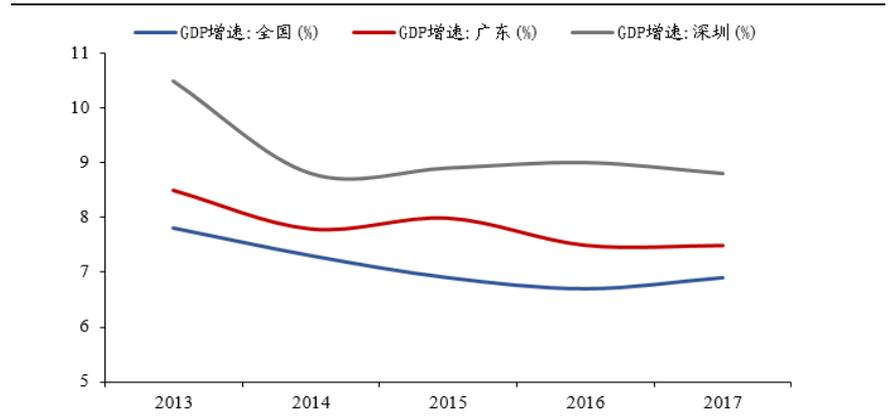
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

就在五年前，北京四环和五环的车流密度还不高。但是最近两年行车缓慢的现象，迅速地向 N 环蔓延。

只是，大多数城市的环路并非收费公路。

从北京 N 环与日本东京湾区的发展经验看，亚洲国家都具有城市化后期人口进一步集中的特征。虽然难以量化，但考虑平行线路目前已经拥挤，新路产流量风险相对较低。

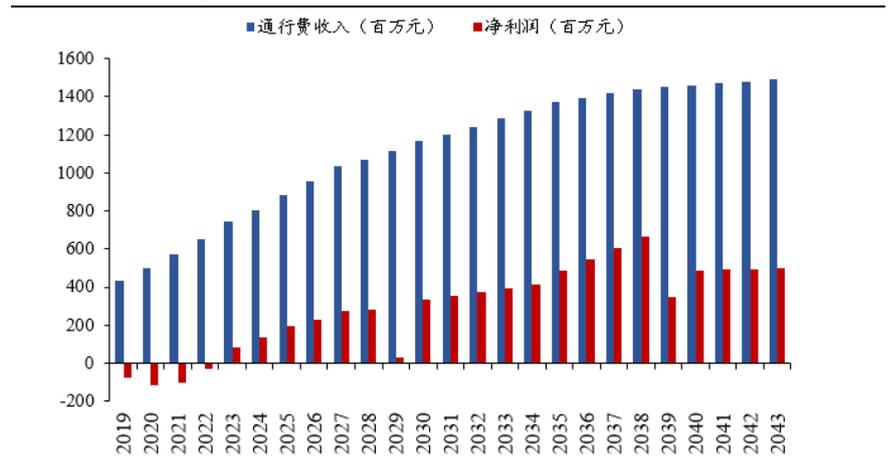
图 9: 广深地区经济活跃, GDP 增速领先全国



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

外环 A 建成初期，将分流目前路产的车流，并且由于自身处于生命周期初期而难以贡献利润，因此对于深高速利润正贡献预计到 2023 年才能实现。尽管看好深高速长期价值，我们希望投资者有客观的预期。

图 10: 外环高速 A 段预计 2023 年贡献利润



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2. 房地产: 优质项目变现可期

新路产建成通车后，往往面临高额利息支出及折旧摊销的压力，进而降低公司的业绩表现。深高速通过合理把握地产开发节奏，优质项目未来几年变现可期。

2.1. 梅林关城市更新项目预计 2019 年开始交付

梅林关城市更新项目，即对深圳梅林收费站西侧地块和华通源物流中心地块中约 9.6 万平方米土地进行综合开发。

该项目位于深圳市龙华新区，该区是《深圳城市总体规划（2007-2020）》确定的五个城市副中心之一，紧邻深圳市中心区域的福田区，是市中心的拓展区以及城市重点发展区域，地理位置优越。该项目的规划综合容积率为 5.06，总建筑面积为 48.6 万平方米。

大股东深国际与深高速共同出资成立项目公司（深圳市深国际联合置地有限公司）实施项目开发，其中深高速持股比例 49%。2018 年，项目公司引入万科作为战略投资者，入驻后深高速持股比例变为 34.3%。

图 11: 梅林关城市更新项目地块位置优越



数据来源：百度地图、深圳市规划和国土资源委员会官网、国泰君安证券研究

梅林关城市更新项目规划总建筑面积为 48.6 万平方米，预计可售面积 42.9 万平方米，项目地块的楼面地价约为 1.4 万元/平方米（含地价款、拆迁款、前期规划费、税费等）。项目现已开工，预计 2018 年预售，2019 年开始交付使用。根据我们的测算，预计 2019 年-2022 年年均贡献 6.20 亿元投资收益，项目整体 NAV45 亿元，公司股权对应价值约 16 亿元。

表6: 梅林关城市更新项目 2019 年开始贡献收益

单位：千元

项目	单价	合计	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
销售实现假设				25%	25%	25%	25%
土地费用	14.26	6,120,000					
建安费用及其他	6	2,916,000		729,000	729,000	729,000	729,000
销售收入	60	25,750,800		6,437,700	6,437,700	6,437,700	6,437,700
开发费用	6	2,575,080		643,770	643,770	643,770	643,770
主营业务税金及附加	0.74	319,101		79,775	79,775	79,775	79,775
土地增值税	10.03	4,118,498		1,029,625	1,029,625	1,029,625	1,029,625
所得税	5.74	2,425,530		606,383	606,383	606,383	606,383

(0548)

净利润	17.23	7,276,590	1,819,148	1,819,148	1,819,148	1,819,148
投资收益			623,968	623,968	623,968	623,968
贴现率			10%	10%	10%	10%
贴现时间(年)			1.0	2.0	3.0	4.0
现值			1,653,771	1,503,428	1,366,752	1,242,502
NAV			4,523,951			
公司权益	34.3%		1,551,715			

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 贵龙土地待开发面积近 1000 亩

深高速通过贵深公司(70%股权)积极参与贵龙项目(公司承接的贵州龙里贵龙城市大道一期采用BT模式进行建设的工程项目及相关的土地一级开发项目)开发范围内土地的竞拍,自2012年至今,已成功竞拍土地约2655亩(约177万平方米),成交金额总计约为8.96亿元。其中504亩已转让,1045亩正在进行二级开发,剩余土地将用于自主二级开发或转让。

表7: 待开发土地面积近 1000 亩

贵龙土地	在开发/已转让面积	待开发面积
	“茵特拉根小镇别墅项目”分批开发	
I号地块	一期约246亩,已全部竣工验收	/
约1000亩	二期约389亩,预期2019年上半年完工交付	
	三期约229亩,预期2020年底前完工	
II号地块	2015年,322.9亩物流、143.9亩商住用地转让;	近1000亩
约1500亩	2016年,39.6亩物流用地转让;	
	2018年,296亩土地转让	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

注: 深高速已公告挂牌转让“II号地块(约810亩土地)”,挂牌底价55080万元。

贵深公司正采取分期滚动开发的策略,对已取得土地中I号地块进行自主二级开发。截至目前,贵龙开发项目(“茵特拉根小镇项目”)二期工程开盘预售、三期已经开始规划。依据调研情况,在现有销售进度、销售单价(1万元/平方米)、毛利率保持不变的假设前提下,预计2018-2021年分别产生92、101、111、122百万元毛利。

表8: 茵特拉根小镇别墅项目价值将持续变现

单位: 百万

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
销售收入	317	413	454	499	549
销售成本	234	304	334	368	404
毛利	83	109	120	131	145

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

高速公路地产业务虽然贡献利润,但非经常性利润只增厚净资产,估值时无法获得PE乘数。

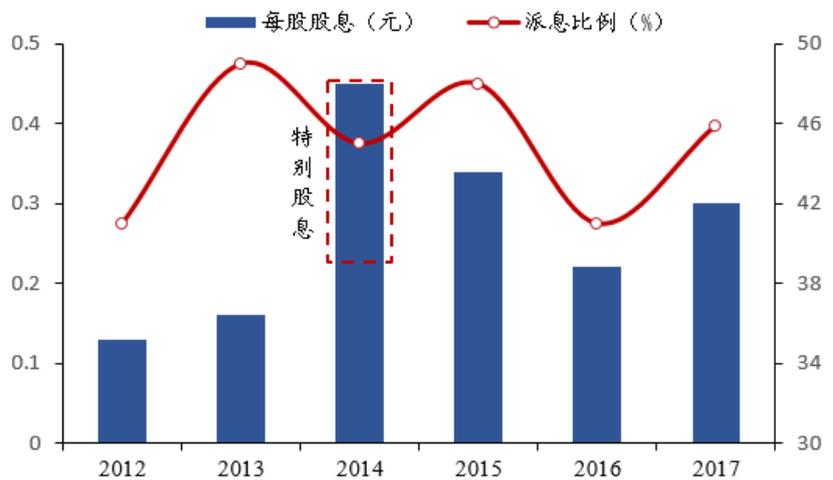
3. 盈利预测与估值

我们预计深高速 2018-2029 年 EPS 为 0.84/1.06 元（不含三条路若免费带来的补偿与影响），按照 11 月 10 日 0.8881 的汇率，折算港币为 0.95/1.19 港元。结合 DCF 和 PE 估值方法，给予深圳高速公路股份（0548.HK）目标价 11.54 港元，增持评级。

3.1. 特别股息，或可期待

深高速注重对股东的回报，2017-2019 股东回报规划显示，未来三年现金分红比例不低于 45%。未来，预计公司将会维持合理及相对稳定的分红派息政策。

图 12: 分红派息比例维持在 40%以上



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

值得关注的是，2014 年因梅观资产处置收益而派发特别股息 0.255 元/股（含税），占处置收益的 50%，导致当年派息绝对值达到 0.45 元/股，为上市以来新高。2018 年，如果南光、盐排、盐坝高速被政府提前收回，预计将产生一次性收益 16 亿元，假设按照 45% 的处置收益比例派发特别股息，对应 0.33 元/股。事实上，我们认为股东利益最大化的方式，是在满足必要发展的资金需求基础上，尽可能地提升非经常性利润的分红比例。

南光、盐排、盐坝高速是否被提前收回，以及公司是否派发特别股息，存在重大不确定性，我们无法判断。

3.2. 2018 年通行费收入预计同比增加 17.8%

在考虑了益常高速、沿江高速等纳入报表，叠加各路产潜在的增流、分流影响后，我们对各收费公路通行费收入进行了增速假设，预计 2018 年深高速通行费收入同比增加 17.8% 达到 50.5 亿元。

表9: 深高速高速公路通行费收入假设 (千元)

收费公路	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
清连高速	637,172	671,568	736,040	765,482	811,410
同比	-18.29%	5.40%	9.60%	4.0%	6.0%
机荷东段	636,945	646,744	716,150	759,119	774,301
同比	8.08%	1.54%	10.73%	6.0%	2.0%
机荷西段	544,207	600,858	631,230	662,792	669,419
同比	17.63%	10.41%	5.05%	5.0%	1.0%
武黄高速	331,593	343,677	366,800	374,136	381,619
同比	1.97%	3.64%	6.73%	2.0%	2.0%
南光高速	321,130	329,296	351,069	372,133	394,461
同比	4.78%	2.54%	6.61%	6.00%	6.00%
盐排高速	161,218	174,452	188,146	191,909	203,423
同比	-24.39%	8.21%	7.85%	2.00%	6.00%
盐坝高速	172,652	179,869	191,772	163,006	179,307
同比	-4.10%	4.18%	6.62%	-15.00%	10.00%
梅观高速	103,245	113,943	122,760	127,057	128,327
同比	-31.61%	10.36%	7.74%	3.5%	1.0%
水官高速	105,895	619,581	643,410	649,844	656,343
同比		485%	9.0%	1.0%	1.0%
外环高速 A					
同比					
长沙环路	81,304	114,170	108,890	162,609	172,366
同比	32.65%	40.42%	-4.62%	12%	6%
益常项目			228,370	414,981	466,815
同比				6%	3%
沿江高速				441,958	494,551
同比				10.51%	11.90%
合计	3,014,057	3,679,988	4,284,640	5,048,195	5,332,343
同比		22.1%	16.4%	17.8%	5.6%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.1. 转型环保双主业尚在探索中

2015年, 公司集团拟定了“城市和交通基础设施建设运营服务商”的第二主业战略, 新产业主要关注以水环境治理、固废处理为主要内容的大环保产业方向, 并适度拓展金融产业, 实现产融结合。

2017年深高速44亿元收购德润环境20%股权, 增资水规院(增资后总投资金额6189万元)。未来除贡献投资收益外, 一方面有利于积累环保行业的管理经验, 另一方面有利于获得环保相关技术, 从而实现资源的战略协同, 促进环保业务的转型、探索。

值得一提的是, 德润环境旗下控股子公司(57.12%)三峰环境是重庆市政府重点培育的战略性新兴产业国有企业和国内垃圾发电行业领军企

业，专业从事垃圾焚烧发电项目的投资、建设和运营。公司的垃圾焚烧技术和设备在国内市场占有率超过 30%，位居全国第一。根据公开信息，三峰环境正在筹备 IPO 上市，蕴含上市期权。

公司在 2018 年三季度投资者交流会提到，争取到 2019 年本战略期末，环保产业规模将不低于公司总资产的 20%。

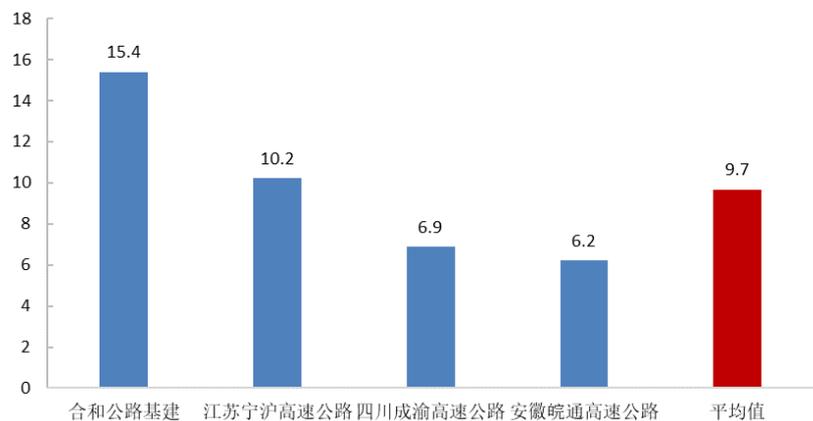
我们认为高速公路企业多元化发展尚在探索阶段，对于公司未来在环保领域的发展情况，我们暂时较难判断。恪守原则的再投资创造价值，放弃原则的再投资可能会损毁价值。

3.2. 首次覆盖，增持评级

假设贵龙近 1000 亩土地资产不变现，外环高速 A 延期到 2020 年中通车，南光、盐排、盐坝高速延续现有收费方式，梅林关地产项目 2019 年开始结算。我们预计深高速 2018-2029 年 EPS 为 0.84/1.06 元（不含三条路一次性收回损益），按照 11 月 10 日 0.8881 的汇率，折算港币为 0.95/1.19 港元。

按照 H 股公路行业平均 PE 9.7 倍计算，考虑深高速外环建成后期限延长，给予 10% 的估值溢价，按 10.7 倍 PE 与 2018 年盈利预测计算，深高速 H 股 PE 估值法对应的每股价值为 10.17 港元。

图 13: 可比公司动态 PE



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：根据 2018/11/9 日收盘价计算

另外，我们用 10% 的股权必要回报率对深高速的股权自由现金流（FCFE）进行贴现，贴现至 2018 年 6 月 30 日，对应股权价值为 250 亿元，折算港币为 282 亿港元，每股价值 12.90 港元。

取以上两种估值方法的算术平均值，我们给予深圳高速公路（0548.HK）的目标价 11.54 港元，给予增持评级。

4. 风险因素

4.1. 机荷高速改扩建带来重大资本支出

目前机荷高速已处于满负荷运营状态，公司在进行机荷高速改扩建的前期工作，改扩建方案和工程实施具重大不确定性，有可能带来重大资本支出。

4.2. 梅林关开发进度不达预期

梅林关更新项目预计 2018 年预售，2019 年完成部分楼房交付使用。如果开发进度滞后，房地产价值变现不确定性将增加。另外，房地产的政策调整、区域市场变化等均会给地产价值的实现带来不确定性。

4.3. 可转债的潜在摊薄

公司拟公开发行 A 股可转换公司债券募集资金总额不超过 22 亿元(含本数)人民币，投资于深圳外环高速公路深圳段项目。若该可转债成功发行，投资者换股将带来摊薄未来 EPS 的风险。

4.4. 在建工程延期完工

外环高速和沿江高速二期工程预计将于 2019 年底建成完工，如果工程建设进度滞后，或将对当期营业收入水平带来负面影响。

4.5. 政策环境影响

高速公路行业受政策影响较大。历史上节假日免费通行、绿色通道、货车优惠等政策对高速通行费收入曾带来负面影响。对于此类政策影响，我们难以预判。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		