

## 買入

2007年11月06日

### 核心路段質地優良，新專案前景樂觀

- **廣東經濟持續發展，汽車保有量提升：**廣東經濟持續，快速，健康發展，進一步提高公路建設的需求，未來 25 年，廣東的高速公路發展將進入黃金期，在高速公路建設方面將投資人民幣 4,000 多億元，高速公路里程將達到 8,800 公里。2006 年末全省民用汽車保有量達到 430.49 萬輛，經濟持續發展，汽車保有量及客貨運量的增加將帶動車流量的提升。
- **區位優勢明顯，路網效應帶來車流快速增長：**公司的公路不僅連接了深圳的主要港口、機場、海關和工業區，還構築了連接深港兩地以及輻射珠江三角洲地區的公路主通道，公司公路網已經形成，呈現路網效應，帶動未來車流的快速穩定增長。深高速核心資產梅觀高速，主營業務利潤率達到 80.7%，莞深高速至增城段的建設可為梅觀高速的進一步增長帶來契機。
- **新項目前景樂觀，09 年業績可望爆發增長：**公司的在建工程保證了未來的盈利能力。目前在建的項目包括清連一級公路改造，南光高速，鹽壩 C 段。清連高速建成後，公司的運營里程將增長一倍，2009 年的業績將得到爆發性增長，保守估計，2009 年清連高速通車後通行費收入將在 8 億以上，收費期為 25 年，它的建成將提升公司的盈利能力和可持續發展能力，我們預計，2009 年的收入和盈利較 2006 年增長 100%。
- **首次關注，目標價格 9.28 港元，推薦買入：**我們根據現金流折現法設定公司 12 個月的目標價格為 9.28 港元，該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 26 倍或 09 年預期每股盈利的 18 倍；與現價相比，該目標價格尚有 21% 的上升空間，我們給予深圳高速的首次投資評級為**買入**。

第一上海研究部

86755-33367015

### 主要資料

行業	交通運輸
股價	7.68 港元
目標價	9.28 港元 (+21%)
股票代碼	0548
已發行 H 股本	7.48 億股
H 股市值	66.45 億港元
52 周高/低	9.6-4.00 港元
每股淨現值	3.03 港元
主要股東	新通產實業開發(深圳)有限公司 (30.03%) 深圳市深廣惠公路開發總公司 (18.87%)

★1 港元=0.96 元人民幣

### 盈利摘要

截止 12 月 31 日	05 年历史	06 年历史	07 年预测	08 年预测	09 年预测
营业额(人民币百万)	911	1,189	1,507	2,004	2,896
变动	89%	30%	27%	33%	44%
净利润(人民币百万)	553	579	659	792	1,163
每股盈利(人民币元)	0.25	0.27	0.30	0.36	0.53
变动	32%	5%	14%	20%	47%
市盈率 @7.68 港元 (倍)	31.5	30.1	26.4	22.0	15.0
每股股息(人民币元)	0.11	0.13	0.15	0.18	0.27
股息现价比率	1.35%	1.60%	1.84%	2.21%	3.32%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

### 股價表現



資料來源：彭博

## 深高速公司概況

深高速營運的收費公路項目主要分佈在深圳市和珠江三角洲地區

深高速於 1996 年 12 月 30 日成立，成立時股本為人民幣 12.68 億元。1997 年 3 月在香港發行境外上市外資股(H 股)7.48 億股，並於 1997 年 3 月 12 日在聯交所掛牌上市(代碼 0548)；2001 年 12 月發行人民幣普通股(A 股)1.65 億股，並於 2001 年 12 月 25 日在上交所掛牌上市(代碼 600548)。

深高速是深圳市政府唯一授權的高速公路特許專營公司，公司目前營運的收費公路項目主要分佈在深圳市和廣東省珠江三角洲地區，其中深圳地區 7 個運營專案占 06 年通行費收入的 84%。其在廣東省外的三個專案也處於國內經濟較發達的湖北，湖南和江蘇三省，並位於或連接省會城市武漢，長沙及南京。

表 1：深高速主要資產

收費公路	權益	長度 (公里)	車道	狀況	開始運營時間	特許經營至
梅觀高速	100%	19.3	6, 4	營運	1995年5月	2027年3月
机荷西段	100%	21	6	營運	1999年5月	2027年3月
机荷東段	55%	23.3	6	營運	1997年10月	2027年3月
鹽壩高速A&B	100%	18.8	6	營運	2001年4月	2031年12月
水官高速	40%	20.14	6	營運	2002年2月	2025年12月
水官延長段	40%	5.25	6	營運	2005年10月	2025年12月
鹽排高速	100%	15.2	6	營運	2006年5月	2027年3月
陽茂高速	25%	79.76	4	營運	2004年11月	2027年11月
廣梧高速	30%	36.5	4	營運	2004年12月	2027年11月
江中高速	25%	38.82	4	營運	2005年11月	2027年11月
廣州二環	25%	42.09	6	營運	2006年12月	
武黃高速	55%	70.3	4	出售	1997年9月	2022年9月
長沙環路	51%	34.52	4	營運	1999年11月	2029年12月
南京長江三橋	25%	15.6	6	營運	2005年10月	2030年10月
南光高速	100%	31.2	6	在建		
鹽壩高速C段	100%	9.8	6	在建		
清連高速	76.37%	215.85	4	在建		

資料來源：公司資訊，第一上海

2006 年，廣東省和深圳市的進出口總額分別為 5,272 億美元和 2,374 億美元，分別增長 23.2% 和 29.9%，深圳 06 年底的機動車保有量已達到 96.3 萬輛，比年初增加了 17.4 萬輛，2006 年深圳的公路運輸的旅客周轉量和貨物周轉量分別增長了約 18% 和 20%，深圳的公路旅客運輸量首次突破 1 億人大關。

### 區位優越

公司的公路不僅連接了深圳的主要港口、機場、海關和工業區，在深圳市內形成了完整的公路網，還構築了連接深港兩地以及輻射珠江三角洲地區的公路主通道，是全面實施 CEPA 協議和建立泛珠三角經濟圈的重要基礎設施。

近年來，龍大高速，常虎高速，水官延長段，鹽排高速，南坪一期，深港西部通道等先後通車，深圳及周邊地區的快速幹線網路已經基本形成，公路網路的完善使公司的總體車流量增加，有效促進了路費收入的增加。

圖 1：深高速主要路網圖



資料來源：公司資訊，第一上海

深高速在建項目

深高速正在建造和改建的收費公路專案包括位於深圳市的南光高速，鹽壩(C 段)以及位於廣東省北部的清連一級公路的高速化改造，預計到 2008 年底，上述項目將陸續建成通車，屆時深高速投入運營的高速公路里程數將較目前增加一倍以上。

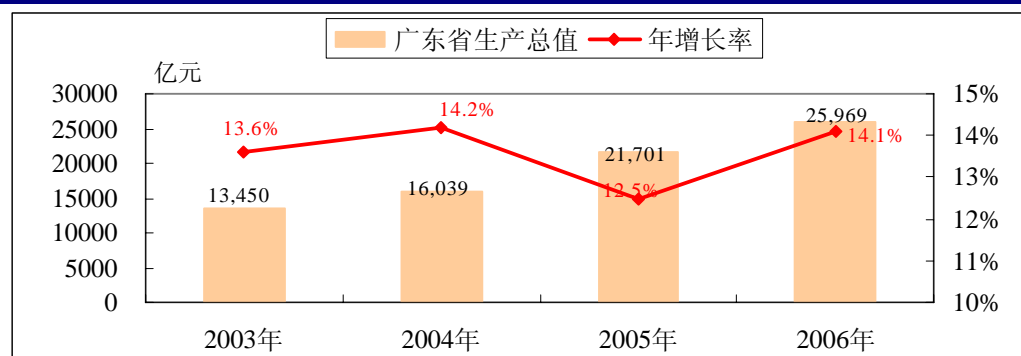
更遠期來看，深高速獲得了深圳外環高速的優先參與權，公司可能視投資收益評估結果決定後續投資事宜。公司對現有專案也進行了有效的組合管理，已經簽署了效益較差的葛蒲潭大橋的股權轉讓合同，今後可能轉讓長沙環路項目。

## 廣東經濟健康發展，交通路網是加速器

廣東經濟居全國前列，完善的交通路網是關鍵

廣東省位於中國大陸最南部，南臨南海。自 1972 年中國改革開放以來，廣東經濟一直高速發展，2006 年地方生產總值年平均增長達到 12%，城鄉面貌日新月異成就舉世矚目。同時，廣東憑藉其在資源稟賦上的優勢，包括優越的地理位置、一脈相承的文化淵源和低廉的生產成本，成為了香港廠商製造業外移的重點，廣東的區位特點為經濟的持續發展提供了基礎。廣東經濟持續，快速，健康發展，綜合經濟實力連續多年居全國前列。

圖 2：2003 年-2006 年廣東省生產總值及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

未來 25 年，廣東高速公路將進入黃金期

廣東高速公路建設和規劃始於上世紀 80 年代末 90 年代初。1989 年，廣東第一條高速公路廣佛高速公路建成通車，揭開了廣東高速公路建設的序幕。

未來 25 年，廣東的高速公路發展將進入黃金期，在高速公路建設方面將投資人民幣 4,000 多億元，高速公路里程將達到 8,800 公里（其中珠江三角洲地區的投資約人民幣 1,700 億元，高速公路里程達到 3,500 公里），使高速公路達到或超過發達國家目前水準。

《2004-2030 年廣東省高速公路網規劃》（以下簡稱規劃）顯示，全省的高速公路網規劃佈局方案是以“九縱五橫兩環”為主骨架，形成以珠江三角洲為核心，以沿海為扇面，以沿海港口（城市）為龍頭向山區和內陸省（區）輻射的路網佈局。全省公路通車里程截至 2010 年將達到 14 萬公里，通往鄰省的主要高速公路通道建成通車，以廣州、深圳為中心向外輻射的高速公路網基本形成，珠江三角洲形成較為完善的高速公路網路。

未來廣東將實現全省“一日交通圈”，即省內任何兩個城市間可以當天到達，省會到省內其他城市可以當日往返，全省將形成 19 條高速公路出省通道，廣州至周邊省會城市可在 10 小時以內到達。

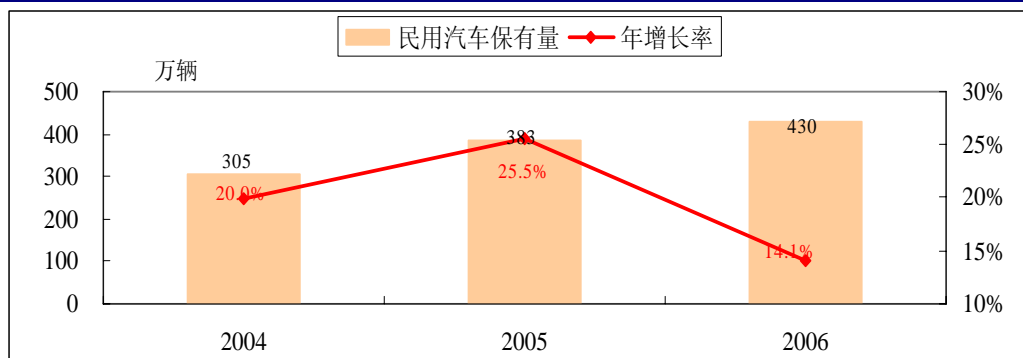
## 汽車保有量上升，客貨運量再創新高

廣東省汽車銷量和保有量上升促進高速公路車流量增長

廣東省的汽車市場的快速發展同中國經濟的快速發展是密不可分的，經過 20 年的改革開放，廣東經濟迅猛發展，汽車市場也隨經濟形勢不斷壯大，高速公路的需求與通行量的增長有賴於汽車保有量的提高。

2006 年末廣東全省民用汽車保有量達到 430.49 萬輛，比上年增長 14.1%。其中私人汽車 304.02 萬輛，增長 19.9%。民用轎車保有量達到 184.61 萬輛，其中私人轎車 156.52 萬輛。

圖 3：2004 年-2006 年廣東省民用汽車保有量及年增長率

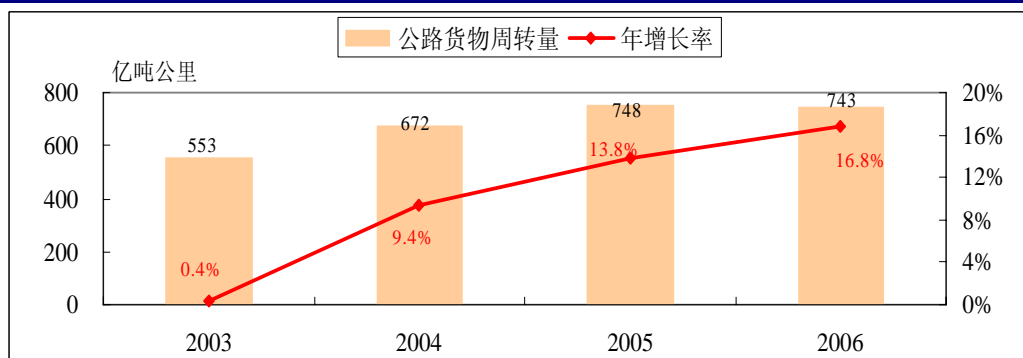


資料來源：國家統計局

廣東省貨物周轉量保持穩定增長

2006 年廣東各種運輸方式完成貨物周轉量 4,111 億噸公里，比上年增長 4.9%。其中，鐵路 332 億噸公里，增長 3.7%；公路 743 億噸公里，增長 14.9%；水運 2,965 億噸公里，增長 2.7%；民航 18.6 億噸公里，增長 6.6%；管道 53.2 億噸公里，增長 13.1%。

圖 4：2003 年-2006 年廣東省公路貨運量及年增長率

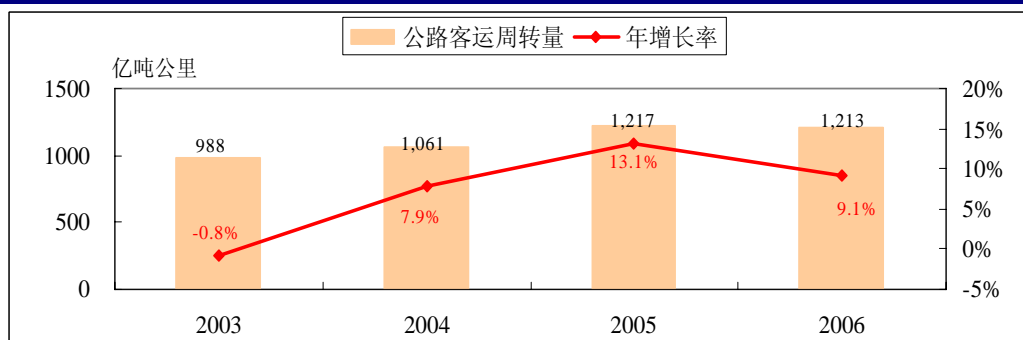


資料來源：國家統計局

廣東省客運量繼續增長

全年各種運輸方式完成旅客周轉量 2,245 億人公里，比上年增長 9.9%。其中，鐵路 348 億人公里，增長 6.0%；公路 1,213 億人公里，增長 9.1%；水運 12.2 億人公里，增長 23.9%；民航 673 億人公里，增長 13.2%。

圖 5：2003 年-2006 年廣東省公路客運量及年增長率



資料來源：國家統計局

## 主要路產質地優良，車流和盈利持續增長

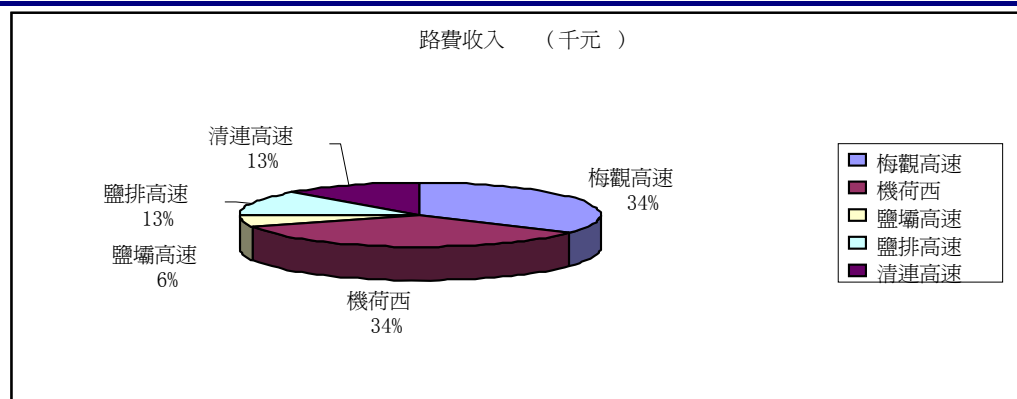
主要路段均位於經濟發達地區

深圳及周邊地區經濟的持續發展，深圳港口貨物吞吐量的增加以及路網的完善，推動公司公路車流量和路費收入的不斷上升。同時由於深圳在市內部分主要路段實施了限制大型貨運車輛行駛的措施，客觀上也帶動了高速公路貨車車流量的增長。

2007年上半年車流和路費收入分別增長22.4%和20.9%；梅觀高速為核心資產

公司業務經營良好，實現營業收入人民幣5.18億元，較2006年同期增長50.89%，其中，實現路費收入人民幣4.67億，占營業收入的90.14%。收費公路日均車流量和路費收入，與2006年同期相比，分別增長22.4%和20.9%。其中，清連專案納入合併範圍，鹽排高速自2006年5月開通，這二條公路在07年上半年的收入為人民幣1.18億元，占公司路費收入的25.29%，其餘收費公路收費比06年同期增長12.66%。公司的路費收入增長主要來源於車流量的增長。其中，梅觀高速是深高速的核心資產，主營業務利潤率達到80.7%。

圖6：2007年上半年路費收入結構圖



資料來源：公司資訊，第一上海

表2：2005年及2006年日均車流量及路費收入

收費公路	日均聯合車流量(輛次)			日均路費收入(人民幣千元)		
	2006年	2005年	增減	2006年	2005年	增減
梅觀高速	90	76	17.8%	878	795	10.4%
機荷西段	54	46	15.7%	776	740	4.9%
機荷東段	70	56	24.5%	904	787	15.0%
鹽排高速	16	不適用	不適用	252	不適用	不適用
鹽壩AB段	14	12	22.5%	153	115	32.9%
水官高速	75	55	37.5%	683	504	35.5%
水官延長線	25	32	不適用	163	229	不適用
陽茂高速	13	10	26.4%	719	547	31.5%
廣悟高速	7.7	6.1	25.7%	224	165	36.0%
江中高速	26	15	不適用	386	201	不適用
廣州西二環	2.2	不適用	不適用	69	不適用	不適用
武黃高速	24	23	2.8%	887	728	21.9%
長沙環路	5.5	5.4	2.5%	54	58	-7.2%
南京三橋	12	8.3	不適用	472	325	不適用

資料來源：公司資訊，第一上海

深高速車輛構成

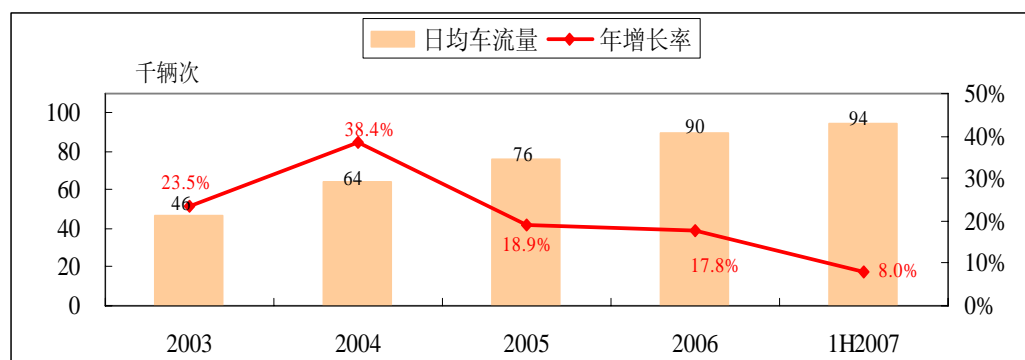
公司在深圳地區的高速公路小汽車通行量約占總通行量的 70%左右，其中梅觀高速約為 71%，機荷高速約為 76%，鹽壩高速約為 68%，水官高速約為 66%。而湖北的武黃高速小汽車通行量約占總通行量的 58%。深圳地區未來車流量的增量仍以小汽車為主，而武黃高速和 2008 年建成的清連高速將以長途運輸貨車居多

梅觀高速有望分流廣深高速，未來車流可望穩定增長

梅觀高速通車超過 10 年，南連皇崗口岸，北接莞深高速，是香港與中國內地運輸的主要陸路通道，目前日均車流量接近 9 萬輛次，已進入經營的成熟期，其主營業務利潤率 80.7%。

同時，莞深高速至增城段的建設可為梅觀高速帶來進一步增長的契機，“廣州北 2 環-廣惠高速-莞深高速-梅觀高速”將成為廣州至深圳的第二通道。目前，廣深高速趨於飽和，考慮到分流需要，可以預計梅觀高速將會得到進一步的發展。

圖 7：梅觀高速 2003 年--1H2007 日均車流量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

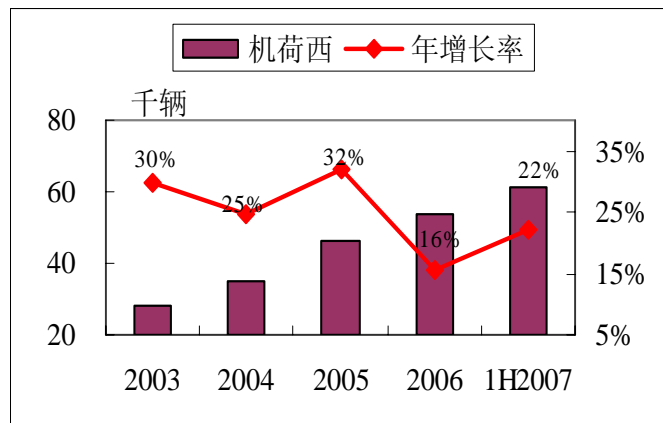
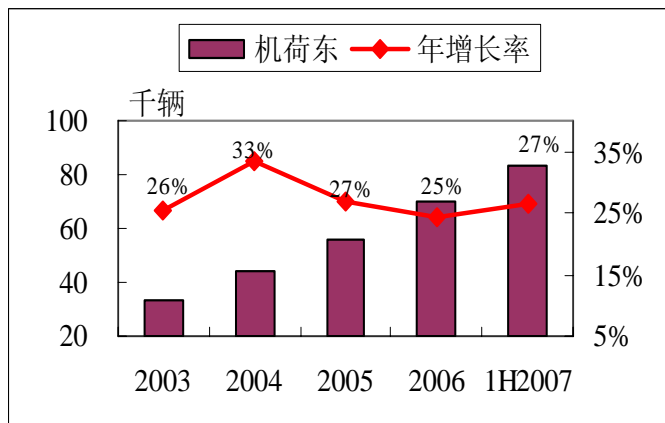
機荷高速能減輕市內交通壓力和迅速疏通香港過境車輛

機荷高速是深圳市東西方向的外環高速公路，是珠江三角洲地區的主要幹道，東接深汕高速，深惠高速及深圳市東部地區的一級公路幹線 205 國道，並將通過其支線鹽排高速直接與鹽田港相通。

機荷高速公路是我國第一條建在重丘區的雙向六車道高速公路，對深圳市公路網的形成，減輕市內交通壓力和迅速疏通香港過境車輛都起到十分重要的作用。2006 年機荷西段和東段主營業務收入分別同比增長 4.86%和 14.99%。

圖 8：機荷東五年來的日均車流量及年增長率

圖 9：機荷西五年來的日均車流量及年增長率



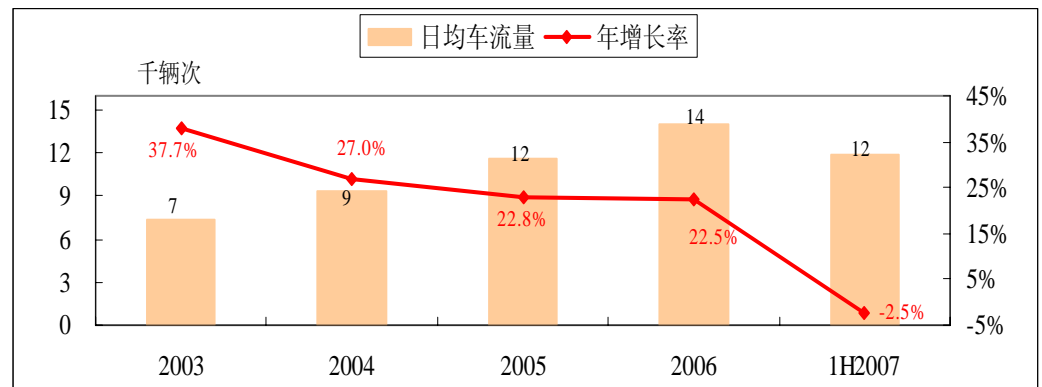
資料來源：公司資訊

資料來源：公司資訊

鹽壩高速車流增長快

鹽壩高速是深圳市東部的沿海高速公路，西連深圳港口鹽田港和深圳市區，東接坪西一級公路和建設中的惠深沿海高速，是深圳東部沿海地區向外輻射的主要幹道，對於滿足深圳市東部沿海地區日益增長的交通量和鹽田崗集裝箱運輸的需要，促進東部地區旅遊和經濟的發展，以及配合大亞灣核電站應急疏通，都具有深遠的意義。2006 年鹽壩高速沿線新建了不少工廠，周邊區域工業生產日漸發達，同時，東部地區的旅遊產業也在不斷深化發展，遊客數量日益增加，這些因素促進了車流量的快速增長，主營業務收入較去年同期增長 32.88%。

圖 10：鹽壩高速 2003 年--1H2007 日均車流量及年增長率



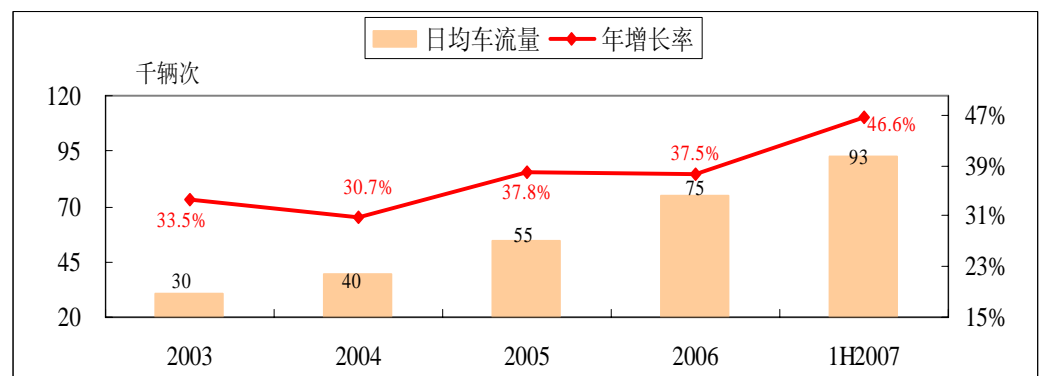
資料來源：公司資訊，第一上海

水官高速車流量增長平穩

水官高速是連接深圳市重要工業區之一的龍崗大工業區和深圳市區的高速公路，是深圳市龍崗區通向周邊地區的快速幹線，2007 年，連接水官高速和鹽排高速的互通匝道分別通車，對水官高速的車流量增長起到促進作用。

水官延長線連接水官高速布龍立交和深圳清水河，於 2005 年建成通車。受惠於 2006 年 9 月起實施的新交通組織方案，水官延長段的車流量預計未來可望出現恢復性增長。

圖 11：水官高速 2003 年--1H2007 日均車流量及年增長率



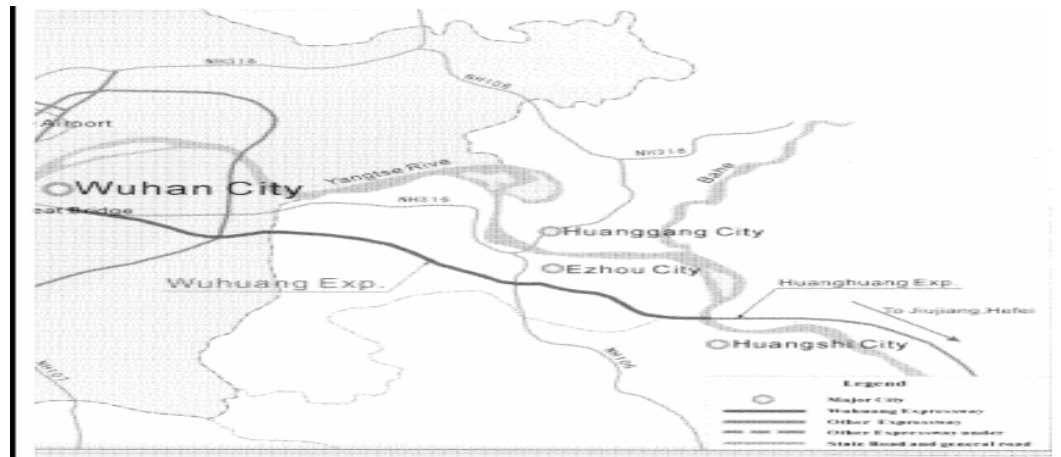
資料來源：公司資訊，第一上海

武黃高速區位優越

公司於 2005 年 8 月收購了武黃高速 55% 的權益，武黃高速是連接武漢至黃石的重要骨幹線，區位優越。

此外隨著荊東高速和漢孝高速在 2006 年 9 月和 12 月先後建車，將會發揮路網效應，帶動武黃高速車流量的增長。

圖 12：武黃高速地圖

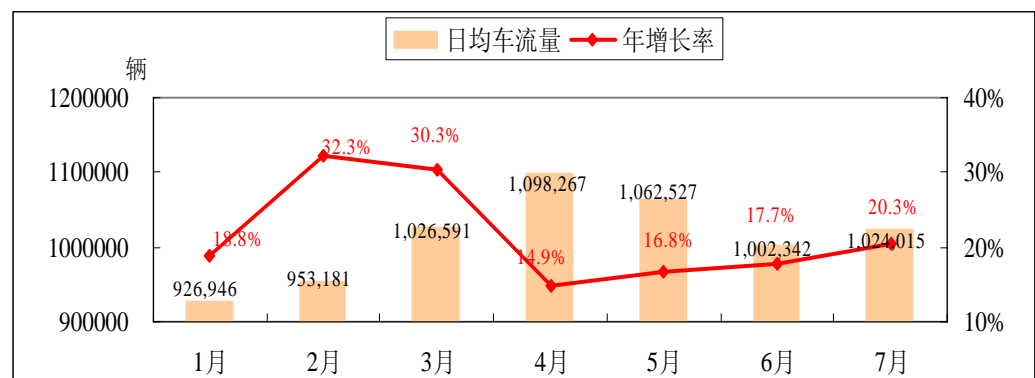


資料來源：公司資訊，第一上海

計重收費大幅提升武黃高速盈利

湖北省自 2006 年 4 月起實施計重收費，大幅提升了武黃高速的盈利能力，儘管 2007 年上半年武黃高速的車流量增長僅為 4%，但收入仍然增長了 22%。

圖 13：武黃高速 2007 年前 7 月日均車流量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

## 廣東有望實行計重收費

廣東有望實行計重收費，將提升深高速的盈利能力

今年 6 月 1 日開始，湖南省境內 8 條高速公路對貨車正式實施計重收費，京珠高速穿越的河北、河南、湖北、湖南 4 省都已實施計重收費，而廣東省計畫京珠高速廣東段也實行計重收費。我們預計，未來廣東有望在全省實行計重收費，這也許會在短期內對車流有負面影響，但長遠來看，車流量會逐漸回升，同時，計重收費可以減少超載現象，使公路的維護成本下降，這將提升深高速的盈利能力。

同時，在 2007 年上半年，武黃高速車流量和路費收入較去年同期有大幅提升，主要得益於湖北省於 2006 年 4 月起實行的計重收費，對貨車收費方式的改變及對超載貨車實行懲罰性收費政策，在治理超限超載的同時，也給武黃高速的路費收入帶來可觀的增長。

## 新專案前景樂觀

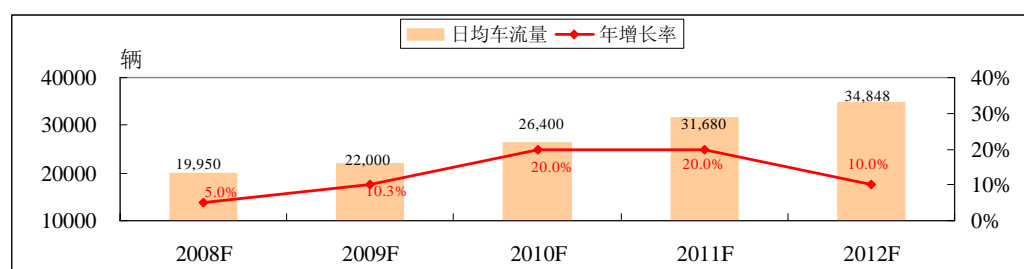
清連高速計畫 09 年高速  
化改建完成

公司擁有清連高速76.37%的權益，清連高速自06年8月全線開工以來進展順利，預計08年底完工。清連公路建成後，南端通過廣清高速和珠江三角路網相連，北端和京珠高速相接，並與最新規劃的二廣高速相接，成為廣東省公路網中承接南北，提升珠江三角洲向內陸地區輻射的大動脈。

清連項目截至報告期末已累計完成投資約人民幣7.71億元（2006年末：人民幣3.53億元）。目前，全線累計完成的路基土石方、舊路破碎及挖除和新建工程橋樑樁基等主要工程量，分別約占控制總量的42%、57%和63%，已完成的主線、邊坡、輔道及連接線的征地工作，分別約占總量的96%、62%和40%，完成的建築物、管道拆遷約占控制總量的88%。清連項目的高速化改造工作計畫於2008年內完成。

我們對清連高速建成後的車流前景持樂觀態度。和連接湖南和廣東的京珠高速相比，清連高速的路段減少30公里，同時，由於京珠高速海拔相對較高，有霜凍現象，在下坡的地段有一定的安全隱患，而清連高速在設計時充分考慮到了坡度帶來的安全問題。根據公司的預計，2009年清連高速通車後通行費收入將在8億以上，收費期為25年。

圖 14：清連高速 2008 年—2012 年預測日均車流量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

南光高速計畫 08 年建成  
通車

建設中的南光高速是深圳幹線道路網規劃體系中的縱向幹線，全長約為 30.2 公里，雙向六車道，是深圳西北部地區連接香港、深圳至內地的重要通道之一。南光高速公路建成後，可以分流已經處於飽和狀態的廣深高速公路及 107 國道和車流量，同時從遠期看，南光高速在廣深沿江高速路建成後可繼續分擔西部通道向北的交通流量。

南光高速已累計完成投資約人民幣 13.07 億元。該專案約 95%的路基工程、80%的橋樑工程以及 20%的路面工程業已完成，房建、機電、交通工程等配套專案均已開始施工，專案主線工程預計可按計劃在 2008 年上半年完工通車。

鹽壩 C 段計畫 08 年建成  
通車

鹽壩 C 段於 2006 年 10 月正式動工建設，計畫和惠州境內正在建設的深惠沿海高速同步建成，公司擁有鹽壩 C 段 100%的權益。鹽壩 (C 段) 於 2006 年 10 月正式動工建設，截至報告期末，已累計完成投資約人民幣 2.36 億元，工程項目進展順利。保守鹽壩高速建成後，2008 年的車流量會達到 15,000 量以上，為公司貢獻收入 3,000 萬。

公司抓緊清連項目，南  
光高速，鹽壩 C 段的工  
程建設管理

在2007年，為把握深圳收費公路市場的發展機會，公司將開展廣深沿江高速公路深圳段的前期工作，抓緊清連專案，南光高速，鹽壩C段的工程建設管理。公司將積極推進深圳市內公路專案的收購和開發工作，保持對廣東省優質資源的關注，為公司的長遠發展儲備專案資源，並將合理安排專案投資進度和控制總體投資規模。

## 資本開支增大，發行公司債券和分離交易可轉債

各項財務指標處於正常水準，財務方面壓力不大

07年上半年由於清連公司納入合併，同時隨著新建專案的推進和資金的逐步支付，公司的財務比率有一定程度的增長，但還是保持在一個安全水準。

公司於2007年8月公開發行人民幣8億元的15年到期固定利率公司債券，債券利息是5.5%，用於清連一級公路高速化改造建設，此外，公司申請發行6年期不超過人民幣15億元的分離交易可轉債，用於南光高速建設，該申請已經得到中國證監會審核通過。發行公司債券和分離交易可轉債，增加了中長期債務比例，有助於降低財務成本，細化資金管理。

表3：2005-1H2007公司各項財務指標

主要财务指标		2005A	2006A	1H2007A
偿债能力指标	资产负债率	36.78%	35.95%	44.93%
	流动比率	1.13	0.23	0.19
	速动比率	1.13	0.23	0.18
资产经营效率指标	应收帐款周转率(倍)	4.81	10.98	3.4
	存货周转率(倍)	74.5	162.67	37.06
	流动资产周转率(倍)	0.84	2.42	0.76
	总资产周转率(倍)	0.09	0.12	0.02
盈利能力指标	毛利率	84.10%	63.90%	67.07%
	净利润率	60.60%	49.00%	61.19%
	资产收益率(ROA)	5.45%	5.64%	2.37%
	净资产收益率(ROE)	8.74%	8.81%	4.31%

資料來源：公司資訊，第一上海

2007年--2010年資本開支約65億元

公司目前的資本性開支主要包括清連一級公路高速化改建工程，南光高速，鹽壩C段。預計到2010年底，公司的資本性開支總額為65.32億元。

表4：2007年—2010年資本開支

百万元	2007F	2008F	2009F	2010F
清连高速	2,475	2,226	21	178
南光高速	1,251	883	165	144
盐排高速	196	12		
盐坝C段	291	236		
其他项目	210			

資料來源：公司資訊，第一上海

## 盈利預測和估值

盈利預測主要假設條件 我們對深高速 2007-2009 年盈利預測的主要假設條件如下：

1. 2007 年全年的日均車流量和 07 年中期的日均車流量基本持平：

**表 5：深高速各路段每日車流量假設(架/次)**

路桥項目	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
梅觀高速	76,343	89,909	93,955	103,400	103,350	113,685
機荷西段	46,462	53,765	61,292	67,100	73,810	81,191
機荷東段	56,468	70,278	80,117	91,300	88,129	96,941
鹽壩高速	11,572	14,179	11,900	13,090	13,090	14,399
水官高速	54,747	75,281	107,275	107,275	112,639	123,903
水官延長段	31,739	25,477	29,044	31,200	31,948	35,143
鹽排高速		15,815	25,650	32,400	24,201	26,621
武黃高速	22,895	23,530	27,075	32,400	29,783	32,761
清連公路			19,950	19,950	22,000	26,400
南光高速				20,000	22,000	24,200
鹽壩C				16,000	17,600	19,360

資料來源：彭博，第一上海

2. 收費政策不變，平均每車收費和 2007 年年前 9 個月保持一致。

**表 6：深高速各路段平均收費水準假設(元/架次)**

路桥項目	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
梅觀高速	10.42	9.77	9.77	10.75	11.28	11.85
機荷西段	15.92	14.43	14.41	15.85	16.64	19.14
機荷東段	13.93	12.87	12.75	14.02	14.72	15.46
鹽壩高速	9.95	10.79	13.36	14.70	15.43	16.20
水官高速	9.21	9.07	9.37	10.30	10.82	11.36
水官延長段	7.23	6.38	6.50	7.15	7.51	7.88
鹽排高速		15.93	14.91	16.40	17.22	18.08
武黃高速	31.80	37.72	37.48	41.23	43.29	45.46
清連公路			15.48	16.25	125.00	131.25
南光高速				32.90	34.55	36.27
鹽壩C				6.00	6.30	6.62

資料來源：彭博，第一上海

3. 道路折舊方法 2006 年起改為直線法折舊。其他費用保持平均 10% 的年增幅。

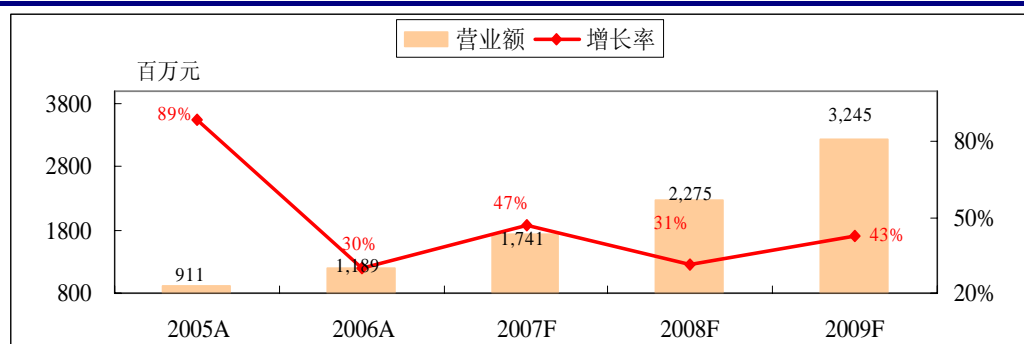
4. 企業所得稅稅率調整為 25%。

營業額三年翻倍，年均複合增長超過 30%

根據我們的假設條件，我們計算出公司未來三年的營業收入增長幅度均超過 30%。主要原因是車流量的增長。

到 2009 年，公司的營業收入將接近 32.45 億港元，較 2006 年的營業額增加近一倍。

圖 15：2005-2009 年營業額和年增長率

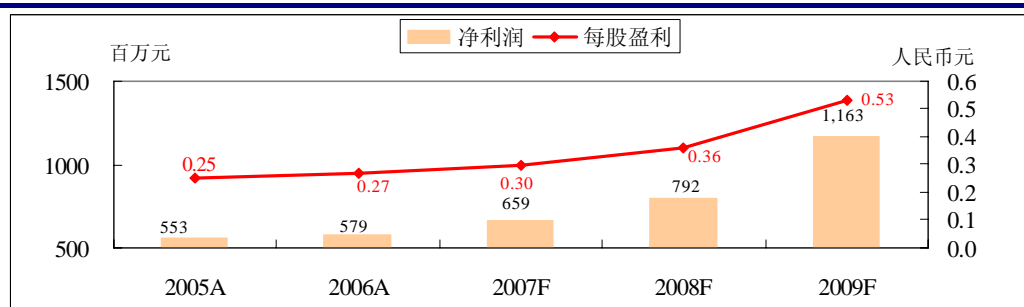


資料來源：公司資訊、第一上海

2009 年將是公司收入和盈利爆發年

深高速 2009 年是業績爆發年，2009 年公司的淨利潤可望達到人民幣 11.6 億元，較 2006 年增長將近 1 倍。

圖 16：2005-2009 年淨利潤和每股盈利



資料來源：公司資訊、第一上海

## 同業比較

同業比較，市盈率和市淨率低於寧滬高速和滬杭甬，富有吸引力

我們將深高速的市盈率和市淨率和香港的同行做了比較。按靜態市盈率和市淨率看，深高速低於寧滬高速及滬杭甬，雖然略高於行業平均水準，但是，深高速 2009 年新項目通車之後，業績將有大幅提升，公司的估值水準有較強吸引力。

表 7：同業比較

公司名稱	代碼	貨幣	股價	总市值	市盈率	市淨率
寧滬高速	177	HKD	7.58	10143	36	3.06
滬杭甬	576	HKD	10.38	15658	29	3.99
皖通高速	995	HKD	6.2	3106	11	1.94
合和高速	737	HKD	7.15	21505	16	1.97
成渝高速	107	HKD	3.68	3407	33	1.96
<b>平均值</b>					<b>25</b>	<b>2.58</b>
深高速	548	HKD	7.68	6017	30	2.66

資料來源：彭博，第一上海

## DCF 估值

現金流估值每股價值為  
9.28 港元

深高速專注於收費公路投資，建設和營運管理的主業，清連高速化改造完成後，未來收益可得到大幅提高。根據各路段各自的經營年限，我們根據其不同的經營期限按現金流折現方法分別進行計算，然後按權益比例來合併計算公司擁有的所有股權的現金總價值。

我們計算出深高速的每股價值為 9.28 港元。

**表 8：折現現金流估值**

路桥项目	权益	WACC	现值
梅观高速	100%	10.25%	2,818
机荷西段	100%	10.25%	2,372
机荷东段	55%	10.25%	1,591
盐坝高速	100%	10.25%	484
水官高速	40%	10.25%	1,329
水官延长段	40%	10.25%	241
盐排高速	100%	10.25%	1,041
阳茂高速	25%	10.25%	990
广梧高速	30%	10.25%	287
江中高速	25%	10.25%	555
广州二环	25%	10.25%	71
武黄高速	55%	10.25%	1,507
长沙环路	51%	10.25%	90
南京长江三桥	25%	10.25%	736
清连公路	76.37%	10.25%	6,309
南光高速	100%	10.25%	863
盐坝C	100%	10.25%	104
<b>合计</b>			<b>21,388</b>
估计净负债(百万)			-2,000
净资产值(百万)			19,388
流通股数(百万)			2,181
每股净值(人民币元)			8.90

主要假設及敏感性分析

主要假設如下：

1. 2007 年前的假設同前面。
2. 2007-2020 年各路段車流量維持每年 5% 增速，其後降低為每年 2% 增長。
3. 各路段收費水準 2010 年前保持不變，此後每 5 年上升 5%。
4. 公司的經營毛利率保持穩定，公司會計政策不變，企業所得稅保持 25%。
5. 公司目標資產負債率設定為 30%。加權資本成本 = 10.25%。

表 9：敏感性分析

項目	變幅	每股淨值(人民幣元)
加權平均資本成本 (WACC)	降低1%	9.95
	降低2%	11.16
	增加1%	8.00
	增加2%	7.20
車流量	增加5%	9.15
	降低5%	8.65

## 投資建議

目標價 9.28 港元，首次  
投資評級為買入

根據 DCF 估值，我們將深高速未來 12 個月的目標價設定為 9.28 港元，該目標價按 08 年預期每股盈利計算的市盈率為 21 倍，以及 09 年預期每股盈利計算的市盈率為 14 倍。

深高速 7.68 港元的現價相當於 2008 年每股盈利 22 倍的市盈率水準，及 2009 年每股盈利的 15 倍市盈率水準。

深高速現價與目標價 9.28 港元相比，有 21% 的上升空間。

我們給予的首次投資評級為**買入**。

## 風險因素

市場風險

經濟的增長及對整體城市規劃的考慮，使地方政府不斷完善區域路網的規劃，建立一些免費通行的快速幹道，或者對部分地區實施交通管制，這將有可能對公司旗下的公路產生分流影響。

財務風險

隨著南光、鹽壩及清連工程項目的推進，使今後幾年資本支出加大，負債比例將達到較高水準，這使得利率的波動，尤其是中長期利率的變動趨勢對於公司的影響加強，同時，收費公路屬於資本密集且回報週期長的行業，公司處於資本開支的高峰時期，因此會面臨現金流量風險。

經營風險

公路行業，具有週期長，資金投入大的特點，建築材料，征地拆遷的費用不斷提高，新建項目面臨成本上升，工期延誤以及品質受到影響等風險。公路建成通車後，需要對道路進行養護和維修，隨著公路開通年限的增長以及車流量的增加，會使維修費用上升，降低公司的盈利水準。

## 主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	911	1,189	1,507	2,004	2,896	盈利能力					
营业税	(38)	(39)	(53)	(70)	(101)	经营利润率 (%)	84.1%	63.9%	65.9%	63.1%	65.1%
营业额	873	1,150	1,455	1,934	2,794	EBITDA 利润率 (%)	65.7%	45.4%	47.9%	43.1%	45.1%
经营成本	(298)	(488)	(602)	(790)	(1,030)	净利率 (%)	60.6%	49.0%	43.7%	39.5%	40.2%
其他收入	192	98	140	120	120	营运表现					
营业利润	767	759	993	1,264	1,884	实际税率 (%)	12.5%	7.8%	17.0%	19.0%	21.0%
财务开支	(101)	(98)	(167)	(251)	(376)	库存周转	84.2	164.9	184.7	220.5	261.4
联营公司	(24)	(17)	(20)	(20)	(20)	应付账款天数	821.1	640.0	485.4	369.6	283.5
税前盈利	642	644	806	993	1,488	应收账款天数	74.8	32.8	28.4	23.5	17.9
所得税	(80)	(50)	(137)	(189)	(312)	股息支付率 (%)	43.4%	49.0%	49.3%	49.9%	49.5%
少数股东应占利润	(10)	(12)	(10)	(12)	(12)	财务状况					
净利润	553	582	659	792	1,163	负债/权益	0.59	0.56	1.06	1.45	1.30
折旧及摊销	(168)	(220)	(271)	(401)	(579)	收入/总资产	0.09	0.12	0.10	0.11	0.15
EBITDA	599	540	722	863	1,305	总资产/股本	1.59	1.56	2.06	2.45	2.30
每股盈利 (元)	0.253	0.266	0.302	0.363	0.534	盈利对利息倍数	8	8	6	5	5
增长											
总收入 (%)		30.4%	26.8%	33.0%	44.5%						
EBITDA (%)		-10.0%	34%	19.6%	51.2%						
每股收益 (%)		4.8%	13.8%	20.3%	46.8%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	892	380	398	451	578	EBITDA	599	540	722	863	1,305
应收账款	189	108	119	131	144	融资成本	(101)	(98)	(167)	(251)	(376)
存货	4	3	3	4	4	营运资金变化	(143)	145	(67)	(12)	(13)
总流动资产	1,085	491	520	586	726	其他	290	361	361	450	600
固定资产						所得税	(80)	(50)	(137)	(189)	(312)
固定资产	5,117	5,958	10,212	13,712	14,212	营运现金流	565	898	711	861	1,203
联营公司投资	2,967	3,007	3,600	3,600	3,600	资本开支	(2,306)	(996)	(4,050)	(3,507)	(100)
其它长期投资	85	91	35	35	35	其他投资活动	(52)	4	4	4	4
无形资产	825	771	700	700	700	投资活动现金流	(2,358)	(992)	(4,046)	(3,503)	(96)
总资产	10,079	10,317	15,068	18,633	19,273	长期贷款变化	1,691	(141)	3,637	3,164	(436)
短期负债						股息	(240)	(262)	(284)	(327)	(393)
应付帐款	671	856	800	800	800	其他融资活动	(8)	(11)	0	0	0
短期银行借款	270	1,227	1,227	1,427	1,487	融资活动现金流	1,443	(414)	3,353	2,837	(829)
其他短期负债	16	39	57	51	55	现金变化	(350)	(508)	18	195	278
总短期负债	957	2,122	2,084	2,277	2,341	期初持有现金	1,242	892	380	256	300
长期银行贷款	2,231	1,115	5,120	8,200	8,000	期末持有现金	892	380	398	451	578
其他长期负债	519	476	555	555	555						
总负债	3,707	3,713	7,759	11,032	10,896						
少数股东权益	43	0	0	0	0						
股东权益	6,330	6,605	7,309	7,601	8,377						
负债权益合计	10,079	10,317	15,068	18,633	19,273						
每股账面值 (元)	2.9	3.0	3.4	3.5	3.8						

資料來源：公司資訊，第一上海

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話: (852) 2522-2101  
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。