# 深高速（0548）

公司研究

**買入**

2008 年 5 月 26 日

## 主要路段車流增長放緩

- **清連高速 09 年盈利將低於預期：** 清連高速將按計劃於年底按時完工，竣工完成後就能立刻通車。由於與之相連接的宜連高速修建進度明顯慢於深高速，將在 09 年的第三季度才能夠完工，屆時，清連高速才能夠起到連接湖南和粵北的交通主幹道的作用。原本預計在開通當年實現收支平衡並達到盈利，但是現在，估計在 2010 年實現收支平衡並有所盈利。
- **南光高速08年盈利不如預期：**南光高速在已於今年的1月26日通車，在修建南光高速時，是希望它能夠成爲一個區域性的主幹道，但是，由於與之相接的南坪二期最快到09年底才能夠實現通車，因此，南光高速現在的輻射力還不強，現在經過它的車輛，主要來自附近的居民或企業。從收入看，今年無法完成原先預計的人民幣1.6億的收入，最樂觀的估計是今年實現人民幣1個億的收入。
- **梅觀高速下半年車流量將有所回升：**梅觀高速最近車流量下降的主要原因是由於與之相連接的莞深高速大修，以及龍大高速開通後的分流影響，影響車流。預計在今年下半年大修完成後，梅觀公路的車流量將有所回升。而由於梅觀高速目前車流量已經接近飽和，路面狀況也不是很理想，因此，需要進行路面的拓寬及維護，將於 09 年開始實施八車道改造工程，費用大概爲 8 個億左右。公司也有意願在合適時間收購龍大高速，以提升資產質地。
- **目標價下調至 6.65 港元，維持買入評級：**基於現金流折現法，我們將目標價下調在 6.65 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 20 倍和 09 年預期每股盈利的 16 倍，目標價與現價相比，有 37%的上升空間，維持投資評級爲買入。

★ 1 港元=0.9 元人民幣


**第一上海研究部**

86755-33367015


### 主要資料

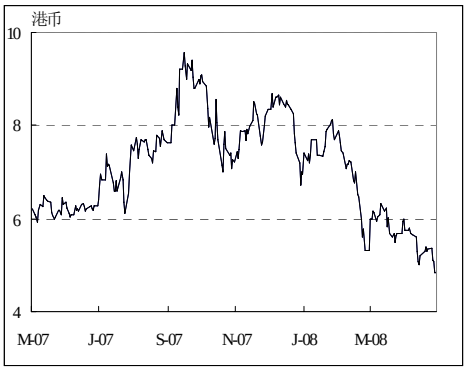
| | |
|---|---|
| 行業 | 交通運輸 |
| 股價 | 4.85 港元 |
| 目標價 | 6.65 港元<br>（+37%） |
| 股票代碼 | 0548 |
| 已發行股本 | 7.48 億股 |
| 市值 | 36.25 億港元 |
| 52 周高/低 | 9.6-4.83 港元 |
| 每股淨資產 | 3.55 港元 |
| 主要股東 | 新通產實業公司 (30.03%)<br>深廣惠公路開發總公司 (18.87%) |

### 盈利摘要

| 截止 12 月31 日 | 06年历史 | 07年历史 | 08年预测 | 09年预测 | 10年预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业额(人民币百万) | 1,189 | 1,103 | 1,199 | 1,729 | 2,371 |
| *变动* | *30%* | *-7%* | *9%* | *44%* | *37%* |
| 净利润(人民币百万) | 579 | 674 | 657 | 836 | 1,168 |
| 每股盈利(人民币元) | 0.27 | 0.31 | 0.30 | 0.38 | 0.54 |
| *变动* | *51%* | *16%* | *-3%* | *27%* | *40%* |
| 市盈率 @4.85港元（倍） | 16.4 | 14.1 | 14.5 | 11.4 | 8.1 |
| 每股股息(人民币元) | 0.13 | 0.16 | 0.16 | 0.17 | 0.24 |
| 股息现价比率 | 2.98% | 3.67% | 3.57% | 3.95% | 5.52% |

資料來源：公司資訊，第一上海預測

### 股價表現




資料來源：彭博

# 估值

每股價值爲 6.65 港元

我們用 DCF 的方法分部算出公司旗下每條公路的價值，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。

我們計算出的每股價值爲港幣 6.65。

## 公司估值表

| 路桥项目 | 权益 | WACC | 现值 |
|---|---|---|---|
| 梅观高速 | 100% | 9.52% | 2,534 |
| 机荷西段 | 100% | 9.52% | 2,741 |
| 机荷东段 | 55% | 9.52% | 1,866 |
| 盐坝高速 | 100% | 9.52% | 468 |
| 水官高速 | 40% | 9.52% | 1,149 |
| 水官延长段 | 40% | 9.52% | 249 |
| 盐排高速 | 100% | 9.52% | 1,095 |
| 阳茂高速 | 25% | 9.52% | 909 |
| 广梧高速 | 30% | 9.52% | 350 |
| 江中高速 | 25% | 9.52% | 533 |
| 广州二环 | 25% | 9.52% | 123 |
| 武黄高速 | 55% | 9.52% | 1,786 |
| 长沙环路 | 51% | 9.52% | 80 |
| 南京长江三桥 | 25% | 9.52% | 696 |
| 清连公路 | 76.37% | 9.52% | 5,459 |
| 南光高速 | 100% | 9.52% | 963 |
| 盐坝C | 100% | 9.52% | 192 |
| 合计 | | | 21,193 |
| 估计净负债(百万) | | | -8,135 |
| 净资产值(百万) | | | 13,058 |
| 流通股数(百万) | | | 2,181 |
| 每股净值(人民币元) | | | 5.99 |

資料來源：公司資訊，第一上海

# 投資建議

目標價與現價相比，有 37%的上升空間，維持投資評級爲買入

基於現金流折現法，我們將目標價下調爲 6.65 港元。

該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 20 倍和 09 年預期每股盈利的 16 倍，目標價與現價相比，有 37%的上升空間，維持投資評級爲買入。


本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

# 主要財務報表

**损益表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 06年 实际 | 07年 实际 | 08年 预测 | 09年 预测 | 10年 预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1,189 | 1,103 | 1,199 | 1,729 | 2,371 |
| 营业税 | (39) | (37) | (41) | (59) | (80) |
| **营业额** | 1,150 | 1,066 | 1,158 | 1,670 | 2,290 |
| 经营成本 | (488) | (339) | (463) | (676) | (799) |
| 其他收入 | 98 | 38 | 40 | 0 | 0 |
| 行政费用 | 0 | (50) | (55) | (79) | (108) |
| **营业利润** | 759 | 716 | 681 | 916 | 1,383 |
| 财务开支 | (98) | (132) | (210) | (222) | (267) |
| 联营公司 | 0 | 190 | 322 | 343 | 372 |
| **税前盈利** | 661 | 774 | 793 | 1,036 | 1,489 |
| 所得税 | (50) | (107) | (143) | (207) | (328) |
| 少数股东应占利润 | (12) | 6 | 6 | 7 | 7 |
| **净利润** | 599 | 674 | 657 | 836 | 1,168 |
| 折旧及摊销 | (220) | (178) | (283) | (452) | (501) |
| EBITDA | 979 | 894 | 964 | 1,367 | 1,884 |
| **每股盈利（元）** | 0.266 | 0.309 | 0.301 | 0.383 | 0.536 |
| **增长** | | | | | |
| 总收入（%） | 30.4% | -7.2% | 8.7% | 44.2% | 37.1% |
| EBITDA (%) | 4.7% | -9% | 7.9% | 41.8% | 37.8% |
| 每股收益（%） | 50.5% | 16.4% | -2.6% | 27.3% | 39.7% |

**财务分析**

| | 06年 实际 | 07年 实际 | 08年 预测 | 09年 预测 | 10年 预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| **盈利能力** | | | | | |
| 经营利润率（%） | 63.9% | 64.8% | 56.8% | 53.0% | 58.3% |
| EBITDA 利润率(%) | 82.3% | 81.0% | 80.4% | 79.1% | 79.5% |
| 净利率(%) | 50.4% | 61.1% | 54.8% | 48.4% | 49.3% |
| **营运表现** | | | | | |
| 实际税率（%） | 7.6% | 13.8% | 18.0% | 20.0% | 22.0% |
| 库存周转 | 164.9 | 114.6 | 144.0 | 145.9 | 125.8 |
| 应付账款天数 | 640.0 | 813.6 | 631.2 | 432.2 | 391.1 |
| 应收账款天数 | 32.8 | 73.0 | 158.4 | 138.2 | 78.4 |
| 股息支付率(%) | 49.0% | 51.8% | 51.8% | 45.0% | 45.0% |
| **财务状况** | | | | | |
| 负债/权益 | 0.56 | 1.00 | 1.39 | 1.36 | 1.16 |
| 收入/总资产 | 0.12 | 0.07 | 0.06 | 0.09 | 0.12 |
| 总资产/股本 | 1.56 | 2.10 | 2.51 | 2.47 | 2.27 |
| 盈利对利息倍数 | 8 | 5 | 3 | 4 | 5 |

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 06年 实际 | 07年 实际 | 08年 预测 | 09年 预测 | 10年 预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金 | 380 | 467 | 734 | 918 | 882 |
| 应收账款 | 108 | 224 | 528 | 664 | 516 |
| 存货 | 3 | 3 | 3 | 5 | 6 |
| 其他流动资产 | 0 | 16 | 15 | 0 | 197 |
| **总流动资产** | 491 | 710 | 1,280 | 1,587 | 1,602 |
| **固定资产** | | | | | |
| 固定资产 | 5,958 | 11,834 | 14,913 | 15,804 | 16,354 |
| 联营公司投资 | 3,007 | 1,142 | 1,136 | 1,136 | 1,136 |
| 其它长期投资 | 91 | 1,514 | 1,424 | 1,389 | 1,081 |
| 无形资产 | 771 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **总资产** | 10,317 | 15,200 | 18,753 | 19,915 | 20,172 |
| **短期负债** | | | | | |
| 应付帐款 | 856 | 755 | 800 | 800 | 856 |
| 短期银行借款 | 1,227 | 391 | 400 | 337 | 23 |
| 其他短期负债 | 39 | 28 | 37 | 317 | 87 |
| **总短期负债** | 2,122 | 1,173 | 1,237 | 1,454 | 965 |
| 长期银行贷款 | 1,115 | 5,252 | 8,354 | 8,861 | 8,809 |
| 其他长期负债 | 476 | 811 | 802 | 617 | 550 |
| **总负债** | 3,713 | 7,237 | 10,393 | 10,931 | 10,325 |
| 少数股东权益 | 0 | 712 | 879 | 934 | 946 |
| **股东权益** | 6,605 | 7,250 | 7,481 | 8,051 | 8,902 |
| **负债权益合计** | 10,317 | 15,200 | 18,753 | 19,915 | 20,172 |

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

| | 06年 实际 | 07年 实际 | 08年 预测 | 09年 预测 | 10年 预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA** | 979 | 894 | 964 | 1,367 | 1,884 |
| 融资成本 | (98) | (132) | (210) | (222) | (267) |
| 营运资金变化 | 145 | (217) | (259) | (137) | 202 |
| 其他 | 361 | 169 | 403 | 305 | (17) |
| 所得税 | (50) | (107) | (143) | (207) | (328) |
| **营运现金流** | 898 | 607 | 756 | 1,106 | 1,474 |
| 资本开支 | (996) | (3,373) | (3,000) | (700) | (200) |
| 其他投资活动 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| **投资活动现金流** | (992) | (3,457) | (3,830) | (1,230) | (730) |
| 长期贷款变化 | (141) | 1,022 | 3,300 | 253 | (400) |
| 股息 | (262) | (283) | (349) | (340) | (376) |
| 其他融资活动 | (11) | 2,254 | 395 | 395 | (5) |
| **融资活动现金流** | (414) | 2,992 | 3,346 | 308 | (781) |
| **现金变化** | (508) | 143 | 272 | 184 | (36) |
| 期初持有现金 | 892 | 328 | 467 | 734 | 918 |
| 汇率影响 | | (4) | (5) | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 380 | 467 | 734 | 918 | 882 |

資料來源：公司公告，第一上海預測



本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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爲可靠，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。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。