



# 深高速

## 股权激励再次被否，短期股价面临回调风险

### 公司动态

#### 公司近况

公司发布公告，11月23日股东会未通过公司股权激励计划方案：其中A股股东会以99.59%赞成票通过，H股股东会赞成票数未超过三分之二。

#### 评论

**提示投资者注意短期股价回调风险：**上次方案被否后，事实上公司加大了与投票建议机构及H股股东的沟通力度，但据我们了解此次投票建议机构仍给出反对建议，导致H股赞成票数未超过三分之二，远超市场预期。

**暂缓股权激励计划，将以其他方式提供长效激励。**两次被否后，如果继续推进股权激励计划，需要重做方案，并再次获得国资委审批。同时，新方案仍存在不被H股股东大会通过的可能性。因此，公司或将暂缓股权激励计划，但将建立和实施多种形式的长效激励机制。

**长期看好公司发展。**1)梅林关开发项目有望年底前出台。公司可能不会出售项目股权，以获得长期回报。估算该项目NAV约为52亿元，归属公司的每股价值1.19元。2)公司或将投资带来稳定回报的环保项目。公司将积极探索以水环境治理、固废处理为主要内容的大环保新产业，并通过与行业领先者合作的方式以保证回报。3)车流量增速稳定：9月主要路段(梅观、机荷东、机荷西、水官、武黄和清连高速)车流量同比增速10%，清连高速分流影响已趋于稳定；投资的外环高速路网密集、成长性高，估算成熟阶段每年能带来盈利5~6亿元，该项目DCF估值每股1.52元。

#### 估值建议

目前，公司股价对应A股2016/17年17.2倍/15.6倍市盈率，H股2016/17年12.5/11.7倍市盈率，虽然股价短期面临回调风险，但我们长期看好公司发展，维持A股推荐评级和目标价人民币9.81元，维持H股推荐评级和目标价9.12港元不变。

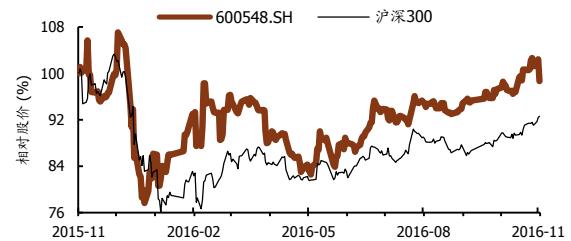
#### 风险

车流量增速不达预期。

### 维持推荐

股票代码	600548.SH	00548.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 8.89	港币 7.44
目标价	人民币 9.81	港币 9.12

52周最高价/最低价	人民币 10.08~6.73	港币 8.42~5.24
总市值(亿)	人民币 177	港币 199
30日日均成交额(百万)	人民币 36.80	港币 15.71
发行股数(百万)	2,181	2,181
其中：自由流通股(%)	66	34
30日日均成交量(百万股)	4.11	2.05
主营行业		公路



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3,620	3,421	4,330	4,730
增速	N.M.	-5.5%	26.6%	9.2%
归属母公司净利润	2,187	1,553	1,129	1,244
增速	N.M.	-29.0%	-27.3%	10.2%
每股净利润	1.00	0.71	0.52	0.57
每股净资产	5.41	5.67	5.94	6.24
每股股利	0.45	0.34	0.25	0.27
每股经营现金流	0.82	0.81	0.93	0.91
市盈率	8.9	12.5	17.2	15.6
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.4	7.3	7.3
股息收益率	5.1%	3.8%	2.8%	3.1%
平均总资产收益率	18.0%	5.5%	3.7%	4.0%
平均净资产收益率	37.1%	12.8%	8.9%	9.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

### 研究团队

#### 李若木

分析员  
 ruomu.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080516030001

#### 杨鑫, CFA

分析员  
 xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



**财务报表和主要财务比率**

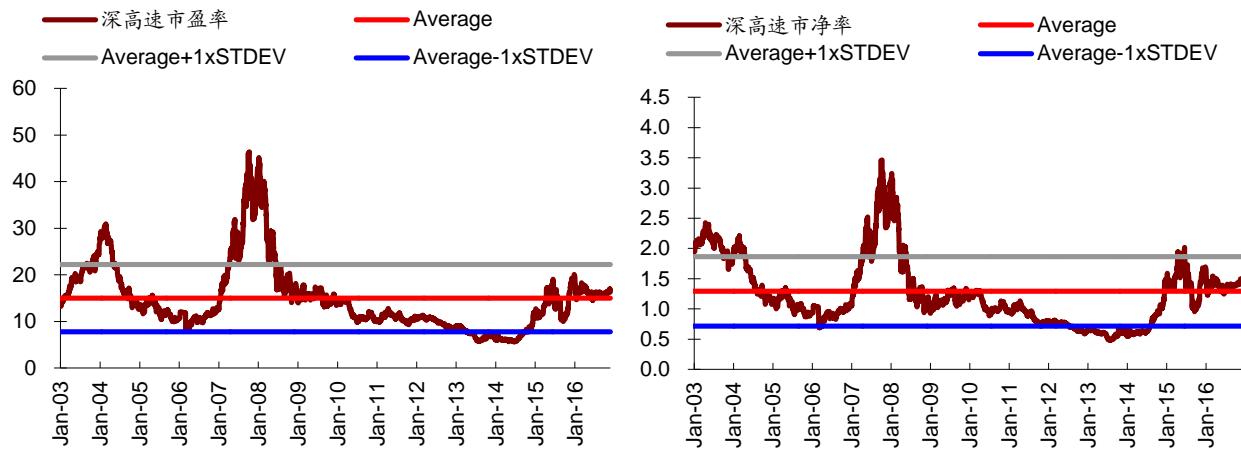
财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>									
营业收入	3,620	3,421	4,330	4,730	成长能力				
营业成本	1,705	1,679	2,252	2,462	营业收入	N.M.	-5.5%	26.6%	9.2%
营业税金及附加	131	123	150	143	营业利润	N.M.	12.1%	-27.0%	11.3%
营业费用	5	14	18	19	EBITDA	N.M.	-31.8%	12.8%	8.4%
管理费用	88	754	170	185	净利润	N.M.	-29.0%	-27.3%	10.2%
财务费用	419	371	546	591					
其他	0	0	0	0					
营业利润	1,459	1,635	1,194	1,329					
营业外收支	2,795	1,192	387	428					
利润总额	4,067	1,672	1,582	1,757					
所得税	695	177	332	369					
少数股东损益	85	-58	121	144					
归属母公司净利润	2,187	1,553	1,129	1,244					
<b>EBITDA</b>	<b>4,436</b>	<b>3,023</b>	<b>3,411</b>	<b>3,698</b>					
<b>资产负债表</b>									
货币资金	1,634	6,422	1,514	2,612	盈利能力				
应收账款及票据	820	783	1,082	1,182	毛利率	52.9%	50.9%	48.0%	48.0%
预付款项	237	242	306	335	营业利润率	40.3%	47.8%	27.6%	28.1%
存货	535	649	628	717	EBITDA 利润率	122.5%	88.4%	78.8%	78.2%
其他流动资产	801	328	21	-7	净利润率	60.4%	45.4%	26.1%	26.3%
流动资产合计	4,027	8,424	3,553	4,840					
固定资产及在建工程	1,058	1,186	1,896	4,560					
无形资产及其他长期资产	16,157	19,283	19,059	18,226					
非流动资产合计	20,303	23,246	25,820	27,796					
资产合计	24,329	31,671	29,372	32,636					
短期借款	1,046	1,836	0	500					
应付账款及票据	1,360	2,016	2,139	2,339					
其他流动负债	529	258	357	337					
流动负债合计	2,935	4,111	2,497	3,176					
长期借款和应付债券	7,189	4,892	4,192	6,742					
非流动负债合计	7,501	11,259	9,864	11,654					
负债合计	11,209	16,710	13,701	16,170					
股东权益合计	11,798	12,369	12,959	13,608					
少数股东权益	1,323	2,592	2,713	2,857					
负债及股东权益合计	24,329	31,671	29,372	32,636					
<b>现金流量表</b>									
净利润	2,187	1,553	1,129	1,244	估值分析				
折旧和摊销	944	866	1,209	1,313	市盈率	8.9	12.5	17.2	15.6
营运资本变动	-1,815	1,996	186	-10	市净率	1.6	1.6	1.5	1.4
其他	393	-2,585	-615	-711	EV/EBITDA	6.2	7.4	7.3	7.3
经营活动现金流	1,794	1,772	2,028	1,980	股息收益率	5.1%	3.8%	2.8%	3.1%
投资活动现金流入	187	1,155	357	398					
投资活动现金流出	-308	571	4,219	3,736					
投资活动现金流	495	584	-3,862	-3,338					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	225	-600	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-2,123	2,571	-3,075	2,456					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	166	4,926	-4,909	1,098					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

**公司简介**

深高速成立于1996年，主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。公司经营和投资的公路项目包括梅观高速、机荷东西段、盐排高速、盐坝高速、南光高速、清连高速、武黄高速、水官高速和延长段、阳茂高速、广梧高速、江中高速、广州西二环、长三环路和南京三桥。公司所投资的高等级公路里程数按权益比例折算约427公里。



**图表1: 历史估值**


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

**图表2: 可比公司估值表**

公司	股票代码	币种	股价	市盈率(X)			市净率(X)			净资产收益率(%)			现金分红收益率(%)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
<b>A股高速公路上市公司</b>															
深高速*	600548.SH	RMB	8.89	12.5	17.2	15.6	1.6	1.5	1.4	12.6	8.7	9.1	3.8	2.8	3.1
宁沪高速*	600377.SH	RMB	8.93	17.9	15.1	13.8	2.2	2.1	2.0	12.1	14.2	14.7	4.5	5.3	5.8
四川成渝	601107.SH	RMB	5.03	15.4	18.0	14.6	1.2	1.2	1.1	9.4	6.4	7.4	1.6	0.8	1.3
平均值				<b>16.0</b>	<b>16.1</b>	<b>15.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>10.1</b>	<b>10.3</b>	<b>10.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>
中值				<b>15.4</b>	<b>15.0</b>	<b>14.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>10.2</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
<b>H股高速公路上市公司</b>															
深高速*	548.HK	HKD	7.44	8.8	12.5	11.7	1.2	1.1	1.1	12.6	8.7	9.1	5.5	3.8	4.1
皖通高速*	995.HK	HKD	6.51	9.6	9.9	9.6	1.2	1.1	1.1	9.6	10.1	9.9	4.2	4.1	4.3
宁沪高速*	177.HK	HKD	10.26	17.3	15.0	14.2	2.2	2.1	2.0	12.1	14.2	14.7	4.7	5.5	5.7
越秀交通	1052.HK	HKD	5.31	14.0	9.8	10.0	0.9	0.9	0.9	6.1	5.6	7.4	3.6	4.4	5.0
合和公路	737.HK	HKD	3.91	19.7	17.4	17.0	1.4	1.6	1.7	6.3	6.3	7.4	3.6	7.0	4.5
平均值				<b>13.3</b>	<b>12.6</b>	<b>12.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>	<b>10.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.8</b>
中值				<b>12.1</b>	<b>11.7</b>	<b>11.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>10.8</b>	<b>9.4</b>	<b>9.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>4.7</b>
<b>国际高速公路上市公司</b>															
SIAS SpA	SIS IM	EUR	9.79	14.7	13.5	13.0	1.2	1.2	1.1	8.6	9.2	8.8	1.4	3.5	3.7
Abertis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	15.21	-17.9	18.9	17.5	2.3	3.6	3.6	19.7	12.4	21.9	2.1	4.7	5.0
CCR	CCRO3 BZ	BRL	12.40	25.0	14.1	16.8	4.9	5.3	5.0	39.1	39.6	31.4	4.3	4.0	5.0
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	11.87	9.3	8.7	7.9	0.6	1.2	1.1	6.6	6.9	5.2	3.8	4.1	4.0
Lingkaran Trans	LTK MK	MYR	5.20	15.5	16.4	10.8	4.0	4.7	3.7	28.6	30.3	30.7	4.8	4.4	5.5
平均值				<b>5.4</b>	<b>14.3</b>	<b>12.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>15.8</b>	<b>14.7</b>	<b>16.6</b>	<b>3.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>
中值				<b>12.0</b>	<b>14.9</b>	<b>11.9</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>14.1</b>	<b>10.8</b>	<b>15.3</b>	<b>2.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>

\*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 (5) 条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入” (Conviction BUY): 分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街 1 号  
国贸写字楼 2 座 28 层  
邮编：100004  
电话：(86-10) 6505-1166  
传真：(86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道 7088 号  
招商银行大厦 25 楼 2503 室  
邮编：518040  
电话：(86-755) 8319-5000  
传真：(86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编：200120  
电话：(86-21) 5879-6226  
传真：(86-21) 5888-8976

## 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话：(852) 2872-2000  
传真：(852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部  
北京市建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
邮编：100022  
电话：(86-10) 8567-9238  
传真：(86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部  
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号  
A 座 11 楼 1105 室  
邮编：201400  
电话：(86-21) 5879-6226  
传真：(86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部  
南京市鼓楼区汉中路 2 号  
亚太商务楼 30 层 C 区  
邮编：210005  
电话：(86-25) 8316-8988  
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部  
厦门市思明区莲岳路 1 号  
磐基中心商务楼 4 层  
邮编：361012  
电话：(86-592) 515-7000  
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部  
重庆市北部新区洪湖西路 9 号  
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞  
蓝爵公馆 1 层  
邮编：401120  
电话：(86-23) 6307-7088  
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部  
佛山市禅城区季华五路 2 号  
卓远商务大厦一座 12 层  
邮编：528000  
电话：(86-757) 8290-3588  
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部  
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号  
11 层  
邮编：315103  
电话：(86-0574) 8907-7288  
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部  
北京市海淀区科学院南路 2 号  
融科资讯中心 A 座 6 层  
邮编：100190  
电话：(86-10) 8286-1086  
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部  
深圳市福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 201  
邮编：518048  
电话：(86-755) 8832-2388  
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部  
广州市天河区天河路 208 号  
粤海天河城大厦 40 层  
邮编：510620  
电话：(86-20) 8396-3968  
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部  
武汉市武昌区中南路 99 号  
保利广场写字楼 43 层 4301-B  
邮编：430070  
电话：(86-27) 8334-3099  
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部  
天津市和平区南京路 219 号  
天津环商务中心（天津中心）10 层  
邮编：300051  
电话：(86-22) 2317-6188  
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部  
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼 C1 楼 2 楼  
邮编：527499  
电话：(86-766) 2985-088  
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部  
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼  
38 层 02-03 室  
邮编：350001  
电话：(86-591) 8625 3088  
传真：(86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部  
上海市淮海中路 398 号  
邮编：200020  
电话：(86-21) 6386-1195  
传真：(86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部  
杭州市教工路 18 号  
世贸丽晶城欧美中心 1 层  
邮编：310012  
电话：(86-571) 8849-8000  
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部  
成都市锦江区滨江东路 9 号  
香格里拉办公楼 1 层、16 层  
邮编：610021  
电话：(86-28) 8612-8188  
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部  
青岛市市南区香港中路 9 号  
香格里拉写字楼中心 11 层  
邮编：266071  
电话：(86-532) 6670-6789  
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部  
大连市中山区港兴路 6 号  
万达中心 16 层  
邮编：116001  
电话：(86-411) 8237-2388  
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部  
长沙市芙蓉区车站北路 459 号  
证券大厦附楼三楼  
邮编：410001  
电话：(86-731) 8878-7088  
传真：(86-731) 8446-2455

