

深度报告

公路公交

高速公路行业 2010 年投资策略

谨慎推荐

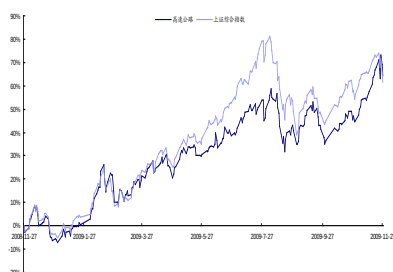
(维持)

2009 年 12 月 8 日

本报告的独到之处

- 强调行业对于低风险偏好型投资者的配置价值
- 指出适度多元化发展有望提高股东回报率，进而提升行业估值空间

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

分析师：高健

电话：0755-82130833-1809

Email: gaojian@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

经营环境向好 估值具备安全边际

● 经济复苏态势显著

当前宏观经济呈现显著的企稳回升态势，GDP 增速逐季走高。根据国信宏观小组的观点，2010 年 GDP 增速将达到 10.8%，进出口增幅均在 20% 以上，预计高速公路行业经营环境将在 2009 年基础上进一步改善，行业收入增速有望达到 8% 以上，沿海地区收费公路项目由于受进出口贸易影响更大，预计复苏周期中弹性将体现得较为充分。

● 运输需求快速增长，分流压力不容忽视

作为高速公路行业发展的重要驱动因素，汽车保有量的持续快速提升，为高速公路车流量提供了坚实基础。同时，未来应着重关注高铁对行业冲击以及公路投资大规模增长带来的分流威胁。

● 适度多元化有望拓展行业空间

高速公路行业经营特征较为特殊，收费公路项目经营期限截止后收费权将无偿上交，持续经营能力存在天然瓶颈，适度多元化是收费公路企业的积极探索，具备战略眼光的投资有望提高整体股东回报率，进而提升行业估值水平，但须建立在稳健审慎前提下，公司现金流应具备足够的应对能力。

● 经营环境继续好转，维持行业“谨慎推荐”评级

2010 年行业的投资思路应该围绕在两个方面，一是估值合理，主业稳定增长，多元化业务稳步推进，业绩存在超预期可能的公司、这类公司以宁沪高速、赣粤高速为代表；二是具备明确资产整合预期或收购扩展潜力的公司，其中以五洲交通、锦江投资为代表。此外，由自身不可控原因造成短期困难局面，未来存在明确改善预期的公司也值得我们关注，这类公司主要包括深高速、山东高速等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2010E	投资评级
			11.27	2009E	2010E		
600377	宁沪高速	35566	7.06	0.4	0.45	15.7	谨慎推荐
600350	山东高速	17492	5.2	0.29	0.33	15.8	中性
600269	赣粤高速	18239	7.81	0.44	0.48	16.3	谨慎推荐
600548	深高速	13477	6.18	0.25	0.26	23.8	中性
600650	锦江投资	8120	14.72	0.52	0.61	24.1	谨慎推荐
600561	江西长运	2075	11.17	0.48	0.54	20.7	谨慎推荐
600368	五洲交通	3908	7.03	0.17	0.26	27.0	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

高速公路车流量及路费收入今年以来体现出明显的底部回升格局，明年增长确定性仍然较高，行业整体收入增速将在 8% 以上。行业对应 2010 年 PE 水平不足 17 倍，按照 50% 分红水平测算，对应股息收益率仍达到 3% 左右，保持对一年期定期存款领先优势，我们维持行业“谨慎推荐”投资评级

2010 年行业的投资思路应该围绕在两个方面，一是估值合理，主业稳定增长，多元化业务稳步推进，业绩存在超预期可能的公司、这类公司以宁沪高速、赣粤高速为代表；二是具备明确资产整合预期或收购扩张潜力的公司，其中以五洲交通、锦江投资为代表。此外，由自身不可控原因造成短期困难局面，未来存在明确改善预期的公司也值得我们关注，这类公司主要包括深高速、山东高速等。

核心假设或逻辑

高速公路车流量及路费收入与宏观经济、工业增加值、进出口贸易等高度相关，我们做出上述判断的假设是明年 GDP 的增长不会低于 10%，如果低于 10%，行业需求增速可能比我们预计的增长率有所下降。

与市场预期的不同之处

2010 年宏观经济继续回暖是大概率事件，市场对盈利弹性大的周期性行业更加青睐，高速公路行业吸引力不大。由于投资者风格偏好差异较大，针对低风险偏好型投资者我们仍建议积极关注高速公路行业，在承受较低风险的同时获得稳定回报；此外，虽然成长性略显不足，但考虑到可能存在的经济复苏低于预期或流动性阶段性收紧的风险，市场可能会出现震荡调整走势，高速公路仍是值得配置的板块。

市场普遍认为企业多元化将损害股东利益，但我们认为，高速公路企业经营模式决定了适度多元化属积极探索，甚至有望提升行业估值空间，主要有三点原因：

首先，有限的经营期限决定了公路企业面临到期清算的困境，多元化投资将延续企业的经营期限；其次，收费公路企业具备持续稳定的现金流，可以为多元化投资提供稳定的支持，保证投资的连续性；第三，大规模高速公路投资背景下，高速公路供给将大量增加，分流威胁可能会逐步凸显，而且公路建造成本迅速上升，未来新建公路项目的投资回报率预计将低于现有项目，投资吸引力相对有限。

当然，我们倡导的适度多元化，建立在稳健前提下，公司现金流应具备足够的应对能力，过于激进的投资策略并不适合，反而会对企业的投资价值产生负面影响。

股价变化的催化因素

车流量超预期增长、外延式扩张取得突破以及资本运作启动等因素将成为股价表现的催化因素。

核心假设或逻辑的主要风险

1. 宏观经济复苏进程低于预期
2. 持续的恶劣天气或自然灾害

内容目录

投资摘要.....	2
经济复苏态势显著.....	5
经济回暖，宏观指标复苏	5
行业经营状况有所改善	5
运输需求快速增长,分流压力不容忽视.....	6
汽车销量屡创新高，运输需求具备坚实基础.....	6
客运专线渐行渐近，挑战与机遇并存	6
公路货运空间依然广阔	7
公路投资呈加速态势	8
适度多元化有望拓展发展空间.....	9
行业存在经营期限不可持续困境	9
适度多元化有望拓展行业空间	9
经营环境继续好转，维持行业“谨慎推荐”评级.....	10
路费收入与宏观经济高度相关	10
估值折价将长期延续，低风险偏好者仍可积极关注.....	11
业绩增长及资产注入预期双主线思路选股	12
重点公司盈利预测	15

图表目录

图 1: GDP季度同比增速 (单位: %)	5
图 2: 全国工业增加值月度同比增速 (单位: %)	5
图 3: 进出口月度同比增速 (单位: %)	5
图 4: 公路客货运周转量同比增速 (单位: %)	5
图 5: 高速公路行业营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 6: 高速公路行业营业利润及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 7: 我国民用汽车保有量统计 (单位: 万辆)	6
图 8: 汽车月度产量及同比增速 (单位: 万辆)	6
表 1: 客运专线影响的相关上市公司	7
图 9: 美国货运方式周转量结构	8
图 10: 美国铁路货运和公路货运平均运距 (单位: 千米)	8
图 11: 公路固定资产投资累计值及同比增速	8
图 12: 高速公路通车里程 (单位: 万公里)	8
表 2: 新建高速公路项目对上市公司现有路段分流影响统计	9
表 3: 部分上市公司收费公路项目截止日期	9
表 4: 部分上市公司业务多元化拓展案例	10
图 13: 沪宁高速江苏段日均全程车流量 (单位: 辆)	11
图 14: 赣粤高速旗下路段季度路费收入 (单位: 百万)	11
图 15: 深高速旗下路段日均路费收入 (单位: 元)	11
图 16: 楚天高速月均全程车流量 (单位: 辆)	11
图 17: 高速公路行业与全体A股市盈率、市净率比值关系走势图	12
表 5: 高速公路重点公司盈利预测及投资评级	15

经济复苏态势显著

经济回暖，宏观指标复苏

宏观经济经历了 2008 年四季度增速快速下滑和 2009 年一季度的谷底，当前已经呈现显著的企稳回升态势，GDP 增速逐季走高，前三季度 GDP 增速已达 7.7%，由于 2008 年四季度的较低基数，全年保 8 的目标有望顺利实现。

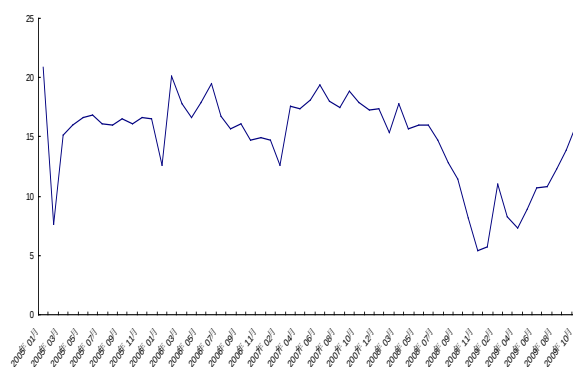
在经济复苏的带动下，主要宏观经济指标均体现出逐步向好的特征，工业增加值增速连续 6 个月保持加速上升，进出口总额降幅由 09 年 1 月份的-29%大幅收窄至 10 月份的-11%。

图 1: GDP 季度同比增速 (单位: %)



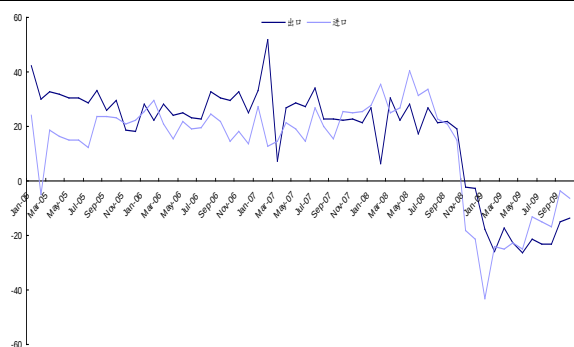
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 2: 全国工业增加值月度同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 3: 进出口月度同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 4: 公路客货运周转量同比增速 (单位: %)



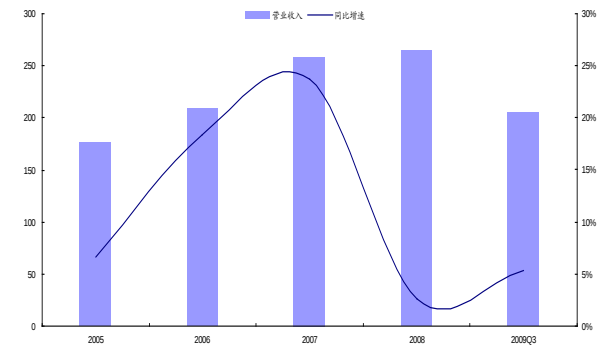
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

行业经营状况有所改善

2009 年前三季度，高速公路上市公司总营业收入 205 亿元，同比增长 5.3%，较 2008 全年 2.6% 的增速有所改善，而营业利润 101 亿元，同比增长 8%，2008 年营业利润同比下滑幅度高达 15%，盈利大幅改善的原因一方面由于 2008 年国内面临雪灾、地震等一系列自然灾害，影响高速公路收入的同时，也增加了运营的成

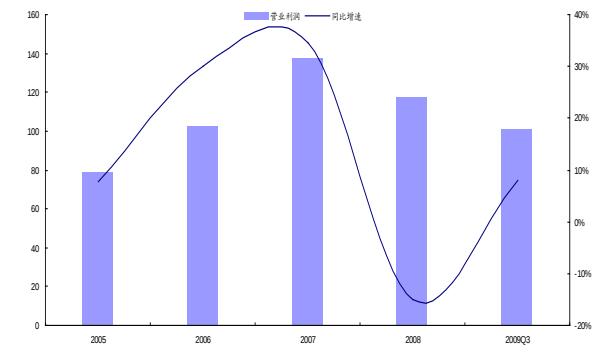
本；另一方面，经济回暖带来的公路运输需求则是盈利状况改善的关键原因。

图 5：高速公路行业营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 6：高速公路行业营业利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

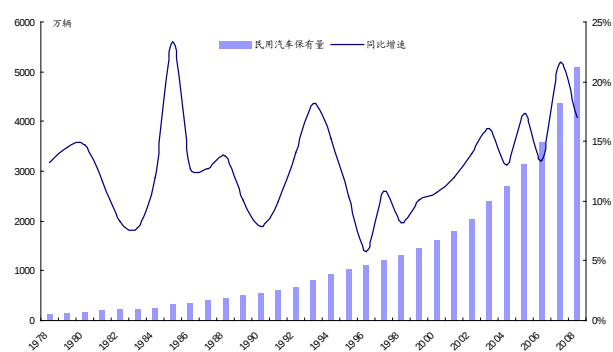
运输需求快速增长, 分流压力不容忽视

汽车销量屡创新高，运输需求具备坚实基础

随着我国经济的持续快速增长和居民收入水平的不断提升，我国民用汽车保有量呈快速上升态势，由 1978 年底的 136 万辆上升到 2008 年底的 5100 万辆，年均复合增长率 12.8%，增速超过 GDP 复合增速 9.9%。今年以来，国内车市在居民消费升级和政府持续有效的汽车救市政策的刺激下持续升温，月度销售纪录屡屡刷新。据中国汽车工业协会最新统计，今年 1 至 10 月国产汽车产销双双超过 1000 万辆，分别为 1087.32 万辆和 1089.14 万辆，同比增长 36.23% 和 37.71%，预计未来销量超越美国而成为全球第一大汽车销售市场的进程将大大提前。作为高速公路行业发展的重要驱动因素，汽车保有量的持续快速提升，为高速公路车流量提供了坚实基础。

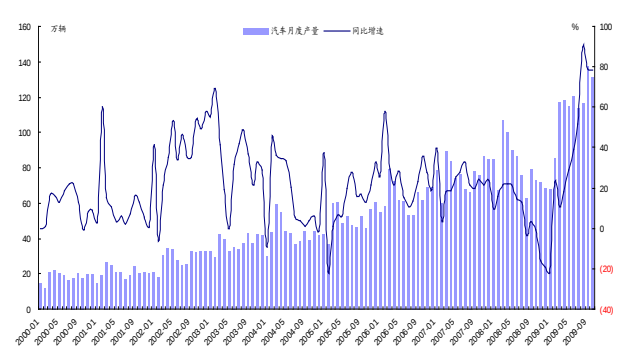
同时，居民出行次数也呈现持续增长，由 1978 年的年均 2.6 次上升到 2007 年的年均 16.9 次，平均运距由 20.5 千米提高到 51.2 千米，预计未来随着高速公路网络的完善，居民出行次数和平均运距将进一步提高。

图 7：我国民用汽车保有量统计（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 8：汽车月度产量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

客运专线渐行渐近，挑战与机遇并存

高速铁路在中长途客运市场上具有强大的竞争力,随着未来高速客运专线的陆续竣工,高铁快速、舒适、准点等优势可能会抢占公路长途客运的大量市场份额。作为高速公路车流量重要组成部分的大中客公路运输将面临挑战。

我们认为客运专线对高速公路行业冲击程度将比较有限,一方面由于该部分车流量绝对占比并不高,位于 10%-20% 区间,在车流量降低 30% 的情形假设下,对车流量及路费收入负面影响幅度在 3%-6% 之间,而且这种影响并不是持续存在的,经历调整后将保持稳定;另一方面公路客运企业可以通过提升车辆档次、提高服务水平、大力发展铁路沿线接驳的支线线路、灵活运用价格策略等方式积极应对高速铁路客运专线的威胁,公路客运和铁路客运将在各自具备优势的领域发挥作用。

表 1: 客运专线影响的相关上市公司

线路	线长(千米)	投资总额(亿)	运行时速(千米/小时)	竣工时间	运行区间	影响上市公司	影响路段
武广线	995	930	200-350	2009 年底	武汉-广州	现代投资 深高速	长潭高速、谭耒高速 清连高速
京津线	115	123	200-250	2007 年底	北京-天津	华北高速	京津塘高速
合宁线	166	250	200-250	2008.8	合肥-南京	皖通高速	合宁高速
福厦段	273	153	200-250	2009 年底	福州-厦门	福建高速	福泉高速、泉厦高速
广佛线	33	147	39	2012 年底	广州-佛山	粤高速	广佛高速
广珠线	117	178	160-200	2009 年底	广州-珠海	粤高速	京珠高速广珠段
广深专线	131	167	250-350	2010 年底	广州-深圳	合和公路基建	广深高速
济青线	380	110	200-250	2008.6	济南-青岛	山东高速	济青高速
石武线	840	1167	300-350	2010 年底	石家庄-武汉	中原高速	郑漯高速、漯驻高速
昌九线	131.27	62	200	2009 年底	南昌-九江	赣粤高速	昌九高速
沪宁线	300	395	300	2010 年	南京-上海	宁沪高速	沪宁高速

数据来源: 国信证券经济研究所

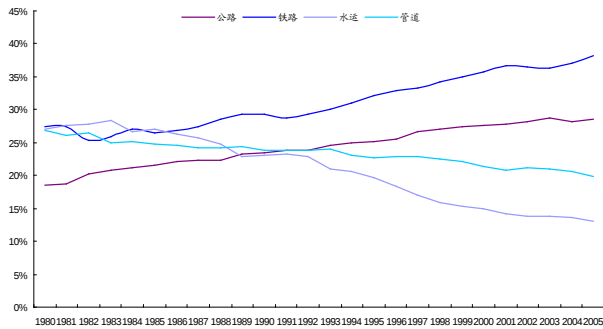
公路货运空间依然广阔

随着铁路网络建设进度的加快,未来铁路货运将成为有力的竞争者。我们认为铁路货运和公路货运各具优势。铁路货运具有运量大、运距长、能源消耗低和安全系数高的优势,在 500-1000 公里的范围内最高效,适合运输煤炭等大宗商品、重型机械装备等,而公路货运在 500 公里范围内具备竞争力,方便快捷,时间灵活机动,是提高运送效率、促进城际间现代物流业发展的重要推动力量。目前我国公路货运平均运距仅为 70 公里,与发达国家平均 300 公里的运距还有较大差距,随着公路网络的逐步完善,高速公路有望成为公路货运的主要载体。

美国货运业的发展或许可以给我们一些启示,20 世纪 70 年代以前,由于政府的过度管制及其他交通运输方式的迅速发展,美国铁路发展缓慢,效率低下,货运周转量份额不断萎缩,1976 年和 1980 年,美国政府为振兴铁路运输业,美国国会分别通过了《铁路复兴和管理改革法》和《斯塔格斯铁路法》,此后美国铁路货运业开始了复兴之旅,效率指数不断提升,在整个交通运输体系中的比例也不断上升,铁路货运周转量占全社会货运周转量的比重由 1980 年的 27.38% 上升到 2004 年的 40%。截至 2005 年底,美国铁路运营里程达到 14 万英里,铁路网络遍及全国各地。

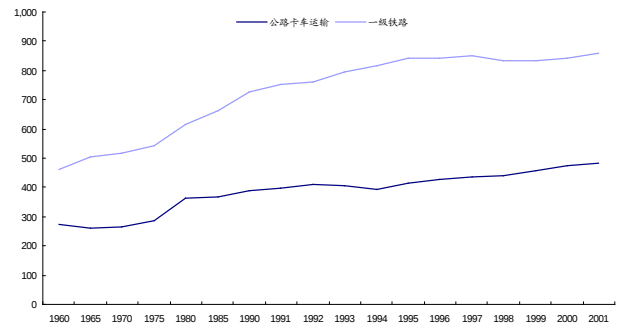
在美国铁路货运业强劲复苏的过程当中,公路运输业的市场份额并没有缩水,反而同样处于上升通道当中,原因在于它们各自的优势范围处于不同区间。由于完善的高速公路网络,公路货运业在中短途运输中充分发挥了灵活便捷及快速响应的优势,有效抵御了其他货物运输方式的竞争。美国地理状况与我国最为接近,因此,我们不应夸大未来铁路货运网络的完善对公路货运的冲击,随着公路货运平均运距的提升,公路货运仍将在我国货运交通中扮演关键的角色。

图 9: 美国货运方式周转量结构



资料来源: BTS、国信证券经济研究所

图 10: 美国铁路货运和公路货运平均运距 (单位: 千米)

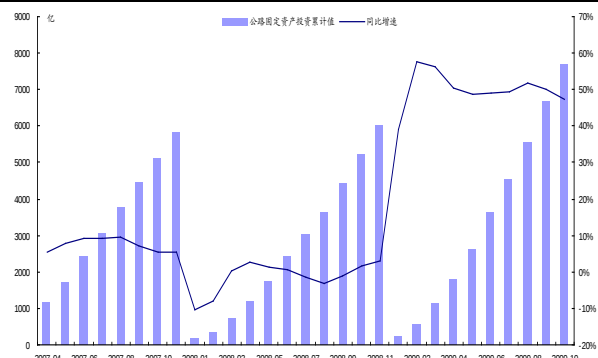


资料来源: BTS、国信证券经济研究所

公路投资呈加速态势

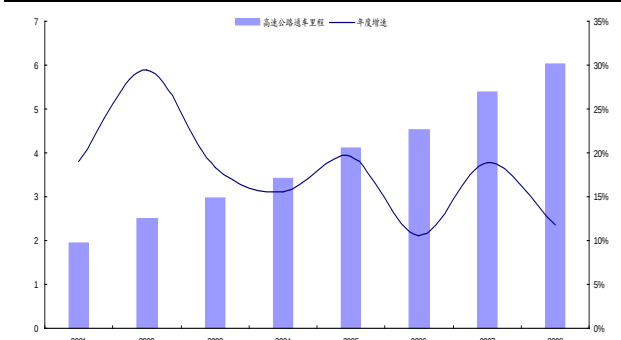
在举国上下大规模投资“铁公基”热潮下，高速公路建设作为拉动地方经济的重要推动力，出现了新一轮的投资高峰期。2009 年 1-10 月全国公路固定资产投资累计值 7678 亿元，同比增速高达 47.3%。

图 11: 公路固定资产投资累计值及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 12: 高速公路通车里程 (单位: 万公里)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

按照目前建设进度，我国在 2020 年建成 8.5 万公里 7918 国家高速公路网络的规划将会提前实现。市场担心新建高速公路项目存在盲目投资、重复建设的问题，我们认为长期来看，我国高速公路项目并无过剩之忧，目前新开工的项目多属于国家高速公路网络中重要组成部分，虽然在经济欠发达地区通车初期投资回报可能并不具备吸引力，但随着经济持续增长和汽车保有量的增加，整体路网将最终达到均衡状态，我们需要关注近几年新建的高速项目对现有上市公司公路项目的分流威胁。

表 2: 新建高速公路项目对上市公司现有路段分流影响统计

线路	竣工时间	运行区间	影响上市公司	影响路段	该路段收入占比	影响及程度
京珠湖南段复线	20012 年	岳阳-宜章	现代投资	长潭高速、潭耒高速	95%	负面; 很大
济青高速南线(青岛海湾大桥)	2010 年	黄岛-青岛	山东高速	济青高速	80%	负面; 一般
广乐高速	2013 年底	乐昌-广州	深高速	济莱高速	3%	正面; 很大
济广高速(江西省内段)	2011 年	景德镇-寻乌	赣粤高速	清连高速	-	负面; 一般
沪蓉高速(湖北省内段)	2009 年底	武汉-荆门	楚天高速	昌九高速、昌樟高速、昌泰高速	85%	负面; 一般
			深高速	汉宜高速	100%	负面; 一般
	2011 年	宜昌-巴东	楚天高速	武黄高速	10%(权益折合)	正面; 较大
			深高速	汉宜高速	100%	正面; 较大
			深高速	武黄高速	10%(权益折合)	正面; 一般
沪蓉西高速	2009 年底	宜昌-恩施-利川	楚天高速	汉宜高速	100%	正面; 很大
			深高速	武黄高速	10%(权益折合)	正面; 较大

数据来源: 国信证券经济研究所

适度多元化有望拓展发展空间

行业存在经营期限不可持续困境

我国高速公路行业经营特征较为特殊, 由于国家规定了收费公路项目的经营期限, 期限截止后收费权将无偿上交政府, 上市公司现有项目收费期在 2030-2040 年间将陆续终止。因此, 高速公路上市公司在经营模式上存在天然的缺陷, 虽然部分公司在公路大规模投资的背景下投资新建一批高速公路项目, 但仍无法摆脱固有的经营模式弊端。

表 3: 部分上市公司收费公路项目截止日期

线路	路段	收费截止日期
宁沪高速	沪宁高速江苏段	2032
	广靖锡澄高速、312 国道沪宁段	2029
	宁连公路南京段	2029
山东高速	济青高速	2029
	济莱高速	2034
	德齐高速北段	2022
	济南黄河二桥	2025
	梅观高速、机荷(东段、西段)	2027
深高速	盐坝高速	2031
	盐排高速	2027
	南光高速	2033
	清连高速	2034
赣粤高速	昌九高速、昌樟高速	2027
	昌泰高速	2033
	温厚高速	2028
	九景高速	2031
楚天高速	汉宜高速	2030

资料来源: 国信证券经济研究所

适度多元化有望拓展行业空间

针对上述经营模式的不足, 行业中有上市公司采取了适度多元化的方式来应对, 如赣粤高速对地产、核电企业进行了投资; 宁沪高速在房地产开发领域积极拓展; 五洲交通在房地产、物流园区等方面的开拓; 深高速通过输出管理优势, 在委托建造管理业务方面屡有斩获。

表 4：部分上市公司业务多元化拓展案例

线路	投资项目	规模及比例
宁沪高速	房地产开发	通过招拍挂方式获取三宗土地资源合计 462217 平米，总金额 9.82 亿元，容积率不大于 3.0，用途为商业、住宅
	参股核电项目	参股彭泽核电站项目（持股比例 20%，该项目规划建设 4*125 万千瓦压水堆核电机组，分两期建设，一期建设规模 2*125 万千瓦，投资规模 350 亿元）；参股江西万安烟山核电项目，股权比例未定，但非控股
赣粤高速	参股房地产上市公司	持有信达地产（600657）1 亿股份，原始投资成本 6 亿元
	建造委托管理	沿江高速（深圳段）委托管理业务，长约 30.5 公里，工程概算 88 亿元，委托管理费用按投资概算 1.5% 计取；南坪（二期），投资规模约 40 亿元
深高速	房地产业务	五洲国际房地产项目，销售面积 80000 平米左右，均价 6000 以上，未来两年陆续结算
	物流	控股（70%）凭祥国际物流园，占地 2000 亩，规划总投资 8.23 亿元，分三期建设；控股（70%）南宁金桥农产品批发市场，项目分二期建设，总投资 12.3 亿元
五洲交通		

资料来源：国信证券经济研究所

多元化一直是一个饱受诟病的话题，为了做大规模盲目进行多元化发展导致大而不强并失去核心竞争力，最终损害企业价值的案例不胜枚举，但我们认为，高速公路企业的经营模式决定了适度多元化属于有益的探索，主要有以下三点原因：

第一、有限的经营期限决定了公路企业面临到期清算的困境，多元化投资将延续企业的经营期限，有望在收费公路经营权终止后仍有后续的投资回报。

第二、收费公路企业具备持续稳定的现金流，可以为多元化投资提供稳定的支持，保证投资的连续性。

第三、大规模高速公路投资背景下，高速公路供给将大量增加，分流威胁可能会逐步凸显，而且公路建造成本迅速上升，未来新建公路项目的投资回报率预计将低于现有项目，投资吸引力相对有限。

适度多元化是收费公路企业的积极探索，具备战略眼光的投资有望获得较好的资本回报率，从而提高整体的股东回报率，进而提升行业估值水平，但这是建立在稳健、审慎的前提下，公司现金流应具备足够的应对能力，过于激进的投资策略并不适合，可能反而会对企业的投资价值产生负面影响。

经营环境继续好转，维持行业“谨慎推荐”评级

路费收入与宏观经济高度相关

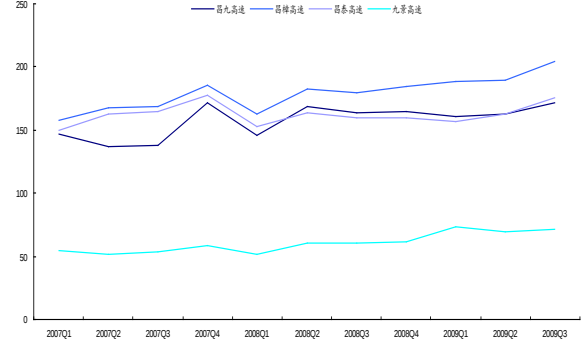
作为体现宏观经济运行态势的重要指标，高速公路车流量及路费收入今年以来体现出明显的底部回升格局，明年增长的确定性仍然高，根据国信宏观小组的观点，2010 年 GDP 增速将达到 10.8%，进出口增幅均在 20% 以上，预计高速公路行业收入增长速度有望达到 8% 以上，经营环境将在 2009 年基础上进一步改善，沿海地区收费公路项目由于受进出口贸易影响更大，预计复苏周期中弹性将体现得较为充分。

图 13: 沪宁高速江苏段日均全程车流量 (单位: 辆)



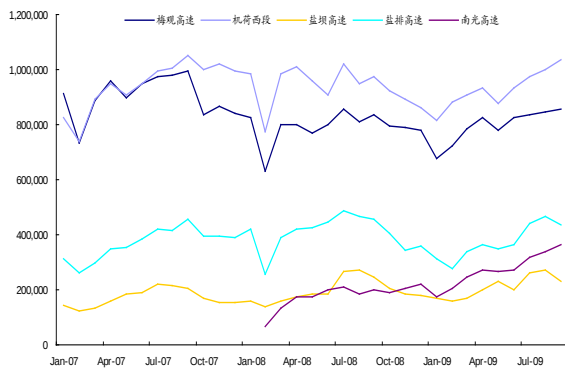
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 14: 赣粤高速旗下路段季度路费收入 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 15: 深高速旗下路段日均路费收入 (单位: 元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 16: 楚天高速月均全程车流量 (单位: 辆)



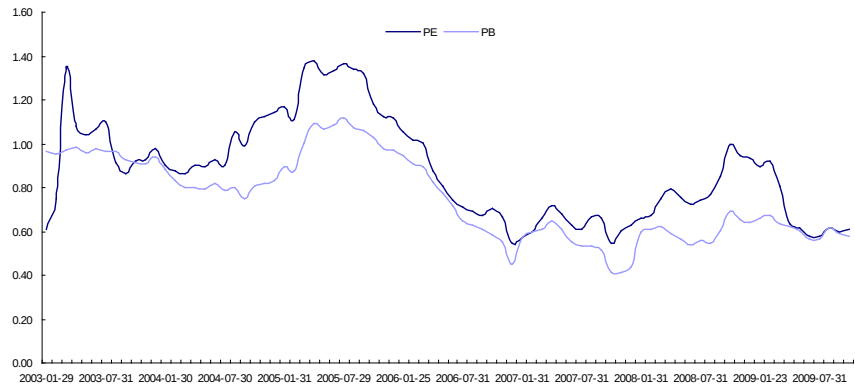
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

估值折价将长期延续, 低风险偏好者仍可积极关注

从历史估值水平来看, 行业估值经历了从溢价到折价的阶段, 也从侧面印证了行业发展阶段的变迁。2002-2005 年是高速公路行业的“黄金时代”, 汽车销量快速增长、路网贯通效应等多重利好因素叠加, 造就了行业快速成长时期, 受到投资者的一致青睐, 估值水平持续溢价。目前整个高速公路行业已经步入平稳增长期, 未来主要的业绩驱动因素在于宏观经济增长带来的公路货运需求及商务交往需求和居民收入水平提高带来的出行需求。随着未来新项目陆续建设完工, 分流压力渐行渐近, 行业成长前景并不突出, 因此行业当前阶段相对市场整体的估值折让可能会长期存在。

收费公路企业在多元化方向的探索是未来值得我们关注的方向之一, 具有战略眼光的投资将提升企业价值, 并提升公司的估值水平。理想的高速公路商业模式是充分利用现有充裕现金流, 在企业可承受可控范围内为投资业务提供持续支持, 进而发展成投资控股型企业, 当然这对管理层的才能和执行力具备较高的要求, 在针对高速公路经营本身利好政策出台预期较弱的背景下, 适度的多元化是提升行业估值水平的超预期因素之一。

图 17：高速公路行业与全体 A 股市盈率、市净率比值关系走势图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所

由于业绩弹性较小，09 年初至今高速公路行业跑输指数。2010 年宏观经济继续回暖是大概率事件，市场可能仍对盈利弹性较大的周期性行业更加青睐，高速公路行业的吸引力仍不明显。由于市场中投资者风格偏好差异较大，针对低风险偏好型投资者我们仍建议积极关注高速公路行业，在承受较低风险的同时可获得稳定的回报；此外，虽然成长性不足使得进攻性有所欠缺，但可能存在的经济二次探底风险以及流动性、投资者信心下降带来的阶段性震荡甚至调整行情中，高速公路行业仍是值得配置的板块。

高速公路行业对应 2010 年 PE 估值水平不足 17 倍，按照行业 50%的分红水平测算，对应的股息收益率仍达到 3%左右，仍保持对一年期定期存款的领先优势，综上所述，我们维持行业“谨慎推荐”的投资评级，建议投资者逢低买入，获取确定性较高的稳定回报。

业绩增长及资产注入预期双主线思路选股

2010 年行业的投资思路应该围绕在两个方面，一是估值合理，主业稳定增长，多元化业务稳步推进，业绩存在超预期可能的公司、这类公司以宁沪高速、赣粤高速为代表；二是具备明确资产整合预期或收购扩张潜力的公司，其中以五洲交通、锦江投资为代表。此外，由自身不可控原因造成短期困难局面，未来存在明确改善预期的公司也值得我们关注，这类公司主要包括深高速、山东高速等。

宁沪高速：业绩超预期，首选防御品种

路网及动车分流趋稳，区位优势优越。苏南地区路网已基本完善，未来基本不存在对公司现有路产形成重大分流影响的项目。长三角地区经济外向型程度高，明年宏观经济加速回暖以及海外经济企稳回升背景下，该区域车流量及收入增长状况将值得期待。长三角城市间联系密切，产业布局合理，汽车保有量水平全国领先，未来车流量具备坚实保障。江苏省自 2009 年 7 月 1 日起小幅上调高速公路收费标准，对公司路费收入产生正面效应，明年业绩存在超预期的可能。

房地产业务有望成为未来业绩增长点。公司通过旗下子公司宁沪置业有限责任公司涉足房地产开发领域，目前已通过招拍挂方式竞得句容市和通过招拍挂方式获取三宗土地资源合计 462217 平米，总金额 9.82 亿元，容积率不大于 3.0，用途为商业和住宅项目。预计未来 2-3 年房地产开发项目将逐步为公司贡献机润，有望成

为新的利润增长点，我们对公司在多元化方面的尝试持谨慎乐观态度。

维持“谨慎推荐”投资评级，低风险偏好型投资者首选标的。公司优越的地理位置和高度注重股东回报的分红政策使得公司成为高速公路行业最具防御性的品种。前三季度公司 EPS0.30 元，同比增长 21%，在行业中表现突出。预计 09-10 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.45 元，对应 09-10 年市盈率分别是 17.7 倍和 15.7 倍，略低于行业平均水平，同时在高速公路股票 A+H 公司中溢价率处于最低水平，公司在维持公司“谨慎推荐”投资评级，公司是低风险偏好型投资者的首选投资标的。

赣粤高速：长期投资价值突出

路网分布日趋均衡，抗风险能力增强。公司主要公路项目构成了江西省内重要通道，路费收入集中度较低，占比最高的昌樟高速仅 32%，单一路产项目面临的分流威胁并不足以对公司总体路费收入产生巨大冲击。随着未来彭湖高速一二期、昌奉高速等新项目及九景高速技改项目投入使用，公司收费业务布局将更加合理，同时将迎来新的收入增长点。中部地区经济增长势头强于沿海地区，预计公司 2010 年路费收入增速有望保持在 10%以上。

参股房地产企业和核电项目将提升公司长期投资价值。公司在多元化发展方面不断取得突破，对房地产上市公司信达地产（600657）的投资属于较为成功案例，公司出资 6 亿元持有 1 亿股份，当前市场价值已经达到 11.5 亿元，帐面浮盈高达 5.5 亿元，信达地产强势的国资背景决定了未来仍具备良好的发展空间；赣粤高速还积极涉足核电业务，参股彭泽核电站项目（中国电力投资集团控股 51%，公司持股比例 20%，该项目规划分两期建设，一期建设规模 2*125 万千瓦，投资规模 350 亿元）和万安烟家山核电项目（中核集团控股 51%，与赣能股份合计持有 49% 股权），由于核电属于我国战略性扶持的朝阳行业，盈利能力强于常规发电方式。据官方预测，至 2020 年，核电占发电量的比例将由目前的 2% 上升至 8% 左右，赣粤高速对核电领域的投资应属于财务投资的范畴，经历 5 年建设周期后将带来稳定的投资回报。

维持“谨慎推荐”投资评级，长期投资价值明显。公司近年来规模扩张较快，在新建公路投资项目的同时，积极开拓了业务领域，2009 年以来累计涨幅高达 105%，远超行业平均 64% 的涨幅，当前股价对短期利好做出了充分反应，估值基本合理，但我们仍看好公司的长期投资价值。公司前三季度 EPS0.33 元，同比增长 19%，表现优异，预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.48 元（不含财政补贴），维持“谨慎推荐”评级，公司投资业务的拓展有望成为未来的超预期因素，建议投资者关注公司长期价值，逢低买入。

五洲交通：规模与质量并进，未来成长可期

即将增发收购的坛百高速是未来高速公路业务主要盈利增长点。坛百高速增发收购事项预计在 2010 年完成。该项目具备较好的区位优势，同时平均造价较低（每公里不到 3000 万），上述优势保证了未来的盈利潜力，当前车流量增长势头良好，去年开通初年就实现盈利，09 年上半年实现路费收入 1.68 亿元，预计未来仍将保持快速增长态势，收购完成后，公司高速公路资产将大幅增加，由现有的 29 公里提升至 217 公里，也将是公司未来路费收入项目主要的盈利增长点，预计 2010 年该项目收入 4.3 亿元以上，增速超过 20%，由于成本增长较为平稳，因此净利润将呈现加速增长的态势，预计将在 9000 万左右，同比增速 80% 以上。考虑增发摊薄效应，该项目将增厚公司 2010 年业绩至少 0.08 元。

金桥农批发市场进展顺利，未来有望逐步增厚业绩。根据《南宁市现代物流总体规划》，金桥农产品批发市场将打造成为国有示范性农产品物流企业。该项

目规划总投资高达 12.3 亿元，一期工程已完成所有工程招投标工作并已全面施工，根据最新进展，一期 300 多套交易间预售情况火爆，售价在 100 万元以上。随着项目的滚动开发不断推进，项目的逐步结算将增厚公司业绩，发展前景看好，租售结合的方式保证了该项目未来将成为公司业绩的稳定器。预计 2010 年结算收入 2.5 亿元。

房地产将成为重要业务开拓领域。公司目前正在建的五洲国际项目位于东盟国际商务圈内，共计 9 栋楼，地价成本每亩合 250 万左右，当前地价已上涨至 800 万元以上。该项目总销售面积 8 万平方米左右，均价在 6000 元以上，该项目未来几年的结算将给公司带来较大的盈利贡献。预计未来三年为公司贡献净利润在 1.5 亿元以上。此外，公司正在积极寻找新的地产投资项目，以提升地产业务发展的持续性。

首次给予“谨慎推荐”投资评级，即将迎来业绩高速增长期。北部湾地区作为广西地区经济发展的龙头区域，未来在产业布局、吸引投资优惠政策方面将获得国家和自治区政府大力支持，随着经济规模的提升和城市化进程的加速，运输、物流和房地产均将具备广阔的发展前景，公司以高速公路运营为主业，物流和房地产作为多元化重要补充的业务结构具备坚实的内生性增长基础。综合对各业务领域的分析，我们预计公司 2010 年开始将迎来规模和盈利的高速增长期，保守估计 09-11 年 EPS 为 0.17 元、0.26 元（考虑增发摊薄）和 0.38 元，当前股价对应 09-11 年 PE 水平为 41.4 倍、27 倍和 18.5 倍，我们首次给予公司“谨慎推荐”评级，坛百高速收购完成、房地产和物流项目结算进程的加速和大股东资本运作的启动将成为股价表现的催化剂。

锦江投资：受益世博，资本整合渐行渐近

业绩低点已过，有效成本控制缓解经营压力。公司前三季度收入下降 5.7%，但营业成本下降 8.1%，降幅大于收入降幅，体现良好的成本控制能力，扣除投资收益下降 5200 万的影响，公司主业盈利甚至略有增长。我们认为 2009 年公司物流业务已经度过最困难的时期，随着海外经济体的逐步复苏，未来物流业务将企稳回升。集团在该业务领域与日方三井株式会社的合作经验有助于公司学习先进管理经验，公司在冷链物流领域处于行业领先地位，因此未来更高层面的合作与发展也值得期待。

资产整合有望逐步推进，维持公司“谨慎推荐”评级。公司近期已启动对出租车业务和汽车服务业务小规模整合工作（收购 247 辆出租车牌照和 30% 锦江商旅公司股份），表明管理层做大客运主业的决心，上述交易也有望开启公司资产整合的序幕，我们认为在上海国资整合稳步推进的有利环境下，集团层面的资本整合值得期待。考虑该收购的增厚效应，我们上调公司 09-10 年间盈利预测至 0.52 元和 0.61 元（不考虑资产注入），当前对应的 09-10 年 PE 估值水平为 24.9 倍和 21.2 倍，考虑到公司 2010 年将显著受益世博会的召开以及海外经济复苏带来的物流相关业务的回暖，此外还具备明确的资本整合预期，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级，建议投资者积极关注，逢低增持。

重点公司盈利预测

表 5：高速公路重点公司盈利预测及投资评级

简称	股价 09-11-27	BPS (TTM)	EPS				P/B	P/E				投资评级
			07	08A	09E	10E		07	08	09E	10E	
宁沪高速	7.06	3.21	0.32	0.31	0.4	0.45	2.20	22.1	22.8	17.7	15.7	谨慎推荐
山东高速	5.2	2.68	0.35	0.37	0.29	0.33	1.94	14.9	14.1	17.9	15.8	中性
赣粤高速	7.81	3.44	0.94	0.94	0.44	0.48	2.27	8.3	8.3	17.8	16.3	谨慎推荐
深高速	6.18	3.70	0.31	0.23	0.25	0.26	1.67	19.9	26.9	24.7	23.8	中性
锦江投资	14.72	3.39	0.57	0.59	0.52	0.61	4.34	25.8	24.9	28.3	24.1	谨慎推荐
江西长运	11.17	3.01	0.3	0.35	0.48	0.54	3.71	37.2	31.9	23.3	20.7	谨慎推荐
五洲交通	7.03	3.76	0.23	0.16	0.17	0.26	1.87	30.6	43.9	41.4	27.0	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				