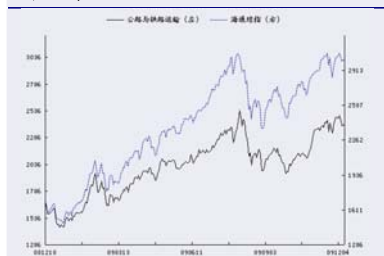


增 持 维 持

高速公路行业

2009 年 12 月 14 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

高速公路行业周报	2009.09.07
高速公路行业周报	2009.09.14
高速公路行业周报	2009.09.21
高速公路行业周报	2009.09.28
高速公路行业周报	2009.10.20
高速公路行业周报	2009.10.26
高速公路行业周报	2009.11.09
高速公路行业周报	2009.11.16
高速公路行业周报	2009.11.23
高速公路行业周报	2009.11.30
高速公路行业周报	2009.12.07

交通运输行业核心分析师

钮宇鸣

电话：021-23219420
Email: ymniu@htsec.com

交通运输行业助理分析师

钱列飞

电话：021-23219104
Email: qianlf@htsec.com

因时而动，于行业性需求增长机会中把握个股

- **2009年以来行业二级市场表现关键词：防御+补涨。**年初以来高速公路行业整体表现弱于大盘。截至12月11日，行业指数累计上涨约71.18%，略低于上证综指约7个百分点。在大盘上涨过程中，高速公路板块多数情况下跑输大盘；市场走弱情况下，行业指数能够战胜大盘，具备较佳的避险功能。补涨需求存在于大盘上行过程中，通常由行业估值过度偏离诱发。
- **经济趋势性回暖，行业性机会来自于公路客货运的增长。**我们认为，东部沿海地区直接受益于经济以及对外贸易的回暖，公路运输增长趋势相对更为明显，预计明年上半年由于低基数因素，车流量同比增速较快；中部地区受经济危机的负面影响明显小于东部，明年预计能维持当前增长水平；而西部地区到明年下半年将持续受益于灾后重建带来的旺盛公路货运需求。
- **需求“漏出”是行业未来10年内面临主要风险。**高速公路具备一定垄断性，因为考虑资源的最佳配置，通常（特别是路网建设初期）连接两地的高速公路或主要运输通道只有一条。垄断带来溢价，表现为车流量向其聚拢，最终体现为通行费收入的持续提升。但随着高速公路网加密和中长期铁路网的加快施工，既有高速公路获取溢价的能力趋于下降，分流成为未来10年内行业面临的主要风险。
- **改扩建构成阶段性分流影响，后续压力来自于摊销增加。**近年来完成改扩建的上市路产阶段性分流影响程度不一，主要与交通组织实施方案、路产车流饱和度以及经济处于不同阶段等因素有关。改扩建对老路车辆通行的影响主要是在路面施工阶段的中前期。而且随着工程完工，转固带来的摊销成本增加以及财务费用增加将摊薄公司业绩，不过改扩建使上市公司获得收费期限延长的机会。
- **多元化投资，更看重未来的成长性。**高速公路公司特有优势在于经营性现金流充裕，具备发展主营之外的多元化项目的条件。目前，行业内已有多家上市公司已经或正在积极探索其他实业或股权方面的投资，多元化将成为未来行业发展趋势。
- **投资逻辑：于行业性机会中把握个股。选股思路：（1）业绩增长稳定，并能转化为对投资者的回报（高分红率），具备一定估值优势。**这类公司有宁沪高速、皖通高速公司等；**（2）具备资产注入预期，未来几年主业成长性较好。**这类公司有四川成渝（目前估值偏高，建议择时介入）；**（3）主营增长有保障，多元化投资提供长期业绩弹性。**这类公司有赣粤高速、现代投资、宁沪高速公司等。

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2008	2009E	2010E	本期	上期
600377	宁沪高速	0.31	0.41	0.46	买入	增持
600012	皖通高速	0.42	0.43	0.42	增持	增持
600269	赣粤高速	0.47	0.53	0.57	增持	增持
600035	楚天高速	0.32	0.35	0.40	增持	增持
601107	四川成渝	0.21	0.28	0.36	中性	中性

目 录

1. 行业二级市场走势回顾及投资建议	5
2. 经济趋势性回暖，行业性机会来自于公路客货运的增长	6
2.1 经济指标在改善趋势中	6
2.2 东部：增长提速；中部：维持增长；西部：受益重建	8
3. 需求“漏出”是行业未来 10 年内面临主要风险	9
3.1 行业总量供给的非市场个体行为	9
3.2 需求“漏出”——以平行公路分流的角度	10
3.3 需求“漏出”——以城铁、客专分流的角度	12
4. 改扩建构成阶段性分流影响，后续压力来自于摊销增加	13
5. 多元化投资，更看重未来的成长性	16
6. 投资逻辑：于行业性机会中把握个股	16
7. 重点公司分析	18
7.1 宁沪高速：车流回暖趋势中，房地产业务或成未来业绩另一增长点	18
7.2 皖通高速：估值偏低，摊销和财务费用难掩公司业绩增长	18
7.3 赣粤高速：主业稳健增长，核电是长期看点	19
7.4 四川成渝：长期成长性良好，短期估值偏高	20
7.5 楚天高速：拟建路产预期回报欠佳，地产开发等提供补偿	20
7.6 可比上市公司估值比较	21

图目录

图 1 2009 年初以来海通高速公路指数累计涨跌幅相对上证综指走势分析	5
图 2 2009 年初以来海通高速公路指数滚动月度（过去 20 个交易日）指数相对上证综指走势分析	6
图 3 中国月度进出口同比跌幅持续收窄（%）	7
图 4 固定资产投资维持高位增长	7
图 5 中国沿海集装箱吞吐量走出低谷	7
图 6 工业增加值同比持续加速（%）	7
图 7 中国社会消费品零售总额增速稳步回升（%）	7
图 8 中汽协统计的月度汽车销量创历史高位	7
图 9 我国公路客运量同比增速加快	8
图 10 我国公路旅客周转量同比增速加快	8
图 11 我国公路货运量同比增速加快	8
图 12 我国公路货物周转量同比增速加快	8
图 13 经济活动各子系统影响高速公路运输需求的路径分析	14
图 14 沪宁高速日均车流量同比增速（%）	23
图 15 312 国道日均车流量同比增速（%）	23
图 16 宁连公路南京段日均车流量同比增速（%）	23
图 17 广靖高速日均车流量同比增速（%）	23
图 18 锡澄高速日均车流量同比增速（%）	23
图 19 合宁高速车流量同比增速（%）	24
图 20 高界高速车流量同比增速（%）	24
图 21 宣广高速车流量同比增速（%）	24
图 22 连霍公路安徽段车流量同比增速（%）	24
图 23 205 国道天长段新线车流量同比增速（%）	24
图 24 宁淮高速天长段车流量同比增速（%）	24

图 25	昌九高速和银三角互通立交日均自然车流量同比 (%)	25
图 26	昌樟、昌傅、温厚高速日均自然车流量同比增速 (%)	25
图 27	昌泰高速日均自然车流量同比增速 (%)	25
图 28	九景高速日均自然车流量同比增速 (%)	25
图 29	成渝高速日均车流量同比增速 (%)	26
图 30	成雅高速日均车流量同比增速 (%)	26
图 31	城北出口高速车流量同比增速 (%)	26
图 32	成乐高速日均车流量同比增速 (%)	26
图 33	汉宜高速公路日均车流量同比增速 (%)	27

表目录

表 1	2009 年部分上市公司主要路产车流月度同比增速 (%)	9
表 2	部分省市高速公路建设规划	10
表 3	部分在建及规划中平行公路	11
表 4	部分在建及规划中城际铁路、客运专线	12
表 5	部分上市公司路产改扩建期间车流量同比情况 (%)	15
表 6	部分高速公路上市公司历史分红率和股息率 (%)	17
表 7	2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据	18
表 8	2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据	19
表 9	2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据	19
表 10	2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据	21
表 11	主要高速公司相对估值水平	22

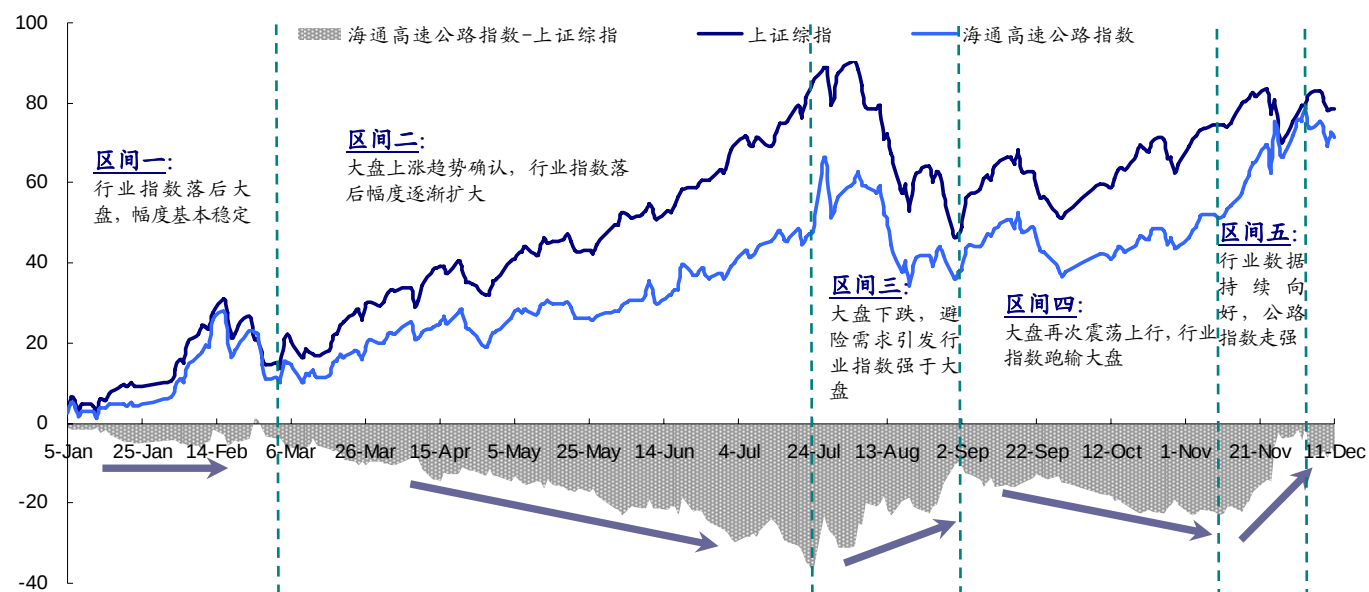
行业篇

1. 行业二级市场走势回顾及投资建议

2009 年以来高速公路行业整体表现弱于大盘。截至 12 月 11 日，行业指数累计上涨约 71.18%，略低于上证综指 7 个百分点。

A. 对年初以来指数累计涨跌幅的讨论。如图 1 所示，年初大盘见底回升，高速公路板块跑输大盘，差值基本稳定；3 月开始，对经济乐观预期渐成市场共识，行业指数持续落后大盘，于 7 月 24 日达到最大差值（37.5%）；7 月末，市场对流动性的担忧引发大盘下跌，公路板块表现出防御特征，走势强于大盘，累计涨幅差值于 9 月 1 日减至 9.69%；9 月开始，大盘再次震荡上行，行业则再一次跑输大盘；11 月以来，市场震荡，但持续向好的公路运营数据以及补涨需求刺激板块走强。

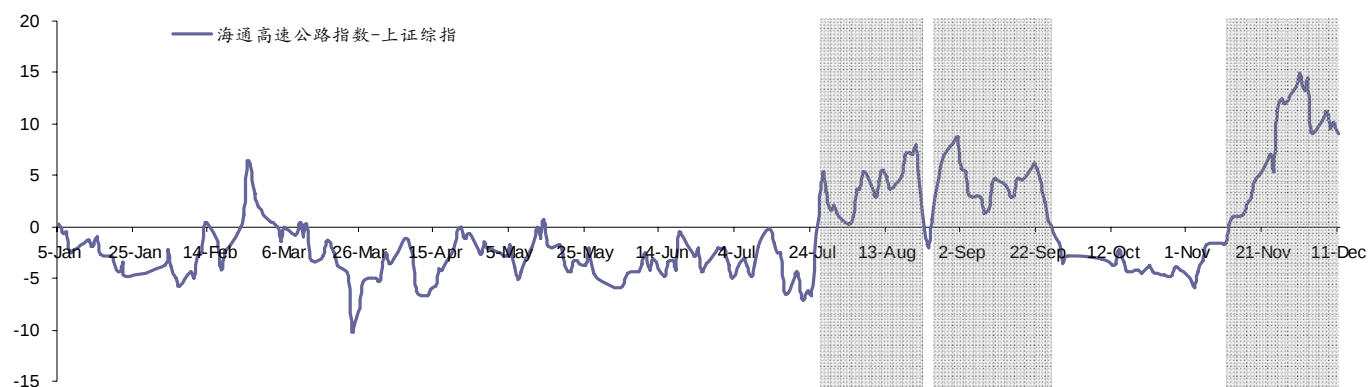
图 1 2009 年初以来海通高速公路指数累计涨跌幅相对上证综指走势分析



资料来源：WIND，海通证券研究所

B. 对滚动月度（过去 20 个交易日）指数涨跌幅的讨论。如图 2 所示，共计 230 个滚动月份中高速公路行业指数仅有 78 个月跑赢上证综指，约占 34%。图 1、2 从不同角度得出基本一致结论。图中阴影部分显示了几次较明显的行业超越大盘的区间，特别是 11 月以来，行业指数显著超越大盘。

图 2 2009 年初以来海通高速公路指数滚动月度（过去 20 个交易日）指数相对上证综指走势分析



资料来源：WIND，海通证券研究所

总结：

（1）在大盘上涨过程中，高速公路板块多数情况下跑输大盘；市场走弱情况下，行业指数能够战胜大盘，具备较佳的避险功能；

（2）补涨需求存在于大盘上行过程中，但通常由估值的过度偏离诱发，如 11 月份以来行业指数战胜大盘，与 10 月份板块滞涨有密切关系。

作为典型的防御性品种，高速公路行业上市公司业绩缺乏充足弹性、存在平行通道分流隐忧、路产经营有固定期限等均是影响其作为机构主动性配置标的的因素，历史来看，在大盘上涨过程中的行业性机会多数源于补涨需求。

2009 年下半年以来，公路运营数据出现明显复苏迹象。在经济趋势性回暖背景下，我们认为，行业经营数据的持续改善将能够支撑其在二级市场上的走势。2010 年的资产配置中，建议投资者把握高速公路板块个股选择的 3 条投资思路：

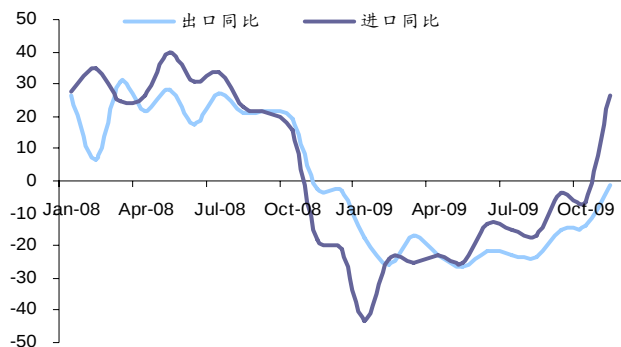
- （1）业绩增长稳定，并能转化为对投资者的回报（高分红率），具备一定估值优势；
- （2）存在资产注入预期，未来几年主业成长性较好；
- （3）主营增长有保障，而多元化投资提供长期业绩弹性。

2. 经济趋势性回暖，行业性机会来自于公路客货运的增长

2.1 经济指标在改善趋势中

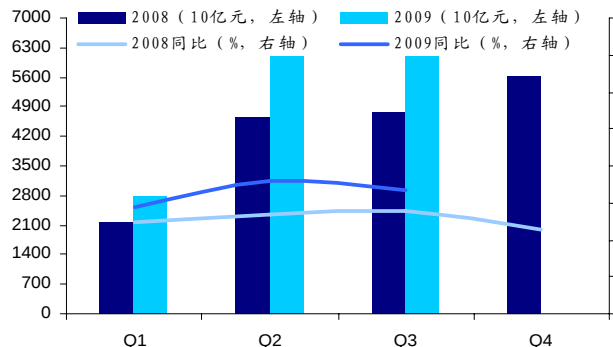
尽管全球经济目前并未完全回归正常，但依靠政府 4 万亿投资拉动，加上各国积极的财政、货币调控政策，国内外经济环境出现明显改善趋势。进出口、固定资产投资、工业增加值、社会消费品零售总额等一系列指标反映了我国经济的回暖趋势，经济活动衍生出来的运输需求在不断累积，最终表现为客货运输指标的持续改善。

图3 中国月度进出口同比跌幅持续收窄(%)



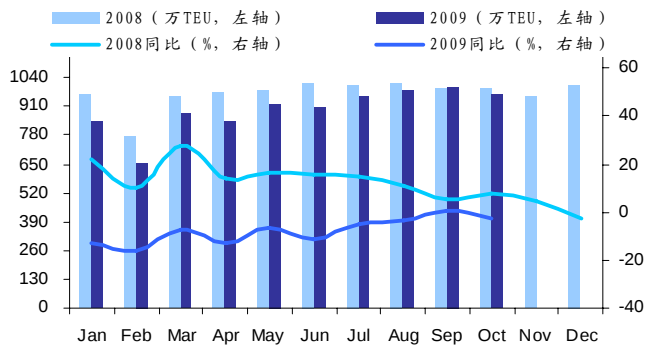
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图4 固定资产投资维持高位增长



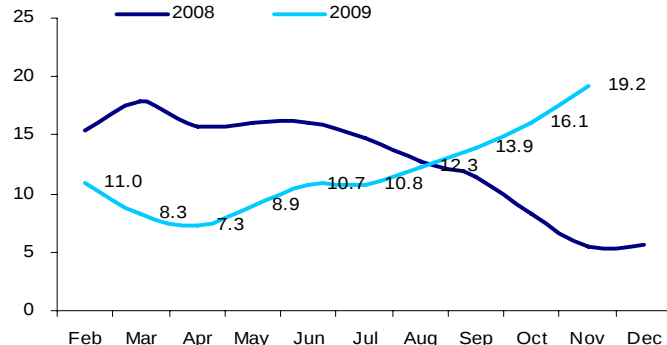
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图5 中国沿海集装箱吞吐量走出低谷



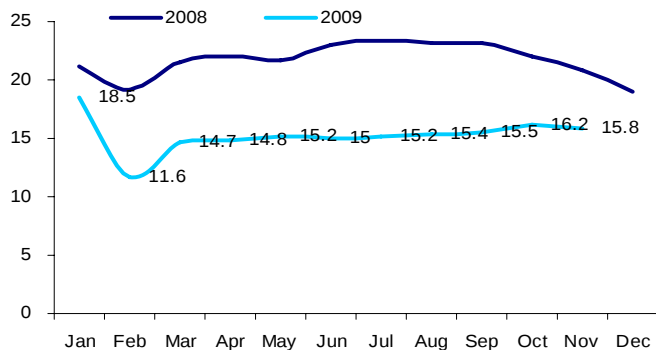
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图6 工业增加值同比持续加速(%)



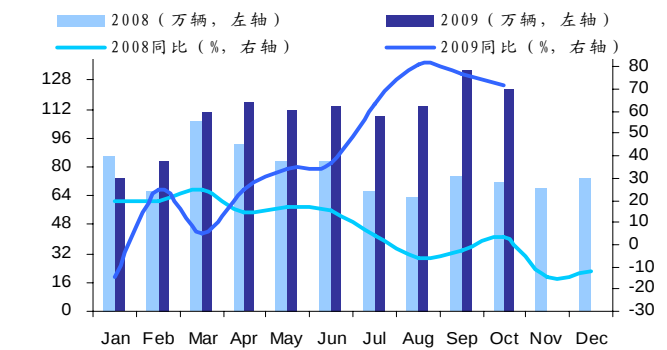
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图7 中国社会消费品零售总额增速稳步回升(%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

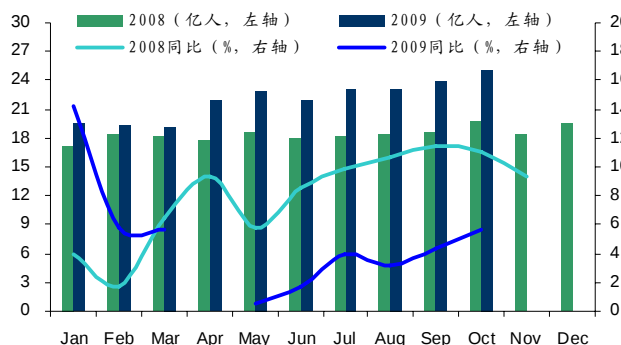
图8 中汽协统计的月度汽车销量创历史新高



资料来源: Wind, 海通证券研究所

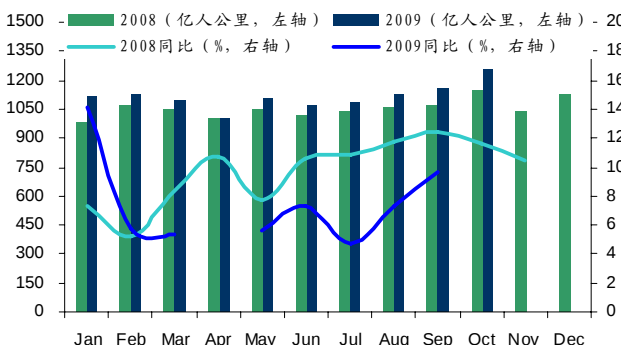
今年1至10月份,我国公路运输指标实现同比正增长。其中客运量累计同比增长3.8%;旅客周转量累计同比增长6.7%;货运量累计同比增长7.6%;货物周转量累计同比增长8.5%。特别是下半年以来,受强劲的经济复苏拉动,各项公路运输指标回升势头明显,预计2010年公路运输增速将有提升,受基数影响,呈现前高后低的走势。

图 9 我国公路客运量同比增速加快



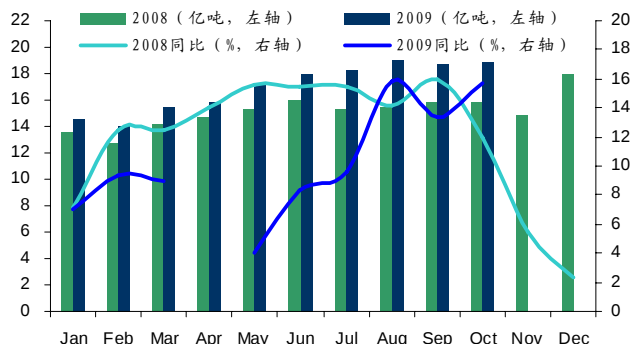
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 10 我国公路旅客周转量同比增速加快



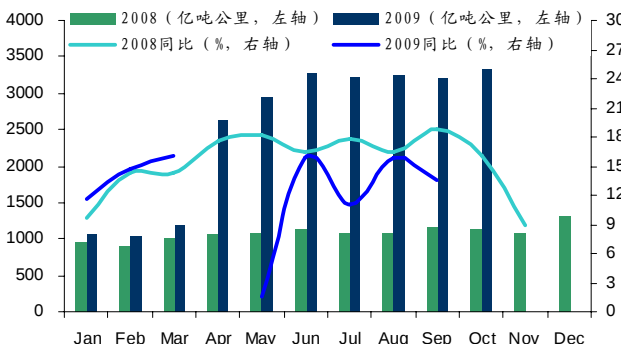
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 11 我国公路货运量同比增速加快



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 我国公路货物周转量同比增速加快



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 东部：增长提速；中部：维持增长；西部：受益重建

我们分别选取了东部沿海、中部、西部地区几家上市高速公路公司经营情况进行比较，东部地区除济青高速仍维持负增长以外（但负增长有所收窄），其他道路均呈现出明显的复苏迹象；中部地区 1、2 月份受去年雪灾低基数影响，同比实现较快增长。下半年车流量数据并未如东部地区那样出现明显优于上半年的情况，我们认为主要是由于中部地区的制造业成本较低，近年来部分承接了东部地区转移而来的制造业，而且外向型经济特征不如东部明显，因此受经济危机影响要小于沿海；西部地区则主要受益于国家政策倾斜，以及四川灾后重建带来的货流增加。

表 1 2009 年部分上市公司主要路产车流量月度同比增速 (%)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct
东部沿海										
沪宁高速江苏段	30.7	6.8	-2.3	1.2	0.9	5.9	7.7	12.1	11.0	18.9
济青高速	-20.9	10.8	-12.4	-10.7	-13.4	-17.8	-18.9	-12.1	-8.9	-9.6
佛开高速	10.5	27.5	19.1	19.9	22.4	34.8	28.4	32.9	33.1	38.0
机荷高速西段	-14.9	18.2	-4.0	-3.5	-4.2	4.0	5.6	9.8	12.2	9.1
梅观高速	-15.6	15.0	0.2	3.8	3.7	6.6	1.6	8.2	8.4	5.7
中部地区										
郑漯高速	49.1	2.6	4.4	6.5	2.8	1.2	5.8	12.1	8.9	13.12
合宁高速	69.8	-2.5	-3.1	5.7	-15.4	8.3	-0.5	10.6	17.0	31.9
昌九高速、银三角互通立交	39.6	21.6	2.0	7.6	4.2	2.3	3.5	10.3	4.5	10.0
昌泰高速	36.0	60.5	22.5	26.2	16.8	23.5	17.9	25.4	11.9	16.9
汉宜高速	99.6	4.8	3.0	2.2	0.2	8.6	7.2	11.9	8.0	10.2
潭耒高速	80.9	45.9	11.6	13.0	14.3	24.1	4.1	33.8	19.3	-
西部地区										
成渝高速	60.3	-6.6	22.9	15.5	28.3	30.8	26.2	26.5	24.1	38.1
成雅高速	7.7	16.4	11.6	5.3	6.5	26.1	27.6	20.3	18.6	8.9

注：佛开公司、昌九高速、银三角互通立交、昌泰高速均为自然车流量数据

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

我们认为，东部沿海地区直接受益于经济以及对外贸易的回暖，公路运输增长趋势相对更为明显，预计明年上半年由于低基数因素，车流量同比增速较快；中部地区受经济危机的负面影响明显小于东部，明年预计能维持当前增长水平；而西部地区（主要是四川成渝）到明年下半年将持续受益于灾后重建带来的旺盛公路货运需求。

3. 需求“漏出”是行业未来 10 年内面临主要风险

需求“漏出”，理解为：路网加密进程中，运输需求在公路系统内部（平行公路）重新分配而产生车辆分流或从公路系统内流向其他运输通道上，如客运专线、城际铁路等，最终体现为上市公司通行费收入的减少，影响估值。根据我国目前的高速公路网以及中长期铁路网规划，未来 10 年内，分流预期将成为制约行业二级市场整体表现的主要负面因素。

3.1 行业总量供给的非市场个体行为

高速公路的准公共物品、自然垄断属性决定了政府在行业资源配置中起主导性作用。公路行业的供给总量由国家及地方政府制定的各级交通规划控制，体现政府意志，独立于公路上市公司可控能力之外（但上市公司有机会参与建设并运营）。

2007 年底，“五纵七横”国道主干线基本贯通，我国高速公路通车里程达到 5.39 万公里。路网建设刺激了公路客货流量的增加，而生产要素的快速集聚对公路运输条件提出了更高的要求，“东部加密、中部成网、西部连通”成为我国于 2005 年提出的国家高速公路网（即“7918”网）规划的布局思路。

为便于衔接国家高速公路网，同时也是顺应地方经济发展需要，多数省市相继出台

了地方高速公路建设规划。如江西省提出“345218”网，总里程 4650 公里，其中除 14 条过境江西省的国家高速公路网路段外，还规划了 18 条地方加密线（包括省际通道 8 条）。

表 2 部分省市高速公路建设规划

省份	未来几年高速公路建设规划
湖北	2009 年-2010 年，新建高速公路 24 条，总长达 1847 公里。2010 年高速公路通车里程将突破 3500 公里，基本形成湖北省高速公路网，至 2020 年湖北省骨架公路网将全面建成，高速公路通车总里程将达到 4800 公里。形成“四纵三横一环”的高速公路网络结构。
广东	2008-2012 年，公路、水路交通基础设施预计投资 3600 亿元。到 2010 年，广东省高速公路总里程将达 5500 公里，出省高速公路通道总数达 17 条，实现与陆路相邻省区有两条以上高速公路连通的目标。
江西	2012 年高速公路通车里程达到 4374 公里，规划建成 17 条高速公路，江西高速公路网络将基本形成。江西省 2020 年高速公路网规划以“三纵四横”为主骨架布局、五个环线、两条联络线及 18 条地方加密高速为补充而形成高速公路网。
四川	确保到 2012 年全省高速公路通车里程达到 3500 公里、力争超过 3800 公里，建成 12 条高速公路出川通道，初步形成西部综合交通枢纽。
湖南	09 年开始的 5 年，高速公路建成通车达到 5680 公里。
陕西	从 2009 年到 2012 年，陕西省将投入 1200 亿元用于高速公路建设。到 2012 年，陕西省高速公路通车总里程将达 4000 公里，并实现市市通高速的目标。
安徽	计划至 2020 年，建成“四纵八横”总里程约 5500 公里的高速公路网

资料来源：海通证券研究所

与其他多数行业不同，高速公路行业的供给更多地是由政府主导。在经济衰退或低谷期，作为主要基建项目的高速公路还承担了拉动投资提振经济的任务（此时表现为供给提速）。在行业供给更多地体现为非市场个体行为的时候，需求“漏出”对于上市公司而言就不具有可控性。

不过我们注意到，公路上市公司及其大股东通常承担了地方主要的高速公路建设及营运任务，对于路产具有固定收费期限的上市公司而言，借助滚动开发可以实现可持续发展。但后续承建路产的内部回报率多数时候会趋于下降（路网由经济发达区域逐渐延展至相对偏远地区），部分地方政府会给予一定的优惠措施或补偿（如 [楚天高速](#) 公司参建十房高速项目获得政府多项承诺）。

3.2 需求“漏出”——以平行公路分流的角度

我们观察的平行公路分流主要指：从当前时点看，过去 12 个月以来陆续通车及在建或规划中的公路（主要是高速公路）对现有上市公司路桥通行车辆的吸引作用，导致公司通行费收入减少。

目前我国上市路产大多数是在“五纵七横”国道主干线规划实施期间建成并完成上市的，其中包括沪蓉线上的 [宁沪高速](#)（沪宁高速江苏段）和 [皖通高速](#)（合宁高速）；沪昆线上的 [赣粤高速](#)（昌樟高速、昌傅高速、昌泰高速北段、温厚高速）；连霍线上的 [皖通高速](#)（连霍高速安徽段）；青银线上的 [山东高速](#)（济青高速）；沈海线上的 [福建高速](#)（泉厦高速、福泉高速、罗宁高速）、[粤高速 A](#)（广佛高速、佛开高速、九江大桥、茂湛高速）和 [深高速](#)（机荷东段、机荷西段、阳茂高速）；京港澳线上的 [中原高速](#)（郑漯高速、漯驻高速）、[现代投资](#)（潭耒高速、长潭高速）和 [粤高速](#)（京港澳高速东广珠段）等等。

伴随路网加密，上市公司已通车路产面临的分流效应开始凸现并成为市场担忧，因为存在这样一些事实：2006 年 12 月 18 日宁连高速南京段（长深高速组成部分）开通，对 [宁沪高速](#) 公司旗下的宁连公路南京段构成较大分流，2007 年该路段日均全程车流量同比下滑 47%，而 2006 年同比上涨 16%；同样，[皖通高速](#) 公司旗下的 205 国道天长段也受宁连高速通车影响，2007 年全年月均车流量同比下滑超过 48%；而分别于 2008 年 9 月和 2008 年 12 月开通的荣乌高速和黄河三桥对 [山东高速](#) 公司旗下的济青高速公路和黄河二桥也产生了较为明显的分流影响。

表 3 部分在建及规划中平行公路

名称	车道数	里程 (公里)	运行区间	预计竣工时间	影响上市公司及路产	影响路产占公司 主营收入比
京港澳高速复线湖南段	6	539	岳阳-宜章	2012	现代投资 (长潭高速、潭耒高速)	93.67%
广乐高速	6+8	260	乐昌-广州	2013 年底	深高速 (清连公路)	14.92%
英连高速	6	154	英德-连州	规划中	深高速 (清连公路)	14.92%
济广高速江西段	4	640	桃墅岭-牛埃石	2012	赣粤高速 (昌九高速、昌樟高速、昌泰高速)	65%左右
沪蓉高速湖北段	4	556	木子店-巴东	2009	楚天高速 (汉宜高速)	100.00%
安信一级公路	4	-	安阳-信阳	2011	中原高速 (郑漯高速、漯驻高速)	76.53%
成安渝高速 (成渝高速复线)	6	254	成都-重庆	2012	四川成渝 (成渝高速)	49.70%
沪宁高速复线	-	-	上海-南京	未定	宁沪高速 (沪宁高速江苏段)	61.04%

注：路产通行费收入占比选自 2009 年中报数据

资料来源：海通证券研究所

平行公路分流是行业性风险，但具体到个例，分流程度则受公路间距、里程、收费标准、匝道口设置、沿途区域经济发展程度差异等因素影响。我们重点覆盖的几家公路上市公司中（见“公司篇”），[四川成渝公司](#)、[赣粤高速公司](#)、[楚天高速公司](#)、[宁沪高速公司](#)旗下均有路产存在分流可能性，但预计分流程程度不一。

(1) 关于成渝高速四川段分流影响的讨论。预计于 2012 年底建成通车的成渝复线高速与 [四川成渝公司](#) 旗下的成渝高速由于均途经成都和简阳，存在区间内分流可能。但从沿途经济发展程度差异看，简阳市西南区域的经济发展要好于东北，是车流的主要生成源和目的地，成渝高速主要过境简阳西南，成渝复线高速成都至简阳段则主要覆盖经济相对欠佳的简阳东北，成渝高速成简段相对而言更具有区位优势，车辆分流影响减弱；对于成渝间的直达分流，由于已有于 2007 年底开通的成渝高速分流发生，因此未来复线通车对成渝高速的直达车流影响比较微弱。

此外，从收费标准来看，由于成渝复线高速通车后小客车收费标准为 0.55 元/公里，相对成渝高速目前 0.35 元/公里的水平高出约 57%，出行成本优势将减弱分流压力。

(2) 关于昌九、昌樟（昌傅）、昌泰等高速分流影响的讨论。济广高速江西段自北向南与昌九、昌樟（昌傅）、昌泰、泰赣和赣定高速平行，预计 2012 年全线通车后，存在对 [赣粤高速](#) 旗下的几条南北向路产分流可能。济广高速江西和广东段全线通车后，原由山东、安徽至广东河源、梅州、汕头等地车流可能会被分流，但是往珠三角经济圈（包括广州、佛山、东莞、中山、深圳、惠州、肇庆、江门等）方向的车流，由于可借道广赣高速（大广高速广东段），在里程上更具优势（节省 100 多公里），分流可能性较小。

(3) 关于汉宜高速分流影响的讨论。武汉-荆门-宜昌高速位于沪蓉线上，与 [楚天高速](#) 公司控制的汉宜高速走向平行，且均经过武汉、宜昌，年底前，该段高速通车。由于南北途经区域经济发展上的差异，汉宜高速区间内车流较易得到保障；而对于宜昌至武汉直达车流，若由宜昌借由武汉并进入安徽、江西境内，则由于武汉-麻城-安徽六安高速公路以及武英高速公路尚未通车，走武汉-荆门-宜昌高速需绕行武汉外环高速路往南借道武黄高速、黄黄高速，因此汉宜高速更有优势；若由宜昌驶往河南方向，则目前已存在经由宜昌-荆门高速再通过二广高速往北进入河南境内这样一条通道，因此我们认为武汉-荆门-宜昌高速通车后的分流影响相对有限。

我们更关注宜昌-重庆万州高速以及武汉-麻城-安徽六安高速公路通车后对汉宜高速的分流影响。鄂渝界巫山-万州高速预计于 2010 年底通车，宜昌至巴东段于今年 6 月开工建设，预计将于 2013 年建成通车，此段高速通车将使沪蓉高速宜昌至重庆段贯通，特别是随着武汉-麻城-安徽六安段高速建成通车（其中麻城至六安段已进入路面面层和附属工程施工阶段，年内通车可实现；麻城至武汉高速已于去年 6 月开工，预计将于 2011

年后建成通车)，湖北中北部车辆经由武汉-荆门-宜昌进入安徽境内将更方便。

(4) 关于沪宁高速复线分流影响的讨论。目前该项目常州至无锡段江苏省发改委已经立项，前期工作正在推进，预计 2010 年有望开工建设。具体细节目前尚不得而知。

3.3 需求“漏出”——以城铁、客专分流的角度

城际铁路、客运专线通常依国道主干线而建，主要连接省会和大中城市，而我国高速公路上市公司主要路产连通各省主要城市，铁路并行线路开通运营存在分流高速公路客流的可能。

按照 2008 年年底经调整的《中长期铁路网规划》，铁道部将铺设一个四纵四横、时速在 200 公里以上的客运专线网络，里程增至 1.6 万公里，其中 1.3 万公里 2012 年便可投入运营。而 2009 年建成并投入运营使用的客运专线共有 11 条，分别是武广客运专线、广深客运专线、郑西客运专线、万州到宜昌铁路、石太客运专线、合肥至武汉铁路、温州至福州铁路、宁波至温州铁路、福州至厦门铁路、广珠城际轨道交通、胶济铁路客运专线等。

表 4 部分在建及规划中城际铁路、客运专线

名称	里程(公里)	运行区间	设计时速(公里/小时)	竣工时间	影响上市公司及路产	影响路产占公司主营收入比
福厦客运专线	273	福州-厦门	200	2009	<u>福建高速</u> (福泉高速、泉厦高速)	91.37%
郑武客运专线	496	郑州-武汉	350	2013	<u>中原高速</u> (郑漯高速、漯驻高速、郑州黄河大桥)	86.88%
合宁客运专线	166	合肥-南京	200	2008	<u>皖通高速</u> (合宁高速)	39.20%
昌九城际铁路	131	九江-南昌	250	2009	<u>赣粤高速</u> (昌九高速)	23%以上
					<u>华北高速</u> (京津塘高速)	85.75%
京沪客运专线	1318	北京-上海	350	2010	<u>山东高速</u> (济莱高速、济南黄河二桥)	13.34%
					<u>宁沪高速</u> (广靖高速、江阴长江公路大桥、锡澄高速、沪宁高速江苏段)	70%以上
武广客运专线	995	武汉-广州	350	2009	<u>现代投资</u> (长潭高速、潭耒高速)	93.67%
					<u>深高速</u> (清连公路)	14.92%
京津城际铁路		北京-天津	350	2008	<u>华北高速</u> (京津塘高速)	85.75%
胶济客运专线	363	青岛-济南	250	2008	<u>山东高速</u> (济青高速)	69.87%
海南东环客运专线	308	海口-三亚	250	2011	<u>海南高速</u> (海南东线高速)	n.a.
福厦漳龙城际铁路	421	福州-龙岩	350	2010 年开工	<u>福建高速</u> (福泉高速、泉厦高速)	91.37%
成渝客运专线	305	成都-重庆	350	2013	<u>成渝高速</u> (成渝高速)	49.70%

注：路产通行费收入占比选自 2009 年中报数据

资料来源：海通证券研究所

城铁、客专分流通常是指对公路客运的影响，其程度受沿途所设站点数量、班次、商务和自驾车出行比重的影响。

目前部分铁路的站点离市区较远，从铁路站下车需换乘其它交通工具到达市区，因此便捷性将大打折扣；公路客运发班密度较高，很多时候有客就走，而客运铁路受轨道限制无法随意加开列车；商务类、个人自驾出行类客流比较重视在目的城市通行的便捷性，因此这部分客流受高铁影响也不大。

但部分城铁或客专通车后确实给公路客运带来了较大的负面影响。如今年 10 月初，甬台温铁路动车开通后，一个多月的运营，这一地区公路运输几乎丧失近一半的客流，目前部分公路客运班线已降价 20%-30%与动车争夺客流。因此票价优势和降价成为减弱分流影响的可行手段。我们认为，客运企业是高速公路与铁路间竞争的一个缓冲地带，

当票价已不能维系客运企业自身正常经营,才会最终过渡到对高速公路运营企业的影响。

我们重点覆盖的几家公路上市公司中, 四川成渝公司、赣粤高速公司、宁沪高速公司、福建高速公司等旗下均有路产与高铁平行。

(1) 关于成渝高速四川段分流影响的讨论。成渝客运专线是沪汉渝蓉客运专线的一部分,途经成都-龙泉-简阳-资阳-资中-内江-永川-璧山-沙坪坝-重庆菜园坝。未来将开行直达、站站停、隔站停等列车,发车间隔 3~5 分钟,其中直达列车全程仅需 56.7 分钟,按时速 350 公里设计。此外,内江站将与成都互发直达列车,运行时间约半小时。据我们了解,目前站点设置并未确定,但参考全长 300 公里的沪宁客运专线的站点(21 个站),设置站点预计将至少涵盖 四川成渝公司 旗下的成渝高速所途经的简阳、资阳、资中、内江、隆昌、永川等地, 对成渝高速客流存在一定分流,但预计分流影响小于 10%。

(2) 关于昌九高速分流影响的讨论。昌九城铁通车后,南昌至九江可 40 分钟到达,与 赣粤高速 旗下的昌九高速构成竞争分流关系。根据江西省地方铁路建设集团公司公布的《南昌至九江城际轨道交通项目招商引资》报告中的运量预测,按市场客运价每人每公里 0.30 元推算,昌九城际铁路的全程票价约为 40 元左右。目前南昌至九江铁路全程 1 小时 27 分钟,分 7 类座位,平均票价为 47 元。南昌客运北站发往九江的客运班车每半小时一班,全程耗时 1.4 小时,平时票价为 35 元。昌九城铁开通后对时间敏感的公路旅客会造成一定分流,但公路客运票价具备一定优势,而且考虑到昌九过境车流量较多;乘坐火车便捷性较次;南昌共有 5 个不同的客运站,与昌九城铁仅在昌北设站相比,居民出行更为便捷等因素, 预计分流影响有限。

(3) 关于沪宁高速分流影响的讨论。目前沪宁铁路动车组对 宁沪高速 旗下沪宁高速的分流影响已趋稳定,未来京沪高铁将主要分流动车组客流。沪宁城铁将于 2010 年 7 月完工,全线将设置 21 个车站,24 小时运营,最短发车间隔近 3 分钟,时速为 300 公里/小时。根据公开信息,预计未来南京至上海沪宁城际“直达快车”单程票价约 135 元-150 元,“站站停”的单程票价约 90 元-105 元。由于设置站点数较动车组和京沪高铁大大增加,预计未来区间内部分短途车流将面临分流风险。

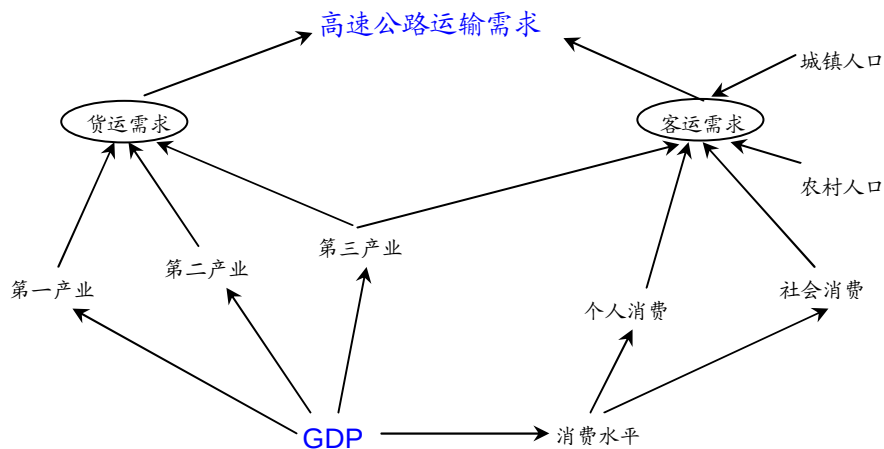
(4) 关于福厦高速分流影响的讨论。福厦高铁北起福州、经福清、莆田、泉州、晋江,到达厦门,全长 378 公里。于 11 月底完工。该条铁路运营将以客运为主兼及货运,北接在建的温福铁路,南接厦深铁路(预计于 2011 年底完工)。福厦高铁全程通行时间约 2 个小时,较 福建高速 公司拥有的福厦高速通行时间缩短半小时。由于福厦高速铁路的路线走向与福厦高速大致平行,且有通行更为快捷的优势,因此从短期来看,将部分分流福厦高速公路的车流量。

高速公路具备一定垄断性,因为考虑资源的最佳配置,通常(特别是路网建设初期)连接两地的高速公路或主要运输通道只有一条。垄断带来溢价,表现为车流量向其聚拢,最终体现为通行费收入的持续提升。但随着高速公路网加密和中长期铁路网的加快施工,既有高速公路获取溢价的能力趋于下降,分流成为未来 10 年内行业面临的主要风险。

4. 改扩建构成阶段性分流影响,后续压力来自于摊销增加

随着经济水平的提升,各经济活动子系统对运输条件的改善要求产生了对高速公路改扩建或技术改造的需求。改扩建涉及路面施工,对车道的占用影响车辆正常通行,成为影响高速公路上市公司业绩阶段性表现的重要因素。

图 13 经济活动各子系统影响高速公路运输需求的路径分析



资料来源：海通证券研究所

目前高速公路改扩建施工方通常会遵循不中断交通和少影响交通的原则，即保证主线的通行，因工程需要需短时间中断主线交通的也会集中安排，分区段实施，尽量减少连续影响路段的长度和时间。

以 4 车道扩建 8 车道为例，高速公路当前扩建主要采用在原有道路两侧加宽拼接的方案，如沈大高速、京津塘高速、福厦高速公路等改扩建均采用此方案。该方案对老路车辆通行的影响主要是在路面施工阶段的中前期，这一期间只能维持 2 车道双向通行，为保证车流通畅以及行车、施工的安全，需分流大型、低速货车，对原有车流量的影响较大，一般持续数月，如福建高速公司在公告中预计其下辖的福泉高速、泉厦高速需大规模分流的时间分别约为 10 个月和 8 个月。

而在扩建工程路基施工阶段，虽然根据施工需要分时段、分路段对车辆通行实施管制，对车辆通行有一定程度的影响，但总体来看，影响时间较短，程度有限；在路面施工阶段的中后期，由于能保证 4 车道双向通行，因此对车辆通行基本无影响。

我们覆盖的重点公司中，[皖通高速](#)、[赣粤高速](#)、[福建高速](#)公司在 2009 年完成了或正在进行部分路产的改扩建。据福建高速公司介绍，其下辖的泉厦高速 8 车道扩建项目已于 8 月份开始首现分流，但根据 3 季报，公司营收环比实现增长，扩建对公司路产尚未开始产生多少负面影响。

表 5 部分上市公司路产改扩建期间车流量同比情况 (%)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
宁沪高速	2004.06 沪宁高速江苏段 4 扩 8 工程全面启动											
沪宁高速公路江苏段	2004 年					-5.5	-16.0	-31.5	-39.3	-41.6	-46.4	-50.3
	-42.5	-30.1	-42.2	-45.0	-49.7	2005 年						
皖通高速	2006.09 启动合宁高速大蜀山至肥东陇西立交段 4 扩 8 工程（全长 42.64 公里）；2008 年高界高速沥青路面改建工程启动											
合宁高速公路	2006 年								12.3	6.4	12.4	26.1
	-23.1	12.5	-4.4	1.3	-15.3	7.7	3.3	-1.8	2007 年			
高界高速公路	-2.4	1.1	4.7	3.0	0.6	0.1	2.3	-5.4	-4.1	-10.3	-6.3	-11.3
中原高速	2008.03 开始郑漯高速 4 扩 8 工程（全长 120 公里）											
郑漯高速公路	2008 年		3.4	5.1	-0.8	4.2	-2.4	-4.8	-4.2	-1.0	-1.2	5.5
	49.1	2.6	2009 年									
粤高速 A	2007.04 开始广佛高速雅瑶至谢边段进行扩建；2009.03 开始佛开高速 4 扩 8											
广佛高速公路	2007 年			1.0	-1.5	-3.6	-6.0	-9.0	-11.2	-13.9	-17.4	-14.6
	-11.4	-11.5	-11.8	2008 年								
佛开高速公路	2009 年		-0.6	1.0	3.0	14.7	10.5	32.9	33.1	38.0	-	-
赣粤高速	2009.06 起九景高速实施改造，并于当年 11 月底完工											
九景高速公路	2009 年					34.4	36.0	31.8	24.8	33.2	-	

注: 各路产车流量采用当年改扩建工程开始之后 12 个月 (包括当月) 的数据; 高界高速为 2008 年车流量同比数据

资料来源: 海通证券研究所

从已完成改扩建的上市路产来看, [宁沪高速](#)公司旗下沪宁高速江苏段扩建期间对车流量影响较大, 主要是由于公司分别在 2004 年 6 月和 8 月开始实施货车首次分流和货车全面禁止通行; [皖通高速](#)公司于 2006 年 9 月启动合宁高速大蜀山至肥东陇西立交段 4 车道扩建 8 车道工程, 我们看到 2007 年公司披露的车流量数据同比下降 2.6%, 而同期位于其东部的沪宁高速江苏段同比增长 22.6%, 位于西部的汉宜高速同比增长 11.0%, 合宁高速扩建存在较明显分流, 但总体上小于沪宁高速, 原因在于: (1) 只是其中一段路进行扩建; (2) 道路饱和度不高, 通行压力减弱。2006 年合宁高速日均全程车流约为 14000 辆, 而沪宁高速扩建当年车流量为 28000 辆。皖通高速另一条路产——高界高速加铺沥青路面的部分时期因与经济危机重叠, 分流影响减弱。

根据近年完成改扩建的上市路产的经验, 我们认为目前正在进行扩建施工的[福建高速](#)旗下路产分流影响将存在, 但预计负面影响不会太大。主要基于以下原因: (1) 公司交通组织方案实行集中安排, 分段实施; (2) 道路饱和度尚有提升空间; (3) 正处经济复苏期, 车流在恢复中。

另一值得特别关注的因素是, 改扩建使上市公司获得收费期限延长的机会。[宁沪高速](#)公司旗下沪宁高速公路江苏段扩建完工后收费经营期延长 5 年至 2032 年。[福建高速](#)公司旗下的福泉、泉厦高速收费期限延长至扩建完成后 25 年。

但随着改扩建完工, 在建工程转固带来摊销成本增加以及利息资本化结束后财务费用将有增加。我们覆盖的上市公司中, [皖通高速](#)于今年 6 月和 9 月分别完成了高界高速和合宁高速的改扩建, 预计其中合宁高速年新增 1 亿摊销额, 高界高速新增约 6 千万摊销额, 此外还将增加数千万元财务费用。新增的成本费用将对公司业绩增长产生负面影响, 但正逢经济复苏期, 我们对公司车流量的恢复程度较为乐观。

5. 多元化投资，更看重未来的成长性

高速公路企业异于其他多数行业，其估值水平受业务单一化以及路产收费期限的限制。从主业看，行业业绩缺乏爆发式的增长机会（除非有优质路产注入），二级市场相对估值一般不高。高速公路公司的特有优势在于经营性现金流充裕，具备发展主营之外的多元化项目的条件。目前，行业内已有多家上市公司已经或正在积极探索其他实业或股权方面的投资，如[宁沪高速](#)、[赣粤高速](#)、[现代投资](#)、[五洲交通](#)、[中原高速](#)等，多元化将成为未来行业发展趋势。

多元化投资将提升公司业绩弹性，但由于一般与主业差异较大，上市公司存在经验不足的限制，我们提示投资者关注进行适度多元化投资的相关上市公司，其中更看好那些成长性较确定的投资项目。

[宁沪高速](#)公司于 2007 年进入房地产领域。其孙公司昆山丰源房地产开发有限公司的首个项目——昆山汇杰雅苑项目今年开始确认收入。而公司去年设立的江苏“宁沪置业”于今年 9 月份 2 次拿到 3 块土地（合计约 46 万平米），加权平均成本为 2124 元。公司董事长曾公开表示，未来将继续物色地块以发展房地产项目，预计未来房地产业务占比将逐渐提升；

[现代投资](#)公司旗下有大有期货、房地产类公司。今年 9 月 14 日，公司与长沙威保特科技有限公司成立现代威保特科技投资有限公司，威保特是目前湖南省内拥有由国家环保部颁发的城市生活垃圾处理场运营管理甲级资质的企业。现代投资持股 80%；

[粤高速 A](#)成立了广东高速科技投资有限公司（持股 95%），为投资科技产业及提供相关咨询服务；城市和公路照明技术、节能和储能技术、太阳能光伏技术的研究、开发及其产品的生产（由分公司办照经营）、销售等；今年 7 月 20 日向光大银行认购 2.4 亿股普通股，占光大银行此次增资扩股后总股本的 0.72%；

[赣粤高速](#)公司持有信达地产（6.58%）、湘邮科技（4.26%）和国盛证券（6.74%）股权，并准备参建烟家山、彭泽核电站（20%股权）项目。

6. 投资逻辑：于行业性机会中把握个股

作为防御性特征明显的行业，高速公路公司业绩缺乏足够弹性、平行通道分流隐患、路产经营期限限制等均是影响其作为机构主动性配置标的的负面因素。历史来看，大盘上涨过程中的行业性机会多数情况下源于补涨需求。

2009 年下半年以来，经济从周期底部上行，公路运营数据出现明显复苏迹象，货车占比提升，对通行费收入的增长有乘数作用，行业出现投资机会。

预计 2010 年我们覆盖的几家公路公司（除福建高速扩建可能产生分流不确定外）通行费收入同比增幅在 7%至 21%之间，行业经营数据的持续改善应能够支撑其在二级市场上的表现。

在经济回归正常化的背景下，我们提供 3 条选股思路：

（1）业绩增长稳定，并能转化为对投资者的回报（高分红率），具备一定估值优势。这类公司有[宁沪高速](#)、[皖通高速](#)公司等，其 2005 年以来分红率（税前）均值分别为 90.57%和 61.28%。截至 12 月 11 日，两家公司分别对应的股息收益率为 3.81%和 3.83%（行业平均 2.28%），2009 年、2010 年动态市盈率为 17.3 倍、15.4 倍和 14 倍、14 倍（行

业为 21 倍、18 倍)；

(2) 具备资产注入预期，未来几年主业成长性较好。这类公司有 四川成渝等，灾后重建以及成渝经济区的快速发展为公司业绩增长提供重要推动力，而预计将于明年年中完成的对成南高速和遂渝高速四川段的收购以及 10 月份开始的计重收费提价将带来业绩的增厚，但由于目前股价相对偏高，我们建议目前谨慎，未来择时介入。

(3) 主营增长有保障，多元化投资提供长期业绩弹性。这类公司有 赣粤高速、现代投资、宁沪高速公司等。前两家公司在多元化方面比较积极，而宁沪高速开始近年来开始积极拓展房地产业务，看好公司投资的项目带来的未来业绩增长弹性。

表 6 部分高速公路上市公司历史分红率和股息率 (%)

上市公司	历史分红率 (税前)				股息率
	2005	2006	2007	2008	2009.12.11
宁沪高速	104.92	84.86	84.96	87.52	3.81
皖通高速	70.53	55.31	64.10	55.16	3.83
赣粤高速	39.22	21.28	24.47	24.27	1.31
楚天高速	70.00	42.86	55.63	40.63	2.29
福建高速	82.82	75.69	59.10	28.44	2.14
山东高速	63.73	46.82	45.09	44.99	3.10
五洲交通	30.00	41.18	30.43	30.00	0.80
华北高速	72.73	69.57	55.94	60.61	2.66
深 高 速	54.05	50.78	51.78	51.95	1.93
粤高速 A	61.54	64.49	61.54	31.25	1.81
现代投资	0.00	54.29	54.13	54.25	3.09
中原高速	18.95	0.00	6.24	38.52	1.11
东莞控股	90.96	62.53	76.10	73.24	1.71
平均	58.42	51.51	51.50	47.76	2.28

资料来源：Wind，海通证券研究所

公司篇

7. 重点公司分析

7.1 宁沪高速：车流回暖趋势中，房地产业务或成未来业绩另一增长点

公司路产位于我国最发达的长江三角洲地区，区位优势相当明显。公司控股路产包括：沪宁高速江苏段、312 国道沪宁段、宁连公路南京段、广靖高速、锡澄高速，另还参股苏嘉杭高速公路江苏段（33.33%）和江阴长江公路大桥（26.66%），权益里程共计 627.66 公里。前 3 季度，公司实现通行费收入 31.41 亿元，占营业收入 75.06%，我们预计 2009 全年通行费收入约为 43.0 亿元，同比增长 7.4%。

表 7 2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
营业收入（亿元）	13.78	12.58	13.58	13.51	13.10	12.05	14.74	15.05
营业成本（亿元）	6.51	5.45	5.84	6.19	7.26	5.06	6.38	6.24
毛利率(%)	52.74	56.66	57.00	54.22	44.55	57.96	56.78	58.55
每股收益（元）	0.07	0.08	0.09	0.08	0.06	0.08	0.11	0.11
每股经营性现金流（元）	0.18	0.14	0.11	0.15	0.15	0.14	0.14	0.07

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司主要路产——沪宁高速公路江苏段 6 月份以来车流量数据明显好转，特别是 8 月份开始均保持两位数的增长，主要是由于经济回升带来了客货运需求增加。同时，作为上海港腹地的一条主要集疏运通道，外贸环境的改善，也有助于公司路产车流量以及货车占比的提升。

公司在 2007 年开始进入房地产领域，其子公司宁沪投资发展有限责任公司以位于昆山的土地使用权投资成立了昆山丰源房地产开发有限公司。同年 7 月份，昆山汇杰雅苑项目开工，今年首次确认收入，前 3 季度共实现收入 1.73 亿元，占同期公司营业收入比约为 4%，房地产业务的净利润率 17% 左右。

2008 年 7 月，公司设立江苏宁沪置业有限责任公司从事房地产开发和经营，于今年 9 月份分 2 次获得 3 块土地（合计约 46 万平方米），加权平均成本为 2124 元。公司董事长公开表示，未来将继续物色地块以发展房地产项目，预计未来房地产业务占比将逐渐提升，有望成为公司未来主业之外新的利润增长点。

我们预计 2009 - 2011 年公司营业收入复合增长率为 7.9%，对应每股收益分别为 0.41 元、0.46 元和 0.50 元，结合 DCF 模型和当前板块估值水平，我们认为公司 6 个月合理目标价为 8.86 元 - 9.30 元。12 月 11 日的收盘价距离目标价有 25%-31% 的上升空间，我们调高公司评级至“买入”。

主要风险点：2010 年 7 月城际铁路通车，可能分流部分短途车流；未来宁沪高速复线建成通车造成分流影响。

7.2 皖通高速：估值偏低，摊销和财务费用难掩公司业绩增长

安徽襟江带淮，吴头楚尾，是长江三角洲无缝对接的纵深腹地。目前公司旗下路产包括合宁高速、高界高速、宣广高速（55.47%）、连霍公路安徽段、205 国道天长段新线（一级公路）、宁淮高速天长段以及已开工的宁宣杭高速安徽段（70%），合计已通车

权益里程 388.69 公里。上半年，公司通行费收入为 8.2 亿元，占营业收入的 95.8%（公司未披露 3 季度的通行费收入），我们预计全年公司通行费收入约为 17.3 亿元，同比增长 7.7%。

表 8 2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
营业收入（万元）	44408	39471	45085	42761	41639	44990	40682	44630
营业成本（万元）	7213	12950	12366	13217	11398	12358	11532	14146
毛利率(%)	83.76	67.19	72.57	69.09	72.63	72.53	71.65	68.30
每股收益（元）	0.02	0.09	0.11	0.13	0.09	0.11	0.11	0.10
每股经营性现金流（元）	0.26	0.17	0.07	0.37	0.25	0.17	0.13	0.18

资料来源：公司公告，海通证券研究所

合宁高速公司是公司主要路产，其通行费收入占比超过 35%，过境车流占比 50% 以下。受益于经济回暖，8 月份以来，公司路产车流同比增幅扩大，货车比例也逐渐回升。我们注意到，合宁高速日均全程车流量 15000 辆左右，而同样位于沪蓉高速上的沪宁高速日均车流量达到了 50000 辆以上，我们认为地区经济发展水平是形成此差异的主要原因，中部崛起政策将为地区经济增长注入活力。

资本开支方面，公司分别于今年 6 月和 9 月完成高界高速和合宁高速的改扩建工程，预计年增加摊销额约 1.6 亿元，此外利息结束资本化后新增财务费用约有数千万元。目前宣城-宁国高速项目正在进行征地拆迁工作，预计工程正式开始将在明年春天左右。

我们预计 2009-2011 年公司营业收入复合增长率为 9.7%，对应每股收益分别为 0.43 元，0.42 元和 0.46 元，结合 DCF 模型和当前板块估值水平，我们认为公司 6 个月合理目标价为 6.90 元-7.50 元。12 月 11 日的收盘价距离目标价有 15%-25% 的上升空间，我们维持公司“增持”的投资评级。

主要风险点：改扩建完工新增摊销成本摊薄每股收益约 1 毛钱。

7.3 赣粤高速：主业稳健增长，核电是长期看点

江西省为长三角、海西经济区、珠三角的共同腹地，目前公司旗下路产包括昌九高速、昌樟（昌傅）高速、昌泰高速（76.67%）、九景高速、温厚高速、银三角互通立交以及在建的澎湖高速和昌奉高速，合计已通车权益里程 535.79 公里。前 3 季度，公司实现通行费收入 18.33 亿元，占营业收入的 82.5%。我们预计全年通行费收入约为 25.9 亿元，同比增长 13.1%。

表 9 2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
营业收入（万元）	91496	55711	64049	61132	127681	73936	74807	73496
营业成本（万元）	38365	18874	18082	18118	83757	29538	28262	26838
毛利率(%)	58.07	66.12	71.77	70.36	34.40	60.05	62.22	63.48
每股收益（元）	0.26	0.14	0.22	0.29	0.29	0.10	0.11	0.12
每股经营性现金流（元）	0.44	0.31	0.26	0.50	0.43	0.12	0.21	0.22

注：2009 年单季每股指标考虑了股本摊薄影响

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司已通车路产中，除九景、温厚高速外，均位于南北运输主干道上，受益于跨境货运需求的增长，目前全线过境车流量大约 40%，其中昌泰高速上主要为过境车，过境

车辆主要来自山东、安徽等地，以原材料和半成品运输为主，而北上车辆多见瓜果品。

公司于 2009 年 11 月底完成九景技改，目前在建项目包括昌奉高速（新建）、昌九高速技改、澎湖高速一、二期工程，合计资金需求约 40 亿元。此外，公司已公告参建彭泽、烟家山 2 个核电站项目，预计于 2015 年后才能开始正常营运。其中彭泽核电站项目一期工程总投资约 350 亿元，资本金约 70 亿元，公司按 20% 的出资比例预计资本金出资约 14 亿元，首期应付 1.4545 亿元；烟家山项目目前细节尚未披露。此外，公司还持有信达地产、湘邮科技、国盛证券等的股权。

我们预计 2009 - 2011 年公司营业收入复合增长率为 17.6%，对应每股收益分别为 0.46 元、0.52 元和 0.61 元（不考虑财政补贴），结合 DCF 模型和当前板块估值水平，我们认为公司 3 个月合理目标价为 9.66 元 - 10.13 元。12 月 11 日的收盘价距离目标价有 10%-15% 的上升空间，我们维持公司“增持”的投资评级。

主要风险点：财政补贴的不确定性；济广高速鹰瑞、瑞寻段预计分别于 2010 年和 2012 年建成通车，存在分流影响可能等。

7.4 四川成渝：长期成长性良好，短期估值偏高

公司于 2009 年 7 月首发上市。目前旗下主要控股路产包括成渝高速四川段、成雅高速、城北出口高速（60%）、成乐高速，并参股机场高速（25%），同时在建成都-仁寿高速，合计已通车权益里程 465.85 公里。上半年，公司通行费收入为 9.19 亿元，占营业收入的 93.0%（公司未披露 3 季度的通行费收入），我们预计全年公司通行费收入约为 19.5 亿元，同比增长 40.6%。

成渝高速四川段为公司贡献了主要的通行费收入，但预计成乐高速的并表将使前者占公司通行费收入的比例由此前的 60% 以上降至 50% 左右，成乐高速通行费收入占比约为 17%-18%。灾后重建、成渝经济区快速发展、汽车保有量的增长都为四川当地公路客货运输显著强于东西部地区提供了动力。

除了在建项目，预计将于明年年中完成对大股东拥有的成南高速成遂段、遂渝高速四川段完成收购。我们假设公司通过发行可转债的方式，如果收购价在 50 亿元至 70 亿元之间，则按半年的并表收入预计将增厚明年 EPS 0.04 元左右。此外，明年 9 月 30 日开始计重收费提价将增厚当年和 2011 年业绩 0.02 元和 0.08 元左右。

我们预计 2009 - 2011 年公司营业收入复合增长率为 25.6%，对应每股收益分别为 0.28 元、0.36 元和 0.43 元，目前股价 2010 年的动态市盈率水平为 24 倍。公司未来成长性突出，但目前股价偏高，继续给予中性的投资评级，建议投资者择时介入。

7.5 楚天高速：拟建路产预期回报欠佳，地产开发等提供补偿

湖北省地处我国中部，具有承东启西，连接南北的区位优势，省会武汉素有“九省通衢”之称，是全国几个重要的交通枢纽之一。公司旗下路产为汉宜高速（278.87 公里），以及在建大（悟）随（州）高速、拟建十（堰）房（县）高速。上半年，公司通行费收入占营业收入超过 98%，我们预计全年公司通行费收入约为 7.6 亿元，同比增长 8.4%。

表 10 2007 年 4 季度以来主要业绩指标数据

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
营业收入 (万元)	20263	17293	17915	18453	18046	18487	17748	19838
营业成本 (万元)	6840	5503	5468	5891	7866	5651	6350	7295
毛利率(%)	66.24	68.18	69.48	68.08	56.41	69.43	64.22	63.23
每股收益 (元)	0.06	0.08	0.08	0.09	0.07	0.09	0.08	0.09
每股经营性现金流 (元)	0.06	0.13	0.11	0.08	0.10	0.09	0.13	0.13

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

汉宜高速日均全程车流量 10000 多辆, 其中客车占比超过 60%, 其东向延长段的武黄高速, 与黄黄高速相接进入安徽和江西境内, 其客车占比基本维持在 50% 以下。预计随着沪蓉西高速年底通车, 过境货车比例将有明显提升, 保守估计, 货车占比将提高 5 至 10 个百分点。

公司目前在建大随高速, 预计 2012 年底通车, 公司预计该项目内部回报率为 9.67%。而计划与省高速集团、十堰市政府合作建设的十房高速, 投资估算为 49.7 亿元, 公司出资 86975 万元, 占比 50%, 内部回报率仅为 5.33%。作为行政色彩较为浓重的项目, 省政府、省高速集团和十堰市政府分别作出承诺, 以提供补偿, 其中对业绩具有实质意义的项目包括: 延长江陵-宜昌段经营期限; 在 2-3 年内注入优质公路资产; 以优惠价格取得不少于 500 亩地的土地作为商业开发等。

我们预计 2009 - 2011 年公司营业收入复合增长率为 11.9%, 对应每股收益分别为 0.35 元, 0.40 元和 0.46 元, 结合 DCF 模型和当前板块估值水平, 我们认为公司 6 个月合理目标价为 6.40 元 - 6.67 元。12 月 11 日的收盘价距离目标价有 13%-18% 的上升空间, 我们维持公司“增持”的投资评级。

主要风险点: 武汉 - 荆门 - 宜昌高速分流; 2012 年汉宜铁路通车对客车的分流等。

7.6 可比上市公司估值比较

目前, A 股上市高速公路公司 2009、2010 年动态市盈率水平分别为约为 21 倍和 18 倍, 略低于上证综指 24 倍和 19 倍的水平。

表 11 主要高速公司相对估值水平

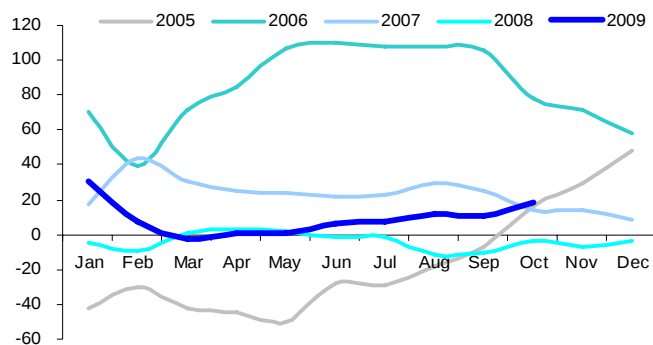
	收盘价 2009-12-11	货币	2008	P/E(x) 2009E	2010E	P/B(x) 2009E	EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2009E	2010E	2008	2009E
A 股公司										
赣粤高速	8.87	CNY	9.35	16.58	15.42	2.65	10.75	8.99	15.30	15.75
宁沪高速	7.20	CNY	22.87	17.31	15.38	2.14	10.58	9.62	9.73	12.38
楚天高速	5.76	CNY	17.72	16.33	14.01	1.99	9.36	7.77	12.13	12.03
福建高速	6.80	CNY	13.23	17.10	17.10	1.70	8.51	9.59	19.88	15.35
四川成渝	8.91	CNY	41.48	31.21	23.93	3.69	18.21	14.02	9.38	11.96
皖通高速	6.17	CNY	14.39	13.90	14.31	1.87	9.60	9.53	13.84	13.43
山东高速	5.49	CNY	14.50	17.54	14.86	1.89	7.96	7.21	13.77	12.47
中原高速	4.58	CNY	35.09	23.74	21.48	1.67	n.a.	n.a.	4.77	n.a.
现代投资	26.05	CNY	17.55	15.01	14.16	2.61	8.28	7.63	15.92	18.16
五洲交通	7.87	CNY	37.65	39.63	31.38	2.00	n.a.	n.a.	5.31	n.a.
深 高 速	6.33	CNY	26.88	23.43	20.84	1.84	17.60	12.87	7.15	8.23
华北高速	5.36	CNY	22.81	17.57	15.06	1.60	n.a.	n.a.	7.00	n.a.
粤高速 A	5.62	CNY	17.28	18.94	17.17	1.93	n.a.	n.a.	11.17	n.a.
平均值	7.90		22.37	20.64	18.08	2.12	11.21	9.69	11.18	13.30
中值	6.21		17.72	17.54	15.42	1.93	9.60	9.53	11.17	12.47
H 股公司										
宁沪高速	6.92	HKD	21.63	18.07	16.52	2.25	11.10	10.40	11.20	12.81
深圳高速	3.82	HKD	16.61	14.52	12.57	1.13	18.82	12.93	7.07	7.86
四川成渝	4.03	HKD	19.19	13.66	12.18	1.63	17.11	14.06	9.62	11.84
浙江沪杭甬	7.51	HKD	17.07	18.78	16.99	2.29	8.12	7.56	14.25	12.77
皖通高速	5.57	HKD	13.93	13.65	13.33	1.69	8.43	7.87	12.97	12.73
平均值	5.57		17.68	15.74	14.31	1.80	12.72	10.56	11.02	11.60
中值	5.57		17.07	14.52	13.33	1.69	11.10	10.40	11.20	12.73

资料来源：海通证券研究所，Bloomberg，Wind

附录 1: 上市公司车流量同比情况

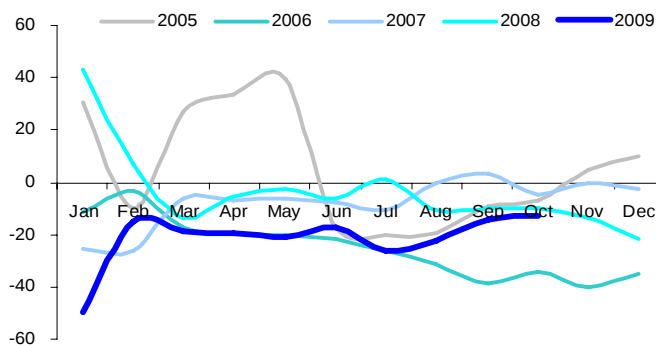
宁沪高速 (600377)

图 14 沪宁高速日均车流量同比增速 (%)



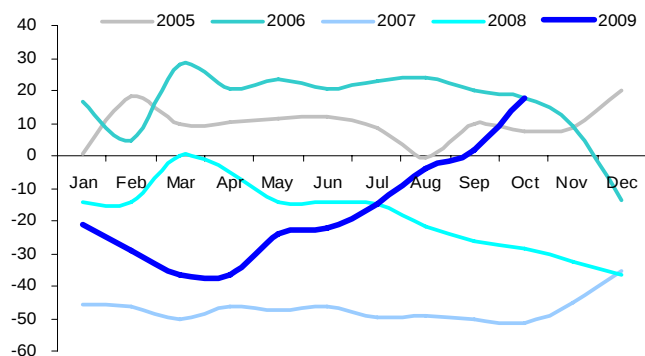
资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

图 15 312 国道日均车流量同比增速 (%)



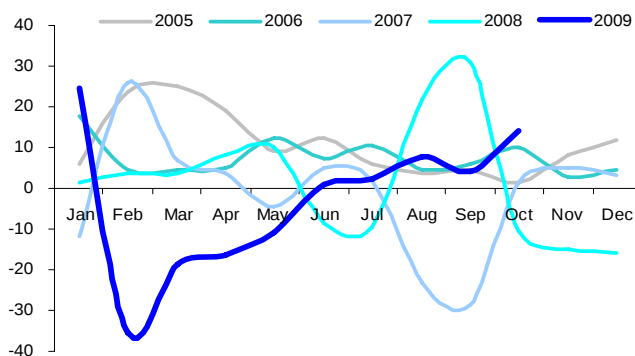
资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

图 16 宁连公路南京段日均车流量同比增速 (%)



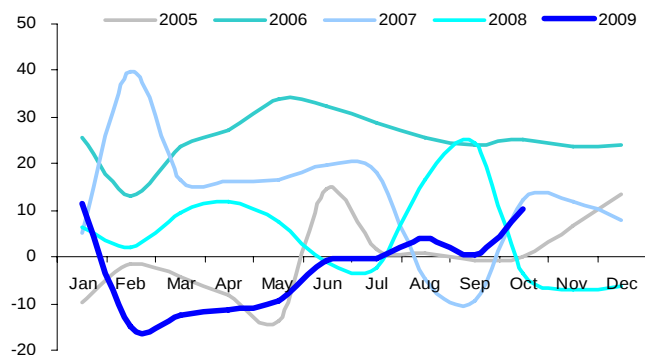
资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

图 17 广靖高速日均车流量同比增速 (%)



资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

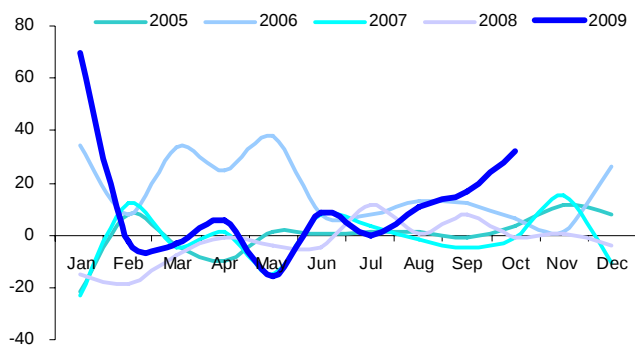
图 18 锡澄高速日均车流量同比增速 (%)



资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

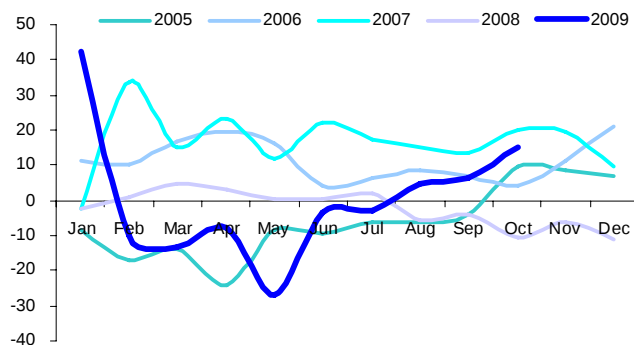
皖通高速 (600012)

图 19 合宁高速车流量同比增速 (%)



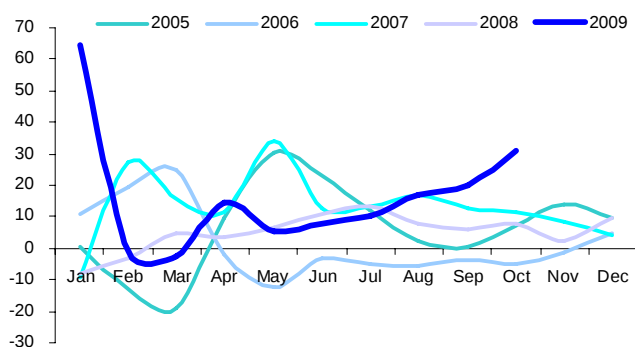
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 20 高界高速车流量同比增速 (%)



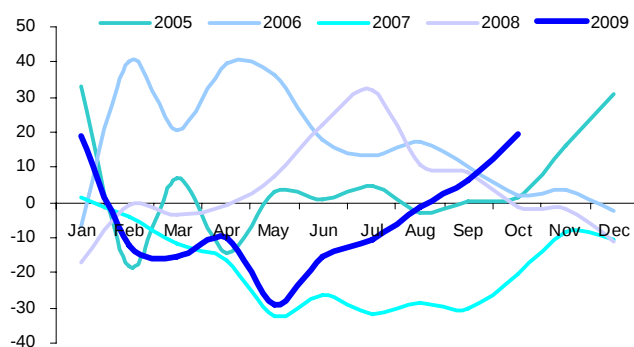
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 21 宣广高速车流量同比增速 (%)



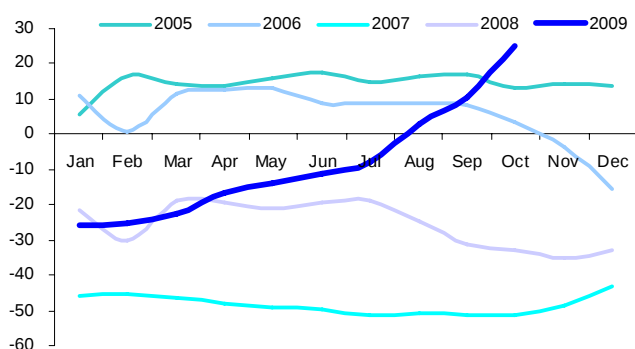
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 22 连霍公路安徽段车流量同比增速 (%)



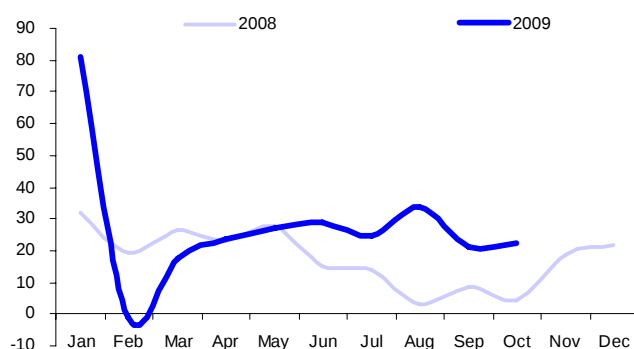
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 23 205 国道天长段新线车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

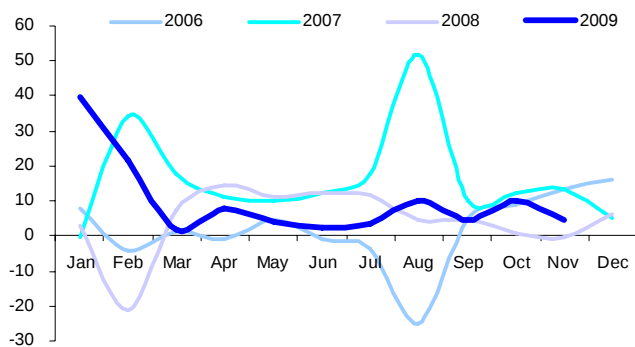
图 24 宁淮高速天长段车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

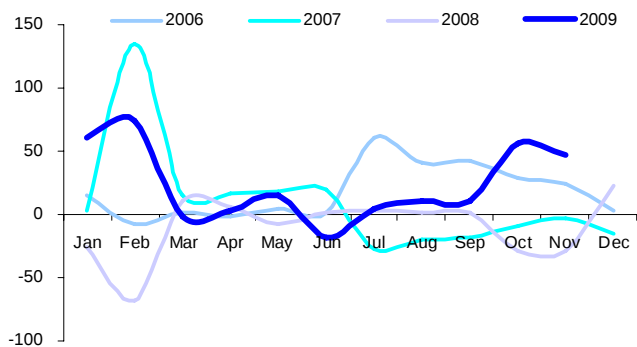
赣粤高速 (600269)

图 25 昌九高速和银三角互通立交日均自然车流量同比 (%)



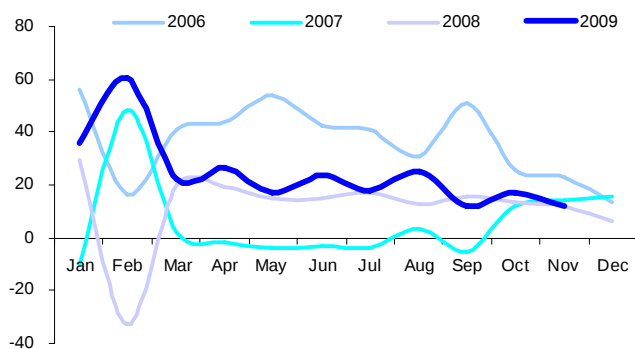
资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

图 26 昌樟、昌傅、温厚高速日均自然车流量同比增速 (%)



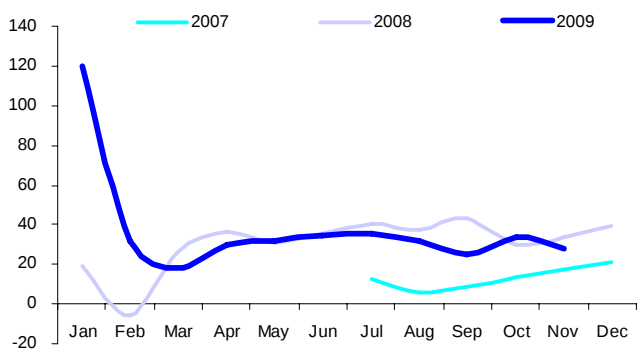
资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

图 27 昌泰高速日均自然车流量同比增速 (%)



资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

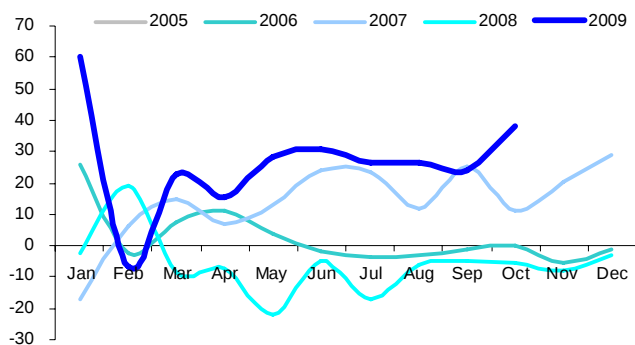
图 28 九景高速日均自然车流量同比增速 (%)



资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

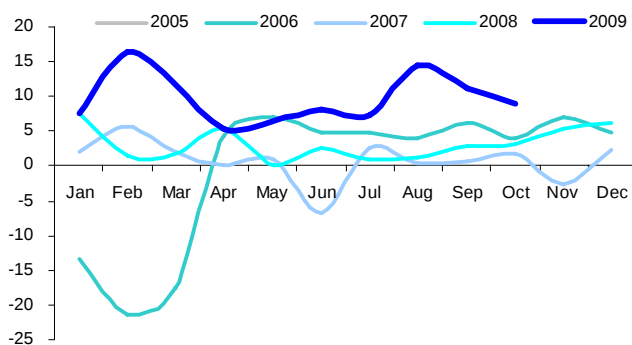
四川成渝 (601107)

图 29 成渝高速日均车流量同比增速 (%)



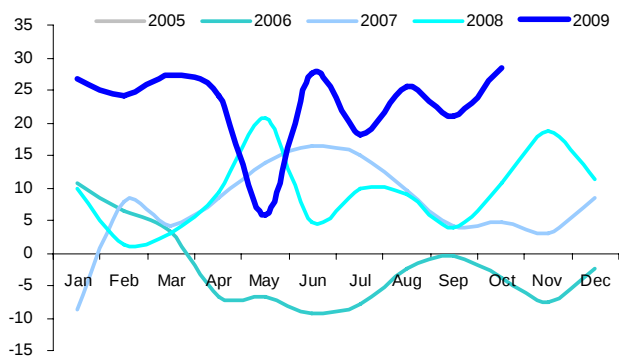
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 30 成雅高速日均车流量同比增速 (%)



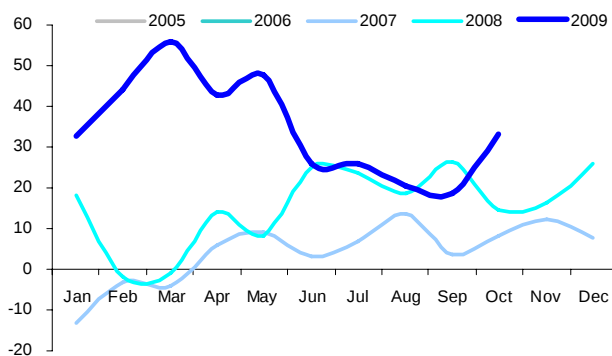
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 31 城北出口高速车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

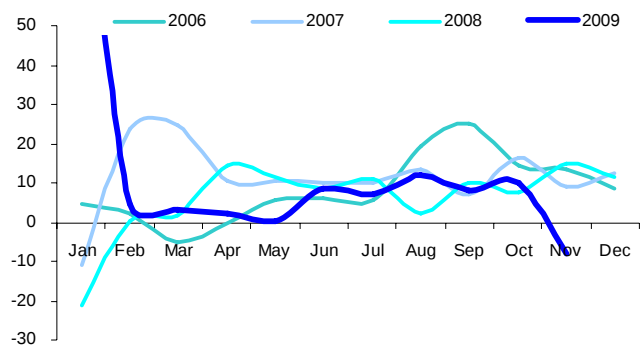
图 32 成乐高速日均车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

楚天高速（600035）

图 33 汉宜高速公路日均车流量同比增速（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

附录 2: 财务报表分析和预测

宁沪高速 (600377)

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	22.98	17.31	15.38	14.30
P/B	2.24	2.14	2.03	1.90
P/S	6.77	6.16	5.82	5.39
EV/EBITDA	12.36	10.58	9.62	8.90

偿债能力指标 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率 (%)	51.00	52.87	56.45	53.61
借款/股东权益 (%)	38.23	38.67	33.79	29.14
已获利息倍数	4.89	8.58	10.16	10.11
流动比率	0.18	0.57	0.66	0.56
速动比率	0.15	0.54	0.64	0.54
现金比率	0.76	0.67	0.59	0.53

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	53.12	57.94	60.48	60.46
息税摊销折旧利润率	67.54	69.54	71.38	70.38
净利率	29.45	35.56	37.85	37.67
净资产收益率	9.73	12.38	13.17	13.31
资产回报率	10.43	12.60	13.45	14.58
投资回报率	8.39	9.48	10.26	11.24

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	3.50	2.12	2.10	2.08
存货周转率	12.50	16.76	16.32	15.65
总资产周转率	20.81	22.81	23.35	25.43
固定资产周转率	45.51	404.71	463.18	556.12

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	-0.62	9.94	5.71	8.13
主营利润增长率	-9.39	20.30	10.57	8.09
EBIT 增长率	-9.00	20.91	10.25	7.68
EBITDA 增长率	-7.14	13.21	8.50	6.61
净利润增长率	-2.92	32.77	12.52	7.62

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	527714	580191	613299	663181
主营业务成本	247407	244038	242388	262249
主营业务利润	265966	319966	353800	382429
营业费用	170	174	184	199
管理费用	16175	17406	18399	19895
利润总额	210174	283033	318464	342731
EBIT	264983	320386	353217	380334
折旧摊销	91413	83078	84560	86392
EBITDA	356396	403465	437777	466726
投资收益	15271	18000	18000	18000
其他营业外收入	1697	0	0	0
所得税	50232	70758	79616	85683
少数股东损益	4541	5944	6688	7197
净利润	159942	212275	238848	257048
毛利率 (%)	53.12	57.94	60.48	60.46
每股收益 (元)	0.31	0.41	0.46	0.50

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	46059	251385	362140	363828
应收款项	4817	5046	5267	5522
存货	11690	11031	10949	11846
流动资产	67549	272241	383146	385964
固定资产	147729	138989	125831	112672
总资产	2477543	2608536	2644773	2571588
应付帐款	15480	17406	18399	19895
长期借款	362217	312058	261899	211740
长期负债	471296	421139	370980	210821
总负债	836769	902204	954314	897458
少数股东权益	43881	45015	47610	50684
股东权益	1640774	1712218	1810955	1927860
每股净资产 (元)	3.17	3.31	3.50	3.73

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	155401	206331	232160	249851
折旧摊销	91413	83078	84560	86392
营运资金变动	76818	-1236	-102119	-102173
经营活动现金流	276510	320500	341319	363654
固定资产投资	-2023495	-8740	-13158	-13158
无形资产投资	1946379	-70020	-71402	-73233
资本支出	10549	4291	0	0
投资活动现金流	-89754	-81092	-77524	-75154
公司自由现金流	201752	320312	451592	473815
股权自由现金流	321199	455153	501432	413656
债务变化	-67633	34841	-50159	-160159
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-253592	-34082	-153041	-286812
现金净流量	-66835	205326	110755	1688
每股经营现金流 (元)	0.55	0.64	0.68	0.72

皖通高速 (600012)

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	14.39	13.90	14.31	12.93
P/B	1.99	1.87	1.76	1.63
P/S	5.89	5.67	4.94	4.46
EV/EBITDA	9.58	9.60	9.53	8.99

偿债能力指标 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率 (%)	64.56	70.35	70.23	70.20
借款/股东权益 (%)	42.64	35.72	33.76	31.24
已获利息倍数	22.01	12.30	11.40	12.50
流动比率	0.18	0.84	0.65	0.48
速动比率	0.18	0.84	0.65	0.48
现金比率	0.34	0.41	0.43	0.46

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	70.45	70.10	63.75	63.20
息税摊销折旧利润率	80.41	76.19	69.96	69.68
净利润率	40.95	40.78	34.53	34.46
净资产收益率	13.84	13.43	12.33	12.62
资产回报率	13.13	10.14	8.83	9.52
投资回报率	10.56	8.34	8.25	8.63

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	-	-	-	-
存货周转率	1.75	1.93	2.21	2.41
总资产周转率	21.15	17.04	16.61	18.11
固定资产周转率	55.48	285.50	325.42	373.03

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	0.04	3.90	14.72	10.90
主营利润增长率	-4.90	3.14	3.81	9.90
EBIT 增长率	-8.59	3.23	2.43	9.72
EBITDA 增长率	-6.04	-1.56	5.34	10.46
净利润增长率	33.69	3.49	-2.87	10.66

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	168956	175542	201384	223328
主营业务成本	49931	52494	73010	82178
主营业务利润	113681	117256	121729	133779
营业费用	0	0	0	0
管理费用	12852	13166	15104	16750
利润总额	98723	100480	97599	108004
EBIT	101215	104480	107015	117420
折旧摊销	34647	29262	33870	38195
EBITDA	135862	133742	140884	155615
投资收益	385	390	390	390
其他营业外收入	6199	0	0	0
所得税	24704	25120	24400	27001
少数股东损益	4839	3768	3660	4050
净利润	74019	75360	73199	81003
毛利率 (%)	70.45	70.10	63.75	63.20
每股收益 (元)	0.42	0.43	0.42	0.46

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	53123	234320	184894	140190
应收款项	1618	2404	2446	2446
存货	186	377	521	579
流动资产	55346	237136	187897	143249
固定资产	60080	62892	60876	58860
总资产	858703	1201814	1222755	1243737
应付帐款	51812	52663	60415	66998
长期借款	0	0	0	0
长期负债	34516	215500	215500	215500
总负债	336880	496326	504456	512995
少数股东权益	22022	26662	28206	30489
股东权益	521823	559907	592330	640273
每股净资产 (元)	3.01	3.22	3.40	3.68

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	69180	71592	69539	76953
折旧摊销	34647	29262	33870	38195
营运资金变动	87170	-368	-7943	-8483
经营活动现金流	115340	114205	124081	136705
固定资产投资	-488855	2812	-2016	-2016
无形资产投资	666103	108360	71958	119539
资本支出	0	192340	103812	103812
投资活动现金流	-124477	-115861	-124946	-140217
公司自由现金流	23364	-84350	18262	30931
股权自由现金流	18765	139263	11200	23869
债务变化	83500	157500	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	33529	182852	-48560	-41193
现金净流量	12406	181196	-49425	-44704
每股经营现金流 (元)	0.70	0.69	0.75	0.82

赣粤高速 (600269)

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	9.36	18.95	17.02	14.34
P/B	1.43	2.98	2.63	2.31
P/S	3.33	5.59	4.75	4.10
EV/EBITDA	8.09	11.84	9.91	7.86

偿债能力指标 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率 (%)	57.83	44.27	42.09	36.00
借款/股东权益 (%)	8.59	8.95	7.90	6.92
已获利息倍数	6.94	7.94	8.74	10.67
流动比率	0.51	0.69	0.84	1.16
速动比率	0.42	0.59	0.72	1.03
现金比率	0.79	0.67	0.97	1.11

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	55.01	53.81	50.75	50.76
息税摊销折旧利润率	59.10	57.24	57.76	60.04
净利润率	35.52	29.51	27.89	28.55
净资产收益率	15.30	15.75	15.47	16.08
资产回报率	14.09	12.08	11.50	12.68
投资回报率	13.77	14.21	14.14	14.73

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	14.72	16.87	16.64	16.76
存货周转率	78.34	44.13	41.62	42.28
总资产周转率	25.96	26.65	27.20	29.99
固定资产周转率	31.58	35.01	36.06	38.70

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	25.02	18.98	17.76	15.94
主营利润增长率	-3.52	16.17	10.62	15.94
EBIT 增长率	-7.44	14.57	9.85	15.97
EBITDA 增长率	-2.82	15.24	18.84	20.52
净利润增长率	-0.04	-1.16	11.31	18.68

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	308572	367154	432369	501270
主营业务成本	138831	169591	212929	246848
主营业务利润	159253	185006	204653	237279
营业费用	641	734	865	1003
管理费用	14760	17623	20754	24061
利润总额	146547	145390	161829	192053
EBIT	145192	166348	182735	211915
折旧摊销	37161	43795	66992	89057
EBITDA	182353	210143	249727	300972
投资收益	1954	0	0	0
其他营业外收入	24274	0	0	0
所得税	27451	27624	30748	36490
少数股东损益	9477	9421	10487	12445
净利润	119095	117766	131081	155563
毛利率 (%)	55.01	53.81	50.75	50.76
每股收益 (元)	0.94	0.46	0.52	0.61

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	51027	89127	123306	203565
应收款项	21918	26049	29821	33575
存货	19405	22176	27054	30922
流动资产	112392	145043	188383	276573
固定资产	965617	1132012	1266367	1324284
总资产	1216940	1538231	1640505	1702343
应付帐款	39816	36715	43237	50127
长期借款	20000	20000	20000	20000
长期负债	223626	262614	262614	212614
总负债	445876	472022	485916	450605
少数股东权益	54578	51602	58453	66744
股东权益	771064	739629	837821	956670
每股净资产 (元)	6.14	2.95	3.34	3.81

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	109618	108345	120595	143118
折旧摊销	37161	43795	66992	89057
营运资金变动	9192	-1164	-4734	-6758
经营活动现金流	185290	141187	217562	264279
固定资产投资	-22868	166395	134356	57917
无形资产投资	-506	-737	-737	-737
资本支出	30425	179234	124940	62129
投资活动现金流	-252856	-172787	-186095	-191790
公司自由现金流	115588	508	94837	205380
股权自由现金流	295588	150508	44837	305380
债务变化	58638	0	0	0
股票发行	0	116767	0	0
融资活动现金流	68584	69700	2713	7770
现金净流量	-8575	38100	34179	80259
每股经营现金流 (元)	1.59	0.60	0.93	1.13

四川成渝 (601107)

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	40.92	31.21	23.93	20.34
P/B	3.84	3.73	3.23	2.79
P/S	14.03	12.27	10.30	8.47
EV/EBITDA	22.89	18.40	14.16	10.66

偿债能力指标 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率 (%)	36.15	52.78	41.10	32.70
借款/股东权益 (%)	5.35	16.54	19.91	22.33
已获利息倍数	7.65	8.15	8.65	9.59
流动比率	0.71	1.40	2.14	2.98
速动比率	0.69	1.38	2.12	2.97
现金比率	0.47	0.62	0.76	0.93

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	54.04	61.31	65.86	70.65
息税摊销折旧利润率	64.29	68.42	72.19	75.56
净利润率	34.29	39.32	43.02	41.63
净资产收益率	9.38	11.96	13.49	13.70
资产回报率	9.48	13.42	13.76	13.36
投资回报率	10.12	11.61	12.63	12.42

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	2.25	1.90	1.99	1.97
存货周转率	8.42	10.83	12.34	12.90
总资产周转率	20.26	25.20	23.81	21.35
固定资产周转率	412.21	673.87	1004.60	1630.89

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	4.24	36.71	19.18	21.61
主营利润增长率	3.90	56.35	28.49	30.88
EBIT 增长率	4.83	55.22	29.36	31.68
EBITDA 增长率	6.49	45.49	25.73	27.29
净利润增长率	9.86	56.73	30.41	17.67

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	158778	217058	258689	314603
主营业务成本	72978	83970	88305	92339
主营业务利润	80871	126446	162469	212637
营业费用	0	0	0	0
管理费用	7734	10853	12934	15730
利润总额	64590	101412	132253	176375
EBIT	74472	115593	149534	196907
折旧摊销	27610	32928	37204	40796
EBITDA	102082	148521	186738	237702
投资收益	576	0	0	0
其他营业外收入	714	0	0	0
所得税	9588	15212	19838	44094
少数股东损益	553	862	1124	1323
净利润	55002	86200	112415	132282
毛利率 (%)	54.04	61.31	65.86	70.65
每股收益 (元)	0.21	0.28	0.36	0.43

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	114882	260635	398538	563831
应收款项	10426	10490	13620	17877
存货	2162	2891	3161	3456
流动资产	131246	279528	423324	596252
固定资产	35441	28981	22520	16060
总资产	803717	918708	1254518	1692326
应付帐款	2279	3256	3880	4719
长期借款	27096	117096	167096	217096
长期负债	27260	117360	167196	217196
总负债	213410	317384	365421	416994
少数股东权益	9941	12341	14266	16531
股东权益	590307	725961	839177	972400
每股净资产 (元)	2.27	2.33	2.70	3.13

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	54449	85338	111291	130959
折旧摊销	27610	32928	37204	40796
营运资金变动	-153220	-16118	4692	6062
经营活动现金流	82037	132361	166380	192978
固定资产投资	-6155	-6460	-6460	-6460
无形资产投资	-4331	-26468	-30744	-34335
资本支出	486	0	225330	300440
投资活动现金流	-15739	-18984	-17793	-16488
公司自由现金流	242730	147300	-65714	-118026
股权自由现金流	392730	195800	-18714	-68026
债务变化	-162477	88500	47000	50000
股票发行	0	50000	0	0
融资活动现金流	-21214	40739	5417	-4176
现金净流量	50796	145753	137903	165293
每股经营现金流 (元)	0.34	0.41	0.49	0.61

楚天高速 (600035)

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	16.33	14.01	12.29	16.33
P/B	1.96	1.81	1.66	1.96
P/S	6.87	5.95	5.26	6.87
EV/EBITDA	9.25	7.68	6.44	9.25

偿债能力指标 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率 (%)	19.75	18.55	14.90	12.04
借款/股东权益 (%)	15.68	18.59	17.12	15.72
已获利息倍数	19.14	22.56	26.15	29.65
流动比率	0.47	0.60	0.97	1.42
速动比率	0.47	0.60	0.97	1.42
现金比率	0.79	0.76	0.88	1.00

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	65.52	65.58	65.84	66.00
息税摊销折旧利润率	78.62	78.01	78.00	77.98
净利润率	42.08	42.08	42.50	42.82
净资产收益率	12.13	12.03	12.91	13.51
资产回报率	14.41	12.61	11.46	11.15
投资回报率	11.06	10.61	11.46	12.08

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	0.23	0.39	0.34	0.34
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	24.22	21.48	19.44	18.86
固定资产周转率	25.86	26.22	27.63	30.23

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	-1.22	7.23	15.41	13.09
主营利润增长率	-4.73	7.36	15.88	13.39
EBIT 增长率	-2.40	6.36	15.91	13.41
EBITDA 增长率	0.03	6.40	15.39	13.06
净利润增长率	12.67	7.22	16.57	13.94

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	71706	76891	88739	100358
主营业务成本	24727	26463	30316	34121
主营业务利润	44384	47652	55219	62614
营业费用	0	0	0	0
管理费用	2393	2537	2928	3312
利润总额	40432	43141	50291	57302
EBIT	42417	45115	52291	59302
折旧摊销	13955	14866	16923	18952
EBITDA	56373	59981	69214	78254
投资收益	0	0	0	0
其他营业外收入	350	29	0	0
所得税	10256	10785	12573	14326
少数股东损益	4	3	4	4
净利润	30177	32355	37718	42977
毛利率 (%)	65.52	65.58	65.84	66.00
每股收益 (元)	0.32	0.35	0.40	0.46

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	21494	38568	60958	85795
应收款项	744	119	138	157
存货	0	0	0	0
流动资产	23021	39523	62086	87090
固定资产	272145	314471	327883	336016
总资产	297854	417913	494916	569081
应付帐款	1113	1153	1331	1505
长期借款	0	0	0	0
长期负债	0	0	0	0
总负债	49124	65397	64167	61134
少数股东权益	20	21	23	25
股东权益	248730	268972	292130	318133
每股净资产 (元)	2.67	2.89	3.14	3.41

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	30172	32352	37714	42972
折旧摊销	13955	14866	16923	18952
营运资金变动	10206	-5846	1404	3200
经营活动现金流	38881	49887	56718	61378
固定资产投资	-10243	42326	13413	8133
无形资产投资	581	-11	-11	-11
资本支出	3793	69883	43183	44029
投资活动现金流	-7444	-9452	-9854	-10097
公司自由现金流	31497	-15339	11548	16192
股权自由现金流	30497	62973	89861	94505
债务变化	8000	11000	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-18858	-23361	-24475	-26444
现金净流量	12579	17074	22389	24837
每股经营现金流 (元)	0.42	0.54	0.61	0.66

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心行业分析师

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、楚天高速、皖通高速、赣粤高速、福建高速、四川成渝。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com