

高速公路 II

王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

Wangsh@xyzq.com.cn



高速公路 II

车流量盘点与展望

——高速公路 09 年度总结 推荐 (维持)

2010-2-2

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
山东高速	0.29	0.39	强烈推荐
赣粤高速	0.49	0.57	强烈推荐
宁沪高速	0.38	0.42	推荐
皖通高速	0.40	0.43	推荐
粤高速	0.26	0.27	中性
福建高速	0.40	0.42	推荐
深高速	0.31	0.33	推荐
现代投资	1.79	2.01	中性
四川成渝	0.29	0.33	中性
楚天高速	0.35	0.43	推荐

相关报告

行业报告：高铁来了
2010-01-11赣粤高速深度报告：管理提升
现金流价值 2010-01-09铁龙物流调研报告：小荷初露
尖尖角 2009-09-13

7月报：货车开始回升

6月报：车流量缓慢攀升

5月报：车流量环比向好

4月报：车流量还看东部经济

3月报：雪灾 VS 经济下滑

2月报：货车比例持续下滑，
一季度同比较为乐观——车
流量 08 盘点与 09 展望

投资要点

- **概览：**09 全年运输呈现上半年客强货弱，下半年客货齐升的局面，增速民航最高，铁路最差。1-11 月公路客运周转量累计 1.3 万亿人公里，增长 7.8%，货运周转量累计 3.6 万亿吨公里，增长 10.7%。
- **三大经济圈：**经济回暖，货车流量下半年开始同比增长，10 年将延续升势。
 - ◇ 珠三角：08-4Q 和 09 上半年货车下滑惨重，下半年开始回升。
 - ◇ 长三角：小汽车同比增长 15%；下半年，宁沪货车量价齐升，皖通受投资拉动和施工影响消除，货车同比增长大于 20%。
 - ◇ 环渤海：1-3Q，山东高速同比持续下滑，4Q 企稳。
- **川渝经济圈：**受益灾后重建，货车数量增长显著，四川成渝主要路产收入同比增长大于 25%。
- **南北通道：**增速平稳，区域经济对冲外需下滑。
 - ◇ 京珠线：北半段中原高速受外需影响小，同比增长 8%；南半段现代投资车流受区域投资拉动，总体增长 15% 左右。
 - ◇ 京沪线：沈海分流影响消化，广靖-锡澄车流量 6 月开始增长。
 - ◇ 赣粤高速路产：省内车流增速约在 15%，过境货车略有增长。昌九、昌樟、昌泰、九景收入分别增长 3.96%，12.91%，7.48%，23.7%。
- **路网贯通：**沪蓉西高速 09 年底贯通，将增加楚天高速过境货车 15%。09 年公司小汽车增长 21%，特大货车下滑主要是 08 年同期抗震救灾车流较多所致，计费货车增长大约在 10-20%。
- **总结：**综合估值、股息率和业绩增长等方面，我们给予山东高速、赣粤高速强烈推荐评级；宁沪、楚天、皖通、深高速、福建高速推荐评级；现代投资和成渝高速中性评级。

目 录

两纵两横搭建运输主骨架	- 4 -
三大经济圈下半年车流量趋势向好	- 5 -
珠三角车流量同比增长	- 5 -
长三角/京沪线下半年增势明显	- 8 -
环渤海货车下滑严重，10 年有望反弹	- 11 -
川渝经济圈受益灾后重建	- 13 -
南北通道车流持续增长	- 14 -
京珠线区域经济对冲外需下滑	- 14 -
赣粤高速省内车流步入快速增长期	- 17 -
沪蓉西高速贯通效应 10 年显现	- 18 -
总结	- 20 -

图 1、我国运输主通道	- 4 -
图 1、货运量和货运周转量同比变化情况	- 4 -
图 2、客运量和客运周转量同比变化情况	- 5 -
图 3、深高速路产日均收费同比增长情况	- 5 -
图 4、南光高速各车型同比变化	- 6 -
图 5、机荷高速各车型同比变化	- 6 -
图 6、盐排高速各车型同比变化	- 6 -
图 7、水官高速各车型同比变化	- 7 -
图 8、阳茂高速各车型同比变化	- 7 -
图 9、江中高速各车型同比变化	- 8 -
图 10、宁沪高速江苏段各车型同比增长	- 8 -
图 11、沪宁高速主要路产车流同比增长情况	- 9 -
图 12、皖通高速路产收费额同比增长情况	- 9 -
图 13、合宁高速主要路产各车型增长情况	- 10 -
图 14、高界高速主要路产各车型增长情况	- 10 -
图 15、济青高速 07-09 收费情况	- 11 -
图 16、济青高速各车型同比变化	- 11 -
图 17、黄河二桥收费额增长情况	- 12 -
图 18、济莱高速收费额增长情况	- 12 -
图 19、成渝高速通行费和车流量变化情况	- 13 -
图 20、成雅、成乐高速通行费和车流量变化情况	- 13 -
图 21、城北、机场高速通行费和车流量变化情况	- 14 -
图 22、郑漯高速车流量变化情况	- 15 -
图 23、漯驻高速车流量变化情况	- 15 -
图 24、长潭高速车流量增长情况	- 16 -
图 25、潭耒高速车流量增长情况	- 16 -
图 26、公司路产货车比例	- 16 -
图 27、赣粤路产收费额增长情况	- 17 -
图 28、汉宜高速车流量增长情况	- 18 -
图 29、汉宜高速特大型车增长情况	- 19 -

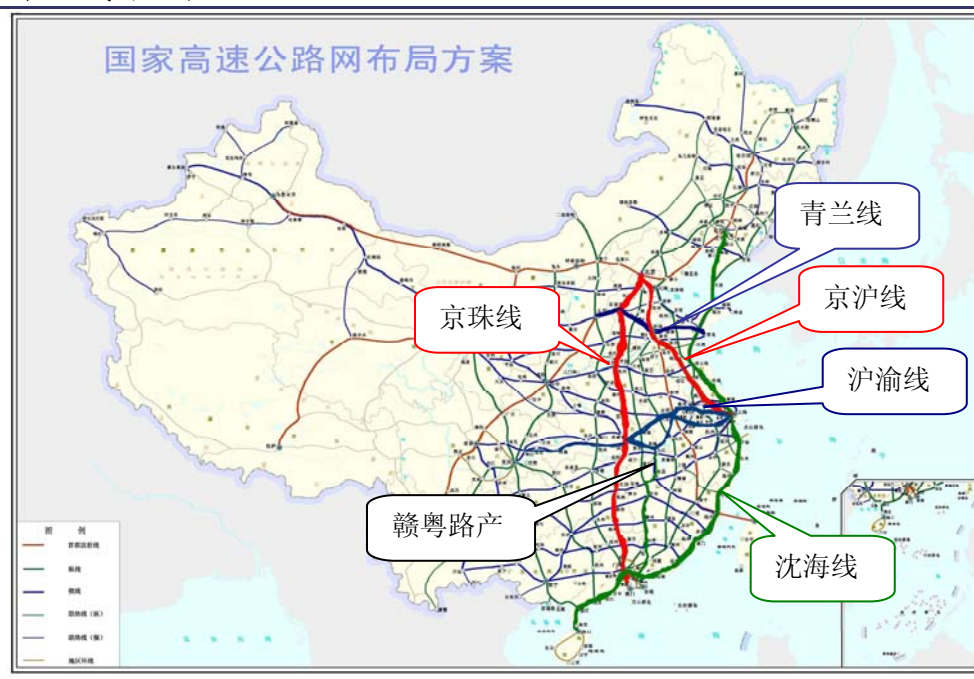
表 1、赣粤高速历年获得补贴情况	错误！未定义书签。
表 2、楚天高速单车收入分析	- 19 -
表 3、楚天高速车流量预测	- 19 -
表 4、公司分红派息和估值	- 20 -
表 5、主要上市公司盈利预测与估值	- 21 -

两纵两横搭建运输主骨架

我国交通以东部主要经济圈内运输和南北向运输为主，其中三大经济圈是主要的运输需求发生或吸引区域，东部重点城市是主要交通枢纽，有较强的辐射作用。

公路路网方面，纵向的京珠线、沈海线和横向的沪渝线、青兰线构成了我国运输的主骨架，京沪线、赣粤高速路产和沪蓉线也是主要的运输通道。

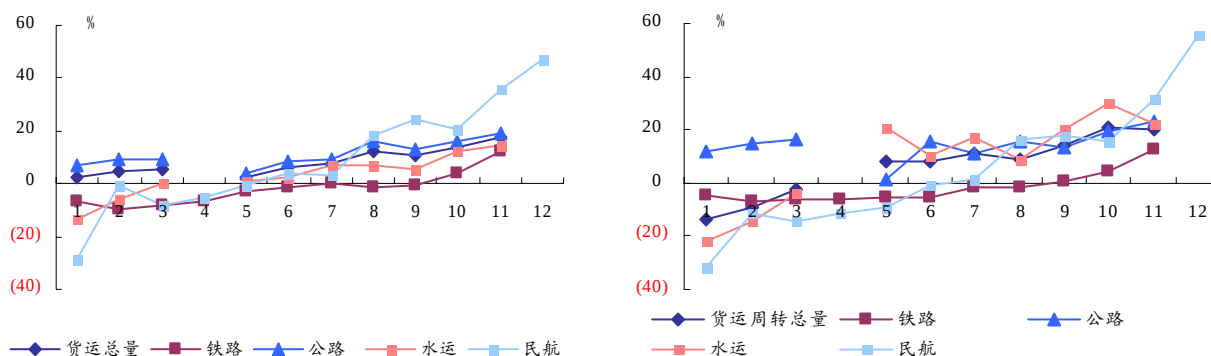
图 1、我国运输主通道



资料来源：兴业证券研发中心

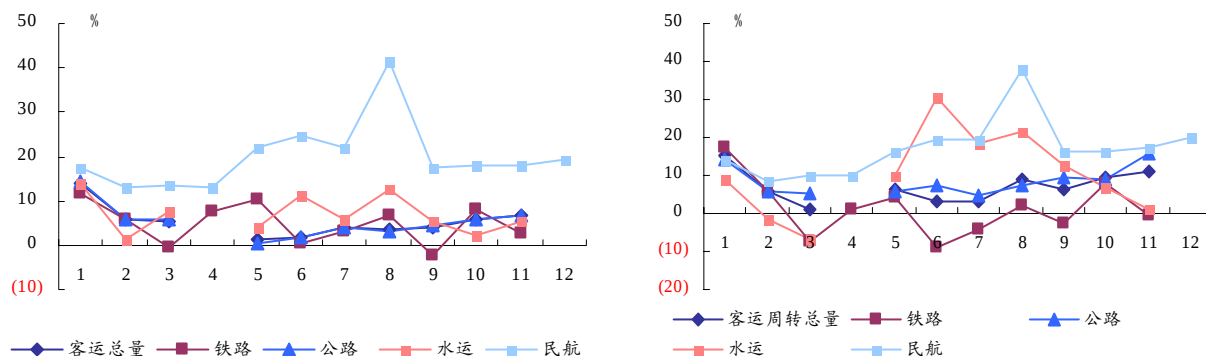
09 全年运输呈现上半年客强货弱，下半年客货齐升的局面，增速民航最高，铁路最差。1-11 月公路客运周转量累计 1.3 万亿人公里，增长 7.8%，货运周转量累计 3.6 万亿吨公里，增长 10.7%。

图 1、货运量和货运周转量同比变化情况



资料来源：WIND、兴业证券研发中心

图 2、客运量和客运周转量同比变化情况



资料来源：WIND、兴业证券研发中心

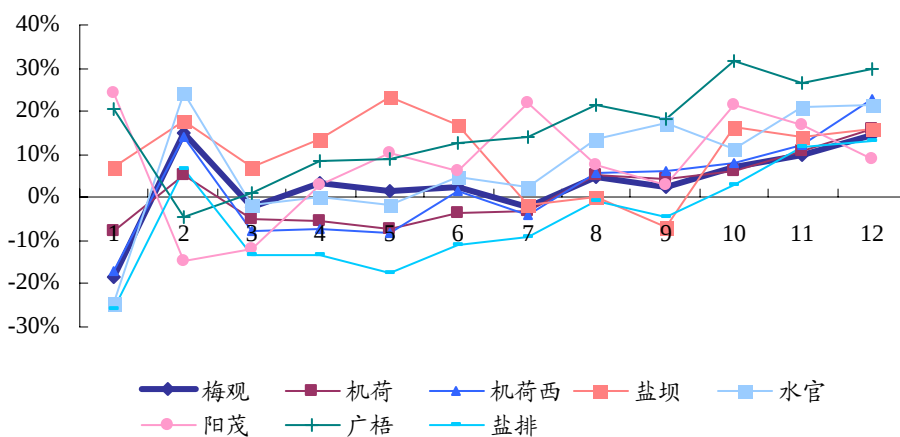
三大经济圈下半年车流量趋势向好

珠三角车流量同比增长

珠三角是我国较为富庶的区域，也是经济弹性较大的区域。08 年四季度和 09 年上半年车流下滑幅度较大，下半年同比增长显著。

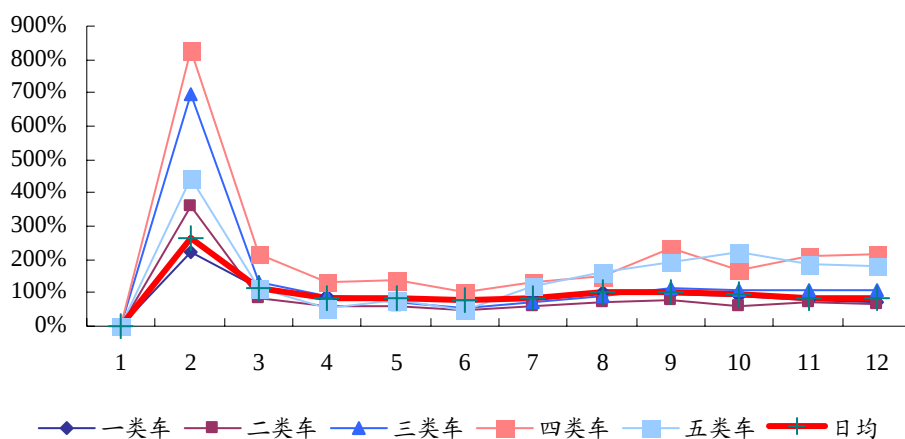
深高速主要路段客运占比大，稳定性较好，梅观收费增长 3%；新路南光车流增长 100%，参股的路产中，车流量少的广梧、广州西二环也表现较好；但机荷、盐排等主要货运通道表现都比较差，机荷增长 2%，盐排下滑 6%，只是盐坝由于开通时间短，增长 9%。

图 3、深高速路产日均收费同比增长情况



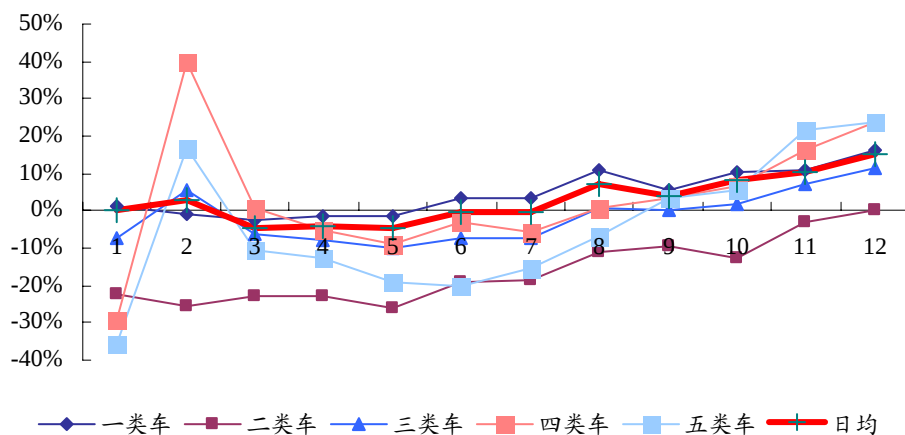
资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 4、南光高速各车型同比变化



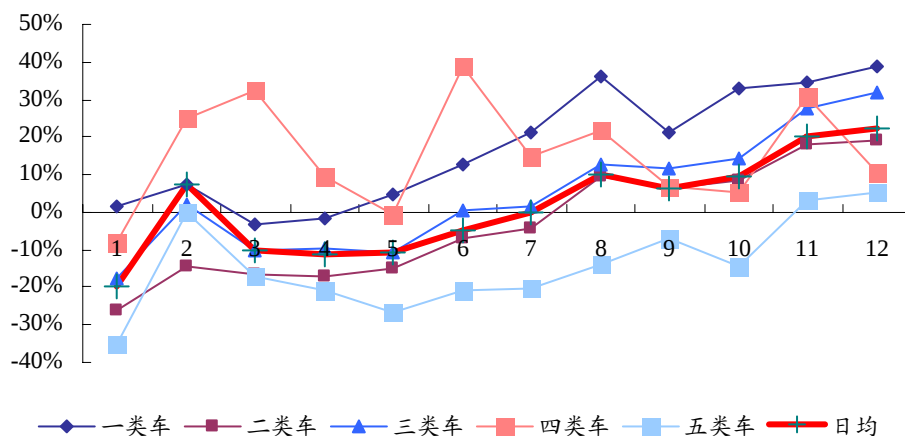
资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 5、机荷高速各车型同比变化



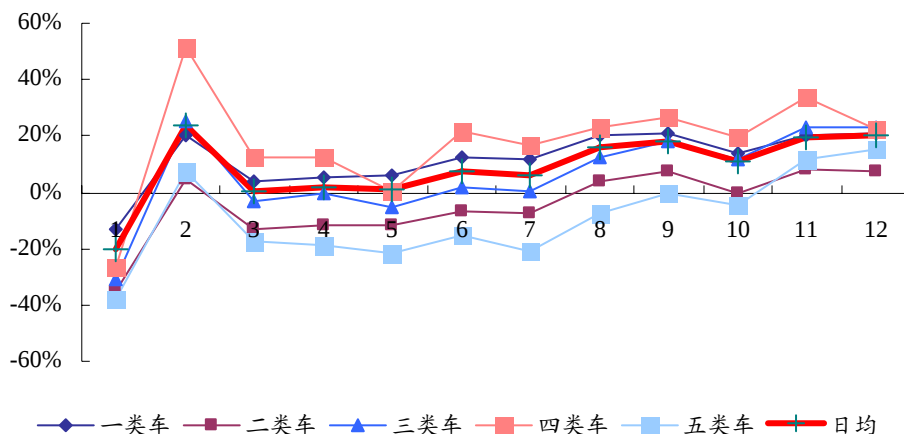
资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 6、盐排高速各车型同比变化



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 7、水官高速各车型同比变化



资料来源：公司、兴业证券研发中心

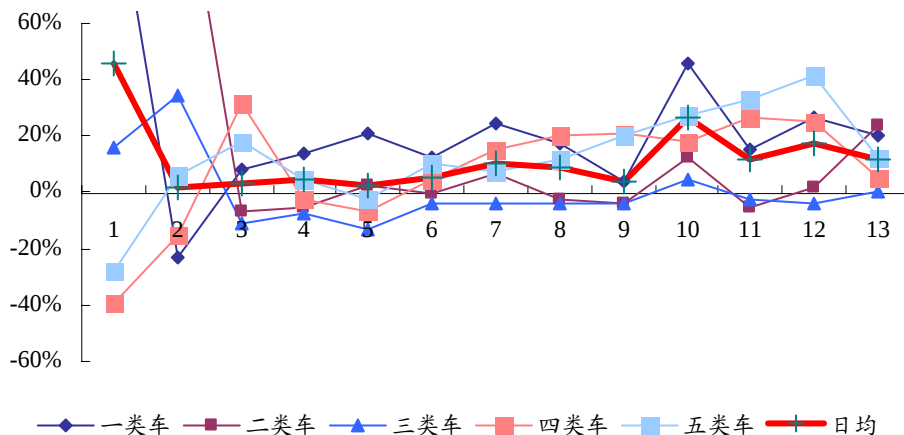
6月，深高速公告称收购机荷东剩余的45%股权，将其转变为全资子公司，收购价格在11亿左右。我们认为机荷东在当前条件下是个难得的好项目，初步估计，投资回报率大于10%，此次收购将增厚公司09年EPS10%。

公司财务压力较大的局面并未得到缓解，我们能期待的是清连高速能够尽快联通，实现收入的大幅增长。预计宜连高速年底通车，11年清连高速年通行费收入有可能是达到10亿以上，与公司08全年的收入规模接近。

珠三角的主，要通道阳茂收费3.5亿，同比增长7%，江中收入2.5亿，增长8%，下半年货车增速在20%，甚至50%以上，也显示了贸易在逐步恢复。

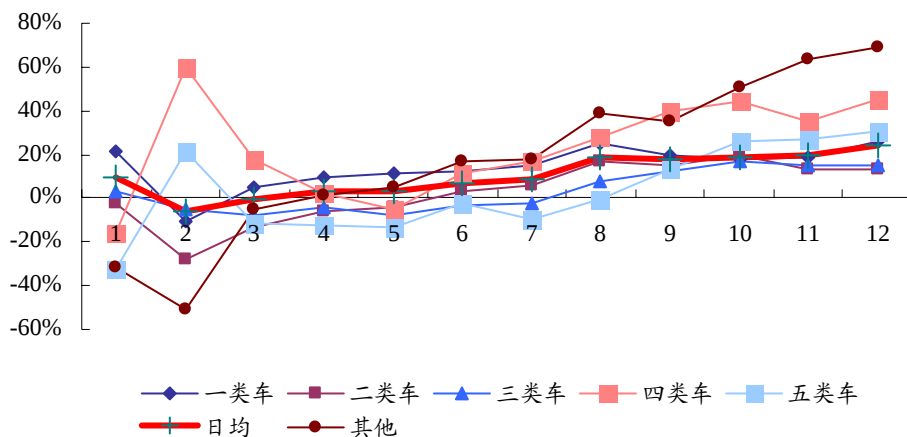
粤高速09年营业收入与08年持平，广佛受拓建影响，预计下滑8-10%，佛开由于小汽车较多，略有增长，九江大桥收入与07年接近，投资净收益增长约25%。

图 8、阳茂高速各车型同比变化



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 9、江中高速各车型同比变化



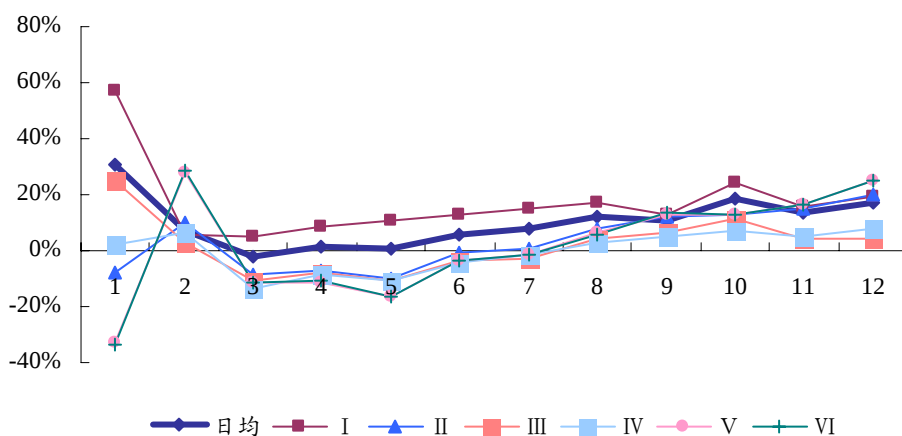
资料来源：公司、兴业证券研发中心

长三角/京沪线下半年增势明显

◆ 宁沪高速小汽车快速增长，下半年货车量价齐升

宁沪高速的主要路产位于长三角的轴心，沿线经济发达，沪宁高速小汽车占比较大，约为 60%，09 年同比增长 16%；货车下半年同比增长大于 10%；广靖-锡澄高速是京沪线的一段，货车比例较大，1-5 月受苏通大桥的分流影响，下半年影响消除，09 年全年车流下滑 2%左右。

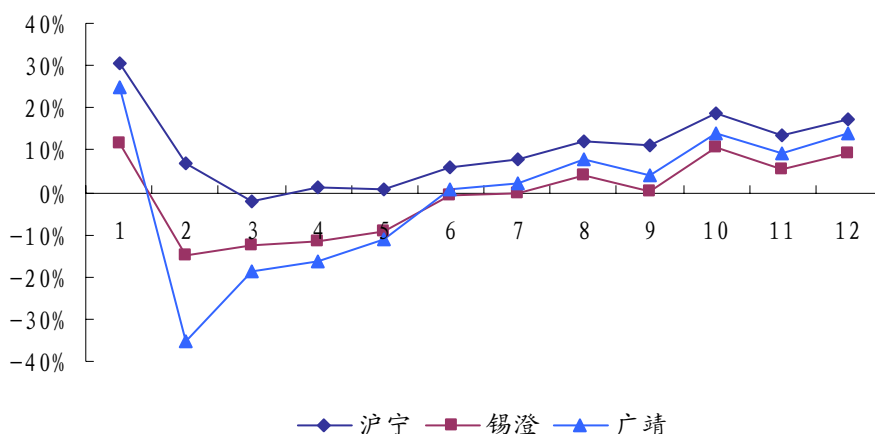
图 10、宁沪高速江苏段各车型同比增长



资料来源：公司、兴业证券研发中心

7 月份江苏提高货车计重收费标准，下半年货车数量增长约 10%，加上公司 09 年财务费用比 08 年降低 1.5 亿，公司业绩将同比增长 25%。考虑世博会对车流的诱增以及经济的恢复，我们预计沪宁江苏段、广靖-锡澄高速 10 年车流同比增长分别为 9%和 8%。

图 11、沪宁高速主要路产车流同比增长情况

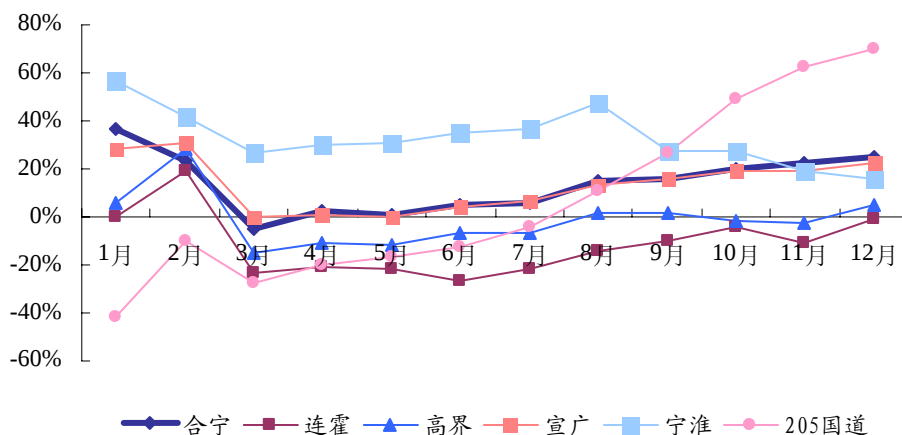


资料来源：公司、兴业证券研发中心

◆ 皖通高速小汽车和大货车增速明显

受投资拉动和大修及拓建影响，公司主要路产车流量下半年增长较快。全年收费额合宁增长 13.3%，高界下滑 2%，宣广增长 12.52%，宁淮增长 31.77%。

图 12、皖通高速路产收费额同比增长情况

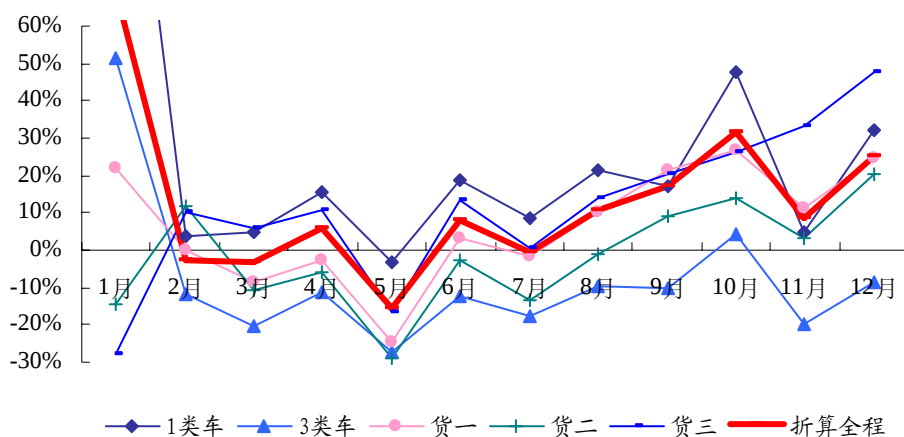


资料来源：公司、兴业证券研发中心

合宁小汽车流量同比增长 23%，显示了汽车消费升级在由东向西推进；拓建完工，货车下半年同比增长在 20-50%；大巴车下滑 9%，受动车开通影响较大。

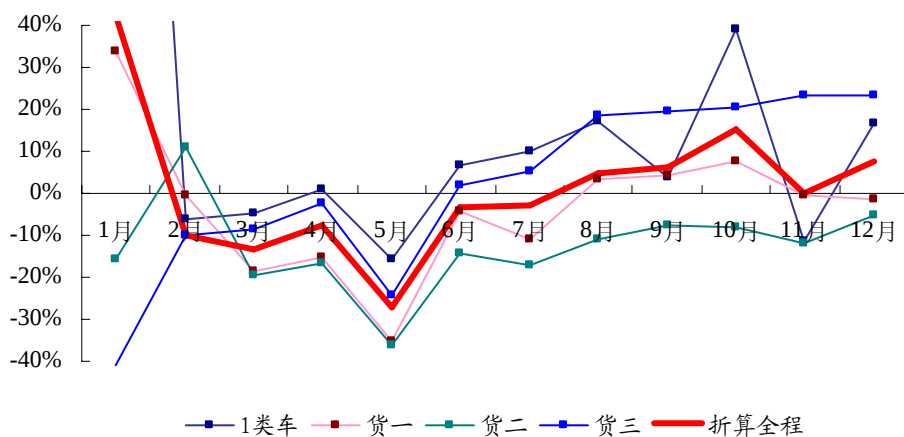
高界也是小汽车同比增长 17%，上半年由于施工影响货车分流较多，下半年基本恢复到施工前的水平。

图 13、合宁高速主要路产各车型增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 14、高界高速主要路产各车型增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

但由于合宁高速拓建会增加折旧，而公司又是直线折旧方法，09 年业绩会略有下滑。但直线折旧方法较为保守，未来毛利增加会很快。其中：

公司上半年折旧费用 1.7 亿，下半年将达到 2.2 亿，增加 5000 万，来源于两方面：1) 高界高速已经于 6 月份完成大修，投资 8.3 亿，下半年增加折旧 2100 万；2) 合宁高速 9 月份完工，增加折旧 2900 万。（公司对路产采用直线折旧方法）

公司上半年财务费用 2000 多万，下半年将增加 2300 万，预计全年 6300 万。增加的 2300 万来自高界和合宁完工，利息费用不再资本化。

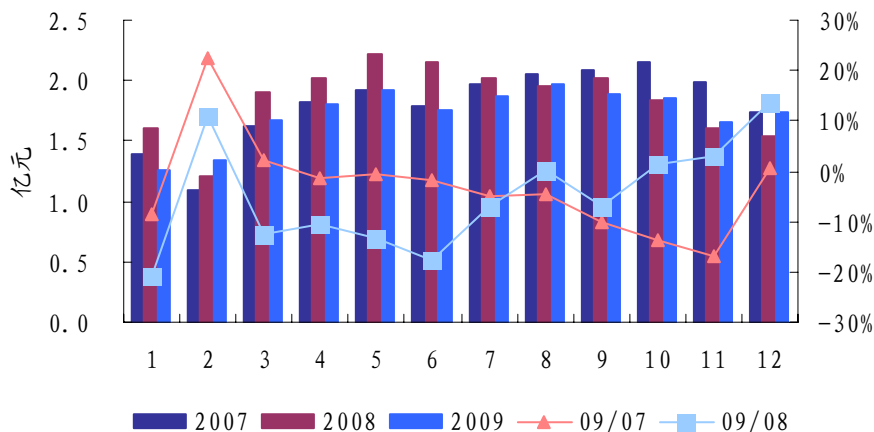
考虑皖江经济带对公司车流的诱增作用，我们上调公司主要路产的车流增速预测，合宁为 13%，宣广为 10%，高界为 8%，宁淮为 15%。

环渤海货车下滑严重，10 年有望反弹

◆ 山东高速

受经济影响，公司货车下滑比例较大，济青高速 4 季度收费额才实现同比增长，全年下滑 6.02%；黄河二桥受三桥分流影响，收费额下滑 30%；新路济莱高速收费额增长 50%；德齐北段未公布数据，我们预计下滑 15-18%。

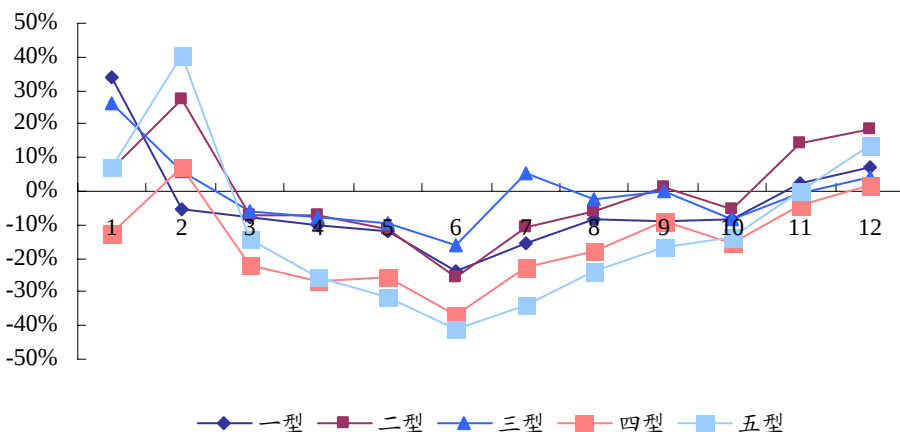
图 15、济青高速 07-09 收费情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

济青高速货车的下滑态势已经企稳，随着出口和沿线经济的恢复，我们预计济青高速 10 年有望增长 12%。

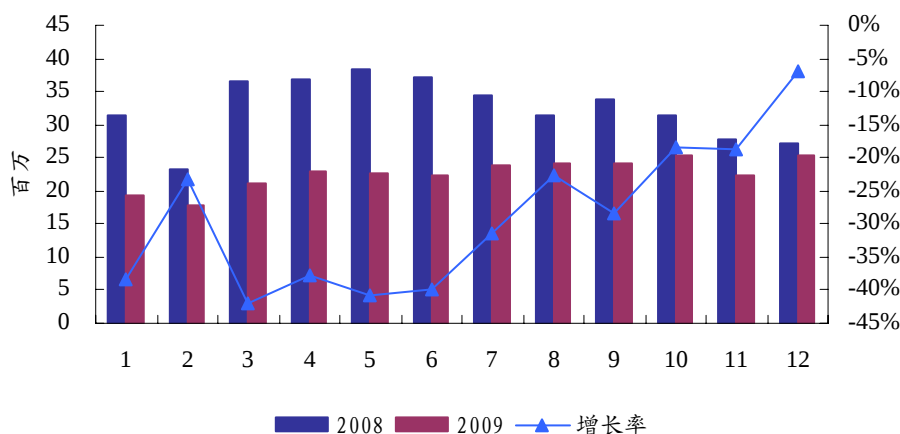
图 16、济青高速各车型同比变化



资料来源：公司、兴业证券研发中心

三桥分流了经京福线到济青高速的车流，言京福线南下的车流依旧通过二桥，09 年二桥的月收费额稳定在 2000-2500 万元，分流影响已经消化，10 年预计有 10% 的趋势增长。

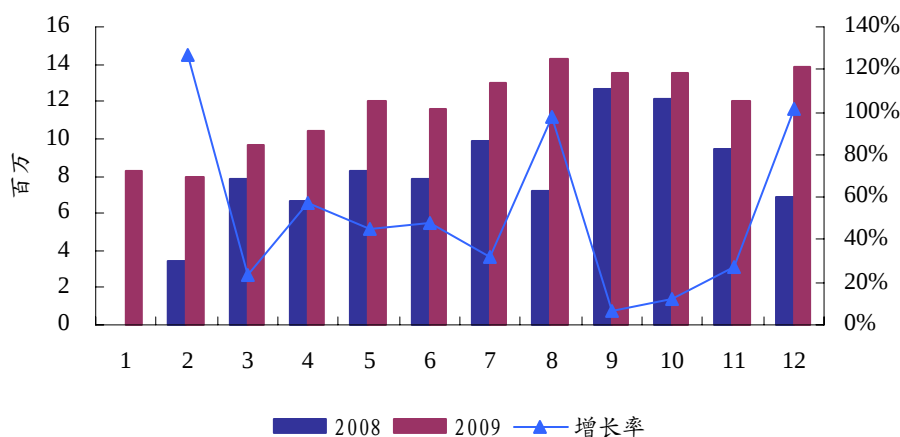
图 17、黄河二桥收费额增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

三桥分流了经京福线到济青高速的车流，言京福线南下的车流依旧通过二桥，09 年二桥的月收费额稳定在 2000-2500 万元，分流影响已经消化，10 年预计有 10% 的趋势增长。

图 18、济莱高速收费额增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

10 年公司业绩将较快增长，一是公司采用直线折旧，折旧成本约占 09 年收入的 16%，成本的 40%，随着车流量的恢复，折旧占比将有所下降，利润将快于收入增长；二是公司大修当期费用化，10 年该项将减少 5000 万；三是随着公司经营现金流的回流，财务费用将下降 5000 万以上。公司 10 年业绩将同比增长 30%。

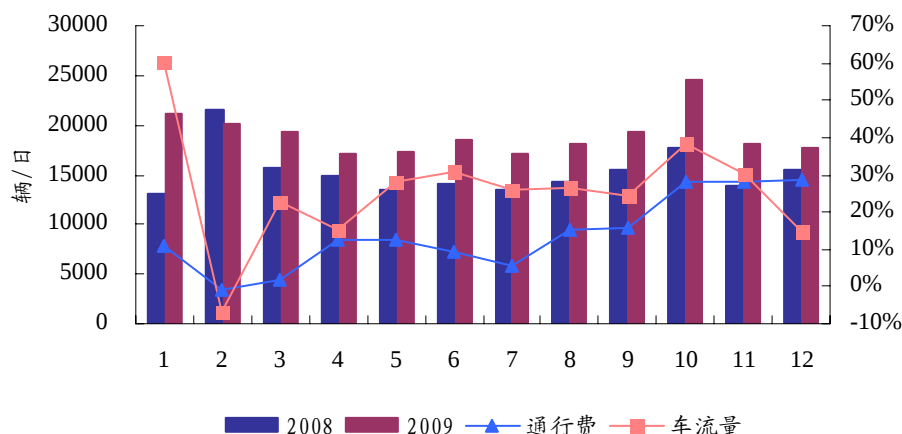
我们维持对山东高速的一贯观点，认为是个质地优良的公司，区域经济、路网位置和工程造价是我们看好山东高速的主要因素，外延扩张的预期将增加公司的吸引力。

川渝经济圈受益灾后重建

四川成渝 09 年车流增速为历史最好水平,收入的大幅增长主要来源于四川灾后重建的拉动。1-3Q 四川实现 GDP10057.7 亿,3QGDP 同比增长 13.5%。基建投资占比 65.7%,其中,在建公路 1735km,09 年总投资 563 亿。

公司主要路产成渝高速实现收入 9.6 亿,同比增长 13%,车流量同比增长 24%,主要原因是成渝经过川渝重要城市,小汽车增长比例较大。

图 19、成渝高速通行费和车流量变化情况

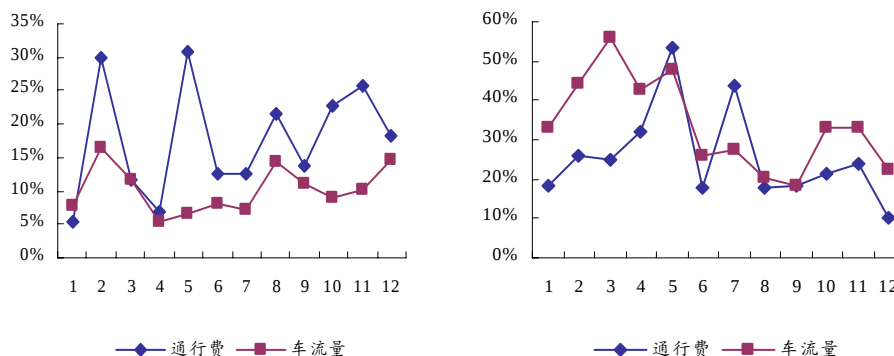


资料来源：公司、兴业证券研发中心

成都与周边联系的主要通道成雅高速车流增长 9%，收入增长 17%，货车比例增长较大；成乐高速连接峨眉-乐山景区，车流增长 33%，收入增长 25%，客车增长幅度较大。

公司新收购的成乐高速盈利能力提升主要源于财务结构的优化以及车流的快速增长。3Q 成乐高速财务费用下降 45%，由于 A 股增发提供资金近 7 亿，加成乐公司自有资金 3 亿，3 季度总计还贷 10 亿，使得成乐公司负债率降低到 22%。

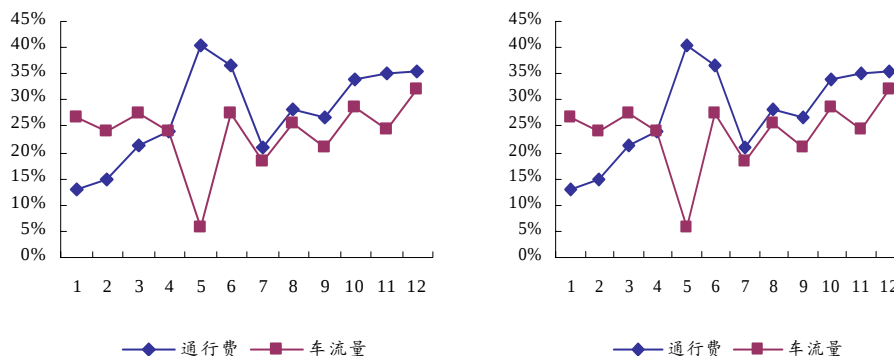
图 20、成雅、成乐高速通行费和车流量变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

成都的城北高速和机场高速货车增长显著，车流都增长 23% 左右，收费分别增长 28% 和 32%。

图 21、城北、机场高速通行费和车流量变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

受灾后重建的拉动，公司主要路产 10 年车流增速保持在 10% 以上，加上公司将在 10 年收购成南公司，以及新建成仁高速，3 年后，公司路产权益里程将是当前的 2 倍，资产规模将是当前的 3 倍。

南北通道车流持续增长

京珠线是我国最重要的南北大通道，其次为京沪线和赣粤高速路产，沈海线北段过境车辆较多，南段主要以福建内部车流为主。

通道涉及的中原高速、现代投资和赣粤高速三家主要上市公司，过境车辆占收费比重在 60% 以上，有的路段高达 70%-80%。因此，东部经济低迷对通道货车的影响较大，尤其是广东。

另一方面，中部的区域经济由于投资拉动会有相对较好的增长，可以对冲掉一部分外需下滑的影响。

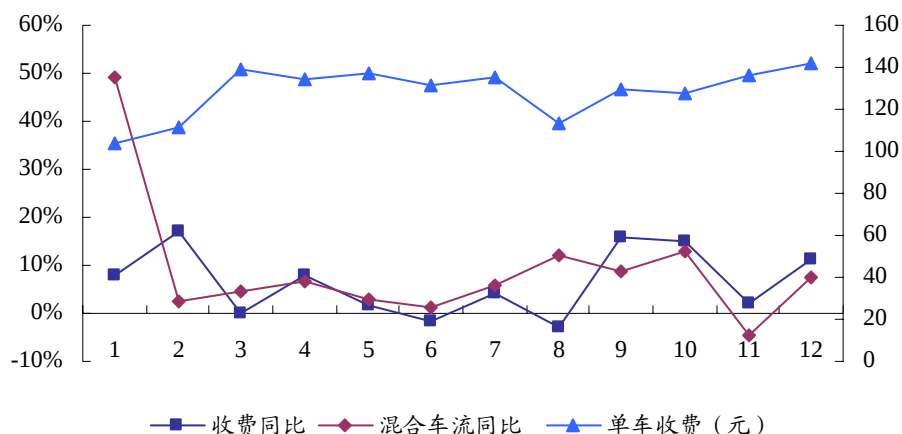
京珠线区域经济对冲外需下滑

◆ 中原高速——郑漂、漂驻

中原高速郑漂高速和漂驻高速 1-12 月收费额同比增长 6.27% 和 8.95%，混合车流同比增长 8.4% 和 7.4%。其中，郑漂高速小汽车增长较多，而漂驻高速货车增长较快。

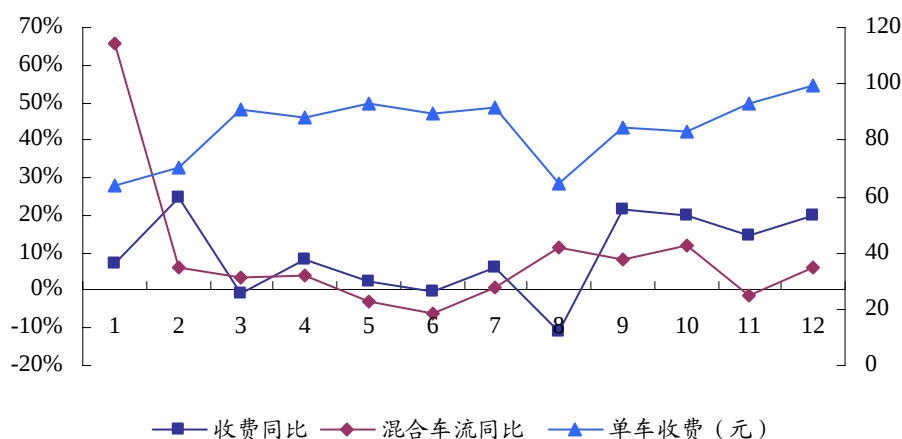
从地理位置上讲，青银和京珠在郑州呈“十”字交叉，公司路产位于主要的南北通道。在中西部地区，河南省的路网最为完善，且基本成型，中原高速路产未来分流影响较小，其车流增长幅度主要取决于我国宏观经济增长情况和河南经济的发展速度，10 年会有 10% 以上的收入增长。

图 22、郑漯高速车流量变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 23、漯驻高速车流量变化情况



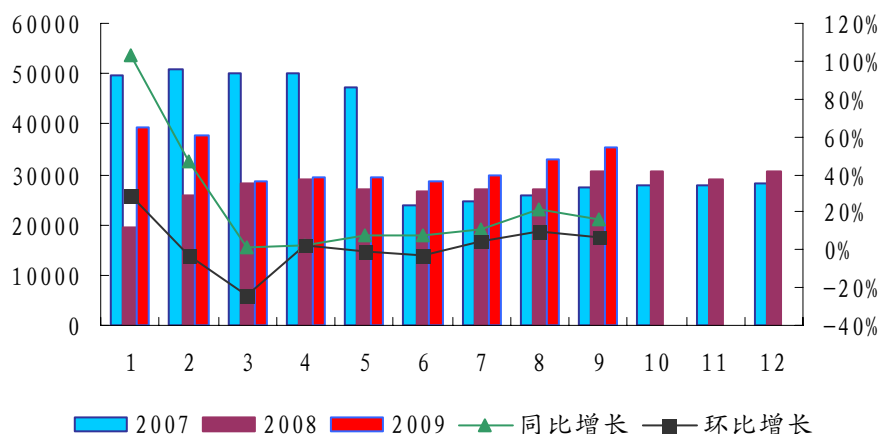
资料来源：公司、兴业证券研发中心

公司主要风险在于不断新修路产摊薄收益率，另外，河南省将以其大股东为主筹建河南交通控股公司，如果公司承担过多新路建设项目，结果可能是不断做大，回报率下滑，基本面而言，短期风险大于机遇。

◆ 现代投资——长潭、潭耒

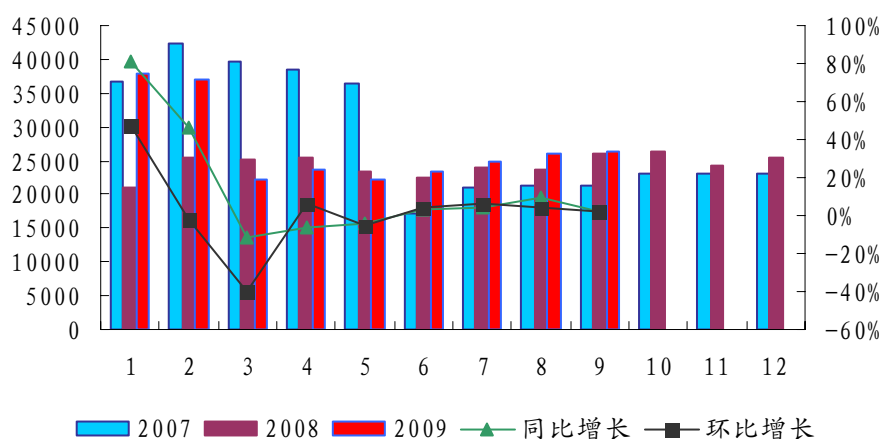
由于实施全省联网收费，公司暂缓公布四季度车流量。1-9 月份累计，长潭车流同比增长 21.1%，潭耒增长 12.6%，长永累计增长 8.59%，我们预计公司四季度增速与前三季度持平。

图 24、长潭高速车流量增长情况



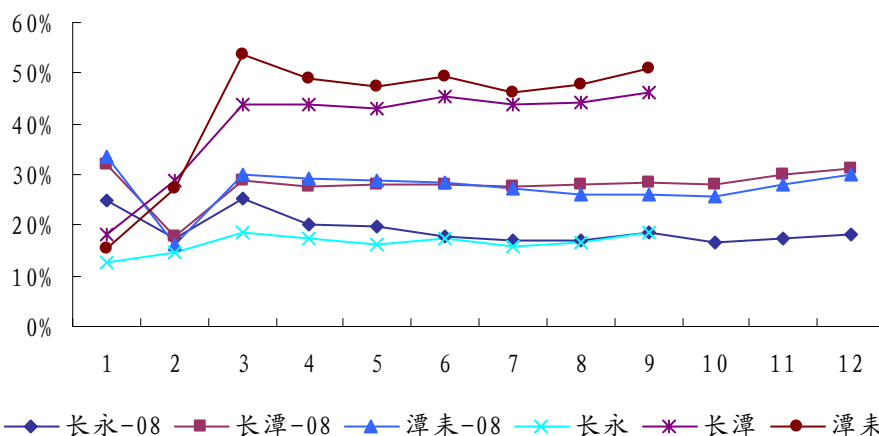
资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 25、潭来高速车流量增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 26、公司路产货车比例



资料来源：公司、兴业证券研发中心

09 年，公司货车统计口径有了些改变，收入变动幅度与总体车流变动幅度接近，并未随货车比例的大幅攀升出现较大上涨。我们认为新改变的口径比较合理，作为货运为主的主干道，货车比例 50% 左右比较符合事实。

表 1、公司单季度收费额和日均车流量

季度	季度收费额			季度车流量			季度单车收入(元)	
	2008	2009	增长率	2008	2009	增长率	2008	2009
1	33531	40636	21.19%	19647	26439.00	34.57%	189.63	170.77
2	38651	39484	2.16%	20959	21381.00	2.01%	204.90	205.19
3	38450	42141	9.60%	21250	23667.00	11.37%	201.04	197.84
4	39067			22195			195.57	

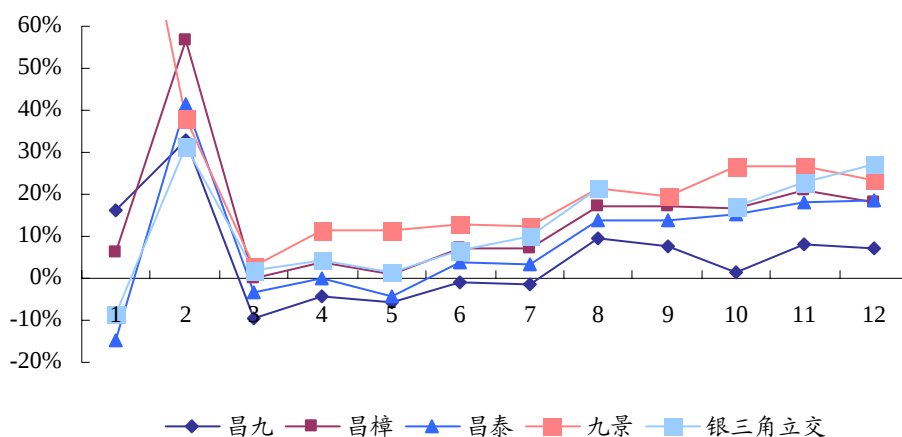
资料来源：兴业证券研发中心

预计 09 全年公司长潭、潭耒的收入增长分别为 20% 和 12%，略高于我们前期预期。同时，考虑湖南庞大的基础设施投资规模，上调 10 年公司长潭、潭耒的车流增速到 10% 和 6%。

赣粤高速省内车流步入快速增长期

公司路产通行费收入一季度（08 年雪灾）和下半年增长态势良好，主要路产收费额全年同比增长情况为：昌九 3.96%，昌樟 12.91%，昌泰 7.48%，九景 23.7%，银三角立交 0.19%。

图 27、赣粤路产收费额增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

公司车流量有两个特点:

1) 折算全程过境车: 省内车=7: 3; 2) 货车收入: 客车收入=8: 2。

依照公司各路产收费额和公布的车流量, 我们判断公司车流变化的两个趋势是:

1) 昌九等省内主要通道小汽车比例上升; 2) 省内车比例上升, 尤其是货车。

表 2、主要路产收入和车流同比增速

	通行费收入	客车出入口流量	货车出入口流量
2008	1.19%	4.88%	-6.36%
2009	12.59%	19.90%	36.15%
昌九	3.96%	14.87%	0.83%

资料来源: 兴业证券研发中心

随着省内经济的发展以及环鄱阳湖规划的推动, 我们预计江西省内车流将保持 15% 的趋势增量, 过境交通增速在 5-8%。10 年公司主要路产车流增速在 10% 左右。

江西省政府曾经承诺按照公司税前利润的 25% 予以财政补贴, 每年分两次支付, 公司 09 年获得补贴 2.12 亿。我们认为在江西公路大规模建设阶段, 公司的补贴具有持续性。

表 3、公司财政补贴数额及占税前利润比例

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
补贴	6287	8985	7808	12649	25526	22967	21201
税前利润	28626	57165	54061	98379	114436	146547	154503
占比	21.96%	15.72%	14.44%	12.86%	22.31%	15.67%	13.72%

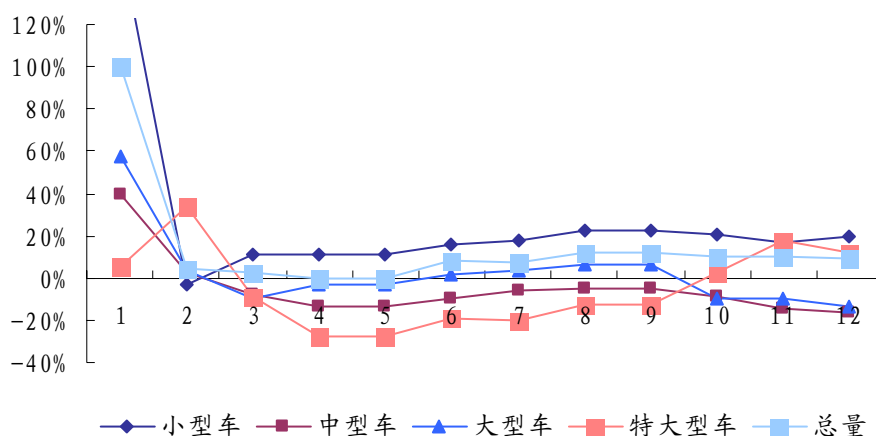
资料来源: 兴业证券研发中心

沪蓉西高速贯通效应 10 年显现

◆ 楚天高速小汽车迅速增长

楚天高速货车占比低, 以区域内交通为主, 内生性的车流有较强的稳定性, 09 年日均车流增长 11.85%, 其中小型车增长 21.27%。

图 28、汉宜高速车流量增长情况



资料来源: 公司、兴业证券研发中心

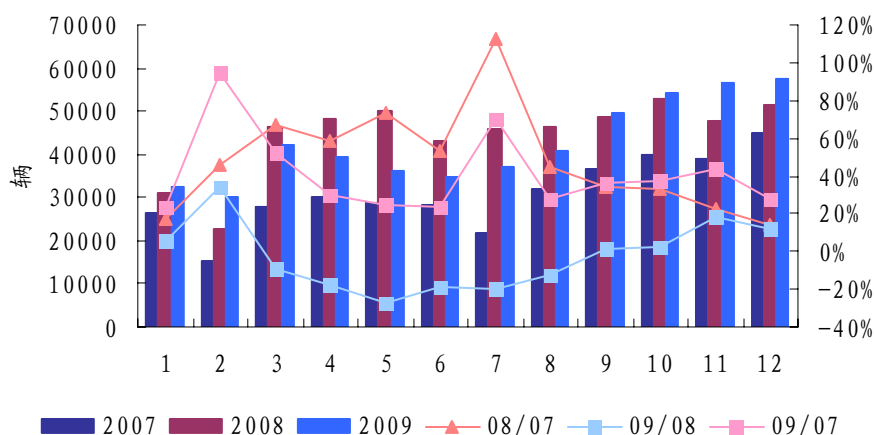
公司公布的车流量计入了全部的通行车辆，而 08 年特大型车增量主要来源于抗震救灾车辆。虽然 09 年大型车同比下滑 4.4%，但计费的大型车是增长的。09 年大型车占比 13%，我们预计其相比 08 年的计费基数，增幅在 10-20%。公司中型车同比减少 5%，大型车增长 1%，我们没有找到什么合理的解释。

表 4、楚天高速单车收入分析

	季度收费额同比		季度车流量同比		季度单车收入（元）		
	08/07	09/08	08/07	09/08	2007	2008	2009
1	1.52%	6.91%	-4.25%	26.11%	217	230	195
2	5.44%	-0.93%	12.72%	1.67%	226	212	206
3	0.83%	7.50%	7.54%	9.05%	216	202	199
4	-0.95%		11.04%		218	195	

资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 29、汉宜高速特大型车增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

由于沪蓉西高速的贯通效应，市场对楚天高速关注度较高，我们认为贯通带来的车流增长会在 10%-20% 之间。

表 5、楚天高速车流量预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
日均车流量（辆）	8831	9423	9754	11705	12290	13335	14470	15705	17048
增长率	11.11%	6.70%	3.51%	20.00%	5.00%	8.50%	8.52%	8.53%	8.55%
单车收入（元）	221.93	205.11	209.00	211.00	213.00	215.00	217.00	219.00	219.00
过境交通比例			0.00%	12.50%	12.50%	12.90%	13.32%	13.74%	14.18%
区域内交通流量		8709	9754	10242	10754	11614	12543	13547	14630
增长率		-1.39%	12.00%	5.00%	5.00%	8.00%	11.00%	11.00%	11.00%
过境交通流量		714	0	1463	1536	1721	1927	2158	2417
增长率				15.00%	5.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
收入（万元）	71537	70545	74408	90145	95549	104644	114612	125538	136271

资料来源：兴业证券研发中心

因为高速公路车流量来源于沿线城市物流、人流的交流需求，高速公路车流量增长和产业经济带的发展相辅相成。武汉经济圈和成渝经济圈之间互补性不强，经济联系并不紧密，而且预计 3 月份开通的武荆高速开通还会对过境车形成较强的分流。

总结

2010 年以来，公路涨幅超过 10%，当前 PE 为 23 倍，略低于沪深 300 的 26 倍，还有一定的估值优势。

表 6、PE (TTM) 比较

时间	A 股	沪深 300	交通运输	港口	机场	高速公路	铁路运输
2010-01-08	34.32	27.39	-98.92	35.93	32.76	21.78	25.36
2010-01-15	34.72	27.34	-104.93	37.98	34.48	22.68	26.63
2010-01-22	33.7	26.6	-103.83	37.02	35	23.09	26.44
2010-01-29	32.25	25.39	-98.68	35.29	33.5	22.22	24.9
2010-02-03	32.42	25.59	-99.54	35.55	33.07	23.14	24.63

资料来源：WIND、兴业证券研发中心

个股方面，10 年动态 PE 较低的是现代、山东、赣粤和楚天；股息率较高的是宁沪、山东、现代、皖通；业绩增长较快的是山东、楚天、现代、赣粤、宁沪；直线折旧的是山东和皖通，不同的是山东 10 年与 09 年折旧相同，利润增速将快于收入增速，而皖通由于合宁拓建完工以及高界大修完成，会增加 10 年折旧。

现代投资路产位置重要，盈利能力强，只是京珠复线分流影响极大，将影响 11 年业绩；成渝 10 年将收购成南，而且市场一直有成渝高速提价的预期，估值一直居高不下；福建近年业绩受拓建影响，但 DCF 形成估值支撑，10 年有资产注入、送股的可能，当前估值也在合理的范围内。

表 7、公司分红派息和估值

公司简称	派息率 E	股息率 P	DCF	折价率	PE(TTM)	PB	评级
山东高速	60%	3.07%	5.64	7.60	25.76%	21.30	2.0 强烈推荐
赣粤高速	25%	1.53%	8.08	9.94	18.71%	16.61	1.6 强烈推荐
宁沪高速	85%	4.36%	7.38	7.37	-0.18%	23.20	1.9 推荐
皖通高速	60%	2.93%	8.25	8.05	-2.48%	20.00	1.7 推荐
粤高速	30%	1.35%	5.84	5.14	-13.62%	18.96	1.9 中性
福建高速	30%	1.66%	7.30	7.61	4.13%	20.11	2.4 推荐
深高速	40%	1.96%	6.26	7.29	14.19%	49.99	1.7 推荐
现代投资	50%	3.42%	26.14	24.38	-7.22%	17.06	2.0 中性
四川成渝	75%	1.69%	7.88	4.84	-62.75%	20.06	3.4 中性
楚天高速	40%	2.17%	6.42	6.91	7.03%	42.24	1.9 推荐

资料来源：WIND、兴业证券研发中心

综合上述因素，我们给予山东高速、赣粤高速强烈推荐评级；宁沪、楚天、皖通、深高速、福建高速推荐评级；现代投资和成渝高速中性评级。

表 8、主要上市公司盈利预测与估值

公司简称	EPS				PE			
	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
山东高速	0.29	0.29	0.39	0.48	19.55	19.55	14.63	11.73
赣粤高速	0.49	0.49	0.57	0.54	16.34	16.34	14.29	14.84
宁沪高速	0.38	0.38	0.42	0.46	19.49	19.49	17.53	16.20
皖通高速	0.40	0.40	0.43	0.50	20.45	20.45	19.07	16.60
粤高速	0.26	0.26	0.27	0.30	22.24	22.24	22.02	19.73
福建高速	0.40	0.40	0.42	0.37	18.04	18.04	17.52	19.87
深高速	0.31	0.31	0.33	0.42	20.39	20.39	18.81	14.91
现代投资	1.79	1.79	2.01	1.14	14.63	14.63	13.02	23.01
四川成渝	0.18	0.29	0.33	0.36	44.26	27.57	24.12	22.14
楚天高速	0.35	0.35	0.43	0.47	18.42	18.42	14.99	13.76
资料来源：兴业证券研发中心								

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。