

中性（维持）

关注车流量与多元化经营的超预期效应

2010年6月8日

公路行业2010年中期投资策略

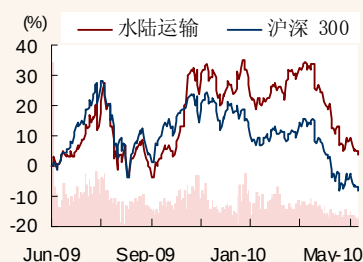
上证指数 2512

行业规模

		占比%
股票家数（只）	58	3.6
总市值（亿元）	6868	3.5
流通市值（亿元）	4903	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.8	-22.7	2.8
相对表现	-2.8	3.8	11.1



相关报告

- 1、《五洲交通(600368)-房地产业务决定来年盈利空间》
2009/11/1
- 2、《赣粤高速(600269)-通道功能弱化背景下的估值优势》
2009/8/16

姚俊

S1090209090316
yaoj@cmschina.com.cn

公路行业在 2010 年 1-5 月份延续了 2009 年触底后反弹的趋势，其中货运业务的表现相对明显，而客运业务则相对稳定。预期 2010 年下半年，公路运输需求增速将会保持平稳，而沿海经济发达地区将受益乘用车保有量的较快增长。分流影响将使公路行业的长期增长前景难言乐观，同时，行业的多元化发展趋势在近年已现端倪。

- **2010 年 1-4 月份公路行业运行趋势回顾。**截至 2010 年 4 月，全国公路客货运周转量分别实现同比增长 5.7% 和 19.1%。受宏观经济影响，公路货运量在 09 年遭遇到了增长的历史低点，但是从 5 月份开始已经显现出明显的反弹、转好的趋势。公路客运量则增速较为平稳、基本景气度与往年相似，体现出受经济周期影响较小的消费特性。
- **2010 年下半年公路运输需求展望：略高于 GDP 增速。**招商证券宏观研究预测 2010 年 GDP 增速为 10.5%，依据历史经验分析，我们预计 2010 年的公路货运周转量增速为 10.5%、客运周转量增速为 11.5%。整体而言，我们认为公路运输需求的增速要略高于 GDP 增长。同时，受益于乘用车保有量的较快增长，沿海经济发达地区如长三角与珠三角的车流量有望超预期增长。
- **2010 年下半年公路行业上市公司的盈利状况将出现分化。**伴随宏观经济的逐步回暖，收费公路行业上市公司的盈利状况亦开始走出谷底。上市公司的再投资风险随着固定资产投资的加大而逐步增加，整体存在资本开支过大、新项目投产后短期对业绩有压力、回报水平降低等风险。行业内部分公路运营企业未来现金流绷紧和预期收益率下降，短期业绩下滑的风险将尤为明显。
- **高速公路运营行业的多元化趋势已现端倪。**由于收费公路行业受到盈利能力下滑以及生命周期有限的困扰，传统的收费公路运营商利用充裕的现金流投资其他具有更强盈利能力或更长生命周期的业务领域正成为行业趋势。
- **关注车流量增长与多元化经营的超预期效应。**传统意义上的公路行业盈利增速稳定，被视为传统的配置类品种。2010 年，有望受益车流量增长与多元经营超预期效应的上市公司值得期待，可关注长三角地区的宁沪高速（600377）与受益广西经济发展的五洲交通（600368）。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
宁沪高速	6.32	0.42	0.48	0.53	15.05	13.17	2.1	强烈推荐-A
赣粤高速	5.9	0.5	0.53	0.55	11.80	11.13	1.5	审慎推荐-A
五洲交通	6.81	0.18	0.35	0.42	37.83	19.46	1.8	审慎推荐-A
现代投资	18.06	1.75	1.93	2.08	10.32	9.36	2.3	审慎推荐-A
深高速	4.8	0.26	0.27	0.3	18.46	17.78	1.9	中性-A
山东高速	5.11	0.3	0.36	0.39	17.03	14.19	1.7	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

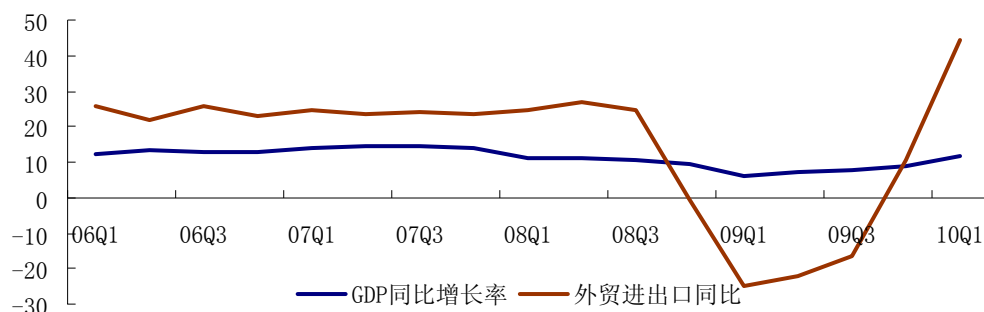
一、2010 年 1-5 月份公路行业数据回顾：增长迅速	4
二、2010 年下半年公路运输需求稳步上升	5
1、预计 2010 年下半年公路运输需求稳步上升.....	5
2、沿海经济发达地区将受益乘用车保有量的增长	5
三、2010 年下半年公路行业上市公司盈利将出现分化	6
1、行业整体盈利逐步走出谷底	6
2、分流与再投资风险将使上市公司盈利出现分化	6
四、收费公路行业的长期盈利增长前景将趋于平缓	7
1、大规模公路建设将弱化路网效应	7
2、分流，将成为现有收费公路的隐痛.....	7
3、中西部地区公路的路网效应有待体现	8
五、高速公路运营行业的多元化趋势已现端倪	9
1、盈利能力下滑与生命周期限制乃两大困扰.....	9
2、公路行业的多元化趋势已现端倪.....	9
六、关注车流量增长与多元化发展的超预期效应	10
1、公路类公司是传统意义上的配置性品种	10
2、优选配置：宁沪高速、五洲交通	11
（1）宁沪高速（600377）-- 2010 年车流量有望超预期.....	11
（2）五洲交通（600368）-- 多元化成效将 2010 年起逐步显现	11

图表目录

图 1、与公路运输相关的GDP及外贸进出口数据统计（2006.1Q-2010.1Q）	4
图 2、全国公路货运量及货运周转量统计（2001.1-2010.4）	4
图 3、全国公路客运量及客运周转量统计（2001.1-2010.4）	4
图 4、长三角地区收费公路的乘用车占比较高	5
图 5、珠三角地区收费公路的乘用车占比较高	5
图 6、公路企业营业收入及利润比较（07.1Q-10.1Q）	6
图 7、收费公路行业盈利能力的比较（07.1Q-10.1Q）	6
图 8、高速公路通车里程将持续增长（1997-2020E）	7
图 9、公路货运周转量增速预测（2001-2010E）	7
图 10、赣粤高速遭遇分流的路网示意图	7
图 12、A股高速公路行业按收费年限的里程统计	9
图 13、中国公路按等级的里程分布情况（2009）	9
图 14、五洲交通的营业收入结构分析（2010E）	9
图 15、五洲交通的利润结构分布（2010E）	9
图 16、A股以公路业为主上市公司的行情走势统计	10
图 18、五洲交通的营业收入结构分析（2010E）	11
图 19、五洲交通旗下公路资产的收入增长（2009）	11
表 1、全国公路客货运周转量预测（2009-2010 年）	5
表 2、汽车年度销量预测（2009-2010）	5
表 2、公路行业上市公司固定资产投资情况统计	6
表 3、公路行业上市公司未来三年所面临的分流情况统计	6
表 4、赣粤高速（600269）的DCF估值	8
表 5、国家等级公路里程的区域分布	8
表 6、公路行业上市公司多元化发展的案例统计	10
表 7、A股公路行业重点上市公司估值表	10

一、2010 年 1-5 月份公路行业数据回顾：增长迅速

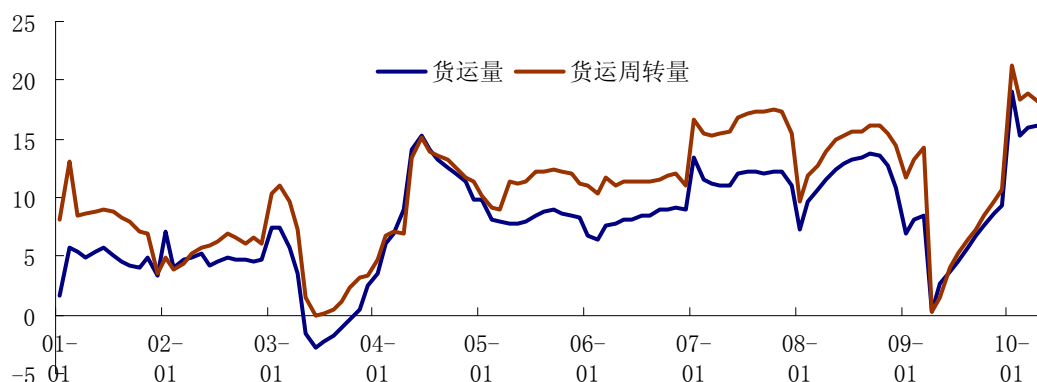
图1、与公路运输相关的GDP及外贸进出口数据统计（2006.1Q-2010.1Q）



资料来源：Wind、招商证券研发中心；

受宏观经济影响，公路货运量在 09 年遭遇到了增长的历史低点，但是从 2009 年 5 月份开始已经显现出明显的反弹、转好的趋势。受去年金融危机基数比较低，2010 年 1-4 月份，货运量同比增长始终保持在两位数以上。

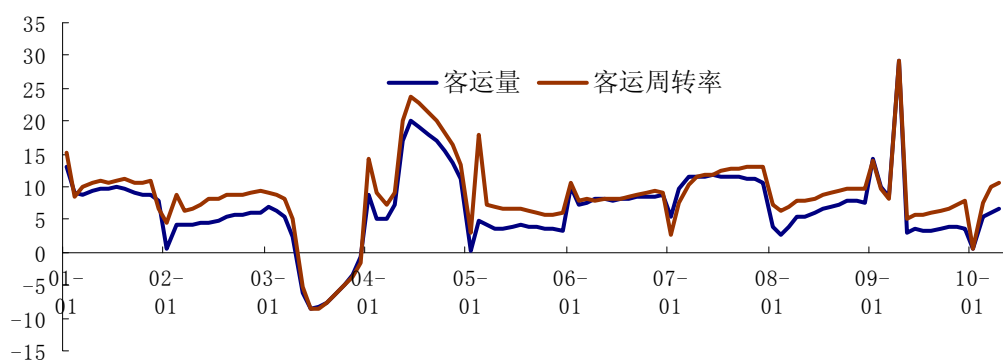
图2、全国公路货运量及货运周转量统计（2001.1-2010.4）



资料来源：Wind、招商证券研发中心；

2010 年 1-4 月份，公路客运量和客运周转率逐月上升。

图3、全国公路客运量及客运周转量统计（2001.1-2010.4）



资料来源：Wind、招商证券研发中心；

二、2010 年下半年公路运输需求稳步上升

1、预计 2010 年下半年公路运输需求稳步上升

2010 年 1-4 月份，公路货运周转量增速为 18.2%、客运周转量增速为 10.6%，中国第一季度，GDP 增速为 11.9%。

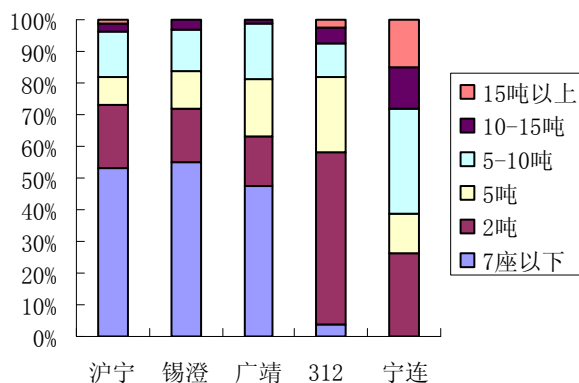
表 1、全国公路客货运周转量预测（2009-2010 年）

	汽车保有量	GDP	货运周转量/GDP	客运周转量/GDP
2001	12%	8.3%	0.1	0.7
2002	14%	9.1%	0.7	1.0
2003	16%	10%	0.3	(0.2)
2004	13%	10.1%	1.1	1.3
2005	17%	10.4%	1.1	0.6
2006	17%	11.6%	0.9	0.8
2007	18%	13.0%	1.2	1.0
2008	17%	9.0%	1.6	1.1
2009	23%	8.7%	1.2	0.9
2010E	15%	9.5%	1.0	1.0

资料来源：Wind、招商证券

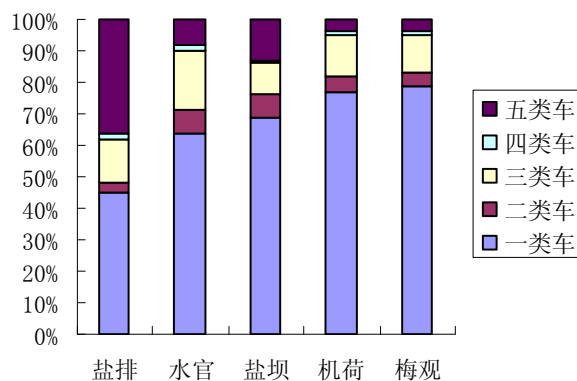
2、沿海经济发达地区将受益乘用车保有量的增长

图4、长三角地区收费公路的乘用车占比较高



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图5、珠三角地区收费公路的乘用车占比较高



资料来源：Wind、招商证券研发中心

表 2、汽车年度销量预测（2009-2010）

同比增长率	2007	2008	2009	2010E
汽车年度销量	877.4	935.6	1364.5	1549.9
同比增长率 (%)		6.6%	45.8%	13.6%
乘用车	629.7	674.7	1038.4	1172
同比增长率 (%)		7.1%	54.1%	12.9%
卡车	213.3	228.3	292.6	340.2
同比增长率 (%)		7.0%	28.2%	16.3%
客车	34.5	32.6	34.3	37.7
同比增长率 (%)		-5.5%	5.2%	9.9%

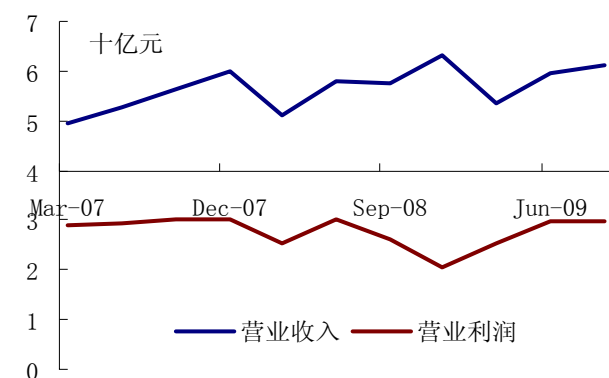
资料来源：Wind、招商证券

三、2010 年下半年公路行业上市公司盈利将出现分化

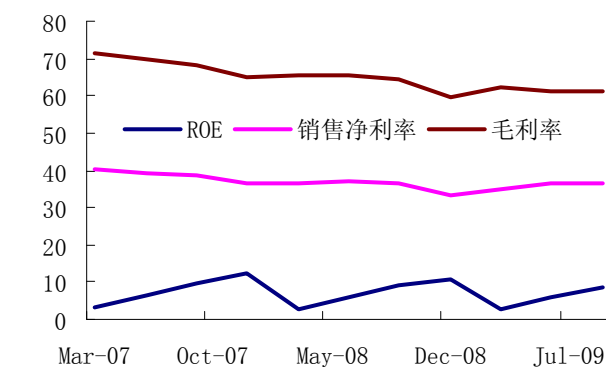
1、行业整体盈利逐步走出谷底

伴随宏观经济的逐步回暖，收费公路行业上市公司的盈利状况亦开始走出谷底。

图6、公路企业营业收入及利润比较（07.1Q-10.1Q） 图7、收费公路行业盈利能力的比较（07.1Q-10.1Q）



资料来源：Wind、招商证券研发中心



资料来源：Wind、招商证券研发中心

2、分流与再投资风险将使上市公司盈利出现分化

上市公司的再投资风险随着固定资产投资的加大而逐步增加，整体存在资本开支过大、新项目投产后期短期对业绩有压力、回报水平降低等风险。行业内福建高速、皖通高速和楚天高速已公告的投资项目规模都远超过了现有总资产规模的 50%甚至 100%以上，未来现金流绷紧、预期收益率下降、短期业绩下滑的风险将尤为明显。

表 2、公路行业上市公司固定资产投资情况统计

项 目	完工时间	投资额（亿元）
粤高速 广佛、佛开大修和扩建	2010	35
赣粤高速 新建彭湖、南奉高速	2012	37
福建高速 福厦高速扩建	2011	115
皖通高速 新建宁宣杭高速	2014	60
楚天高速 新建大随高速	2012	38

资料来源：上市公司、招商证券

日益完善的铁路网将从高时效客运和大宗、低附加值、中长途货运两个方面与公路全面竞争；而未来将要修建的京珠高速复线对现有的京珠高速也将形成巨大的分流威胁。

表 3、公路行业上市公司未来三年所面临的分流情况统计

分 流 路 段	辖内受影响路段	影 响
粤高速 二广高速	京珠高速广东段	2012
赣粤高速 二广、济广高速	赣粤高速	2011-2012
皖通高速 沿江铁路	合宁、高界高速	2009, 较大
楚天高速 武荆宜高速	汉宜高速	2009, 较大
现代投资 京珠复线、二广高速	京珠高速湖南段	2012, 较大

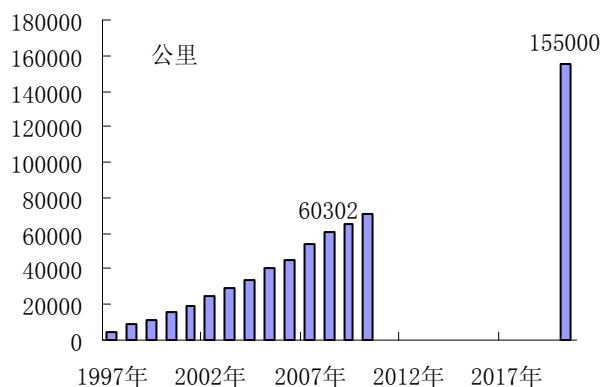
资料来源：上市公司、招商证券

四、收费公路行业的长期盈利增长前景将趋于平缓

1、大规模公路建设将弱化路网效应

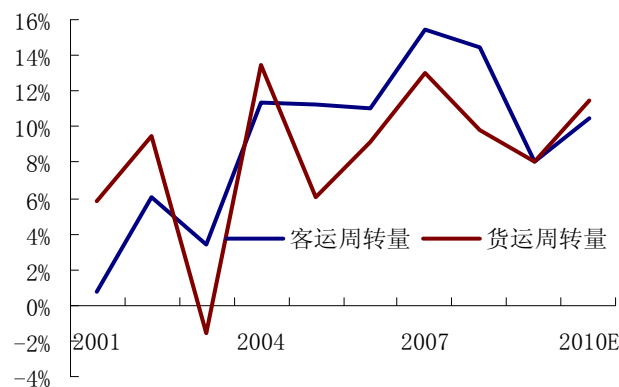
根据交通部规划，至 2020 年，国家及地方高速公路将建成 155000 公里，即 2011-2020 年，高速公路年均新增里程将达到 10%，这将超出未来公路运输需求的增长。

图8、高速公路通车里程将持续增长（1997-2020E）



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

图9、公路货运周转量增速预测（2001-2010E）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

2、分流，将成为现有收费公路的隐痛

事实上，我们最为担忧的情况是新建公路会分流现有路段的车流量，上市公司的业绩会受到影响。当然，考虑到新建公路需要有一定的建设周期，因此 DCF 估值的结果可以说明问题。举赣粤高速（600269）为例：

图10、赣粤高速遭遇分流的路网示意图



——赣粤高速 ———济广高速江西段 ——大广高速（黄石泰和段）

资料来源：公司网站、招商证券

济广高速将于 2012 年全线贯通、大广高速已于 2009 年贯通，在前期报告《赣粤高速（600269）-“通道功能”有所减弱，估值具安全边际》中，我们对路网分流的情况作了

详细分析。引用文中的 DCF 估值（当时未除权）来说明问题，可见，大广高速和济广高速中长期分流的效应十分明显。

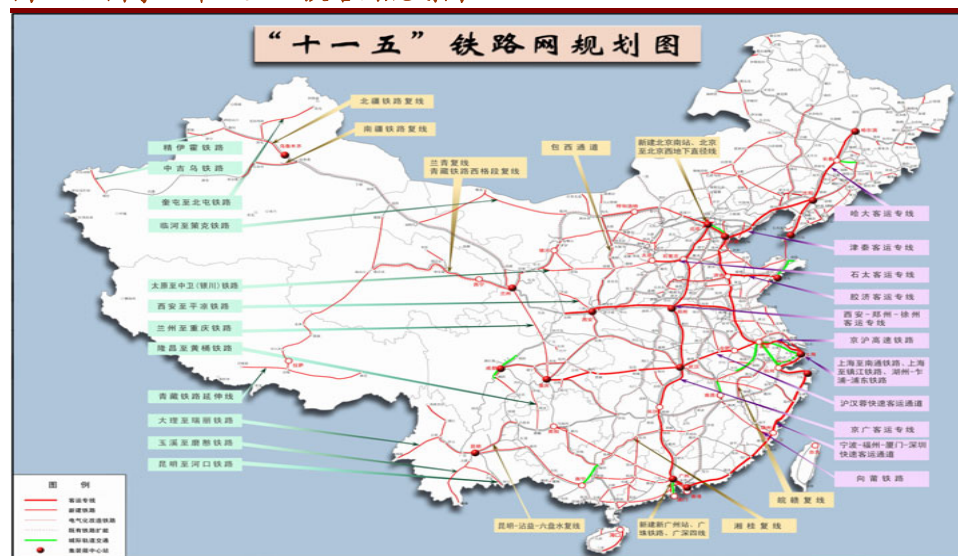
表 4、赣粤高速（600269）的 DCF 估值

无风险利率	4.5
股权 Beta	0.86
股票市场平均风险溢价	8.0
期末永续增长率	0
WACC	10.5
DCF 估值	
考虑分流	12.6
不考虑分流	18.9

数据来源：招商证券（前期预测数据,未作更新调整,仅用于说明分流影响）

在去年推出的《成品油价税费改革方案（征求意见稿）》中提出，将“逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费”。我们认为，在成本高企的年代，尤其从长期趋势来看，油价终将上涨，所以很难断言高速公路的节油省时的优势能确保其车流量，而且铁路运输的优势亦将逐步显现。

图 11、国家“十一五”铁路网规划图



资料来源：招商证券研发中心；

3、中西部地区公路的路网效应有待体现

表 5、国家等级公路里程的区域分布

万公里	等级公路	高速公路	东部	中部	西部
2004	151.6	3.4	1.7	1.0	0.7
2005	159.2	4.1	2.0	1.3	0.8
2006	228.3	4.5	2.0	1.3	1.2
2007	253.5	5.4	2.3	1.6	1.5
2008	277.9	6.0	2.6	1.8	1.6
2009	305.6	6.5	2.8	2.0	1.7

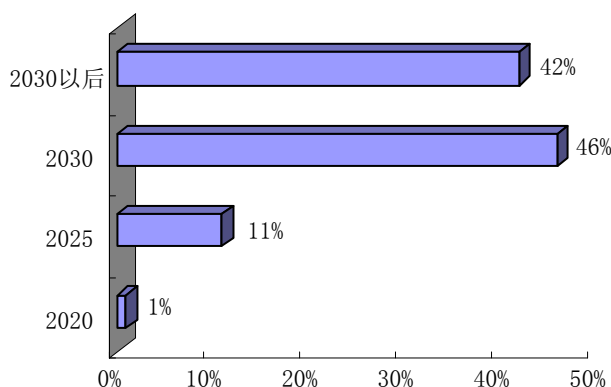
资料来源：招商证券

五、高速公路运营行业的多元化趋势已现端倪

1、盈利能力下滑与生命周期限制乃两大困扰

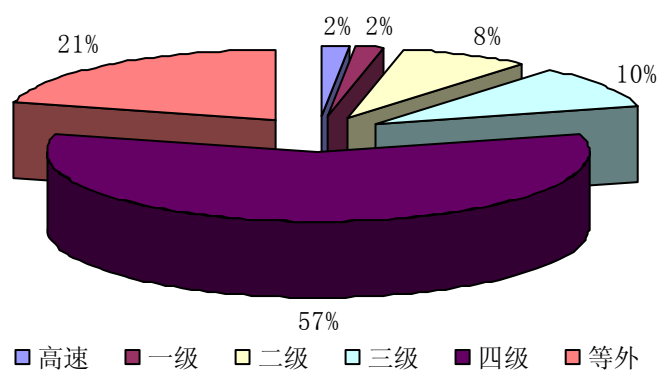
在公路供给不足的情况已经大为改善的大背景下，新建收费公路的交通量增速都会较以前慢，而公路建设的土地成本和财务成本却在不断上升，目前公路的通行费率又难以上调，种种因素使得新建公路的投资回收期越来越长，回报率越来越低。同时，生命周期即收费年限亦成为公路行业挥之不去的困扰。

图12、A股高速公路行业按收费年限的里程统计



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图13、中国公路按等级的里程分布情况（2009）

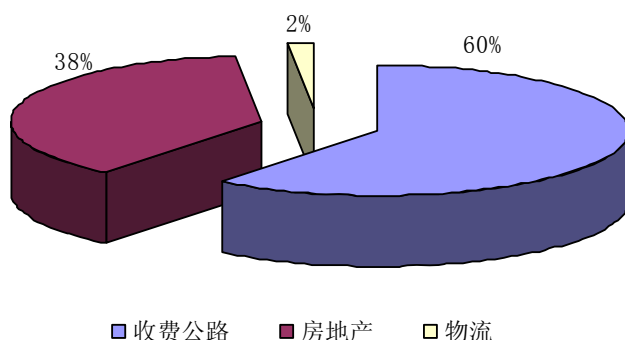


资料来源：Wind、招商证券研发中心

2、公路行业的多元化趋势已现端倪

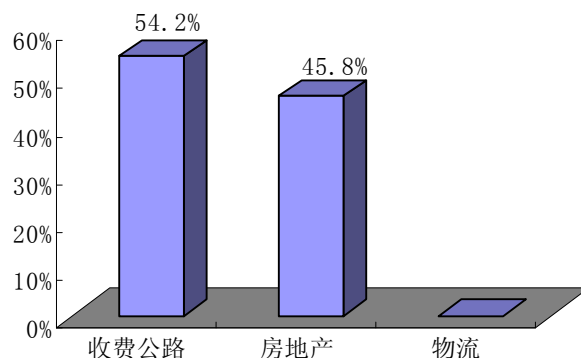
由于收费公路行业受到盈利能力下滑以及生命周期有限的困扰，传统的收费公路运营商利用充裕的现金流资源投资其他具有更强盈利能力或更长生命周期的业务领域正成为行业趋势。在A股上市公司中，此类案例屡见不鲜，走的比较超前的有五洲交通（600368）、东莞控股（000828）、赣粤高速（600269）、宁沪高速（600377）等。

图14、五洲交通的营业收入结构分析（2010E）



资料来源：招商证券研发中心

图15、五洲交通的利润结构分布（2010E）



资料来源：招商证券研发中心

对于缺乏其他业务领域运作经验的高速公路企业而言，多元化发展显然是风险与机遇并存，当然，盈利能力和水平的提升亦是我们所喜闻乐见的。

表 6、公路行业上市公司多元化发展的案例统计

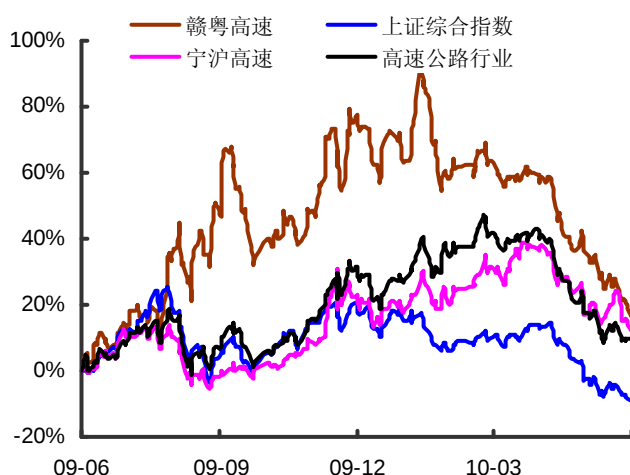
多元化发展涉及的业务领域	
赣粤高速	核电项目、嘉圆房地产公司、方兴科技
东莞控股	东莞证券、东莞信托
宁沪高速	南林饭店、丰源地产、宁沪置业、金融租赁、东大智能科技有限公司
山东高速	润元高速公路油气管理、环保科技公司、实业发展公司
现代投资	大有期货、泰阳证券、文化传播以及置业公司

资料来源：上市公司、招商证券

六、关注车流量增长与多元化发展的超预期效应

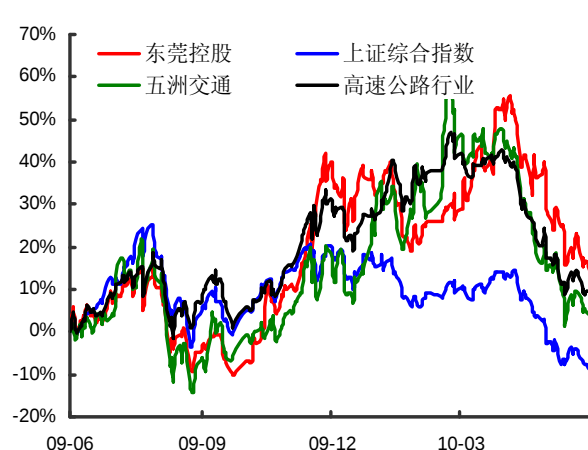
1、公路类公司是传统意义上的配置性品种

图 16、A 股以公路业为主上市公司的行情走势统计



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图 17、A 股公路行业多元化上市公司行情走势统计



资料来源：Wind、招商证券研发中心

在上市公司的盈利复苏阶段，公路等基础设施类行业的复苏更多地体现在“量”的回升，而价格方面的波动则相对较小，盈利复苏的弹性亦因此相对较平稳。从传统的投资视角言，依赖于基本面分析与估值判断的公路业更多地体现在配置意义上。

表 7、A 股公路行业重点上市公司估值表

上市公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	
A 股公路公司（公路主业类）									
赣粤高速	600269	5.9	0.53	0.57	0.61	11.1	10.4	9.7	1.8
宁沪高速	600377	6.32	0.4	0.5	0.56	15.8	12.6	11.3	2.2
深高速	600548	4.8	0.25	0.3	0.35	19.2	16	13.7	1.5
平均值						15.4	13	11.6	1.8
A 股公路公司（多元化类）									
五洲交通	600368	6.81	0.28	0.4	0.54	24.3	17	12.6	2
东莞控股	828	6.41	0.28	0.45	0.52	22.9	14.2	12.3	2.8
平均值						40.3	30.5	19.2	2.4

资料来源：Bloomberg、招商证券

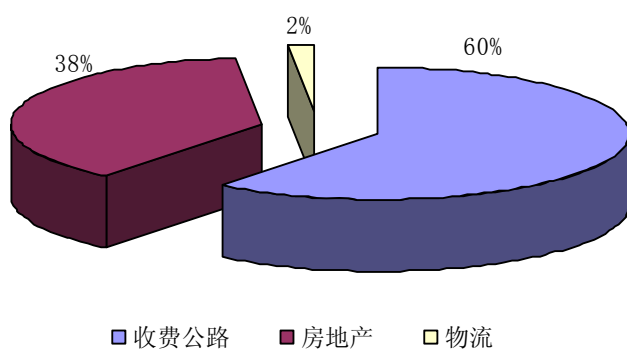
2、优选配置：宁沪高速、五洲交通

(1) 宁沪高速（600377）—— 2010 年车流量有望超预期

- 1)、公司旗下主要路产位于江苏与上海间的黄金地带，区位优势十分明显。区域内主干路网已经成型，未来潜在分流影响小。
- 2)、受长三角经贸增速放缓和沪宁高速上海段扩建的影响，08 年经营状况相对低迷。沪宁高速上海段的扩建将于 09 年初完工，届时负面影响结束，车流量将复苏至跟随 GDP 波动的相对常态。
- 3)、基于较为保守的预测，2010-2011 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.52 元，估值具有一定优势。我们认为乘用车销售在 2010 年仍将保持 15% 的增速，上海与江苏地区间的客运周转量有望在 2010 年延续超预期态势。
- 4)、看好江苏省经济长期发展前景，建议股价回调后择机介入。

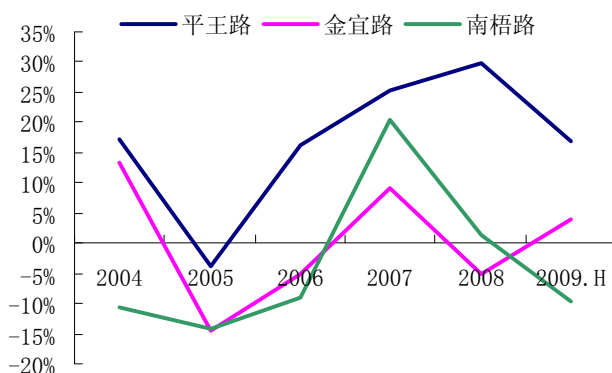
(2) 五洲交通（600368）—— 多元化成效将 2010 年起逐步显现

图18、五洲交通的营业收入结构分析（2010E）



资料来源：招商证券研发中心

图19、五洲交通旗下公路资产的收入增长（2009）



资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛，北京大学光华管理学院，管理科学与工程方向硕士，中国科学技术大学，管理科学与工程专业学士，五年交通运输行业工作经验，目前为招商证券交通行业研究员。联系方式：电话：010-88087418；电邮：changt@cmschina.com.cn

姚俊：曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。