

高速公路行业 2010 年年中策略报告

——从上市公司多元化发展角度，寻求优质投资标的

高速公路行业

评级：增持（维持）

深度报告

2010 年 7 月 5 日 星期一

陈柏儒
证书编号: S0630209080135
010-59707113
cbr@longone.com.cn
公路运输行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
东莞控股	000828	买入
五洲交通	600368	增持
赣粤高速	600269	增持

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-7.27	0.90
3 个月	-27.08	-0.82
6 个月	-16.99	11.94

行业相对上证综指走势图

2009/7/6~2010/7/5



投资要点

- 2010 年前 5 个月，公路客运量及客运周转量呈前高后低走势，但同比稳步增长。1-5 月，公路客运量累计同比增长 7%；公路客运周转量累计同比增长 9.7%。2010 年前 5 个月，公路货运量及货运周转量增长较为快速。1-5 月，公路客运量累计同比增长 16.3%；公路客运周转量累计同比增长 18.2%。
- 高速公路板块，2009 年实现营业收入 278.45 亿元，同比增长 8%；实现净利润 101.55 亿元，同比增长 11.25%。2010 年一季度，实现营业收入 73.34 亿元，同比增长 19.72%；实现净利润 29.01 亿元，同比增长 26.06%。
- 我们认为，影响高速公路车流量的因素中，宏观经济是最重要的先行指标。在 2010 年策略报告中，我们已经阐述过相关论点——经济活跃程度与车流量变化密切相关。宏观经济向好，随之贸易活跃度就会提升，居民出行意愿也会提升，直接会致使客运量和货运量的增长，进而带来通行费收入的增加。从上述的宏观指标看，宏观经济下半年较 09 年会有较好表现，经济回暖有望促进车流量的增长。
- 我们认为：高速公路板块内上市公司，唯有扩张主业（收购路产或者新修路）或利用充裕的现金流寻找优质项目，拓宽盈利途径，方能继续良好、健康发展。其中，寻找盈利能力强的投资项目，是解决问题的最根本办法，辅业项目若能做大做强，上市公司今后才会有更大的发展前景。现阶段，板块内部分上市公司多元化经营已出现端倪，我们将综合各方面因素从中选取更具进攻性的上市公司，做为投资配置推荐品种。所以，2010 年下半年我们的投资策略是：以高速公路传统收费业务为主线，寻找辅业利润贡献突出或成长性较好，且具有长期贡献利润能力的上市公司，做为投资标的。
- 根据我们下半年的投资策略，我们重点推荐东莞控股、五洲交通和赣粤高速三家上市公司。推荐的主要理由是：上述三家公司多元化经营初具规模，并已开始为公司贡献利润，具有长期持续发展的潜质，且参股、控股项目盈利能力强，故建议投资者关注。

目录

1. 2010 年上半年公路行业运行情况	3
1.1 公路客运量、客运周转量运行情况	3
1.2 公路货运量、货运周转量运行情况	3
1.3 公路固定资产投资完成情况	3
2. 高速公路行业下半年经营情况展望	4
2.1 高速公路板块 2009 年及 2010 年一季度盈利比较	4
2.2 与收费公路上市公司密切相关宏观经济指标阐述	5
3. 解析制约高速公路板块估值提升的因素	6
3.1 高速公路板块二级市场表现简述	6
3.2 影响高速公路板块在二级市场认可度的两个因素	7
4. 2010 年下半年投资策略	8
5. 重点推荐上市公司点评	9

图形目录

图 1. 1-5 月公路客运量比较	3
图 2. 1-5 月公路客运周转量比较	3
图 3. 1-5 月公路货运量比较	3
图 4. 1-5 月公路货运周转量比较	3
图 5. 2010 年 1-5 月公路建设固定资产投资(亿元)	3
图 6. 公路与高速公路建设固定资产投资比较(亿元)	4
图 7. 近五年 GDP 同比(季)	5
图 8. 近三年工业增加值同比(月)	5
图 9. 进出口总额同比(月)	5
图 10. 高速公路板块走势	6
图 11. 我国高速公路里程数变化情况	7

表格目录

表 1. 高速公路板块 2009 年及 2010 年一季度盈利比较	5
表 2. 近五年高速公路行业估值比较	7
表 3. 近五年高速公路行业主要财务指标比较	7
表 4. 重点跟踪上市公司参股、控股项目一览表	9

1. 2010 年上半年公路行业运行情况

1.1 公路客运量、客运周转量运行情况

2010 年前 5 个月,公路客运量及客运周转量呈前高后低走势,但同比稳步增长。1-5 月,公路客运量累计同比增长 7%;公路客运周转量累计同比增长 9.7%。

图1. 1-5 月公路客运量比较

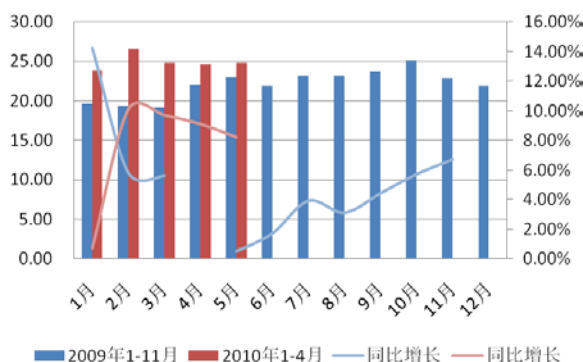
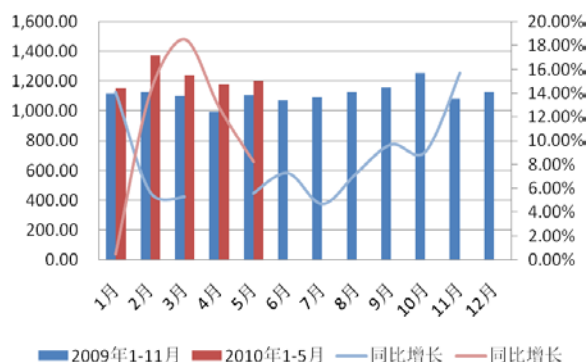


图2. 1-5 月公路客运周转量比较



资料来源: 东海证券研究所, 国家统计局

1.2 公路货运量、货运周转量运行情况

2010 年前 5 个月,公路货运量及货运周转量增长较为快速。1-5 月,公路货运量累计同比增长 16.3%;公路客运周转量累计同比增长 18.2%。

图3. 1-5 月公路货运量比较



图4. 1-5 月公路货运周转量比较

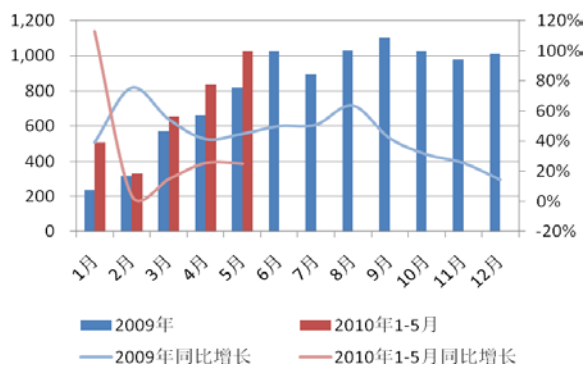


资料来源: 东海证券研究所, 国家统计局

1.3 公路固定资产投资完成情况

今年 1-5 月,公路固定资产投资累计额达 3,344 亿元,同比增长 28.5%。从单月的情况,增速较 09 年随有下降,但是仍保持快速增长态势。

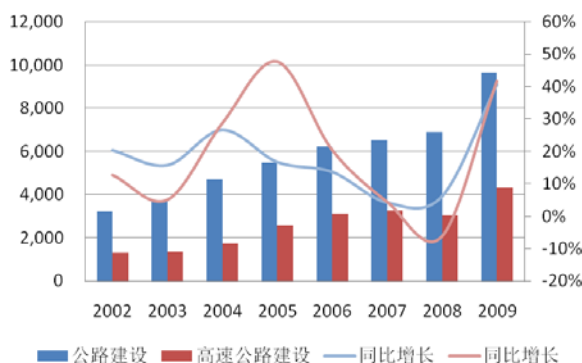
图5. 2010 年 1-5 月公路建设固定资产投资(亿元)



资料来源：东海证券研究所，交通运输部

高速公路建设固定资产投资增速在 2005 年达到高点后，近年来成逐年下降态势，2008 年甚至出现同比负增长。2008 年 11 月份国家为刺激经济增长，出台了四万亿基础设施建设投资计划，并在 2009 年全面实施，高速公路做为基础设施的重要组成部分，在 2009 年得到了快速发展，投资额达 4,321 亿元，同比增长近 42%。

图6. 公路与高速公路建设固定资产投资比较(亿元)



资料来源：东海证券研究所，国家统计局

2. 高速公路行业下半年经营情况展望

2.1 高速公路板块 2009 年及 2010 年一季度盈利比较

高速公路板块，2009 年实现营业收入 278.45 亿元，同比增长 8%；实现净利润 101.55 亿元，同比增长 11.25%。2010 年一季度，实现营业收入 73.34 亿元，同比增长 19.72%；实现净利润 29.01 亿元，同比增长 26.06%。

一季度是高速公路板块的传统淡季，即将迎来的三季度则是传统旺季，再加上暑期客运高峰和十一长假客运高峰，我们预计下半年板块运营将好于上半年，2010 年全年仍将保持利润增长高于收入增长的特性，行业利润增长预计在 30%以上。

表1. 高速公路板块 2009 年及 2010 年一季度盈利比较

Wind 公路与铁路	2009 年(亿元)	2010 年一季度(亿元)
营业收入	278.45	73.34
同比增长	8.00%	19.72%
净利润	101.55	29.01
同比增长	11.25%	26.06%

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2.2 与收费公路上市公司密切相关宏观的经济指标阐述

经历了 2008 年的经济危机，2009 年我国 GDP 呈逐月上升的态势，今年一季度延续了 2009 年的势头。一季度国内生产总值 80,577 亿元，同比增长 11.9%，比上年同期加快 5.7 个百分点。工业增加值方面，从今年的情况看除 2 月份外，其他几个月工业增加值的增速都在 15%。

图7. 近五年 GDP 同比(季)

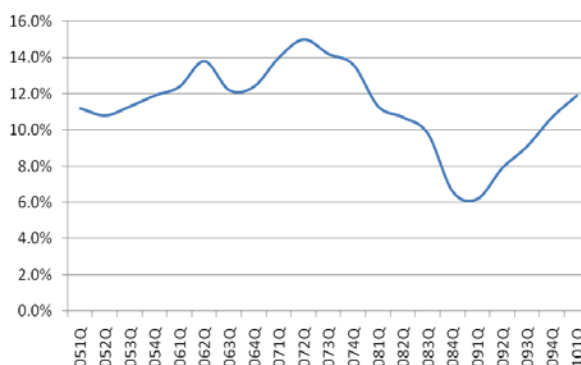
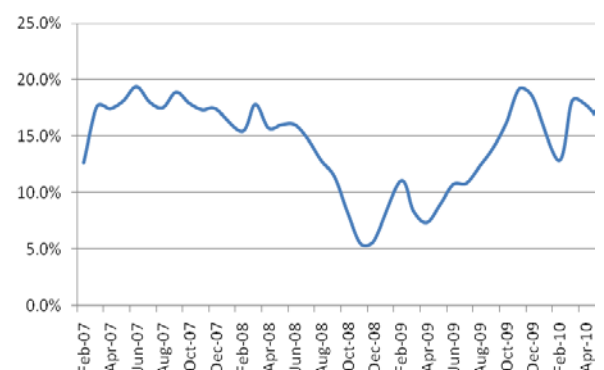


图8. 近三年工业增加值同比(月)



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2010 年 1-5 月，全国进出口总值为 11,000.9 亿美元，同比增长 44%，其中：出口 5677.4 亿美元，增长 33.2%；进口 5323.5 亿美元，增长 57.5%。5 月当月，全国进出口总值为 2439.9 亿美元，同比增长 48.4%，其中：出口 1317.6 亿美元，增长 48.5%；进口 1122.3 亿美元，增长 48.3%。从今年前 5 个月进出口情况看较去年有大幅改善，虽然并不看下半年进出口走势的持续性，但是去年过低的基数，保持持续增长问题不大。

图9. 进出口总额同比(月)



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

我们认为，影响高速公路车流量的因素中，宏观经济是最重要的先行指标。在 2010 年策略报告中，我们已经阐述过相关论点——经济活跃程度与车流量变化密切相关。宏观经济向好，随之贸易活跃度就会提升，居民出行意愿也会提升，直接会致使客运量和货运量的增长，进而带来通行费收入的增加。从上述的宏观指标看，宏观经济下半年较 09 年会有较好表现，经济回暖有望促进车流量的增长。

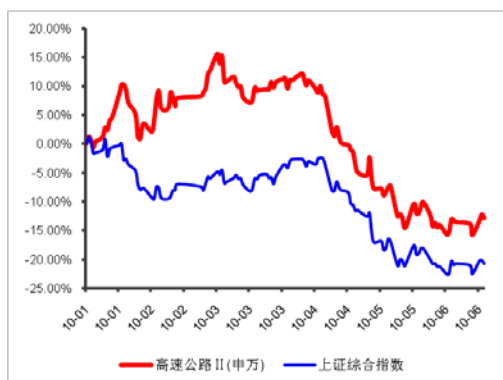
3. 解析制约高速公路板块估值提升的因素

3.1 高速公路板块二级市场表现简述

高速公路板块与沪深 300 走势比较

年初至 6 月 25 日，高速公路板块下跌 14.39%，沪深 300 指数下跌 22.6%，高速公路板块在大市下跌的情况下，跑赢沪深 300 指数 8.21 个百分点，凸显板块防御能力较好的特性。

图10. 高速公路板块走势



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

高速公路板块估值比较

就估值角度来说，交通运输板块估值水平较低，高速公路板块则是交通运输所有子板块中，估值水平最低的，极具估值优势。截止到 6 月 25 日，Wind

运输 PE 为 34.23X，高速公路板块 PE 为 16.12X。

表2. 近五年高速公路行业估值比较

	高速公路板块		Wind 运输	
	PE	PB	PE	PB
2006 年	17.32	1.78	33.58	2.99
2007 年	29.47	3.74	65.59	6.99
2008 年	13.22	1.51	38.4	1.73
2009 年	19.94	2.22	57.8	3.17
2010/6/27	16.12	1.79	34.23	2.51

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

高速公路板块主要财务指标比较

高速公路板块近五年，平均 61.66%的毛利率、36.14%的净利率、10.08%的净资产收益率，在 A 股市场细分子版块中绝对是佼佼者。

表3. 近五年高速公路行业主要财务指标比较

	摊薄净资产收益率	毛利率	净利率
2005 年	7.44%	61.68%	32.44%
2006 年	10.19%	63.61%	38.17%
2007 年	11.65%	63.87%	38.24%
2008 年	10.63%	59.40%	35.40%
2009 年	10.51%	59.75%	36.47%

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

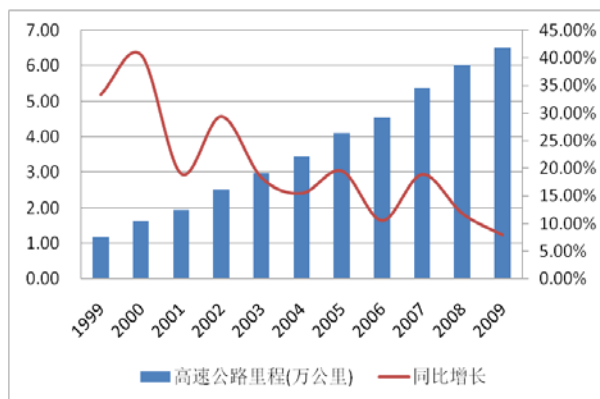
拥有以上优异盈利数据的高速公路板块，在二级市场上为什么不受到投资者的青睐？为什么估值始终处于较低水平？接下来对这个问题进行阐述。

3.2 影响高速公路板块在二级市场认可度的两个因素

爆发式增长时代已过去

从下图可以看出，2000 年左右是我国高速公路里程增速最快的时期，近年来增速则呈振荡下降趋势。随着路网的进一步完善，盈利能力极为突出的路产越来越少，路产质地大不如前。而且从《国家高速公路中长期规划》来看，路网建设目标极为明确，几乎没有想象空间。

图11. 我国高速公路里程数变化情况



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

国家政策因素

根据相关规定，经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年（中西部不得超过 30 年），收费公路的收费期限届满，必须终止收费。政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年（中西部不得超过 20 年），政府还贷公路在批准的收费期限届满前已经还清贷款的，也必须终止收费。有偿转让公路收费权的公路，转让收费权合同约定的期限届满，收费权由出让方收回。公路经营企业投资建成并经营的收费公路，约定的经营期限届满，该公路由国家无偿收回，由有关交通主管部门管理。公路转让办法还规定，资产负债率超过 65% 的上市公路公司，不得以增发的形势收购大股东路产。

投资者考虑到以上两因素时，自然会问“收费年限到了，公司该何去何从”？这样的客观因素，就决定了高速公路板块就算盈利能力再强、公司质地再好，在二级市场的估值也不会有大幅提升。

4. 2010 年下半年投资策略

根据两“制约因素”，分析解决途径

根据上一部分的“制约因素”，我们认为：高速公路板块内上市公司，唯有扩张主业（收购路产或者新修路）或利用充裕的现金流寻找优质项目，拓宽盈利途径，方能继续良好、健康发展。其中，寻找盈利能强的投资项目，是解决问题的最根本办法，辅业项目若能做大做强，上市公司今后才会有更大的发展前景。现阶段，板块内部分上市公司多元化经营已出现端倪，我们将综合各方面因素从中选取更具进攻性的上市公司，做为投资配置推荐品种。

所以，2010 年下半年我们的投资策略是：以高速公路传统收费业务为主线，寻找辅业利润贡献突出或成长性较好，且具有长期贡献利润能力的上市公司，做为投资标的。

表4. 重点跟踪上市公司参股、控股项目一览表

上市公司	参股、控股项目
东莞控股(000828)	东莞证券 20%
	东莞信托 6%
	东莞长安村镇银行 5%
五洲交通(600368)	凭祥国际物流园 70%
	金桥农产品批发市场 70%
	五洲房地产项目
	现代国际房地产项目(已交付)
赣粤高速(600269)	烟家山核电站
	铜鼓温泉小城镇
	彭泽核电站 20%
	国盛证券 12.98%
	信达地产 6.58%
中原高速(600020)	中原信托 33.28%
	秉原投资控股 100%
	英地置业 98.175%
	高速房地产公司 19%
重庆路桥(600106)	重庆银行 8.48%

资料来源：东海证券研究所，公司年报

5. 重点推荐上市公司点评

东莞控股(000828)

莞深高速三期去年四季度初开通的，开通后莞深高速彻底贯通。在一季度传统淡季的情况下，通行费收入同比增长 35%，贯通效应十分明显。随着司乘对该路段熟知程度提高，再加上三季度传统旺季等综合因素影响，预计全年通行费收入增长至少在 40% 以上。预计全年利润增长要超过收入的增长，应该有 45% ~ 50%。

东莞证券将是公司未来利润增长的另一个支撑点。一季度东莞证券贡献投资收益 3,726 万，占公司一季度净利润近 42%，大大增厚了公司业绩。

预计公司 10、11 年能够实现基本每股收益 0.40、0.45 元/股，按照 6 月 25 日的收盘价 6.33 元计算，目前公司股价市盈率为 15.83X、14.07X。我们给予公司“买入”评级。

五洲交通(600368)

2009 年，公司持股 32% 的坛百高速获投资收益为 3,034.37 万元。同时完成非公开增发，收购了坛百高速其余 68% 的股权。今年年初，集团公司又进行了资产置换，以河池至宜州高速公路置换公司金宜一级公路。另外，公司出资

5.8 亿元、持股比例 70.74%的岑罗高速公路，目前通车运营前的各项筹备工作已准备完毕，将于 2010 年 3 月竣工通车。届时，公司路产质量将得到大幅改善，

另外，公司商用房地产业务发展的有声有色，截止到 2009 年底，公司独资的“五洲国际”项目一期开盘预售，预售住宅 197 套，销售均价为每平米 9,211 元，预售面积 21,630 平米，实现销售额 19,924.39 万元；金桥农产品批发市场销售情况较好，商铺销售 292 套，销售均价每平米 6,100 元，实现预售额 2.89 亿元。公司物流园区 2009 年受国际环境不景气的影响，有小幅亏损。

预计公司 10、11 年能够实现基本每股收益 0.44、0.52 元/股，按照 6.25 日的收盘价 6.75 元计算，目前公司股价市盈率为 14.20X、12.02X。

赣粤高速(600269)

目前，公司在建项目昌奉高速、奉铜高速、彭湖高速已分别投入 2.03 亿元、0.33 亿元和 9 亿元，仍有 15.93 亿元、69.15 亿元和 11 亿元需投入项目。随着项目逐步推进，资金需求量进一步增加，报告期内，公司资产负债率有所提高，未来将面对财务费用增长的压力。

但是，公司管理层多元化经营战略的顺利推进，公司参股彭泽和万安核电站，并增持国盛证券股权，是公路公司中多元化投资质量较好的。并且公司控股股东长期以来对公司大力支持，我们认为将会给公司带来更多的发展机遇，短期存在的资金压力不足以拖累公司稳健快速发展。公司 2010 年 1-5 月实现通行费收入 12.01 亿元，同比增长 20.02%。

预计公司 10、11、12 年能够实现基本每股收益 0.57、0.62、0.68 元/股，按照 6 月 25 日的收盘价 5.77 元计算，目前公司股价市盈率为 10.12X、9.31X、8.49X。目前公司动态市盈率在 12 倍左右，仍具有估值优势，我们维持公司“增持”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈柏儒, 高速公路行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业高速公路行业所属上市公司

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122