

陆上运输行业 2010 年 4 季度报告

评级：增持 维持评级

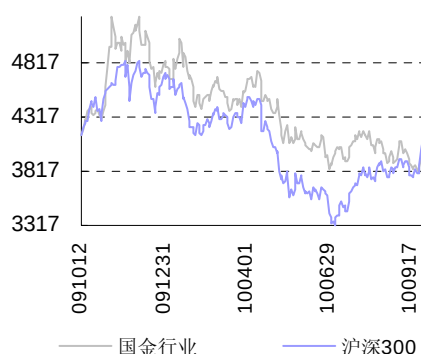
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

行业景气良好，优选低估值企业

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	25.27
市场优化平均市盈率	29.70
国金陆上运输指数	4034.47
沪深 300 指数	3132.90
上证指数	2806.94
深证成指	12237.65
中小板指数	6850.39



相关报告

1. 《铁路冷链物流纳入高层视野》，2010.8.19

投资建议

- **行业策略：**一方面高速公路与铁路运输行业景气程度依然向好，行业依然能够保持较快增长；另一方面目前行业正处于纵向估值与横向估值的低点，有着估值向上提升的空间，因此我们建议整体标配陆上运输行业。
- **推荐组合：**历史经验表明，在风格转换价值蓝筹股估值修复行情下，陆上运输行业中拥有较低 PE 或 PB 估值的公司，其获得超额收益的概率较大。因此，我们继续推荐赣粤高速、楚天高速和大秦铁路，另外拥有高息率的宁沪高速和长期前景看好的铁龙物流也值得关注。

行业观点

- **高速公路行业整体稳定增长。**分地区 8 月份景气指数的增速情况看，华东地区增速放缓、华中与珠三角在区域经济的快速增长推动下增长较快，而西部地区增速则受自然灾害影响而出现下滑。未来随着经济保持较快增长、产业转移以及灾害影响逐步消失，中部、珠三角和西部的通行费收入增速将能够保持较高水平，而华东地区则由于世博会结束以及沪杭高铁开通的影响，景气程度可能难以提升。
- **铁路行业整体出现客强货弱的格局。**由于世博会导致客流大幅增加以及高铁开通等诸多因素的推动，铁路客运保持较快增速，8 月份旅客发送量增速为 9%；铁路货运则受部分地区自然灾害的影响，8 月份货物发送量的增速放缓至 6%。煤炭铁路运输则在下游需求强劲推动下出现快速增长，1-8 月份累计增速高达 29%。未来随着铁路客运旺季过去，加上世博会闭幕，客运增速将可能出现略微下滑，而货运则由于受损线路修复，客货分线效应的逐步显现，未来增速或将出现回升，而煤炭运输在下游向好驱动下依然保持快速增长，预计大秦线全年可以达到 3.95 亿吨的水平。
- **行业整体处于估值水平下限。**无论从纵向还是横向比较来看，高速公路以及铁路运输，均处于估值水平下限。目前高速公路行业整体的 10 年估值水平为 14 倍，而铁路运输则仅有 13 倍左右。
- **低估值的陆上运输企业有望在风格转换下获得超额收益。**在对于历史上三次（03 年、06 年以及 07 年）价值股估值修复行情进行研究显示，陆上运输行业中拥有较低 PE 或者 PB 估值水平的公司，其获得超额收益的概率较大。

风险提示

- 经济出现二次探底、自然灾害

黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130210070001
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

图表1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	10PE	11PE	投资 评级	上期 评级
宁沪高速	7.02	5035	0.463	19.43%	0.553	15.17	12.71	买入	买入
赣粤高速	5.85	2335	0.582	9.60%	0.638	10.05	9.17	买入	买入
楚天高速	6.02	932	0.462	24.24%	0.574	13.04	10.49	买入	买入
铁龙物流	12.78	1004	0.498	17.36%	0.584	25.68	21.88	买入	买入

来源：国金证券研究所

高速公路行业回顾与展望

- 根据高速公路企业所公布的月度车流量数据以及收入数据，我们按照华东、中部、珠三角以及西部四个地区分别编制了分地区加权高速公路景气指数。由于各公司所公布数据的口径、内容各不相同，另外相关路段的重要性也各不相同，因此我们的编制方法是根据一定比例加权计算而得。

图表2：分地区高速公路景气指数权重

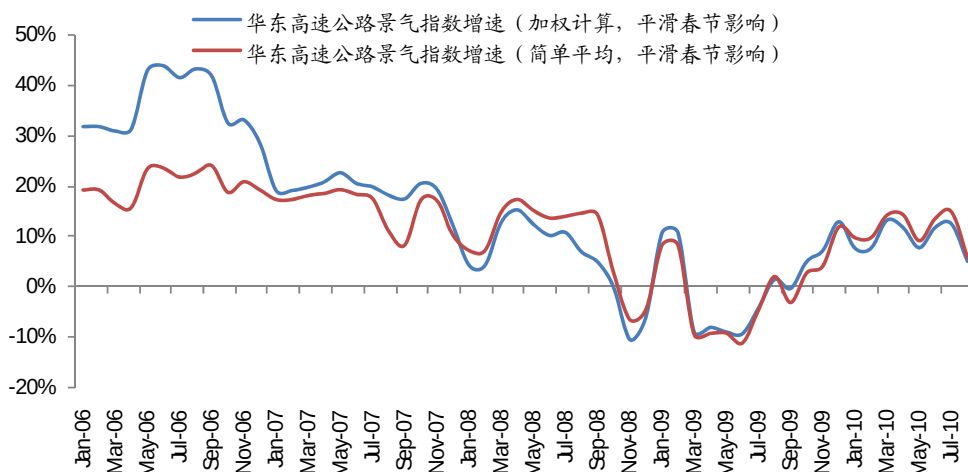
路产	权重	路产	权重	路产	权重	路产	权重
宁沪	30.0%	郑尧	10.0%	广佛	1.7%	成渝	45%
锡澄	6.0%	漯驻	5.0%	茂湛	3.4%	成雅	25%
广靖	5.0%	郑州大桥	2.5%	广珠东	11.3%	成乐	15%
沪杭	6.0%	昌九	10.0%	粤肇	1.1%	城北	3%
杭甬	10.0%	昌樟	10.0%	广惠	9.0%	机场	5%
上三	4.0%	昌泰	10.0%	广深	16.9%	西临	7%
济青	20.0%	汉宜	10.0%	梅观	4.5%		
黄河二桥	6.0%	合宁	10.0%	机荷东	3.4%		
南京三桥	6.0%	高界	7.5%	机荷西	3.4%		
济莱	4.0%	宣广	5.0%	盐坝	1.1%		
津保	3.0%	连霍	2.5%	水官	5.1%		
		武黄	7.5%	珠三角西岸道	0.6%		
		九景	5.0%	阳茂	2.8%		
		宁淮	2.5%	广梧	1.1%		
		郑尧	2.5%	江中	2.8%		
				盐排	1.7%		
				广州西二环	1.1%		
				南光	1.1%		
				佛开	5.6%		
				惠盐	2.3%		
				莞深	0.6%		
				广州北二环	9.0%		
				广州北环	4.5%		
				虎门大桥	5.6%		

来源：国金证券研究所

华东地区高速公路

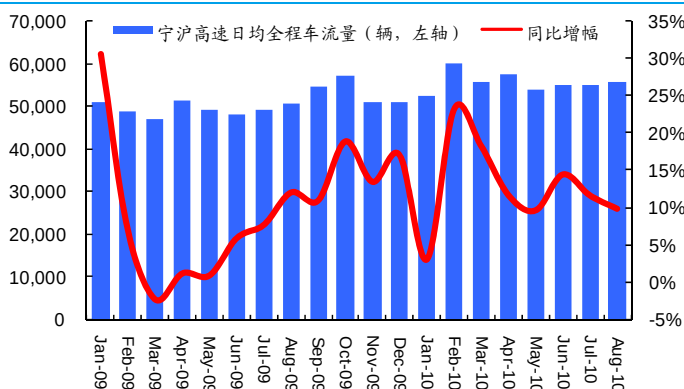
- 整体数据：上半年华东地区高速公路景气指数保持稳健增长，平均增速在9%左右，随着低基数效应消失，8月份出现略微下滑，华东高速公路景气指数增速仅为5%左右，但依然在正常水平。
- 重点路段：受世博会召开而引起公路客流增加的拉动，宁沪高速车流量增长良好，8月份折合全程日均车流量增长10%，累计增长高达12.7%；济青高速增长相对较慢，8月通行费收入同比增长0.8%，累计增长5.6%。
- 未来展望：世博会的结束以及沪杭高铁的开通将可能对华东地区高速公路形成一定的负面影响，但区域经济依然保持着较高水平增长以及长三角外贸恢复都将拉动相关的交通需求，使得车流量能够稳定在目前的正常水平。

图表3：华东高速公路景气指数增速略微放缓



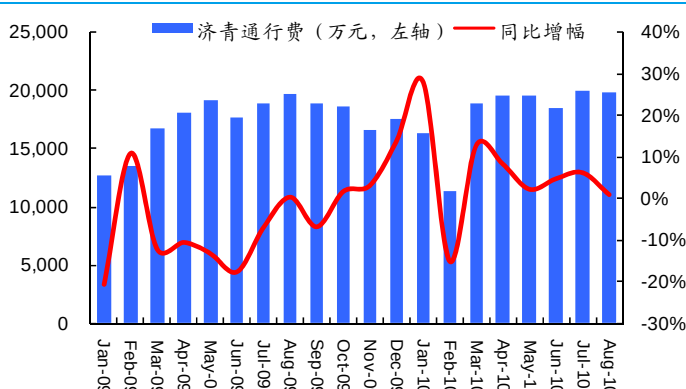
来源：各公司公布数据、国金证券研究所

图表4：宁沪高速车流量增速

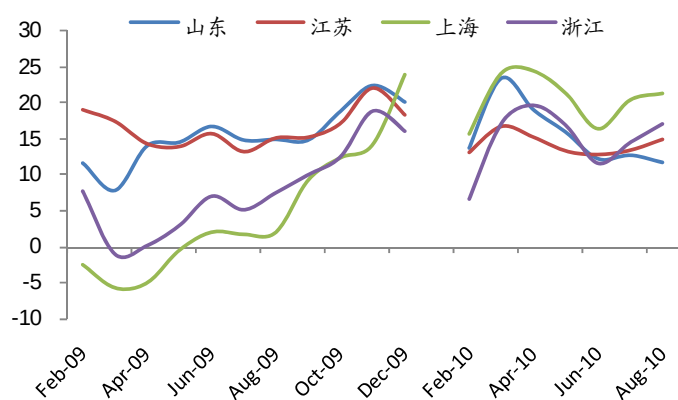


来源：宁沪高速公司数据、山东高速公司数据、国金证券研究所

图表5：济青高速车流量增速

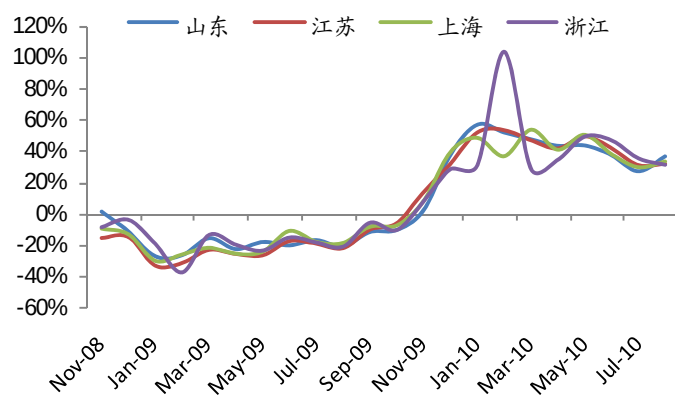


图表6：华东各省工业增加值增速依然良好



来源：Wind、国金证券研究所

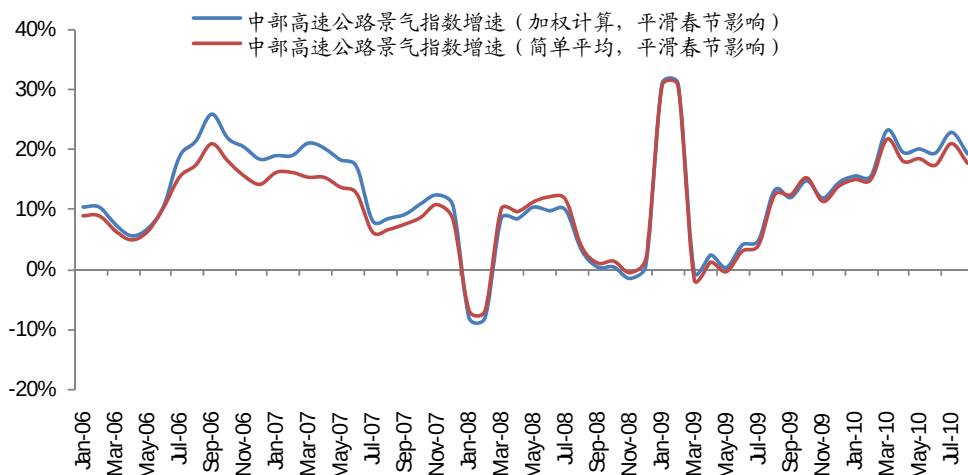
图表7：华东各省进出口总额增速较高



中部地区依然保持较快增速

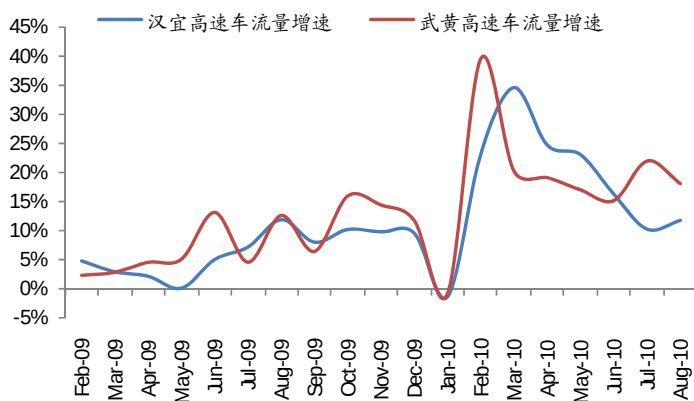
- **整体数据：**受到区域经济的强劲拉动，中部高速公路景气指数表现良好，8月份整体增速高达19.3%，而1-8月份的平均增速也高达19.4%。
- **重点路段：**汉宜高速受贯通效应以及区域经济恢复的双重提振，其车流量增速超过30%；赣粤高速则主要是得益于经济回暖，拉动长途货车出现增长；皖通高速整体得益于合宁扩建工程的竣工以及安徽区域经济的快速发展。
- **未来展望：**随着国内产业转移逐步推进：长三角沿长江而上、珠三角转移至江西与湖南，未来中部六省的经济特别是制造业将有望出现快速发展，从而拉动相关交通需求，进而推动相关路段的车流量出现整体增长。

图表8：中部地区高速公路景气指数增长良好



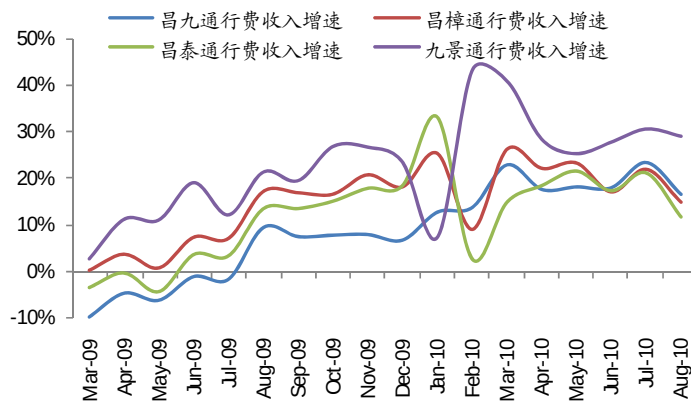
来源：各公司数据、国金证券研究所

图表9：汉宜高速与武黄高速车流量增速

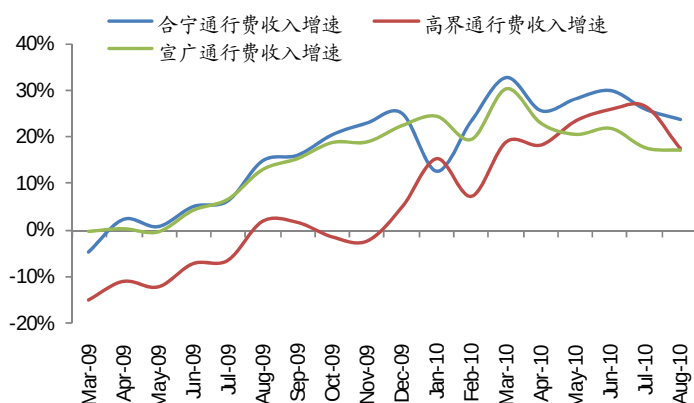


来源：楚天高速、深高速、赣粤高速公司公告、国金证券研究所

图表10：赣粤高速主要路段收入增速

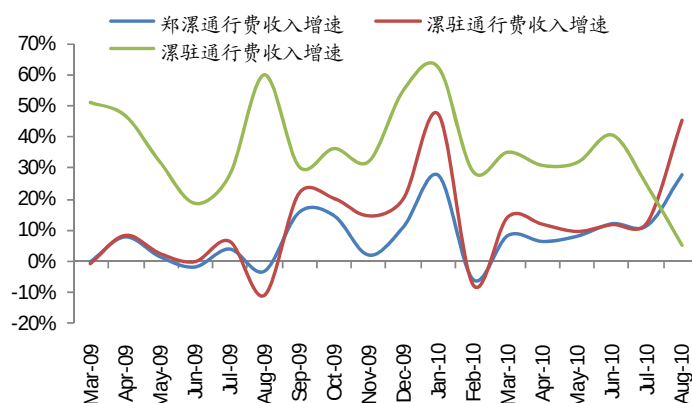


图表11: 皖通高速主要路段通行费收入增速

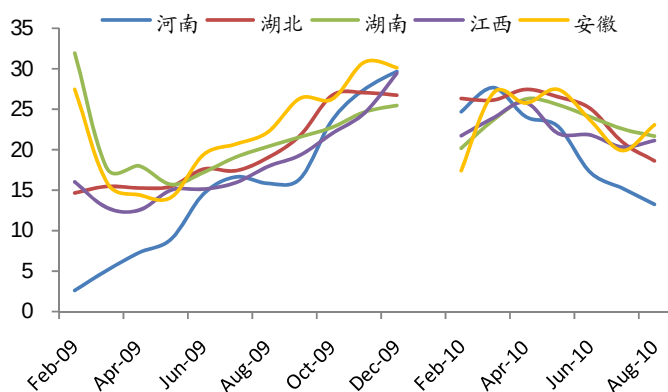


来源: 皖通高速、中原高速公司数据、国金证券研究所

图表12: 中原高速主要路段车流量增速

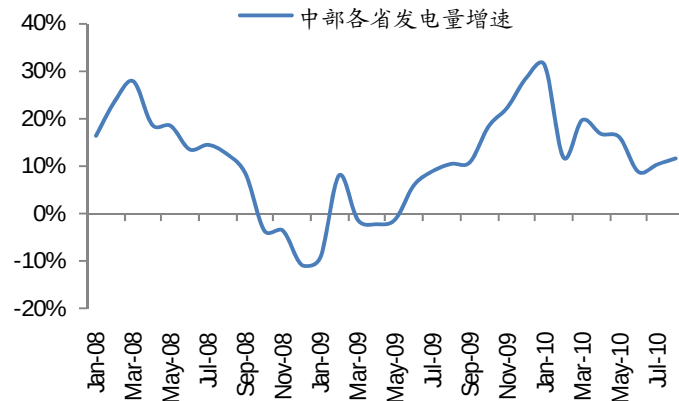


图表13: 中部地区制造业增长良好



来源: Wind、国金证券研究所

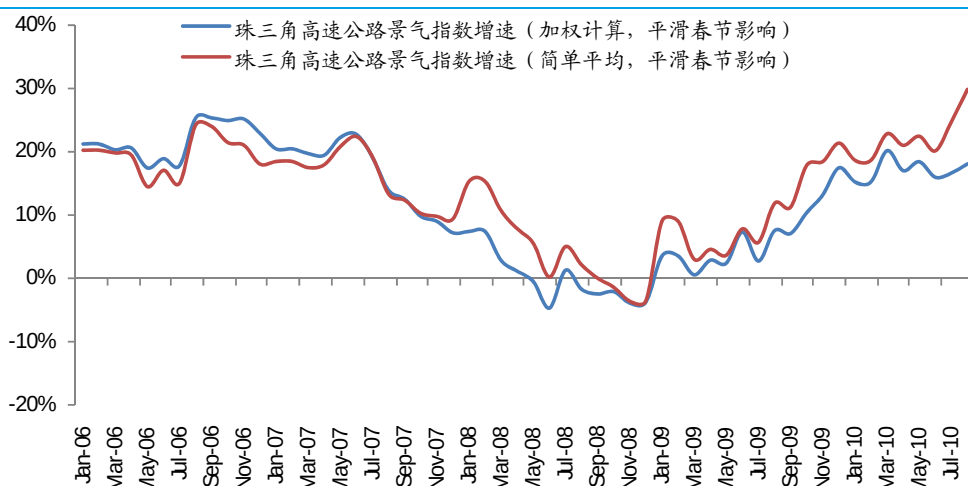
图表14: 中部地区发电量增速



珠三角地区整体景气良好

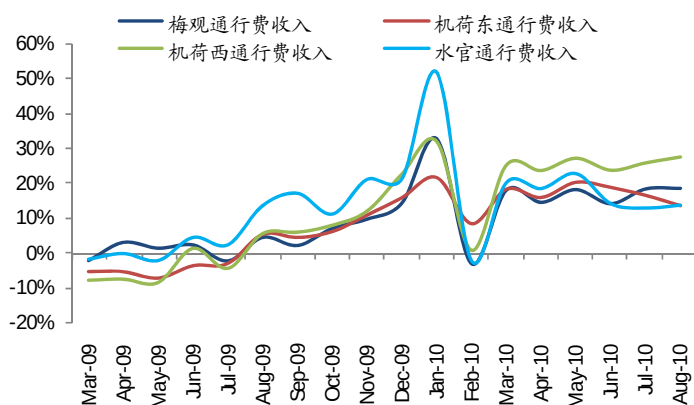
- **整体数据:** 珠三角地区高速公路保持着良好增长的势头, 8 月份珠三角高速景气指数同比增速为 18%, 1-8 月份平均增速为 17%。
- **重点路段:** 深圳地区高速公路增长良好, 其中梅观高速、机荷东高速、机荷西高速以及水官高速等重点路段当月通行费收入增速均在 12% 以上的高速增长; 而连接广州的重点高速如广珠东、广深、广惠等增长也在 10% 以上; 粤西地区的重点高速增速较快, 阳茂、广梧以及江中的增速均在 20% 以上。
- **未来展望:** 随着广州亚运会的召开, 以及外贸的进一步恢复以及新建路段车流量快速增长, 珠三角地区高速公路景气程度将有望保持。

图表15: 珠三角高速公路景气指数增长良好



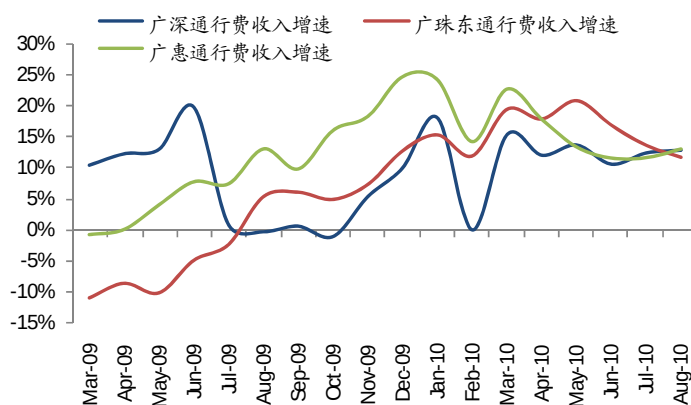
来源: 各公司数据、国金证券研究所

图表16: 深圳地区重要高速公路通行费收入增速

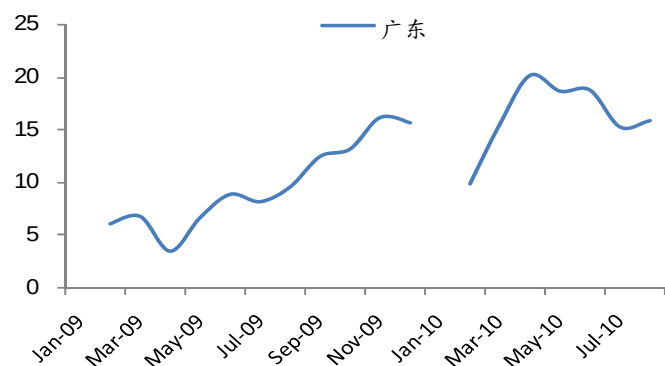


来源: 深高速、粤高速公司数据、国金证券研究所

图表17: 珠三角其他重点路段通行费收入增速

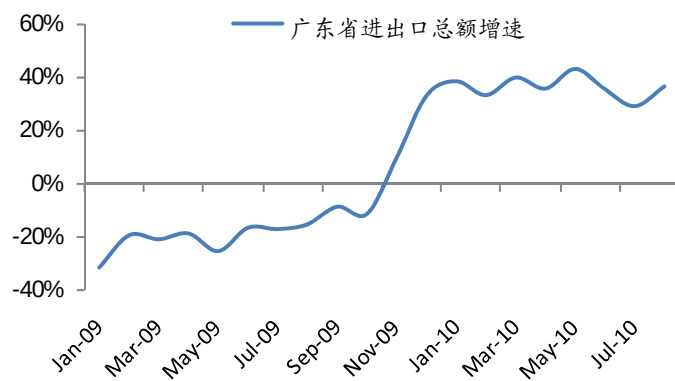


图表18: 珠三角地区工业增加值增速良好



来源: Wind、国金证券研究所

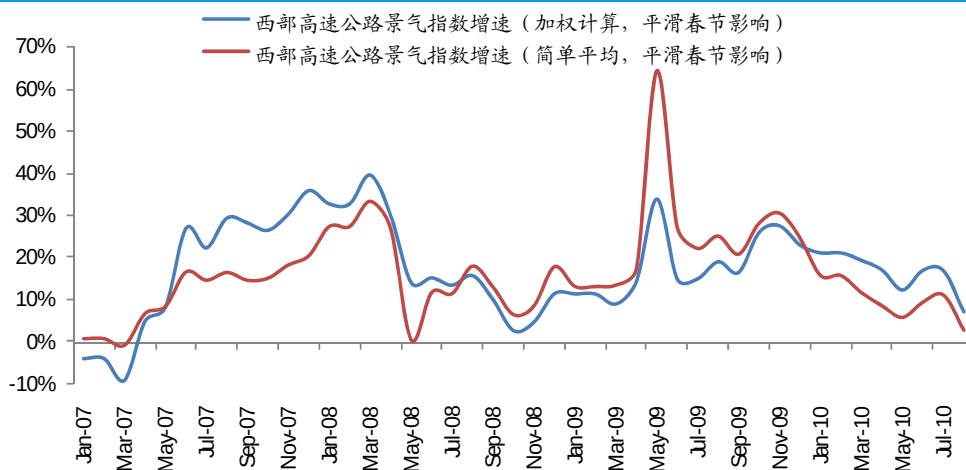
图表19: 珠三角进出口总额



西部地区: 天气原因致使增速放缓

- **整体数据：**8月份西部高速公路景气指数同比增速为7.4%，相比前期接近15%的增长有所回落，主要原因是今年夏季四川等地自然灾害增多而导致的客货运输不畅。
- **未来展望：**随着自然灾害的过去，高速增长的经济以及西部路网完善带来的路网效应将会重新主导车流量的快速增长。

图表20：西部高速公路景气指数增速



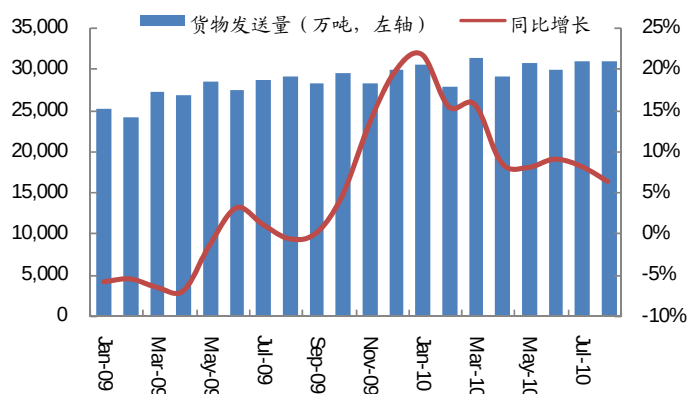
来源：四川成渝公司数据、国金证券研究所

铁路运输行业回顾与展望

铁路行业整体数据分析

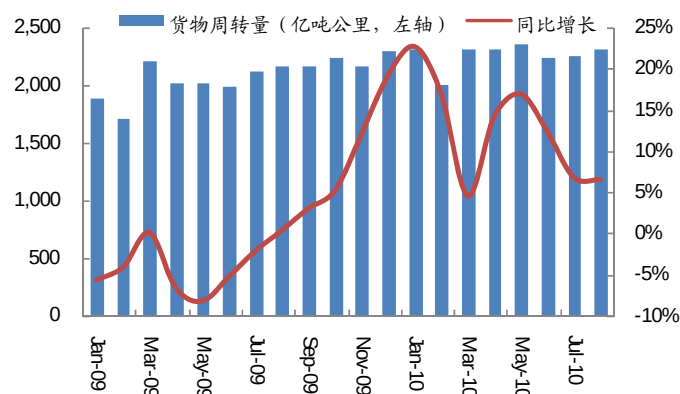
- **货运：增速略微回落。**数据显示，8月份货物发送量增长约6%，货物周转量增长6%；而从全年来看，1-8月份货物发送量累计增长11.3%，货物周转量累计同比增长12.2%。增速放缓的原因，一方面是低基数效应消失，另一方面则是6-8月份江西、福建、四川、陕西等地自然灾害而造成铁路路基等设施损坏，进而在保障客运情况下所形成货运增速放缓。
- **客运：依然增长迅速。**数据显示，8月份旅客发送量增长约9%，而旅客周转量增速为10%；从全年角度看，1-8月份旅客发送量累计增长9%，周转量增长11%。客运增长较快，一方面得益于上海世博会所带来的旅客增长；另一方面也得益于高铁开通所形成的客运运能增加。
- **展望：**客运增速可能回落，货运或将增速回升。随着铁路客运旺季过去，加上世博会闭幕所带来的负面影响，从而引起客运增速可能会出现一定程度的放缓；货运则由于线路的逐步恢复，加上客货分线的效应逐步显现，增速或将回升。

图表21：铁路货物发送量增速放缓

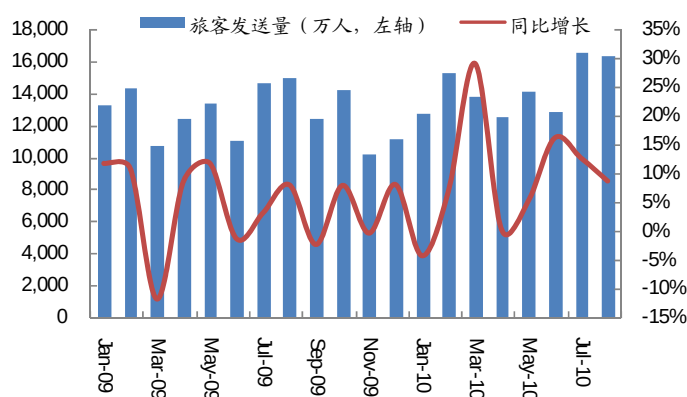


来源：铁道部、国金证券研究所

图表22：铁路货物周转量增速放缓

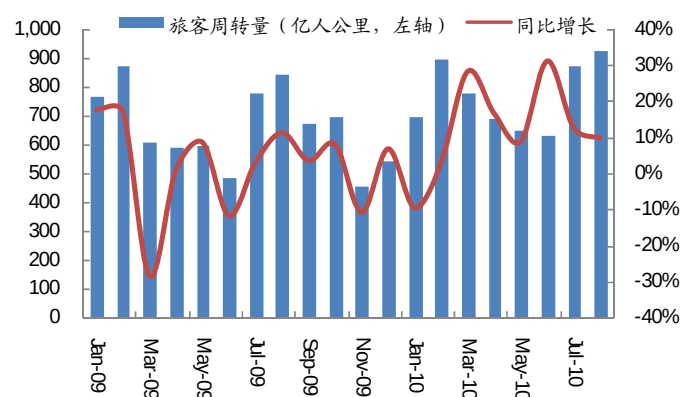


图表23：铁路旅客发送量



来源：铁道部、国金证券研究所

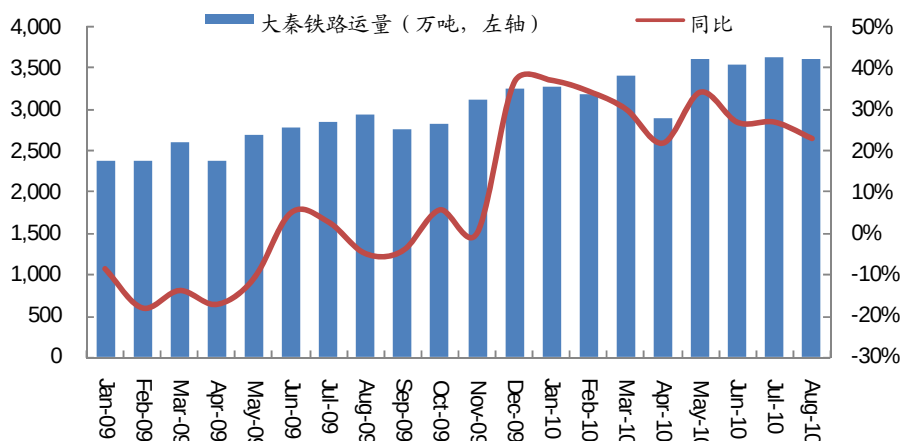
图表24：铁路旅客周转量



煤炭运输增长良好

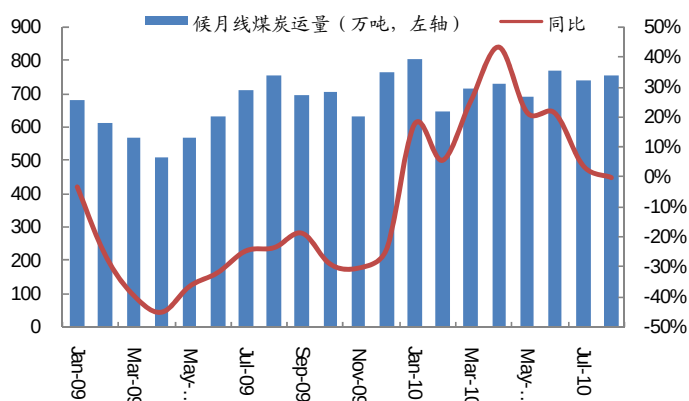
- **大秦线依然保持快速增长。**随着下游煤炭需求的恢复以及进口煤炭冲击逐步减缓，另外再加上港口产能的提升都给大秦线煤炭运量上升提供了良好的条件。8月份，大秦线煤炭运量同比上升 23.1%，而 1-8 月份煤炭运量的累计增速则高达 29.3%。
- **未来展望：**根据国金煤炭以及宏观的相关研究，国内经济出现二次探底的可能相对较小，而制造业将会继续维持扩张态势，从而使得煤炭的需求增速依然保持在较高水平，从而有力地支撑煤炭运输保持较快增长。
- 我们预计全国煤炭铁路运输 10 年增长将有可能达到 17% 的水平，而大秦线今年将有望达到 3.95 亿吨的水平，甚至有可能超过 4 亿吨的运能上限。

图表25：大秦铁路月度煤炭运量



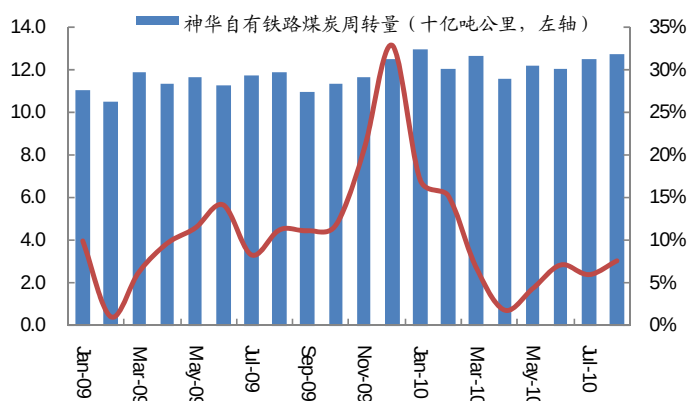
来源：煤炭资源网、国金证券研究所

图表26：侯月线煤炭运量增速回落

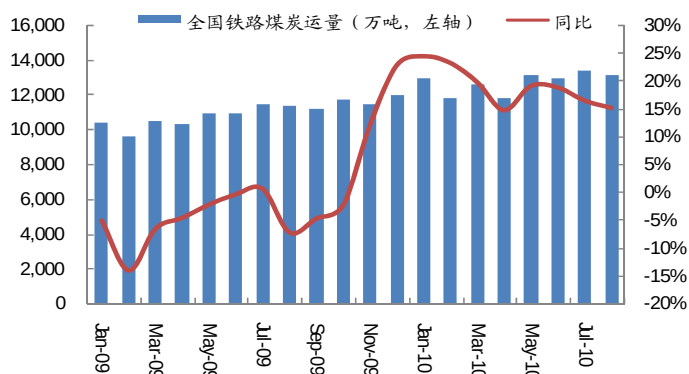


来源：煤炭资源网、中国神华公司数据、国金证券研究所

图表27：神华自有铁路煤炭周转量小幅增长

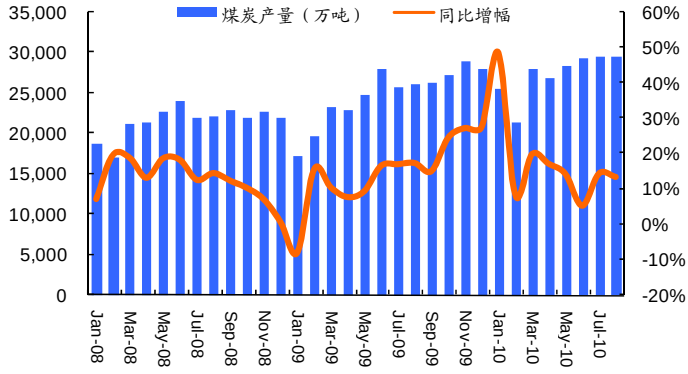


图表28：全国铁路煤炭运量平稳增长

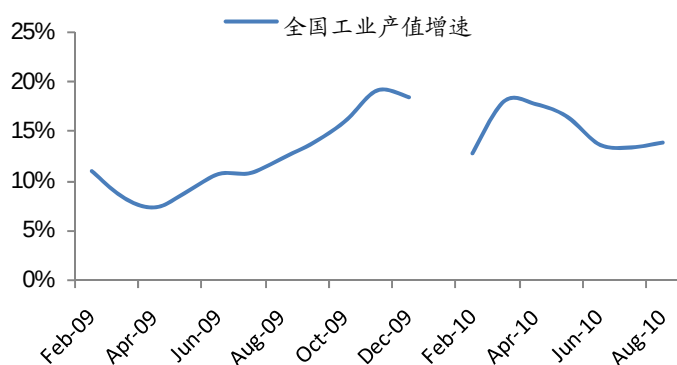


来源：煤炭资源网、国金证券研究所

图表29：全国煤炭产量平稳增长



图表30：工业增加值增速良好



来源：Wind、国金证券研究所

图表31：国内发电量增速良好



陆上运输行业估值水平正处于低点

- 从纵向比较来看，无论是高速公路行业还是铁路行业，目前均处于历史估值水平的下限，高速公路目前的估值水平对应 09 年 PE 为 18 倍，10 年为 14 倍，铁路运输则对应 09 年 18 倍，10 年 13 倍。

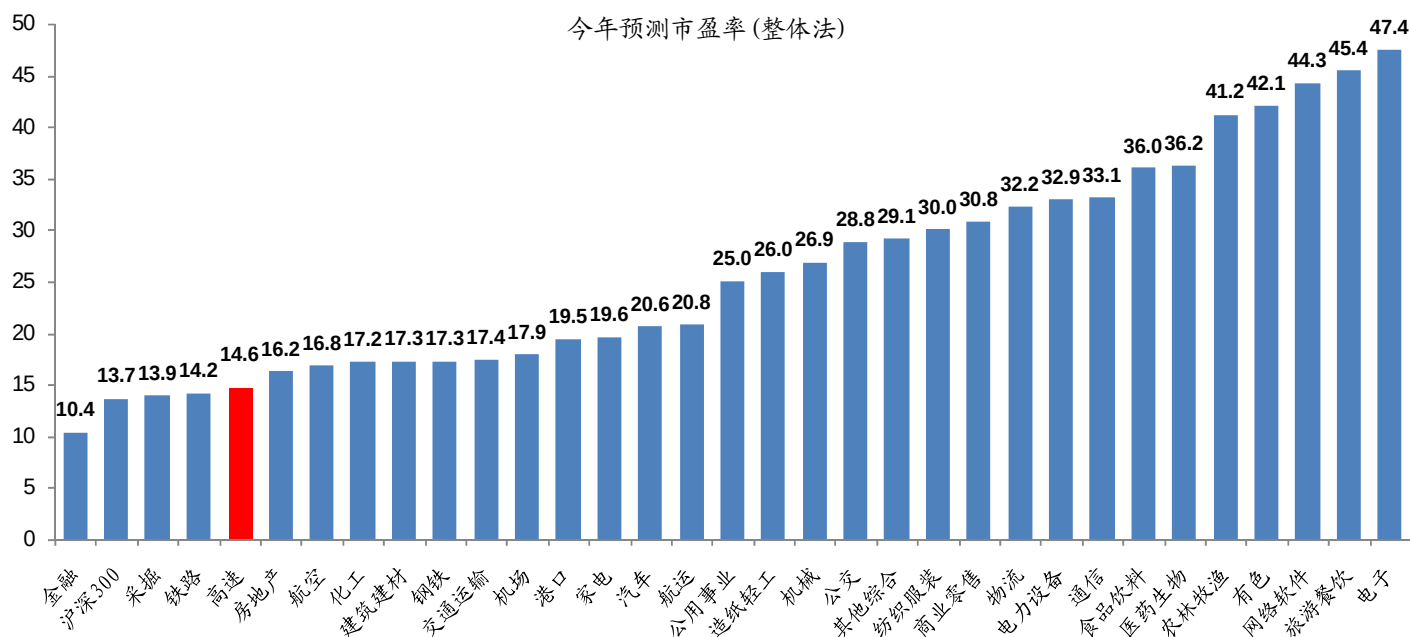
图表32：陆上运输行业处于历史估值下限



来源：Wind、国金证券研究所

- 而横向比较也显示陆上运输行业估值水平较低。仅有金融和采掘行业比陆上运输行业拥有更低的估值水平，而其他诸如消费、医药、农林牧渔等行业的估值水平均大幅高于陆上运输行业。

图表33：陆上运输行业横向估值水平也处于相对低端

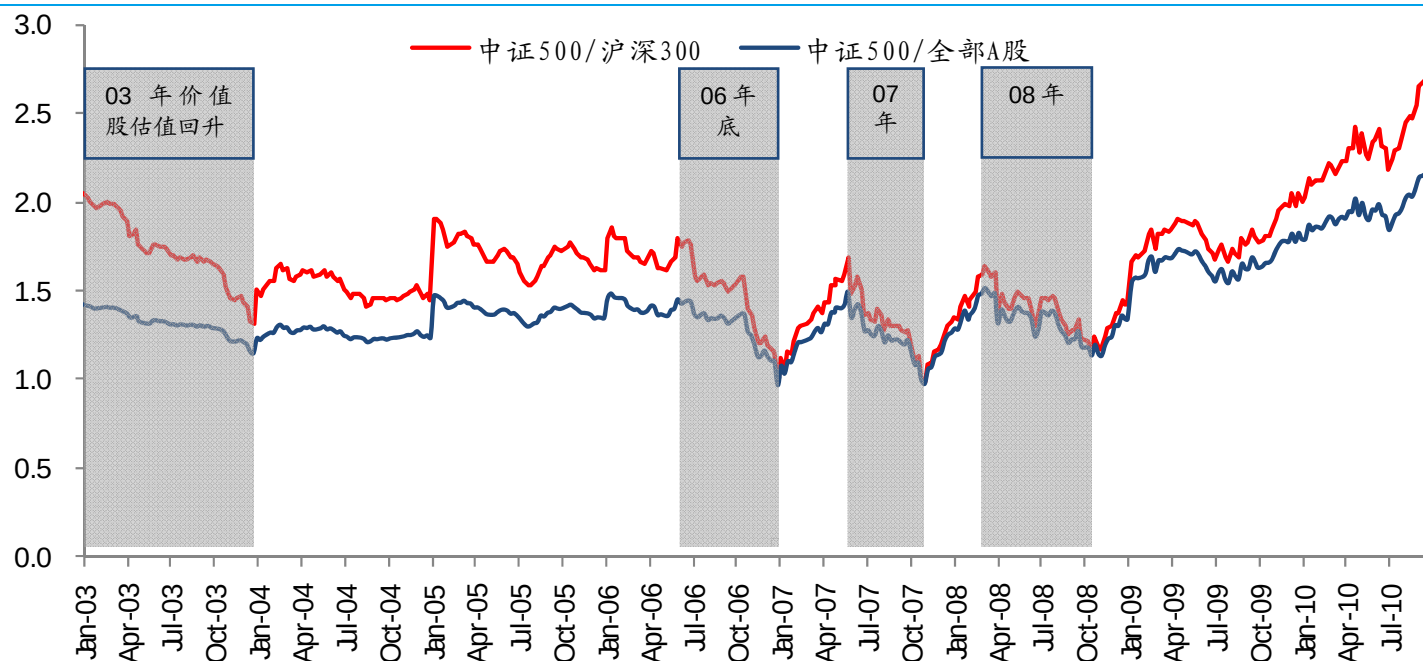


来源：Wind、国金证券研究所

低估值的陆上运输企业有望在风格转换下获得超额收益

- 下图中的红线表示的是中证 500 平均估值/沪深 300 平均估值，主要衡量中小盘股与价值蓝筹股之间的相对估值水平，图线向下走是表示价值蓝筹股相对于中小盘股的估值水平提升，反之亦然。
- 从图 34 中可以发现，03 年以来价值蓝筹股价值修复行情主要有 4 个，分别是 03 年全年、06 年下半年、07 年下半年以及 08 年。

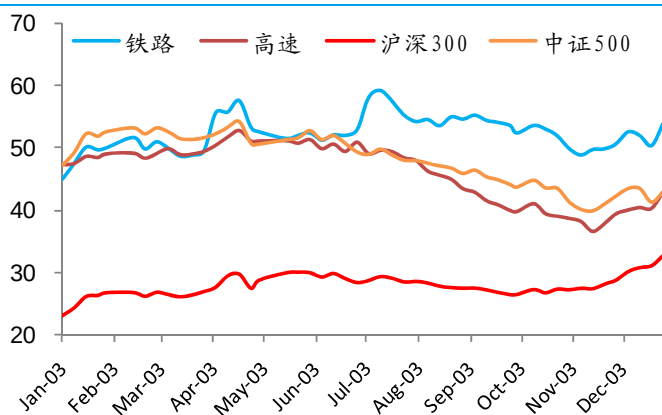
图表34：历次价值蓝筹股价值修复行情



来源：Wind、国金证券研究所

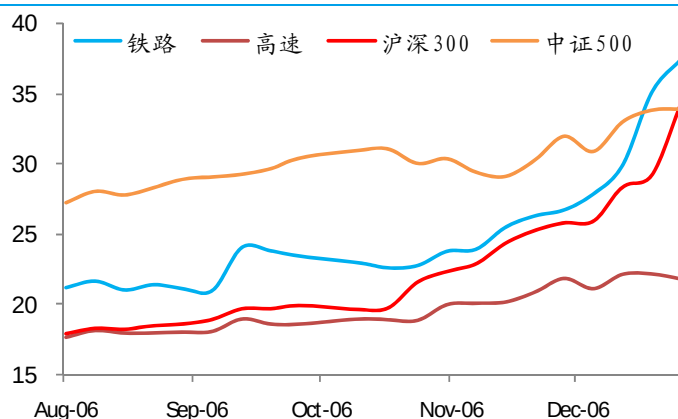
- 在这四次价值蓝筹股估值修复行情中，除了 2008 年是价值股跟随整体市场出现大跌，其余三次均是通过价值蓝筹股的估值水平上移而得到的。

图表35：03 年价值股相对估值修复

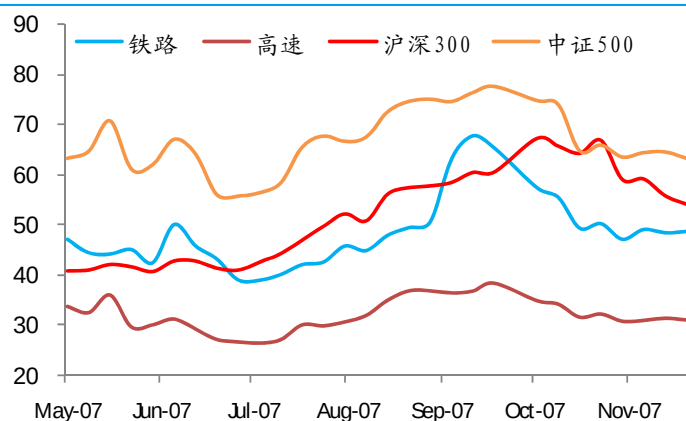


来源：Wind、国金证券研究所

图表36：06 年价值股相对估值修复

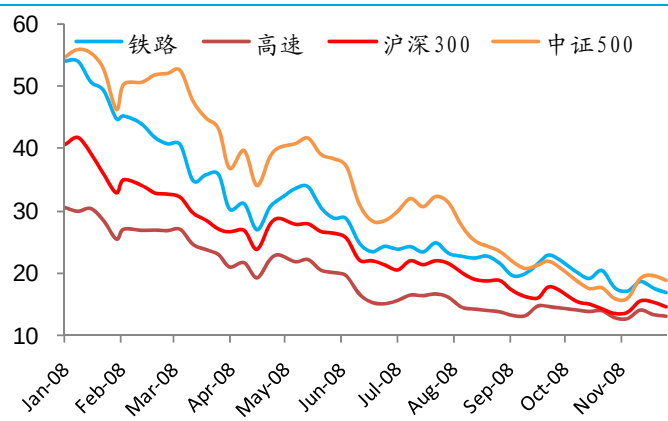


图表37: 07 年价值股相对估值修复



来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 08 年价值股相对估值修复



- 三次估值修复行情中陆上运输行业表现不一。2003 年高速与铁路均整体跑赢市场，高速重点有 20% 的超额收益、铁路则有 7%，其中皖通高速、福建高速、山东高速超额收益均在 30% 以上；06 年高速跑输市场，而铁路跑赢市场，大秦铁路表现优异；07 年高速与铁路均获得超额收益，现代投资、大秦铁路和深高速超额收益明显。

图表39: 陆上运输行业各公司在三次估值修复行情中的表现

时间	2003 年估值修复		2006 年估值修复		2007 年估值修复	
	2003/1/6-2003/12/30		2006/6/1-2006/12/29		2007/6/15-2007/10/31	
排名	行业或公司	涨幅 (%)	行业或公司	涨幅 (%)	行业或公司	涨幅 (%)
1	皖通高速	34.86	大秦铁路	46.74	现代投资	66.78
2	福建高速	26.79	深高速	28.56	大秦铁路	47.03
3	山东高速	26.74	赣粤高速	24.96	深高速	31.26
4	粤高速	12.00	现代投资	22.78	赣粤高速	18.40
5	华北高速	11.03	山东高速	20.88	宁沪高速	11.29
6	赣粤高速	9.14	中原高速	19.69	广深铁路	10.82
7	东莞控股	0.14	楚天高速	16.71	山东高速	5.35
8	深高速	-0.56	广深铁路	16.69	福建高速	-1.63
	高速重点	10.86	高速重点	17.11	高速重点	11.53
	铁路运输	-2.77	铁路运输	26.31	铁路运输	18.02
	全部A股	-9.58	全部A股	24.23	全部A股	11.24
	沪深300	17.03	沪深300	47.43	沪深300	40.45
	中证500	-9.48	中证500	25.16	中证500	6.76

来源: Wind、国金证券研究所、注蓝色底色为拥有超额收益

- 行业中的低估值企业在价值股估值修复中获得超额收益的概率较大。2003 年，在高速整体跑赢背景下，低估值（综合 PE 与 PB）的福建高速、赣粤高速、华北高速、粤高速均表现出色；2006 年，相对低估值的企业其表现明显优于高估值，赣粤高速尤其明显；2007 年低估值的现代投资、赣粤高速表现均较好，而估值略高的重庆路桥、东莞控股、五洲相对较弱。

图表40：低估值是决定在价值股估值修复行情中是否获得超额收益的重要因素

排名	2003年估值修复				2006年估值修复				2007年估值修复			
		PE	PB	涨幅		PE	PB	涨幅		PE	PB	涨幅
1	福建高速	17.9	2.1	26.8	赣粤高速	11.7	2.5	25.0	现代投资	12.8	2.9	66.8
2	赣粤高速	20.1	1.2	9.1	皖通高速	12.3	2.0	14.4	赣粤高速	15.8	3.2	18.4
3	铁龙物流	20.2	2.8	-2.8	山东高速	14.4	1.8	20.9	福建高速	20.8	3.9	-1.6
4	深高速	20.3	3.4	-0.6	华北高速	15.0	1.2	11.1	粤高速	25.1	3.2	-5.1
5	重庆路桥	29.2	2.4	-19.1	重庆路桥	15.2	1.2	16.6	山东高速	25.8	3.9	5.4
6	山东高速	29.6	2.3	26.7	中原高速	15.5	2.1	19.7	中原高速	26.1	3.3	-2.3
7	华北高速	29.7	1.9	11.0	深高速	15.8	1.4	28.6	宁沪高速	27.6	2.9	11.3
8	粤高速	32.9	1.7	12.0	现代投资	15.8	1.7	22.8	华北高速	27.7	2.8	-6.5
9	五洲交通	34.9	3.2	-15.1	粤高速	16.8	1.5	11.0	楚天高速	27.7	3.4	-5.1
10	现代投资	53.5	1.2	-1.5	福建高速	17.3	2.6	12.9	皖通高速	29.0	3.1	-3.6
11	宁沪高速	61.7	4.3	-7.3	楚天高速	18.3	2.2	16.7	深高速	31.5	3.2	31.3
12	东莞控股	73.6	3.7	0.1	东莞控股	21.2	1.7	-11.2	五洲交通	34.5	2.5	-12.2
13					宁沪高速	24.5	1.9	-0.7	大秦铁路	36.9	6.4	47.0
14					铁龙物流	25.7	4.4	15.5	铁龙物流	37.4	8.8	-3.8
15					五洲交通	26.9	1.5	-2.6	广深铁路	44.4	3.0	10.8
16									东莞控股	54.9	4.4	-5.4
17									重庆路桥	57.9	5.6	-8.8
	高速重点	36.02	2.97	10.9	高速重点	16.48	1.91	17.1	高速重点	24.09	3.26	11.5
	铁路运输	20.15	2.77	-2.8	铁路运输	25.73	4.35	26.3	铁路运输	38.32	5.22	18.0
	全部A股	26.32	2.72	-9.6	全部A股	16.81	2.33	24.2	全部A股	29.84	5.60	11.2
	沪深300	17.14	2.25	17.0	沪深300	13.53	2.42	47.4	沪深300	26.85	5.62	40.5
	中证500	39.98	2.90	-9.5	中证500	24.93	2.16	25.2	中证500	44.77	5.60	6.8

来源：Wind、国金证券研究所。注：PE 是指估值修复行业开始当日，与当年 EPS 相除，PB 是指与上年底的 BPS 相除，排名是指所有 17 家陆上运输行业公司用 PE 进行排名，底色为红色表示获得超过市场的超额收益。

四季度行业投资策略与选股策略

- 行业投资策略方面。正如前文对高速公路以及铁路运输行业的分析，陆上运输行业的目前依然能够保持 15% 的增长，而且未来也不存在整体性负面因素威胁行业盈利能力，加上目前行业整体估值水平在纵向以及横向比较下均处于低位，因此我们建议投资者标配陆上运输行业。
- 选股策略方面。历史经验表明，在风格转换价值蓝筹股估值提升的行情下，陆上运输行业中拥有较低 PE 或者 PB 估值的公司其获得超额收益的概率较大。
- 因此，我们 4 季度继续重点推荐估值水平较低的赣粤高速、楚天高速与大秦铁路，另外拥有高股息率的宁沪高速以及长期前景看好的铁龙物流也值得关注。

图表41：陆上运输行业估值表

公司	PE			PB			ROE 4
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
深高速	17.37	14.31	11.52	1.33	1.24	1.18	7.85
山东高速	13.40	11.27	9.84	1.63	1.47	1.35	12.51
四川成渝	18.45	16.25	14.51	2.54	2.27	2.03	13.40
现代投资	10.97	10.62	20.00	1.94	N/A	N/A	N/A
福建高速	15.22	13.86	16.87	2.32	2.09	N/A	11.15
皖通高速	12.79	11.61	10.69	1.60	1.49	1.37	12.89
粤高速	18.03	16.39	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
华北高速	14.84	14.38	N/A	1.13	1.06	N/A	7.50
中原高速	13.68	15.00	11.47	N/A	N/A	N/A	N/A
东莞控股	21.49	19.04	14.72	2.78	2.61	2.45	12.31
五洲交通	19.10	14.53	12.71	1.21	1.08	0.98	8.32
宁沪高速	15.17	12.71	10.60	2.04	1.96	1.87	14.23
赣粤高速	10.05	9.17	7.92	1.43	1.31	1.19	14.23
楚天高速	13.04	10.49	9.17	1.89	1.68	1.49	14.50
大秦铁路	13.11	12.41	11.59	2.28	2.05	1.86	17.35
广深铁路	17.96	17.00	18.54	1.10	1.06	1.03	6.09
铁龙物流	25.68	21.88	19.16	3.97	3.37	2.87	15.48

来源：Wind、国金证券研究所，注：除宁沪、赣粤、楚天、铁龙物流之外，其余均是一致预期

行业内重点公司简析

赣粤高速：买入

- **六大因素拉动车流量稳定快速增长：**宏观和区域经济快速增长、汽车保有量大幅提高、环鄱阳湖生态经济区建设、珠三角产业转移加速以及以婺源、庐山为代表的江西旅游业快速升温，都对赣粤高速的客货车流量产生较大的提振。根据我们对每个路段的详细分析，收入占比约在 50% 的长途过境货车，预计其 10 年和 11 年的收入增速分别为 13.9%、8.2%；赣粤高速 10 年和 11 年整体通行费收入增速分别为 17.0%、12.8%。
- **分流风险要到 2013 年才会显现。**与市场对分流风险的过度担心不同，我们认为今明两年分流影响不会太大。首先，预计年底通车的鹰瑞高速，由于其与瑞赣-隘瑞通道的互通设施并未建设完成，从而导致车辆需下高速绕行瑞金市再上高速，故而对长途货车的吸引能力较低，因此 11 年分流影响不大，而真正分流影响预计需到 2013 年才会显现，我们预计 11 年对昌樟-昌泰的华东-华南长途车的分流影响约为 5% 左右，对赣粤收入的整体影响在 2% 左右；另一方面，今年通车的昌九城际铁路对昌九的影响也只是体现在短途车上，预计影响昌九 3% 以内，而对赣粤整体则仅为 1%。
- **多元化投资锦上添花：**公司近几年在核电、房地产和金融股权等方面的多元化投资均有所斩获。参股两个核电运营项目，分别为彭泽核电（20%）和烟家山核电（参股比例未定）。彭泽核电预计在 2015 年-16 年投产，年贡献的投资收益预计在 1.3-1.6 亿元左右。公司房地产项目以及股权投资未来的利润增厚目前还存在不确定性，但是其亏损的可能性是微乎其微的。
- **投资建议。**预计未来三年的考虑补贴收入的 EPS 分别是 0.58、0.64、0.74，复合增长率为 14%，对应当前的 PE 为 10、9.2、7.9 倍；如果不考虑补贴，三年的 EPS 分别是 0.50、0.55、0.64，对应 PE 分别是 11.7、10.6、9.1。公司估值低，业绩稳定增长，建议投资者积极关注。

楚天高速：买入

- **良好成长性：**沪蓉西的贯通给汉宜高速带来的不仅是当前 500 辆/日左右的转移过境货车，更多的是两地时空距离缩短与经济互补所诱发的长期诱增车流，从而给楚天高速注入良好的成长性，根据对汉宜高速与其他相关路段的对比研究，预计长途过境货车在 2015 年将达到 4000 辆/左右。另一方面，中部地区经济的快速发展、恩施州旅游升温以及武汉城市圈一体化建设等诸多有利因素的促进下，既有车流也将稳步增长。预计到 2015 年汉宜高速的日均车流量将可达 2.1 万辆/日，复合增长率为 12.5%。
- **资产注入可以期待：**大股东承诺在 2-3 年内将优质资产注入到楚天高速，目前路产以及方案均尚不明朗。我们对注入资产、价格以及融资方案等关

键变量进行情景分析，在极乐观情景下增厚将超过 150%，而中性情境下也将增厚业绩 9%~40%，而悲观情境下则很难形成增厚。

- **折旧调整增厚业绩：**公司将在 10~11 月对汉宜车流量进行重新预测，预计调高对车流量的整体判断，从而调低单车折旧以及总成本。在高中低三种车流量方案下，将分别能够对 11 年业绩带来约 10%~12%的增厚。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测 10 年-12 年三年 EPS 分别为 0.46、0.57、0.66 元（未考虑折旧调整，若考虑 11、12 年 EPS 分别为 0.64、0.73 元），增速为 44%、24%、14%，现价对应的 PE 为 13、10.5、9.1 倍。维持买入评级，6-12 个月目标价为 7.5 元，相当于 15.8x10PE 和 13x11PE。
- 楚天高速在长期内拥有良好的成长性，短期内又有优质资产注入以及折旧调整能够带来业绩增厚，而其目前相对较低的估值水平下，我们建议投资者关注。

宁沪高速：买入

- **高股息率是买入宁沪高速的首要理由：**公司 2001 年上市以来，股息分配率一直维持在 75%左右，我们判断公司将维持其高派息政策。按照目前 6.1 元的股价水平，09 年现金分红 0.31 元，其股息率达到了 5.1%，如果按照我们 2010 年 EPS0.463 以及 75%分红率测算，其 10 年股息率将达到 5.7%，均远高于当前银行存款利率，加上目前其估值水平处于历史低点，对于现在整体系统性风险较大的市场中，宁沪高速具有很高的配置价值。
- **未来盈利稳定增长：**金融危机后长三角地区经济的稳步回升，以及汽车保有量的大幅增长给宁沪高速车流量增长提供支撑，而沪宁高铁、以及未来宁沪二通道所带来的分流风险相对较为微弱，我们预计 2010 年宁沪车流量增速将为 12%左右。2011 年则由于经济可能出现一定放缓、低基数效应消失，车流量增速可能将回落到 10%。另一方面，未来可能提升的费率、增速较低的主营业务成本为公司业绩的稳定增长提供动力。
- **房地产项目风险较小：**公司也在尝试进行多元化投资，主要是房地产行业。由于整体上拿地成本非常低，并且其项目所处地段具有较好地发展前景，我们预计其房地产投资风险不大，即使当地房价下降 20%，其项目依然能够实现盈利。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.46、0.55、0.66 元，如果剔除房地产的盈利，其主业预计 0.46、0.52 和 0.61 元。对应现在股价，其整体市盈率分别为 15.2、12.7、10.6 倍。维持公司未来 6-12 个月 8 元的目标价位，相当于 14.5x11PE 和 12.1x12PE。

铁龙物流：依然看好长期

- **传统业务将保持稳定增长。**我们认为，随着沙鲢线二期扩能的实施、罐箱等特箱保有量进一步提升以及房地产项目滚动开发，铁龙物流的传统业务未来将能够保持稳定增长的局面。
- **冷箱的爆发性需要进一步观察。**冷链物流空间巨大，在运能释放使运输效率得以提升之后，铁路冷藏箱在长距离的大规模运输上具有明显优势，但这种优势是建立在能够解决冷链回程的基础之上，因此对其客户开发以及构建全国性冷链网络要求很高，未来冷链能否取得爆发式增长还有待进一步观察。
- **化工箱未来能够取得较快发展。**与冷链物流不同，低危化工品生产企业相对集中，物流链条简单，市场开发相对容易，并且低危化工品时效性不强，化工箱的发展我们预计可能将更快。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 10/11/12 净利润为 5/5.9/7 亿（考虑税收减免），折合 EPS 为 0.50/0.58/0.67，同比增长 43%/17%/14%，对应 28x10PE/24x11PE。维持公司买入评级，6~12 个月的目标价为 15 元。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室