

现金流——新周期投资的新逻辑

推荐 (维持)

2011 年 1 月 16 日

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
山东高速	0.38	0.46	强烈推荐
深高速	0.35	0.49	强烈推荐
皖通高速	0.46	0.72	强烈推荐
赣粤高速	0.61	0.65	强烈推荐
宁沪高速	0.49	0.54	推荐

相关报告

行业深度报告:《高速公路开始步入新的提价周期》
2010-4-9

行业深度报告:《行业战略转型, 公司估值提升》2010-4-6

公司深度报告:《山东高速: 业绩拐点, 战略转折》
2010-4-21

公司深度报告:《赣粤高速: 管理提升现金流价值》
2010-1-6

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC: S0190210030003

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC: S1010210030008

投资要点

- 我们认为公路板块近十年的投资主线可以概括为从路网到分红, 以 08 年为分界点。11 年开始, 公路板块投资将开始一个“新周期”, 投资的“新逻辑”在现金流。各公司不同的现金流再投资回报率将推动各公司估值的分化, 优秀的公司未来将获得 EPS 和 PE 的双向推动。
- 高速公路作为资金密集型行业, 其最本质的特征是稳定与丰厚现金流, 其与银行、地方政府三者之间互动方式的变化是公路行业风险与机遇的最主要来源。
- 我们认为行业开始步入“新周期”源于: 1) 信贷紧缩背景下, 地方政府需要寻觅新的投资平台; 2) 国资委 EVA 考核和并购重组是压力也是动力; 3) 高速公路上市公司进入现金回流阶段。
- 投资的“新逻辑”在于: 1) 充分利用经营现金流扩张; 2) 寻找业务模式与自身能够契合的行业, 保障资金的投资回报率。
- 宏观信贷的不宽裕、近两年每年 1 万亿左右的投资压力, 以及各省级交通投资集团负债高企, 将形成各省提价的推动力, CPI 回落之时可能就是各省提价之机。
- 从整个行业的角度来看, 公路现金流稳定, 盈利能力稳步提高, 但当前公路板块的估值和股价都处在历史的低位, 为投资提供了足够的安全边界。在这种情况下, 我们可以有足够的胆量去寻找可能有超预期表现的公司。因此, 新的一年, 我们看好公路行业, 实业中盈利模式的完善将使得公路公司在经营管理方面开始升级, 公路板块的投资也将开始一个新的周期。
- 我们把投资的主线聚焦在现金流上, 规模和可能获得的再投资回报率是我们考量的关键; 辅线放在提加上, 各省的收费标准和大股东的财务压力是我们考量的重点。
- 在利用现金流扩张的逻辑上, 我们依然强烈推荐山东高速、深高速、长线看好赣粤高速, 并积极关注宁沪高速; 在提价的逻辑上, 我们推荐已经提价的皖通高速, 有提价预期的山东高速、赣粤高速和宁沪高速。

目 录

1、现金流——未来公路板块投资的主线	4 -
2、新周期	5 -
2.1 信贷紧缩背景下地方政府开始寻觅新的融资平台	5 -
2.2 国资委 EVA 考核与并购重组是压力也是动力	6 -
2.3 高速公路板块进入现金回流阶段	6 -
3、新逻辑	8 -
3.1 充分利用经营现金流扩张	8 -
3.2 寻找业务模式的契合	10 -
4、提价	11 -
4.1 公路建设信贷不宽裕	11 -
4.2 各省级公路投资公司现金流紧张	13 -
4.3 CPI 压力回落之时可能是提价启动之机	13 -
5、投资策略：聚焦现金流再投资和提价	14 -
5.1 史上最好的业绩，最低的估值	14 -
5.2 现金流——规模和再投资回报率	15 -
5.3 可能提价的省份	16 -
6、重点推荐公司	16 -
7、附录	18 -
山东高速公司深度报告：业绩拐点，战略转折（2010-4-21）摘要	18 -
行业深度报告：高速公路开始步入新的提价周期（2010-4-16）摘要	19 -
行业深度报告：行业战略转型，公司估值提升（2010-4-7）摘要	20 -
赣粤高速公司深度报告：管理提升现金流价值（2010-1-8）摘要	20 -

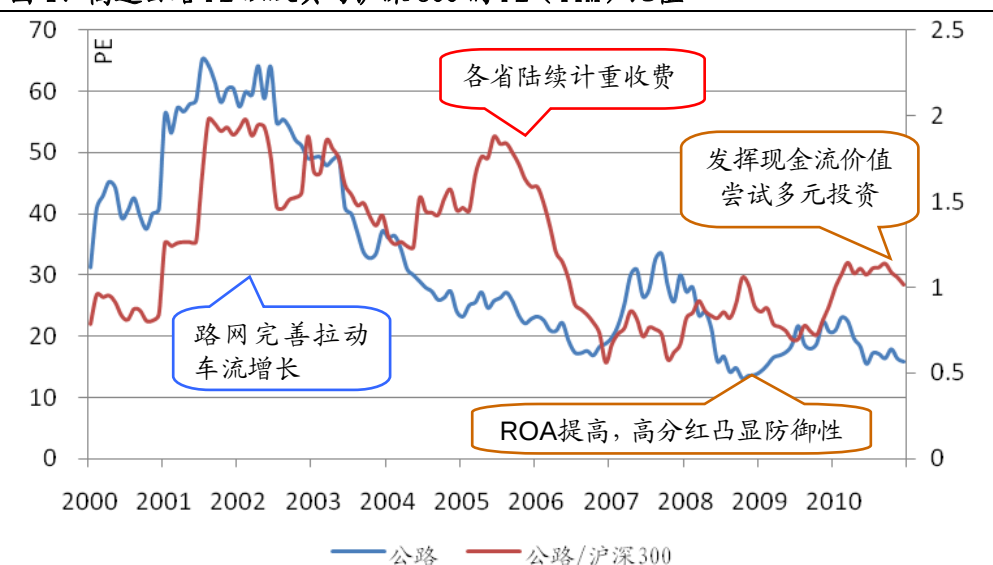
图 1、高速公路 PE 以及其与沪深 300 的 PE (TTM) 比值	4 -
图 2、行业收入和净利润	7 -
图 3、行业资产、负债构成	7 -
图 4、公司资产规模增长与现金流波动	8 -
图 5、赣粤高速充分利用经营现金流持续投资	9 -
图 6、路劲基建后复权股价和恒生指数	11 -
图 7、路劲建设 05-09 年股东权益和收入构成	11 -
图 8、公路建设投资额和同比增速	12 -
图 9、高速公路 PE 和 PB 均位于历史低点	14 -
图 10、各板块 PE 比较	15 -
图 11、各板块 PB 比较	15 -
图 12、各板块 2010 年涨跌幅比较	15 -

表 1、公路板块投资的主线和辅线	4 -
表 2、中央国务院关于并购重组的政策	6 -
表 3、板块各公司现金流状况	8 -
表 4、赣粤高速的融资成本	9 -
表 5、赣粤高速 ROA、ROE 和 ROIC	9 -
表 6、赣粤高速收入和资产方面主要财务指标	10 -
表 7、公路与地产行业财务互补 (09 年报)	10 -
表 8、公路贷款存量和增量预计	12 -
表 9、2009 年公路建设资金来源	12 -
表 10、2009 年各省交通投资集团财务概况	13 -
表 11、各省高速公路费率比较	13 -
表 12、收费标准提高对各公司业绩的敏感性分析	14 -
表 13、雪野湖项目概况	17 -
表 14、板块主要公司主要指标和评级	18 -
表 15、板块主要公司盈利预测 (公路主业) 和 PE	18 -

1、现金流——未来公路板块投资的主线

我们回头看近些年公路投资的主线，可以看到一个清晰的脉络，以 08 年为界，公路投资关注的焦点实现了从路网到分红的转换，我们认为 11 年开始，公路投资的焦点将转向现金流，各公司不同的现金流再投资回报率将推动各公司估值的分化，优秀的公司未来将获得 EPS 和 PE 的双向推动。

图 1、高速公路 PE 以及其与沪深 300 的 PE (TTM) 比值



资料来源：WIND、兴业证券研发中心

表 1、公路板块投资的主线和辅线

时间	投资主线	投资辅线	经济、行业背景
08 年以前	路网	03-06 年计重收费 06-07 年估值修复	加入世贸，经济贸易快速增长； 路网逐步完善，诱增流量； 小汽车和重卡销量快速增长
08-10 年	分红	区域规划 核电、金融等概念 提价	08 年危机后政府出台各类振兴规划； 交通部提出 5 万亿投资规划； 行业投资回报率下滑； 大股东资金紧张； 地方融资平台问题开始引起重视
11 年以后	现金流	价格提高	信贷可能会持续不宽松； 地方政府要探讨如何运作现金流； 各上市公司及其管理层作为公司和职业经理人的特性逐步加强

资料来源：兴业证券研究所

基础设施作为资金密集型行业，其对资本市场最本质的是现金流的盈利能力，公路板块估值的压力来源于市场对公路经营现金流再投资回报率的担忧，也就是对成长空间的忧虑，其表现就是当前公路股价均低于 DCF 估值。

基础设施的现金流也与银行、地方政府息息相关，三者不同的互动方式是公路行业风险与机遇的最主要来源。面向未来，我们对大趋势有如下的判断或者是感觉：

- 1) 明年信贷紧缩大家都认可，但如果我们选择德法模式，以紧缩的方式应对人民币升值，那信贷不宽松将是长期而持续的；
- 2) 在城镇化的进程中，基础设施建设的需求依然是巨大的，地方政府融资平台的关键问题不在于现在有多少贷款和可能有多少坏账，而是未来地方政府能否尊重市场运作的程序，找到合理的投融资模式；
- 3) 国资委 EVA 考核与并购重组对公路公司管理层而言，既是压力也是动力。

在这样的背景下，我们认为公路板块某些上市公司会找新的发展机遇，因为：

- 1) 收费公路主业盈利稳定，资产负债率较低，每年供应大量现金流；
- 2) 很多公司开始尝试地产、公用事业、金融等领域。

随着公路公司开始完善自身的盈利模式，从“坐地收钱”到主动投资，我们认为公路板块投资也会迎来一个“新周期”，在这个新的周期里，投资的“新逻辑”在于我们对公司现金流再投资回报率的考量，我们认为新周期开始的逻辑在于经济和行业的大背景开始发生变化。

此外，各上市公司大股东现金流紧张将形成各省提价的推动力，上市公司将受益于通行费价格的提高。

2、新周期

2.1 信贷紧缩背景下地方政府开始寻觅新的融资平台

土地和贷款支撑了整个地方政府融资平台的运作，我国城市化的进程还未结束，未来需要投资的空间依然很大，如果没有信贷的支撑，现有的模式将难以为继。

08 年次贷危机后，国家出台 4 万亿投资计划拉动经济，地方政府要承担沉重的基础设施投资责任，但其现有融资平台能发挥的再融资能力有限。主要原因有两个：一是现有融资平台负债率高企，难以再放杠杆融资；二是财政部、银监会将着手整顿、监管地方融资平台。

在我国城市化进程中，依靠投资拉动的经济增长的模式短期内难以改变，那么，地方政府的财政缺口就会持续存在。因此，各地方政府必然要探索新的投融资模式，寻求新的融资平台。地方政府所能利用的融资平台，最好具备以下几个条件：

- 1) 具备实际的主营业务和固定资产，有稳定的现金流；
- 2) 治理结构完善；
- 3) 负债率不高，有较强的股权和债权融资能力。

地方政府的需求与高速公路上市公司有较高的匹配度, 因为其拥有充足的现金流, 较好的政府背景, 以及对基础设施类似及相关行业较好的运作能力, 如果管理层积极主动, 其有可能借助信贷紧缩的机会获得新的发展空间。

2.2 国资委 EVA 考核与并购重组是压力也是动力

● 国资委考核要求提高资产盈利能力

国资委从 2010 年开始, 在央企全面实行经济增加值 (EVA) 考核, 将指挥棒由规模转向盈利能力, 这一导向也将由各省国资委贯彻到各个国企。

高速公路各上市公司一般都是隶属于各省国资委的二级企业, 国资委新的考核办法也将对其形成激励与约束, 促使其采取更多的主动性, 提高盈利能力。

● 国资委并购重组要求企业做大做强

2009 年, 国资委、工信部等部门多次表示要以资产为纽带, 以市场为导向, 打破地区、行业 and 所有制限制, 以骨干企业为龙头推进并购重组, 提高产业集中度, 大多地方国资委也相继提出了较为明确的国资整合目标。

表 2、中央国务院关于并购重组的政策

时间	文件	相关要点
2009 年 2 月	工信部《关于在当前形势下进一步做好产业政策工作的通知》	加快推动企业兼并重组。根据国际国内市场和资源实际情况, 鼓励和引导企业之间以资产为纽带、以市场为导向, 打破地区、行业 and 所有制界限, 进行兼并、收购和联合。
2009 年 3 月	《政府工作报告》	大力推进企业组织结构调整和兼并重组, 支持优势企业并购落后企业和困难企业, 鼓励强强联合和上下游一体化经营, 提高产业集中度和资源配置效率。
2009 年 12 月	李荣融: 国有资产监督管理委员会工作会议	要围绕地方经济发展规划和布局结构调整重点, 以骨干企业为龙头推进并购重组, 进一步提高产业集中度; 推动企业进一步明确战略定位和发展方向; 鼓励、支持国有企业开展跨国、跨区域、跨所有制的联合重组。

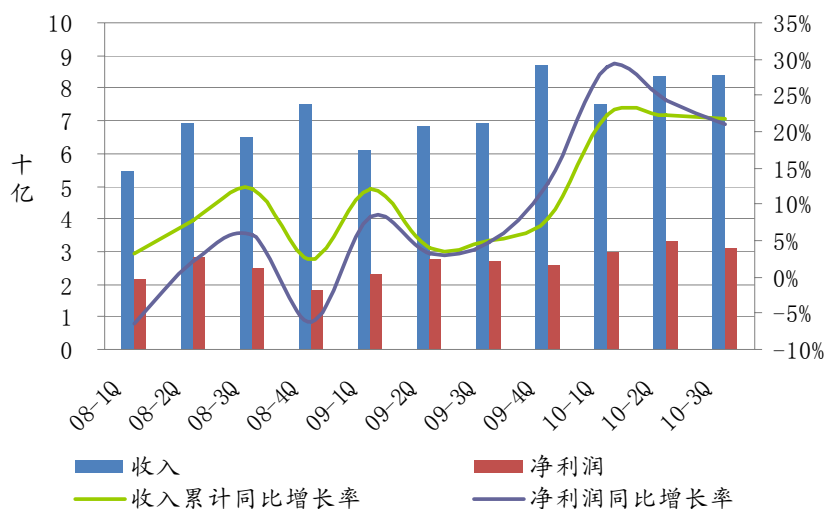
资料来源: 兴业证券研发中心

对于高速公路上市公司及其大股东而言, 要么做大做强, 成为整合其他企业的龙头企业, 要么就可能被其他企业并购重组。这点对各公司大股东的压力犹大, 也将促使其管理层发挥更多的能动性, 充分利用上市公司的融资平台作用, 带给各上市公司二次快速发展的机遇。

2.3 高速公路板块进入现金回流阶段

10 年行业收入和净利润增长取得近年来最好水平, 1-3Q 收入累计同比增长 22%, 净利润累计同比增长 21%。

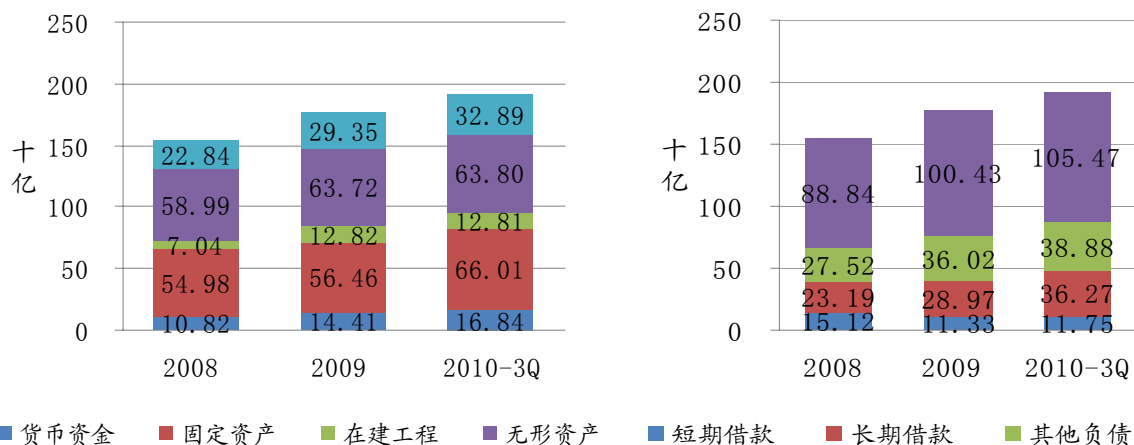
图 2、行业收入和净利润



资料来源：兴业证券研究所

行业资产规模平稳增长，达到 1924 亿，盈利能力增强。资产方看，现金：路产：其他=9: 74: 17（路产包括固定资产、无形资产以及在建工程）；负债方看，短贷：长贷：其他负债：所有者权益=6: 19: 20: 55，是典型的重资产行业；有息负债率 25%，财务费用占收入 8%，有较高的负债空间。

图 3、行业资产、负债构成



资料来源：兴业证券研究所

从各公司情况看，宁沪、山东、赣粤、福建、成渝、皖通等公司经营现金流规模庞大，宁沪、山东、皖通、华北等公司投资规模小，现金流充裕，深高速也开始进入现金回流阶段，今年底福建高速也会完成投资。

因此，从财务分析的角度来看，公路面临的行业性问题是回流资金应该投向哪里，投资可能获得怎么样的回报。

表 3、板块各公司现金流状况

证券简称	经营现金流 09 (百万)	经营现金流 10-3Q (百万)	投资现金流 09 (百万)	投资现金流 10-3Q (百万)	合计 (百万)
宁沪高速	1798	2251	-139	109	4019
山东高速	1870	1416	-933	-284	2069
现代投资	1023	755	-148	-154	1476
皖通高速	1143	1140	-832	-412	1038
华北高速	321	213	38	-34	538
东莞控股	318	338	-150	3	509
重庆路桥	280	127	-269	-66	72
湖南投资	-30	13	40	-18	5
海南高速	-98	83	-162	37	-141
楚天高速	431	504	-724	-547	-335
五洲交通	132	536	-692	-338	-362
四川成渝	1324	995	-1588	-1197	-465
深高速	780	1193	-1850	-600	-478
赣粤高速	1921	1327	-2157	-2096	-1005
粤高速 A	226	570	-1463	-807	-1473
中原高速	761	1350	-2184	-2868	-2941
福建高速	1292	898	-2453	-3136	-3398
合计	13490	13710	-15666	-12406	

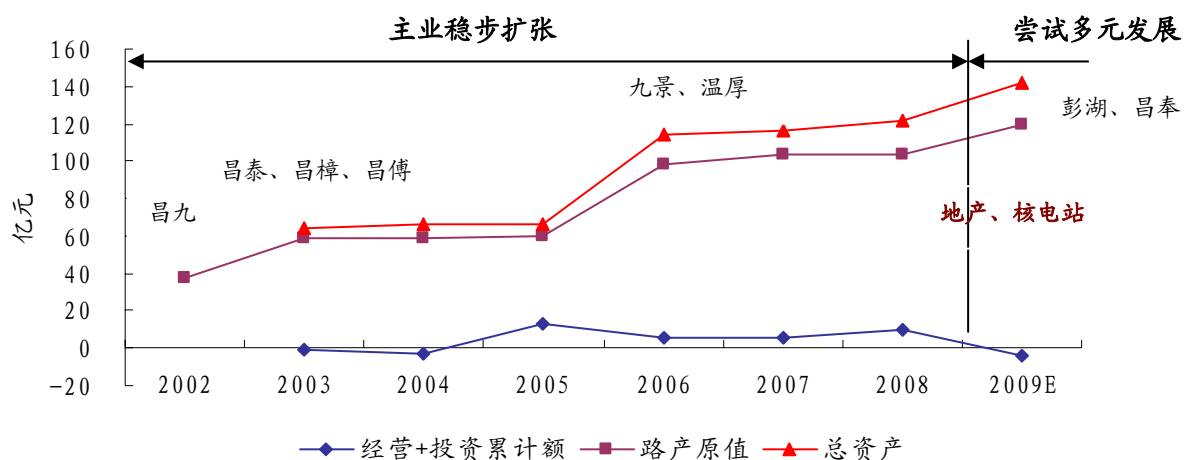
资料来源：兴业证券研究所

3、新逻辑

3.1 充分利用经营现金流扩张

我们在 10 年 1 月赣粤高速的深度报告《管理提升现金流价值》中指出赣粤高速是充分利用现金流扩张的典范，我们发现，03 年以来公司一直没有停止投资的步伐，相继参与建设和收购了昌泰、昌樟、昌傅、九景、温厚、彭湖等路产。

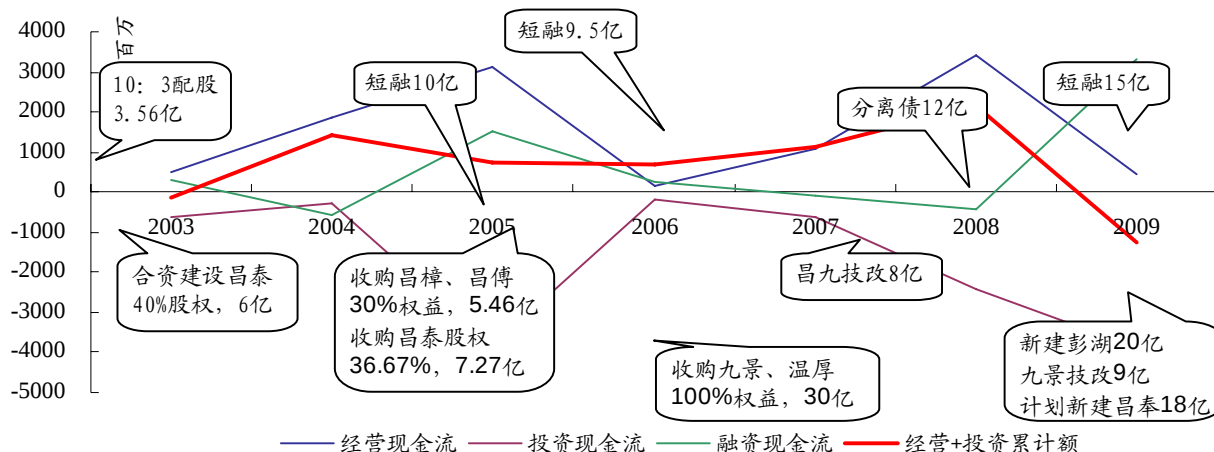
图 4、公司资产规模增长与现金流波动



资料来源：兴业证券研发中心

拉长时间的跨度，我们发现赣粤经营现金流与投资现金流的累计值相当，且波动较小，融资现金流主要是为了对冲其波动。

图 5、赣粤高速充分利用经营现金流持续投资



资料来源：兴业证券研究所

在这个扩张模式下，赣粤保持了较低的资产负债率和融资成本，加上债券的合理运用，其平均实际利率低于 5%。

表 4、赣粤高速的融资成本

百万	2004	2005	2006	2007	2008	2009
资产负债率		35.78%	49.01%	41.74%	36.64%	36.37%
有息负债	914.22	567.03	1391.54	2032.25	1247.68	699.42
利息费用	26.34	46.11	53.72	62.04	63.39	71.93
利息收入	2.44	3.06	3.94	5.44	5.83	8.14
利息支出	23.90	43.04	49.79	56.60	57.56	63.79
实际利率	2.61%	7.59%	3.58%	2.78%	4.61%	9.12%

资料来源：兴业证券研究所

较好的扩张节奏和融资成本控制，使赣粤维持了较高的 ROIC、ROE 以及 ROA，以及较低的负债率，反映在财务上就是公司净利润增速大于收入增速，总市值增速超越总资产和净资产增速。

表 5、赣粤高速 ROA、ROE 和 ROIC

	平均	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	7.99%	6.06%	7.23%	9.28%	9.01%	8.35%
ROE	14.44%	10.42%	15.30%	17.14%	15.30%	14.04%
负债率	39.91%	35.78%	49.01%	41.74%	36.64%	36.37%
ROIC	13.79%	12.51%	13.12%	15.27%	13.44%	14.64%

资料来源：兴业证券研究所

表 6、赣粤高速收入和资产方面主要财务指标

百万	2004	2005	2006	2007	2008	2009	09/04
营业收入	1029.87	1309.18	1849.32	2585.33	3085.72	3252.10	3.16
EBITDA	780.88	831.27	1317.16	1869.27	1793.56	1995.45	2.56
净利润	368.75	398.66	825.36	1077.28	1096.18	1228.74	3.33
总资产	6612.68	6583.39	11415.15	11604.22	12169.40	14711.20	2.22
净资产	4938.68	4227.86	5820.81	6760.68	7710.64	9360.45	1.90
总市值	5261.96	6896.37	7910.30	17266.88	13463.21	14084.04	2.68

资料来源：兴业证券研究所

通过上面的分析，我们看到，一个市值能够增长的公路公司要具备如下特点：

- 1) 有一定规模的现金流；
- 2) 在保证投资回报率的情况下，积极扩张；
- 3) 充分利用自身的现金流，把握投资节奏，降低融资成本。

3.2 寻找业务模式的契合

行业充裕的现金流是多元扩张的基础，国资委考核和并购重组是各公司提升回流资金盈利能力的动力，在这样的背景上，我们可以期待高速公路公司会在相关领域进行持续性的投资，打开未来的成长空间。当然，从公司自身条件出发，高速公路公司所能进入的领域一定是非完全竞争的，需要依赖资金、政府关系和经验等要素构筑竞争壁垒。比如，水务、燃气、核电站等公用事业，一级土地开发，房地产，以及金融、矿产的股权等。

从财务角度看，再投资回报率来源于净利率和周转率两个方面，由于公路自身的特征是高净利率低周转率，因此，公路公司进入高周转率的领域可能与自身的盈利模式更互补。

表 7、公路与地产行业财务互补（09 年报）

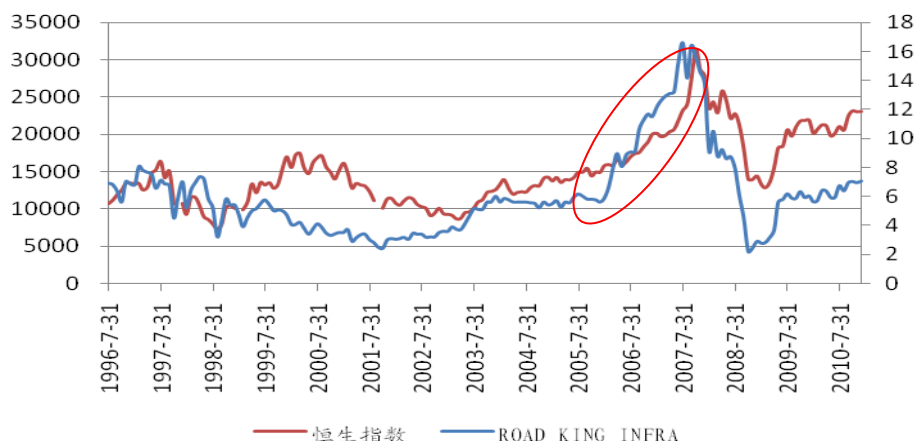
	ROE	净利率	资产负债率	固定资产周转率	资本支出/折旧摊销
高速公路	11.45%	35.84%	44.33%	0.53	2.91
房地产开发	14.82%	15.50%	67.56%	15.03	4.18
山东高速	11.54%	28.67%	32.35%	0.49	1.28
绿城集团	12.30%	17.51%	75.99%	1.85	

资料来源：WIND、兴业证券研发中心

我们看好公路公司进入商品房开发、一级土地开发等高周转的领域，当然，我们对公路公司进入持有型物业、核电等与公路盈利模式接近的领域也持乐观的态度，只要参与的项目能获得高于存款利率的 ROA 就是可以考虑的方向。

在公路公司进入地产领域，寻求盈利模式的完善方面，我们找到了一个较好的例子，香港路劲基建 05 年之前主要以公路为主，路产遍及国内多个省市，之后开始进入地产领域，实现了股东权益和市值的较快增长。

图 6、路劲基建后复权股价和恒生指数



资料来源：WIND、兴业证券研发中心

图 7、路劲建设 05-09 年股东权益和收入构成



资料来源：兴业证券研发中心

我国依然处在城市化的进程之中，二三线城市的房地产和市政建设还有较大空间，高速公路公司有可能依靠自身的政府关系和现金流开拓出新的成长空间。

4、提价

4.1 公路建设信贷不宽裕

过去 10 年公路总投资 5.48 万亿，来源主要是三个方面：政府投资，包括政府预算内资金和车购税，约占 15%，收费公路运营获得的收益和地方政府财政投入，约占 20%，贷款包括建设项目直接贷款和母公司贷款，约占 60%。此外，公路以外行业的企业和其他的非贷款投入约占不到 5%。估算一下，公路贷款累计值应该在 3-3.5 万亿。

依照我们银行研究员吴畏的分析，10 年贷款存量约为 47 万亿，其中公路建设贷款占比 7%，约为 3.32 万亿。这个数据与我们交通方面的估测较为吻合，有较高

的参考价值。可见，公路投资 60% 的资金来源于银行贷款，信贷收紧将对行业产生影响。

10 年，公路建设投资 1.03 万亿，预计明年会在 1-1.1 万亿。由于很多公路项目在 08 年开工建设，明后年正是资金需求的高峰期，公路投资会维持在 1 万亿以上。

表 8、公路贷款存量和增量预计

单位：万亿	存量贷款	占比	2011 年增量预计	占比
贷款总额	47.43		7.20	
公路贷款总额估算	3.32	7%	0.36	5%
其中：长期贷款	2.32	70%	0.14	40%
短期贷款	1.00	30%	0.22	60%

资料来源：兴业证券研究所

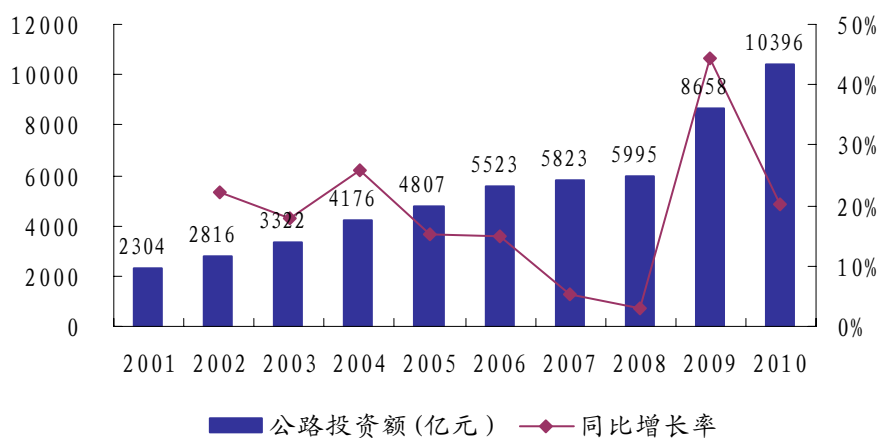
我们银行研究员预计明年总信贷投放量 7.2 万亿，公路直接贷款约占 5%，为 3600 亿，按照公路 1.1 万亿的投资规模，09 年 38.5% 的直接贷款比例，明年公路的信贷额度也是偏紧的。同时，信贷的收紧还会影响到公路建设的间借贷款。

表 9、2009 年公路建设资金来源

资金来源	数额（亿元）	占比
国内贷款	3,333.25	38.5%
地方自筹	2,727.20	31.5%
国家预算内资金	346.31	4.0%
车购税	943.70	10.9%
外资	51.95	0.6%
企事业单位	718.60	8.3%
其他	138.52	1.6%
上年结转	398.26	4.6%
合计	8,657.78	100%

资料来源：兴业证券研究所

图 8、公路建设投资额和同比增速



资料来源：WIND、兴业证券研究所

4.2 各省级公路投资公司现金流紧张

各省级公路投资公司财务状况堪忧，一般资产负债率高于 70%，ROE 低于 5%，难以支撑未来 2 年每年 1 万亿左右的公路投资规模，提价也是各投资公司不得已的选择。而且，山东、江苏等省的公路投资公司还承担了高铁在相应省内段落的修建，毁坏了公司自身的财务平衡。

表 10、2009 年各省交通投资集团财务概况

省公路投资集团	资产 亿元	资产 负债 率	ROE	净利 率	营业收 入 亿元	净利 润 亿元	折旧 亿元	摊销 亿元	财务 费用
广东省交通集团有限公司	1434.81	68%	4%	6%	281.72	17.86	41.75	0.29	37.08
浙江省交通投资集团有限公司	1378.74	71%	6%	10%	218.43	22.00	26.10	6.88	28.10
山东高速集团有限公司	1130.55	72%	5%	11%	153.48	16.66	26.70	4.22	8.73
北京市首都公路发展集团有限公司	734.88	55%	1%	3%	56.13	1.80	8.44	0.01	16.00
陕西省高速公路建设集团公司	646.36	83%	3%	6%	47.97	2.83	4.57	0.00	17.96
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	430.85	71%	3%	9%	44.69	4.24	19.59	0.02	12.45
吉林省高速公路集团有限公司	145.25	27%	0%	176%	0.28	0.49	3.05		0.61

资料来源：WIND、兴业证券研究所

4.3 CPI 压力回落之时可能是提价启动之机

高速公路毕竟属于社会公共服务领域，社会舆论以及压制 CPI 的政治任务都将对公路的提价进程产生影响。因此，我们认为高速公路提价启动的前提是 CPI 的回落，各省在收费标准和提价行动上将互相参照。

表 11、各省高速公路费率比较

收费标准						收费标准与人均 GDP 相比	
	小汽车 元/km	10 吨 元/tkm	15 吨 元/tkm	20 吨 元/tkm	40 吨 元/tkm	50 吨 元/tkm	小汽车 基本费率
广东	0.6 (6 车道)	2.1 元每车公里，超载 1%，超载部分收费增加 4%					1.82
	0.45 (4 车道)	1.575 元每车公里，超载 1%，超载部分收费增加 4%					1.37
福建	0.55	0.09			0.045		2.13
江苏	0.45	0.09			0.05		1.33
安徽	0.45	0.09			0.05		3.33
四川	0.45			0.075	0.0375		3.49
河南	0.45		0.09			0.04	2.81
湖北	0.44	0.08			0.04		2.72
山东	0.4	0.08				0.03265	1.44
江西	0.4	0.06			0.03		3.17
山西	0.3-0.5	0.09				0.063-0.067	2.37
陕西	0.4	0.08			0.04		2.74
湖南	0.4	0.08			0.04		2.78

资料来源：兴业证券研发中心

通过比较，我们看到和上市公司相关的山东、江西、湖南等省收费标准较低，上调的可能性较大。

表 12、收费标准提高对各公司业绩的敏感性分析

单位：亿元	2008				2009				
	通行费收入	净利润	净利率	弹性	通行费收入	净利润	净利率	弹性	弹性均值
海南高速	2.33	0.24	10.21%	9.79	1.92	0.33	17.39%	5.75	7.77
中原高速	18.54	2.58	13.91%	7.19	20.76	6.58	31.72%	3.15	5.17
湖南投资	2.2	0.46	21.10%	4.74	2.25	0.92	41.01%	2.44	3.59
重庆路桥	3.21	0.85	25.55%	3.76	3.21	1.25	38.82%	2.58	3.17
山东高速	31.13	12.43	33.90%	2.5	30.11	10.7	35.54%	2.81	2.66
华北高速	8.04	2.5	31.11%	3.21	6.89	3.74	54.22%	1.84	2.53
楚天高速	7.17	3.02	42.08%	2.38	7.41	2.97	40.12%	2.49	2.43
深高速	10.63	4.95	46.52%	2.15	14.42	5.68	39.39%	2.54	2.34
四川成渝	14.04	5.5	34.64%	2.55	19.39	9.16	47.21%	2.12	2.34
皖通高速	16.9	7.4	43.81%	2.28	17.19	7.37	42.86%	2.33	2.31
宁沪高速	38.25	15.99	30.31%	2.39	43.54	21.35	49.02%	2.04	2.22
现代投资	14.61	5.69	37.59%	2.57	17.07	9.21	53.98%	1.85	2.21
粤高速 A	9.37	4.72	50.37%	1.99	9.03	4.08	45.18%	2.21	2.1
赣粤高速	23.12	11.91	38.60%	1.94	25.75	11.69	45.40%	2.2	2.07
五洲交通	2.09	0.88	41.96%	2.38	2.41	1.45	60.12%	1.66	2.02
福建高速	21.62	10.32	47.73%	2.1	20.06	11.98	59.70%	1.68	1.89
东莞控股	4.3	1.84	42.95%	2.33	4.64	3.28	70.56%	1.42	1.87

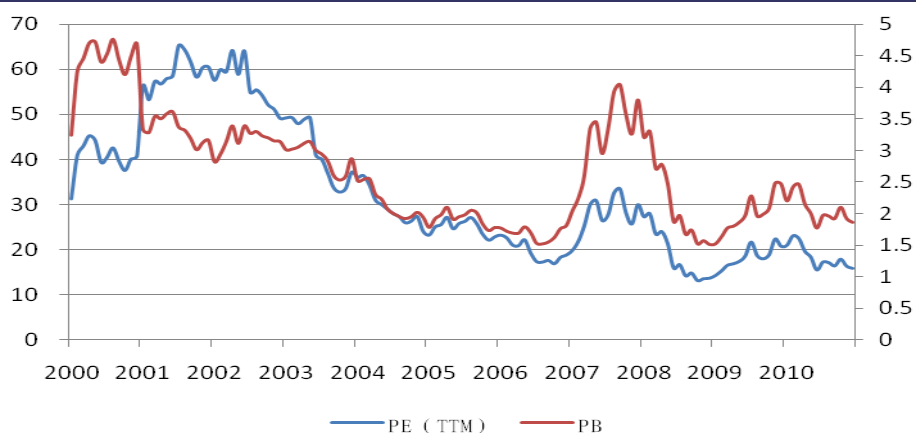
资料来源：兴业证券研发中心

5、投资策略：聚焦现金流再投资和提价

5.1 史上最好的业绩，最低的估值

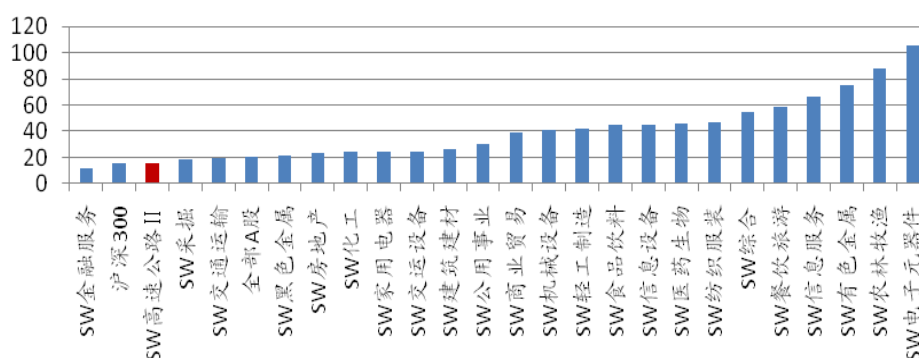
从整个行业的角度来看，公路现金流稳定，盈利能力稳步提高，但公路板块 PE（TTM）仅为 15.8 倍，PB 为 1.86 倍，估值和股价都处在历史的地位。比较当前各行业的估值水平，高速公路 PE 估值仅高于银行，PB 仅高于黑色金属，10 年跌幅 13%，略好于沪深 300。在估值上，为投资提供了足够的安全边界。

图 9、高速公路 PE 和 PB 均位于历史低点



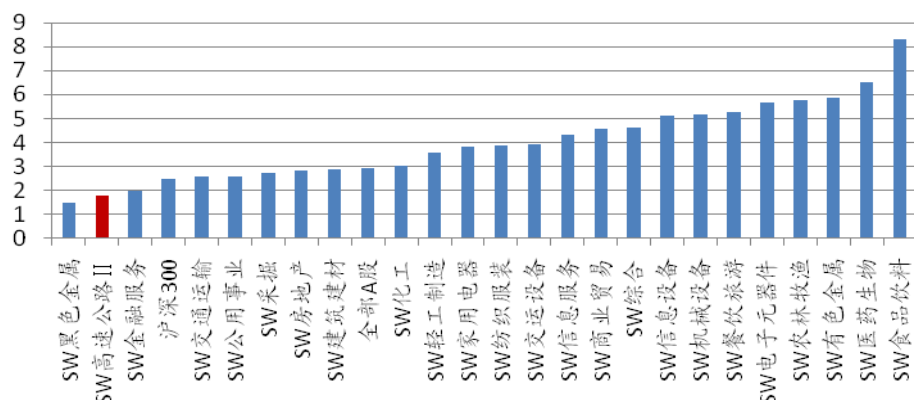
资料来源：WIND、兴业证券研究所

图 10、各板块 PE 比较



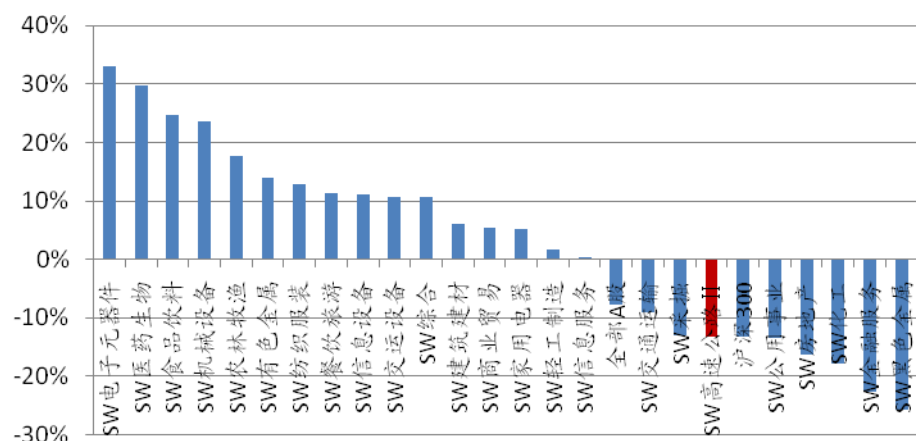
资料来源：WIND、兴业证券研究所

图 11、各板块 PB 比较



资料来源：WIND、兴业证券研究所

图 12、各板块 2010 年涨跌幅比较



资料来源：WIND、兴业证券研发中心

5.2 现金流——规模和再投资回报率

通过上面的分析，我们把选股策略聚焦在现金流上，规模和可能获得的再投资回报率是我们考量的关键。

- “规模”——有一定规模的经营现金流能够使公司有实力进入地产等资金消耗较大的行业，在信贷紧缩和政策打压地产的时候有实力“抄底”，或者通过降低地产的周转率来等待时机以获得较高的净利率，同时，现金流庞大的公司有更强的抗风险能力。
- “再投资回报率”——公司管理层要有足够的主观意愿和能力，实现回流资金较高的再投资回报率。

在这样的逻辑上，行业个股的分化会加大，好公司将获得 PE 和 EPS 的双重推升。我们依然强烈推荐山东高速、深高速、长线看好赣粤高速，并积极关注宁沪高速。

5.3 可能提价的省份

依照对各省收费标准和各大股东资产状况的分析，我们认为提价可能较高的是赣粤高速、山东高速和宁沪高速。当然，由于皖通提高了通行费标准，其他公司暂时难以提高，皖通相对优势更加明显，而且皖通将受益于皖江经济带建设，我们维持皖通高速的强烈推荐评级。

综合上述分析，我们给予山东高速、深高速、皖通高速、赣粤高速强烈推荐评级，宁沪高速推荐评级。

6、重点推荐公司

● 山东高速：业绩拐点、战略转折

- 1) 收购京福部分路段使公司资产规模壮大，每年 30 亿的经营现金流为公司扩张奠定了坚实的基础。
- 2) 公司将大举进入地产领域，与济南市地方融资平台西投公司和绿城集团合作，在一级开发和高档住宅方面为回流资金寻求较高的回报率。
- 3) 公司直线折旧，主要路产已完成大修，未来 10 年公路折旧养护成本没有大变化。
- 4) 风险在于山东境内京沪新线的 13 年开通会分流一部分京福高速的车流量。

地产业务概况：

公司地产业务以全资子公司山东高速投资发展有限公司为载体，当前主要分三部分：a)公司在莱芜开发的雪野湖国际度假区；b)济南西部新城房地产开发；c)济南城区土地开发。

a)雪野湖国际度假区总体规划预计为 4200 亩，其中 1204 亩用于低密度住宅建设，1013 亩用于高尔夫球场建设，187 亩用于酒店和商业建设，其余用于景观配套建设。分三期开发，一期土地面积 290 亩，其中 180 亩用于建设 93 栋独栋别墅，当

前施工进度已满足预售条件，公司正在办理预售证；110 亩用于建设五星级酒店和 24 座企业会所，当前酒店正处在主体建设阶段，企业会所尚未动工。二期土地面积 580 亩，今年可完成拿地。

b) 济南西部新城房地产开发项目：济南市当前的城市规划口号是“东拓西进”，东部现在是政府机构所在地，经过全运会之前的建设，已经初具规模；西部借助京沪高铁济南站定位于此的契机，政府规划将其打造成大学城、湿地公园、中心城区、炎黄农业旅游区等片区，远景规划至 2020 年，总投资可能会超过 5000 亿，未来齐鲁文化节将在此举办。由于西区相对落后，规划相当于重建，但其地势平坦，高速公路交通便利，有较好的天然条件。公司可能会参与西区的一级土地开发，具体项目规划尚在筹划阶段。

表 13、雪野湖项目概况

	一期		二期
占地面积	低密度住宅区 180 亩	酒店区 110 亩	低密度住宅区 近 600 亩
建筑面积	93 栋别墅， 4 万平米	五星级酒店 1 万平米， 24 座企业会所 2 万平米	约 13 万平
经营方式	公司拥有 100% 权益，绿城在设计、营销等方面给予建议		与绿城合作， 公司占 51-55%
每平方米净利润	3000 元	作用在提升别墅价值，暂不考虑盈利	5000 元
净利润	1.2 亿		6.5 亿
增厚 EPS	0.04 元		0.095 元
摊薄后 EPS	0.033 元		0.068 元

资料来源：兴业证券研究所（EPS 分别按照 33.64 亿股本和增发后 47.84 亿股测算）

c) 老城区改造项目：大明湖附近的部分原有工业厂房屋址将列入政府土地招拍挂范围，公司有意以与绿城合作成立项目公司模式参与土地拍卖和商品房开发。

● 深高速：路产进入收获期，公司还有新拓展

- 1) 清连高速占公司路产权益里程的一半，如果明年中期和京珠连通，该路段车流量有望同比增长 100% 以上；公司其他路产由于路网的完善车流也进入快速增长期。
- 2) 公司工程管理能力优秀，管理层积极作为，代建项明年有望为公司贡献业绩，同时公司路产投资完成，公司可能会向房地产、公用事业等领域扩展。
- 3) 风险在于清连是否能如期贯通。

● 皖通高速：量、价、成本的三重推动

- 1) 皖江经济带大规模投资和安徽等中部地区承接东部的产业转移将拉动公司车流量增速有望超过 20%。

2) 11 月安徽省客车提价 11%，货车提价 10-15%，增加公司明年净利润约 20%，在其他省份暂时难以提价的情况下，公司相对优势明显，是明年主业盈利增长最快的公司。

3) 公司直线折旧，折旧占成本约 70%，09 年 4 季度合宁拓建完成，公司开始进入一个新的成本周期，11 年与 10 年成本持平。

4) 风险在于 12 年宁宣杭高速开通，对公司成本方面冲击较大。

表 14、板块主要公司主要指标和评级

公司简称	P	分红率	股息率	PE(TTM)	PB	EV/EBITDA	投资评级
山东高速	4.67	23.8%	1.9%	18.60	1.58	9.42	强烈推荐
深高速	5.00	51.9%	2.4%	23.96	1.28	17.10	强烈推荐
皖通高速	5.76	48.0%	3.5%	18.74	1.73	8.69	强烈推荐
赣粤高速	5.57	10.6%	1.8%	14.83	1.44	9.89	强烈推荐
宁沪高速	6.52	100.5%	4.8%	18.79	1.94	10.64	推荐
福建高速	3.46	18.9%	2.9%	21.71	1.38	11.64	推荐
四川成渝	6.55			29.97	2.48	14.42	推荐
粤高速 A	4.64	31.3%	2.2%	21.27	1.42	14.58	中性
楚天高速	5.34	25.0%	1.5%	20.73	1.71	13.08	中性
现代投资	19.72	26.6%	1.9%	14.97	1.91	7.68	中性

资料来源：WIND、兴业证券研究所

表 15、板块主要公司盈利预测（公路主业）和 PE

公司简称	EPS				PE			
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
山东高速	0.31	0.38	0.44	0.51	14.93	12.41	10.65	9.21
深高速	0.25	0.35	0.48	0.59	20.18	14.30	10.48	8.45
皖通高速	0.41	0.46	0.72	0.77	14.19	12.64	8.03	7.44
赣粤高速	0.53	0.61	0.64	0.69	10.59	9.13	8.66	8.08
宁沪高速	0.40	0.49	0.54	0.59	16.33	13.36	12.14	11.07
福建高速	0.24	0.26	0.26	0.14	14.38	13.39	13.39	23.98
四川成渝	0.27	0.31	0.35	0.37	24.21	21.41	18.75	17.72
粤高速 A	0.26	0.28	0.25	0.28	17.57	16.77	18.41	16.80
楚天高速	0.32	0.46	0.55	0.66	16.63	11.67	9.69	8.15
现代投资	1.58	1.94	1.18	1.31	12.46	10.18	16.67	15.08

资料来源：兴业证券研究所

7、附录

山东高速公司深度报告：业绩拐点，战略转折（2010-4-21）摘要

- 现有业务的改善以及大股东战略的改变，使得公司站在业绩与战略的双重拐点上，公司估值将得到提升。
- 业绩拐点主要来源于四个方面：1) 经济回暖，荣乌高速和黄河三桥分流影响

稳定，公司主要路产进入车流量的回升期；2）公司养护维修成本明年进入下降通道，未来3年营业成本持平；3）济南-乐陵高速2年后贯通使济莱高速成为京沪线主线，豫皖交接断头路贯通使许禹高速成为河南连通安徽、江苏的重要通道；4）财务费用下降。

- 战略转折的动因主要来源于国资委考核与并购重组的压力，我们认为其有望转型成功的依据来源于公司每年20多亿的经营现金流、较好的政府关系以及管理层的思路转变。
- 我们预计公司将收购大股东旗下京福线等公路资产，做大资产规模，提高经营现金流量，增强多元扩张的抗风险能力。
- 公司将着力发展地产业务，已与绿城集团签订战略合作协议，立足本省，涉足一级土地开发和高端住宅。当前公司正在运营的雪野湖国际度假区自然条件优越，有望在未来几年为公司贡献业绩。
- 预计公司10-11年EPS为0.39、0.46和0.51（不含地产），DCF估值为7.9元（WACC=8.59%），EV/EBITDA、PE、PB估值均处于行业较低水平，维持强烈推荐评级。

行业深度报告：高速公路开始步入新的提价周期（2010-4-16）摘要

- 我们认为高速公路建造成本的提高，以及未来几年内庞大的建设规划将加剧各地方政府的资金压力，因此，提高高速公路收费标准将是各省在未来几年不得已的选择。
- 各省级交通投资公司的财务状况堪忧，以经济发展水平较好的几个省份为例，其08年资产负债率都在70%左右，各公司净利润+固定资产折旧+无形资产摊销算得的现金流量与财务费用间的差异不大，现金流已十分紧张。09年的情况应该较08年差。
- 次贷危机后，各省公布的2020年左右有的高速公路建设规划总计15.3万公里，其中，2010年开工1.8万公里。新一轮的公路大投资将加剧高速公路建设过快的隐患，拉低行业的盈利水平，使整个行业的盈利能力在未来几年都难有起色。
- 中西部近年通车和批准新建的高速公路收费标准一般都较省内其他公路有所提高。以湖北和四川为例，新建路产提价幅度一般在20%-100%。
- 我们认为东部省份可能会先于中西部省份提价，主要基于两点：一是经济的承载能力，东部省份的平均费率与中西部省份的大部分高速公路费率接近，但低于中西部新建高速公路。与人均GDP相比，东部省份收费标准相对较低，尤其是江苏、山东两省；二是东部有些省份的高速公路投资公司承担了修建铁路的重任，其现金流更为紧张，如江苏交通控股和山东高速集团。
- 若收费标准调整，净利率低的公司敏感性较高。具体而言，因采用直线折旧

降低了净利率的公司主要是皖通高速、山东高速、现代投资；因新修路产和财务费用较大降低了净利率的公司是中原高速和深高速。

- 我们重点关注确定于今年 10 月取消计重收费优惠的成渝高速，以及收费标准相对较低，大股东现金流紧张的宁沪高速和山东高速。

行业深度报告：行业战略转型，公司估值提升（2010-4-7）摘要

- 我们认为高速公路行业已开始多元扩张，即将步入战略转型的时代。在这一阶段，优秀公司有望抓住机遇，充分利用自身现金流与政府关系，实现多元发展，获得估值提升。
- 高速公路上市公司的天然缺陷是有经营权期限限制，一个弥补的办法便是实现对路产的滚动经营。但由于新建公路投资回报率降低，以及收购的艰难，各公司主业扩张乏力，要向新的领域寻找增长点。
- 高速公路公司向多元化发展的背景基于以下 3 各方面：上市公司需要为回流资金寻找投向，地方政府需要寻找新的融资平台完成基础设施建设任务，国资委考核与并购重组是促使国企管理层做大做强企业的动力与压力。
- 对高速公路这样的现金流型企业，回流资金再投资回报率低下，是行业估值较低的主要原因。如果公司能开拓新的投资领域，提高回流资金的投资回报率，采取适度的财务杠杆，则可以提升现金流的价值，进而提升公司的价值。
- 结合行业自身条件与财务特性，高速公路公司向多元化方向发展，所能进入的领域一定是非完全竞争的，需要依赖资金、政府关系和经验等要素构筑竞争壁垒；以提升 ROE 为目标，提升回流资金的投资回报率，可以降低一定的净利率水平，但需要提升资产周转率，并选择合适的财务杠杆。
- 我们沿着经营现金流规模，现金流管控能力、项目筛选能力和政府关系四个维度寻找投资标的，站在战略转型的角度上推荐山东高速、赣粤高速、深高速，重点关注有较强资金实力和较好公司治理的宁沪高速。
- 高速公路在经历了 98-03 年的快速成长期，04-09 年的困惑期，2010 年将开始步入战略转型的时代。在这个过程中，现金流规模是基础，管理层能力是关键，各公司最薄弱的地方是对现金流的管控能力。在尝试多元化的过程中，风控的标准不是不允许失败，而是要控制失败的程度。

赣粤高速公司深度报告：管理提升现金流价值（2010-1-8）摘要

- 我们认为对于高速公路这样的现金流型的企业，管理的价值体现在对现金流价值的提升，也就是要在较高的 ROIC 水平下实现经营、投资和融资现金流的平衡。公司在过去六年的表现是优异的，在 ROIC 为 12.7% 的条件下实现了收入增长 4 倍，利润增长 4.87 倍。
- 由于公路固有的属性，公司经营现金流会稳健增长，由当前的 17 亿逐步攀升

到 30 亿以上;同时,公司全寿命期成本控制能力的加强将使得盈利增长 10%。公司经营现金流的价值为每股 6.97-7.67 元。

- 作为政府基础设施建设的融资平台,对投资项目的选择和投资的节奏决定了公司巨额回流资金的投资回报率,依照公司历史的 ROIC=12.7% 和 ROA=7.43%估算投资收益,以 10%折现率贴现,公司投资能力的每股价值在 5-8.58 元之间。
- 公司已 4.4%的融资成本实现了路产规模 180%的增长,按照 4.4%和 6%贷款利率估算,公司未来的投资成本为每股 0.99-1.35 元。
- 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.49, 0.49, 0.47 元,考虑上述三块价值和现有股权投资价值每股 0.58 元,公司每股总价值为 11.56-15.24 元,公司当前 PE17.4 倍,同行业处于较低水平,远低于沪深 300 的 27.4 倍,兼考虑权证行权在即带来的博弈性机会,给予强烈推荐评级。
- 风险提示:再投资回报率。

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。