

十月公路建设投资首现同比下降，政策悲观预期改善

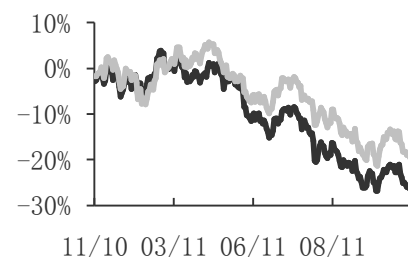
——收费公路动态点评报告

运输 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-11-29

首选股票	目标价	评级
600377 宁沪高速	6.6	增持-A
600548 深高速	5.3	增持-B
600012 皖通高速	5.5	增持-A

12个月行业表现



—— 运输 —— 沪深300

汪立

执业证书编号

吴莉

010-66581623

执业证书编号

行业分析师

wangli1@essence.com.cn

S1450511050002

高级行业分析师

wuli@essence.com.cn

S1450511020019

前期研究成果

政策阴影渐渐散去

2011-10-20

政策预期已充分反映，适当布局低估股——铁路公路深度分析报告

2011-8-11

报告关键点:

- 全国收费公路负债约2.3万亿，年收费2800多亿，符合我们之前预期；
- 10月份公路建设投资同比下降7.3%，现金流是导致投资放缓主因；
- 大面积下调通行费标准的基础不存在；行业政策预期将有明显改善。

报告摘要:

- 收费公路清理债务及盈利结果符合预期。全国30个省市已公布的收费公路调查结果显示，2010年全国收费公路累计债务近2.3万亿，河北、河南、浙江、广东、山西、山东、江苏、云南8省市债务超过千亿，广东负债全国最高，达到2267.4亿元。2010年全国收费公路共收费2859.46亿元，符合预期。整体来看，收费公路行业整体盈利较差。
- 大面积下调通行费标准的基础不存在。就当前情况来看，收费公路行业面临较大的资金压力，行业整体盈利能力一般，并不是媒体宣称的暴利行业。在此背景下，如果大面积下调收费标准必然会导致部分地区收费公路集团资金链断裂，从而导致银行坏账，同时也会导致在建、拟建项目的延期。根据交通部信息，第一阶段之后已经先后有九个省份采取了相应的措施，对个别路段采取了降低收费标准、回购撤销一些收费站等措施。整体来看，通行费收费标准普遍下调的可能性非常低，很有可能只是针对部分违法、违规路段进行清理。
- 公路建设投资下降有利于缓解现有路段的分流压力。10月份，交通固定资产投资出现年内首次同比下降，降幅为6.7%，其中公路建设投资降幅为7.3%。本轮投资规模下降是必然，随着新建路段盈利能力的下降，大规模投资后的资金压力凸显，现金流成为各地收费公路经营公司的难题，因此在此背景下，公路建设投资增速放缓是必然现象。随着公路建设投资增速放缓，收费公路面临的资金压力将会逐步缓解，另外随着投资规模下降，现有路段面临新建线路分流压力有所缓解。
- 黑龙江上调费率与当地收费标准偏低有关。2011年11月15日开始，黑龙江省统一上调在用高速公路车辆通行费收费标准，其中包括龙江交通经营的哈大高速公路。另外，从2011年11月起开始对货车实施计重收费，基本费率为0.07分/吨公里。具体来看，一类车收费标准保持不变，其他各类车涨幅由19%到41%不等，整体上涨幅度较高，实施计重收费后货车收费标准也有所提升。在目前交通部实施收费公路清理的背景下，龙江交通反而上调了收费标准，我们认为与当地收费标准偏低有关，上调之后收费标准与辽宁省一致，并且黑龙江计重收费标准还是明显低于中东部地区（基准费率是0.08-0.09元/吨公里）。
- 收费公路专项清理出台严厉措施的可能性已经大大降低，行业面临的政策风险已经明显下降。由于高速公路行业高增长的时期已经过去，估值中枢也已经下降至至10倍左右区间，有多只股票也已经跌破净资产（如赣粤高速、华北高速、深高速、中原高速）。综合考虑，建议可以关注以下几类公司：（1）关注有断头路通车、成长性较好的深高速；（2）股息收益率高并可可持续的公司：如宁沪高速、皖通高速；（3）采用直线法折旧和摊销的公司，如山东高速、皖通高速、华北高速、现代投资。
- 风险提示：成本上涨超过预期；经济增速放缓导致车流增长低于预期。

1. 收费公路负债规模符合预期，维持对行业政策谨慎乐观态度

截至 11 月 11 日，除没有收费公路的西藏之外，全国 30 个省市已公布的收费公路调查结果显示，2010 年全国收费公路累计债务近 2.3 万亿，河北、河南、浙江、广东、山西、山东、江苏、云南 8 省市债务超过千亿，广东负债全国最高，达到 2267.4 亿元。2010 年全国收费公路共收费 2859.46 亿元，符合预期。整体来看，收费公路行业整体盈利较差。

我们在 10 月下旬发布的《政策阴影渐渐散去——收费公路清理分析报告》中，对收费公路债务及收费情况做了预测：预计全国收费公路债务余额为 2.3-3 万亿，全国收费公路通行费收入 3000 亿元左右。从最终数据来看，不论是债务余额还是通行费收入水平基本上符合我们预期。

从上市公司来看，目前收费公路上市公司净资产收益率在 12% 左右，略低于 A 股平均水平。而收费公路上市公司都是各地上市公司优质资产，因此盈利是普遍好于行业平均水平。从这次公布数据来看，各地收费公路盈利能力都较差，基本都处于亏损状态。

从成本角度来看，早期上市公司的修建成本都在 3000-4000 万元/公里左右，而当前单公里造价基本在 7000-10000 万/公里，修建成大幅上涨，而收费标准近年来整体上调幅度有限；另外，当前部分地区路网密度也较高，导致新路车流不足；总体来看，新路盈利能力不容乐观。

就当前情况来看，收费公路行业面临较大的资金压力，行业整体盈利能力一般，并不是媒体宣称的暴利行业。在此背景下，如果大面积下调税费标准必然会导致部分地区收费公路集团资金链断裂，从而导致银行坏账，同时也会导致在建、拟建项目的延期。

根据交通部信息，第一阶段之后已经先后有九个省份采取了相应的措施，对个别路段采取了降低收费标准、回购撤销一些收费站等措施。比如，降低收费标准的有北京、山东、河南、江西、江苏（主要是极少数违法违规路段降低收费标准），回购的有山西和黑龙江，撤销站点的有河北、陕西等，这些省份已经在第一阶段清理工作中对一些路段采取了措施。整体来看，通行费收费标准普遍下调的可能性非常低，很有可能只是针对部分违法、违规路段进行清理。

2. 10 月交通固定资产投资首现同比下降，公路建设明显放缓

公路建设投资的增速与我国的宏观调控周期密切相关，每当经济增速较慢，宏观经济面临增速明显放缓时，政府就会通过加大交通建设投资来促进经济增长。在经历了整个十五期间公路建设投资的快速增长之后，进入十一五之后公路建设投资增速明显放缓，到 2007 年公路建设投资增速仅有 4.2%，处于历史低点，而随着 08 年国际金融危机的爆发，公路建设投资在 08 年底开始爆发增长，导致 2009 年公路建设投资增长 40.5%。2010 年公路建设投资增速开始放缓，到今年前十个月增速已经下降至 13.5%。

10 月份，交通固定资产投资出现年内首次同比下降，降幅为 6.7%，其中公路建设投资降幅为 7.3%。这轮投资规模下降是必然，随着新建路段盈利能力的下降，大规模投资后的资金压力凸显，现金流成为各地收费公路经营公司的难题，因此在此背景下，公路建设投资增速放缓是必然现象。

随着公路建设投资增速放缓，收费公路面临的资金压力将会逐步缓解，另外随着投资规模下降，现有路段面临新建线路分流压力有所缓解。

表 1：历年公路建设投资增速一览

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-10 月
公路投资	2670	3212	3715	4702	5485	6231	6490	6881	9669	11482	10069.52
增长率	15.30%	20.30%	15.67%	26.60%	16.60%	13.60%	4.20%	6.00%	40.50%	18.80%	13.53%
占比	89.96%	91.99%	89.83%	88.49%	85.10%	84.39%	83.45%	82.56%	86.77%	86.90%	88.35%
交通投资	2968	3492	4135	5314	6445	7384	7777	8335	11143	13213	11396.98
增长率	15.40%	17.60%	18.44%	28.50%	21.30%	14.60%	5.30%	7.18%	33.70%	18.60%	9.95%

数据来源：交通运输部、安信证券研究中心（交通投资包括公路、内河、沿海及其他）

图 1：交通固定资产投资及增速

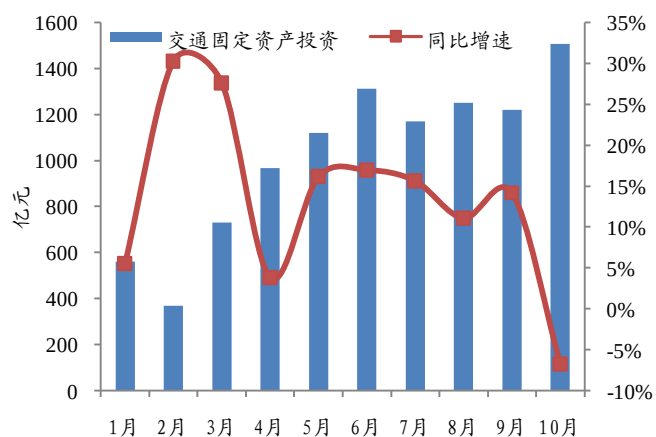
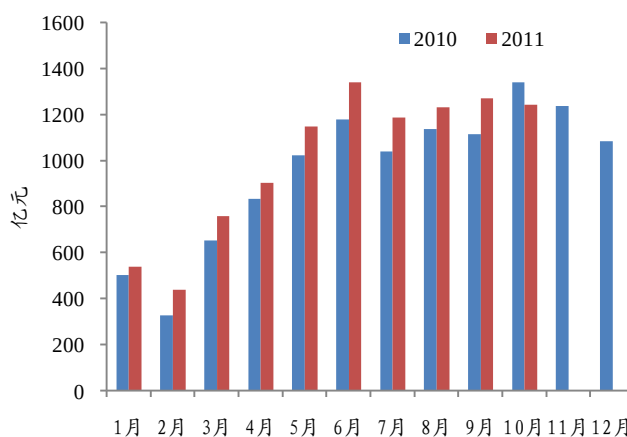


图 2：公路建设投资各月情况一览



数据来源：交通运输部、安信证券研究中心

数据来源：交通运输部、安信证券研究中心

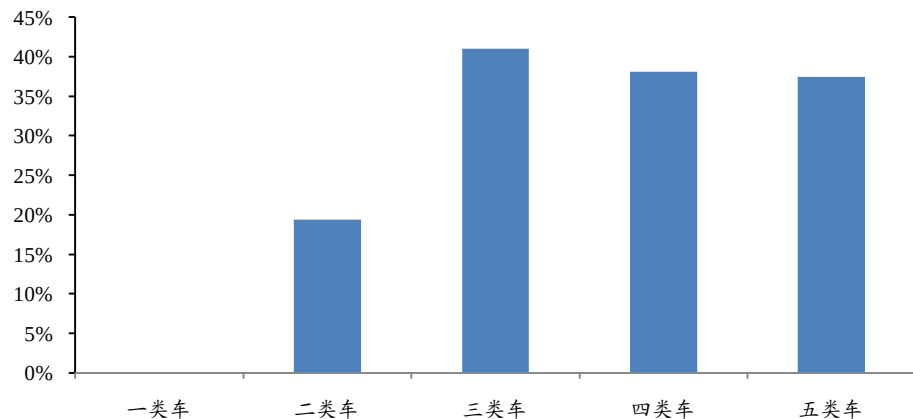
3. 龙江交通上调费率与当地收费标准偏低有关

2011 年 11 月 15 日开始，黑龙江省统一上调在用高速公路车辆通行费收费标准，其中包括龙江交通经营的哈大高速公路。另外，从 2011 年 11 月起开始对货车实施计重收费，基本费率为 0.07 分/吨公里。

具体来看，一类车收费标准保持不变，其他各类车涨幅由 19% 到 41% 不等，整体上涨幅度较高，实施计重收费后货车收费标准也有所提升。

在目前交通部实施收费公路清理的背景下，龙江交通反而上调了收费标准，我们认为与当地收费标准偏低有关，上调之后收费标准与辽宁省一致。并且黑龙江计重收费标准还是明显低于中东部地区（基准费率是 0.08-0.09 元/吨公里）。

图 3：各类车收费标准上涨幅度



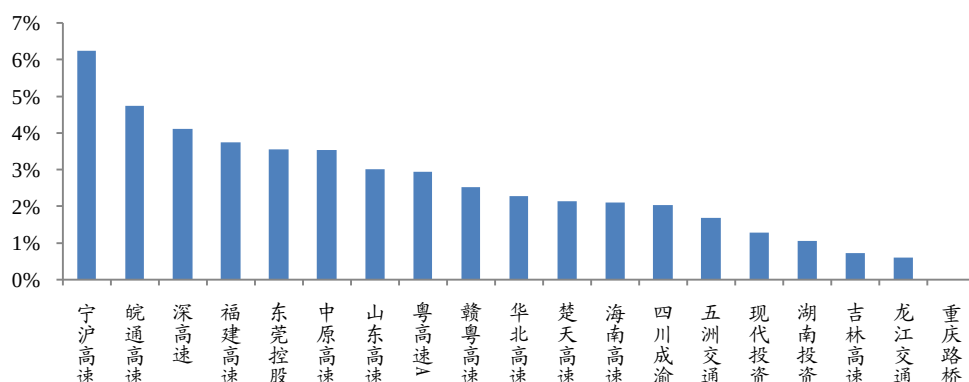
数据来源：物流统计年鉴、安信证券研究中心

4. 投资策略

收费公路专项清理出台严厉措施的可能性已经大大降低，行业面临的政策风险已经明显下降。由于高速公路行业高增长的时期已经过去，估值中枢也已经下降至 10 倍左右区间，有多只股票也已经跌破净资产（如赣粤高速、华北高速、深高速、中原高速）。综合考虑，建议可以关注以下几类公司：

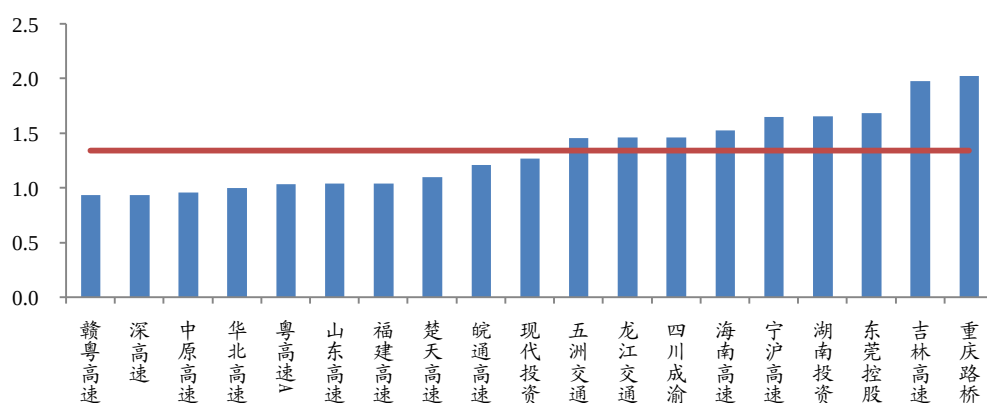
- **关注有断头路通车、成长性较好的深高速。**清连高速连接段宜连高速已经于 9 月底通车，10 月份清连高速通行费收入同比增长 33%，环比增长 12.4%，随着冬季来临，京珠北结冰现象将会出现，公司清连高速的通行条件优势将会显现，通行费收入有望持续增长。
- **股息收益率高并可可持续的公司：如宁沪高速、皖通高速。**从各公司来看，目前宁沪高速的股息收益率已经达到 6.2%，皖通高速股息收益率为 4.8%，深高速股息收益率 4.1%。资产负债率低、短期内投资项目少的公司分红持续性较好，综合来看我们认为宁沪高速、皖通高速、东莞控股、深高速有望持续保持高分红股息收益率。
- **采用直线法折旧和摊销的公司。**随着车流量的增长，采用直线法折旧和摊销的公路后期成本上涨压力相对较小，业绩弹性更大。山东高速、皖通高速、华北高速、现代投资是直线法折旧和摊销，所以这些公司的业绩相对被低估，后期业绩弹性相对较大。

图 4: 收费公路公司 PB 估值一览



数据来源: WIND、安信证券研究中心 (红线是行业均值)

图 5: 收费公路公司 PB 估值一览



数据来源: WIND、安信证券研究中心 (红线是行业均值)

表 2: 重点公司盈利预测与估值一览

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	A 股流通市值 (亿元)	每股收益 (元)			PE			PB	评级
					2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
600377	宁沪高速	5.77	290.68	217.27	0.49	0.53	0.60	11.7	10.9	9.6	1.65	增持-A
600368	五洲交通	6.54	36.35	36.35	0.38	0.67	0.77	17.0	9.8	8.5	1.46	增持-A
000828	东莞控股	5.06	52.60	52.60	0.34	0.44	0.51	14.9	11.5	9.9	1.69	增持-A
600548	深高速	3.89	84.83	55.75	0.34	0.36	0.45	11.4	10.8	8.6	0.94	增持-B
600012	皖通高速	4.42	73.31	51.52	0.47	0.56	0.63	9.4	7.9	7.0	1.21	增持-B
600035	楚天高速	3.76	35.03	35.03	0.43	0.44	0.50	8.8	8.5	7.5	1.10	增持-B
601107	四川成渝	4.30	131.50	49.77	0.37	0.40	0.45	11.5	10.8	9.6	1.47	增持-B
600269	赣粤高速	3.97	92.72	92.72	0.54	0.54	0.60	7.4	7.4	6.6	0.94	中性-B
平均		4.9	95.5	74.8	0.4	0.5	0.6	11.5	9.7	8.4	1.3	

数据来源: WIND、安信证券研究中心

分析师简介

汪立，交通运输行业分析师，主要研究领域公路、铁路、物流。北京交通大学工学学士、中国科学院管理学硕士。3 年证券行业研究经验，先后就职于天相投资顾问公司研究部、国都证券研究所，2011 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

汪立、吴莉分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034