

安全防御为主、首选深高速

研究结论

- 从 04-05 年市场弱势以及 08 年金融危机的历史经验表明，交通运输行业中的港口、高速公路、铁路运输、机场等行业存在较好防御性，在弱势中相对抗跌，特别是在市场下跌中期和后期，估值下移空间减小，跌幅收窄。
- 业绩增速快、估值相对合理的企业在弱势中能够获得超额收益。在 04-05 年，赣粤、现代投资、深赤湾、上海机场等均获得超过 20% 的绝对收益和 60% 以上的相对收益，其共同特点就是**两年的业绩增速快、估值相对合理**；08 年金融危机的情况也相类似，厦门空港、日照港以及宁沪高速也在市场下跌 70% 情况下获得 20% 的相对收益，共同特点同样是业绩快速增长、估值相对合理。
- 鉴于此，我们看好拥有“**春运效应**”的**深高速**。

■ 12 年春运，由于宜连高速已经通车，清连通道将作为京珠高速的主要分流通道，在可能出现的临时交通管制和拥堵等情况下，较多的京珠高速车辆将会从清连通道进行分流，从而推动清连高速的车流量和通行费收入出现快速增长。**根据往年惯例，深高速 1 月份的月度经营数据将在 2 月中下旬在其官方网站公布，届时将成为股价重要的催化剂。**

■ 预计到 2012 年清连高速路网成熟之后，日均全称车流量新增 6000 辆/天，清连收入将增加 68%，达到 9.1 亿元，利润达到 1.12 亿元，与 11 年预计亏损 1.42 亿元相比增加 2.54 亿元，折合深高速 76% 的权益其能够增加利润 1.94 亿元。2012 年底京珠复线开通将进一步利好清连高速。

■ **低估值与良好的成长性，深高速依然是我们非常看好的公司。**根据我们预测，公司 11-13 年净利润为 9.07、11.38、12.76 亿元，预计对应 EPS 分别为 0.42、0.52、0.59 元。考虑到清连高速的良好成长性以及深高速面临的政策风险相对较小，因此给予公司明年 10 倍估值，对应目标价为 5.2 元，相比现价 4.08 元还有 27% 的上升空间，维持公司“买入”评级。

- 此外，我们覆盖的税前股息收益率高达 6.2% 的**宁沪高速**（增持）；今年估值 8 倍，明年估值 7 倍、股息收益率为 4% 的**皖通高速**（买入），都具备较好的配置和防御价值。此外具备较好防御的公司建议关注大秦铁路（未评级）、山东高速（未评级）、广深铁路（未评级）等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

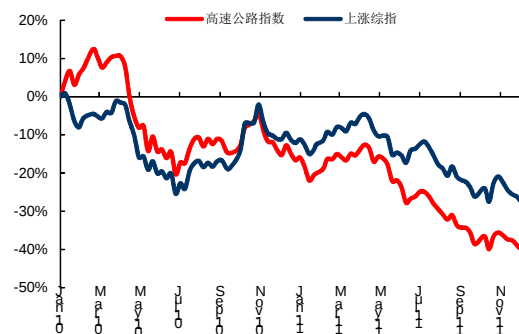
行业

交通运输行业

报告发布日期

2011 年 12 月 13 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-3.5

-1.8

-29.2

相对表现 (%)

0.2

1.0

-10.1

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS10A	EPS11E	EPS12E	股价	评级
深高速	0.34	0.42	0.52	4.08	买入
宁沪高速	0.49	0.54	0.62	5.83	增持
皖通高速	0.47	0.58	0.64	4.41	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

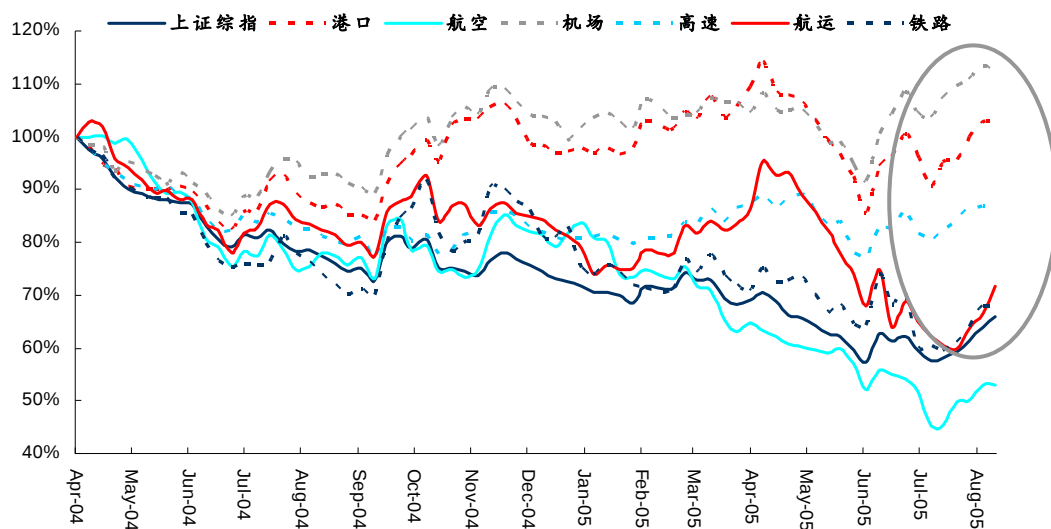
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

基础设施类的企业具备防御能力

最近市场不佳，对宏观经济出现下滑的担忧不绝于耳，而寻找在宏观经济增速放缓下，将能够获利或者说受损较小，拥有较好防御性的品种，逐渐开始。下文中，我们对在历史上市场所出现的不景气周期中，交运各子行业与市场进行比较，并且从估值、盈利增长等维度看，那些防御性佳公司的特征，供投资者参考。

从 2004 年到 2005 年，上证综指从 1700 点下滑到历史地点 998 点，其中，市场下跌了接近 40%，从交运子行业看，航空跌幅大于市场、其余港口、机场、高速、铁路以及航运等均跑赢大市，获得超额收益。

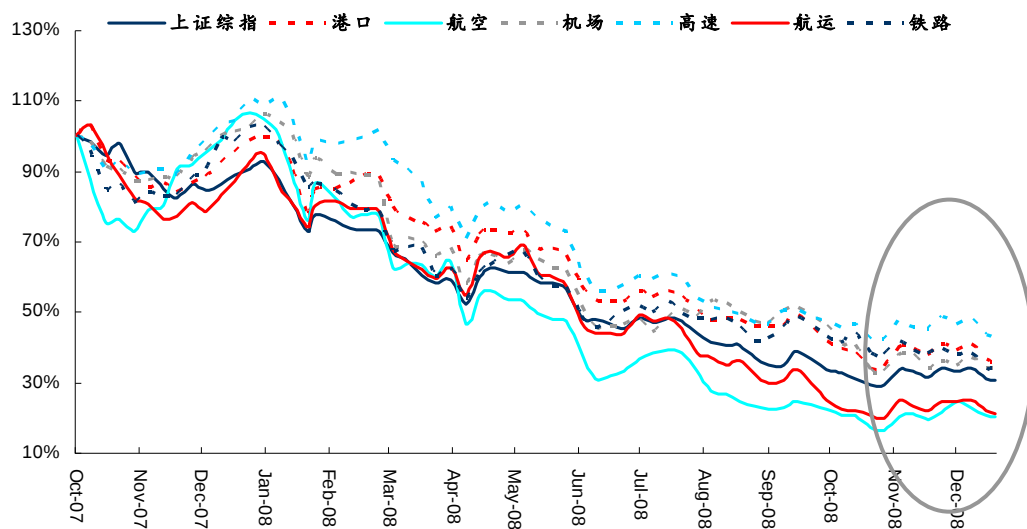
图 1：2004 年上证综指与交通运输行业比较



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

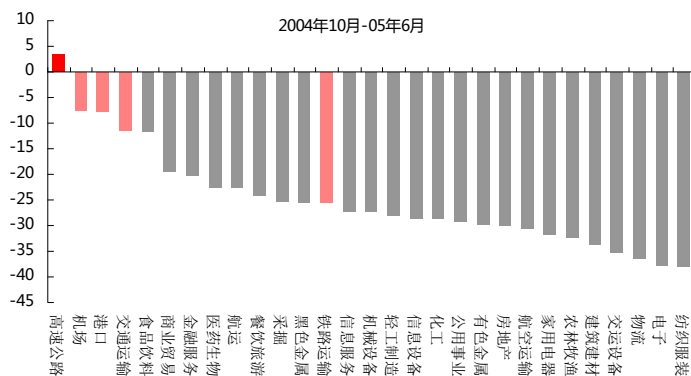
2007 年下半年开始，上证综指从 6000 点一路下跌到 2008 年最低的 1664 点，跌幅超过 70%。从下图 2 中可以很明显的看到，周期性的航空、航运由于在金融危机后市场突变，将面临亏损，跌幅明显大于上证综指；而具备较好防御性的高速公路、铁路运输、港口、机场等行业，则明显好于上证综指。但是由于这些防御性企业在 2007 年下半年，整体估值大幅上移，因此，在市场下跌中并没有显现出非常良好的防御性。

图 2：2008 年上证综指与交通运输行业比较



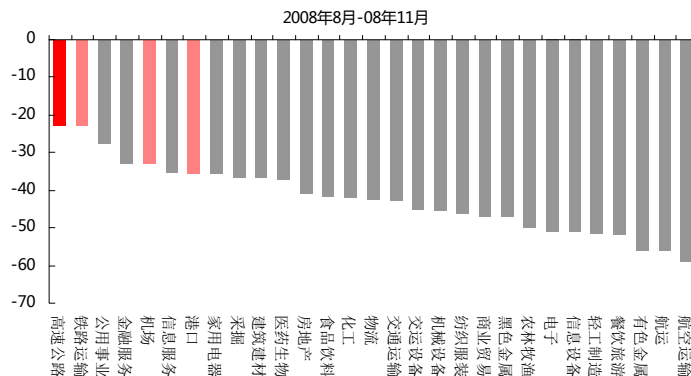
资料来源：Wind、东方证券研究所整理

图 3：04-05 年期间高速公路表现优异



资料来源：公司数据、东方证券研究所

图 4：08 年期间高速公路表现优异



资料来源：公司数据、东方证券研究所

安全防御思路下，首推拥有“春节效应”的深高速

从上面的分析看出，交运行业中，业绩增长稳定快速、估值相对较低的优质企业，将能够在弱势的市场中获得超额收益。根据我们目前的覆盖和研究，首选**深高速**、皖通高速、宁沪高速；同时建议关注大秦铁路（未评级）、山东高速（未评级）、广深铁路（未评级）等。

深高速：短期看“春运效应”、13年看京珠复线

春运时间错位，使清连高速明年1月经营数据超预期的概率非常高

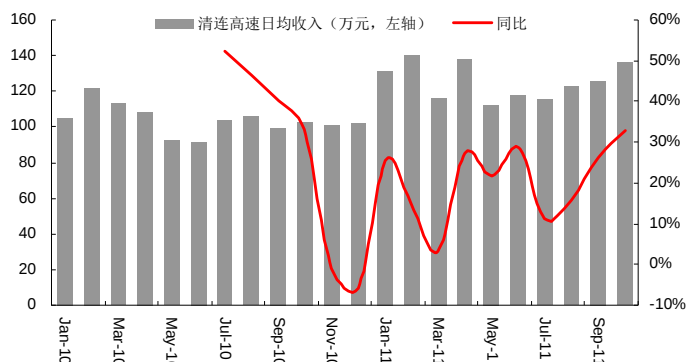
- 12年的春运在1月的时间要比11年的春运多11天。2012年春运为1月8日起至2月16日，其中1月为24天。2011年春运为1月19日起至2月27日，1月为13天。
- 11年春运，由于宜连高速尚未开通，其春运时间差效应只是体现在1月份短途小客车流量的快速增长和连南段高速化改造。
- 12年春运，由于宜连高速已经通车，清连通道将作为京珠高速的主要分流通道，在可能出现的临时交通管制和拥堵等情况下，较多的京珠高速车辆将会从清连通道进行分流，从而推动清连高速的车流量和通行费收入出现快速增长。根据往年惯例，深高速1月份的月度经营数据将在2月中下旬在其官方网站公布，届时将成为股价重要的催化剂。

图5：2009年以来春运时间对比

	1月上旬	1月中旬	1月下旬	2月上旬	2月中旬	2月下旬
2012年						
2011年						
2010年						
2009年						

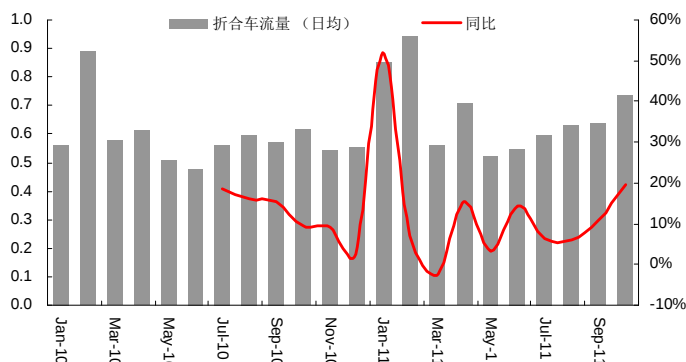
资料来源：Wind、东方证券研究所整理。蓝底色为春运时间

图6：清连高速日均收入10月大幅提升



资料来源：公司数据、东方证券研究所

图7：清连高速折合全程车流量也大幅回升



资料来源：公司数据、东方证券研究所

在中性情景下，清连高速将能够给深高速带来约 2 亿元的利润增厚：按照我们的预期，到 2012 年清连高速路网成熟之后，日均全称车流量新增 6000 辆/天，清连收入将增加 68%，达到 9.1 亿元，利润达到 1.12 亿元，与 11 年预计亏损 1.42 亿元相比增加 2.54 亿元，折合深高速 76% 的权益其能够增加利润 1.94 亿元。2012 年底京珠复线开通将进一步利好清连高速。

低估值与良好的成长性，深高速依然是我们非常看好的公司。目前，深高速市净率仅为 0.9，处于破净阶段，今年 PE 也仅仅在 9 倍左右，而股息收益率则已经高达 4%，估值处于行业低位。成长性方面，宜连高速贯通后的清连收入大幅增长、三季度公路大修拨备冲回后成本端减少等因素都拉动业绩未来 3 年拥有 20% 的增速。

维持“买入”评级，目标价 5.2 元。根据我们预测，公司 11—13 年净利润为 9.07、11.38、12.76 亿元，预计对应 EPS 分别为 0.42、0.52、0.59 元。考虑到清连高速的良好成长性以及深高速面临的政策风险相对较小，因此给予公司明年 10 倍估值，对应目标价为 5.2 元，相比现价 4.08 元还有 27% 的上升空间，维持公司“买入”评级。

宁沪高速：弱市中值得配置的高股息收益率企业

市场最高的股息收益率是我们当前推荐的首要理由：按照目前 5.8 元的价格计算，2010 年每股现金分红 0.36 元，其税前股息收益率达到 6.2%，若按照 11 年 EPS 0.54 以及 75% 股息分配率计算，则其 11 年股息收益率将达 7%，均远高于当前银行存款利率，是全社会股息收益率最高的公司之一，是当前弱市中具备良好的配置价值。

公路主业增长受益于汽车保有量的大幅增加：从 09 年开始的汽车销量井喷，高基数效应致使 2010 年开始，汽车保有量均能够保持 15% 以上的高增速，而驾驶员上高速的意愿在最初一段时间并不强，导致了汽车保有量大幅增长给高速公路车流量的推动延迟到了 2011 年。今年 10·1 期间车流量增长、宁沪高速小客车流量等数据均印证了我们的观点。因此，我们对未来宁沪和其所属广靖—锡澄高速的客车流量比较乐观。而货车流量则受制于当前的经济环境，预计未来货车流量增长将稳定。

房地产迈开公司多元化扩张步伐：公司的房地产由子公司宁沪置业负责经营，目前有三个项目（昆山花桥、苏州“庆园”别墅、句容宝华镇）均发展良好。其中，花桥 C4 销售情况良好，C7 已经开工，C5 酒店还没有动工，其余地块将滚动开发。苏州“庆园”已经开工，今年底开始预售；宝华镇项目目前依然处于规划建设阶段。整体预计宁沪房地产业务在 2012 年收入为 5.1 亿，毛利贡献 2.4 亿。

收费年限缩短风险的确存在，但可能性以及影响均可控，并前期大幅下跌使风险得到充分释放。由于公司所属路段 30 年的收费年限均是在 2004 年《收费公路管理办法》出台前经由省政府合法批准的。因此，这些路产是否在此次五部委收费公路清理范围之内，以及清理其所带来的法律、经济补偿等问题均存在较大的不确定性。在悲观假设下，宁沪高速收费期限缩短 5 年，12 年 EPS 将减少 6%，估值减少 6%；极悲观假设下，所有路段均严格采取 25 年收费年限，12 年 EPS 则减少 17%，估值下调 33%。

给予公司“增持”评级，目标价 6.8 元。根据盈利预测，宁沪高速 11—13 年净利润为 27.1、31.0、33.4 亿元，预计对应 EPS 为 0.54、0.62、0.66 元。目前股价对应 11 年 PE 为 10.8 倍，处于行业估值中游。由于公司目前价格税前股息收益率高达 6.2%，具备非常好的配置价值，相对行业存在一定溢价也是合理的，我们给予 12 年 11 倍 PE，对应目标价为 6.8 元。考虑到政策风险的确存在，给予公司“增持”评级，但我们依然认为，前期大幅下跌已经部分释放了政策风险。

风险因素：通行费率下调、收费期限缩短等政策风险、宏观经济下滑风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn