

费改税影响中性 高速公路行业增长不“减速”

●宏观环境支撑行业持续向好。日趋显著的路网效应、持续提高的城镇化水平、汽车销售形势良好,尤其是重卡井喷式增长都将成为高速公路业绩快速增长的重要驱动。

●预期燃油费改税影响趋中性,新《收费公路权益转让办法》是行业性利好。明年燃油税或有可能开征,但具体仍要参考国际油价态势和所涉各部门及行业的利益平衡。新收费公路权益转让办法有近期出台的预期,将对有明确预期的相关路产转让事宜有所促进。

●其稳健快速的业绩增长、充沛的现金流和高股息率,及不受目前结构性通胀负面影响的重资产行业特征,存在进一步认识和挖掘的空间。

○长城证券 宋伟亚

2007年以来公路运输业务量继续快速增长,客运量、货运量及货运周转量同比增速均创下了10年来历史新高。根据交通部国家高速公路网规划,预计到2010年全国公路客货周转量将分别达到14300亿人次公里、9800亿吨公里;2020年分别达到25000亿人次公里和15000亿吨公里,高速公路客货运输具有巨大的增长空间。

宏观环境支撑行业持续向好

路网效应日趋显著。我国将在2007年底完成“五纵七横”国道主干线系统最后2385公里的建设任务。到2010年,中东西部地区将基本形成“东网—中联—西通”的高速网络,日趋显著的路网效应必将成为高速公路业绩快速增长的重要驱动。

城镇化水平明显提高。国民经济的持续快速发展使得城镇化率呈现加速趋势,2006年我国城镇化率约为44%。根据国家“十一五”规划和相关预测,我国城镇化率在2010年将接近50%,2020年将达到55%左右,而城镇居民年均出行次数是农村居民的8至9倍,城镇人口的增加将持续显著提升交通运输需求,新农村的建设也将在更为广泛和深远的框架下为交通运输提供不竭动力。

汽车销售形势良好。2007年1至8月国内汽车销售累计达568.53万辆,同比增长24.95%,其中乘用车销量为402.16万辆,同比增长24.09%,商用车销量为166.37万辆,同比增长27.08%,全年旺销可以期待。其中重卡销量前景良好,一方面,计重收费普遍实施、超载惩治力度加大提升了物流企业对于重卡的需求;另一方面,我国正处在重工业化的中期,固定资产投资与重卡销售存在较显著的正相关关系,其高位运行对重卡市场提供了有力支撑,从今年的数据来看,重卡销售1至8月同比大幅提升83%,呈现井喷式增长态势。近几年计重收费实施效果表明,高速公路普遍从中受益,总通行费收入及单车收入得到提升,养护成本得到合理控制。

燃油费改税出台预期

近期,燃油费改税呼声再起。按照有关方案的设计,今后对汽油、柴油开征燃油税之后,养路费、客运附加费等多项行政收费将同时停收。从推出时间上看,由于国际油价日趋高企,预计明年或有可能开征,但具体仍要参考国际油价态势和所涉各部门及行业的利益平衡。

从费改税对高速行业的影响看,一方面,其对象只是养路费,对通行费的收取没有影响;另一方面,费改税通过影响汽车需求和运输需求间接影响到高速公路的车流和车型结构,短期或有抑制作用,但同时高速公路的节约优势将相应提升,总体来看,燃油费改税对

高速公路行业的整体影响偏中性。新《收费公路权益转让办法》有近期出台的预期。交通部2006年底颁布《关于进一步规范收费公路管理工作的通知》,叫停了政府还贷公路权益的转让,事实上经营收费公路的权益转让也受到了一定抑制。新办法的出台预计对明确预期的相关路产转让事宜有所促进,如山东高速、福建高速及皖通高速等,其中福建高速由于控股股东明确承诺2007年底前注入罗宁高速,且罗宁高速属于被暂停转让的政府还贷公路,新办法的出台将对其资产收购有最直接的影响。

关注内外外修的优质公司

在既定的宏观环境下,高速类上市公司业绩成长主要取决于内涵式成本控制和外延式资产收购,计重收费的渐趋普及则对行业主营收入的提升和养护成本的减少带来了双重利好。股改过程中对成本控制、资产收购、股权激励以及分红比例的相关承诺大大增强了业绩提升的可预期性。

除广东和河北外,主要上市公司基本都实施了计重收费。已实施计重收费的公司通行费收入普遍有较大幅度的提升,其效应一般可以持续半年到一年,平行的未实施计重收费的替代性公路短期则会受到计重收费的效果有一定影响,但随着承运人对计重收费的主动适应和地方公路的超载治理,车流将会逐渐回流乃至提升,这一方面如山东高速和预期中的现代投资等。

高速公路的大修扩建计划是应该关注的另一个重点,一方面会提升相关路段的车流量,另一方面会导致大量改良支出的资本化,一旦竣工即面临巨额折旧和财务费用压力。已经完成大修、改良项目较小或道路使用率尚较低的上市公司则可持乐观态度。

当前高速公路行业景气度持续向好,各项运输指标稳定快速增长的同时,计重收费尤其是路产收购也给市场带来良好的预期。其稳健快速的业绩增长、充沛的现金流和高股息率,及不受目前结构性通胀负面影响的重资产行业特征,存在进一步认识和挖掘的空间,整体上可以从以下几个方面对优质高速股进行基本的筛选:

- 区域经济发展,城镇化比率率高,人均收入高;
- 核心路产处于国家路网主干道,附近新开通路段有诱增而非分流效果;
- 新实施计重收费/新建或改扩建完工/有优质路产收购预期;
- 公司治理结构优良,股息率高,有相关财务指标承诺和管理层激励预期;
- 重点看好具备相对估值优势的现代投资、赣粤高速,以及成长预期良好的宁沪高速、山东高速和深高速。

各高速大修/扩建情况

	大修/扩建路段	预计时间
粤高速	广佛、佛开高速	2007年
赣粤高速	昌九高速	接近完工
皖通高速	宣广高速	正在进行
现代投资	溧太高速	2008年
宁沪高速	沪宁高速江苏段	2006年初完工
山东高速	济青高速专项养护	正在进行
深高速	暂无大修计划	
福建高速	福泉厦高速	2008年
楚天高速	汉荆江宜段	已完成

资料来源:公司资料 长城证券研究所

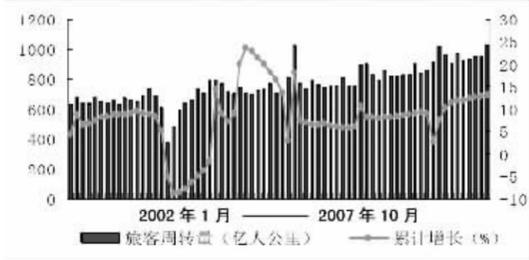
各高速计重收费、资产收购预期及分红承诺

	计重收费时间	预计收购资产	3年分红比例承诺
赣粤高速	2006年7月	温厚、九景高速(已完成)	25%
山东高速	2006年4月	京福高速济德段	50%
福建高速	2007年5月	宁罗、浦南高速	70%
中原高速	2007年3月	京珠高速新乡至郑州段	50%
皖通高速	2005年	承诺适时注入优质资产	60%
现代投资	2007年6月	京珠岳长和来宜段	60%

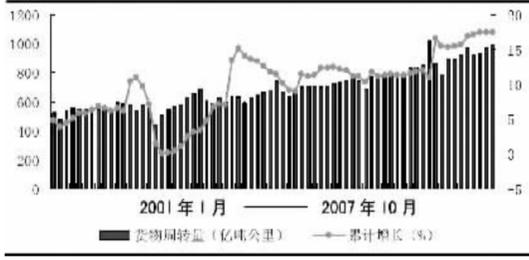
资料来源:公司资料 长城证券研究所

明年净利润增速有望达 20%

公路旅客周转量及增长率



公路货物周转量及增长率



郭晨凯 制图

○天相投顾 张勋 张辉

受宏观经济持续高位运行影响,交通运输基础设施行业呈良好增长态势。

行业整体增速不断创出新高。2007年1至10月,公路旅客周转量、公路货物周转量同比累计增长

13.0%、17.5%,不但远高于整个交通运输业同期12.1%、15.4%的增长速度,而且显著高于主要竞争对手铁路的同期增速9.1%、8.8%,与去年同期数据相比,公路旅客周转量和货物周转量同比增速分别提高了5.7个和3.9个百分点,尤其是在最近四个月,每个月都刷新前一个

上市公司重点路段 2007 年以来日均车流量统计

上市公司	所属路段	日均车流量(辆/日)										
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	年初累计
深高速	梅观高速	94,234	78,631	93,971	100,980	96,298	96,602	105,691	106,235	108,888	96,896	97,990
	增速	20.6%	6.5%	4.3%	6.9%	8.1%	3.2%	16.5%	12.3%	13.7%	8.8%	10.1%
	机荷西段	58,862	52,630	62,153	65,151	62,664	65,935	68,684	69,902	72,919	69,106	64,889
增速	14.6%	16.9%	20.2%	22.0%	25.8%	25.7%	26.6%	20.5%	19.8%	25.3%	21.8%	
宁沪高速	沪宁高速	41,174	50,744	48,258	49,725	47,991	45,929	46,865	51,160	54,826	50,123	48,645
	增速	17.6%	43.8%	30.8%	25.0%	24.1%	22.2%	22.7%	29.4%	24.5%	13.9%	25.0%
	济青高速	28,362	29,790	31,703	32,924	37,284	36,156	35,847	38,255	41,128	44,172	35,607
增速	5.7%	5.4%	8.1%	22.2%	32.3%	25.4%	22.8%	23.2%	37.5%	43.7%	23.1%	
山东高速	黄河二桥	33,892	38,273	36,503	37,062	40,671	36,389	34,609	33,113	33,362	35,362	35,904
	增速	25.5%	46.8%	23.5%	30.8%	37.5%	23.2%	21.5%	9.5%	-14.1%	6.6%	19.3%

资料来源:公司网站,天相投顾整理

汽车保有量增加不断刺激高速公路发展

○民生证券 李国正

——国民经济的快速发展推动了高速公路行业的不断发展、壮大;

我国经济出现了 20 多年的快速发展,2003 年到 2007 年,我国的 GDP 一直保持 10%以上的增长,经济的快速发展对高速公路提出更多的需求,使得高速公路行业出现了近几年来快速发展的时期。

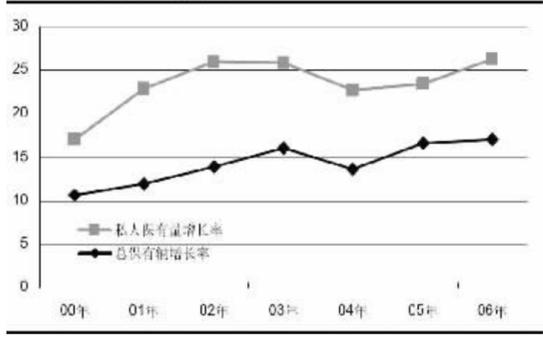
根据有关报告的估计,我国经济至少在今后 20 年内仍将保持较快速度的发展,这就为高速公路行业今后的持续发展创造了良好的条件。

——客运周转量和货物周转量的持续增长为高速公路创造了良好的发展机会;

——汽车保有量的不断增加刺激高速公路的快速发展;

由于我国经济的快速发展,居民的收入不断增长。随着居民收入增加到一定程度,汽车这个过去的奢侈品也逐步走进普通百姓的家中。汽车保有量的增长带动了公路运输需求的增长。1990 年,我国的民间汽车数量只有 551

近年来我国汽车保有量增长情况



郭晨凯 制图

万辆,2006 年已经达到了 3586 万辆,16 年增长了 5.5 倍,复合年均增长速度达到 12.4%。

——城镇化趋势也促进高速公路的发展;

1978 年,我国的城市化比率只有 18%,2006 年我国已经达到 43.9%。根据“十一五”规划纲要,预期到 2010 年我国城镇化率达到 47%。而我国城镇居民年均出行次数是农村居民的 8 到 9 倍,城

市人口规模的扩大将带来高速公路客货周转量的不断提高。

——高速公路上市公司业绩能够稳定增长;

“五纵七横”国道主干线系统的完成促进高速公路客货周转量的提高;部分高速公路上市公司新增投资项目能够促进这些公司业绩的提升;计重收费对高速公路上市公司的业绩提升整体呈现积极效应。

宁沪高速(600377)

经营资产主要集中在经济强省

宁沪高速的经营资产主要集中在富裕的苏南地区。其核心路段沪宁高速直接连接上海和苏州、无锡、常州、镇江、南京等 5 个苏南地区最富裕的城市,经济区位优势十分显著。从“十一五”规划及远期展望来看,交通基建大省江苏的公路运输需求在未来十年将大幅增长,高速公路通车里程将超过 5200 公里,公路运输量实现翻番。

沪宁高速江苏段堪称国内首屈一指的黄金通道,也是公司盈利最有效的保障;2006 年改造竣工是公司业绩长期大幅提升的最强推动力,同时也在一定时期内有助进一步完善公司的成本控制水平。从未来几年的成长确定性而言,在良好的外部经济环境支撑下,仅占约 40%通行能力的公司旗下路产及沿线服务区配套业务将实现持续较快的盈利增长。

从公路行业最关键的指标“持续发展和成长确定性”而言,宁沪高速与深高速有齐,列于行业第一梯队。“成渝高速”回归 A 股的预期构成行业(收费公路权益转让)利好。宁沪高速的股东江苏交通控股有限公司旗下路产储备十分丰富,后续资产注入空间广阔;而上市公司围绕主业多元发展主动管理的理念也十分值得推崇。预计 2007 年至 2009 年 EPS 分别为 0.34 元、0.45 元和 0.54 元。(招商证券)

山东高速(600350)

新建项目预计年底全线贯通

2007 年三季度,占公司主营业务收入大部分的济青高速通行费同比增长幅度在 40%以上,主要得益于车流的增长;黄河二桥通行费同比增长幅度在 25%以上;其他黄河大桥、平阴大桥、滨州大桥和曲泰公路通行费同比增长率出现不同程度的放缓,主要原因有平行高速的通行和地方性道路建设带来的分流;济莱高速将在今年年底全线贯通,公司预计对济青车流会有 20%分流影响。目前济青高速济南至淄博路段在阶段性时点存在饱和状态,需要一定的分流;济莱高速项目盈利需要一定的时间培育,由于开通初期车流较低和直线折旧的方法,济莱项目短期内将处于亏损状态。

济莱高速投资预算增加 7.5 亿元,建成通车后公司折旧费用和财务费用将会增大,公司资金上的压力将通过发行第二期 10 亿元短期融资券和银行借款解决。公司 2007 年至 2009 年每股收益预计为 0.33 元、0.39 元和 0.44 元。(华泰证券)

赣粤高速(600269)

步入业绩稳健增长期

作为公路行业的上市公司,除去原有路产车流量的自然增长外,赣粤高速在 2007 年前三季度实现业绩同比快速增长的主要因素来自于两方面:计重收费在 2006 年下半年对通行费收入的提升效果在 15%至 20%,而 2007 年上半年其提升效应在 10%以上;九江和温厚高速在 2007 年上半年的业绩增厚效应在 15%左右。

路产改良和成本控制是有利推动因素。昌九高速的技术改造于 2007 年 9 月竣工,在提升通行能力的同时,这还将在未来几年有效降低养护成本。2006 年圆满实现成本控制承诺,比较近年来的成本控制情况,公司的经营发展也在逐步完善。

不考虑财政补贴的情况下,预计 2007 年、2008 年 EPS 为 0.87 元和 0.95 元。(招商证券)

粤高速(000429)

发行可分离债提升长期价值

粤高速通过董事会决议,拟向 A 股股东发行分离交易可转债募集不超过 12 亿元人民币资金用于佛开高速扩建项目。

可分离债的发行首先将带来公司财务费用的节约,如果按照 1%至 1.5%的债券利率计算,可转债的发行有望带来每年 5000 万元的财务费用节省。更重要的是,公司为实现认股权证的二次融资将会加大资产注入运作力度,而作为广东交通集团旗下唯一的上市平台,股东丰厚的资源将成为公司顺利实现二次融资的保证。

而佛开高速扩建将进一步提升公司长期价值。假设完成扩建后经营期限延长并提升收费标准,DCF 估值模型显示,扩建后公司内在价值为 4.89 亿元。参股公路 2007 年、2008 年将贡献投资收益 2.67 亿元和 3.11 亿元。(联合证券)

楚天高速(600035)

等待沪蓉线贯通带来的机遇

公司的资产结构较为简单,唯一收费路产为武汉至宜昌全长 278.87 公里的汉宜高速,是沪蓉线在湖北境内的重要组成部分,随着路网的完善,汉宜高速的地理优势将会逐步体现,尤其是沪蓉线的全线贯通,公司区域的价值将会得到释放。

从整体上看,公司的车流偏低,公司公布的日均混合车流量不到 10000 辆,同比增幅保持在 10%至 15%左右,具有较大提升空间。

公司控股股东持有湖北省已建和在建的大量优良资产,这些资产有可能成为楚天高速扩张发展的来源,但这更多取决于大股东自身资金的压力和支持公司发展的意愿。

汉兰高速湖北段武汉—荆门—宜昌高速公路正在建设中,大概将于 2008 年全线建成通车,预计将对汉宜高速公路的车流量构成一定分流。

预计公司 2007 年至 2009 年的净利润将分别达到 2.75 亿元、3.69 亿元和 4.83 亿元,每股收益分别为 0.30 元、0.40 元和 0.52 元。(华泰证券)