



2005年03月24日

# 路桥行业 2005年2季度报告

——成长性特征明显

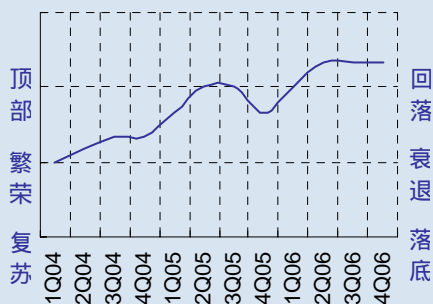
长期竞争力评级：高于市场均值

### 市场数据

行业优化平均市盈率	25.19
市场优化平均市盈率	18.58
金信路桥	373.13
金信流通 A 股指数	1406.64
上证指数	1269.14
深圳成指	3366.68



### 行业景气周期预期1Q04-4Q06



减持

持有

增持

### 投资要点

- 2005年一季全国货运需求旺盛，我们预计2005年公路货运量的增幅在5.5%左右，高于我们上一篇年度报告中的预期。
- 公路车流量增长的原因有三点：
  - ◆ 货运需求的刚性增长；
  - ◆ 汽车保有量的持续增加；
  - ◆ 客运需求潜力大。
- 《国家高速公路网规划》长期提供项对应于旺盛客货运需求的高速公路。
- 从规划建设的时间来判断，我们认为路网效应至少持续到2007年年底。并且，我们认为高速公路通车里程的增加不会引起已有路段车流量分流，相反，所引起的路网效应会促进已有路段车流量的增加。
- 车流量增长的潜力始终是我们关心的重点，地理位置与收购预期是我们二季度选择股票的策略
  - ◆ 内涵式增长——地理位置：国家“7918”规划网中的干线公路无疑是最好的选择。
  - ◆ 外延式增长——收购预期：增加公路企业车流量增长潜力。

图表 1

### 行业内重点公司投资评级

股票名称	收盘价 (元)	流通 A 股 (百万股)	04EPS (元)	EPS 05%04	05EPS (元)	04PE	05PE	投资评级	上期评级
皖通高速	7.70	250.00	0.244	67.62%	0.409	31.56	18.83	买入	买入
福建高速	8.34	288.00	0.395	29.11%	0.510	21.11	16.35	买入	买入
赣粤高速	8.50	312.00	0.474	14.35%	0.542	17.93	15.68	买入	买入
现代投资	8.78	214.37	0.393	46.56%	0.576	22.34	15.24	买入	买入
深高速	5.31	165.00	0.259	15.44%	0.299	20.50	17.76	买入	买入
山东基建	4.28	505.00	0.185	31.35%	0.243	23.14	17.61	买入	买入
中原高速	7.83	280.00	0.450	24.22%	0.559	17.40	14.01	持有	持有

来源：金信研究

### 程宗

(8621)52371188-8036  
cd@kinghing.com

### 联系人：张燕华

(8621) 52371188-8060  
zyh@kinghing.com  
上海市延安西路 726 号华敏·翰尊国际  
13 层 (200050)

上海金信管理研究有限公司

## 路桥行业目前是成长性行业

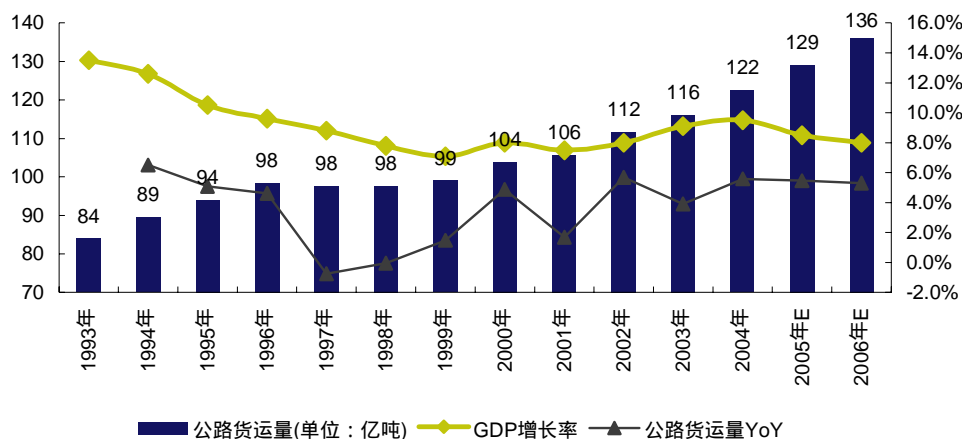
### 全国公路一季度货运需求旺盛

货运需求的刚性增长是公路车流量增长的原因之一。

- 截止到 2005 年 2 月，全国公路货运量累计完成 20.19 亿吨，同比上升 8.2%，货物周转量累计完成 1295.66 亿吨公里，同比上升 9.2%，货运需求相当旺盛。由于二季度是传统旺季，我们认为 2005 年上半年的货运量将完成 65.50 亿吨，同比增长 12%，货物周转量完成 1457.62 亿吨公里，同比增长 12.5%。从全年来看，我们预计 2005 年公路货运量的增幅在 5.5% 左右(由于数据处理的原因，季度数据增幅要高于年度增幅)，高于我们上一篇年度报告中的预期。

图表 2

### 全国公路货运量情况及预测



来源：交通部、金信研究

- 发达国家的高速公路一般占路网总里程的 1~2%，承担公路客货周转量的份额在 25% 左右。从美国的经验来看，高速公路以 1.41% 的总里程承担起 31% 的车流量。高速公路的聚集效应相当明显。

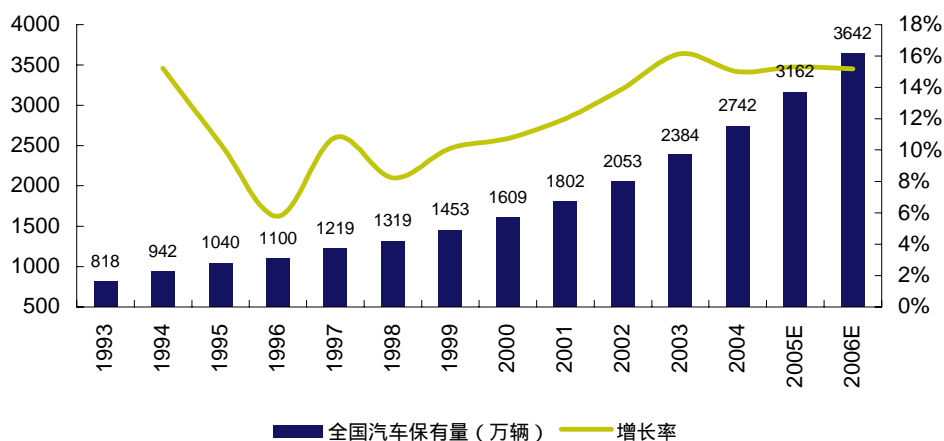
### 全国汽车保有量持续增加

汽车保有量的持续增加是公路车流量增长的原因之一。

- 高速公路的直接使用者是车辆，虽然目前汽车销售不景气，拐点会在 2006 年出现(具体请参见袁金荣的汽车行业报告)，但是全国汽车保有量一直呈上升态势。

图表 3

### 全国汽车保有量情况及预测



来源：新华在线、金信研究

**客运需求潜力大是公路车流量增长的原因之三**

**《国家高速公路网规划》将在长期提供针对旺盛的客货运需求的高速公路。**

**我国居民出行水平较低**

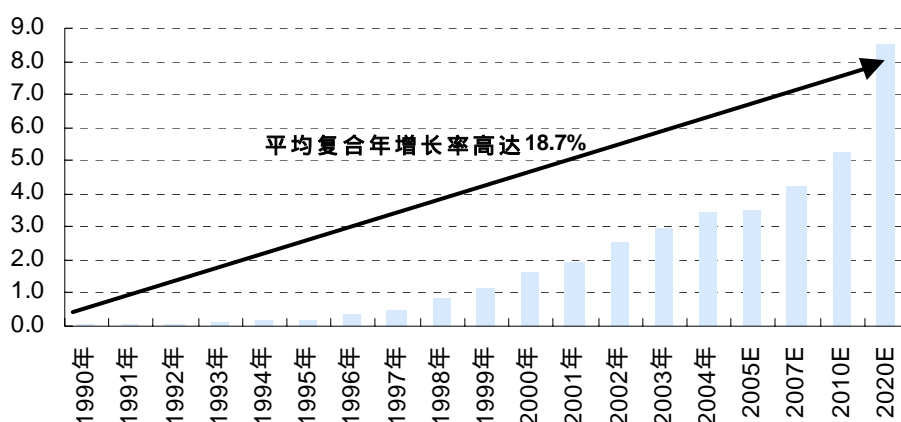
- 从客运需求来看，目前我国居民出行水平较低。2002 年，全国人均出行次数为 13 人次/年，出行距离 1130 公里，仅为发达国家的 1/10 左右；人均公路交通出行次数为 12 人次/年、出行距离 526 公里，仅为发达国家的 1/10~1/20。我国人口基数大，未来的客运需求增长潜力巨大，并且客运需求的个性化增加了对高速公路的使用。

**规划掀起建设高速公路高潮**

- 2005 年 1 月 13 日，中国交通部部长张春贤正式介绍《国家高速公路网规划》。《规划》确定的国家高速公路网采用放射线与纵横网络相结合的布局形态，包括 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线，简称“7918”网，总规模 8.5 万公里。

图表 4

**我国高速公路里程建设情况及规划** 单位：万公里



来源：交通部、金信研究

- 高速公路投资巨大，静态投资需要 2 万亿人民币。到 2010 年前，年均投资 1400 亿到 1500 亿元左右，年增加高速公路 3000 公里，2010 年到 2020 年，年均投资 1000 亿元左右。我国将掀起高速公路建设高潮。

**问题 1：路网效应持续多久？**

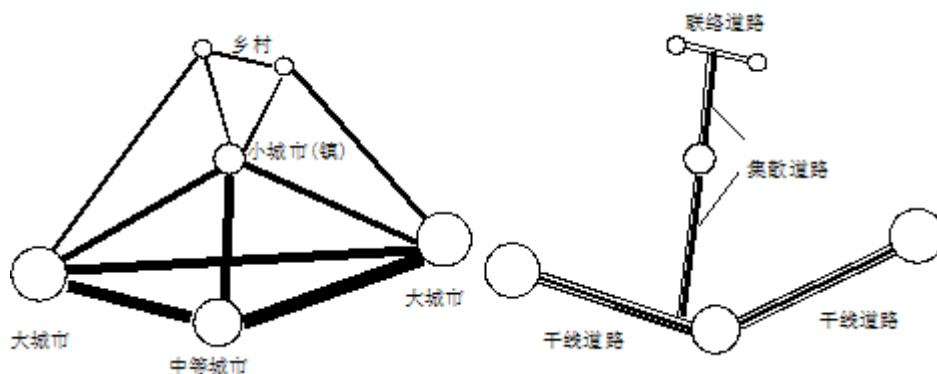
- 从建设的时间来判断，我们认为路网效应至少持续到 2007 年年底。
- 国内外的相关研究表明，高速公路只有形成布局合理的网络，连续运输距离达到 800 公里左右才能显现它的独特优势，发挥其运输效益。到 2004 年年底，我国建成通车的高速公路里程是 3.42 万公里。这些高速公路分布在全国各个省市区，平均每个省市区仅有 1130 公里的高速公路，相邻省市区之间普遍存在高速公路的“断头路”。一些人口和经济总量已达到相当规模的地市与省会之间、以及地市之间还不通高速公路。即使在我国经济最发达、人口最稠密的东部沿海地区，高速公路依然没有实现真正的网络化服务。
- 高速公路规划推出以后，各省市纷纷加大建设力度。这些“断头路”的建成将极大的推动路网的成型。根据规划，到 2007 年本届政府任期结束之前，我国要建成 4.2 万公里，完成“五纵七横”国道主干线系统中的高速公路。
- 因此，从 2004 年到 2007 年，每年都有国道主干线全线通车。车流量大幅增长的路网效应至少持续到 2007 年年底。

## 问题 2：高速公路通车里程的增加会引起已有路段车流量分流吗？

- 我们认为高速公路通车里程的增加不会引起已有路段车流量分流，相反，通车里程增加所引起的路网效应会促进已有路段车流量的增加。
- 国家高速公路网作为我国公路网中层次最高的公路主干道，其规划的出发点是主要连接大中城市，以城市为节点，连接所有目前城镇人口在 20 万以上的城市，包括国家和区域性经济中心、交通枢纽、重要对外口岸和军事战略要地。
- 一条道路在任何体系中都不是独立的服务于出行的，其作用是通过公路或城市道路网络来实现的。而国家高速公路网就是按照合理和有效方式形成的疏通网络。

图表 5

### 通过道路功能分类揭示疏通过程的本质



来源：《国家高速公路网规划》

- ◆ 在上图中，我们无法判断连接大中小城市中的各条道路之间存在分流影响，这些道路组成一个共同繁荣的网络，而类似这样的图遍布于国家高速公路网络规划之中。
- 从国外的经验来看，网络所诱增的车流量是惊人的。美国从二十世纪 80 年代到 90 年代增加的高速公路仅为 5000 英里，增加 10% 左右，而同期车流量的增量是 50%。我们认为网络效应起了很大的作用。

## 选择股票的策略

车流量增长的潜力始终是我们关心的重点，地理位置与收购预期是我们二季度选择股票的策略

- 内涵式增长——地理位置：国家“7918”规划网中的干线公路无疑是最好的选择。
- 外延式增长——收购预期：增加公路企业车流量增长潜力。

## 行业内重点公司简析

### 皖通高速：买入

- 皖通高速 2004 年完成收入 1,242.90 百万元，同比增长 38.63%，净利润 404.40 百万元，同比增长 42.77%，EPS 为 0.244 元，每十股分红 0.60 元，基本符合我们的预期。
- 皖通高速收入增长的原因主要有两个方面，一是路网形成带来车流量的激增，另一方面安徽省调整了收费政策，计重收费的效应刚刚开始显现。我们预计 2005 年将会体现计重收费政策全年的效果。
- 合宁高速已于 2004 年完成改扩建，2005 年将迎来恢复性的增长。

- 我们认为，2005 年，公司面临的主要不确定性因素在于宣广高速公路的大修所带来车流量的变化和维修成本的提高。
- 公司曾在 3 月 9 日公告，收购高界公司 49% 的股权。我们认为，这消除了未来盈利能力不确定的预期，总体上对公司比较有利。
- 我们预计皖通高速净利润 2005 年为 678.67 百万元，同比增长 67.68%，EPS 为 0.409 元，2006 年为 799.66 百万元，同比增长 17.83%，EPS 为 0.482 元。投资建议为买入。

#### 福建高速：买入

- 福建高速快报显示其 2004 年完成收入 1,141.43 百万元，同比增长 29.44%，净利润 389.39 百万元，同比增长 27.02%，EPS 为 0.395 元，基本符合我们的预期。
- 福建高速业绩增长的原因主要由于“同三线”全线贯通带来的路网效应使得 2004 年车流量大增，我们预计明年路网效应将继续显现。
- 2005 年公司不再享有福建省补贴收入，但其专项养护费用将降低 50.00 百万元左右，可以部分弥补政府补贴收入的缺失。
- 福建省车型以一类、二类和三类为主，其总和占车流量的 93% 左右。如果收费标准下调，将降低公司 2005 年 EPS 约 0.019 元，影响很小。
- 我们预计公司 2005 年净利润为 502.75 百万元，同比增长 29.11%，EPS 为 0.510 元，2006 年净利润为 601.95 百万元，同比增长 19.73%，EPS 为 0.610 元。投资建议为“买入”。

#### 赣粤高速：买入

- 赣粤高速 2004 年完成收入 1,029.87 百万元，同比增加 66.94%，净利润 368.75 百万元，同比增加 97.65%，EPS 为 0.474 元，公司向全体股东每 10 股派发红利 2 元。
- 公司业绩高于我们先前预期的主要原因在于公司享有的补贴收入较高，而少数股东损益较低。
- 公司计划以配股的形式募集资金收购昌泰高速 36.67% 和昌樟高速 30% 的股权，这将进一步增强公司盈利能力。
- 展望未来，路网效应依然会带给公司较高增长率的车流量。我们预计 2005 年年底，江西至广东通道将会开通，其带来的诱增车流量将使得公司 2006 年全线受益。
- 赣粤高速从 2005 年开始享有 15% 的所得税税率。由于公司的优惠所得税税率，我们估计公司 2005 年不再享有补贴收入。
- 在不考虑配股收购的情况下，我们初步预计赣粤高速净利润 2005 年为 422.16 百万元，同比增加 14.48%，EPS 为 0.542 元，2006 年为 538.42 百万元，同比增长 27.54%，EPS 为 0.692 元。投资建议维持“买入”不变。

#### 现代投资：买入

- 现代投资拥有的道路是湖南省较好的道路，其中长潭高速和潭耒高速属于国家“五纵七横”干线之“京珠线”湖南段，是现代投资主要利润来源。
- 全国性的治超对公司车流量影响不大。计重收费在近期亦无法在全省实施。
- 公司 2004 年以来收入的增长主要原因是“京珠线”全线贯通所带来的路网效应和 2003 年年底收购的潭耒高速大幅增加通行费收入。虽然公司希



望继续收购“京珠线”湖南段其他资产，但由于政策等方面原因，公司的收购步伐放缓。未来两年的增长主要在于现有道路的运用。

- 公司车辆以一类车和三类车为主(占 70%以上)，而收费标准的下调集中在四类车和五类车，降低公司 EPS 约 0.043 元，影响较小。
- 目前现代投资积极参与重组泰阳证券，公司的立场是不再往其中投入资金，以保护公司自身的利益。从我们了解的情况来看，泰阳证券目前的状况尚不足以对公司业绩产生较大负面的影响。公司对泰阳证券 14.94% 的股权投资自 2004 年 1 月 1 日起由权益法改为成本法核算，并对其计提资产减值准备。此项处理，部分释放了公司在长期投资方面的风险。我们按 20% 的计提比例计算(总投资额 171.39 百万元)，估计减少 2004 年 EPS 约 0.086 元。
- 公司自 2004 年 1 月 1 日起统一按直线法核算公司资产的折旧和摊销。
- 我们预计公司 2004 年净利润为 156.87 百万元，同比增长 187.77%，EPS 为 0.393 元，2005 年净利润为 229.92 百万元，同比增长 46.70%，EPS 为 0.576 元。投资建议为“买入”。

### 深高速：买入

- 深高速下辖路桥以深圳市高速公路为主，参控股部分广东省内高速公路，并开始向全国范围伸展收购收费路桥。
- 广东省经济发达，汽车保有量居于全国第一，同时，省内高速公路已逐渐呈网络化，为路桥车流量的高速增长奠定扎实基础。
- 深高速下辖主要高速公路未来两年平均车流量增幅能保持在 20% 以上。收费标准的下降对其影响很小。
- 目前深高速参股的路桥资产贡献投资收益较少。2005 年 3 月 19 号收购的武黄公路能在今年给公司带来收益。
- 公司收购所需资本开支较大，我们预计今年会增加 20 亿元左右的借款。财务费用给公司带来较大压力。
- 我们虽然认同深高速扩张的战略，但同时也认为公司最大的风险来自于投资项目的运营不能达到预期。
- 我们预计公司 2005 年净利润为 564.34 百万元，同比增长 16.46%，EPS 为 0.259 元，2006 年净利润为 652.66 百万元，同比增长 15.65%，EPS 为 0.299 元。投资建议是买入。

### 山东基建：买入

- 山东基建 2004 年主营业务收入 2,063.85 百万元，同比增长 33.46%，净利润 620.80 百万元，同比增长 33.03%，EPS 为 0.185 元，并发放红利每股 0.10 元。
- 公司净利润大幅增长主要得益于济青高速车流量的增长。2004 年，济青高速日均标准车流量 2.96 万辆，同比增加 48.08%。同时，作为公司第二大收入来源的济南二桥的收入亦增加超过 55%。
- 济青高速中修费的增长和路产折旧方式改变是公司主营成本增长的主要原因。据我们了解，济青高速的中修费约有 1.3 亿元。由于济青高速的中修要到 2006 年，我们预计 2005 年中修费用将进一步增加。
- 公司长期股权投资中包含对天同证券的 30.00 百万元投资，本期计提 24.00 百万元的减值准备。
- 公司 2005 年主要投资项目是济莱高速公路。

- 我们认为，山东基建 2005 年的增长点一方面在于自身路桥资产车流量的增长，另一方面在于收取超限费带来的单车收入的增长。
- 我们维持上一篇报告中的盈利预测，预计公司 2005 年净利润为 817.66 百万元，同比增长 31.71%，EPS 为 0.243 元，2006 年净利润为 1,022.08 百万元，同比增长 25.00%，EPS 为 0.304 元。投资建议维持“买入”不变。

#### 中原高速：持有

- 中原高速目前拥有道路为郑漯高速、漯驻高速（“京珠线”河南段）和郑州黄河公路大桥及其南接线（107 国道）。公司拥有的资产是河南省内目前最好的路桥资产之一。
- 中原高速募集资金收购项目（漯驻高速）于 2004 年 9 月 23 日实施。
- 10 月 1 日，新郑公路的通车试运营，给郑漯高速和黄河大桥的收入分别带来 30%和 10%的分流作用。由于试运营阶段不能进行收购，我们估计两年内公司无法以收购的方式解决分流问题。
- 由于历史问题，公司道路资产的路况较差，中原高速近两年对相关道路进行了路面改造。公司还计划以 29.66 亿元将郑漯高速由四车道改为八车道。一方面，我们估计改扩建对车流量的影响将在 2005 年第四季度显现；另一方面，我们担心高额的养护费用将降低公司的盈利能力。
- 中原高速还计划投资建设郑州至石人山高速公路，投资总资金为 69.18 亿元。
- 我们估计中原高速需在未来支付至少 41.79 亿元左右的资本开支。
- 根据公司下调收费标准的公告，我们认为从静态的角度来看，将降低公司 7%左右的收入。我们预计中原高速 2004 年净利润为 521.13 百万元，同比增加 92.11%，EPS 为 0.496 元；2005 年净利润为 568.83 百万元，同比增加 9.15%，EPS 为 0.542 元。投资建议为“持有”。

**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。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**特别声明：**

本报告版权归“上海金信管理研究有限公司”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海金信管理研究有限公司”或“金信研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。