

高速行业：大巧若拙、防御为王，影响高速企业内在价值之因素探析

——交运行业深度报告

2019年07月31日

看好/维持

交运

深度报告

分析师	曹奕丰 电话：13761603579 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
分析师	洪一 电话：010-66554032 邮箱：hongyi900214@qq.com	执业证书编号：S1480510120014

投资摘要：

高速公路行业是典型的防御性行业，高速公路由于车流稳定+行政定价等特点，运营期现金流充沛，经营业绩可预测性强，行业具有天然的防御性。**复盘 13 年以后高速龙头股的独立行情，高股息和业绩成长是驱动股价上涨的核心要素。**

对于高速收费主业，路产的区位优势决定企业护城河的宽度与深度，区位影响存量路产的单公里收入和内生增速，同时也影响着企业再投资能力。单公里收入=车流量*单公里收费，决定单公里收入大小的主要是车流量，车流量又取决于所在区位的腹地经济发展水平、区域经济一体化相关的政策规划，区域内高铁、火车等替代交通工具的便捷程度等。从再投资的回报率来看，经济发达、财政充足的区域，当地政府倾向于提供更多支持来保证上市公司的高速路产维持合理的回报率水平，且人口众多的东部和南部出行需求大，人均路网密度仍低于全国平均水平，存在进一步加密的空间，尤其是长三角和珠三角经济随着一体化的政策推进，出行需求大，拥堵情况仍待改善，我们更看好位于长三角、珠三角区位企业的再投资能力。

多元化双刃剑，审慎推进为上，平衡求稳与求变。高速公司通常拥有较好的现金流，在剩余收费年限的压力下，发展第二主业，通过多元化投资来增加现金流持续性是必然的趋势。多元化是一把双刃剑，从好的方面来说，多元化一方面提升了企业的现金流持续性，另一方面，增长点的开拓也带来了现金流的成长性。企业的多元化应当尤其注重商业模式和投资回报率，审慎推进为上策，在求稳与求变中做好平衡。

投资策略：过去高速股既能享受业绩成长带来的股价资本利得，又能享受稳定分红回报。而现阶段，随着我国的高速行业逐步进入成熟期，路网建设趋于完善，双重回报期大概率已过，但板块的防御性配置价值仍在。我们认为，随着宽松政策验证期与公司业绩验证期将至，在上市公司总体业绩难以有超预期的改善的背景下，三季度市场整体表现或受到基本面的因素压制，防御性板块值得超配，叠加中期，国内无风险利率下行利好行业，维持高速公路行业看好评级。

投资策略上，建议选择路产占据区位优势、辅业审慎稳健、高股息的投资标的，重点推荐**粤高速 A (000429.SZ)**：高股息防御性好，18 年股息率为 7.14%，预计广佛高速到期对公司负面影响有限，可由佛开扩建后带来的增量通行费收入弥补；**深高速 (600548.SH)**：占据区位优势，受益珠三角经济一体化，再投资能力强，多元化布局已现潜能；**宁沪高速 (600377.SH)**：受益江苏腹地经济发达优势，路产存续收费年限长，内生稳健增长，上市以来持续高分红，高速行业白马。

风险提示：宏观经济下行车流量不及预期；收费政策出现不利调整；新建项目收益率不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
粤高速 A	0.80	0.70	0.76	0.82	9.8	11.2	10.3	9.5	1.85	未评级
深高速	1.58	0.97	1.07	1.15	6.1	9.9	9.0	8.4	1.29	未评级
宁沪高速	0.87	0.82	0.86	0.90	11.8	12.5	11.9	11.4	2.03	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 历史行情复盘：论高速公路的防御性与选股	4
1.1 行业复盘：板块整体防御特性并不显著，高股息高速股防御性凸显.....	4
1.2 龙头复盘：业绩增长是取得超额收益的核心要素.....	6
1.3 以史为鉴：高速股的内在价值、选股与择时.....	7
2. 高速公路公司的内在价值探讨	8
2.1 收费高速主业：路产区位优势构建企业护城河.....	8
2.2 辅业审慎经营为上，多元化战略在求稳与求变中做平衡.....	12
3. 投资策略	15
3.1 行业投资策略.....	15
3.2 重点公司推荐.....	15
4. 风险提示	16
相关报告汇总	17

表格目录

表 1：某高速公司甲企业价值测算假设	7
表 2：各省主要路线客车收费标准（单位：元/公里）	9
表 3：龙头高速公司目前扩建项目列表（截止 2018 年报）	12
表 4：龙头高速公司的多元化布局	14

插图目录

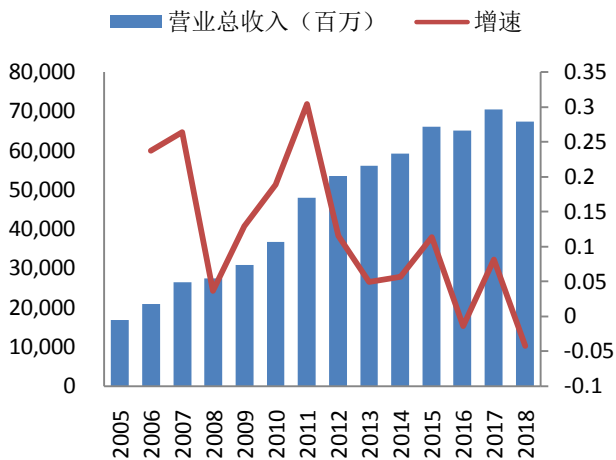
图 1: 2005-2018 高速行业总营收及增速	4
图 2: 2005-2018 高速行业总归母净利润及增速	4
图 3: sw 高速公路历史表现与超额收益	5
图 4: 高速公路与全部 A 股的估值	5
图 5: 高股息高速公路股的累计超额收益变化趋势与指数反相关	6
图 6: 2008-2018 营收与净利润十年复合增速对比	6
图 7: 2005-2018 粤高速 A 营收及净利润	6
图 8: 高股息高速公路股的累计超额收益变化趋势与指数反相关	7
图 9: 我国高速公路收费里程 (单位: 公里)	8
图 10: 收费公里建设投资总额 (单位: 亿元)	8
图 11: 我国高速公路路网密度 (单位: 公里/千平方公里)	9
图 12: 我国高速公路人均路网密度 (单位: 公里/千人)	9
图 13: 上市高速企业单公里收入对比	10
图 14: 龙头高速企业 ROE 比较	10
图 15: 不同高速路产的单公里收入差距巨大 (单位: 万元/公里/年)	10
图 16: 上市龙头高速公司剩余收费年限对比 (按毛利加权)	11
图 17: 2017 年节日期间高速拥堵情况	11
图 18: 2009-2018 龙头高速企业路产主业营收占比变化趋势	13
图 19: 2010-2018 部分高速企业多元化战略推进后的 roe 变化	14

1. 历史行情复盘：论高速公路的防御性与选股

1.1 行业复盘：板块整体防御特性并不显著，高股息高速股防御性凸显

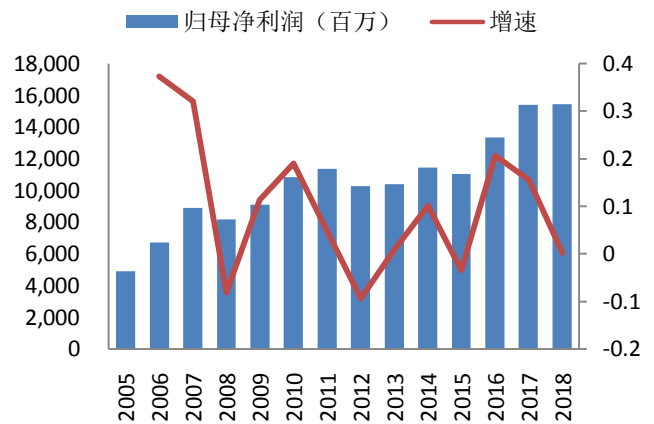
从内在逻辑看，高速公路行业是典型的防御性行业。从商业模式看，高速属于重资产行业，运营期可视为现金奶牛，前期建设投入虽然较大，但路产的自然垄断性构建了公司的护城河，运营期公司的应收账款少，经营现金流稳定且随车流量增长能够保持平稳增长的趋势。从收入端看，高速公路由于车流稳定+行政定价等特点，极端的经济环境对高速企业的收入影响也相对较小，行业具有天然的防御性。另外，从可预测性来说，由于经营情况非常透明，其车流量可以预测，收费标准相对固定统一，使得经营业绩可预测性强。在市场情绪大幅波动时，高速企业业绩的稳定和可预测性能够打消投资者的担忧情绪，成为资金的避风港之一。

图 1：2005-2018 高速行业总营收及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

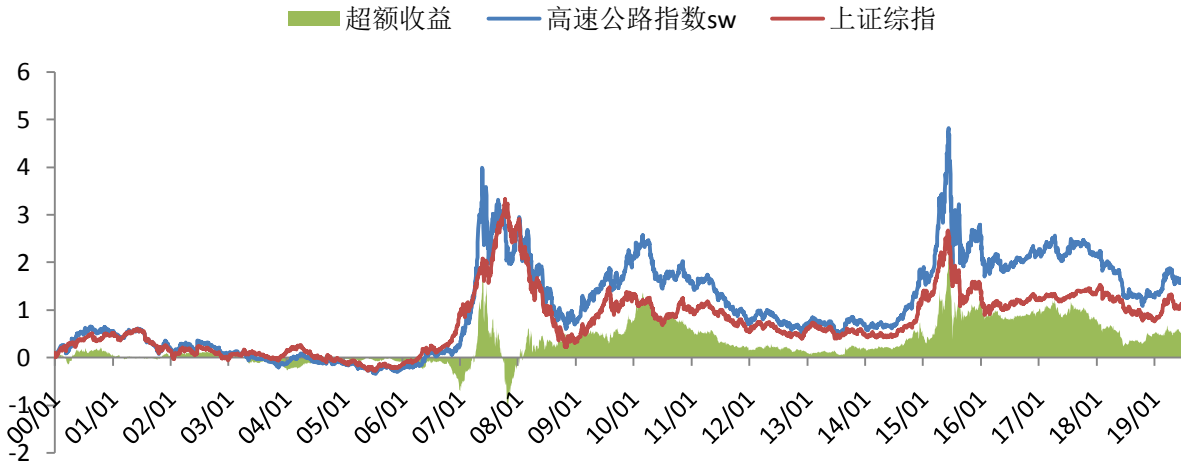
图 2：2005-2018 高速行业总归母净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所（注：06、07 年实施新会计准则的影响，是上市公司营收与利润增幅较大）

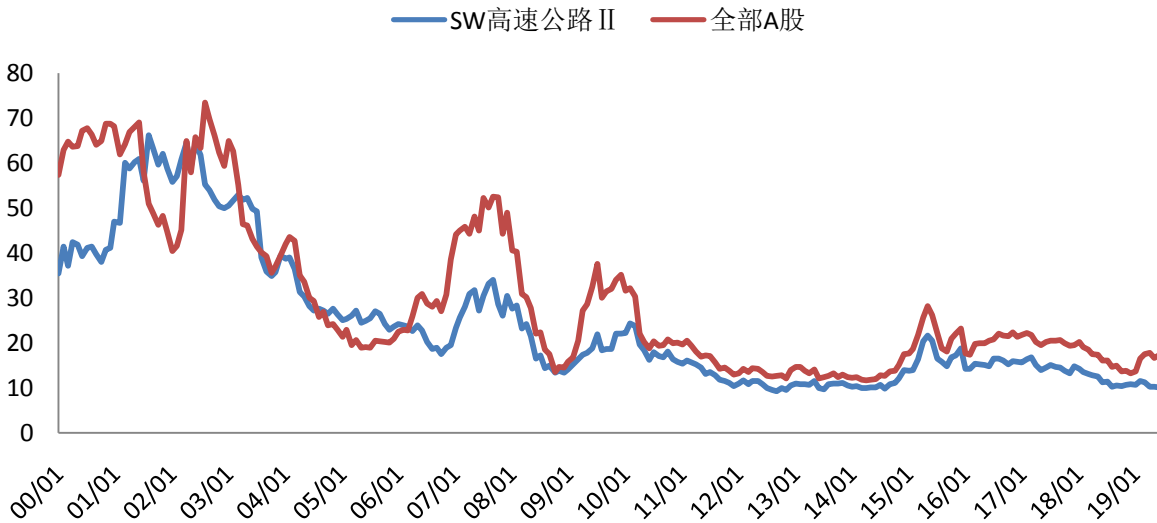
高速股的配置价值理应在他的防御属性，但过去板块整体防御性并不显著。从历史复盘的表现看，在 09 年以前，高速公路指数与大盘走势非常接近，板块的 beta 约等于 1。而在 09 年和 15 年启动的两次牛市中，高速公路指数涨幅领先于大盘，因而在随后的熊市中，跌幅也超越大盘，显示出板块相对大盘拥有 >1 的 beta。总的来说，回顾历史的 17 年，板块的防御性不明显，我们认为这是受多方面的因素影响，一是早期投资者的价值投资理念尚未形成，在牛市中，高速股作为低价股受到追捧，从而使得股价大幅高于企业的内在价值，而高速股前期积累的大量涨幅，在熊市中进行估值消化，股价大幅下挫；二是当时基建投资作为拉动经济的重要马车，高速行业的投资随财政政策大幅起落，彼时的高速行业具有一定的经济周期性和成长性。但目前，随着高速行业走向成熟期，行业的资本开支已大幅减少，业绩稳定性增强加上投资者价值投资理念的形成，预期未来板块的防御性特征将越来越明显。

图 3：sw 高速公路历史表现与超额收益



资料来源：wind，东兴证券研究所

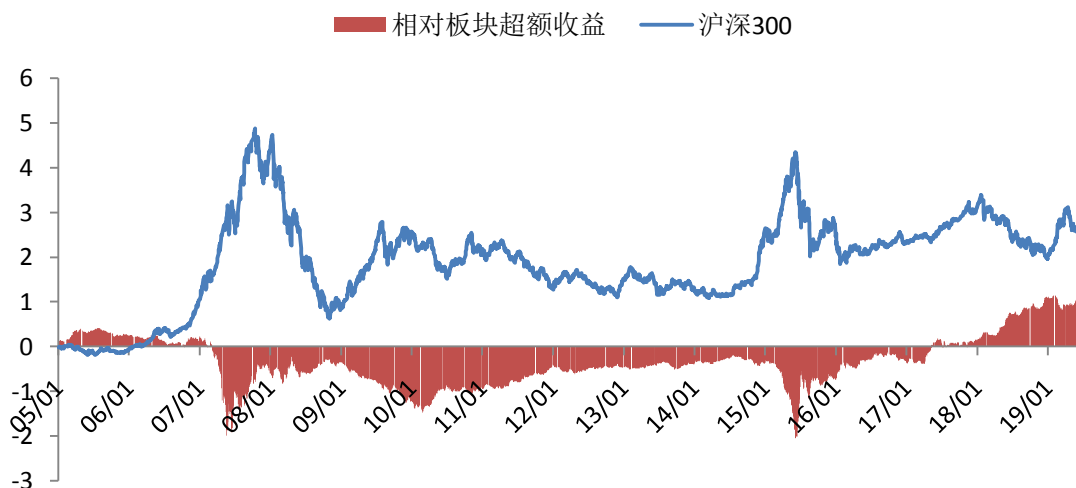
图 4：高速公路与全部 A 股的估值



资料来源：wind，东兴证券研究所

这其中，高股息高速股防御性凸显，具有更好的配置价值。我们构建了高速公路板块高股息组合（宁沪高速、粤高速 A、深高速），可以看到在 2017 年以前，高股息组合的累计超额收益变化与大盘走势呈反向相关，大盘下跌时，高股息组合的累计超额收益上升，表现出较好的防御性，而 2017 年开始，在资产配置荒的大背景下，高股息组合开始了独立行情，与大盘的相关性较弱，无论大盘上涨还是下跌，高股息组合的累计超额收益不断爬升。高股息代表着现金在手，减少企业的多元化投资风险，在市场避险需求提升的情形下，高股息高速公司可作为类固收投资标的，防御性特征更加凸显，更具配置价值。

图 5：高股息高速公路股的累计超额收益变化趋势与指数反相关

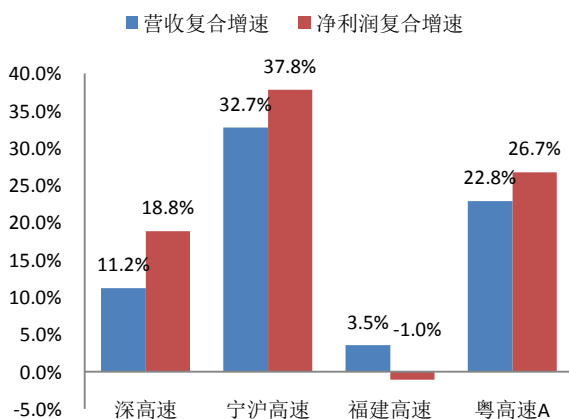


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 龙头复盘：业绩增长是取得超额收益的核心要素

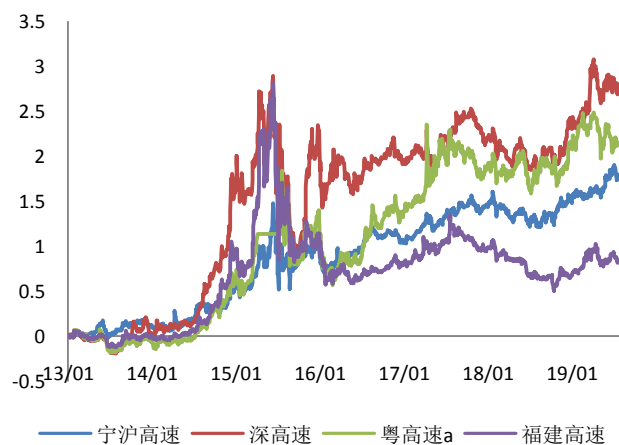
复盘高速龙头，业绩增长是取得超额收益的核心要素。2013 年至今，宁沪高速、粤高速 A、深高速涨幅分别为 183%、215%、280%，同期上证综指上涨 29.5%，三家公司的都取得了超额收益。这三家龙头的高速路产主要覆盖广东、江苏等经济发达地区，拥有超越全国平均水平的车流量增速，占据区位优势，同时，多元化战略也稳健推进，房地产、环保等非主业也形成了增长点，使得公司整体业绩稳健增长，股价也有较好表现。而福建高速虽然分红也非常稳定，但由于区位相对处于劣势，增长较缓，因此超额收益明显落后于宁沪高速、粤高速 A、深高速。

图 6：2008-2018 营收与净利润十年复合增速对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：2005-2018 粤高速 A 营收及净利润



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 以史为鉴：高速股的内在价值、选股与择时

高速路产的收费年限，根据现行《收费公路管理条例》要求，政府还贷公路收费期限最长不超过 15 年（国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限最长不超过 20 年）、经营性公路收费期限最长不超过 25 年（国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限最长不超过 30 年）。18 年的修订草案则明确，经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。

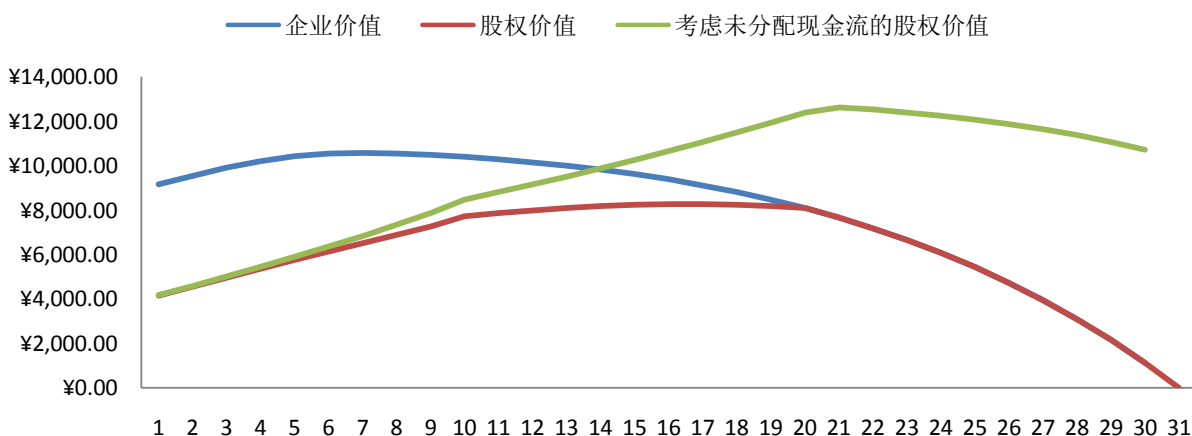
无论如何，高速股具有商业模式的短板，不考虑其他辅业业务，高速公司的自由现金流持续性较差，在收费期过后将大幅下降，这也使得高速股无法用 PE 法来估值，企业的 PE 随着项目的到期年限越来越临近势必会减少，用绝对估值法 FCFF/FCFE 对企业价值进行评估更为合理。我们假设某高速公司甲只有一个路产项目 A，项目 A 初始投资 100 亿，其中 50% 投资动用借款，运营期限为 30 年，折旧按车流量分 20 年计提，分红前三年为 0，第 4-7 年为 40%，第 8-15 年为 70%，第 16-20 年为 80%，第 21-30 年为 100%。借款 20 年还清，偿还进度为保持目标债务率在 45%，WACC 为 7.6%。根据一系列假设条件，我们计算出高速公司甲在项目持续期内每年的股权价值如下，可以看到，在公司的全部债务偿完以后，最后 10 年的运营期，企业价值随着到期日的临近呈减少的趋势。

表 1：某高速公司甲企业价值测算假设

	1 年	2 年	3 年	6 年	10 年	15 年	20 年	25 年	30 年	其他假设	
营业收入	442	495	646	1067	1212	1305	1406	1515	1632	wacc	7.6%
息前税后利润	138	165	216	384	460	496	534	1121	1208	债务利率	4.5%
FCFF	303	363	471	768	897	966	1040	1121	1208	目标债务比率	45.0%

资料来源：根据假设条件计算，东兴证券研究所

图 8：高股息高速公路股的累计超额收益变化趋势与指数反相关



资料来源：wind，东兴证券研究所（注：第 n 年的企业价值=第 n 年至 30 年 FCFF 折现价值之和，第 n 年的股权价值=第 n 年的企业价值-第 n 年尚未还款的债权价值；第 n 年考虑未分配利润的股权价值=第 n 年的股权价值+第 1 年至 n-1 年全部未分配利润不进行再投资留存到项目存续期结束的在手现金价值）。

在选股上，以史为鉴，**高速股的选股，高股息和业绩成长应当两手抓**。高速股的配置价值主要在于防御性，而稳定高分红的高速股具有更好的防御属性，因而配置价值更大。同时业绩成长性好，主业占据区位优势稳健增长、辅业审慎锦上添花，是赚取绝对收益的关键。

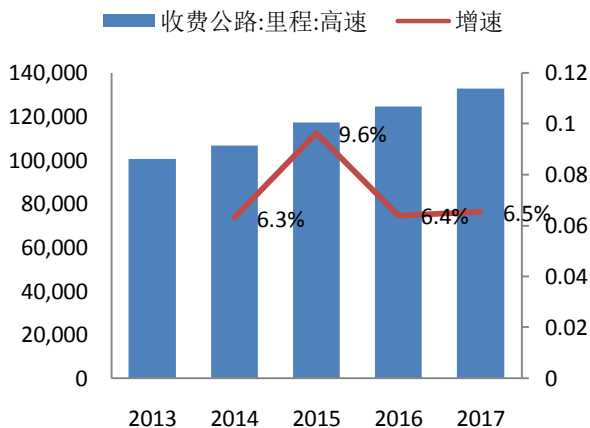
在择时上，**高股息的高速股类股类债**，一方面，从类股属性考虑，由于剩余收费年限短的公司，股息收益较为稳定，估值会有较大压制，因此偏好高速股类股属性的投资者应当选择**当前股价相对公司的内在价值有安全边际，剩余年限有提升空间或相对充裕的公司则最优**。另一方面，从类债属性考虑，预期未来风险偏好不会明显提升，债券收益率将维持在低位的市场环境是较好的布局时点。

2. 高速公路公司的内在价值探讨

2.1 收费高速主业：路产区位优势构建企业护城河

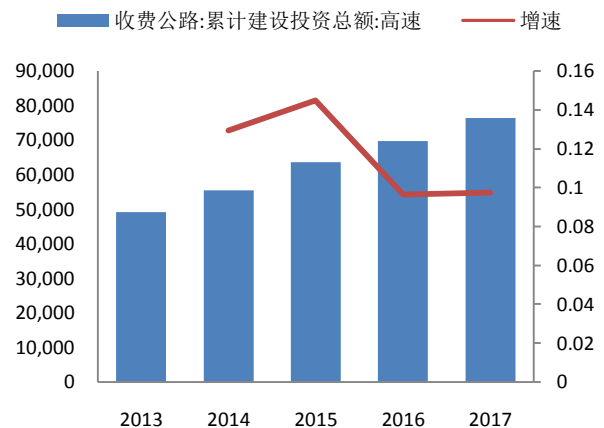
我国高速公路行业随着路网建设趋于完善，目前已进入成熟发展期。我国的第一台高速公路于 1988 年通车，随后在 1988-1997 年进入快速发展期，期间里程复合增速达 28%，1998-2005 年行业进入成长期，增速较上一阶段有所放缓，里程复合增速为 8%，2006 年以后，行业进入成熟期，里程增速进一步放缓至 6%，高速建设投资增速近两年也放缓至 9%。同时，根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年高速公路建设里程达 15 万公里，根据 17 年 13.3 万公里计算，18-20 年里程复合增速为 4.1%。

图 9：我国高速公路收费里程（单位：公里）



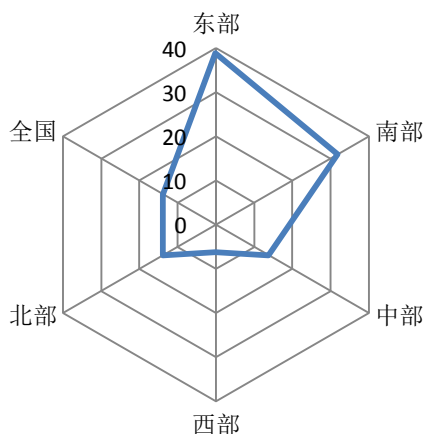
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10：收费公里建设投资总额（单位：亿元）

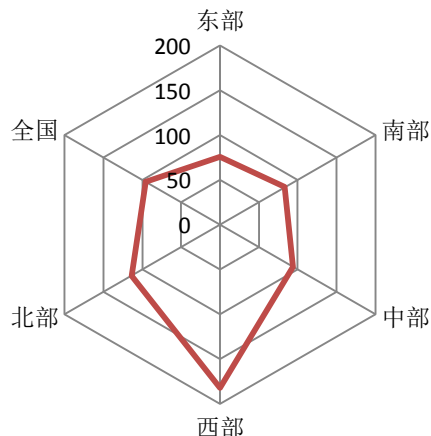


资料来源：wind，东兴证券研究所

从路网密度来看，我国的路网密度已与发达国家水平较为接近，各区域密度人均虽不均衡但在现阶段有其合理性。我国全国路网密度为 13.8 公里/平方公里，路网密度落后于日本和欧洲等发达国家，但已高于同样土地面积较大的美国与加拿大。我国因为总人口数较多，人均路网密度大幅落后于美国、加拿大等国，但也已高于日本和英国。从各区域的水平来看，东部和南部由于属于沿海经济发达地区、人口众多，需求较大，路网密度也较高，而西部路网密度最低，但从人均路网密度看，西部由于人口较少，人均路网密度已处于较高水平，其他地区人均水平较为接近。因此从全球和国内各区域的路网密度水平来看，我国的高速行业即将进入存量模式。

图 11：我国高速公路路网密度（单位：公里/平方公里）


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：我国高速公路人均路网密度（单位：公里/千人）


资料来源：wind，东兴证券研究所

存量模式下，随着主干道路基本铺设完成，地方局域路网的加密对边际车流量的影响将逐渐趋弱，路产的区位优势决定企业护城河的宽度与深度。从企业的成本端来看，高速公路公司主要成本一般包括折旧及摊销、人工成本、公路维护成本及其他业务成本等，成本端相对刚性。从收入端来看，单公里收入=车流量*单公里收费，以 1 型车为例，全国平均收费为 0.4-0.5 元/公里，其中东部地区收费较高，而西部地区收费较低，各地间差异不是非常大。决定单公里收入大小的主要是车流量。车流量包括客运车流量和货运车流量，又取决于所在区位的腹地经济发展水平、区域经济一体化相关的政策规划，区域内高铁、火车等替代交通工具的便捷程度等因素。

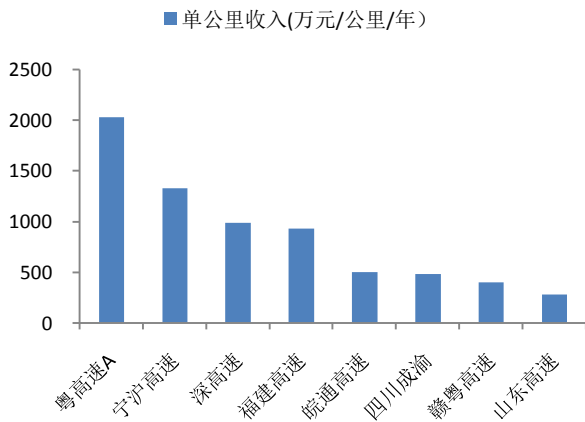
表 2：各省主要路线客车收费标准（单位：元/公里）

收费车型	划分标准	广东	福建	浙江	江苏	湖北	湖南	四川
1 型	客车		0.55	0.45	0.45			
	货车	0.6	0.6	0.45	0.675	0.44	0.4	0.35
2 型	客车		1.1	0.45	0.675			
	货车	0.9	1.1	0.8	0.9	0.44	0.7	0.9
3 型	客车		1.54	0.8	0.9			
	货车	1.2	1.54	1.2	1.125	0.825	1	1.05
4 型	客车		1.6	1.2	0.9			
	货车	1.8	1.65	1.4	1.35	1.1	1.3	1.4
5 型	货车	2.1	1.925	1.6	1.575	1.32	1.4	1.78

资料来源：wind，东兴证券研究所

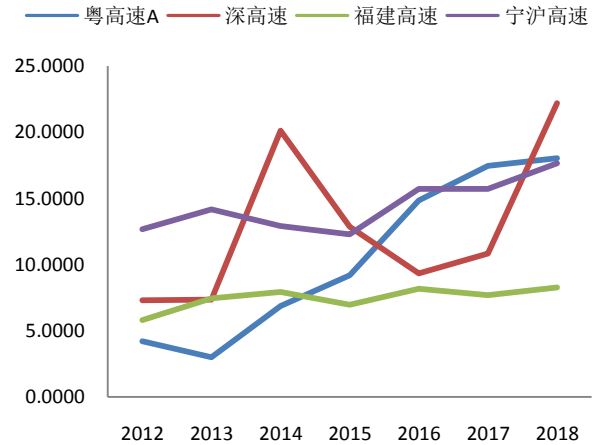
假设在造价、费用等成本端因素相同的情形下，区位优势带来较高的单公里收入，从而导致更好的盈利能力。通常来说经济发达地区、人口净流入，需求持续旺盛，因此所在的路产车流量增长也将较为稳定，如图所示，不同高速的单公里收入相差巨大，全国平均水平在 358 元/公里/年，而深高速下的机荷东段单公里收入超过 3000，宁沪高速下的沪宁高速单公里收入也超过 2000。从盈利能力 ROE 的对比来看，单公里收入较高的粤高速 A 和宁沪高速，ROE 也处于第一梯队 15% 以上的水平。

图 13：上市高速企业单公里收入对比



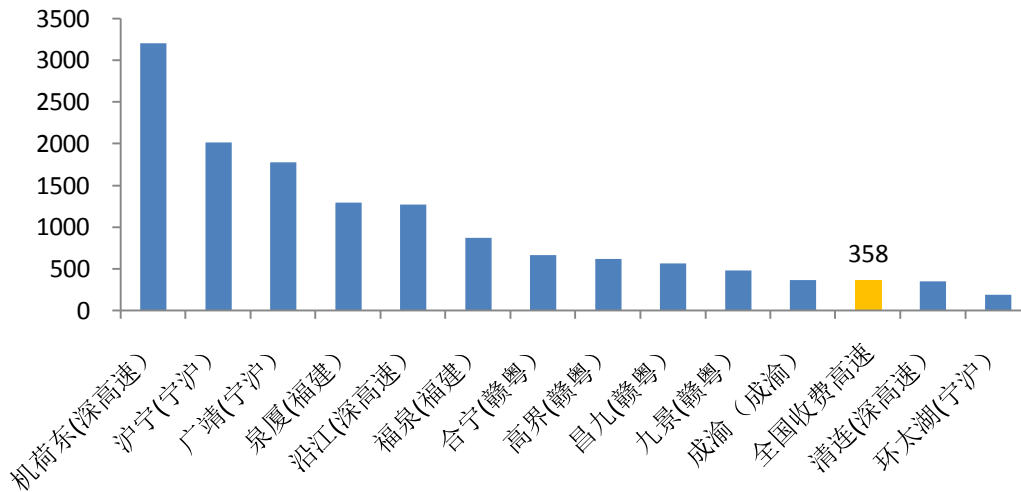
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 14：龙头高速企业 ROE 比较



资料来源：wind，东兴证券研究所

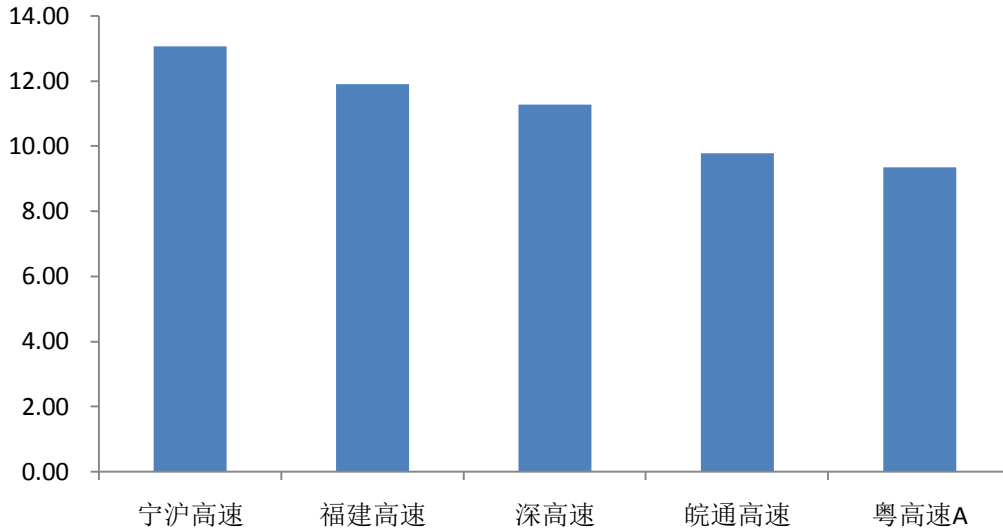
图 15：不同高速路产的单公里收入差距巨大 (单位：万元/公里/年)



资料来源：wind，东兴证券研究所

高速公路企业都存在现金流持续性的问题，企业可通过再投资来延长现金流的持续年限，而区位对企业再投资能力有举足轻重的影响。从目前的上市公司收费剩余年限来看，时限大多在 9-15 年之间，统计的高速龙头企业中，粤高速 A 剩余年限最短，仅为 9.3 年，宁沪高速剩余年限较长，为 13.1 年，部分企业的收费年限已不算非常充裕。对于高速上市公司，可通过收购、自建、PPP 等模式进行再投资，新项目的投运可使得公司的平均到期年限延长，已有项目的扩建也能通过重新核定收费年限来延长收费年限。由于在路网趋于完善的情况下，新项目带来的边际车流量增加往往不如老项目，而新建项目施工、拆迁等成本不断上升，因此新项目的投资回报率面临下滑的困境，而根据 FCFF，只有当再投资回报率大于 WACC 时，才能通过再投资来增加企业价值。

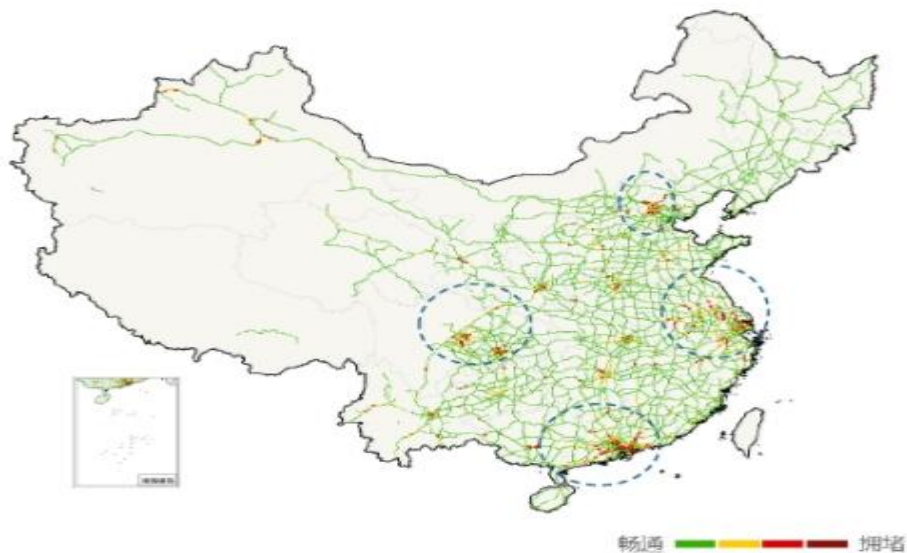
图 16：上市龙头高速公司剩余收费年限对比（按毛利加权）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们更看好位于经济发达、财政充足的长三角、珠三角区位企业的再投资能力。从再投资的回报率来看，经济发达、财政充足的区域，当地政府倾向于提供更多支持来保证上市公司的高速路产维持合理的回报率水平。从再投资的空间来看，人口众多的东部和南部出行需求大，人均路网密度仍低于全国平均水平，存在进一步加密的空间，尤其是长三角和珠三角经济随着一体化的政策推进，出行需求大，拥堵情况仍待改善，预期该区位的高速企业如宁沪高速（长三角）、粤高速（珠三角）、深高速（珠三角）等将具备获取稳定盈利再投资项目的条件和能力。

图 17：2017 年节日期间高速拥堵情况



资料来源：《中国高速公路出行大数据报告》，东兴证券研究所

具体比较四家龙头高速公司的在建项目情况，再投资能力深高速最优。其中，福建高速和粤高速在建项目较少。而在建项目较多的为宁沪高速和深高速，其中深高速的沿江项目和外环项目，在当时政府支持下，通过PPP模式深高速实际单公里支付对价仅为1.75、1.08亿元/公里，使得项目拥有预期8%较为可观的IRR，在行业再投资回报率普遍下滑的情形下，用较少的资金撬动较大的项目，表现突出；宁沪高速资本开支压力在这四家企业中最大，预期2020年以前宁沪的分红难有进一步提升。

表3：龙头高速公司目前扩建项目列表（截止2018年报）

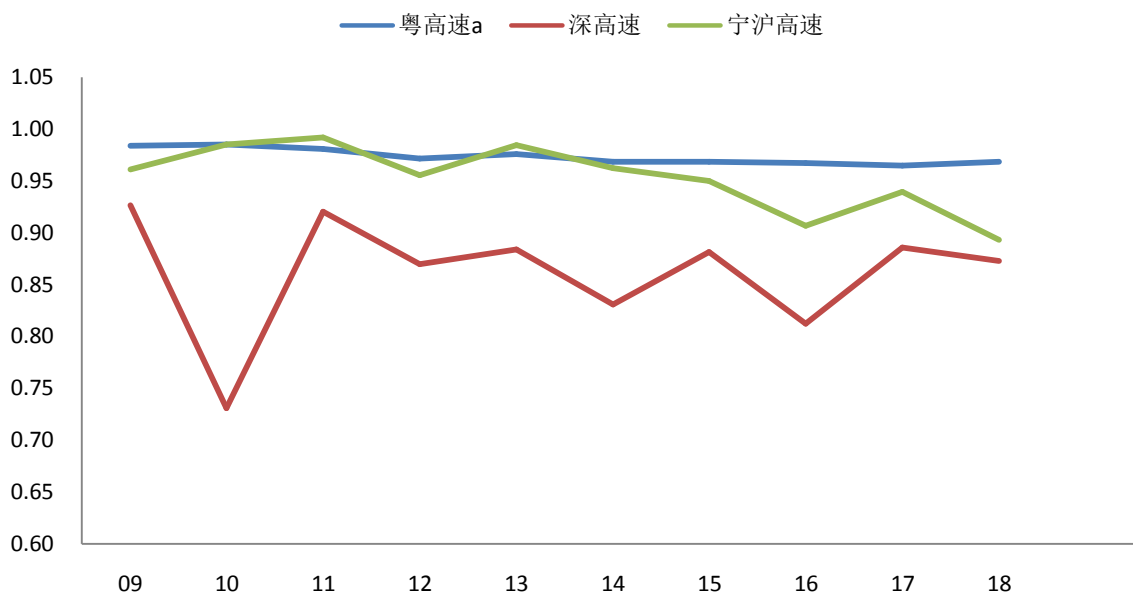
	项目	总投资(亿)	公司累计投资额(亿)	建设进度	预计剩余投资(亿)	预计通车年份	irr
宁沪高速	五峰山	121	65	53.7%	56	2020	-
	常宜高速一期	38	21	54.1%	17	2020	-
	宜长高速	40	14	35.7%	26	2020	-
	合计	198					
深高速	沿江二期	167(公司出64)	0.1	31.0%	64	2019沙井互通通车, 剩余2024分段通车	8.08%
	外环	206(公司出65)	22.0	55.0%	43	2020	8.40%
	机荷高速改扩建	60	0.0	0.0%	60	2024	-
	合计	433					
粤高速a	佛开高速公路三堡至水口段改扩建	35	10.53	30.09%	24.47	2020	4.60%
	参股: 惠盐高速改扩建	29.2(公司出2.9)	-	-	-	2020	5.63%
	合计	37.9					
福建	无						

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 辅业审慎经营为上，多元化战略在求稳与求变中做平衡

多元化双刃剑，跨行业经营不易。 高速公司通常拥有较好的现金流，在剩余收费年限的压力下，发展第二主业，通过多元化投资来增加现金流持续性是必然的趋势。多元化是一把双刃剑，好的多元化战略能增加企业内在价值，反之，也会损毁企业价值。从好的方面来说，多元化一方面提升了企业的现金流持续性，另一方面，增长点的开拓也带来了现金流的成长性，此外若是布局低beta较稳健的辅业，企业的整体经营风险降低后，公司股票的必要回报率即WACC也会降低。因此，企业的多元化应当尤其注重商业模式和投资回报率，投资回报率小于WACC的项目，低毛利或高波动性的辅业项目，都有可能导企业内在价值降低。

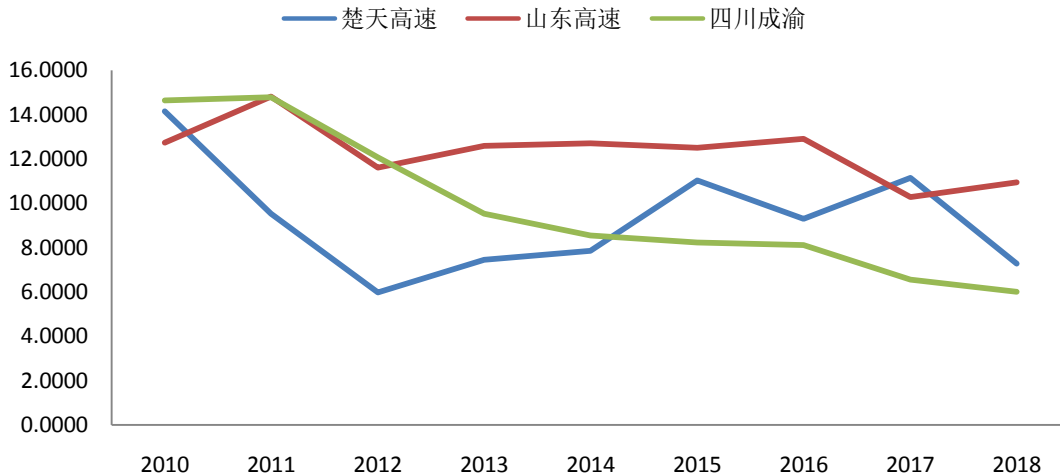
整体来看，目前 A 股高速企业辅业涉足的行业分布广泛，房地产、广告、能源、工程、金融、环保、贸易、矿业、制造、典当、租赁、传媒等都有涉猎。其中，涉及最多的是房地产、广告、能源、金融这几个领域。我们认为高速企业的特点在于行业没有技术门槛，但现金流稳定，公司通常跟当地政府关系良好，资金充足，长于存量项目的管理和运营，因此高速企业的辅业向同样资本扩张型的行业金融、环保等领域拓展难度较小，且这两个行业 ROE 也不低，或是向主业相关的广告、服务区提效运营等方向，投资者也较为接受。若向能源、贸易等领域拓展，目前上市公司的能源、贸易大多是石化产品的销售和贸易，本身不具备护城河，反而会拖累毛利率和盈利能力，对企业估值也可能带来负面影响。而房地产、工程、矿业等行业持续性也较差，每年容易大幅波动，可适当投资，但无法提高的第二主业的战略高度。其他制造、互联网等技术驱动型的业务，由于高速企业不具备同样的基因，管理难度较多，市场也多持存疑的态度。

图 18：2009-2018 龙头高速企业路产主业营收占比变化趋势


资料来源：wind，东兴证券研究所

审慎推进多元化战略为上策，在求稳与求变中做平衡。从过去高速企业多元化的情况来看，有不少公司都出现了并购行业竞争加剧，业绩承诺不达预期的情况，如四川成渝大步伐的在金融、房地产、工程、能源、文旅开始多元化布局后，ROE 不端降低，而山东高速投资房地产的多个项目受行业形势的影响，积压多年，而金融、环保、物流、矿业领域的投资也出现有不达预期，比如龙马环卫、东兴证券等定增项目大额浮亏，投资的威海商业终止 ipo 等，楚天高速大举进军智能制造，收购三木智能也不达预期。我们认为高速企业的防御性作为最主要的配置价值，在多元化战略上审慎为上策，先以参股形式分享投资收益和积累行业经验，再确立第二主业进行深耕，既不能安分于主业，也不应当过于激进，下出恰如其分的本手才是提升企业内在价值和发展潜能的最优策略。

图 19：2010-2018 部分高速企业多元化战略推进后的 roe 变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

企业的多元化能力取决于投资能力和并购整合能力，能否以合适的价格投资所在领域的龙头企业，也是对企业的战略眼光、资源整合、对接能力的综合考验。从四家龙头高速企业的多元化布局来看，步伐都较为审慎，以自己开拓和参股为主。粤高速 A 和福建高速偏保守，在房地产和金融略有涉足，2018 年两家公司路产主业营收占比仍达到 95% 以上。宁沪高速 2018 年主业营收占比为 89%，目前公司的辅业利润主要由房地产贡献，公司还重点开展金融股权投资业务，整体辅业也较为稳健。相对来说，我们更看好深高速在多元化领域的潜力，除房地产储备有贵龙项目、梅林关项目以外，公司与威立雅环保集团保持良好合作关系，收购德润环境，旗下控股重庆水务和三峰集团，均为环保细分领域龙头，重庆水务水厂运营利润贡献稳定，而三峰集团垃圾焚烧和装备销售业务商业模式好，技术处于国内领先水平，随着公司自身的环保团队开始招兵，环保作为第二主业发展可期。

表 4：龙头高速公司的多元化布局

公司名称	多元化领域	具体标的
深高速	房地产、环保	44 亿竞得德润环境 20% 股权，德润环境控股三峰环境和重庆水务
宁沪高速	房地产，金融股权投资	
粤高速 A	金融、房地产	参股粤科科技小贷和国元证券
福建高速	金融	
赣粤高速	金融、新能源、房地产、工程	参股恒邦财产保险，江西核电等
皖通高速	金融投资	参股新安金融、新安资本、皖通小额贷款等
四川成渝	金融、房地产、工程、能源、文旅	
山东高速	房地产、投资，金融、环保、物流、矿业，	环保：龙马环卫、金融：东兴证券、威海商业银行，矿业：锡林浩特矿业等
楚天高速	电子设备、环保	作价 12.6 亿元收购三木智能 100% 股权

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 投资策略

3.1 行业投资策略

高速公路行业是典型的防御性行业，高速公路由于车流稳定+行政定价等特点，运营期现金流充沛，经营业绩可预测性强，行业具有天然的防御性。复盘 13 年以后高速龙头股的独立行情，高股息和业绩成长是驱动股价上涨的核心要素，过去高速股既能享受业绩成长带来的股价资本利得，又能享受稳定分红回报。而现阶段，随着我国的高速行业逐步进入成熟期，路网建设趋于完善，双重回报期大概率已过，但板块的防御性配置价值仍在。我们认为，随着宽松政策验证期与公司业绩验证期将至，在上市公司总体业绩难以有超预期的改善的背景下，三季度市场整体表现或受到基本面的因素压制，防御性板块值得超配，加上中长期国内无风险利率下行利好行业，维持高速公路行业看好评级。

投资策略上，建议选择路产占据区位优势、辅业审慎稳健、高股息的投资标的，重点推荐**粤高速 A** (000429.SZ)：高股息防御性好，18 年股息率为 7.14%，预计广佛高速到期对公司负面影响有限，可由佛开扩建后带来的增量通行费收入弥补；**深高速** (600548.SH)：占据区位优势，受益珠三角经济一体化，再投资能力强，多元化布局已现潜能；**宁沪高速** (600377.SH)：受益江苏腹地经济发达优势，路产存续收费年限长，内生稳健增长，上市以来持续高分红，高速行业白马。

3.2 重点公司推荐

3.2.1 粤高速 A

粤高速是广东省交通集团旗下高速上市平台，实际控制人是广东省国资委，主要控股经营广佛高速公路、佛开高速公路和京珠高速公路广珠段，控股高速公路里程 158.12 公里，截止 2018 年，控股路产平均剩余收费年限约 9.3 年。公司还参股了深圳惠盐高速、广东广惠高速、广东江中高速、肇庆粤肇司、赣州康大高速、赣州赣康高速等高速公路公司，参、控股高速公路按照权益比例折算里程合计 264.41 公里，目前佛开高速与慧盐高速正实施改扩建。此外，公司引入亚东复兴亚联、保利地产和广发证券等战投，参股了广东省粤科科技小额贷款股份有限公司和国元证券股份有限公司，积极推进金融领域多元化。

3.2.2 深高速

深高速 1997 年在香港上市，2001 年在上海上市，控股股东为深圳国资委直管企业深圳国际控股有限公司。公司现拥有收费公路项目 19 个，权益里程 622 公里，其中 65.7 公里尚在建设中，占有深圳 70% 市场份额。公司再投资能力突出，依托于深圳地区的快速发展和当地的基建支持，深高速新建路产沿江高速、外环高速采用 ppp 模式，公司实际单公里建设投入有限，预期两个项目将有 8% 以上的 irr。在多元化方面，公司在 2015—2019 五年战略规划时期，结合内外经营形势，做出升级转型战略安排，明确将环保产业作为第二主业，2017 年公司分别收购水规院 15% 股权和德润环境 20% 股权，形成双主业协同发展的新格局。

3.2.2 宁沪高速

宁沪高速大股东为江苏省交通控股集团，实际控制人为江苏省国资委。公司主要经营沪宁高速、宁常高速、镇溧高速、广靖高速、锡澄高速等，参股了苏嘉杭高速、沿江高速、常嘉高速、江阴长江公路大桥等项目，路网受益于长三角城市群协同发展及腹地江苏省较好的经济发展水平，公司控股高速公路里程 594.06 公里，截止 2018 年，控股路产平均剩余收费年限约 13.1 年。公司辅业以地产和配套服务为主，配套服务业务即公司推动服务区商业模式升级、油品销售带来新增量，地产业务公司以宁湖置业和宁沪投资为经营主体，主要

项目位于南京、苏州、昆山和句容，未来目标将以提高去化率审慎经营为主。

4. 风险提示

宏观经济下行车流量不及预期；

收费政策出现不利调整；

新建项目收益率不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	高速公路行业：高分红率背后的投资逻辑	2019-07-30
行业	快递产业：兴于电商，而不止于电商	2019-05-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。