

发债、并购、扎堆房地产……高速路上上市公司花样频出，让投资者目不暇接，满以为可以赚得盆满钵满，可不料高速路公司的股价却有如定海神针般“稳定”持久，这其中隐藏着怎样的玄机？

# 苦行高速公路

本报记者 谢慧

10月15日，山东高速发布公告称，公司将发行2013年第一期短期融资券，发行金额30亿元，期限365天。其中5亿元用于补充营运资金，用于公路板块，25亿元用于集团母公司置换银行借款。近年来，发债俨然成了高速公路最青睐的融资方式，目前已经有多家上市公司先后发布了债券融资公告，而其资金用途说明中不约而同提到一项，即用于偿还银行贷款。



## 高利率“陷阱”

2011年，郑尧高速天价过路费案曝光引发市场热议，高速公路上市公司也因其高毛利率被视为暴利行业，堪比现金奶牛。

不过，事实并非如此。“仅仅根据高速路上上市公司业绩表现来判断其为暴利行业有失偏颇。”中债资信分析师赵旭东表示，高速路上公司的路产均为各省市优质路产，大多保持着较高的分红率和稳定的业绩，但从高速公路行业整体来看，上市公司的路产仅占全国已通车高速公路总里程的6%，并不能代表全行业的真实盈利水平。

而以毛利率来衡量企业的盈利水平也不尽合理。申银万国市场研究总监桂浩明认为，现在的情况是东部地区高速公路比较发达，但西部地区还很缺乏。考虑投资收益的话，应该用净资产收益率(ROE)来进行对比，这一指标是衡量上市公司盈利能力及经营管理水平强弱的核心指标，它反映1元股东权益可以获得多少投资回报。

WIND数据统计显示，2012年全部A股上市公司平均净资产收益率为12.6%，同期高速公路板块19家上市公司平均净资产收益率为9.56%，其中只有8家ROE达到10%以上，ROE最低的为龙江交通，仅有3.87%，高速公路行业的净资产收益率远远低于市场平均水平。

以中原高速为例，2012年其营业收入39.72亿元、销售毛利21.2亿元，因此销售毛利率高达53.4%，不过公司同期净利润为5.2亿元，因此净资产收益率仅为7.65%，而且21.2亿元的销售毛利相较于310.45亿元的总资产，投资回报率并不高。从近期市场表现来看，10月22日中原高速收盘价仅为2.32元，低于其3.03元的每股账面净资产。

“高速公路路产的形成70%以上依靠银行贷款、发行债券等债务融资满足，行业整体资产负债率较高，大部分毛利润均用于偿还利息支出。”赵旭东认为，从真实反映其盈利水平的总资产报酬率和净资产收益率两个指标来看，高速路行业整体盈利能力不高。

而让上市企业更为忧心忡忡的，是贷款难度加大。在金融监管政策影响下，多数商业银行上浮10%贷款利率。“今年信贷发放量虽有所增加，但公路并未纳入中央定向宽松的货币政策支持范围，平台贷款又被总量控制，在建项目争取银行信贷资金相当困难，新开工项目难以签订借款合同。”交通运输部科学研究院交通财政与金融研究所所长胡方俊表示，高速路上上市公司纷纷从银行贷款转向大举发债融资只是一种融资方式的转变，以便企业降低资金成本。

## 炒出来的风险边际

“高负债”是压在高速路上的另一座大山。2011年6月云南省公路开发投资有限公司因不能及时给银行还本付息而产生的“违约风波”，让高速公路负债问题浮出水面。随后，全国启动收费公路专项清理工作，对收费期限超过国家规定、还贷性公路违规转成经营性公路、违规设立收费站、部分路段收费标准较高等行为进行整顿。

为期一年的清理整顿并没有带来业绩飙升，19家上市公司的负债余额不降反升，中原高速和五洲交通负债率一度超过70%。主业增长乏力，高速路企业纷纷将触角伸向房地产、工程施工、金融等领域，以多元化业务赚取更多利润来源，不过，较高负债率却是不争的事实。加之媒体炒作，投资者莫不闻风而逃。

从专项清理整顿再到节假日免收通行费，监管层改革高速公路收费的方向似乎渐渐清晰，未来高速公路又当何去何从？

“高速公路的集中建成，使得短期内现金流不足以支持付息还本，相关企业面临阶段性债务风险。”胡方俊认为，随着地方政府不断加大对公路基础设施投资规模，同时公路通行费收入增长幅度减缓，偿债压力将不断增大，而通过“借新还旧”方式的可用空间在不断变窄，一旦金融政策再度收紧，或引发公路债务系统性风险。

目前来看，借新还旧主要体现在交投集团。赵旭东表示，高速公路重资产特征明显，投资回收期较长，且路产经营效益会随着周边经济增长而逐步改善和提高，因此投资时应主要关注企业长期还款能力，重点关注企业是否能在收费期限内偿还所有债务。

高速公路上市公司中，负债率较高的主要有中原高速、五洲交通、楚天高速等，资产负债率均超过65%，“但考虑到其债务以长期债务为主，且高速公路主业有持续稳定的现金流入和较长的剩余收费期限，这些公司的偿债指标表现较好，债务偿还较有保障。此外，上市公司路产运营相对规范，预计收费清理整顿工作对高速公路上市公司影响有限。”赵旭东说。

6月20日，《国家公路网规划(2013年-2030年)》发布，收费政策进一步明确。申银万国分析师张西林表示，

要吸引民资进入，交通主管部门需要对政策的稳定性与投资收益率作出保障，这实际上稳定了整个收费公路行业的政策环境，收费公路将延续多元化投融资政策。

“《规划》针对未来十余年新增的国家公路建设规模并不是很大，预计不会由此带来公路建设的显著投资高峰期。”桂浩明认为，未来不同区域的公路建设情况不同，相关上市公司受影响也不同。目前高速公路上市公司整体车流量增长速度及业绩增长幅度都渐趋放慢，基本缺乏想象空间，难以成为市场上的主流热点，系统性投资机会较少。

## 静待估值修复

我国公路建设经历了从20世纪90年代开始的快速增长长期、成熟完善期，高速公路通车里程稳步增长。而事实上，高速公路也一直是机构投资者的首选，不过随着重大节假日免收收费政策的实施，部分资金开始逃离相关公司。

据Wind数据，从上市首日至今，除湖南投资、现代投资股价涨幅超过2倍外，其他公司均表现平平，有5家跌幅在10%以上。而统计2011年6月至今19家上市公司数据发现，仅有湖南投资、华北高速、五洲交通、宁沪高速保持了7%至12%的涨幅，其余均大幅下跌，2011年高速公路板块甚至有8只股票股价跌破净资产，占比高达42%。

截至10月22日收盘，19家高速公路上市公司中，有16家股价低于5元/股，其中2元/股有5家，为粤高速A、福建高速、中原高速、吉林高速和龙江交通，股价分别为2.94元/股、2.12元/股、2.32元/股、2.31元/股和2.41元/股。股价最高的高速公路上市公司为现代投资，股价为7.35元/股，其次为湖南投资和宁沪高速，分别报收6.55元/股、5.68元/股。

“由于行业投资周期较长，往往需要3至5年的市场培育期，多数上市公司‘入不敷出’，而新建成本增加，使得主业外延扩张难度提升。”桂浩明表示，业绩没有大的波动，也就没有想象空间。虽然多数高速公路分红率较高且业绩稳定，如宁沪高速、东莞控股、皖通高速、深高速等，但经历板块的大幅下跌后，目前整体行业估值并不高，盈利弹性仍然较低。

中金公司分析师夏雨认为，过去两年公路行业估值不断下行，缘于政策风险的不确定性。而随着《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》落地，负面影响均通过年限补偿得以消弭，行业整体估值回升势在必行，推荐“路产区位优势强+高分红+稳定盈利+估值扩张驱动”的宁沪高速。

“高速公路各类风险已基本释放，包括收费政策风险，宏观形势造成的车流量下降等，最坏的时间已经过去，业绩已具有安全边际。”在兴业证券分析师曾旭看来，主业求稳健，辅业谋发展。主业方面可选取区域经济发展良好、分流压力小、车流增速稳定且收费政策敏感度低的公司，同时辅以资金充裕且有多元经营实力的公司，选择分红率高及估值低的公司来提高防御性，静待估值修复。

然而由于经济回暖速度低于预期，市场普遍对短期大盘走势尚不乐观。曾旭建议投资者关注股息率较高的上市公司。山东高速、宁沪高速在主业方面稳健性较强，未来分流及车流下滑风险较低，同时看好其在未来多元发展方面有可持续发展的长足发展，建议买入。

不过，国信证券报告指出，山东高速目前正处于转型期，预计下半年多个地产项目将进入预售期，随着收费政策进一步收紧，地产政策调控加紧，公司混业经营估值可能受到折扣，需提防风险。

## 再读彼得·林奇

龙向东

近日重读了资产管理界传奇人物彼得·林奇的两本经典之作：《彼得·林奇的成功投资》和《战胜华尔街》。书中精彩之处颇多，摘印象最深三处与读者分享。

### 风格和个股并举

彼得·林奇管理麦哲伦基金长达13年，期间创造了一个投资神话：13年的年平均复利报酬率达29%，投资收益高达29倍。麦哲伦基金的规模也由其接手时的2000万美元成长至140亿美元，成为当时全球资产管理规模最大的基金。

除了业绩惊人之外，彼得·林奇另外一个令人惊奇之处是其组合中持有的股票数量。一般而言，主动型股票基金往往持有40-60只股票；而彼得·林奇管理的麦哲伦基金投资组合在1983年中期有450只股票；到了秋季，持有数量增加了一倍，达到900只之多；后来更是持有高达1400只股票。

如此庞大的持股数量有两个方面的原因：一是其管理的基金规模较大。1983年其资产规模为16亿美元，为第二大基金，仅小于约翰·奈夫管理的先锋温莎基金。与彼得·林奇管理的资产规模相比，很多公司自身股本规模偏小，即使其基金的持股比例达到规定的10%上限，占用的资金也较少。二是其投资的实际上是成长风格，而非单纯的成长个股。换言之，其运用的投资管理方法有两种，分别是风格投资和个股投资。由于美国当时的经济稳定增长，成长风格较为合适，故能为其贡献显著利润。

一方面其分散投资于大量股票，进行成长风格的投资；另一方面，其重仓持有经过深入研究、确定性高的个股。彼得·林奇和公司高管、企业员工、竞争对手、卖方研究员、投资界同行大量交流，深入了解公司经营状况，通过财务分析确信其处于高速增长长期或经营拐点或有大量隐蔽资产后，敢于相应提高持股比例，防止错过难得的10倍股票。例如，在1983年麦哲伦基金组合中的900只股票中，有700只股票的持仓量总和还不到基金总资产的10%。而对于克莱斯勒和房利美这两家给麦哲伦基金带来丰厚回报的上市公司，彼得·林奇的持仓比例都曾是基金资产的5%，这也是美国证监会所允许的最大持股比例。

### 勇于创新

经济发展史上，勇于开拓、尝试新事物往往给尝头咬汤者带来丰厚的回报。彼得·林奇自认为是除了约翰·坦普尔顿之外的第一个大规模投资美国之外股市的美国基金经理，1985年麦哲伦投资于外国股票的仓位即达10%。为了调研欧洲公司，彼得·林奇甚至错过了富达基金公司老板内德·约翰逊的25周年结婚纪念日。

彼得·林奇这种引入新的投资标的、拓展投资范围的做法与大卫·史文森开创的“耶鲁模式”有异曲同工之妙。大卫·史文森在其《机构投资的创新之路》一书中详细介绍了以股权投资为导向、组合充分分散化、大胆投资另类资产的“耶鲁模式”。二者的创新都有理论基础：前者利用了投资者对美国和国际市场的深度差别研究，而后者则享受了流动性溢价和专业判断能力所带来的优势。

对目前的投资者而言，在经济转型的时代背景下，更多的挑战可能来自于之前不熟悉、不了解的陌生领域。也许我们也应像彼得·林奇一样勇于尝试，而不要墨守成规。

### 让子弹再飞一会儿

在介绍个股选择成功经验的同时，彼得·林奇也和读者分享了其投资失败的教训。由于其工作地点附近有家Bildner's专业食品店，好几年彼得·林奇都用它家的三明治作午餐。在了解到该公司拟将业务范围扩大到其他城市的发展计划之后，彼得·林奇于1986年9月以每股13美元的首次公开发行股票价格购买了Bildner's的股票。但Bildner's的扩张未能如愿，资本支出很快超过了发行股票募集的资金，最终股价下跌到了0.125美元，彼得·林奇分批卖出该公司的股票，亏损程度在50%至95%之间。

事实证明这种外向型规模扩张并不简单，需要团队中有相应人才储备，且扩张时的资金需求、市场环境往往超过企业家的乐观估计。对投资者而言，借用姜文导演的电影的著名台词“让子弹再飞一会儿”，投资者的耐心往往能够避免误入此类陷阱。(作者单位：交银施罗德)

值班基金经理  
信札



本刊执行主编 刘 溟  
编辑 常艳军 何川  
联系邮箱 jrbllm@live.cn