

# 春节因素导致高速公路通行费收入增速略有回升

## 高速公路 2 月月度报告

### 报告关键点：

- 受经济减速影响，08年四季度各路段的通行费收入下滑严重，多数处于负增长，12月单季增速有所回升，春节因素可能是重要原因。考虑到宏观经济状况，我们预计高速公路通行费收入增速的系统性回升，至少需待09年中期之后。
- 部分路段08年初受雪灾影响严重，09年初的收入增速可能因低基数而略有回升
- 维持“领先大市-A”评级，依次推荐赣粤、楚天、宁沪

### 报告摘要：

- 08年四季度通行费收入下滑严重，但12月增速略有回升** 我们统计了广东、山东、浙江、江苏、江西、安徽、河南、湖南、湖北、四川等地区主要路段通行费收入和车流量的数据。数据显示，08年四季度，大多数路段的通行费收入增速均处于下滑的趋势，且通行费收入是负增长。而广东、山东、浙江、江苏等沿海区域的路段，通行费收入下降的幅度相对较大；江西、安徽、河南、湖南、湖北等位于中部区域的路段，通行费收入下降的相对较小。宏观经济减速是通行费收入下降的主因，而东部沿海区域外贸型经济占比较高的路段受到的影响更大，使得这些区域的通行费收入下降幅度更大，与我们的预期一致。另一方面，我们发现虽然08年12月份大多数路段的通行费收入依然是负增长的状态，但是相对于11月份而言，通行费收入增速略有回升，仅有几个路段12月份的数据在继续恶化。我们推测，多数路段12月的收入回升，部分原因系春节临近，多数货运物流在12月完成，使得车流量季节性增加所致。少数路段的数据恶化，是道路扩建和路网分流所致。
- 中部区域路段09年初的收入增速可能略有回升** 08年一季度的雪灾，造成大多数路段不能顺利通行，中部区域受灾尤为严重。其中赣粤高速、现代投资、楚天高速、皖通高速、中原高速等的路产，收入下降明显。因此，我们认为因08年基数较低，这些路段在09年的1月、2月的通行费收入增速可能略有回升。造成08年一季度车流量基础较低的另一因素是道路的大修扩建和路网的分流。08年一季度道路在进行大修扩建的路段是广深高速和沪宁高速。广深高速通行费收入已经在恢复增长，随着沪宁上海段扩建的完工，沪宁高速的通行费收入可能在09年上半年开始恢复增长。成渝对成渝高速的分流逐渐区域稳定，成渝高速的通行费收入可能在二季度逐渐增长。
- 维持高速公路行业“领先大市-A”评级，建议关注赣粤、楚天、宁沪** 根据安信宏观小组的观点，09年上半年宏观经济仍然低位增长，因此，我们认为09年上半年，高速公路的通行费收入增速依然较低，可能继续负增长，高速公路通行费收入的系统性回升，可能在09年中期之后。预计09年的1月、2月，中部区域路段的通行费收入略有回升，如赣粤高速、楚天高速的路产。受基数的影响，沪宁、成渝高速的通行费收入在09年上半年可能逐渐恢复增长。因此，我们继续推荐中部区域的公司和车流量将恢复增长的公司，依次是赣粤高速、楚天高速、宁沪高速。

运输

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

公路与铁路

领先大市-A

报告日期

2009-02-12

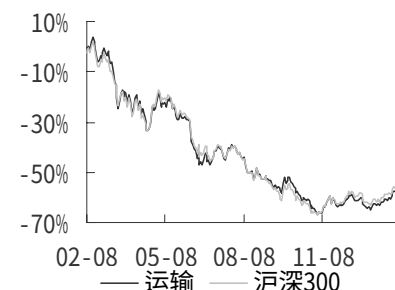
首选股票

目标价

评级

|        |      |      |      |
|--------|------|------|------|
| 600269 | 赣粤高速 | 10.2 | 增持-A |
| 600035 | 楚天高速 | 4.8  | 增持-A |
| 600377 | 宁沪高速 | 6.55 | 增持-A |

### 12 个月行业表现



### 研究员

邓红梅

首席行业分析师

021-68765993

denghm@essences.com.cn

彭倩

助理行业分析师

021-68765110

pengqian@essences.com.cn

### 前期研究成果

公路：寻找防御性较好的公司

2008-12-23

公路：开征燃油税对高速公路无明显负面影响

2008-11-20

公路：宏观经济减速制约车流量增长

2008-11-13

## 1. 多数路段 12 月的通行费收入增速略有回升, 春节因素可能是重要原因

### 1.1. 多数路段 12 月的通行费收入增速略有回升

我们统计了广东、山东、浙江、江苏、江西、安徽、河南、湖南、湖北、四川等地区主要路段通行费收入和车流量的数据（详见附录图）。数据显示，08 年四季度，大多数路段的通行费收入增速均处于下滑的趋势，且通行费收入是负增长，显示出宏观经济减速对高速公路车流量和通行费收入的影响仍然明显。

分区域看，广东、山东、浙江、江苏等沿海区域的路段，通行费收入下降的幅度相对较大；江西、安徽、河南、湖南、湖北等位于中部区域的路段，通行费收入下降的相对较小。这与东部沿海区域外贸型经济占比较高有关，与我们的预期一致。

另一方面，我们发现虽然 08 年 12 月份大多数路段的通行费收入依然是负增长的状态，但是相对于 11 月份而言，通行费收入增速略有回升。仅有几个路段 12 月份的数据在继续恶化，这些路段分别是广佛、昌泰、高界、长永、成渝高速。另外广深高速的通行费收入则增长迅速。

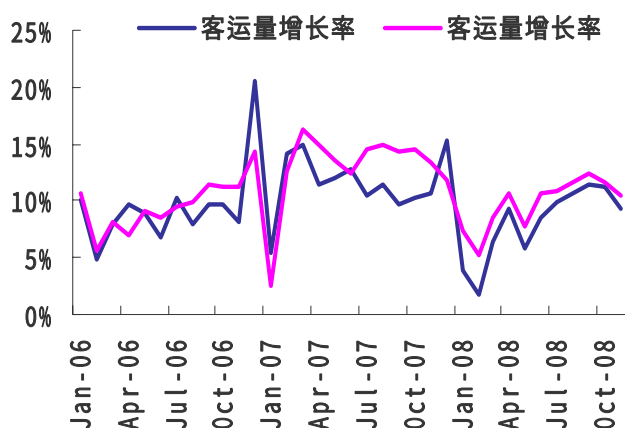
表 1：具体路段通行费收入变化趋势

| 通行费收入增长趋势            | 对应高速                                                          |
|----------------------|---------------------------------------------------------------|
| 通行费收入增速明显回升          | 广深                                                            |
| 通行费收入负增长, 12 月份有回升趋势 | 佛开、济青、济南黄河二桥、沪杭甬、沪宁、广靖锡澄、昌九、昌樟、合宁、郑漯、漯驻、郑州黄河大桥、长潭、潭耒、汉宜、武黄、成雅 |
| 通行费收入负增长, 且继续恶化      | 广佛、昌泰、高界、长永、成渝                                                |

数据来源：安信证券研究中心

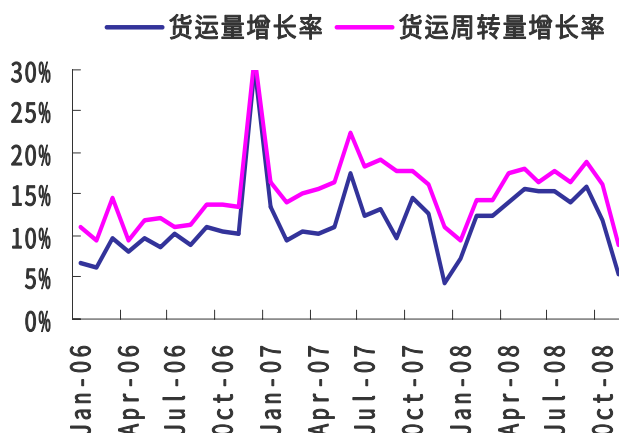
目前，交通部没有公布公路客货运量 12 月份的数据，但是 11 月份，公路客运量、货运量分别同比增长 9.28%、5.5%，增速明显回落，且货运量下降的幅度更大。

图 1：公路客运量、客运周转量同比增速



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 2：公路货运量、货运周转量同比增速



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

### 1.2. 货运物流在春节前的 12 月完成，可能是 12 月份的通行费收入增速回升的重要原因

对于大多数路段 12 月份的通行费收入增速回升的原因，上市公司普遍表示，公司路段并没有任何异常，通行费收入增速的回升，可能与春节因素有关。由于 08 年的春节在 09 年的 1 月，大部分货运物流选择在 08 年 12 月完成，造成 12 月份车流量环比略有增长。

事实上，对比 06 年、07 年数据，广深、沪杭甬、济青高速，均发现春节前一个月，通行费收入增速有所回升，而春节当月通行费收入增速略有下降（见表 2）。而公路货运量的同比增速表现出这样一个周期性的规律，即每年的 1 月、2 月，货运量环比增速明显负增长，年末的时候货运量环比增速增长较快，甚至达到当年的最高点（见图 3）。

我们判断，多数的货运物流在春节前的一到两个月完成，而客运的高峰在春节期间，由此造成高速公路的通行费收入增速在春节前回升。这是多数高速公路通行费收入增速在 08 年 12 月有所回升的主要因素。

**表 2：春节前后路段通行费收入增速**

|       | 春节前<br>两个月 | 春节前<br>一个月 | 春节     | 春节前<br>两个月 | 春节前<br>一个月 | 春节     | 春节前<br>两个月 | 春节前<br>一个月 |
|-------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|------------|------------|
|       | Nov-05     | Dec-05     | Jan-06 | Dec-06     | Jan-07     | Feb-07 | Nov-08     | Dec-08     |
| 广深高速  | 6.97%      | 7.34%      | 5.26%  | 19.08%     | 17.05%     | 10.67% | 4.73%      | 6.11%      |
| 沪杭甬高速 | 5.55%      | 12.60%     | 3.03%  | 11.48%     | 16.20%     | 13.93% | -28.30%    | -26.69%    |
| 济青高速  | 24.73%     | 28.95%     | -5.21% | 8.01%      | 26.37%     | 11.25% | -19.19%    | -11.38%    |

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

**图 3：公路货运量环比增速**



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

### 1.3. 道路大修及路网分流导致少数路段车流量继续恶化

根据我们了解的信息，我们认为道路的大修使得广佛、高界高速的车流量继续恶化，而周边路网的分流导致昌泰、成渝高速的车流量减少。

广佛高速 07 年 4 月至今，一直在进行道路的扩建。道路扩建期间，对广佛高速实行半封闭，单边双车道行走，或者引导部分车辆到周边的道路上，使得广佛高速的车流量迅速较少。（见附录图 2）

高界高速目前正在进行道路的路面结构改造，可能在 09 年 10 月完成。期间，道路全线封闭，控制出入口，因此高界高速的通行费收入在继续恶化。（见附录图 8）

昌泰高速上货车，尤其是过境货车的比重较高，过境货车的通行费收入是昌泰高速的主要收入来源。武吉高速位于昌泰高速的西边，起点位于昌泰高速的经过城市——吉安，终点是武宁。因两条道路相近，而昌泰高速上过境车辆多，区域车辆少，导致武吉高速对昌泰高速的分流相对明显。（见附录图 7）

成遂渝高速与成渝高速平行，形成成都到重庆的另一条通道。成遂渝对成渝高速分流的，主要是成都、重庆间的直达车辆。据公司统计，成遂渝大约分流了成渝高速 10% 左右的车流量，直接导致成渝高速通行费收入和通行费增速的下滑。

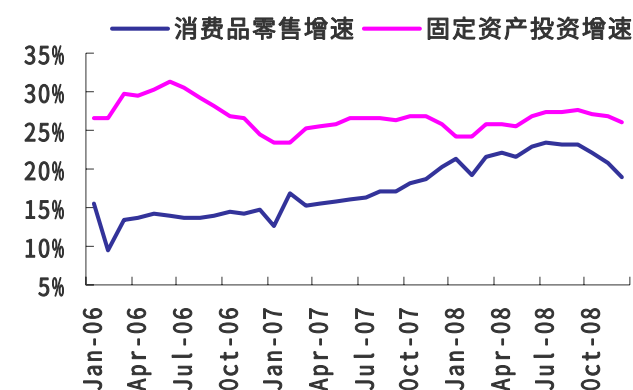
广深高速在 07 年 10 月到 08 年 7 月间进行封闭维修。目前，广深高速的维修已经完成，道路已经重新开放，车流量又回到广深高速上。广深高速近几个的运营数据显示，

其通行费收入正在恢复增长。(见附录图 1)

## 2. 宏观经济对高速公路车流量的影响仍不容低估，但 1-2 月中部区域路段的通行费收入增速可能因低基数而略有回升

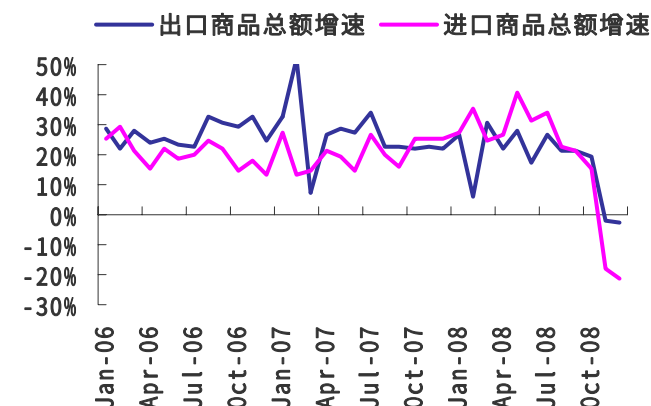
宏观经济是影响高速公路整体车流量和通行费收入最重要的因素。我们注意到，12 月份，社会消费品零售和固定资产投资增速继续下滑，进出口商品总额增速急剧下滑。根据我们宏观小组的观点，09 年上半年整个宏观经济仍将低位增长，我们预计 09 年上半年，大多数高速公路的通行费收入增速仍难以乐观，不排除继续保持负增长的可能性。

图 4：消费品零售、固定资产投资增速



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 5：进出口商品总额增速



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

但是，08 年一季度的南方大面积雪灾，对相关高速公路造成明显负面影响。除了广东、山东地区的路段没有受到雪灾的影响以外，其余地区路段的通行费收入在 08 年的 1 月、2 月锐减（详见附录图示），位于中部区域的赣粤高速、现代投资、楚天高速、皖通高速、中原高速等的路产，受灾严重，收入下降尤为明显。因此，我们认为 09 年的 1 月、2 月，这些路段的通行费收入增速可能继续保持回升的趋势。

造成 08 年一季度车流量基础较低的另一因素是道路的大修扩建和路网的分流。沪宁高速上海段的扩建即将完工，预计未来的几个月，沪宁高速的通行费收入也将恢复增长。

成遂渝高速自 07 年年底开通后，对成渝高速有一定的分流。根据我们的经验，新建高速通车后，会对周边已有的高速有一定的分流，这种分流一般会持续一年到一年半的时间。之后，两个道路之间的车流量分布将逐渐趋于稳定。目前，成遂渝高速对成渝高速的分流已经有一年多的时间，二者之间的车流量逐渐趋于稳定，因此我们预计 09 年上半年，成渝高速的通行费收入增速会逐渐的回升。

## 3. 维持“领先大市—A”投资评级，首选赣粤、楚天、宁沪

综上所述，我们认为 09 年上半年，大多数高速公路的通行费收入增速依然较低，可能继续负增长，但是相对而言，中部区域通行费收入下降的幅度较小。而 09 年的 1 月、2 月，中部区域路段的通行费收入可能有回升的趋势，如赣粤高速、楚天高速的路产。受基数的影响，沪宁、成渝高速的通行费收入在 09 年上半年可能逐渐恢复增长。因此，我们继续推荐中部区域的公司和车流量将恢复增长的公司，依次是赣粤高速、楚天高速、宁沪高速。



**表 3: 推荐公司盈利预测和估值**

| 公司代码   | 公司简称 | 现价          | 每股收益  |       |       | 市盈率   |       |       | 投资评级 |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |      | (2009.2.12) | 2007A | 2008E | 2009E | 2007A | 2008E | 2009E |      |
| 600269 | 赣粤高速 | 9.29        | 0.939 | 0.919 | 0.850 | 9.89  | 10.11 | 10.93 | 增持-A |
| 600035 | 楚天高速 | 4.62        | 0.288 | 0.341 | 0.366 | 16.06 | 13.53 | 12.63 | 增持-A |
| 600377 | 宁沪高速 | 6.04        | 0.318 | 0.324 | 0.361 | 19.01 | 18.66 | 16.71 | 增持-A |

数据来源: 安信证券研究中心

### 3.1. 赣粤高速 09 年 1、2 月通行费收入增速有回升趋势

受经济减速影响, 赣粤高速的路段在 08 年四季度的通行费收入下降明显, 除九景高速外, 其余路段的通行费收入在 08 年四季度均是负增长。预计 09 年一季度, 这些路段的通行费收入的增速依然较低, 可能继续保持负增长。但是 08 年一季度, 公司道路受雪灾的影响较严重, 通行费收入基础较低。因此, 我们预计 09 年的 1 月、2 月, 赣粤高速的通行费收入增速可能依然较低, 但是有回升的趋势。

公司被认定为高新技术企业, 享受 15% 的税收优惠 (昌泰除外), 不考虑 08 年之后给予的财政补贴, 预计 08 年到 10 年的每股收益为 0.92 元、0.85 元、0.91 元, 给予 09 年 12 倍市盈率, 6 个月目标价为 10.2 元, 维持“增持-A”的投资评级。

**表 4: 赣粤高速路段通行费收入同比**

|     | 08Q1/07Q1 | 08Q2/07Q2 | 08Q3/07Q3 | 08Q4/07Q4 | Y08/Y07 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 昌九  | -0.24%    | 23.50%    | 18.69%    | -4.39%    | 8.43%   |
| 昌樟  | 3.35%     | 5.43%     | 6.27%     | -0.71%    | 4.38%   |
| 昌泰  | 2.13%     | 0.24%     | -3.29%    | -10.11%   | -3.18%  |
| 九景  | -4.82%    | 16.53%    | 12.50%    | 4.71%     | 6.89%   |
| 银三角 | 13.89%    | 11.61%    | 2.08%     | -7.46%    | 4.42%   |

数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

### 3.2. 楚天高速车流量增长相对稳定

楚天高速的唯一路产—汉宜高速, 08 年四季度的车流量同比增长 11.04%, 08 年全年的车流量同比增长 6.22%, 在所有路段中, 汉宜高速的车流量增长最为稳定。但是其通行费收入 (母公司收入) 增速与车流量增速并不一致 (见表 5)。受经济减速的影响, 多数道路在 08 年四季度的通行费收入急剧恶化, 均出现负增长。我们推测, 08 年四季度, 汉宜高速的通行费收入可能同比下滑, 全年的增速较低。

受 08 年雪灾的影响, 预计 09 年 1 月、2 月, 汉宜高速的车流量和收入有回升趋势。预计 08 年到 10 年的每股收益为 0.34 元、0.37 元、0.42 元, 给予 09 年 13 倍市盈率, 6 个月目标价为 4.8 元, 维持“增持-A”投资评级。

**表 5: 汉宜高速车流量同比增速**

|         | 08Q1/07Q1 | 08Q2/07Q2 | 08Q3/07Q3 | 08Q4/07Q4 | Y08/Y07 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 车流量同比   | -5.30%    | 12.72%    | 7.54%     | 11.04%    | 6.22%   |
| 通行费收入同比 | 1.01%     | 5.02%     | -0.39%    |           |         |

数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

### 3.3. 宁沪高速车流量开始恢复性增长

宁沪高速只公布了各路段逐月的车流量数据, 没有通行费收入的数据。而我们统计过沪宁高速历年的车流量和通行费收入的数据, 车流量增速和通行费收入增速的变化趋势基本一直, 因此, 我们认为, 车流量的数据可以反映出收入的变动趋势。

受经济减速和上海段扩建分流的影响，沪宁高速 08 年四个季度的车流量增速较低。而高速公路的通行费收入系统性的下滑，从 08 年三季度开始，08 年四季度依然延续下滑的趋势，且下降的幅度较大。相比而言，沪宁高速在 08 年四季度的车流量有回升的趋势，我们判断主要是上海段扩建即将完工，车流量恢复增长造成的。我们判断，沪宁高速车流量恢复增长的趋势，在 09 年的一季度仍将继续。预计 08 年到 10 年的每股收益为 0.32 元、0.36 元、0.42 元，给予 09 年 18 倍市盈率，6 个月目标价为 6.55 元，维持“增持—A”投资评级。

**表 6: 宁沪高速主要路段车流量同比**

|    | 08Q1/07Q1 | 08Q2/07Q2 | 08Q3/07Q3 | 08Q4/07Q4 | Y08/Y07 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 沪宁 | -4.77%    | 1.06%     | -7.89%    | -5.10%    | -4.26%  |
| 广靖 | 3.21%     | 3.57%     | 11.68%    | -13.69%   | 0.77%   |
| 锡澄 | 6.11%     | 6.18%     | 22.26%    | -5.51%    | 4.48%   |

数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

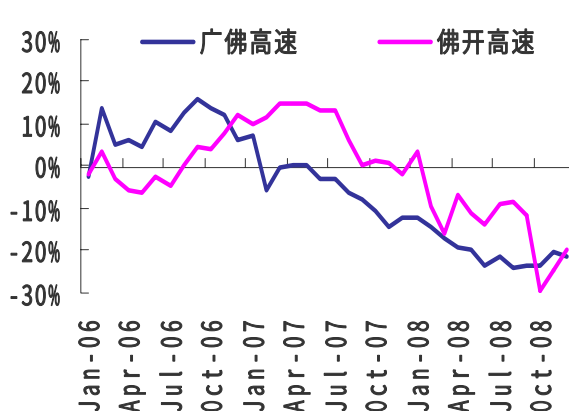
## 附录：各地区高速公路通行费收入增速

图 1：广深高速通行费收入增速



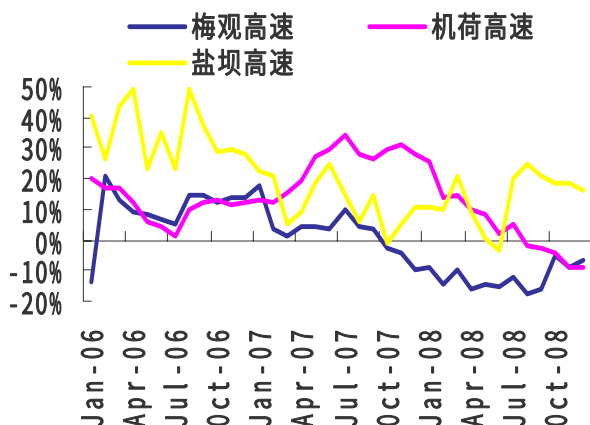
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 2：粤高速主要路段通行费收入增速



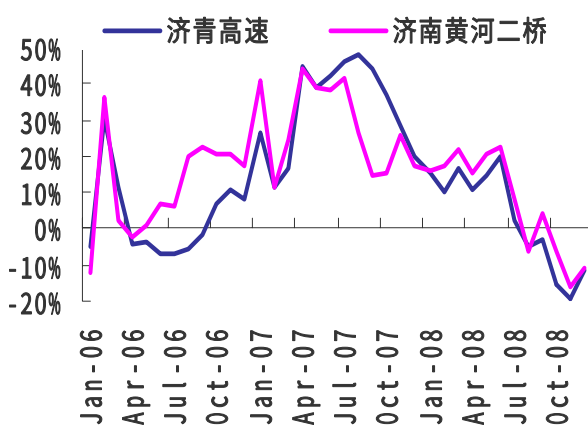
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 3：深高速主要路段通行费收入增速



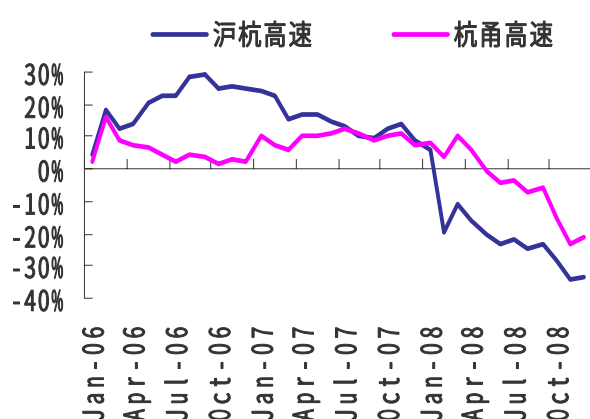
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 4：山东高速主要路段通行费收入增速



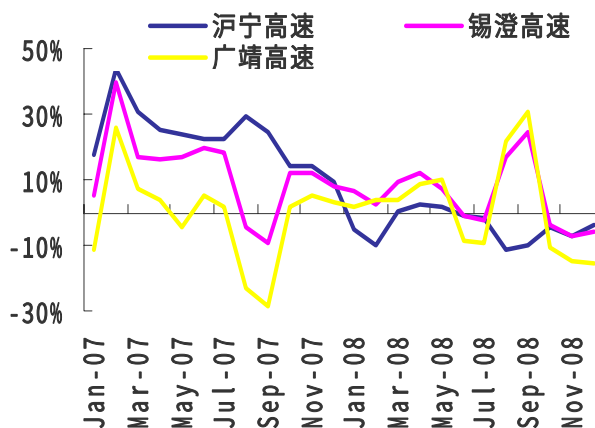
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 5：浙江沪杭甬主要路段通行费收入增速



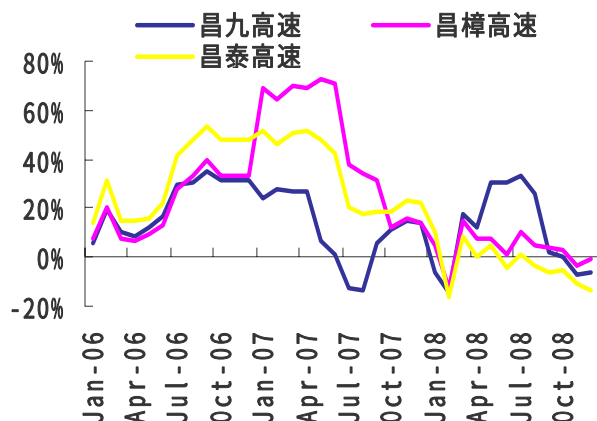
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 6：宁沪高速主要路段车流量增速



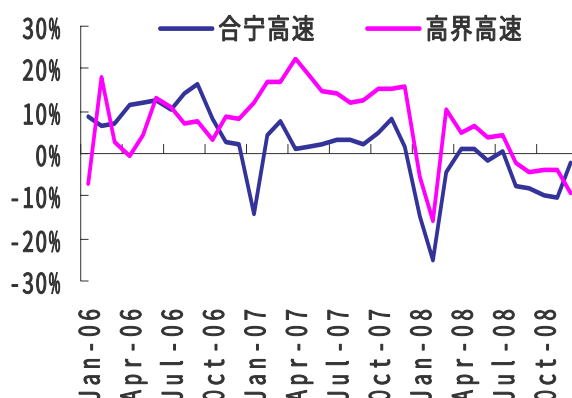
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 7：赣粤高速主要路段通行费收入增速



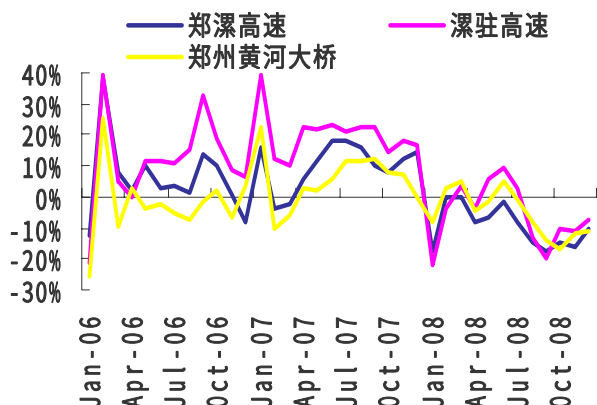
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 8：皖通高速主要路段通行费收入增速



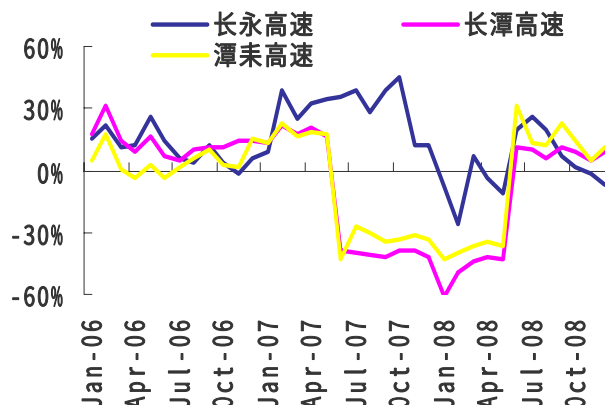
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 9：中原高速主要路段通行费收入增速



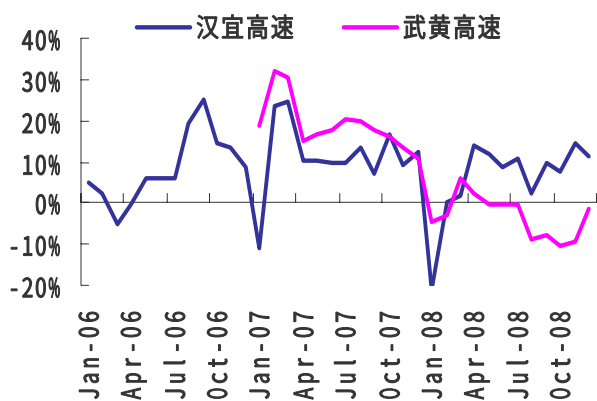
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 10：现代投资主要路段车流量增速



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

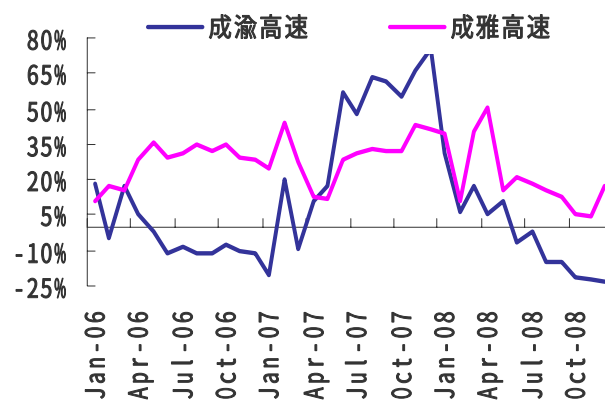
图 11：汉宜、武黄高速车流量通行费收入增速



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

注：汉宜为车流量增速  
武黄为通行费收入增速

图 12：四川成渝主要路段通行费收入增速



数据来源：公司数据 安信证券研究中心



## 作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

彭倩，助理行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

### 张勤

021-68763879

### 李国瑞

021-68763872

### 马正南

010-66581668

### 张茜萍

0755-82558089

### 上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

### 上海联系人

ligr@essences.com.cn

### 北京联系人

mazn@essences.com.cn

### 深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

### 南方

021-68765206

### 李昕

010-66581689

### 潘琳

0755-82558268

### 王远洋

0755-82558087

### 上海联系人

nanfang@essences.com.cn

### 北京联系人

lixin@essences.com.cn

### 深圳联系人

panlin@essences.com.cn

### 深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034