

高速公路 II



王爽 夏福陆

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

雪灾-经济下滑

——高速公路行业 1-2 月份数据点评

推荐 (维持)

2009 年 3 月 25 日

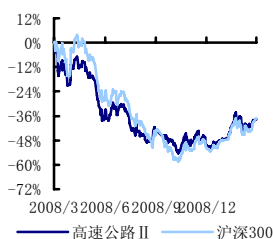
重点公司

重点公司	08E	09E	评级
宁沪高速	0.33	0.35	推荐
现代投资	1.44	1.41	推荐
赣粤高速	0.88	0.83	推荐
粤高速 A	0.32	0.29	推荐
山东高速	0.38	0.32	推荐

投资要点

- 对于春季而言，08 年的焦点是雪灾影响多大，09 年的主题是经济下滑影响几何，因此，我们将 1、2 月份的数据放在一起比较，以剔除春运对客运的刺激和对货运的负面影响，分析经济下滑的幅度。
- 粤高速：区域经济低迷，广佛拓建影响车流，联系惠州的路产车流比较稳定。
- 宁沪高速：小车占比大，下滑幅度相对较小，加上 08 年负面影响因素多，09 年同比较为乐观，有望实现增长。
- 山东高速：区域经济有一定影响，但较稳定，但 08 年车流增长较高，09 年同比较差。
- 赣粤高速：08 年雪灾影响惨重，虽过境货车下滑，但省内车流增长迅速，预计 09 年一季度同比较好。
- 现代投资：08 年雪灾影响较大，1-2 月货车大幅增长。
- 月度投资策略：我们看好 08 年受雪灾影响较大公司，其业绩的同比增长较好，兼考虑区域经济的发展前景，推荐宁沪高速、现代投资和赣粤高速。

行业走势



相关报告

《福建高速：与海西经济区一起成长》2009-3-9

《高速公路行业深度报告：债券+看涨期权》2009-3-3

《赣粤高速：南北大通道一区域主干道》2009-2-11

目 录

概要	- 3 -
粤高速：区域经济低迷	- 4 -
宁沪高速：相对完美的一个	- 4 -
山东高速：08 年“优待”较多，09 年同比相对较差	- 6 -
赣粤高速：南北大通道-区域主干道	- 7 -
现代投资：上半年有望同比增长	- 8 -
月度投资策略	- 10 -
主要上市公司业绩和估值比较	- 11 -
图 1、粤高速主要路产 09 年 1-2 月收费额变化情况	- 4 -
图 2、宁沪高速主要路产 09 年 1-2 月车流量同比变化情况	- 5 -
图 3、沪宁高速江苏段 08 年车流量增速	- 5 -
图 4、沪宁高速和广靖-锡澄高速位置	- 6 -
图 5、山东高速不同车型流量和收费额同比变化情况	- 6 -
图 6、济青高速 08 年车流量变化情况	- 7 -
图 7、赣粤高速主要路产 08 年收费额变化情况	- 7 -
图 8、公司路产辐射的主要城市和承接的产业转移来源地	- 8 -
图 9、现代投资 09 年 1-2 月车流量同比增长和货车占比	- 8 -
图 10、现代投资主要路产 08 年车流量同比增长情况	- 9 -
图 11、现代投资路产位置	- 9 -
表 1、主要上市公司盈利预测与估值	- 11 -

概要

研究逻辑

对于春季而言，08 年的焦点是雪灾影响多大，09 年的主题是经济下滑影响几何，因此，我们将 1、2 月份的数据放在一起比较，以剔除春运对客运的刺激和对货运的负面影响，分析经济下滑的幅度。

对高速公路车流量的跟踪，一方面是对公司业绩的跟踪，一方面是对区域经济的观察，因此，我们延续行业报告《高速公路：债券+看涨期权》中的分析思路，聚焦主要城市群内部和之间的联系通道。

雪灾主要区域和涉及的上市公司

08 年春节雪灾主要在我国东南部，涉及区域将近半个中国，主要是广东、江西、湖南，江苏、安徽、福建、广西等省的影响相对较小，而北方未受影响。

涉及的上市公司中，负面影响较大的是粤高速 A、赣粤高速、现代投资，有一定影响的是宁沪高速、皖通高速、福建高速和五洲交通等。

主要运输通道

就我国的运输结构而言，运输的主要通道为东部城市群内部的高速公路，如粤高速、宁沪高速和山东高速，和连接城市群的高速公路，主要是京港澳线上的赣粤高速、中原高速以及入粤通道的赣粤高速。

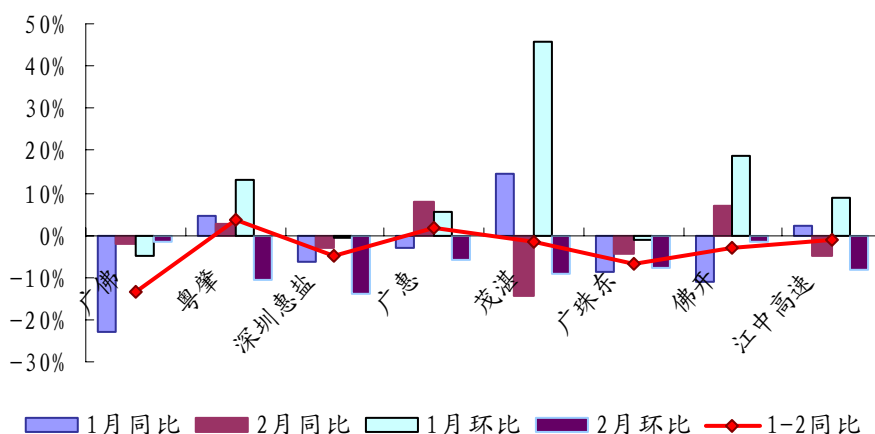
投资建议

我们重点关注 08 年受雪灾影响较大的公司，在业绩方面给予宁沪高速、赣粤高速和现代投资推荐评级。

粤高速：区域经济低迷

粤高速主要路产为广佛高速、佛开高速，参股路产包括粤肇高速、广惠高速、深圳惠盐高速、茂湛高速、广珠东高速和江中高速等，连接了珠三角和核心区域。广惠高速、茂湛高速和江中高速车流量较为平稳，一方面有产业转移的拉动，如连接惠州的公路车流表现较好；一方面也有经济下滑的负面影响。当前，广佛正在拓建，半幅封闭的施工方式在一定程度上影响车流。

图 1、粤高速主要路产 09 年 1-2 月收费额变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

总体而言，我们认为 09 年影响粤高速车流量的主要因素是广东区域经济的发展情况。外贸的萎缩，珠三角部分工厂的停业，港口吞吐量的大幅下滑，都将减少公司路产的车流量，我们预期 09 年公司路产总量流量的下滑在 5-10% 左右。

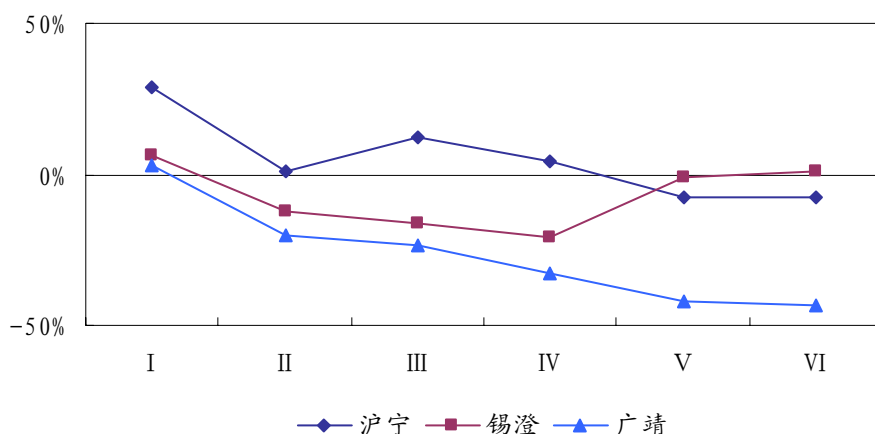
对公司利润影响较大的是佛开高速和广佛高速，近两年，都会面对拓建对车流的影响。其中广佛高速的拓建已经开始，预计 09 年完工，佛开预计下半年开工，12 年完工。但是从长远来看，随着经济的发展和广佛同城化的加强，公司主要路产的车流量将在拓建后实现迅速的增长。此外，公司还在积极申请延长拓建公路的收费年限。因此，我们认为粤高速公司基本面良好，只是近年拓建影响业绩，使公司处于业绩的低点。

宁沪高速：相对完美的一个

宁沪 1-2 月的数据比较乐观，在总量上，主要路产沪宁高速江苏段车流量同比增长 30% 和 7%，锡澄为 11% 和 -15%，广靖为 24%，-35%。

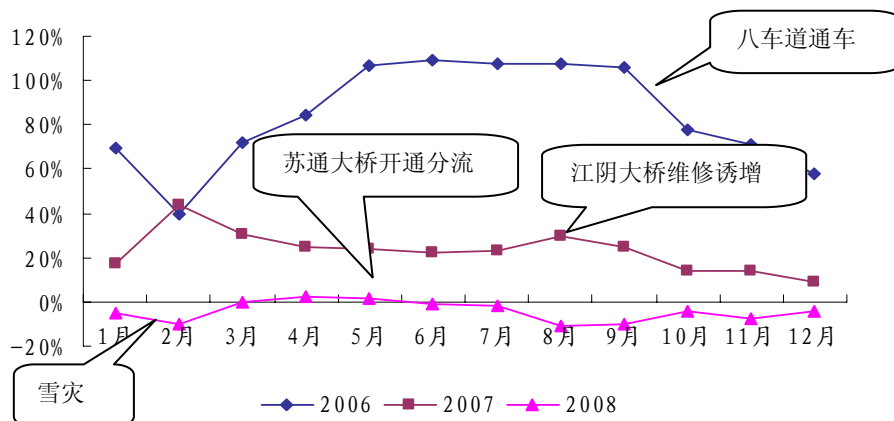
在具体车型上，小汽车增长较大，沪宁路大货车下滑 7%。广靖和锡澄由于 08 年受灾影响较小，因此，09 年货车下滑较大，其数据可以相对准确的反映经济下滑的程度。

图 2、宁沪高速主要路产 09 年 1-2 月车流量同比变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 3、沪宁高速江苏段 08 年车流量增速

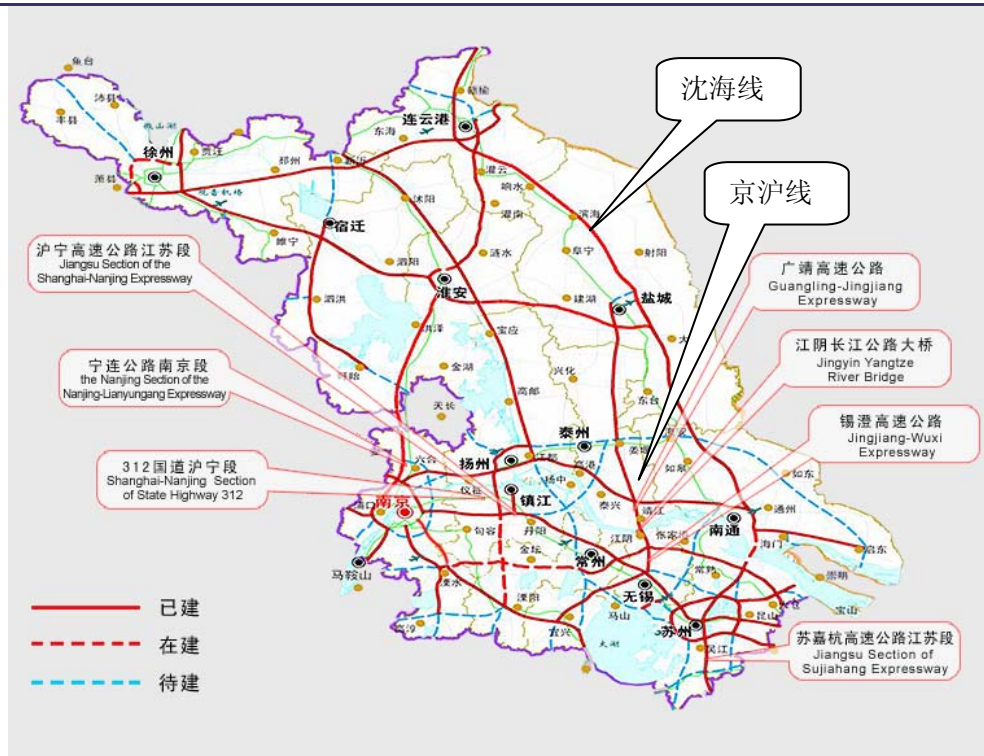


资料来源：公司、兴业证券研发中心

在不同路段方面，沪宁高速江苏段 09 年增长较为乐观，一是其位于长三角的轴心，经济相对稳定；二是其以小汽车为主，其下滑的幅度小于货车；三是 08 年其受到的负面影响比较大，如雪灾、鲜活农产品绿色通道、沪宁动车组班次加密、宁常高速通车以及苏通大桥贯通等等。我们认为其是最有希望实现正增长的路段，预计车流增长幅度在-3%-5%。

广靖和锡澄高速是联系山东半岛、华北和长三角的主要通道，08 年 5 月贯通的苏通大桥打通了沈海线的通道，与广靖-锡澄所在的京沪线形成了较强的竞争，车流量可谓平分秋色，因此广靖-锡澄 09 年车流量预计并不乐观，尤其是 5 月之前的同比情况。预计全年的下滑幅度在 5% 左右。

图 4、沪宁高速和广靖-锡澄高速位置

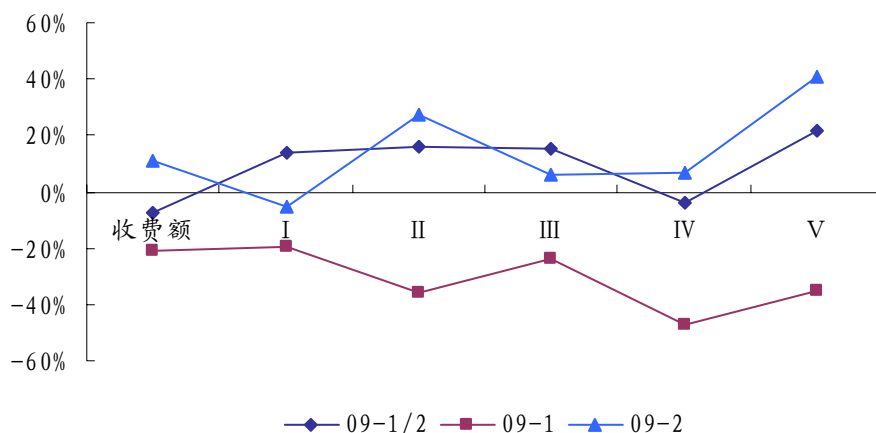


资料来源：公司、兴业证券研发中心

山东高速：08 年“优待”较多，09 年同比相对较差

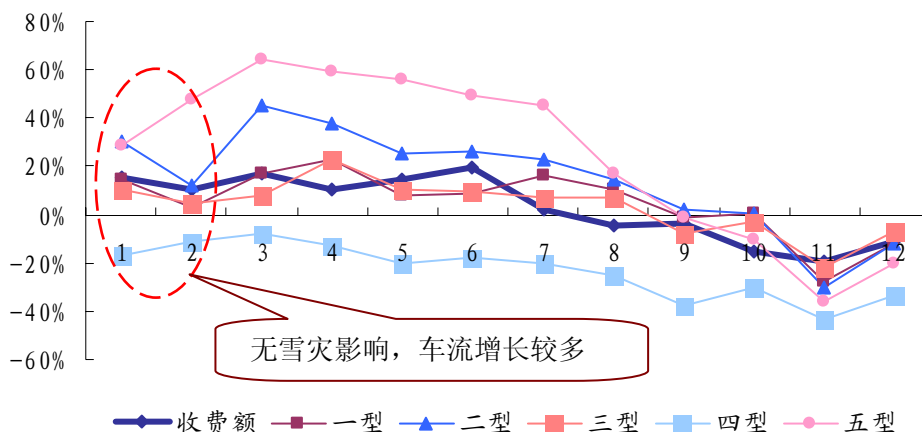
山东高速 1-2 月收费总额同比下滑 7%，其中 1 月下滑 20%，2 月上涨 7%。车型来看，济青高速以货车为主，因此，1 月春节期间货车减少，使得收费同比下滑较大。

图 5、山东高速不同车型流量和收费额同比变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 6、济青高速 08 年车流量变化情况



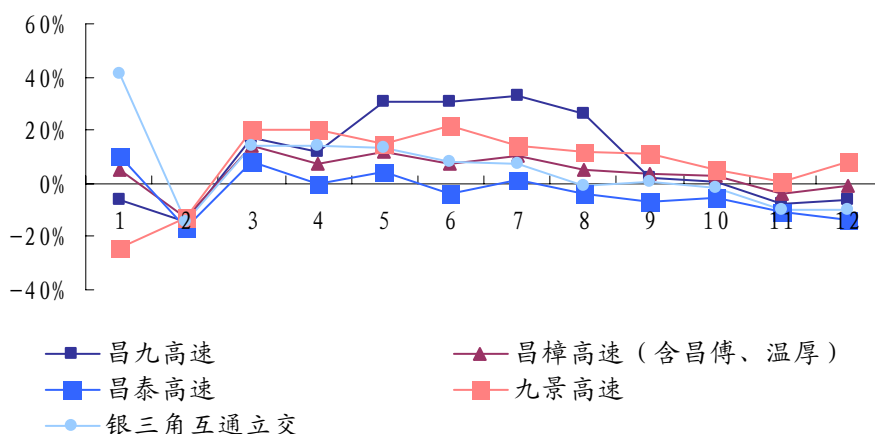
资料来源：公司、兴业证券研发中心

由于 08 年山东半岛未有雪灾影响，上半年又有奥运的拉动，上半年车流量增长较快，下半年虽有奥运限行和经济下滑的影响，但全年看依旧增长较为乐观。因此，09 年同比较差，预计在-5 到-10%之间。

赣粤高速：南北大通道-区域主干道

赣粤高速 08 年 2 月受雪灾影响较大，有近 10 天的免费放行，收费额同比下滑 20% 左右。由于公司每季度披露一次数据，当前尚未有数据，我们预计公司一季度收费持平或略有增长。

图 7、赣粤高速主要路产 08 年收费额变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

赣粤高速路产车流的来源主要为过境车辆，占收入 70%以上，随着广东经济的下滑，这部分车流也会有下滑；另一方面，江西本省经济不如快速增长期，公司路产位于江西经济腹地，省内车流增长会超过 10%。

图 8、公司路产辐射的主要城市和承接的产业转移来源地

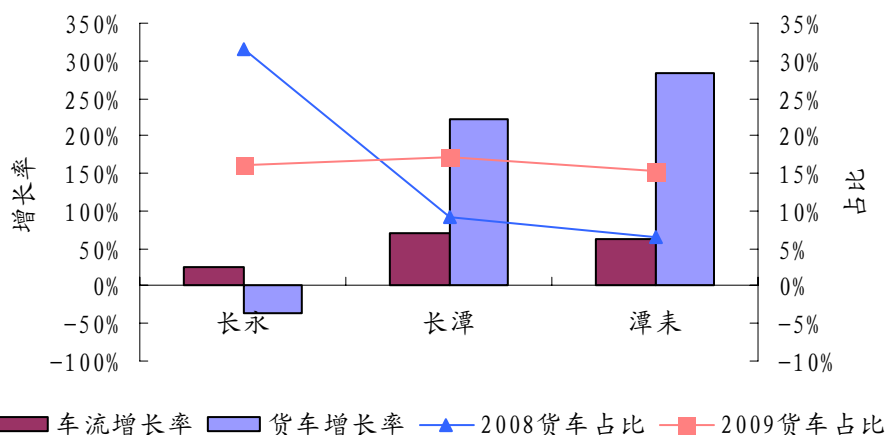


资料来源：兴业证券研发中心

因此，我们认为赣粤高速路产的路网功能将从南北大通道向区域主干道转移，其车流增速将更多受到省内经济增长情况的影响。预计 09 年收入增长幅度在-3%到 3%。

现代投资：上半年有望同比增长

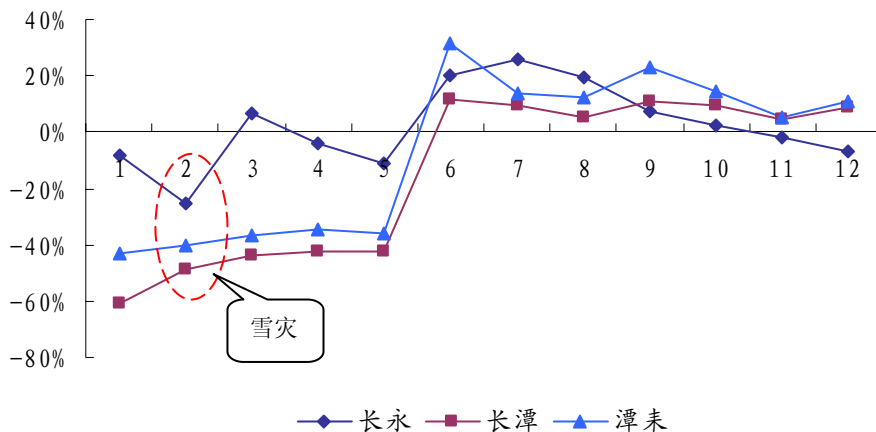
图 9、现代投资 09 年 1-2 月车流量同比增长和货车占比



资料来源：公司、兴业证券研发中心

现代投资主要路产长潭和潭耒高速 1-2 月车流量同比增长超过 200%，主要原因是 08 年雪灾影响大，大量货车绕行到其他路段，也可能有湖南投资加大的拉动。

图 10、现代投资主要路产 08 年车流量同比增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

湖南是产业转移的重要承接地，公司路产所在的京港澳线（京珠线）又是我国南北最重要的通道，我们预计公司 09 年通行费收入有望持平或略有增长。

图 11、现代投资路产位置



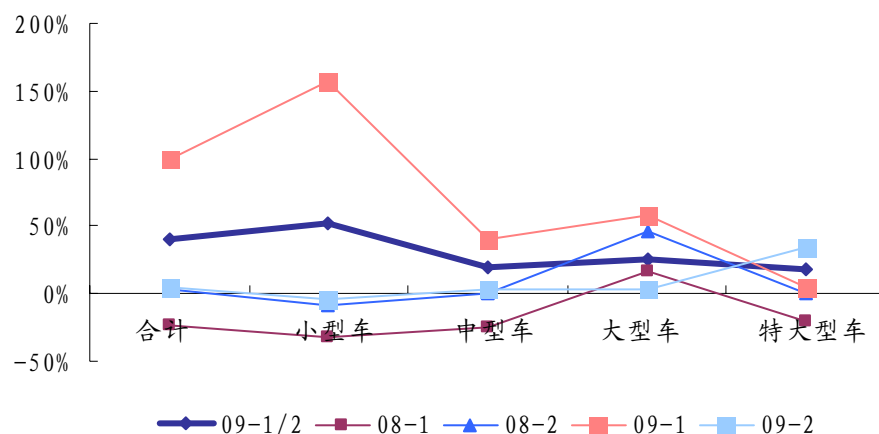
资料来源：公司、兴业证券研发中心

楚天高速：收入未必与车流同步增长

楚天高速路产汉宜高速位于沪渝线上，连接了中部的武汉-荆州和宜昌。但是，当前，其与四川的联系尚未打通，车流绝大部分是省内车流，日均流量只有 10000 左右。

从公司公布的车流统计数据看，车流增长幅度较大，但公司的统计口径是所有经过车辆，也包含抗震救灾的货车，因此，我们预计公司收入的增长情况会低于车流增速。对公司持谨慎态度。我们预计 09 年汉宜高速车流增长幅度会在-5%到 0 之间。

图 12、楚天高速车流同比增长情况



月度投资策略

在区域方面，东部面临外需萎缩以及产业升级之痛，加上公路车流量基数较大，09 年车流量增速并不乐观。由于 08 年春节期间雪灾影响较大，以及四季度车流量增速大幅下滑，我们预计 09 年一、四季度车流量可能会略有增长，二、三季度则会有所下滑。

在当前阶段，我们尤其关注 08 年受雪灾影响较大的公司，兼考虑区域经济稳定，货车占比较小的公路，主要是宁沪高速、现代投资、赣粤高速。

主要上市公司业绩和估值比较

表 1、主要上市公司盈利预测与估值

代码	公司简称	EPS			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E
600377	宁沪高速	0.33	0.35	0.38	18.1	17.1	15.7
600269	赣粤高速	0.88	0.83	0.89	10.3	11.0	10.2
000900	现代投资	1.44	1.41	1.46	10.4	10.6	10.2
600350	山东高速	0.38	0.32	0.36	13.9	16.5	14.7
000429	粤高速	0.32	0.29	0.33	14.5	16.0	14.0
600012	皖通高速	0.42	0.38	0.4	35.5	39.3	37.3
600548	深高速	0.26	0.29	0.37	20.3	18.2	14.3
600035	楚天高速	0.34	0.33	0.37	14.0	14.5	12.9

资料来源：兴业证券研发中心

- 12