

经济减速影响仍然明显，未来车流量有望触底回升

高速公路 4 月月度报告

报告关键点：

- 主要高速公路前两个月数据显示经济减速对车流量和收入影响仍较明显
- 未来的6到12个月，高速公路车流量有望触底回升，预计中西部区域路段的车流量恢复先于东部地区
- 维持行业“领先大市 - A”投资评级，建议关注赣粤、楚天、宁沪

报告摘要：

- 经济减速对前2个月高速公路的车流量和收入影响仍较明显。考察主要高速公路路段前两个月累计日均通行费收入表明：与08年相比，东部区域的大多数路段前两个月累计日均通行费收入和车流量仍有所下滑，而中西部区域的路段前2个月日均通行费收入和车流量则出现较大上涨。我们认为，东部与中西部如此大的差异，主要是外需的疲弱对东部的影响比较大，以及去年雪灾中部区域基数较低所致。而从07-09前两个月的复合增长率看，东部区域的大多数路段的车流量仍然是下滑的，中部区域路段的车流量则略有增长。通过具体路段的车型结构分析，我们认为，中部区域通行费收入的增长，主要是客运车流量增长所致，货运车流量仍然处于下滑的趋势。其中，比较特殊的是位于湖北省的汉宜、武黄货运车流量有10%左右的复合增长，我们推测可能与大规模的固定资产投资以及基础设施建设有关。
- 高速公路车流量有望触底回升，中西部路段恢复将快于东部地区。去年3季度开始，受宏观经济减速影响，主要高速公路车流量和通行费收入增速出现系统性的下滑。目前，我们观察到在国家一系列经济刺激政策下，一些消费需求已经出现回升。而根据安信证券宏观研究部门的观点，尽管外需和出口仍面临较大压力，但在私人部门消费回暖以及经济刺激措施逐渐起效的共同推动下，国内经济最差的时刻已经过去。受此影响，我们判断未来6-12个月，主要高速公路车流量和通行费收入有望触底回升。其中由于内需的回升较为明确，而外需的回升可能尚需时日，我们判断中西部路段恢复将快于东部地区。
- 08年高速公路的盈利能力有所下滑，预计赣粤、楚天09年一季度业绩相对较好。在重点公司中，已经公布08年年报的有赣粤高速、宁沪高速、山东高速。赣粤高速08年公路业务的业绩与07年基本持平，宁沪高速、山东高速公路业务的盈利能力较07年小幅下滑。年初的雪灾以及08年3季度以后的经济减速，是这些公司盈利不佳的主要原因。因去年雪灾的影响，基数较小，我们预计楚天高速一季度业绩较好。赣粤高速去年基数较低，但是公司旗下资产货车比重较高，受经济的影响，预计货车下降的幅度较大，其一季度的收入和业绩可能与去年持平或略有增长。
- 良好的防御性配置品种，重点关注品种为赣粤、楚天、宁沪。08年11月以来，高速公路整体表现显著落后于沪深指数。根据安信策略研究部门的观点，扣除银行后沪深300动态市盈率为25倍以上（TTM），考虑到目前主要高速公路公司动态PE仅为15倍（甚至以下），我们认为高速公路可以作为防御性配置品种。暂时维持高速公路行业“领先大市 - A”投资评级。考虑到中部区域的公司一季度的业绩比较好，而且这些路段的车流量处于恢复的阶段，而宁沪高速面临的负面因素正在消除中，我们建议重点关注赣粤高速、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

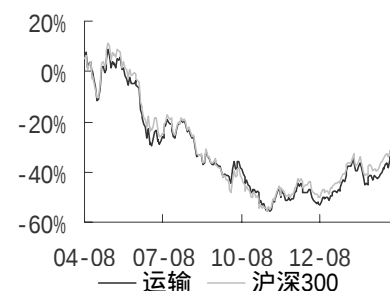
领先大市-A

报告日期

2009-04-08

首选股票	目标价	评级
600269 赣粤高速	11	增持-A
600035 楚天高速	5.3	增持-A
600377 宁沪高速	6.6	增持-A

12 个月行业表现



研究员

邓红梅

021-68765993

彭倩

021-68765110

首席行业分析师

denghm@essence.com.cn

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

前期研究成果

公路：客运高峰导致1月份收入增幅较大，行业存在估值优势

2009-03-09

公路：春节因素导致高速公路通行费收入增速略有回升

2009-02-13

公路：寻找防御性较好的公司

2008-12-23

1. 经济减速对前 2 个月高速公路车流量和收入影响仍较明显

1.1. 2 月份东部区域路段通行费收入增速回升，而中西部区域路段下降，春节因素和基数原因应是主要原因

09 年 2 月，主要高速公路通行费收入的增长趋势与 1 月份恰恰相反：大多数中部区域路段的通行费收入增速 2 月份有所回落，而东部区域路段的通行费收入增速在 2 月份有所增长（详见表 1 及附录）。

表 1：2 月份主要路段通行费收入变化趋势

2 月份通行费收入同比增	粤高速、深高速、山东高速、浙江沪杭甬、中原高速以及广
速回升的公司及路段	深高速、高界高速
2 月份通行费收入同比增	宁沪高速、现代投资、楚天高速、深高速其他区域道路以及
速下降的公司及路段	合宁高速

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

考虑到春节因素、雪灾影响以及闰年因素（09 年 2 较 08 年少一天），我们着重考察了各路段前两个月累计日均通行费收入（见表 2、表 3）。

与 08 年相比，东部区域的大多数路段前两个月累计日均通行费收入和车流量仍有所下滑，而中西部区域的路段前 2 个月日均通行费收入和车流量则出现较大上涨。我们认为，东部与中西部如此大的差异，主要有两方面的原因。一方面，外部需求对东部地区经济的负面影响远大于中西部地区；另一方面，08 年年初的雪灾，影响的主要是中西部区域的路段，导致这些路段不能顺利通行，去年同期的基数较低，导致今年增幅较大。

而从 07-09 前两个月的复合增长率看。东部区域的大多数路段的车流量仍然是下滑的，中部区域路段的车流量则略有增长。其中武黄高速的收入增长 5%，皖通、中原的收入约有 1%到 2%的增长。宁沪、楚天、现代只有车流量的数据。宁沪旗下的沪宁高速车流量复合增长率为 4.6%，楚天旗下的汉宜高速车流量复合增长率为 13.6%。现代投资的车流量相对于 07 年有所降低，我们推测可能是统计口径改变所致。

表 2：各区域路段 1、2 月累计日均通行费收入增长率

区域	公司	路段	09/08 增长率	09/07 复合增长率
东部	合和基建	广深高速	1.93%	-6.09%
		广佛高速	-12.20%	-13.50%
	粤高速	佛开高速	-1.37%	-2.98%
		梅观高速	-4.55%	-8.13%
	深高速	机荷高速	-2.75%	7.20%
		济青高速	-5.68%	2.49%
	山东高速	济南黄河二桥	-30.83%	-10.90%
		浙江沪杭甬	-21.82%	-11.47%
中部	深高速	武黄高速	14.02%	4.80%
	皖通高速	合宁高速	32.16%	1.71%
		高界高速	17.59%	1.87%
		郑漯高速	14.21%	0.65%
	中原高速	漯驻高速	17.27%	-0.61%
		成渝高速	6.99%	11.23%
西部	四川成渝	成雅高速	18.17%	20.77%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

表 3：各区域路段 1、2 月累计日均车流量增长率

区域	公司	路段	09/08 增长率	09/07 复合增长率
东部	宁沪高速	沪宁高速	18.23%	4.58%
		锡澄高速	-2.65%	0.77%
		广靖高速	-9.39%	-3.45%
中部	楚天高速	汉宜高速	41.98%	13.64%
	现代投资	长永高速	24.36%	1.62%
		长潭高速	71.73%	-12.29%
		潭耒高速	62.31%	-2.47%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

1.2. 典型路段数据显示，货运受经济减速影响显著高于客运

我们在 2009 年年度策略报告《高速公路：寻找防御性较好的公司》及此后的报告中曾多次指出：1992-1999 年经济减速的经验表明，货运受经济减速影响显著高于客运，因此，客运占比较高的路段和公司将有相对较好的表现。事实上，前两个月典型路段的数据再次印证了这一点。

考虑到皖通高速、楚天高速、宁沪高速路段的车流量数据比较充分，我们具体以这些公司路段为例进行分析。

以皖通高速路段为例。合宁、高界 07 年-09 年通行费收入的复合增长率分别为 1.7%、1.9%，其中客车复合增长率分别为 12.3%、22.2%，货车的复合增长率分别为-6.1%、-3.4%。由此说明，皖通高速收入的增长，主要是客运量增长所致，货运车流量仍然处于下降的趋势。

楚天高速、宁沪高速、中原高速主要路段的情况与皖通高速类似，即客车的增长快于货车的增长，客车车流量是推动各路段收入和流量增长的主要因素。不过与皖通、宁沪不同的是，湖北省内的汉宜高速、武黄高速大型货车的车流量保持了 10% 以上的复合增长率，这可能是武黄高速收入复合增长率达到 4.8%，高于中部区域的其他路段的主要原因之一。

目前我们不能准确判断汉宜、武黄高速车流量，尤其是大型货车车流量的增长明显高于其他路段的原因。但是我们观察到，09 年的 1、2 月，中部地区尤其是江西、湖北、湖南等地新开工项目的固定资产投资增长非常大。我们推测，可能是大规模的固定资产投资以及基础设施建设，带动了这些省份路段车流量的增长。

表 4：皖通高速路段 1、2 月累计收入和车流量对比分析

	合宁高速			高界高速		
	08/07	09/08	09/07 复合增长率	08/07	09/08	09/07 复合增长率
通行费收入	-20.4%	30.0%	1.7%	-10.2%	15.6%	1.9%
车流量	-15.2%	33.5%	6.4%	1.2%	18.1%	9.4%
客车车流量	-18.0%	53.6%	12.3%	-5.8%	58.6%	22.2%
货车车流量	-9.7%	-2.3%	-6.1%	7.5%	-13.2%	-3.4%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

表 5：湖北省路段 1、2 月累计日均车流量对比分析

	汉宜高速			武黄高速		
	08/07	09/08	09/07 复合增长率	08/07	09/08	09/07 复合增长率
通行费收入					14.0%	4.8%
车流量	-7.8%	41.5%	14.2%	4.7%	21.4%	12.8%

一类车车流量	-7.6%	54.5%	19.5%	16.2%	37.5%	26.4%
四类 + 五类车车流量	2.7%	21.7%	11.8%	1.1%	19.7%	10.0%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

表 6：宁沪高速路段 1、2 月累计日均车流量对比分析

	沪宁高速			锡澄高速		
	08/07	09/08	09/07 复合增长率	08/07	09/08	09/07 复合增长率
车流量	-7.5%	18.2%	4.6%	4.3%	-2.6%	0.8%
一类车车流量	-8.6%	35.8%	11.4%	6.3%	7.5%	6.9%
四类 + 五类车车流量	-4.4%	1.7%	-1.4%	5.0%	-20.0%	-8.3%

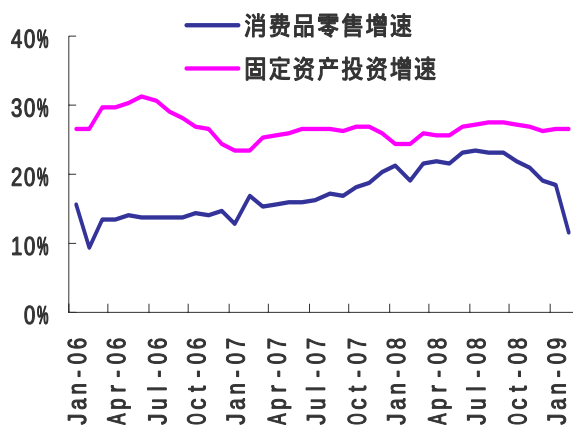
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2. 未来 6-12 个月，主要高速公路车流量有望触底回升，其中中西部路段恢复将快于东部地区

去年 3 季度开始，受宏观经济减速影响，主要高速公路车流量和通行费收入增速出现系统性的下滑。目前，社会消费品零售和进出口并没有出现明显的好转，但是我们观察到，一些消费门类有回暖的趋势，如汽车销售量、房地产销售面积自去年 12 月开始，已经出现连续 3 个月的回升。而作为经济重要领先指标的国内采购经理人指数 3 月份为 52.4，达到去年四季度以来的新高。由此可见，随着经济刺激政策的逐渐起效，国内实体经济正逐渐走出低谷。

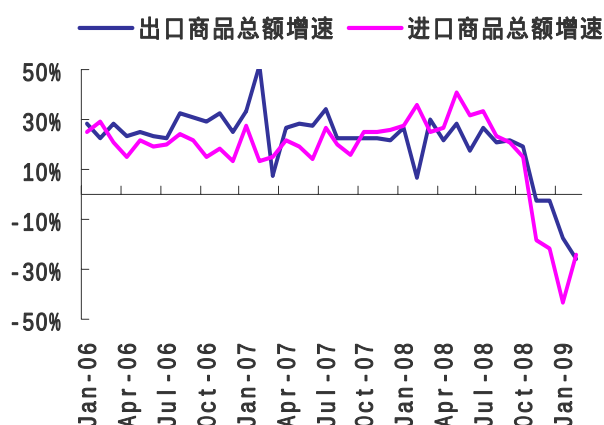
而根据安信证券宏观研究部门的观点，尽管外需和出口仍面临较大压力，但在私人部门消费回暖以及经济刺激措施逐渐起效的共同推动下，国内经济最差的时刻已经过去。受此影响，我们判断未来 6-12 个月，主要高速公路车流量和通行费收入有望触底回升。其中由于内需的回升较为明确，而外需的回升可能尚需时日，我们判断中西部路段恢复将快于东部地区。

图 1：消费品零售和固定资产投资增长率



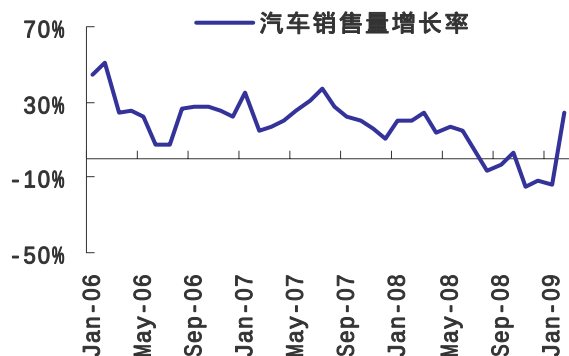
数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 2：进出口商品总额增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 3：汽车销售量同比增长率



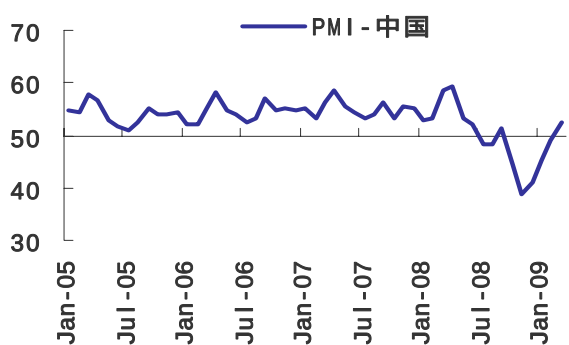
数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 4：商品房销售面积同比增长率



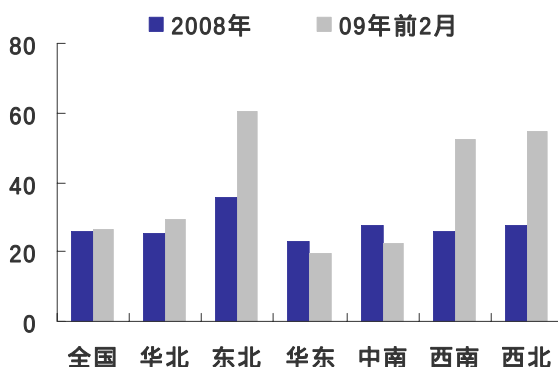
数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 5：采购经理人指数 - 中国



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 6：国内各地区固定资产投资增速



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

3. 部分路段仍将受到大修扩建、路网分流影响

除了受到经济的影响外，道路维修扩建、路网分流等因素对高速公路的影响更加明显。目前主要高速公路路段中，正在维修扩建的有广佛、合宁、高界、沪杭甬高速，九景高速在 09 年将进行路面的技术改造。

广佛高速是粤高速的主要路产，自 07 年 4 月一直在进行扩建。因广佛高速上车流量较大，扩建期间，采取封路限行的方式，因此对该路段有比较大的影响。

赣粤高速的路产九景高速在 09 年进行路面技术改造。改造期间，部分地方可能只有双向两车道通行。因九景高速车流量较小，远未饱和，因此，我们推测九景的技术改造，不会分流很多车流量。同时，九景高速的收入不到公司营业收入的 10%，对赣粤高速的影响有限。

皖通高速的路产合宁、高界高速的扩建、改造可能在今年 10 月完工，从我们近期对公司的调研情况看，这种改造目前已经不影响路面的通行。但是，去年 8 月，合宁铁路开通，今年 4 月，合武铁路开工，即沪汉蓉铁路中的上海 - 南京 - 合肥 - 武汉的快速客运铁路已经完全开通，可能会进一步对合宁高速产生分流，也有可能影响到高界高速的车流量。

表 7：正在维修的路段

公司	路段	时间	影响
粤高速	广佛高速	07.4 ~ 至今，道路扩建	分流影响较大
赣粤高速	九景高速	技术改造	分流不明显
皖通高速	合宁高速	道路扩建，预计 09 年 10 月完工	分流不明显
	高界高速	道路改造，预计 09 年 10 月完工	分流不明显

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

4. 维持“领先大市 - A”评级，建议关注赣粤、楚天、宁沪

4.1.08 年公路业务的盈利能力有所下滑，赣粤、楚天一季度业绩可能好于行业其他公司

在重点公司中，已经公布 08 年年报的有赣粤高速、宁沪高速、山东高速。其中赣粤高速 08 年公路业务的业绩与 07 年基本持平，宁沪高速、山东高速公路业务的盈利较 07 年略有下滑。年初的雪灾以及 08 年 3 季度以后的经济减速，是这些公司盈利不佳的主要原因。

目前，楚天高速还没有公布 08 年年报。08 年汉宜高速的车流量同比增长 6.2%，高于其他上市公司，但是考虑到货车比例的下降，我们推测通行费收入可能与 07 年持平或者略有增长。另外，由于所得税率由 33% 下调至 25%，我们预计公司税后盈利将有所增长。

受 08 年年初雪灾的影响，赣粤高速、楚天高速 08 年一季度的营业收入同比仅分别增长 3.3%、1.5%。由于基数较低，楚天高速 09 年前 2 个月累计日均车流量同比增长了 41.5%，预计一季度收入和业绩有一定增长。赣粤高速去年基数较低，但是公司旗下资产货车比重较高，受经济的影响，预计货车下降的幅度较大，其一季度的收入和业绩可能与去年持平或略有增长。

受上海段扩建、动车组分流、天气等因素的影响，08 年一季度，宁沪高速的营业收入同比增长 6.7%，其通行费收入同比下降 0.7%。目前上海段扩建基本完工，已经不影响通行，动车组的分流趋于稳定，因此沪宁高速的车流量开始恢复增长，但是广靖锡澄受苏通大桥分流的影响，2 月份的车流量仍然处于下滑的趋势。因沪宁高速的收入占比远高于广靖锡澄，因此我们判断公司整体的营业收入有所增长，公司盈利能力正在恢复。

4.2.良好的防御性配置品种，暂时维持“领先大市 - A”评级，建议关注赣粤高速、楚天高速、宁沪高速

自 08 年 11 月份以来，由于流动性提升和风险偏好下降，市场估值体系出现系统性提升。根据安信证券策略研究部门的测算，扣除银行沪深 300 的整体市盈率已达到 25 倍以上（TTM）。与此同时，高速公路则由于行业属性和业绩表现欠佳等原因，整体表现明显落后于沪深指数。考虑到未来 6-12 个月主要高速公路车流量和通行费收入有望随经济的回暖而触底回升，以及高速公路公司动态 PE 偏低等因素，我们判断中短期内高速公路公司可以作为较好的防御性配置品种，暂时维持高速公路行业“领先大市 - A”投资评级。

考虑到中部区域的公司一季度的业绩比较好，而且这些路段的车流量处于恢复的阶段，而宁沪高速面临的负面因素正在消除中，因此，我们建议关注赣粤高速、楚天高速、宁沪高速。

表 8: 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
		(2009.4.3)	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600269	赣粤高速	10.03	0.939	0.923	0.952	10.68	10.87	10.53	增持-A
600035	楚天高速	4.84	0.329	0.350	0.406	14.72	13.82	11.93	增持-A
600377	宁沪高速	5.86	0.308	0.332	0.370	19.00	17.65	15.82	增持-A
600350	山东高速	5.14	0.369	0.321	0.365	13.93	16.02	14.07	中性-A

数据来源: 安信证券研究中心

注: 楚天高速 08 年的业绩为预测值

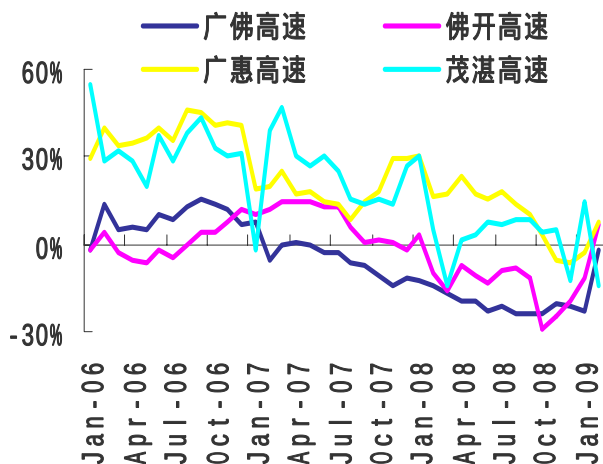
附录：各地区高速公路通行费收入增速

附图 1：广深高速通行费收入增速



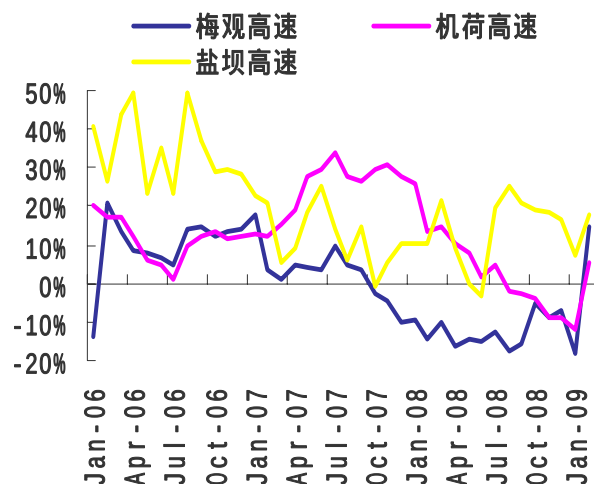
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 2：粤高速主要路段通行费收入增速



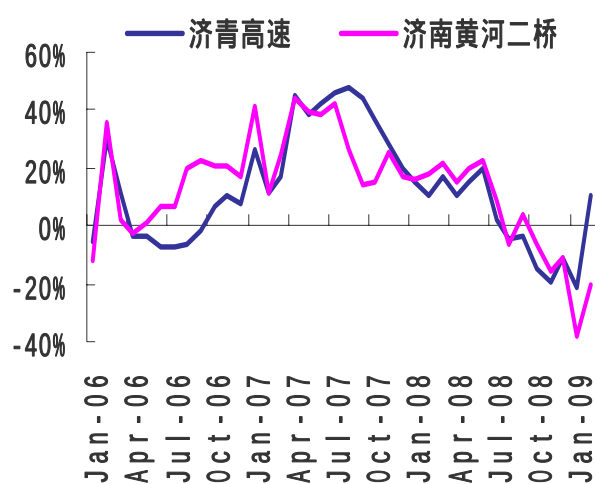
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 3：深高速主要路段通行费收入增速



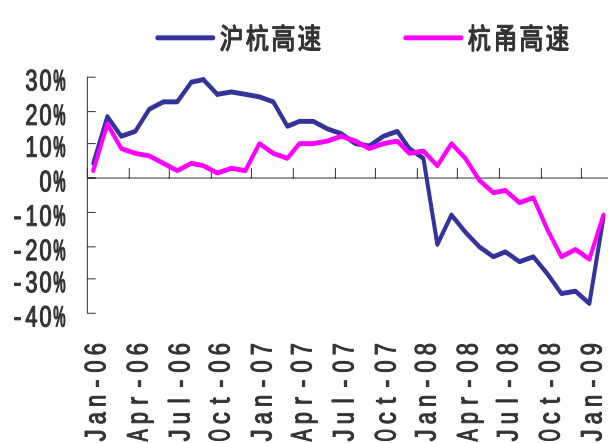
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 4：山东高速主要路段通行费收入增速



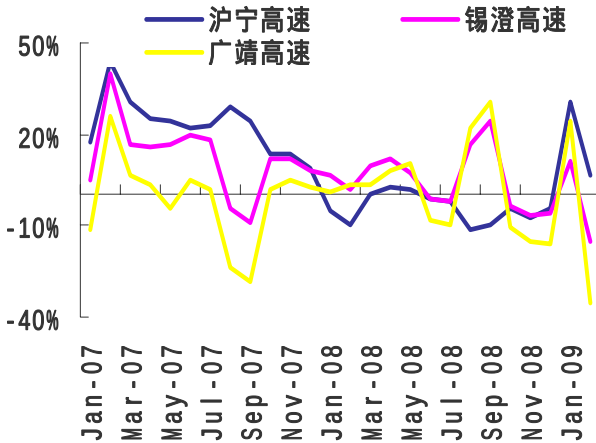
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 5：浙江沪杭甬主要路段通行费收入增速



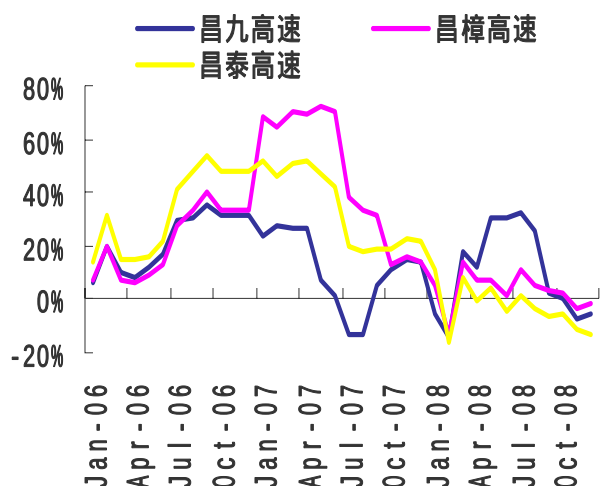
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 6：宁沪高速主要路段车流量增速



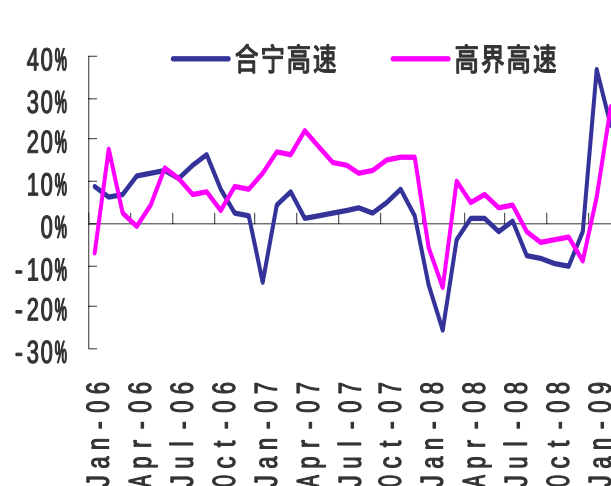
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 7：赣粤高速主要路段通行费收入增速



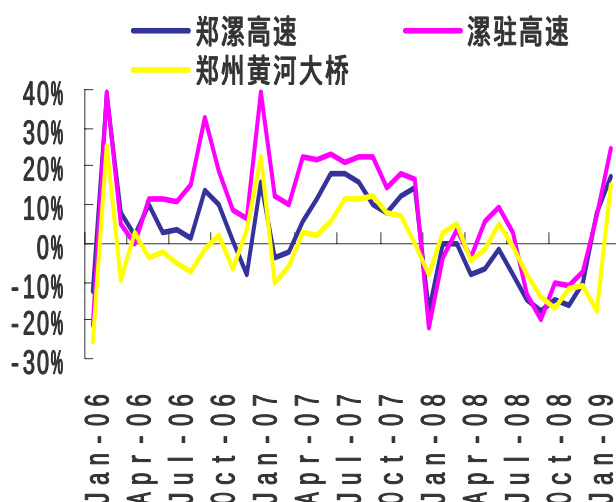
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 8：皖通高速主要路段通行费收入增速



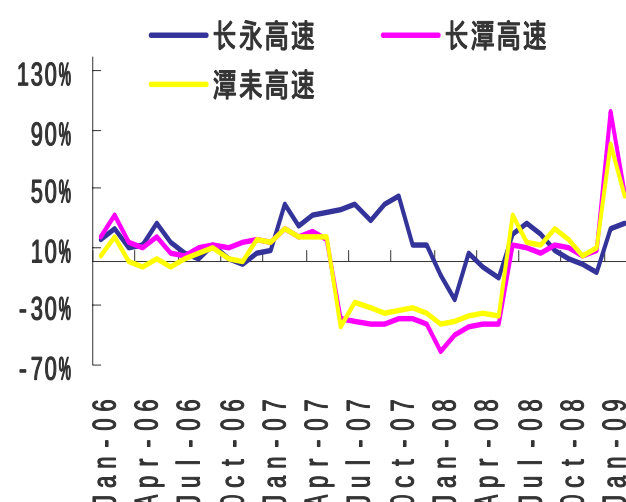
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 9：中原高速主要路段通行费收入增速



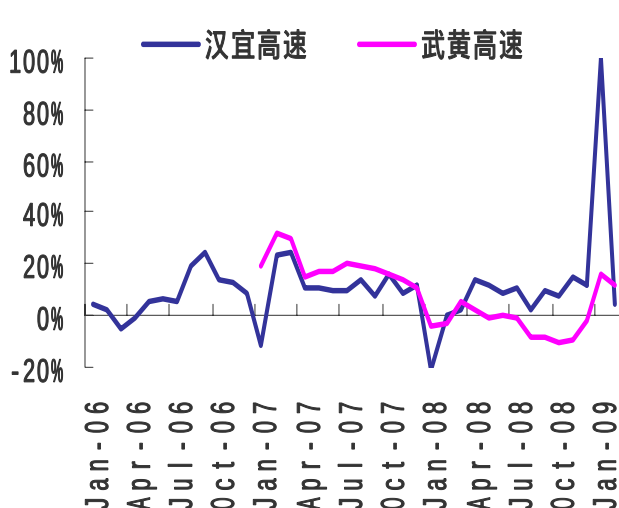
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 10：现代投资主要路段车流量增速



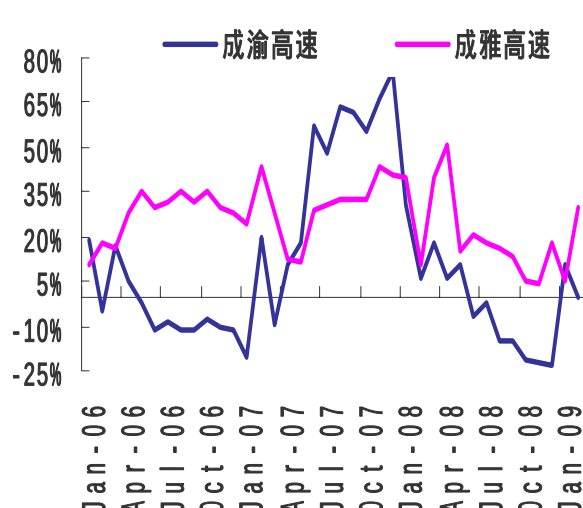
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 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

附图 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@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.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@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.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