

高速公路 II



王爽 裴力军
 交通运输行业研究员
 021-38565912
 Wangsh@xyzq.com.cn

高速公路 II

货车开始回升

——高速公路 7 月报

推荐 (维持)

2009-8-3

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
宁沪高速	0.34	0.37	推荐
赣粤高速	0.83	0.88	推荐
山东高速	0.32	0.39	推荐
福建高速	0.48	0.44	推荐
现代投资	1.56	1.64	推荐

投资要点

- **运输格局：**我国交通以东部主要经济圈内运输和南北向运输为主，其中三大经济圈是主要的运输需求发生或吸引区域，纵向的京珠线、沈海线和横向的沪渝线、青兰线构成了我国运输的主骨架，京沪线、赣粤高速路产和沪蓉线也是主要的运输通道。
- **三大经济圈：**货车流量有起色
 - ◇ 珠三角：核心区域同比增长。
 - ◇ 长三角：沪宁高速货车下滑幅度收窄，小汽车同比增长 15%；皖通高速环比增长约 20%。
 - ◇ 环渤海：山东高速同比持续下滑，环比向好；预计 09 上半年同比较差，下半年同比有所增长。
- **南北通道：**车流量相对平稳，货车回升。
 - ◇ 京珠线：中部经济发展对冲一部分过境车辆下滑，北半段受广东影响小，同比增长；南半段略有增长，全年车流同比可能略有增长。
 - ◇ 京沪线：沈海线分流影响消化，广靖-锡澄车流量企稳。
 - ◇ 赣粤高速路产：车流自然增量犹在，过境货车下滑难免，全年与 08 年持平。
- **路网贯通：**沪蓉西高速贯通对楚天高速车流的拉动要在 10 年显现，09 年小汽车增长较大，特大货车下滑主要是 08 年同期抗震救灾车流较多所致，不会影响公司业绩。
- **月度投资策略：**看中货车的反弹和基本面，推荐山东高速、宁沪高速，赣粤高速以及现代投资；关注福建高速增发进展。

相关报告

- 《6 月报：车流量缓慢攀升》
- 《5 月报：车流量环比向好》
- 《4 月报：车流量还看东部经济》
- 《3 月报：雪灾 VS 经济下滑》
- 《2 月报：货车比例持续下滑，一季度同比较为乐观——车流量 08 盘点与 09 展望》

目 录

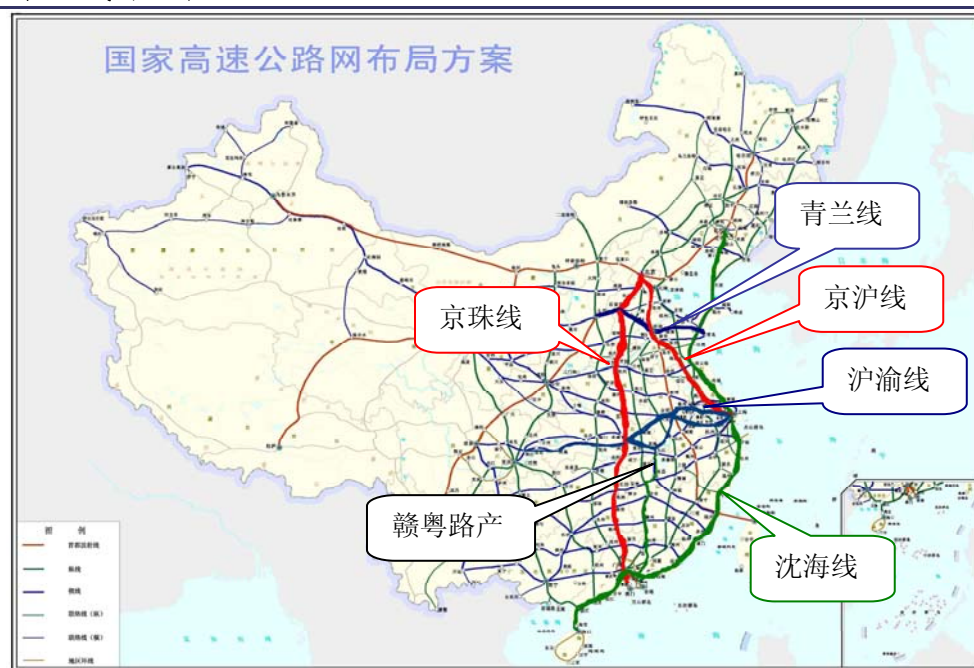
两纵两横搭建运输主骨架	- 3 -
三大经济圈经济车流量趋势向好	- 3 -
珠三角车流量同比增长	- 3 -
长三角/京沪线货车略有下滑	- 5 -
环渤海货车环比改善	- 7 -
南北通道车流持续增长	- 8 -
京珠线区域经济对冲外需下滑	- 8 -
赣粤高速车流较为乐观	- 11 -
沪蓉西高速贯通效应明年显现	- 12 -
月度投资策略	- 13 -
主要上市公司业绩和估值比较	- 14 -
图 1、我国运输主通道	- 3 -
图 2、粤高速路产 6 月通行费收入增长情况	- 4 -
图 3、粤高速路产通行费同比增长情况	- 4 -
图 4、深高速路产日均收费同比增长情况	- 5 -
图 5、沪宁高速重要路产各车型同比增长	- 5 -
图 6、沪宁高速主要路产 1-5 月车流同比增长情况	- 6 -
图 7、皖通高速路产收费额同比增长情况	- 6 -
图 8、皖通高速主要路产各车型增长情况	- 7 -
图 9、山东高速路产收费额增长情况	- 7 -
图 10、济青高速 07-09 收费情况	- 8 -
图 11、郑漯、漯驻高速车流量变化情况	- 9 -
图 12、路产车型变化情况	- 9 -
图 13、中原高速路产单车收费	- 10 -
图 14、长潭高速车流量增长情况	- 10 -
图 14、潭耒高速车流量增长情况	- 10 -
图 16、赣粤路产收费额增长情况	- 11 -
图 17、赣粤高速各季度利润占比	- 11 -
图 18、汉宜高速车流量增长情况	- 12 -
表 1、赣粤高速历年获得补贴情况	- 12 -
表 2、楚天高速单车收入分析	- 12 -
表 3、楚天高速车流量预测	- 13 -
表 4、公司分红派息和估值	- 13 -
表 5、主要上市公司盈利预测与估值	- 14 -

两纵两横搭建运输主骨架

我国交通以东部主要经济圈内运输和南北向运输为主，其中三大经济圈是主要的运输需求发生或吸引区域，东部重点城市是主要交通枢纽，有较强的辐射作用。

路网方面，纵向的京珠线、沈海线和横向的沪渝线、青兰线构成了我国运输的主骨架，京沪线、赣粤高速路产和沪蓉线也是主要的运输通道。

图 1、我国运输主通道



资料来源：兴业证券研发中心

三大经济圈经济车流量趋势向好

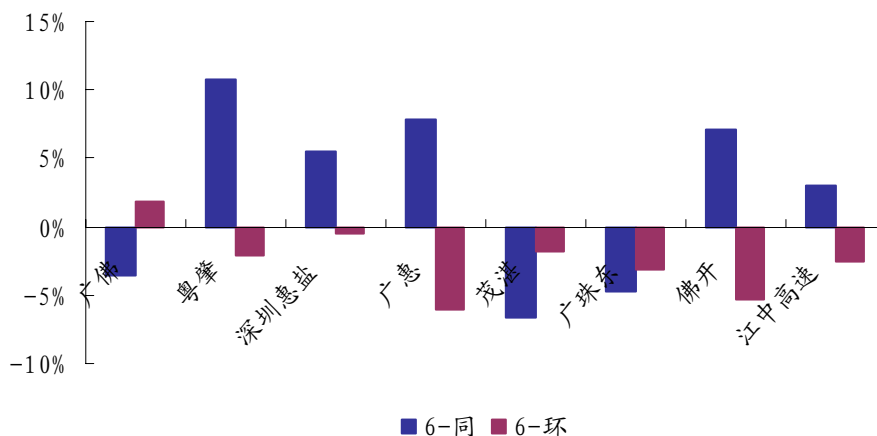
珠三角车流量同比增长

继四季度的收费下滑之后，粤高速延续了下滑的趋势，1-5月收费同比变化幅度分别为-5.08%，0.08%，-4.31%，-4.67%和-3.16%，由于广佛段拓建影响车流，公司1-5月扣除广佛高速的收费额同比变化为-3.7%，0.2%，-3.3%，-3.6%和2.31%，下滑幅度不大，而且较为稳定。

5月，粤肇和广惠同比增长4%，产业转移对车流布局的影响已经显现；广珠东和茂湛收费同比下滑分别为10%和12%，可见广东对外来货物需求的减少，广佛下滑15%主要是受拓建影响。车流量环比下滑，也与经济的波动有关。

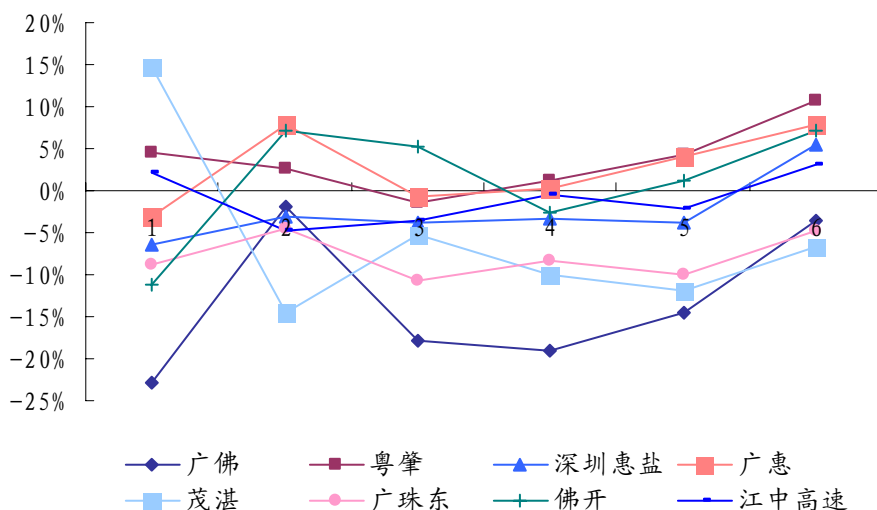
总体而言，我们对广东的车流量并不乐观，经济低迷的影响甚于08年的雪灾，预计全年收费下滑在5%左右。

图 2、粤高速路产 6 月通行费收入增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 3、粤高速路产通行费同比增长情况



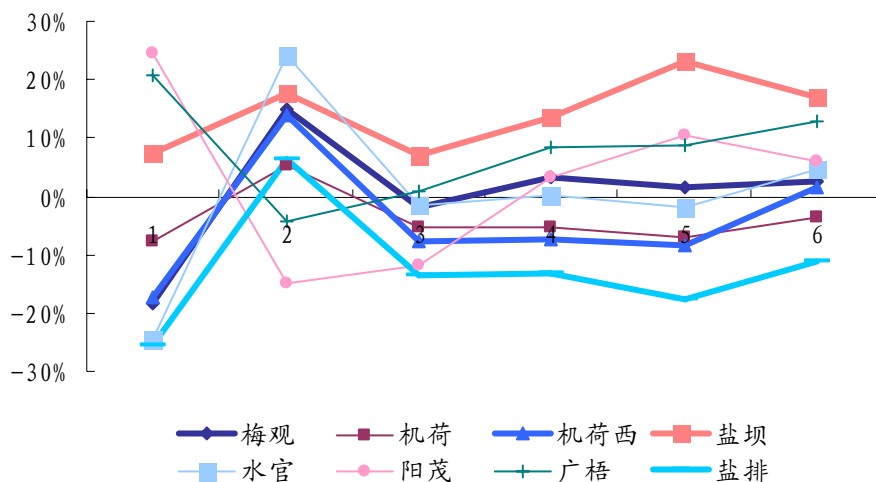
资料来源：公司、兴业证券研发中心

深高速主要路段客运占比大，稳定性较好，梅观、盐坝等有所增长；新路南光增速平均在 50%以上，车流量少的广梧也表现较好；但机荷、盐排等主要货运通道表现都比较差，也可以印证广东经济的低迷。

6 月，深高速公告称收购机荷东剩余的 45%股权，将其转变为全资子公司，收购价格在 11 亿左右。我们认为机荷东在当前条件下是个难得的好项目，初步估计，投资回报率大于 10%，此次收购将增厚公司 09 年 EPS10%。

公司财务压力较大的局面并未得到缓解，我们能期待的是清连高速能够尽快联通，实现收入的大幅增长，或者市场在重回牛市，是公司权证行权成为可能。

图 4、深高速路产日均收费同比增长情况



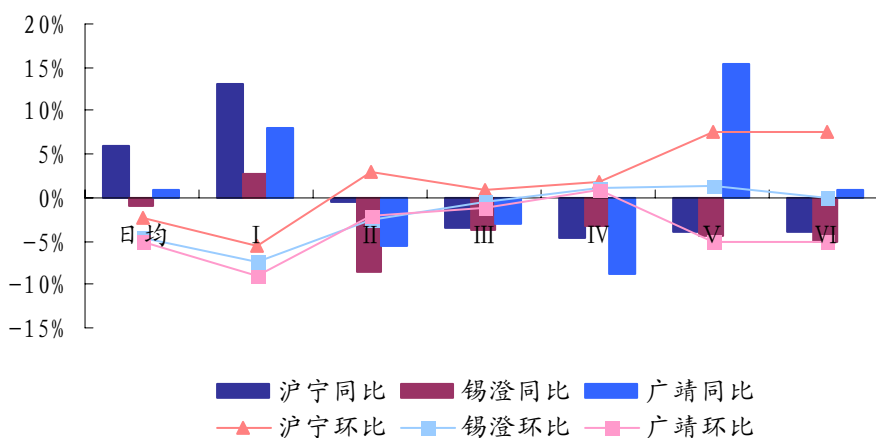
长三角/京沪线货车略有下滑

◆ 宁沪高速

宁沪高速是主要路产位于长三角的轴心，沿线经济发达，沪宁高速小汽车占比较大，车流量有一定的稳定性；广靖-锡澄高速是京沪线的一段，货车比例较大，受经济变动影响较大。

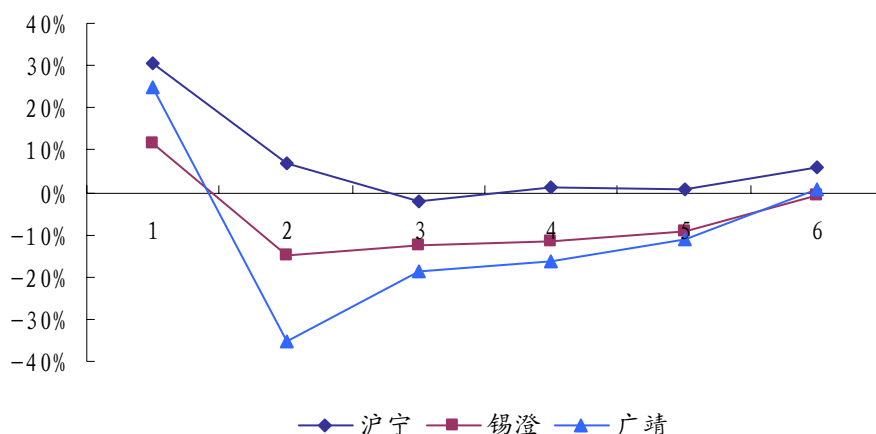
6月，沪宁高速江苏段车流量同比增长 5.94%，其中小汽车增长 13%，货车下滑在 5%以内；由于苏通大桥造成的分流影响消除，广靖高速增长 0.88%，较前几个月有较大好转；锡澄高速下滑 0.9%，较 4 月的 9%也有所好转。

图 5、沪宁高速重要路产各车型同比增长



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 6、沪宁高速主要路产 1-5 月车流同比增长情况



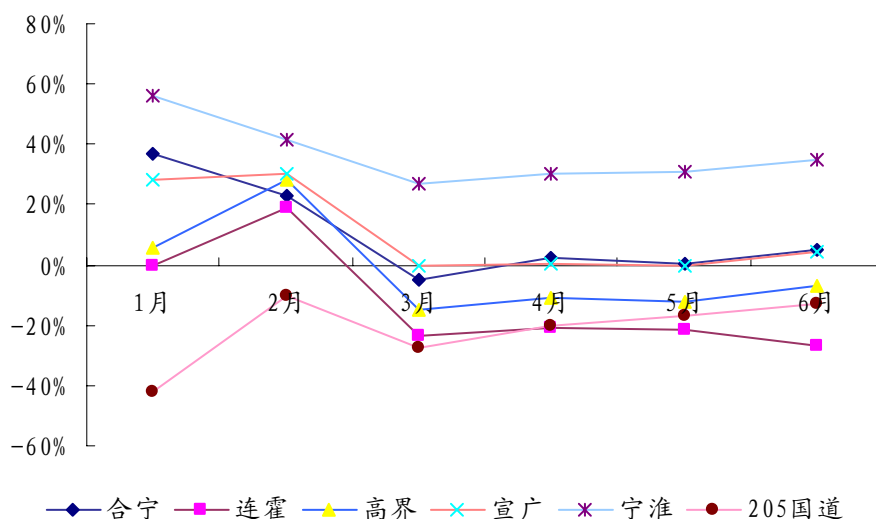
资料来源：公司、兴业证券研发中心

基于对区域经济的信心，我们对宁沪高速的业绩相对乐观，预计沪宁高速江苏段会略有增长，约为 1-3%，广靖锡澄高速下滑幅度在 5-10%之间。

◆ 皖通高速车流略有下滑

我们粗略估计公司主要路产车流过境交通可能略多于省内交通，因此其受周边省份影响也较大。预计 09 年公司车流量较为平稳，同比在-5~5%之间。但由于合宁高速拓建会增加折旧，而公司又是直线折旧方法，09 年业绩会下滑。但直线折旧方法较为保守，未来毛利增加会很快。

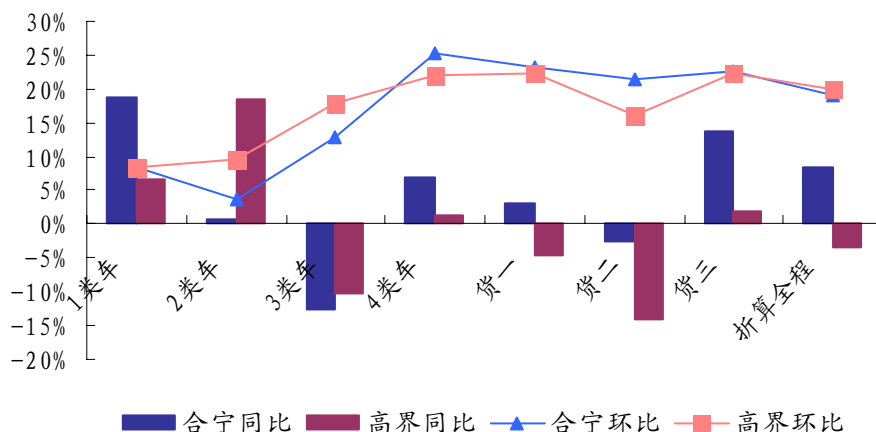
图 7、皖通高速路产收费额同比增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

6 月份，公司车流环比增长较快，合宁、高界货车环比增长在 20%左右，显示了投资对货车流量的拉动。

图 8、皖通高速主要路产各车型增长情况



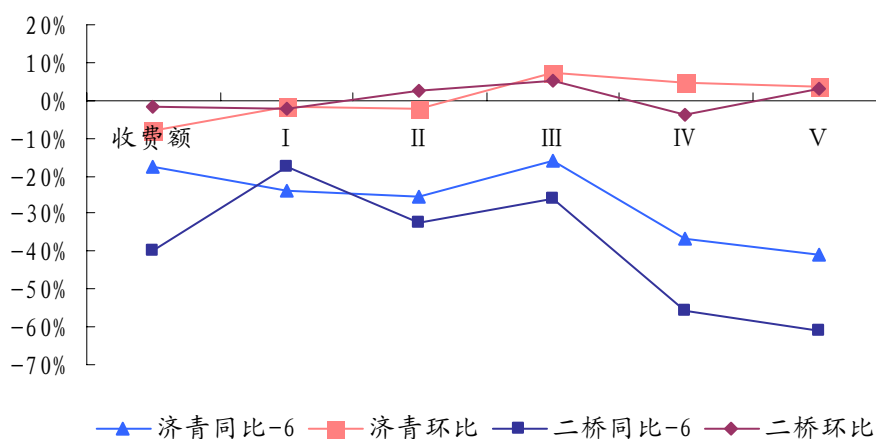
资料来源：公司、兴业证券研发中心

环渤海货车环比改善

◆ 山东高速

山东高速上半年的车流量增长是最好的，其主要路产济青高速既无雪灾和绿色通道的影响，又有奥运的拉动作用。09年上半年公司的表现都将很差，6月济青高速收费额同比下滑 17.8%；受经济和分流影响，黄河二桥同比下滑 39.7%，下滑幅度收窄，而且随着经济的稳定，环比状况持续好转。

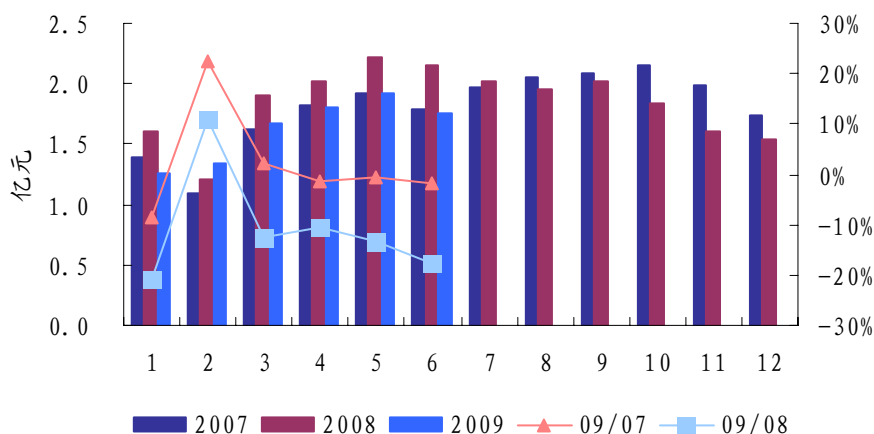
图 9、山东高速路产收费额增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

济青高速 09 年 1-6 月收费额与 07 年持平，我们剔除 08 年奥运的影响，公司 09 年的表现也不太差。

图 10、济青高速 07-09 收费情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

我们维持年报点评中的观点，认为山东高速是个质地优良的公司，区域经济、路网位置和工程造价是我们看好山东高速的主要因素，外延扩张的预期将增加公司的吸引力。

同时，09 年将是公司业绩的低点，主要原因有 3 个：1）经济下滑使得货车大幅下滑，对济青高速的影响约为 12%，对德齐北高速约为 3%；2）二桥将受到分流和经济下滑的双重影响，预计下滑在 25-30%左右；3）08 年 3 次收购使得公司财务费用加大。

南北通道车流持续增长

京珠线是我国最重要的南北大通道，其次为京沪线和赣粤高速路产，沈海线北段过境车辆较多，南段主要以福建内部车流为主。

通道涉及的中原高速、现代投资和赣粤高速三家主要上市公司，过境车辆占收费比重在 60%以上，有的路段高达 70%-80%。因此，东部经济低迷对通道货车的影响较大，尤其是广东。

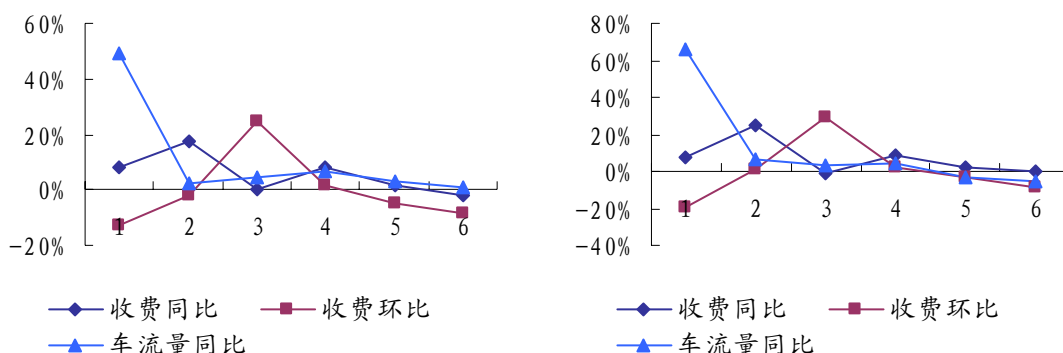
另一方面，中部的区域经济由于投资拉动会有相对较好的增长，可以对冲掉一部分外需下滑的影响。

京珠线区域经济对冲外需下滑

◆ 中原高速——郑漯、漯驻

中原高速 1-6 月收费同比增长，只是 3 月和 6 月稍有下滑，在具体车型上，大货车持平，小货车却有所下滑，单车收费略有波动。

图 11、郑漯、漯驻高速车流量变化情况



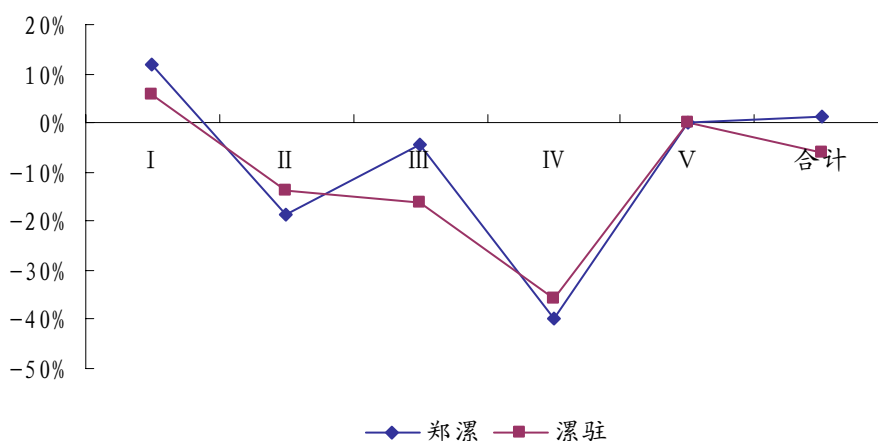
资料来源：公司、兴业证券研发中心

从地理位置上讲，青银和京珠在郑州呈“十”字交叉，公司路产位于主要的南北通道。在中西部地区，河南省的路网最为完善，且基本成型，中原高速路产未来分流影响较小，其车流增长幅度主要取决于我国宏观经济的的增长情况和河南经济的发展速度。

由于郑漯和漯驻 1-6 月车流增长趋势较好，预计 09 年其收入比 08 年同比增长约 5%，小汽车和大货车有所增长，中型货车会略有下降。

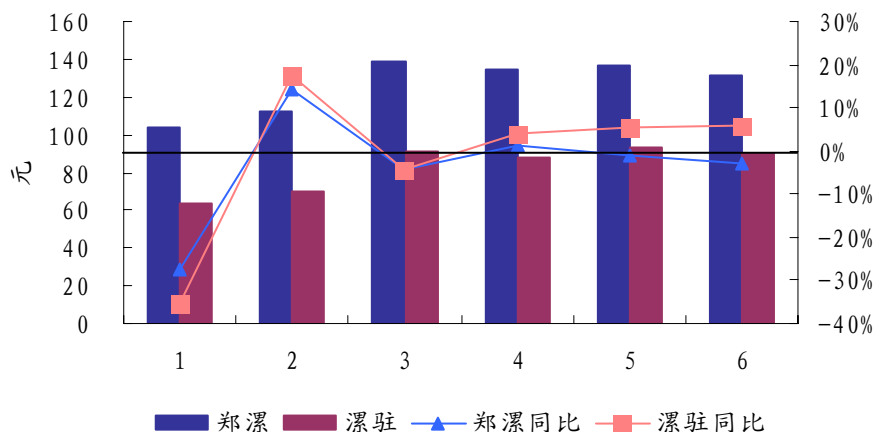
但中原高速由于不断新修路产摊薄收益率，公司几年都难以看到业绩，足够的便宜才是介入的机会。另外，公司最近公告称河南省将以其大股东为主筹建河南交通控股公司，对中原高速的影响可能是不断做大，回报率快速下滑，风险大于机遇。

图 12、路产车型变化情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

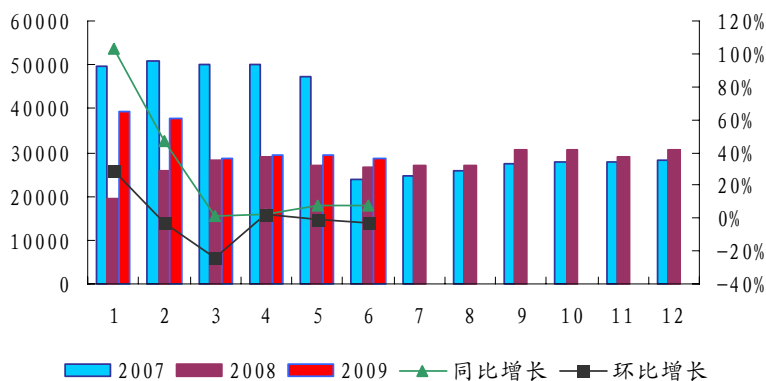
图 13、中原高速路产单车收费



资料来源：公司、兴业证券研发中心

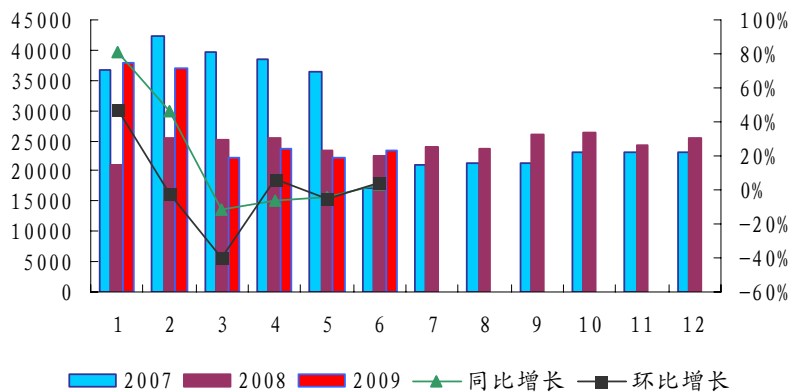
◆ 现代投资——长潭、潭耒

图 14、长潭高速车流量增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 14、潭耒高速车流量增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

5 月份,长潭车流同比增长 7.8%,环比下滑 2.4,潭耒增长 2.8%,环比增长 4.2%,09 年广东经济的下滑和外贸的衰退,将影响公司的货车比例,预计 09 年通行费增长幅度不会太大。

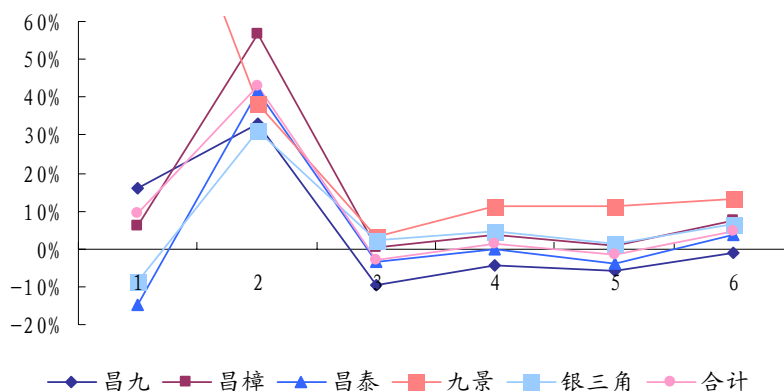
赣粤高速车流较为乐观

公司按季度披露车流量,我们只能通过间接指标估计公司路产车流变化情况。我们可以参照的是广东车流增长情况和同是过境通道的现代投资。

公司路产 70%以上收入来自过境车辆,预计广东下滑在 3%-5%,现代投资 09 年也难有增长,赣粤会相对乐观,该部分增速会降低,而且可能略有下滑;但江西经济进入快速发展阶段,区域内的车流能弥补一部分过境交通的下滑。

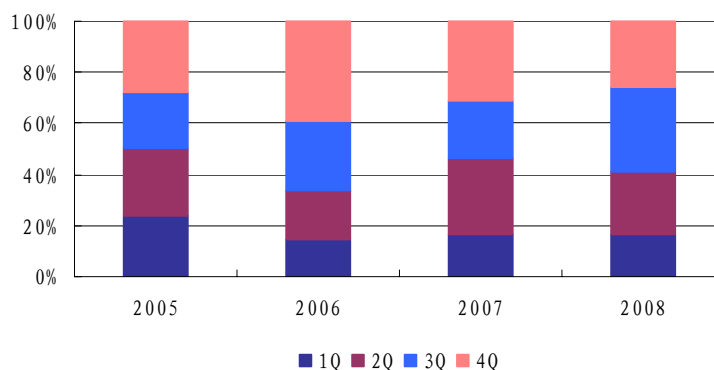
1-2 月由于春节和 08 年雪灾的影响,同比增速难以作为全年增速的参考,3 月份公司各路产收费基本与 08 年持平;加上赣粤一季度利润一般占比较低,后续经济情况不确定较大。预计公司 09 年车流增长在 2-5%,悲观估计 09 年下滑 5%以内。

图 16、赣粤路产收费额增长情况



资料来源:公司、兴业证券研发中心

图 17、赣粤高速各季度利润占比



资料来源:公司、兴业证券研发中心

江西省政府曾经承诺按照公司税前利润的 25% 予以财政补贴，每年分两次支付。公司目前尚未有中期补贴，我们预计公司 09 年获得补贴的可能性仍然较大，数额可能在 2 亿多元。

表 1、赣粤高速历年获得补贴情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
补贴	6287	8985	7808	12649	25526	22966.5
税前利润	28626	57165	54061	98379	114436	146547
占比	21.96%	15.72%	14.44%	12.86%	22.31%	15.67%

资料来源：兴业证券研发中心

沪蓉西高速贯通效应明年显现

◆ 楚天高速

楚天高速货车占比低，以区域内交通为主，内生性的车流有较强的稳定性，09 年有望维持平稳或略有下滑。

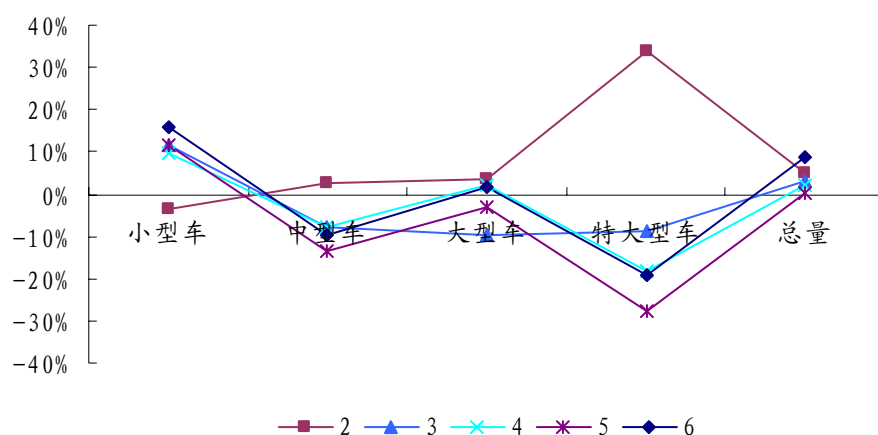
公司年报证实了我们前期对公司车流量的判断：公布的车流量计入了全部的通行车辆，而特大型车增量主要来源与抗震救灾车辆。

表 2、楚天高速单车收入分析

季度	季度收费额 (万元)			季度车流量 (辆)			季度单车收入 (元)	
	2007	2008	增长率	2007	2008	增长率	2007	2008
1	17034	17292.9	1.52%	786706	753289	-4.25%	216.52	229.56
2	16990	17914.5	5.44%	750349	845798	12.72%	226.42	211.80
3	18302	18453.3	0.83%	848921	912955	7.54%	215.59	202.12
4	20263	18045.7	-11.03%	835043	927246	11.04%	242.66	125.31

资料来源：公司、兴业证券研发中心

图 18、汉宜高速车流量增长情况



资料来源：公司、兴业证券研发中心

由于沪蓉西高速的贯通效应，市场对楚天高速关注度较高，我们认为贯通带来的车流增长会在 10%-20% 之间。

因为高速公路车流量来源于沿线城市物流、人流的交流需求，高速公路车流量增长和产业经济带的发展相辅相成。武汉经济圈和成渝经济圈之间互补性不强，经济联系并不紧密，而且武荆高速开通还会对过境车形成较强的分流。沪蓉西贯通时间尚难确定，因此谨慎起见，09 年贯通效应暂不考虑在内。

表 3、楚天高速车流量预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
日均车流量（辆）	8831	9423	8970	11033	10778	11683	12666	13733	14892
增长率	11.11%	6.70%	-4.81%	23.00%	-2.32%	8.40%	8.41%	8.43%	8.44%
单车收入（元）	221.93	205.11	213.00	215.00	217.00	219.00	221.00	223.00	223.00
过境交通比例			0.00%	16.26%	9.99%	10.32%	10.66%	11.01%	11.37%
区域内交通流量		8709	8970	9239	9701	10477	11316	12221	13198
增长率		-1.39%	3.00%	3.00%	5.00%	8.00%	11.00%	11.00%	11.00%
过境交通流量		714	0	1794	1076	1206	1350	1512	1694
增长率				20.00%	-40.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
收入（万元）	71537	70545	69739	86584	85365	93388	102169	111781	121215

资料来源：兴业证券研发中心

月度投资策略

大盘上涨阶段，公路难以有超越大盘的超额收益，但公路由于业绩稳定，有较好的配置价值和阶段性的超额收益机会。我们建议在公路估值相对大盘较低的时点配置一定的公路，博取阶段性的超额收益。综合考虑我们推荐山东高速、赣粤高速、宁沪高速、现代投资，关注福建高速增发进程。

表 4、公司分红派息和估值

公司简称	派息率	股息率	P	DCF	PB	ROE	投资评级
山东高速	46.07%	2.92%	5.82	7.08	2.0	14.06%	中性
宁沪高速	87.52%	4.26%	6.34	6.83	1.9	10.03%	中性
赣粤高速	24.47%	2.10%	10.94	12.24	1.6	15.99%	中性
皖通高速	55.16%	4.27%	5.39	6.47	1.7	14.36%	中性
粤高速	31.25%	1.92%	5.20	5.14	1.9	11.90%	中性
福建高速	28.30%	2.29%	6.54	7.12	2.4	20.82%	中性
深高速	51.95%	2.01%	5.96	5.43	1.7	7.29%	中性
现代投资	53.85%	3.97%	19.41	20.64	2.0	17.64%	中性
楚天高速	40.63%	2.36%	5.50	5.54	1.9	12.58%	中性

资料来源：兴业证券研发中心

主要上市公司业绩和估值比较

表 5、主要上市公司盈利预测与估值

公司简称	EPS				PE			
	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
山东高速	0.37	0.32	0.39	0.48	15.77	18.39	14.95	12.14
宁沪高速	0.31	0.83	0.88	0.87	11.64	13.11	12.47	12.50
赣粤高速	0.94	0.34	0.37	0.40	20.55	18.64	16.99	15.66
皖通高速	0.42	0.37	0.34	0.34	12.93	14.75	16.08	15.78
粤高速	0.32	0.27	0.28	0.31	16.25	19.29	18.40	16.88
福建高速	0.53	0.49	0.46	0.43	12.34	13.37	14.30	15.19
深高速	0.23	0.24	0.25	0.27	25.80	27.44	25.36	23.84
现代投资	1.43	1.56	1.64	0.90	13.57	12.41	11.86	21.62
楚天高速	0.32	0.32	0.40	0.38	17.19	17.14	13.77	14.34
资料来源：兴业证券研发中心								

附注：各车型解释

车型	含义
I	7 座以下（含 7 座）客车
II	8-19 座客车、2 吨以下（含 2 吨）货车
III	20-39 座客车、2-5 吨（含 5 吨）货车
IV	40 座以上（含 40 座）客车、5-10 吨（含 10 吨）
V	10-15 吨（含 15 吨）货车
VI	15 吨以上货车
资料来源：宁沪高速、兴业证券研发中心	

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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。