

汽车流量变动大于收入变动

研究结论

- 公路客、货周转量数据在 10 月份高点之后同比有所回落，新近的 11 月份数据货运周转量 3184.27 亿吨公里，我们测算的当月同比增速为 21.7%，三季度以来逐步走高，环比增幅保持小幅上涨，11 月份环比有所下降，同比数据大幅增长的一个主要原因来自于去年数据基数因宏观经济因素影响偏小，预计 12 月仍然保持较好的同比增长。11 月份客运周转量 1079.64 亿人公里，同比增长 3.48%，增幅放缓。
- 微观上看，三季度以来车流数据持续向好，并且呈现加快的趋势，10 月份数据在绝对量上达到最高，11 月车流数据有所回落，12 月份出现反复，环比上，相对于 10 月车流数据高点，11 月和 12 月车流小幅有所回落，这主要是季节性因素造成，同比上，由于去年基数的原因，仍然保持较高的增速。但从收入的角度来看，四季度各个月份基本持平，10 月中含有国庆假期，小车增量较多，11 月中小车回落，但货车比重回升，总体看来，虽然四季度后两月车流出现季节性回落，但是月度通行费收入相差并不大。
- 今年上半年，公路车流良好的数据将会对这个板块的表现有所支撑，考虑到行业目前的整体情况和个股的差异，我们投资的策略放在个股的选择上，在选择行业个股的时候，我们可以从以下几个角度：1、选择负面影响已经过去的个股，尽量回避具有大修、扩建、道路分流和高铁分流较大影响的公司；2、业绩复苏是选择弹性大的公司，具有直线折旧法的公司弹性更大；3、选择治理相对较好，侵犯中小股东权益概率小的公司，有 H 股的公司具有加分。
- 在个股上，我们重点推荐宁沪高速，关注楚天高速沪蓉西贯通带来的交易性机会。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐捷

交通行业资深分析师

8621-50366888 x 6065

xujie@orientsec.com.cn

章琪

交通行业高级分析师

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

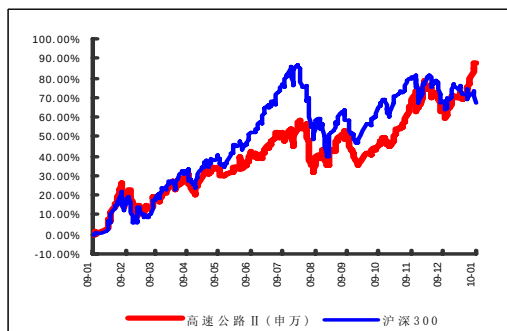
行业

交通运输

报告日期

2010 年 1 月 21 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EPS(E)	10EPS(E)	股价	评级
宁沪高速	0.31	0.42	0.47	7.67	买入
楚天高速	0.32	0.35	0.44	5.83	增持
皖通高速	0.42	0.42	0.44	7.88	增持
赣粤高速	0.47	0.45	0.51	9.43	增持

注：不考虑补贴收入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《汽车流量季节性回落》	2009 年 12 月 22 日
《汽车销售量增长支持车流增长》	2009 年 12 月 08 日
《在渐行渐近的铁路改革中寻求飞跃》	2009 年 11 月 06 日
《三季报业绩将反映行业面偏暖》	2009 年 10 月 16 日
《8 月份数据暖意渐浓》	2009 年 09 月 29 日
《稳定中趋势仍然偏弱》	2009 年 07 月 20 日
《宏观经济影响仍在延续》	2009 年 06 月 22 日
《进入大跃进时代》	2009 年 01 月 08 日
《宏观景气中的微观分化》	2008 年 07 月 10 日

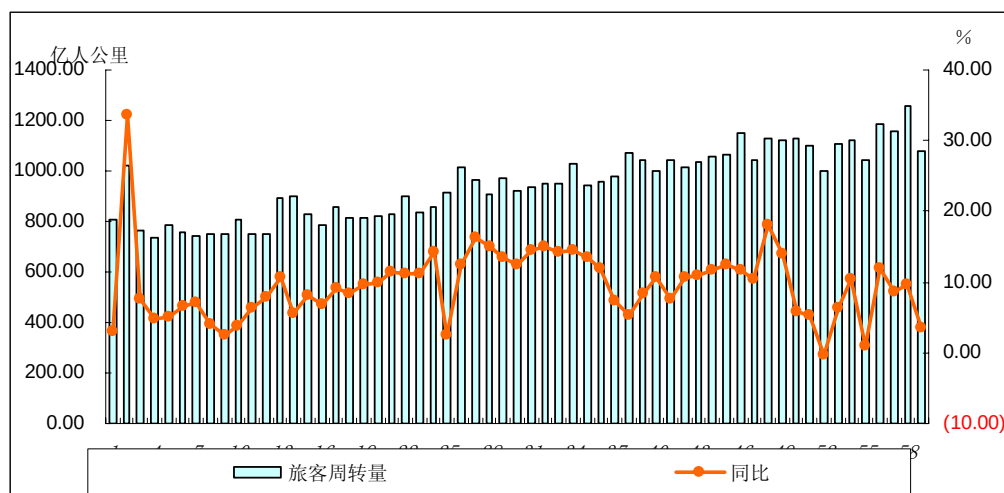
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公路宏观运输数据稳定

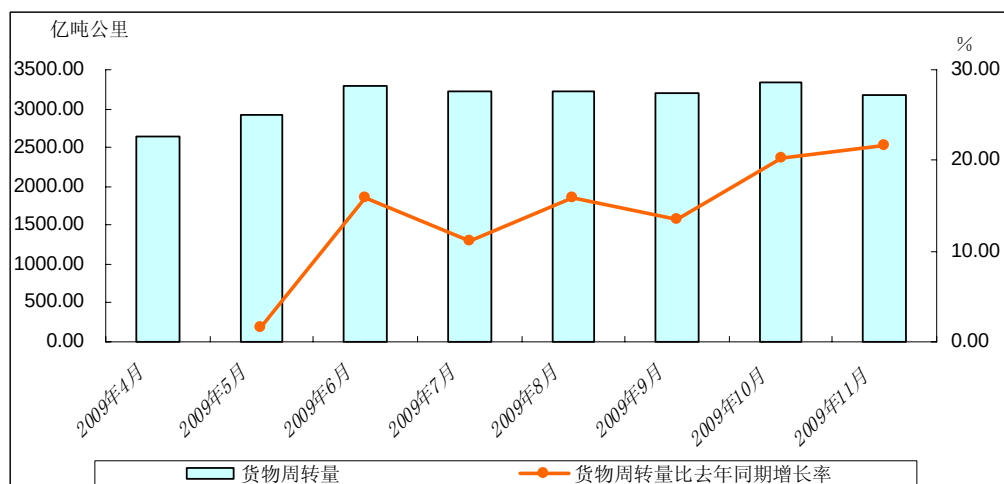
公路客、货周转量数据在 10 月份高点之后同比有所回落，新近的 11 月份数据货运周转量 3184.27 亿吨公里，我们测算的当月同比增速为 21.7%，三季度以来逐步走高，环比增幅保持小幅上涨，11 月份环比有所下降，同比数据大幅增长的一个主要原因来自于去年数据基数因宏观经济因素影响偏小，预计 12 月仍然保持较好的同比增长。11 月份客运周转量 1079.64 亿人公里，同比增长 3.48%，增幅放缓。

图 1：05 年 1 月——09 年 11 月公路客运周转量趋势

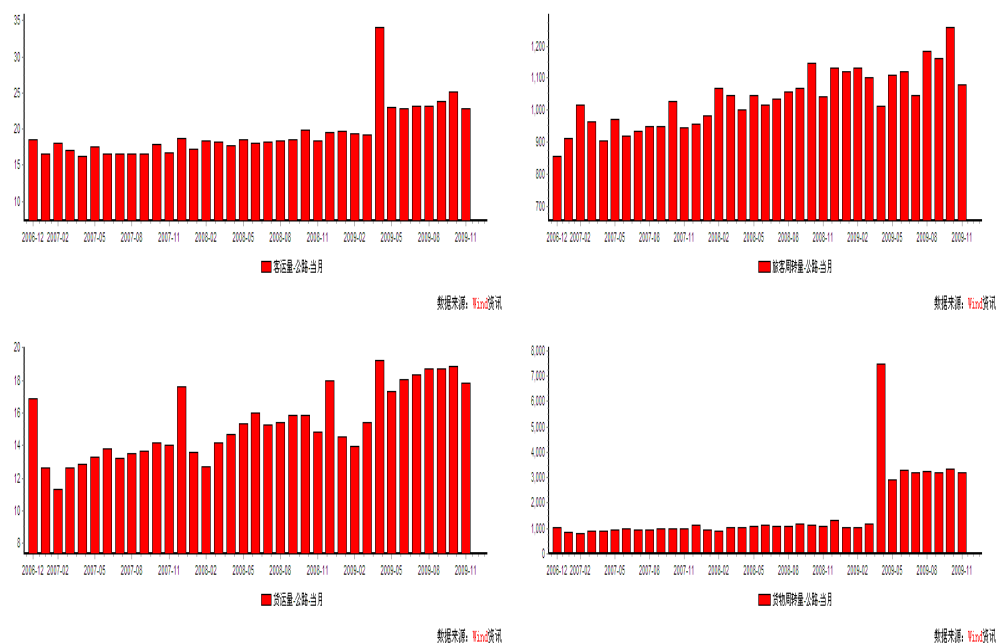


资料来源：wind、东方证券研究所

图 2：09 年 4 月——09 年 11 月公路货运周转量



资料来源：wind、东方证券研究所

图 3：近三年公路宏观运输指标增长趋势


汽车流量变动大于收入变动

微观上看，三季度以来车流数据持续向好，并且呈现加快的趋势，10 月份数据在绝对量上达到最高，11 月车流数据有所回落，12 月份出现反复，环比上，相对于 10 月车流数据高点，11 月和 12 月车流小幅有所回落，这主要是季节性因素造成，同比上，由于去年基数的原因，仍然保持较高的增速。但从收入的角度来看，四季度各个月份基本持平，10 月中含有国庆假期，小车增量较多，11 月中小车回落，但货车比重回升，总体看来，虽然四季度后两月车流出现季节性回落，但是月度通行费收入相差并不大。

表 1：部分公司主要路段 09 年 1 月至 09 年 12 月月度车流同比增速

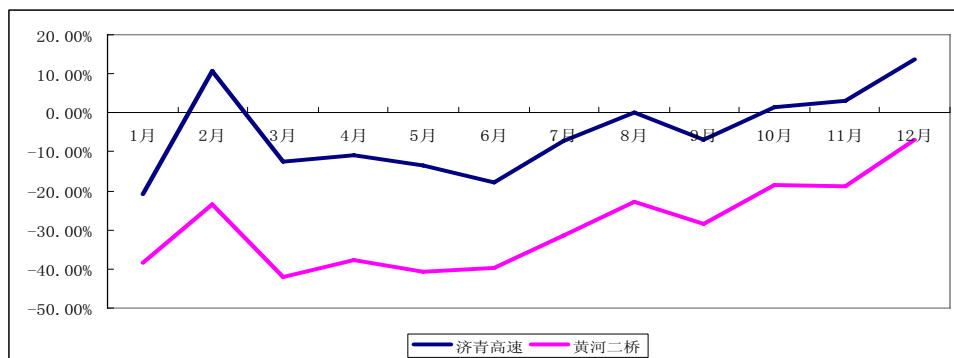
上市公司	路段	2009 年											
		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
山东高速	济青高速	-20.87%	10.78%	-12.43%	-10.72%	-13.44%	-17.84%	-7.08%	0.19%	-6.97%	1.55%	3.02%	13.73%
	黄河二桥	-38.37%	-23.39%	-41.95%	-37.68%	-40.71%	-39.76%	-31.33%	-22.69%	-28.46%	-18.46%	-18.82%	-6.80%
楚天高速	汉宜高速	99.65%	4.82%	2.97%	2.20%	0.17%	8.59%	7.21%	11.89%	8.03%	10.22%	9.80%	9.58%
	宁沪	30.66%	6.83%	-2.29%	1.20%	0.92%	5.94%	7.72%	12.07%	10.98%	18.92%	13.50%	17.07%
宁沪高速	宁连	-20.97%	-25.02%	-36.62%	-36.82%	-23.99%	-22.06%	-14.67%	-4.21%	1.88%	17.54%	18.97%	23.95%
	广靖	24.74%	-35.25%	-18.60%	-16.40%	-11.00%	0.88%	2.19%	7.85%	4.05%	14.12%	9.30%	13.74%
	锡澄	11.39%	-15.07%	-12.44%	-11.38%	-9.20%	-0.91%	-0.21%	4.06%	0.40%	10.46%	5.39%	9.00%
	合宁高速公路	69.76%	-2.48%	-3.12%	5.66%	-15.38%	8.26%	-0.49%	10.55%	17.00%	31.87%	8.63%	
	连霍公路安徽段	18.82%	-12.10%	-15.23%	-10.21%	-28.98%	-15.43%	-10.77%	-1.12%	6.12%	19.36%	-11.89%	
皖通高速	高界高速公路	42.40%	-9.82%	-13.22%	-7.56%	-27.15%	-3.50%	-2.84%	5.00%	6.26%	15.06%	0.00%	
	宣广高速公路	64.44%	-0.85%	-2.33%	14.43%	5.21%	8.10%	10.38%	16.76%	20.05%	31.11%	22.59%	
	宁淮高速天长段	81.06%	-0.95%	17.43%	23.59%	27.31%	28.97%	24.95%	33.85%	20.90%	22.48%	12.78%	
	武黄高速		5.70%	6.10%	7.45%	9.56%	20.33%	6.85%	11.62%	N.A	N.A	N.A	
	水官高速	-19.97%	23.69%	0.36%	1.81%	0.78%	7.39%	5.70%	15.80%	17.91%	11.29%	19.78%	
深高速	梅观高速	-15.55%	15.02%	0.21%	3.75%	3.70%	6.55%	1.56%	8.19%	8.43%	5.68%	10.66%	
	机荷东高速		3.05%	-4.41%	-3.85%	-4.59%	-0.61%	-0.14%	7.40%	4.18%	8.21%	10.48%	
	机荷西高速	-14.92%	18.19%	-3.95%	-3.49%	-4.23%	3.98%	5.62%	9.81%	12.18%	9.06%	15.97%	
	盐排高速	-19.67%	7.15%	-10.19%	-11.33%	-10.73%	-4.92%	-0.09%	10.19%	6.42%	9.62%	20.09%	
	广佛	-16.30%	-4.69%	-17.18%	-15.22%	-7.65%	0.11%	-15.89%	-31.43%	-28.36%	-23.11%	-12.53%	
粤高速 A	佛开	-8.08%	5.28%	-0.63%	0.99%	2.97%	14.74%	10.49%	32.85%	15.85%	38.04%	49.67%	
	广惠	14.94%	-5.49%	-4.59%	-0.73%	6.83%	3.89%	7.84%	8.04%	0.00%	18.55%	11.38%	
	广珠东	0.45%	-7.67%	-6.91%	-1.81%	-3.82%	0.85%	2.95%	12.26%	13.26%	15.33%	10.23%	
	客车	75.94%	20.09%	7.49%	14.02%	9.83%	4.23%	6.12%	2.20%	12.24%	6.47%	5.14%	
	昌九高速	货车	4.32%	40.37%	-5.33%	-1.88%	-10.62%	-4.03%	-5.76%	5.02%	-1.26%	-6.10%	-11.18%
赣粤高速	昌樟、昌傅	客车	109.40%	46.20%	12.88%	15.02%	38.65%	6.39%	23.85%	19.57%	50.22%	36.00%	22.24%
	及温厚	货车	8.53%	140.98%	-13.98%	-8.81%	-5.65%	-39.44%	-10.04%	1.54%	63.16%	62.26%	17.92%
	客车	106.93%	55.27%	52.26%	52.32%	47.26%	51.67%	38.48%	13.01%	23.21%	16.07%	20.14%	
	昌泰高速	货车	-27.82%	70.07%	0.95%	3.37%	-7.28%	2.03%	-0.34%	10.79%	9.23%	8.14%	16.20%
现代投资	长潭高速	103.40%	46.39%	22.16%	20.12%	24.68%	25.41%	30.02%	42.56%	31.56%			
	长潭高速	80.90%	45.85%	11.55%	13.02%	14.30%	24.08%	27.80%	33.79%	19.29%			
	成渝高速	60.31%	-6.56%	22.95%	15.46%	28.27%	30.82%	26.23%	26.53%	24.11%	38.14%	30.51%	14.50%
四川成渝	成雅高速	7.70%	16.42%	11.61%	5.27%	6.48%	8.18%	7.21%	14.42%	11.18%	8.94%	10.28%	14.72%
	成乐高速	32.83%	44.00%	55.75%	42.88%	47.95%	26.10%	27.55%	20.25%	18.55%	33.00%	33.28%	22.31%

注：山东高速是通行费数据

资料来源：公司网站、东方证券研究所

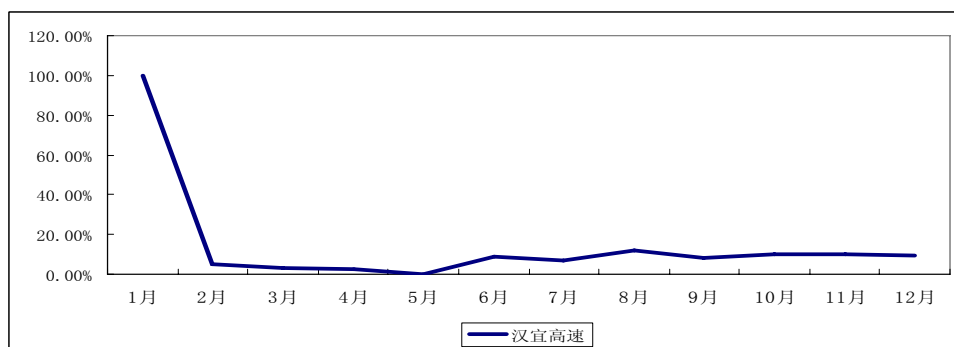
上市公司主要路产车流增长趋势

图 4：山东高速路产收入变化趋势



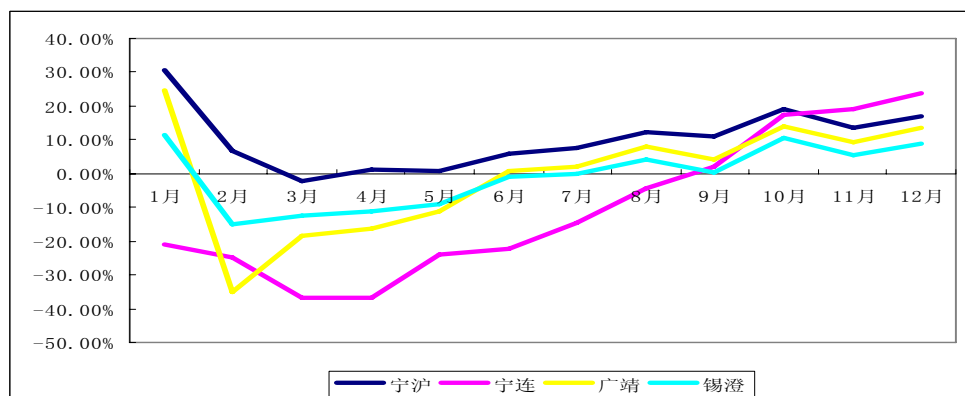
资料来源：东方证券研究所

图 5：楚天高速路产车流变化趋势



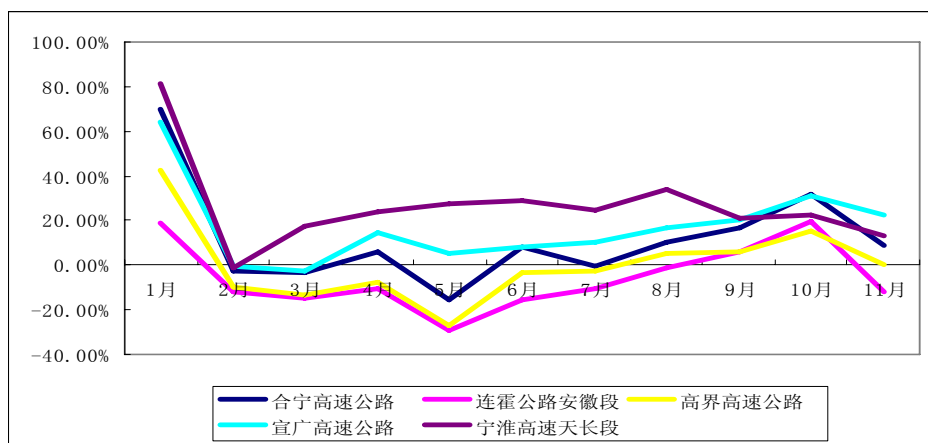
资料来源：东方证券研究所

图 6：宁沪高速路产车流变化趋势



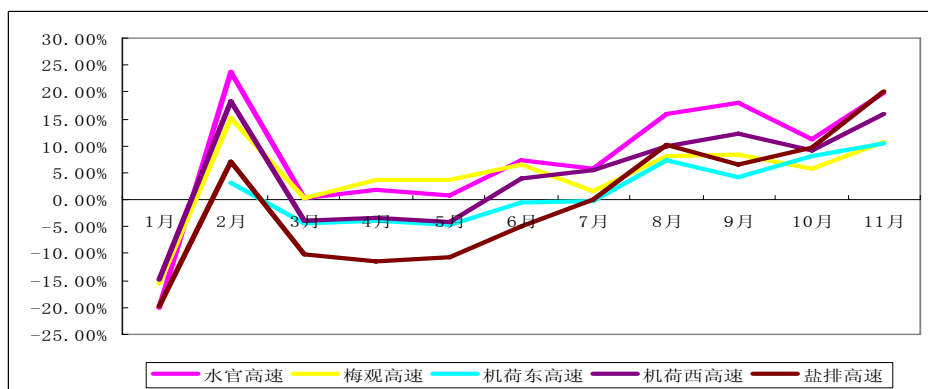
资料来源：东方证券研究所

图 7：皖通高速路产车流变化趋势



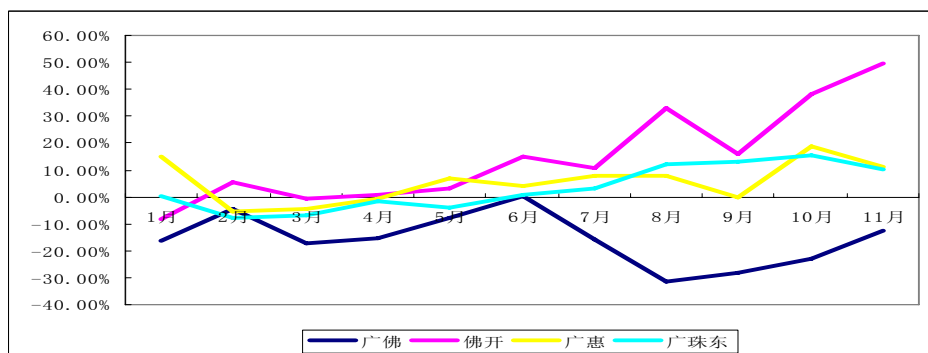
资料来源：东方证券研究所

图 8：深高速路产车流变化趋势



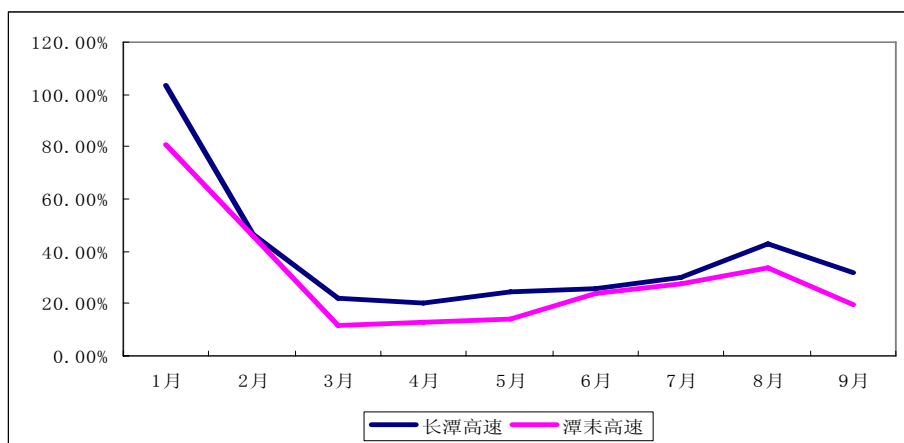
资料来源：东方证券研究所

图 9：粤高速 A 路产车流变化趋势



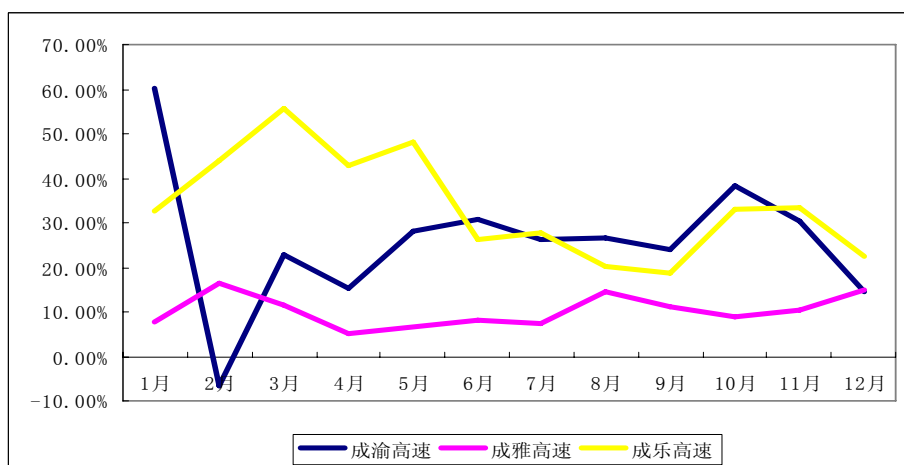
资料来源：东方证券研究所

图 10：现代投资路产车流变化趋势



资料来源：东方证券研究所

图 11：四川成渝路产车流变化趋势

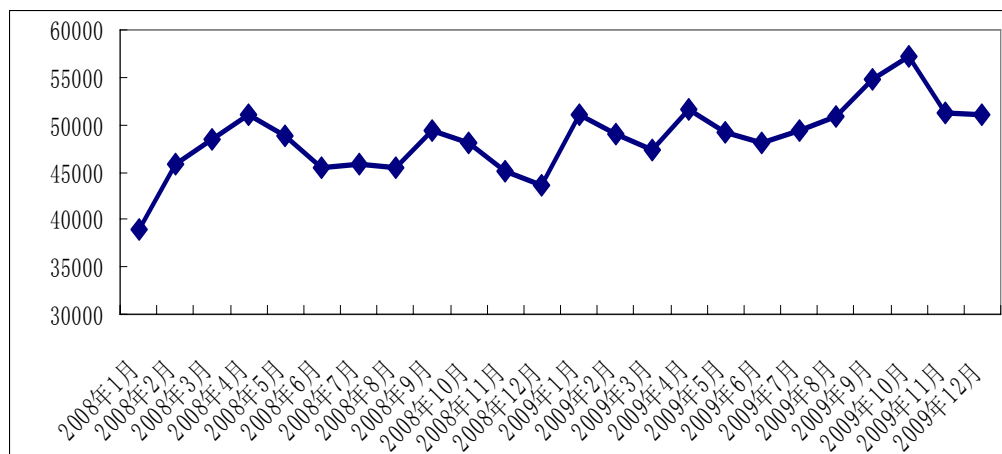


资料来源：东方证券研究所

重点推荐宁沪高速

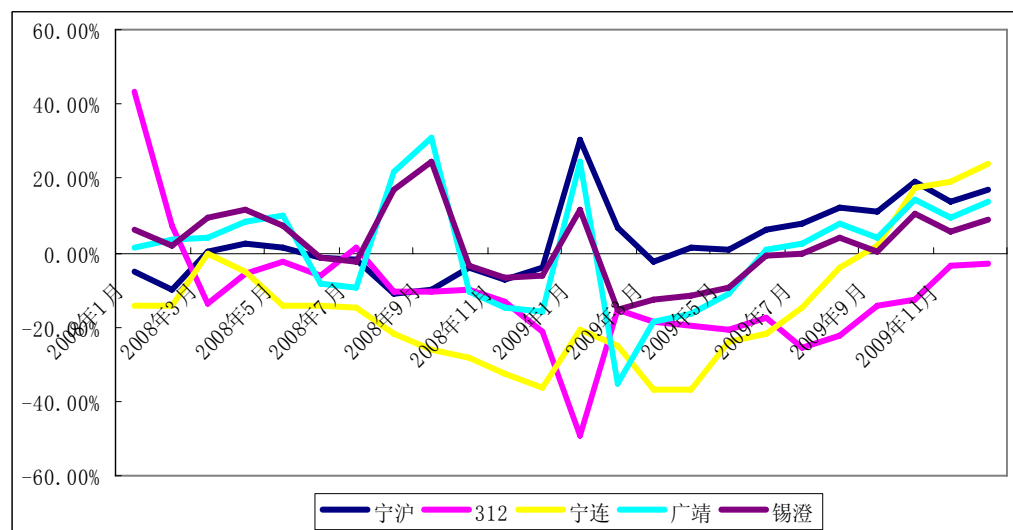
负面的因素逐渐过去，正面的因素渐渐显现，车流增长，货车比重提升，收费标准提升，财务成本的节约，中期明年5月至10月，上海世博会的举办将会进一步促进宁沪的车流，长期迪斯尼的项目也将使这条途径南京、镇江、常州、苏州、无锡和上海主要道路受益，我们预期公司09-11年每股收益分别为0.42、0.47元和0.52，目前股价7.67元，维持公司“买入”评级。

图 12：宁沪高速 08 年 1-09 年 11 月月度车流量



资料来源：、东方证券研究所

图 13：宁沪高速 08 年 1-09 年 12 月月度车流同比增速



资料来源：、东方证券研究所

表 2：宁沪高速盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	675	660	681	690	营业收入	5277	5659	6216	6665
现金	461	461	461	461	营业成本	2474	2313	2512	2607
应收账款	34	50	58	55	营业税金及附加	143	154	169	181
其它应收款	15	38	34	33	营业费用	2	2	2	2
预付账款	7	4	4	6	管理费用	162	147	171	180
存货	117	65	84	95	财务费用	542	393	390	362
其他	43	41	41	41	资产减值损失	-2	0	0	0
					公允价值变动收				
非流动资产	24100	24783	25368	25175	益	-2	6	0	0
长期投资	1884	1687	1727	1766	投资净收益	153	176	202	222
固定资产	1477	2384	3283	3452	营业利润	2107	2832	3173	3554
无形资产	20690	20390	20047	19652	营业外收入	17	22	24	24
其他	49	322	311	306	营业外支出	23	29	28	27
资产总计	24775	25443	26049	25865	利润总额	2102	2825	3170	3552
流动负债	3655	3527	3501	2610	所得税	502	675	758	849
短期借款	2650	2614	2564	1613	净利润	1599	2150	2412	2703
应付账款	155	145	157	163	少数股东损益	45	57	63	71
					归属于母公司净				
其他	850	769	780	834	利润	1554	2094	2349	2632
非流动负债	4713	4712	4712	4712	EBITDA	3564	3534	3953	4384
长期借款	3622	3622	3622	3622	EPS (元)	0.31	0.42	0.47	0.52
其他	1091	1090	1090	1090					
负债合计	8368	8239	8213	7322	主要财务比率				
少数股东权益	439	495	559	630	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	5038	5038	5038	5038	成长能力				
资本公积	7555	7555	7555	7555	营业收入	-0.6%	7.2%	9.8%	7.2%
留存收益	3376	4109	4678	5314	营业利润	-12.5%	34.4%	12.0%	12.0%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利				
合计	15969	16708	17278	17913	润	-2.9%	34.7%	12.2%	12.1%
负债和股东权益	24775	25443	26049	25865	获利能力				
					毛利率	53.1%	59.1%	59.6%	60.9%
现金流量表					净利率	29.4%	37.0%	37.8%	39.5%
					ROE	9.7%	12.5%	13.6%	14.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	2765	2620	3032	3348	资产负债率	33.8%	32.4%	31.5%	28.3%
净利润	1599	2150	2412	2703	净负债比率				
折旧摊销	914	309	390	468					
财务费用	542	393	390	362					

投资损失	-153	-176	-202	-222	流动比率	0.18	0.19	0.19	0.26
营运资金变动	-144	-78	46	35	速动比率	0.15	0.17	0.17	0.23
其它	6	22	-4	3	营运能力				
投资活动现金流	-898	-820	-773	-53	总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.26
资本支出	827	1260	1000	300	应收账款周转率	97	123	105	109
长期投资	-160	-198	40	39	应付账款周转率	4.70	15.44	16.64	16.28
其他	-230	242	267	287	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-2536	-1800	-2259	-3295	每股收益	0.31	0.42	0.47	0.52
短期借款	-2104	-36	-50	-951	每股经营现金流	0.55	0.52	0.60	0.66
长期借款	338	0	0	0	每股净资产	3.17	3.32	3.43	3.56
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	67	0	0	0	P/E	23.50	17.45	15.55	13.88
其他	-836	-1764	-2210	-2344	P/B	2.29	2.19	2.11	2.04
现金净增加额	-668	0	0	0	EV/EBITDA	12	12	11	10

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐捷：交通行业资深分析师

章琪：交通行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn