

动态报告

高速公路行业

高速公路行业 1 月份月报

谨慎推荐

(维持)

2010 年 1 月 29 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

行业月报

加速回暖 值得阶段性防御配置

● 宏观经济持续回暖，外贸强劲复苏

在投资和消费推动下，2009 年宏观经济在经历周期性谷底后稳步回升，GDP 增速逐季走高，同比增长 8.7%，四季度增速达 10.7%。12 月份全国规模以上工业增加值同比增长 18.5%，全年累计增速达到 11%。根据国信宏观小组观点，2010 年 GDP 增速将达到 10.8%，快速增长的宏观经济将刺激全社会运输需求的增长，为高速行业发展提供良好外部环境，

● 行业重新进入全面增长阶段

从我们跟踪的重点公司经营数据来看，大部分公司 12 月份当月车流量及路费收入增速创出年内新高，四季度经营状况全面转好，其中赣粤高速和深高速路费收入增速在 15% 以上；宁沪高速车流量同比增长 17.1%，山东高速在逐步恢复，12 月份济青高速路费收入同比增长 13.7%，创下年内收入增速新高，预计 2010 年一季度行业收入继续保持较高增速。

● 估值优势弱化，但仍可阶段性配置

1 月份以来，在通胀预期上升导致的市场对政府采取紧缩性政策的担忧下，市场整体出现了震荡调整走势，截至 1 月 26 日，上证指数调整幅度已达 7.87%，在此期间高速公路行业指数上涨 0.9%，明显跑赢大市，估值优势弱化，但在目前市场对流动性担忧情绪加剧的背景下，高速公路行业仍应是投资者进行防御性配置的重要标的之一。

● 维持行业“谨慎推荐”评级，重点关注沿海地区高速项目

2010 年 1 季度外贸强劲复苏态势确定性高，国信宏观组预计进口和出口同比增长分别高达 40% 和 22%，沿海地区的收费公路项目与外贸进出口相关度更高，在外贸高增长的推动下路费收入将体现出更高的向上弹性，此思路下我们建议投资者重点关注宁沪高速、深高速、山东高速等。此外，受益路网贯通的楚天高速值得重点关注。随着区域振兴规划、综合改革配套等细则的逐步出台，部分公司存在一定主题性投资机会，建议谨慎参与相关品种。

分析师：高健

电话：0755-82130833-1809

E-mail: gaojian@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

公司名称	收盘价 (1.26)	总市值 (百万元)	EPS (元)		PE		PB	投资评级
			09E	10E	09E	10E		
宁沪高速	7.09	35516	0.4	0.45	15.5	13.8	2.19	谨慎推荐
山东高速	5.18	17559	0.29	0.33	16.6	14.6	1.94	中性
赣粤高速	8.69	19827	0.44	0.48	15.9	14.6	2.47	谨慎推荐
深高速	5.91	12801	0.25	0.26	22.2	21.3	1.58	中性
锦江投资	16.1	9002	0.52	0.61	25.3	21.6	4.81	谨慎推荐
江西长运	11.78	2193	0.48	0.56	24.5	21.0	3.92	谨慎推荐
五洲交通	7.82	4347	0.24	0.26	32.6	30.1	2.08	谨慎推荐

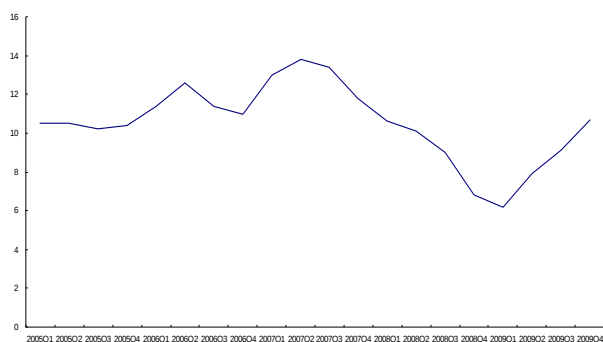
资料来源：公司资料和国信证券预测

宏观经济复苏确立

GDP 和工业增加值增速加速上升

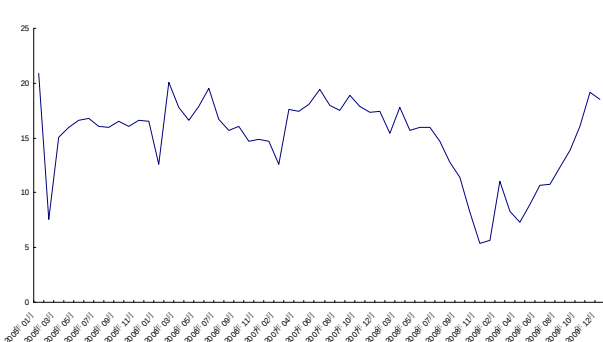
在投资和消费推动下，2009 年宏观经济在经历周期性谷底后稳步回升，GDP 增速逐季走高，全年实现 GDP335353 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.7%，其中四季度增速达到 10.7%。与此相对应，工业增加值增速也呈现出明确的底部复苏态势，12 月份全国规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增幅较 11 月份微降 0.7 个百分点，保持了较高的同比增速，延续了良好的复苏态势，全年累计增速达到 11%。根据国信宏观小组观点，2010 年 GDP 增速将达到 10.8%，快速增长的宏观经济将刺激全社会运输需求的增长，为高速行业发展提供良好的外部环境。

图 1: GDP 增速统计 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 2: 规模以上工业增加值月度增速统计 (单位: %)

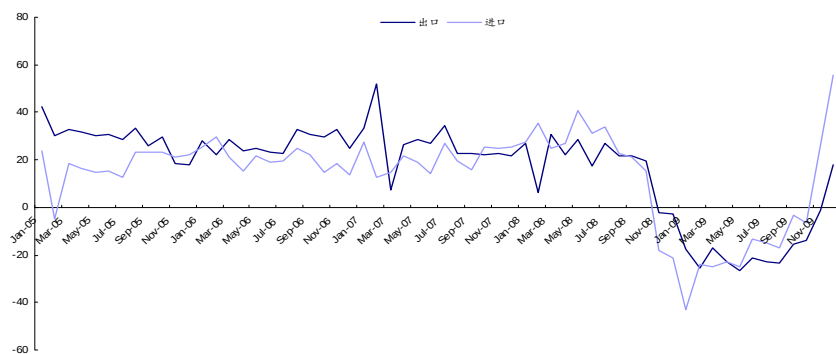


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

外贸进出口持续好转，2010 年有望实现 20%以上增长

12 月份外贸进出口形势显著好转，进出口总值 2430 亿美元，同比大幅增长 32.7%，环比增长 16.7%，其中进口和出口同比分别增长 55.9%和 17.7%，在外贸复苏和 08 年同期低基数上实现了强劲的同比增长。根据宏观小组预测，2010 进口和出口增速分别为 23%和 22%，未来 5 年，外贸仍将是中国经济增长的重要引擎。在外贸强劲复苏的背景下，我们认为沿海地区高速公路项目将更大程度受益。

图 3: 中国进出口月度同比增速统计 (单位: %)

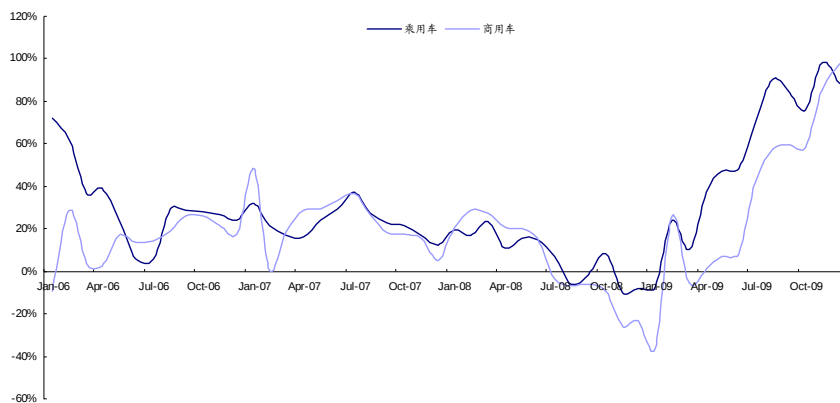


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

汽车销量屡创新高

12 月份汽车销售达年内、历史顶峰，轿车、微客、重卡和大中客销量分别同比增长 82.1%、117.5%、209.3%和 37.9%。作为高速公路行业下游的客户端，汽车保有量的持续高速提升为未来行业的发展提供了持续的驱动力。

图 4：中国汽车销量同比月度增速统计



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

行业步入全面增长通道

宁沪高速一路费收入延续良好表现

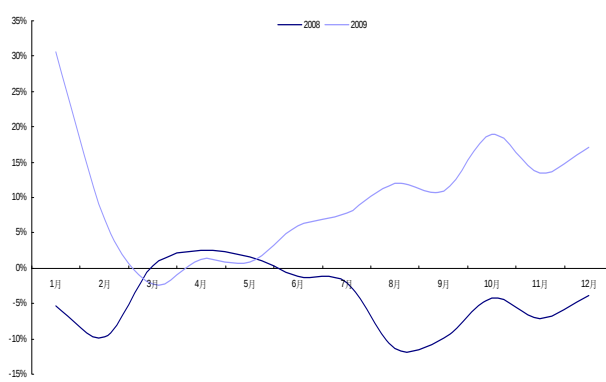
12 月份沪宁高速江苏段车流量表现良好，日均全程车流量 51130 辆，同比增加 17.1%，自 8 月份以来已经连续 6 个月保持同比增长。该路段 10 吨以上货车车流量占比在稳步提升，12 月占比达到 3.87%，该比例为年内最高，2009 年 7 月 1 日起，江苏省实施新高速公路货车计重收费标准，对通行费收入有正面影响，因此未来半年公司路费收入增速有望快于车流量增速，初步预计在 15%以上。

图 5：沪宁高速日均全程车流量（单位：辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 6：沪宁高速车流量同比增速



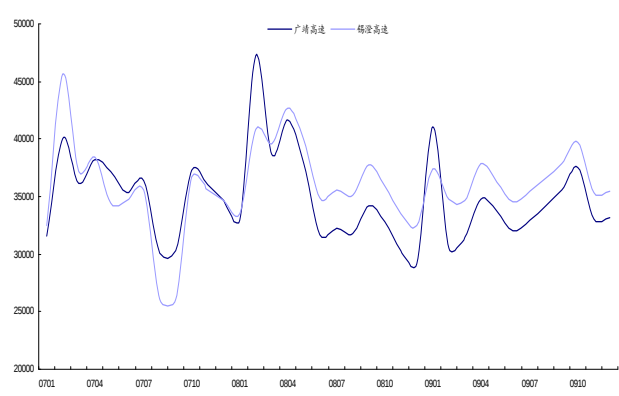
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 7: 沪宁高速 10 吨以上货车车流量占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 8: 广靖锡澄高速日均全程车流量 (单位: 辆)

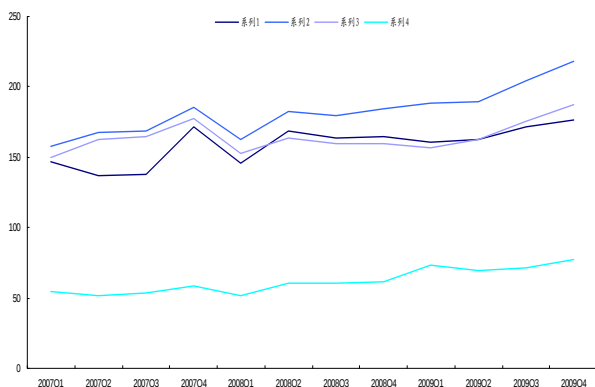


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

赣粤高速-路费收入表现强劲

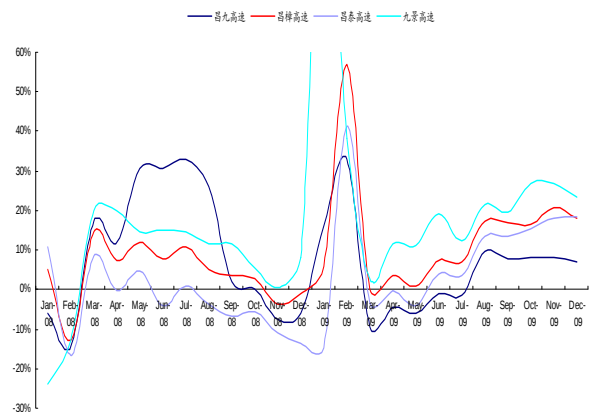
12 月份公司路费收入同比增长 15.9%，延续了三季度以来的良好表现，四季度公司路费收入同比增长 16%，2009 年路费收入 25.1 亿元，增速为 9.8%，继续表现出强劲的增长态势。

图 9: 赣粤高速旗下路段季度路费收入 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 10: 赣粤高速旗下路段月度路费收入增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

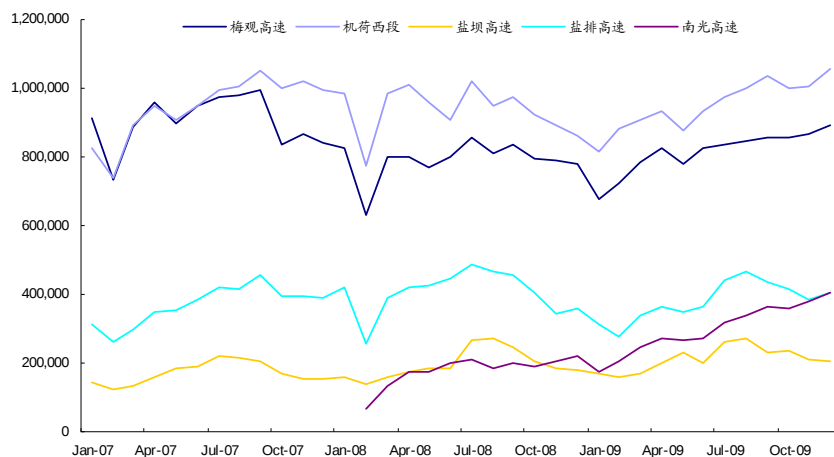
深高速—外贸复苏推动经营持续向好

公司多条收费公路项目与外贸相关度较高，四季度外贸形势的强劲复苏下，深高速车流量和路费收入转入全面增长，不考虑南光高速和清连高速（开通初期数据不可比），其他并表项目 12 月份收入日均路费收入 257 万元，同比增速达 17.6%，实现了连续 5 个月增长的局面，同时同比增速创下了今年以来的新高，经营数据复苏得到确认，全年日均路费收入同比增长 1.2%，顺利度过了外围金融危机、区域经济放缓的强烈冲击。

公司旗下南光高速 08 年初开通以来，车流量处于培育期，12 月份日均路费收入已达到 40.7 万元，创下开通以来新高，日均折合全程车流量 1.9 万，我们推测该项目车流量已在盈亏平衡线附近，未来随着周边路网的贯通仍有较大增长空间。清连高速日均路费收入达到 107.8 万元，收入水平处于不断改善当中，预计 2010

年底前后宜连高速贯通后，清连高速与京珠高速将顺利连接，车流量与收入规模将跃上新台阶。

图 11：深高速旗下路段日均路费收入（单位：元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

楚天高速—内生增长动力充足

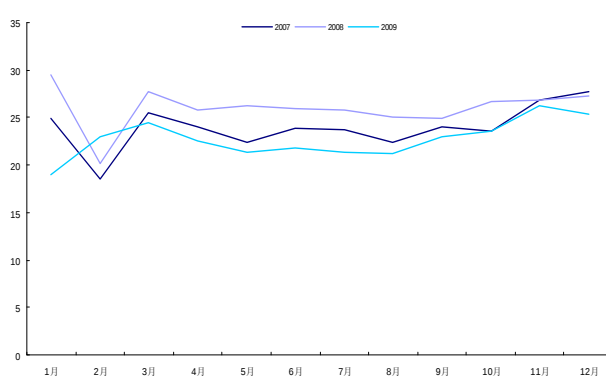
公司经营态势趋好，具有很强的内生性增长动力，12 月份月均全程车流量同比增长 9.6%，车流量结构有所改善，反应货运需求的大型车和特大型车流比例有所提升，四季度 25.1% 的平均比例明显高于前三季度 22% 的平均值。2009 年底以来，由于沪蓉西高速路段的贯通，公司将显著受益路网贯通效应，2010 年的车流量增长有可能会超出预期。

图 12：楚天高速月均全程车流量（单位：辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 13：楚天高速大型车和特大型车占比（单位：%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

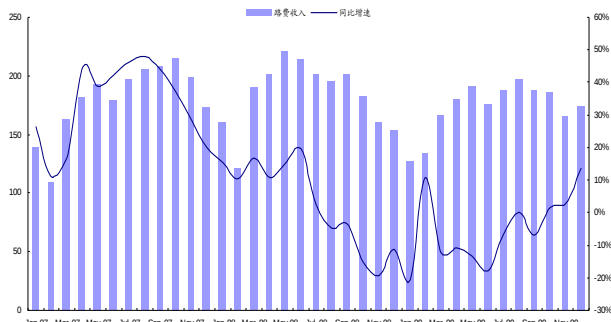
山东高速—收入仍处于缓慢恢复进程中

12 月份济青高速路费收入 1.74 亿元，同比增长 13.7%，增速创下 09 年新高，经营情况处于持续恢复之中。全年合计收入 20.7 亿元，同比下降 6%，随着未来区域经济的的增长和分流效应的减缓，该路段收入将重新迈入增长通道。

公司黄河二桥路费收入 2539 万元，同比下降 6.8%，降幅收窄至年内最低水平，全年路费收入为 2.72 亿元，同比下降 30%，公司近年来新建及收购多条路产

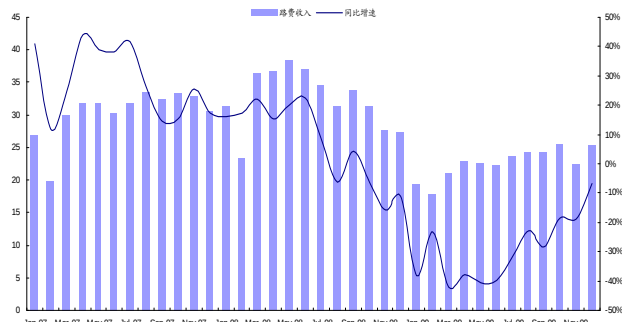
项目，路网分布日趋均衡，单一项目面临的分流威胁将大大弱化，我们预计黄河二桥在公司路费收入占比将逐步趋于下降。

图 14: 济青高速月度收入及同比增速 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 15: 黄河二桥月度收入及同比增速 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

值得阶段性防御配置的标的

行业经营持续向好

行业运行态势与宏观经济高度相关，工业生产和外贸数据的持续向好推动上市公司经营局面不断改善，四季度车流量及同比增速纷纷达到年内新高。2009 年一季度经济处于谷底区域，国信宏观小组预计 2010Q1GDP 同比增速将高达 13.8%，我们认为行业经营环境在 2010 年一季度将继续好转，2010Q1 行业收入同比增速有望进一步上升。

估值优势有所弱化，但仍值得阶段性配置

1 月份以来，在通胀预期上升导致的市场对政府采取紧缩性政策的担忧下，市场整体出现了震荡调整走势，截至 1 月 26 日，上证指数调整幅度已达 7.87%，在此期间高速公路行业指数上涨 0.9%，明显跑赢大市，主要有两点原因，一是市场在流动性紧缩预期下增加防御性配置，二是在区域振兴规划密集出台效应下，以皖通高速、海南高速为代表的主题性投资带动行业出现一轮阶段性行情。

高速板块经过修复性上涨后相对市场的估值优势逐步弱化，当前行业对应估值水平（TTM）为 22 倍，与市场的折价已大幅收窄，因此我们认为行业短期估值继续提升空间有限，未来股价的绝对表现将有赖于一季度行业经营数据继续向好预期的逐步兑现。在目前市场对流动性担忧情绪加剧的背景下，高速公路行业仍应是投资者进行防御性配置的重要选择。

重点关注沿海地区公路项目

2010 年 1 季度外贸强劲复苏态势确定性高，国信宏观组预计进口和出口同比增长分别高达 40%和 22%，沿海地区的收费公路项目与外贸进出口相关度更高，在外贸高增长的推动下路费收入将体现出更高的向上弹性，此思路下我们建议投资者重点关注宁沪高速、深高速、山东高速等。2010 年充分受益沪蓉西高速全线通车带来的贯通效应的楚天高速也是下一阶段应重点关注的公司。

此外，随着区域振兴规划、综合改革配套等细则的逐步落实，承担重要通道角色的所在地区高速公路公司会存在一定主题性投资机会，如近期皖通高速、海南高

速等，但我们此类机会存续期有限，而且从规划至落实、见效是一个长期的过程，中短期看对相关公司影响程度并不明显，建议谨慎参与此类主题性投资。

部分上市公司动态及点评

赣粤高速：公司 1 月 21 日发布公告称，收到控股股东江西省高速公路投资集团书面决议文件，为促进集团与上市公司统筹协调发展，省高速集团继续支持赣粤高速做优做强，主要举措包括授予新建及运营奉新至铜鼓项目权，承诺未来 12 个月不减持等。奉铜高速是南昌至铜鼓高速公路中的西段，与已开工并由公司投资建设的东段南昌至奉新段共同构成南昌至铜鼓高速公路，纳入了交通部组织的《中部地区崛起公路水路交通发展规划》，向西接已开工的湖南浏阳(湘赣界)至花垣(湘渝界)高速公路。本项目建成通车后，长沙至南昌的公路里程可缩短 69 公里。该项目全线里程 155.78 公里，其中与大广高速共线 24.49 公里，建设里程 131.28 公里，按双向四车道高速公路标准建设，项目概算总额约 69.48 亿元（含建设期贷款利息 4.15 亿元），单公里造价为 5293 万元，与昌奉高速 5041 万元的单公里计划造价基本相当。项目工程计划于 2010 年动工，2012 年底建成通车。

简评：预计该项目具有较好的盈利潜力，但投资回报率可能会弱于公司现有成熟路产项目，该项目建设权的获取将使得公司旗下已有和在建高速公路项目里程由 558 公里上升至 689 公里，升幅高达 23.5%，公司路产项目分布日益均衡，抗风险能力将得到进一步提升。宏观经济复苏态势基本确立，2010 年宏观经济指标将有望进一步好转。公司 2009 年通行费收入突破 25 亿元，同比增速 9.8%，在行业中继续其靓丽的表现，预计 2010 年车流量和收入稳定增长态势将得以延续，暂不调整 09-10 年 0.44 元和 0.48 元主业盈利预测，当前估值基本合理，但长期投资价值仍较为显著，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。此外，公司发行的认股权证将在 2 月 5 日后停止交易，目前股价低于行权价 10.04 元，在此期间市场可能会出现行权预期下的交易性机会，我们建议投资者理性对待，谨慎参与。

江西长运：公司 1 月 23 日发布公告称，公司以人民币 5491 万元受让江西省萍乡市成图汽车运输有限公司的经营资产，另将江西省萍乡市长途汽车运输有限公司改制中与政府资产交割应补交的 398 万（政府批复文件为准）挂账，由本公司偿还。

简评：该项目收购是公司近年来在外延式扩张方面的又一次成功突破，在省内公路客运市场份额将进一步提升。该项目资产收购以净资产为基准，对应 08 年盈利 367 万元，收购 PE 约为 16 倍，较为合理，我们维持公司 2009 年 0.48 元的盈利预测，小幅上调公司 2010 年盈利预测至 0.56 元，当前股价对应 09-10 年 PE 水平分别为 24.5 倍和 21 倍，处于合理范围，未来股价表现的催化剂在于公司对外省市优质公路客运资产的收购扩张以及省内居民出行需求增加带来的业绩超预期因素。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-60933162	高 健	0755-82130678
				郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	