

小汽车流量高增长

——高速公路 2010 年年度总结

推荐 (维持)

2011 年 3 月 11 日

重点公司

重点公司	10 E	11 E	评级
山东高速	0.37	0.45	强烈推荐
深高速	0.35	0.49	强烈推荐
皖通高速	0.46	0.65	强烈推荐
赣粤高速	0.61	0.60	强烈推荐
宁沪高速	0.49	0.54	推荐

相关报告

高速公路 II:《年度策略:现金流——新周期投资的新逻辑》2011-1-16

高速公路 III:《深高速:清连高速进展顺利》2010-11-26

高速公路 III:《山东高速:资产注入符合预期,维持强烈推荐评级》2010-11-22

分析师 王爽
021-38565912
wangsh@xyzq.com.cn
SAC:S0190210030003

投资要点

- **行业整体情况持续向好:** 2010 年 1-11 月,全国公路客运总量为 278.11 亿人,同比增长 14.4%,公路旅客周转量为 13766.2 亿人公里,同比增长 12.5%,公路货运量为 222.09 亿吨,同比增长 18.2%,公路货物周转量为 29643.85 亿吨公里,同比(4-11 月)增加 18.5%。各上市公司通行费收入普遍同比增长 10%-20%。
- **小汽车保有量上升推动小汽车车流量增长:** 全国各主要路段小汽车同比增长保持在 15%-25%左右,普遍高于其他车型增长率。增速靠前的路段有:昌九高速小汽车增速为 50%,合宁高速为 35%,梅关、郑漯也均高于 20%。
- **产业转移推动大货车车流量增长:** 受产业转移等经济政策影响,中西部经济区大货车通行量增加。合宁高速、成渝高速货车增长率均达 19%。
- **4 大经济圈:**
 - **环渤海:** 山东高速通行费年增长率达到 17%,其中济青高速通行费增速 9%。
 - **长三角:** 宁沪高速车流量同比增长 10%,其中沪宁高速年通行费增长 11%。皖通高速通行费收入增长 21%,主要路段合宁高速、高界高速年增 26%、21%。赣粤高速通行费收入增长 17%。
 - **珠三角:** 深高速通行费收入增长 29%,所有路段增长达到 15%以上。粤高速通行费收入增长达 12%。
 - **成渝地区:** 四川成渝通行费增长达 18%,其中成渝高速年增长率 19%,成雅高速年增长率 17%。
- **南北通道——京珠线:** 中原高速收入同比增长 17%,主要路段郑漯、漯驻增长达到 12%、14%。
- **东西干线——沪渝线:** 楚天高速车流量增长达 15%,武黄高速(深高速)通行费收入增长也达 17%。
- **总结:** 综合估值、股息率和业绩增长等方面,我们给予山东高速、皖通高速、深高速、赣粤高速强烈推荐评级;宁沪高速、成渝高速、福建高速推荐评级;粤高速,现代投资和楚天高速中性评级。

目 录

1、高速公路运输骨架图：四大经济圈、“十”字主干道.....	3 -
2、全国高速公路客、货周转量同比增长 12.5%、18.5%.....	4 -
3、重点上市公司经营数据概览	5 -
4、高速公路上市公司估值分析及投资策略.....	7 -
5、附表	8 -
图 1 我国运输主通道	3 -
图 2 2010 年全国公路客货运量、周转量同比增长率.....	4 -
图 3 2010 年主要经济圈、路网主干道交通费/车流量同比增长率.....	5 -
图 4 山东高速通行费	8 -
图 5 济青高速各车型车流量同比增长率	8 -
图 6 宁沪高速日均车流量	8 -
图 7 沪宁高速各车型车流量同比增长率	8 -
图 8 皖通高速通行费	9 -
图 9 合宁高速各车型车流量同比增长率	9 -
图 10 赣粤高速通行费	9 -
图 11 昌九高速各车型车流量同比增长率.....	9 -
图 11 粤高速通行费	10 -
图 12 广佛高速各线路通行费同比增长率	10 -
图 13 深高速通行费	10 -
图 14 梅关高速各车型车流量同比增长率	10 -
图 15 中原高速通行费	11 -
图 16 郑漯高速各车型车流量同比增长率	11 -
图 17 现代投资车流量	11 -
图 18 长潭高速各车型车流量同比增长率	11 -
图 19 楚天高速车流量	12 -
图 20 汉宜高速各车型车流量同比增长率	12 -
图 21 四川成渝通行费	12 -
图 22 四川成渝各线路通行费同比增长率	12 -
表 1 上市公司在主要经济圈、主干道上分布情况.....	3 -
表 2 上市公司通行费/车流量同比增长	5 -
表 3 上市公司主要路段客运、货运车流量月同比增长率.....	6 -
表 4 上市公司估值分析及投资策略	7 -
表 5 上市公司盈利预测	7 -

我国交通以主要经济圈内部分运输和南北向运输为主，其中四大经济圈（环渤海、长三角、珠三角、成渝经济圈）是主要的运输需求发生或吸引区域，经济区内重点城市是主要交通枢纽，有较强的辐射作用。同时，纵向的京珠线、横向的沪蓉/沪渝线构成了我国运输的主骨架，是重要的运输通道。

经济区/主干道	上市公司分布
环渤海经济圈	山东高速
长三角经济圈	宁沪高速、皖通高速、粤赣高速
珠三角经济圈	深高速、粤高速
成渝经济圈	成渝高速
京珠线	中原高速、楚天高速
沪蓉/沪渝线	楚天高速、武黄高速（深高速）

- 3 -

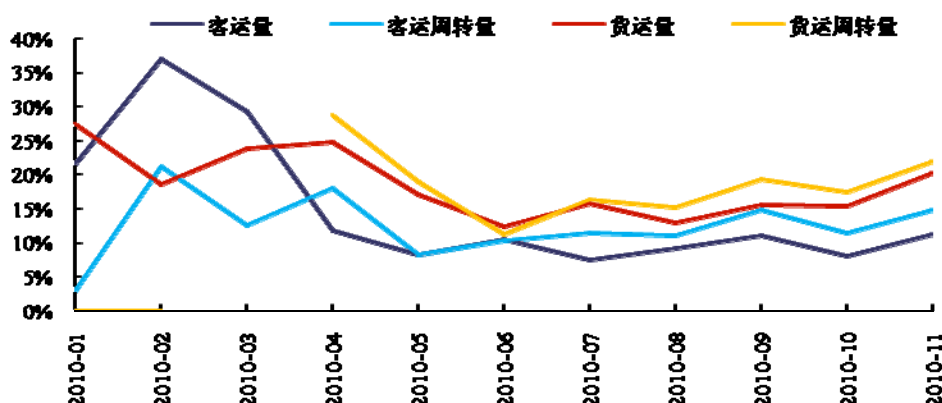
2、全国高速公路客、货周转量同比增长 12.5%、18.5%

2010 年 1-11 月，全国公路客运总量为 278.11 亿人，同比增长 14.4%，公路旅客周转量为 13766.2 亿人公里，同比增长 12.5%，公路货运量为 222.09 亿吨，同比增长 18.2%，公路货物周转量为 29643.85 亿吨公里，同比（4-11 月）增加 18.5%。

全国客运数据方面，2 月前后受益于春运影响，1、2、3 月客运量同比增长 22%，37%，29%，之后平稳在 10% 左右。春节期间，短途旅客增速较快，导致客运量增速率远高于客运周转量增长率。

全国货运数据方面，受宏观经济向好的大形势影响，全国 GDP 依然保持快速增长趋势，公路货运量同比增长 18%。除春节期间，货运量增长率、货运周转量增长率均高于客运量增长率、客运周转量增长率。

图 2 2010 年全国公路客货运量、周转量同比增长率



备注：统计局 2009 年 4 月起货运周转量统计口径发生变化，因此 2010.01-2010.03 同比增长未摘录。

数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

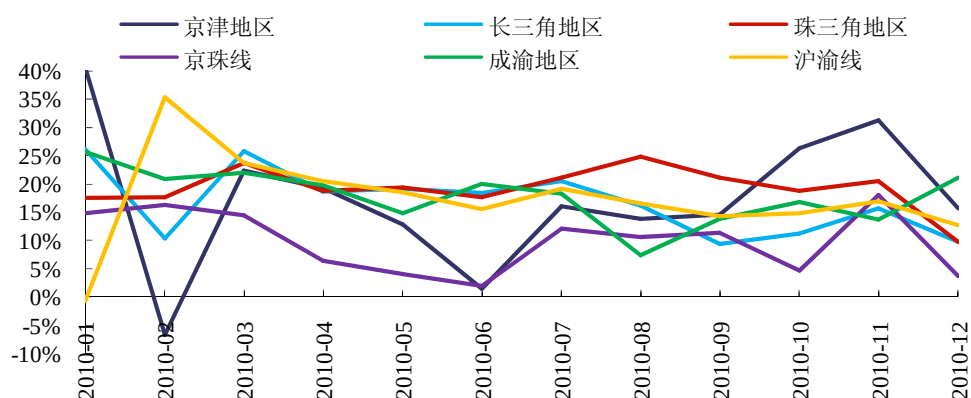
2010 年，随着宏观经济回稳向好，公路客货运交通量开始快速回升。各主要经济圈、南北、东西干道的通行费、交通流量都保持正同比增长，大部分地区同比增长率基本保持在 10%-30% 左右。

珠三角经济圈受深高速高增长拉动，总体区域增长最为快速。

长三角经济圈中，皖通、赣粤高速车流量都有较好表现，宁沪高速借助良好地理优势也有平稳可持续的增速。

沪渝经济圈，09 年底沪渝高速全线贯通，楚天高速唯一资产汉宜高速成为了全国性的大动脉，车流量增长迅速。

图 3 2010 年主要经济圈、路网主干道交通费/车流量同比增长率



数据来源: Wind 数据库、兴业证券研究所

3、重点上市公司经营数据概览

2010 年各上市公司通行费、车流量普遍同比增长 10%-20%。主要路段客车的同比增长率在 15%-25%之间,货车的同比增长率在 5%-25%之间。(除现代投资 2010 年起统计口径发生改变,统计数据存在偏差外),年同比增长率处于前三的公司为:深高速 (29%),皖通高速 (21%),成渝高速 (18%)。

表 2 上市公司通行费/车流量同比增长

	同比增长率	月度同比增长率											
		2010											
		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	17%	41%	-7%	22%	19%	13%	1%	16%	14%	14%	26%	31%	16%
宁沪高速	10%	25%	1%	17%	13%	12%	12%	16%	14%	-1%	4%	8%	7%
皖通高速	21%	17%	14%	24%	21%	22%	24%	21%	18%	14%	20%	33%	26%
赣粤高速	17%	21%	20%	32%	20%	21%	18%	23%	16%	15%	16%	11%	1%
粤高速	12%	22%	21%	34%	24%	24%	19%	23%	32%	26%	25%	21%	12%
深高速	29%	26%	27%	33%	28%	29%	28%	34%	36%	31%	27%	33%	14%
中原高速	16%	10%	23%	3%	11%	6%	3%	9%	5%	20%	20%	10%	21%
现代投资	61%	33%	55%	105%	96%	89%	91%	82%	74%	72%	51%	29%	15%
楚天高速	15%	-1%	23%	35%	27%	23%	16%	10%	12%	7%	14%	11%	13%
四川成渝	18%	26%	21%	22%	20%	15%	20%	18%	7%	14%	17%	14%	21%

备注: 2010 年 1 月现代投资车流量统计口径发生改变, 因此月度同比增长率存在偏差。

数据来源: Wind 数据库、兴业证券研究所

深高速所在珠三角地区为对经济危机最敏感地区，在经济复苏之后，车流量反弹最快，增长最为迅速。深高速成熟路段梅关、机荷东、机荷西均保持了 15%-20% 的通行费增长。新建路段南光、盐坝、清连项目的增长率更达到了 50%-70%。

皖通高速受益于安徽省 2010 年区域经济快速发展，同时紧靠长三角地区，车流量增速较快，主要路段合宁高速、高界高速年增 26%、21%。2010 年 11 月，皖通高速调高收费标准，预期未来公司总体通行费更快增长。

四川成渝得益于宏观政策：产业转移-“西迁”，成渝经济圈正逐步成为新兴的经济圈在蓬勃发展，四川成渝通行费增长达 18%，其中成渝高速收入占比 47%，年增长率 19%，成雅高速收入占比 26%，年增长率 17%。

表 3 上市公司主要路段客运、货运车流量月同比增长率

					月度同比增长率														
					2010												2011		
					占比	同比增长率	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1月
京津地区	济青高速 (山东高速)	客	60%	-5%	-25%	2%	-2%	5%	0%	3%	2%	-7%	6%	-15%	3%	-21%	8%		
		货	40%	-6%	11%	-24%	5%	6%	0%	4%	7%	-4%	8%	-6%	13%	-19%	-13%		
	沪宁高速 (宁沪高速)	客	60%	12%	-11%	86%	37%	21%	15%	30%	25%	26%	20%	13%	16%	11%	20%		
		货	40%	8%	19%	-3%	18%	13%	13%	14%	10%	6%	2%	0%	4%	-1%	2%		
长三角地区	合宁高速 (皖通高速)	客	49%	35%	-20%	89%	40%	33%	61%	46%	36%	38%	35%	27%	39%	31%	75%		
		货	51%	19%	26%	18%	51%	40%	108%	57%	40%	34%	26%	35%	31%	21%	17%		
	昌九高速 (赣粤高速)	客	73%	50%	-24%	58%	20%	9%	15%	25%	21%	25%	27%	24%	27%	N/A	NA		
		货	27%	14%	-48%	21%	27%	25%	25%	29%	31%	33%	35%	37%	38%	N/A	NA		
珠三角地区	广佛高速 (粤高速)	总	100%	14%	6%	-9%	10%	4%	4%	3%	20%	47%	42%	46%	8%	6%	0%		
	梅观高速 (深高速)	客	83%	23%	35%	78%	20%	18%	20%	16%	21%	22%	18%	20%	20%	20%	14%		
		货	17%	24%	39%	90%	15%	15%	18%	13%	21%	26%	20%	24%	26%	21%	15%		
	京珠线	郑漯高速 (中原高速)	客	69%	24%	-10%	42%	19%	15%	15%	17%	41%	45%	43%	7%	39%	24%	49%	
货			31%	5%	17%	-22%	-1%	1%	5%	8%	9%	7%	2%	4%	19%	8%	3%		
长潭高速 (现代投资)		客	38%	86%	148%	110%	47%	35%	19%	27%	21%	14%	4%	NA	NA	NA	-25%		
		货	62%	51%	257%	-38%	19%	21%	22%	17%	12%	4%	-1%	NA	NA	NA	33%		
沪渝线	汉宜高速 (楚天高速)	客	64%	13%	-9%	24%	36%	27%	22%	16%	9%	11%	7%	14%	9%	9%	50%		
		货	36%	18%	33%	43%	64%	42%	50%	35%	27%	28%	15%	27%	32%	44%	25%		
成渝地区	成渝高速 (四川成渝)	总	100%	19%	21%	29%	28%	24%	17%	15%	17%	14%	13%	15%	14%	19%	10%		

备注：2010 年 1 月现代投资车流量统计口径发生改变，因此月度同比增长率存在偏差。

数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

受全国小汽车拥有量大幅增加影响，各主要线路客车（一类车）增长率均高于货车增长率，客车占比（除长潭高速）均大于货车占比。其中，昌九高速客车车流量占比达 73%，增速达 50%；合宁高速客车占比 49%，增速达 35%。梅关高速、郑漯高速客车增长均高于 20%。

随着中国人均收入水平不断增加，小汽车拥有量依然还会有较大增长空间，我们预期未来各路段小汽车车流量依然会保持增长，成为拉动各上市公司的主力军。小汽车快速增长的趋势会随着区域经济的发展，由南向北，由东向西推演。

货车方面，除济青高速外，所有路段保持正同比增长率，其中梅关高速、合宁高速、汉宜高速增速居前，同比增长率分别为 24%、19%、18%。受产业转移等宏观政策影响，中西部经济区内、南北通道、东西干线大货车通行量都有所增加，预期未来连接中西部经济开发区与东部 3 大经济区的交通线路货车数量会继续增长，例如：皖通高速等。

4、高速公路上市公司估值分析及投资策略

综合估值、股息率和业绩增长等方面，我们给予山东高速、皖通高速、深高速、赣粤高速强烈推荐评级；宁沪高速、成渝高速、福建高速推荐评级；粤高速，现代投资和楚天高速中性评级。

表 4 上市公司估值分析及投资策略

公司简称	P	分红率	股息率	PE(TTM)	PB	EV/EBITDA	投资评级
山东高速	4.93	27.1%	2.0%	18.60	1.61	9.42	强烈推荐
深高速	5.35	51.9%	2.2%	23.96	1.37	14.82	强烈推荐
皖通高速	6.38	55.2%	3.6%	18.74	1.91	7.53	强烈推荐
赣粤高速	5.76	12.2%	2.0%	14.83	1.49	9.89	强烈推荐
宁沪高速	6.74	87.5%	4.0%	18.79	2.00	9.57	推荐
福建高速	3.67	21.8%	3.1%	21.71	1.46	11.64	推荐
四川成渝	6.98			29.97	2.65	12.88	推荐
粤高速 A	4.96	31.3%	2.0%	21.27	1.46	14.58	中性
楚天高速	5.71	40.6%	2.3%	20.73	1.82	13.08	中性
现代投资	20.95	54.3%	3.7%	14.97	2.03	7.68	中性

数据来源：兴业证券研究所

表 5 上市公司盈利预测

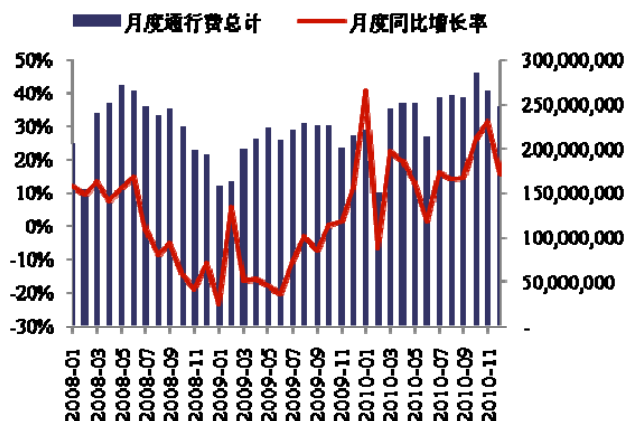
公司简称	EPS				PE			
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
山东高速	0.31	0.37	0.45	0.51	15.76	13.03	11.03	9.74
深高速	0.25	0.35	0.49	0.57	21.60	15.30	10.89	9.42
皖通高速	0.41	0.46	0.65	0.68	15.71	14.00	9.83	9.34
赣粤高速	0.53	0.61	0.60	0.65	10.95	9.44	9.52	8.83
宁沪高速	0.40	0.49	0.54	0.59	16.88	13.81	12.55	11.44
福建高速	0.24	0.26	0.26	0.14	15.25	14.20	14.20	25.43
四川成渝	0.27	0.31	0.35	0.37	25.80	22.82	19.98	18.89
粤高速 A	0.26	0.28	0.25	0.28	18.78	17.93	19.68	17.96
楚天高速	0.32	0.46	0.55	0.66	17.79	12.48	10.36	8.71
现代投资	1.58	1.94	1.18	1.31	13.23	10.82	17.71	16.02

数据来源：兴业证券研究所

5、附表

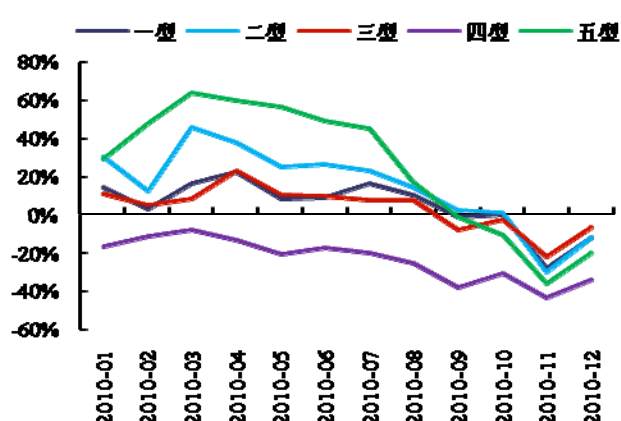
图4 山东高速通行费

(元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图5 济青高速各车型车流量同比增长率

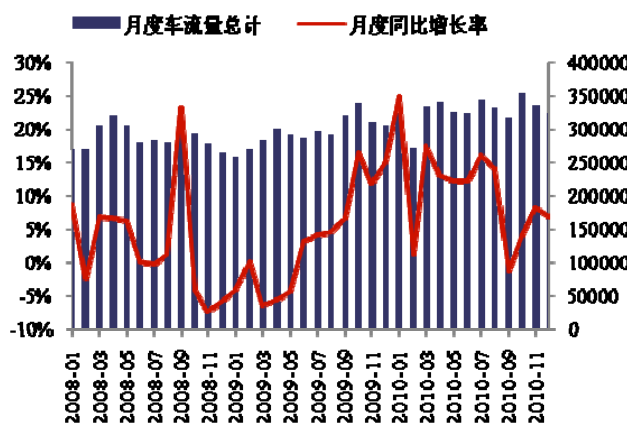


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

济青高速全年交通量出现先扬后抑的发展趋势，第四季度车流量大幅下降，但通行费收入同比依然增长，这主要是因为济青高速车流量统计使用抽样统计方法，可能存在偏差，因此数据应该主要参考通行费收入。

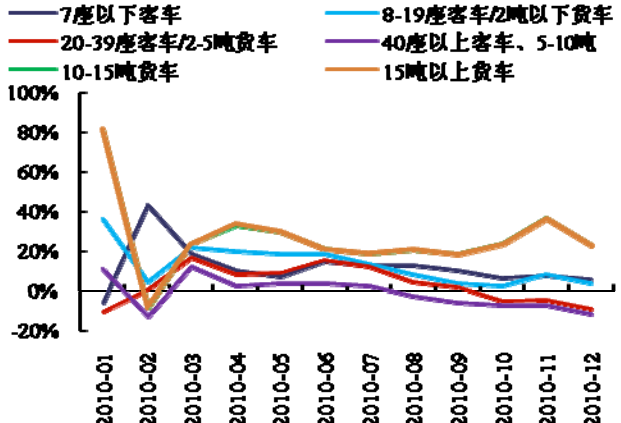
图6 宁沪高速日均车流量

(辆/日)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

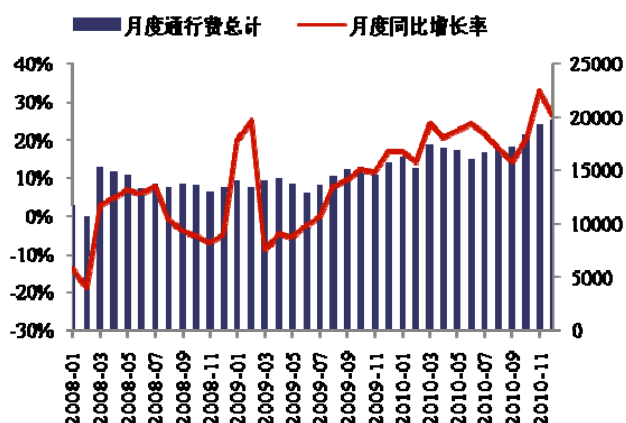
图7 沪宁高速各车型车流量同比增长率



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

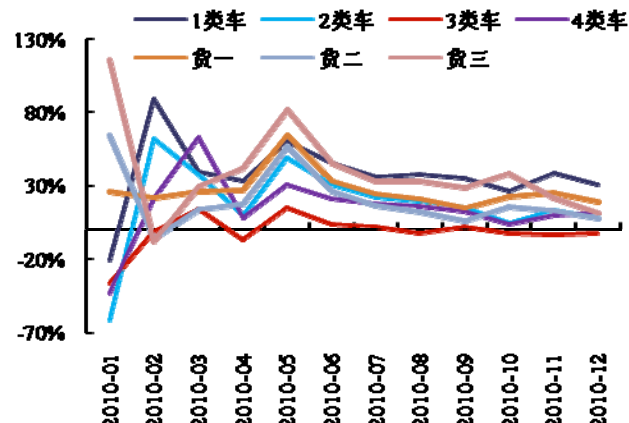
沪宁高速各类车辆增速较平稳，年末出现负增长。15吨以上货车同比增长较快。2月春运期间小客车保持增长，其他货车增长率大幅下降，基本符合季节周期的趋势。

图 8 皖通高速通行费 (万元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

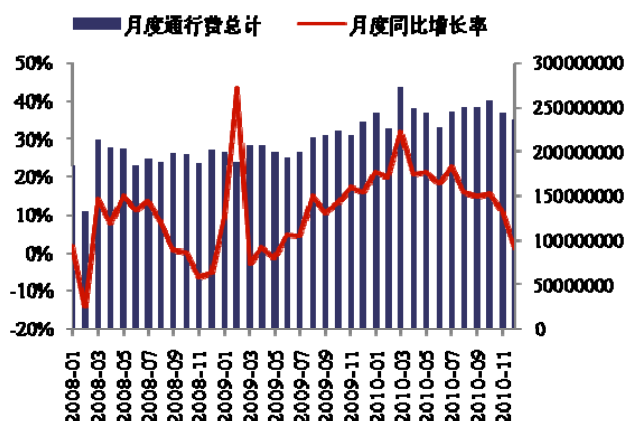
图 9 合宁高速各车型车流量同比增长率



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

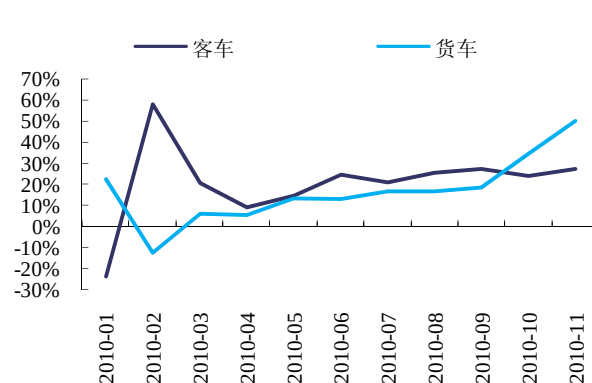
皖通高速得益于安徽地区区域经济快速发展，2010 年通行费同比增长率一路向上，主要路段和宁高速 1 类车、货三增长率最为突出，这主要是因为私家车拥有量大幅上升，以及经济发展后货运量的快速增长。

图 10 赣粤高速通行费 (元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 11 昌九高速各车型车流量同比增长率

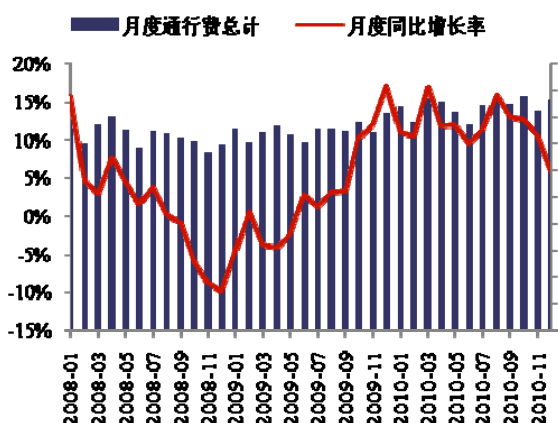


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

赣粤高速 2010 年通行费同比增长率一路下滑，通行费绝对值数量上来看保持平稳。主要路段昌九高速为该 公司各线路业绩最好路段，春运期间客车增长率攀升、之后增速平稳，货车增速稳步上升。

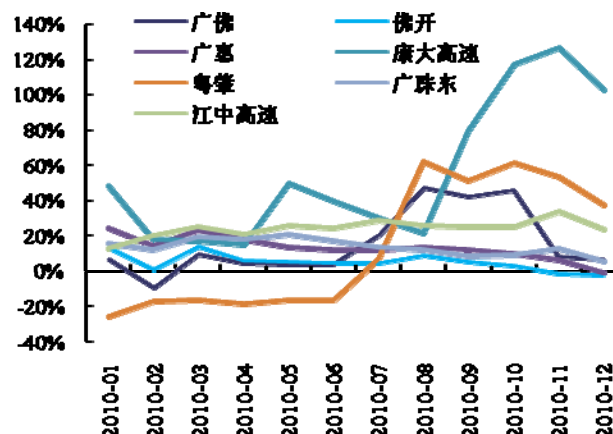
图 11 粤高速通行费

(万元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 12 广佛高速各线路通行费同比增长率

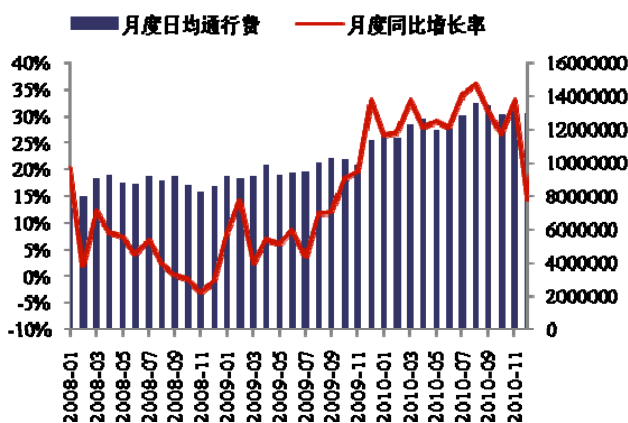


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

粤高速 2010 年通行费保持 10%-15% 的月度同比增长率。康大高速、粤肇高速、广佛高速的同比增长均先抑后扬，其他路段全年增长平稳，其中康大高速为 2009 年新开路段，通行费收入同比大幅度增长在情理之中。

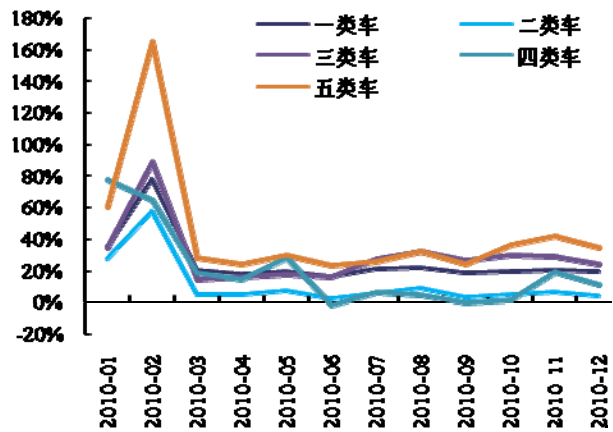
图 13 深高速通行费

(元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 14 梅关高速各车型车流量同比增长率

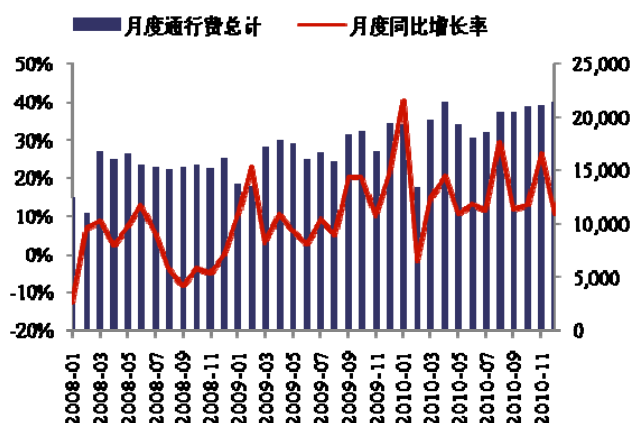


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

深高速全年通行费基本保持 25% 以上的高增长率。主要路段梅关高速各车型均保持平稳正增长，其中五类车增长最为快速。由于梅关高速主要出于深圳市内，春运期间各车型都有较大幅度增长。

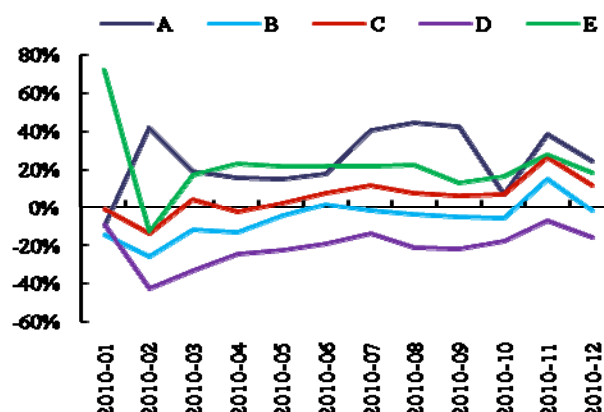
图 15 中原高速通行费

(万元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 16 郑漯高速各车型车流量同比增长率

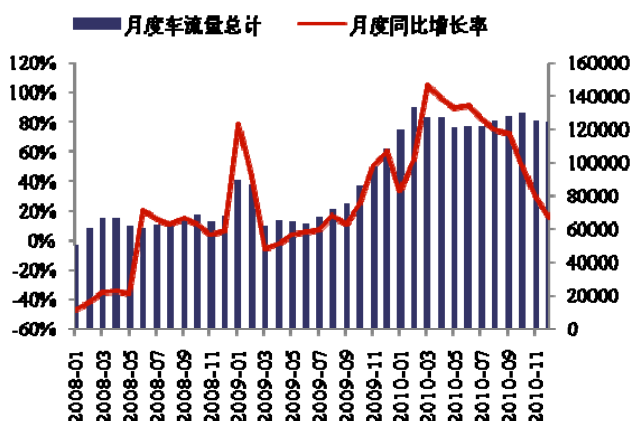


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

郑漯高速月通行费同比增长率较为起伏，但基本保持正增长。主要路段郑漯高速 A 型（小型）、E 型（大货车）增长迅速，C 型，D 型车基本为负增长。

图 17 现代投资车流量

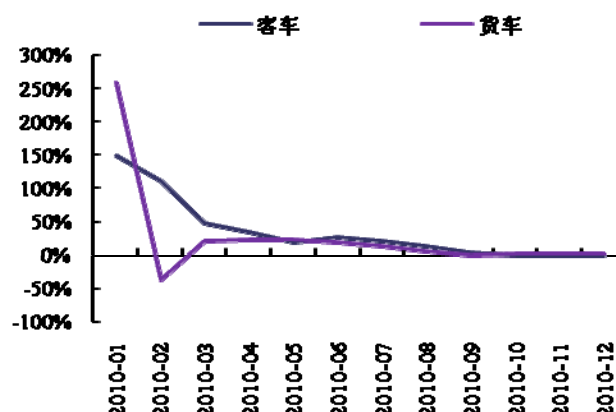
(辆)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

备注：2010 年统计口径发生改变，同比增长率存在偏差

图 18 长潭高速各车型车流量同比增长率



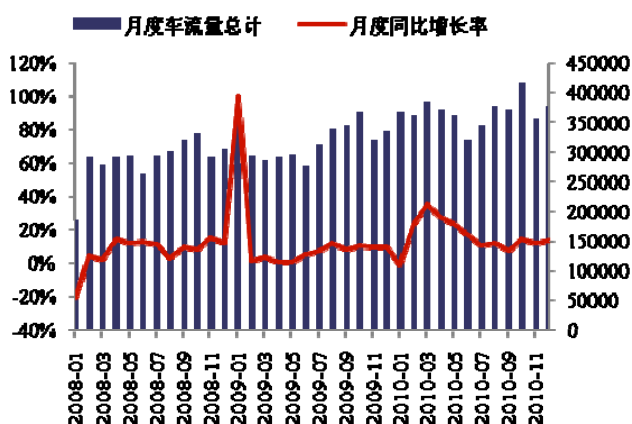
数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

备注：2010 年统计口径发生改变，同比增长率存在偏差

2010 年 1 月起，现代投资车流量统计口径发生改变，因此现代投资车流量存在偏差，统计分析无意义。

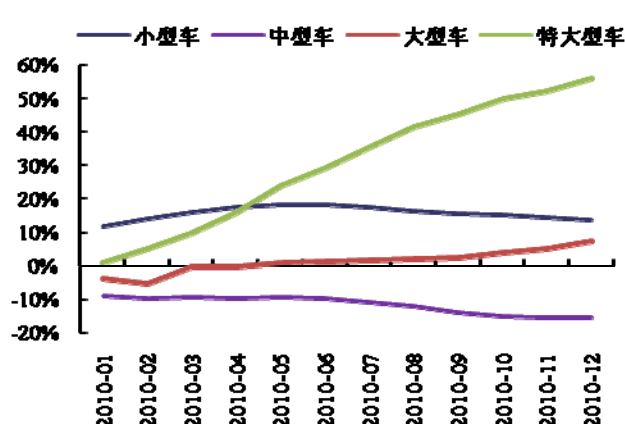
图 19 楚天高速车流量

(辆)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 20 汉宜高速各车型车流量同比增长率

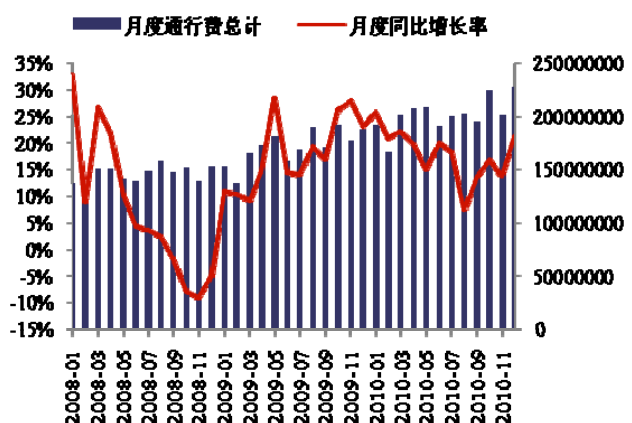


数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

楚天高速全年车流量平稳，无快速增长。汉宜高速是沪渝线的重要组成部分，受产业转移“西迁”等宏观政策带动，汉宜高速特大型车同比增长率不断攀升，小型车全年增长率也保持在 10%-15% 左右，大型车流量与去年持平，中型车全年负增长。

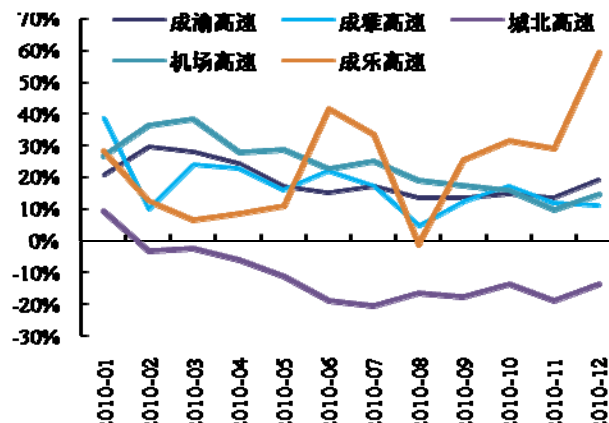
图 21 四川成渝通行费

(元)



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

图 22 四川成渝各线路通行费同比增长率



数据来源：上市公司官方网站、兴业证券研究所

四川成渝车流量增长率在 10%-20% 之间波动。受成渝经济区的经济形势不断向好影响，各路段均保持较高正增长（除城北高速外）。

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% ~ 5%之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。