

中性 维持

高速公路行业

2011 年 09 月 06 日

市场表现

——公路与铁路运价（左）——海通指数（右）



资料来源：海通证券研究所

相关研究

交通运输行业分析师
钱列飞

SAC 执业证书编号：
S0850210050004
电话：021-23219104
Email: qianlf@htsec.com

交通运输行业高级分析师
钮宇鸣

SAC 执业证书编号：
S0850203100053
电话：021-23219420
Email: ymniu@htsec.com

基于3条干线公路，关注5项经营指标

- **半年报上市公司成本增速显著高于收入，利润略有下降。**2011上半年，高速公路板块全部17家上市公司合计实现营业收入182.2亿元，同比增长17.17%；营业成本76.9亿元，同比增长31.22%；毛利率57.81%，同比下滑4.52个百分点；归属于上市公司股东的净利润59.5亿元，同比略降0.36%。上半年净利润率为32.63%，同比下滑5.74个百分点。
- **对东部沿海方向——京沪高速&沈海高速公路上公司的分析。**除华北高速，车流量均实现了增长；由于普遍受到经济因素影响，货车增长明显弱于客车，导致车型结构变化，单车收入同比下滑；从公路主业相关的在手项目来看，规模要明显小于中西部，基本不存在大规模融资的外部需求，未来对折旧摊销、财务费用的额外影响也不明显；人工成本提升是趋势，养护费用主要看公司计划及路况，东部地区短期内不存在发生大规模养护支出的预期；财务费用方面，预计不存在显著提升的趋势。
- **对中部东西方向——沪蓉高速&沪渝高速公路上公司的分析。**若仅考虑自然增长因素，预计4家公司通行费收入与东部接近，主要干线的路产单车收入同比均有下降，主要原因与东部类似；从公路主业相关的在手项目来看，合计规模约240亿元，远高于沿海水平；养护费用和员工成本对成本影响不如东部，财务费用对业绩影响要弱于其他通道上的公司，但未来存在提升趋势。
- **对中部南北方向——京港澳高速公路上公司的分析。**除郑漯高速公路受益于改扩建完工以及去年同期基数原因，车流增长达到12.13%，其他路产车流量和单车收入并不理想；3家公司公路主业在手项目规模庞大，我们担心随着项目陆续完工，折旧摊销、财务费用等对公司业绩会造成较大负面影响；与东部情况不一样，养护和人工成本不构成影响成本的主要因素；财务费用对业绩影响较为明显，我们认为未来受到各项工程陆续完工影响，利息费用化会带来财务费用的持续提升影响业绩。
- **投资建议。**行业继续维持“中性”评级，中西部地区上市公司普遍面临在建项目未来投产后新增折旧摊销、财务费用等负面因素的影响，而东部地区上市公司成本费用项的负面因素较小。因此东部的上市公司仍是我们主要选择的方向，如宁沪高速、深高速。此外，我们看好处于盈利模式转型期的“五洲交通”。
- **不确定性因素。**宏观经济波动带来车流低于预期；收费公路政策调整。

代码	股票名称	EPS (元)			股息收益率 (2010, 税后)	最新投资 评级
		2010	2011E	2012E		
600377	宁沪高速	0.49	0.52	0.57	6.18	买入
600368	五洲交通	0.38	0.72	0.90	1.36	买入
600548	深高速	0.34	0.33	0.39	3.56	买入
600012	皖通高速	0.47	0.53	0.62	4.17	增持
600269	赣粤高速	0.54	0.55	0.59	2.20	中性
600035	楚天高速	0.43	0.44	0.48	1.76	中性

目 录

投资要点	5
1. 分析思路：从三条干线公路看上市公司	6
1.1 东部沿海干线——京沪高速&沈海高速	8
1.2 东西向干线——沪蓉/沪渝高速	19
1.3 中部南北向干线——京港澳高速	27
2. 其他我们给予“买入”评级的上市公司简要点评	33
2.1 五洲交通	33

图目录

图 1 国家高速公路网布局方案——“7918”网	6
图 2 月均货运量亿吨及亿吨以上地区分布示意图	6
图 3 国家高速公路网上 3 条代表性干线（沈海高速&京沪高速、京港澳高速、沪蓉高速&沪渝高速）	6
图 4 京沪高速（G2）走向示意图	8
图 5 沈海高速（G15）走向示意图	9
图 6 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——1 月	13
图 7 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——2 月	13
图 8 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——3 月	14
图 9 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——4 月	14
图 10 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——5 月	14
图 11 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——6 月	14
图 12 机荷东段车型结构历史同期比较——1 月	15
图 13 机荷东段车型结构历史同期比较——2 月	15
图 14 机荷东段车型结构历史同期比较——3 月	15
图 15 机荷东段车型结构历史同期比较——4 月	15
图 16 机荷东段车型结构历史同期比较——5 月	15
图 17 机荷东段车型结构历史同期比较——6 月	15
图 18 沪蓉高速（G42）、沪渝高速（G50）走向示意图	19
图 19 合宁高速公路车型结构历史同期比较——1 月	23
图 20 合宁高速公路车型结构历史同期比较——2 月	23
图 21 合宁高速公路车型结构历史同期比较——3 月	24
图 22 合宁高速公路车型结构历史同期比较——4 月	24
图 23 合宁高速公路车型结构历史同期比较——5 月	24
图 24 合宁高速公路车型结构历史同期比较——6 月	24

图 25 京港澳高速（G4）走向示意图	27
---------------------------	----

表目录

表 1 2011 年上半年东部沿海干线上高速公路上市公司经营数据一览	10
表 2 2011 年上半年东部沿海干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）	10
表 3 京沪高速（G2）&沈海高速（G15）沿线上市公司路产车流同比增速（%） ——2011 年	12
表 4 2011 年上半年沪宁高速公路各车型占比（%）	13
表 5 2011 年上半年机荷高速东段各车型占比（%）	14
表 6 截止 2011 年 6 月 30 日收费公路相关在建项目	16
表 7 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）	17
表 8 2011 半年报财务费用情况（万元）	18
表 9 2011 年上半年东西向干线上高速公路上市公司经营数据一览	20
表 10 2011 年上半年东西向干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）	20
表 11 沪蓉高速（G42）、沪渝高速（G50）沿线上市公司路产车流同比增速（%） ——2011 年	22
表 12 2011 年上半年机荷高速东段各车型占比（%）	23
表 13 截止 2011 年 6 月 30 日收费公路相关在建项目	25
表 14 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）	26
表 15 2011 半年报财务费用情况（万元）	26
表 16 2011 年上半年中部南北向干线上高速公路上市公司经营数据一览	28
表 17 2011 年上半年中部南北向干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）	28
表 18 京港澳高速（G4）沿线上市公司路产车流同比增速（%）——2011 年	29
表 19 截止 2011 年 6 月 30 日收费公路相关在建项目	30
表 20 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）	31
表 21 2011 半年报财务费用情况（万元）	31

投资要点

2011 上半年，高速公路板块全部 17 家上市公司合计实现营业收入 182.2 亿元，较上年同期的 155.5 亿元增长 17.17%；营业成本 76.9 亿元，同比增长 31.22%；毛利率 57.81%，同比下滑 4.52 个百分点；归属于上市公司股东的净利润 59.5 亿元，同比略降 0.36%；上半年净利润率为 32.63%，同比下滑 5.74 个百分点。半年报收入增速略超我们此前 15% 的预期，而我们此前判断净利润增速在 0%-10% 之间。

从半年报情况看，我们认为当前影响上市公司收费主业业绩的因素包括车流量&单车收入、车型结构、养护支出&员工成本、财务费用等：

- (1) 车流量和单车收入直接决定通行费收入从而业绩；
- (2) 车型结构反映客、货车占比动态变化趋势从而单车收入水平变动；
- (3) 在手重大资本开支项目将决定公司未来折旧摊销及利息费用；
- (4) 公路养护支出、员工成本是重要的成本项目，占收费业务成本比接近 30%；
- (5) 财务费用是期间费用中最重要的项目，由公司债务结构决定。

我们基于 3 条干线公路（沈海高速&京沪高速、京港澳高速、沪蓉高速&沪渝高速）以及上述 5 项指标行业内 11 家上市公司进行了逐一讨论。

(1) 东部沿海干线上市公司总体来看，车流量均实现了增长，除华北高速受到分流影响，车流量下滑了约 5 个点；而单车收入方面，由于普遍受到经济因素影响，货车增长明显弱于客车，导致车型结构变化，单车收入同比下滑；从公路主业相关的在手项目来看，规模要明显小于中西部，基本不存在大规模融资的外部需求，未来对折旧摊销、财务费用的额外影响应该也不明显；养护、人工成本是影响成本的主要变量，人工提升是趋势，养护费用主要看公司计划及路况，东部地区短期内不存在发生大规模养护支出的预期；财务费用方面，结合在手项目情况以及负债规模，预计不存在显著提升的趋势。

(2) 从沪蓉/沪渝线上的公司经营情况看，若仅考虑自然增长因素，预计 4 家公司通行费收入与东部接近，除部分道路单车收入出现一定程度增长，主要干线的路产单车收入同比均有下降，主要是由于客货车增速不一导致车型结构有所调整；从公路主业相关的在手项目来看，合计规模约 240 亿元，远高于沿海水平，其中楚天高速、四川成渝的 BOT 项目投资分别达到约 77 亿元、73 亿元；养护费用和员工成本对成本影响不如东部地区，财务费用平均来看对业绩影响要弱于东部沿海和中部南北通道上的公司，但结合在手项目，未来财务费用存在提升趋势。

(3) 从中部南北干线公路上的上市公司路产来看，除中原高速旗下的郑漯高速公路受益于改扩建完工后通行条件改善以及去年同期基数原因，车流增长达到 12.13%，其他路产或受累于改扩建或受累于分流影响，车流量和单车收入并不理想；公路主业相关的在手项目，中原高速、粤高速 A 合计规模达到 233.31 亿元，而现代投资旗下的潭耒高速改扩建具体方案尚未出台，我们预计可行的改扩建方案有两种：准 6 车道和 8 车道，前者我们预计总投资在 30 亿元左右；8 车道方案预计投入 80 亿元左右。3 家公司合计规模庞大。我们担心随着今年底至 2013 年陆续各个项目开始完工，折旧摊销、财务费用等对公司业绩会造成较大负面影响；与东部情况不一样，养护和人工成本不构成影响营业成本的主要因素；财务费用对业绩影响较为明显，我们担心未来受到各项工程陆续完工影响，利息费用化会带来财务费用的持续提升。

综合前述多项因素，我们认为，东部地区公司未来经营业绩改善主要依赖于经济环境改善从而对车流、单车收入提升带来帮助，影响成本的负面因素较少；而中部南北、东西向上的公司未来成本费用项中的财务费用、折旧摊销的陆续释放将压制业绩表现。我们维持行业“中性”评级。

1. 分析思路：从三条干线公路看上市公司

图 1、图 2 显示的分别是我国国家高速公路网（由 7 条北京放射线、9 条南北纵线、18 条东西横线构成，简称“7918”网）和月公路货运量达亿吨及以上的省份（包括了辽宁、河北、山东、河南、安徽、江苏、浙江、四川、湖南、广东等 10 个地区）。

叠加两幅图，我们发现有一些国家高速公路几乎完全或大部分途径上述 10 个地区，由此成为我国最繁忙的干线高速公路。目前已上市高速公路公司的主要路产多位于这些通道上，如京沪高速、京港澳高速、沪蓉高速、沪渝高速、沈海高速、长深高速等，其中“三条”具代表性：（1）沈海高速&京沪高速；（2）京港澳高速；（3）沪蓉高速&沪渝高速，它们分别可用于跟踪东部沿海、中部南北及东西方向的公路经营情况（见图 3）。

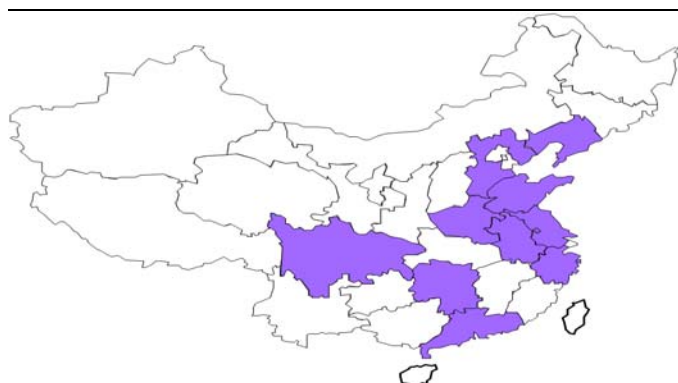
为体现分析逻辑和可比性，对 2011 上市公司半年报的总结，我们将顺着这三条干线公路展开。

图 1 国家高速公路网布局方案——“7918”网



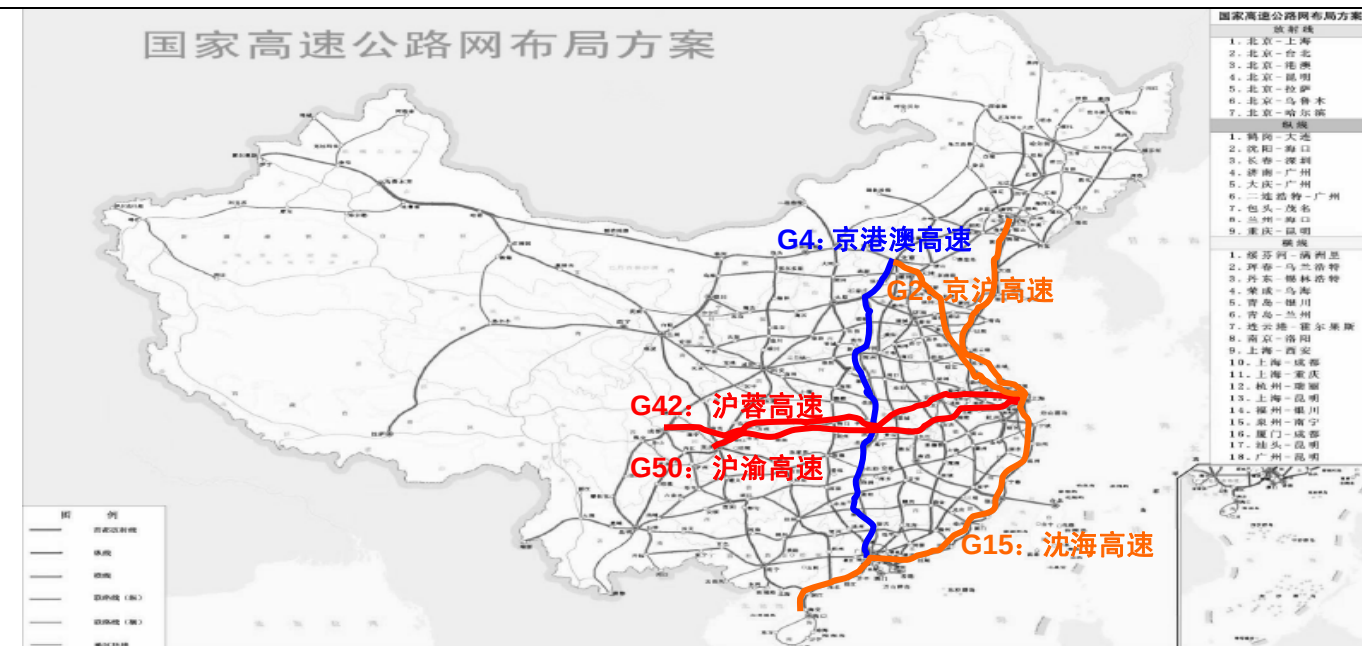
资料来源：海通证券研究所

图 2 月均货运量亿吨及亿吨以上地区分布示意图



资料来源：海通证券研究所

图 3 国家高速公路网上 3 条代表性干线（沈海高速&京沪高速、京港澳高速、沪蓉高速&沪渝高速）



资料来源：海通证券研究所

2011 上半年，高速公路板块全部 17 家上市公司合计实现营业收入 182.2 亿元，较上年同期的 155.5 亿元增长 17.17%；营业成本 76.9 亿元，同比增长 31.22%；毛利率 57.81%，同比下滑 4.52 个百分点；归属于上市公司股东的净利润 59.5 亿元，同比略降 0.36%。半年报收入增速略超我们此前 15% 的预期，而我们此前判断净利润增速在 0%-10% 之间。上半年净利润率为 32.63%，同比下滑 5.74 个百分点。

从 2011 半年报情况看，我们认为当前影响上市公司收费主业绩的因素包括车流量&单车收入、车型结构、养护支出&员工成本等营业成本项目、财务费用等：

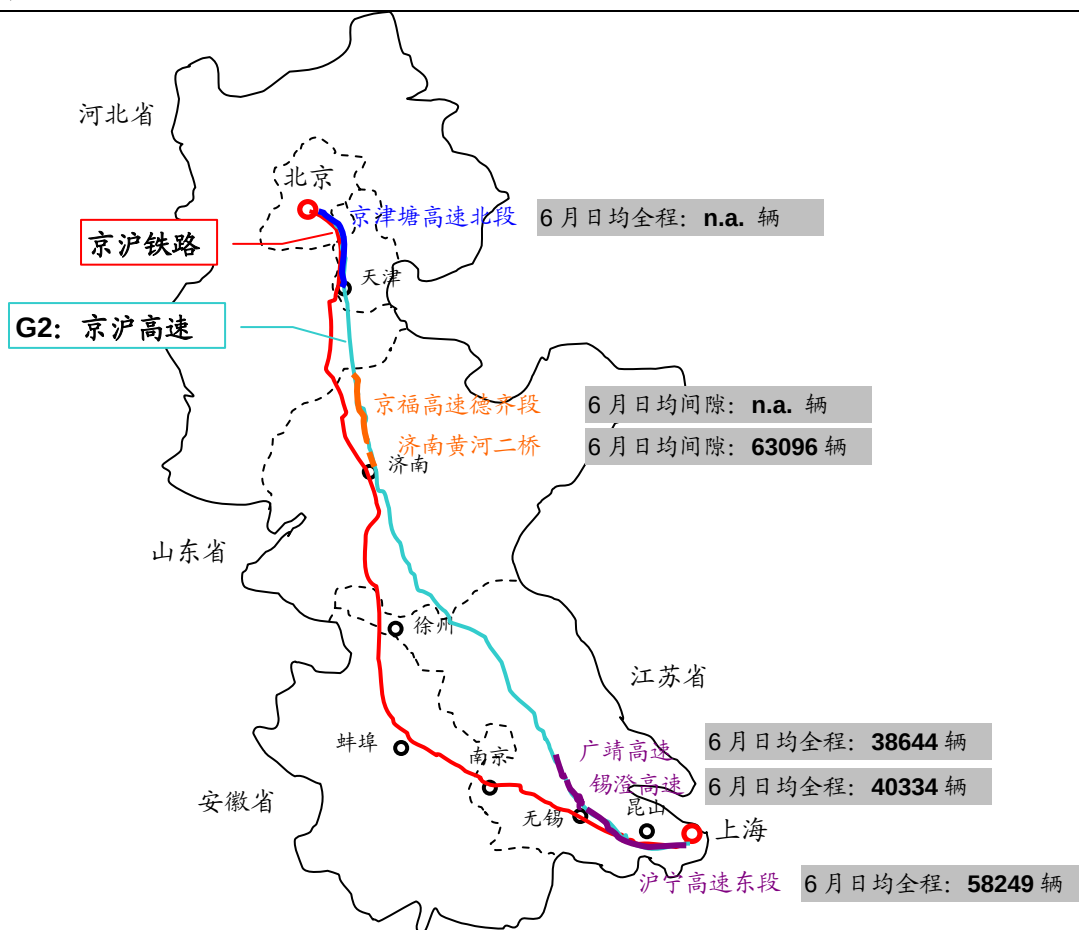
- (6) 车流量和单车收入直接决定通行费收入从而业绩；
- (7) 车型结构反映客、货车占比动态变化趋势从而单车收入水平变动；
- (8) 在手重大资本开支项目将决定公司未来折旧摊销及利息费用；
- (9) 公路养护支出、员工成本是重要的成本项目，占收费业务成本比接近 30%；
- (10) 财务费用是期间费用中最重要的项目，由公司债务结构决定。

结合 3 条公路干线及上述几个 5 项观察指标，下文我们逐一讨论。

1.1 东部沿海干线——京沪高速&沈海高速

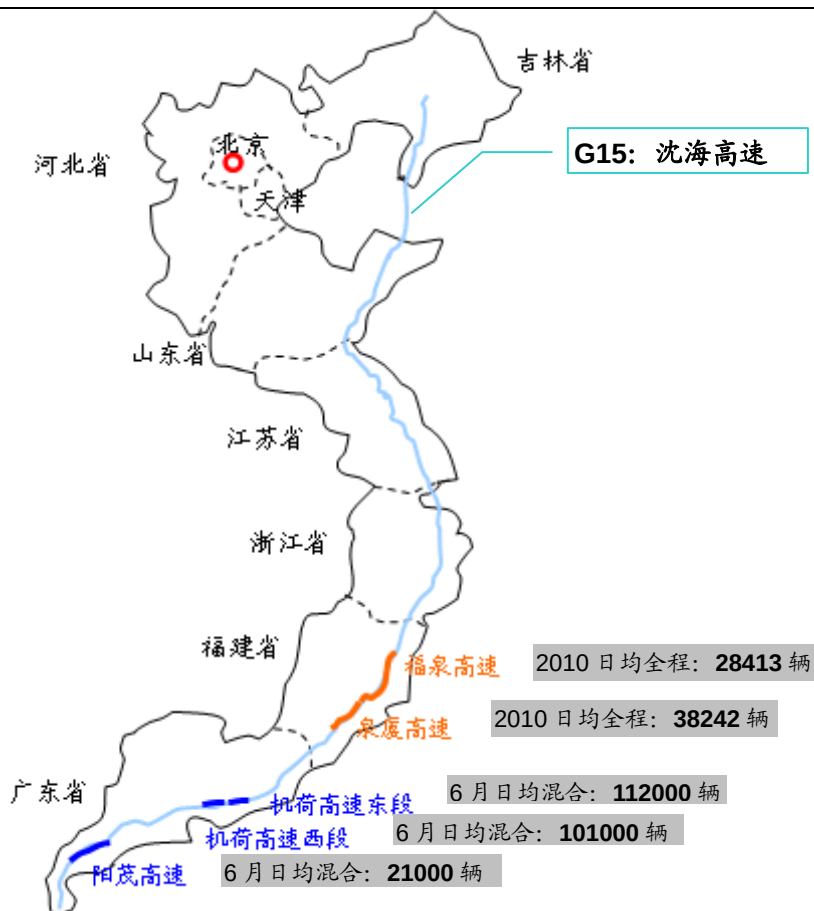
京沪线和沈海线主要途径吉林、北京、天津、河北、山东、江苏、浙江、福建、广东等省市，这 9 个省市合计人口约 5.02 亿，面积 108 万平方公里，涵盖了环渤海湾、长三角、珠三角等几大重要的沿海经济区，2010 年合计 GDP 规模达到 21.9 万亿元，占到全国的 55%。这两条线上的上市公司及路产有：[华北高速](#)（京津塘高速公路北段）、[山东高速](#)（京福高速德齐段、济南黄河二桥）、[宁沪高速](#)（广靖高速公路、锡澄高速公路、沪宁高速东段）、[福建高速](#)（福泉高速公路、泉厦高速公路）、[深高速](#)（机荷高速西段、机荷高速东段、阳茂高速公路）。（见图 4、图 5）

图 4 京沪高速（G2）走向示意图



资料来源：海通证券研究所

图 5 沈海高速（G15）走向示意图



资料来源：海通证券研究所

上半年上述 5 家上市公司合计营业收入为 59.36 亿元，同比增长 11.07%（低于板块平均）；毛利率均值为 57.42%（与板块基本持平），二季度较上半年下滑 1 个多点；归属于上市公司股东的净利润 26.91 亿元，同比下滑 0.07%（与板块基本持平）。利润表现主要是由于收入占比均在 14%左右的**福建高速**和**深高速**利润下滑分为达到 29.47%和 1.94%，而收入占全部 5 家公司 44%的**宁沪高速**利润也仅实现 2.06%的同比增长。

具体来看，**福建高速**收入增速达到 15.35%，在整个东部地区上市公司中增长最快，我们认为主要是由于车流自然增长，以及去年同期福泉、泉厦公路均处于改扩建阶段，车流基数较低。但由于扩建项目完工后带来折旧摊销以及财务费用的大比例上升，公司净利润同比下滑了 29.47%，2 季度单季下滑 38.90%。

深高速收入增长了 11.76%，营业成本受养护费用、员工成本上升等影响，提升 20.06%，同时由于按照深圳市政府的相关规定计提了员工住房公积金以及新业务开发费用增加，公司管理费用上升了 48.52%。公司净利润同比下滑 1.94%，2 季度单季下滑了 12.64%。

表 1 2011 年上半年东部沿海干线上高速公路上市公司经营数据一览

	营业收入			营业成本			毛利率		管理费用		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
华北高速	34165	-17.99	-11.08	15044	-18.56	-20.26	55.97	59.64	2799	-29.34	-38.52
山东高速	207148	14.42	10.51	97319	20.46	19.47	53.02	52.27	11281	10.78	-5.20
宁沪高速	364202	11.43	11.66	168100	23.50	27.78	53.84	51.46	7331	3.67	5.17
福建高速	111573	15.35	19.57	31333	71.17	94.38	71.92	68.32	2742	8.02	14.85
深 高 速	117868	11.76	10.24	56154	20.06	25.48	52.36	49.55	3213	48.52	77.84
平 均 值	166991	6.99	8.18	73590	23.33	29.37	57.42	56.25	5473	8.33	10.83
合 计	834956			367950					27366		

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

表 2 2011 年上半年东部沿海干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）

	财务费用			利润总额			净利润率		归属于母公司的净利润		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
华北高速	-1436	15.70	18.39	17530	-12.98	1.72	40.37	48.01	13988	-9.88	5.49
山东高速	6824	-2.91	-7.66	84531	16.32	9.28	30.76	31.64	63760	19.39	12.53
宁沪高速	14318	-21.76	-19.62	174532	2.42	-4.28	36.44	33.67	129949	2.06	-5.12
福建高速	20492	323.84	398.92	47201	-27.68	-37.68	30.81	19.32	26188	-29.47	-38.90
深 高 速	25587	0.83	7.12	42095	1.62	-10.45	28.51	27.55	35252	-1.94	-12.64
平 均 值	13157	63.14	79.43	73178	-4.06	-8.28	33.38	32.04	53827	-3.97	-7.73
合 计	65785			365889					269137		

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.1 车流量及单车收入点评

上半年东部沿海干线上长三角、珠三角地区上市公司的主要路产车流量情况表现要好于全国其他地区平均，如沪宁高速公路日均全程交通量近 6.3 万辆，同比增长约 12.05%；机荷西段高速公路日均混合车流量 9.7 万辆，同比增长 16%。但通行费收入增速普遍小于车流量增长，反映车型结构中货车占比下降，单车收入水平同比下滑。

就沿线各家上市公司来看，上半年：

华北高速通行费收入 3.28 亿元，同比下降 9.42%，其中车流量和单车收入同比均下降，几方面原因：

- （1） 今年 1 月 5 日起京津塘高速公路降低车辆通行费收费标准（每车每公里下调幅度在 0.03 元-0.06 元）并对货车实行计重收费（对正常质量车辆计重收费的基本费率为每吨公里 0.058 元，对超过认定质量以内部分按照从每吨公里 0.108 元到每吨公里 1.1 元不等的超限标准收费），单车平均收费同比下降 4.46%；
- （2） 北京地区其它道路并未实施计重收费，造成部分货车分流；北京市自 1 月 4 日起禁止外埠车在工作日早晚高峰时段驶入五环，造成部分车辆流失；
- （3） 周边公路网更加完善，车辆分流不可避免的同时，单车平均行驶里程进一步缩短，同比下降 1.2%。

山东高速通行费收入 16.89 亿元，同比增长 6.75%，原因：

主要是由社会经济增长带来的车流自然增长，公司未披露单车收费水平，但参考上半年全国路网车型结构，我们判断单车收入同比有一定程度下滑。

宁沪高速通行费收入 25.47 亿元，同比增长 5.49%，其中车流量总体而言同比增长，单车收入同比下降，几方面原因：

(1) 主要控股路产沪宁高速公路车流同比增长 12.05%，增长主要来自于客车；广靖高速车流同比增长 17.11%；锡澄高速车流同比增长 19.07%；

(2) 受宏观经济环境影响，公司货车流量增速放缓，而小型客车随着近几年保有量的快速增长以及消费升级、旅游出行增加等保持较快的增长态势，导致车型结构发生小幅变动，单车收入下降。其中沪宁高速单车收入下降 5.87%、广靖高速下降 2.50%、锡澄高速下降 11.22%；

(3) 广靖、锡澄、江阴桥及苏嘉杭高速公路交通流量及日均收费额增长幅度差异较大，除了客车增长较快外，由于从 2010 年 12 月 1 日起开始该等道路执行“绿色通道”免费政策，免费车辆依然计入交通流量数据统计而未产生收入。

福建高速通行费收入 11.13 亿元，同比增长 15.39%，几方面原因：

主要是由于车流自然增长，以及去年同期福泉、泉厦公路均处于改扩建阶段，车流基数较低。公司未披露单车收费水平，但参考同一干线上位于南北位置其他公司路产的情况，我们判断单车收入同比有一定程度下滑。

深高速通行费收入 11.17 亿元，同比增长 10.63%，其中车流量总体而言同比增长，单车收入同比下降，几方面原因：

(1) 公司全资的主要路产机荷西段、东段、梅观高速日均混合车流量同比分别增长 16.0%、6.3%和 9.4%；持股 76.37%的清连高速车流同比增长 19.1%；参股项目阳茂高速、广梧项目、江中项目、广州西二环车流量均实现较快增长，分别为 14.2%、73.2%、51.2%、39.0%；

(2) 受宏观经济环境影响，公司货车流量增速放缓，而小型客车随着近几年保有量的快速增长以及消费升级、旅游出行增加等依然保持较快的增长态势，导致车型结构发生小幅变动，单车收入下降。其中机荷西段单车收入下滑 3.96%、机荷东段单车收入下滑 4.83%、梅观高速下滑 3.36%，清连高速由于里程延长，单车收入提升了 2.61%；

(3) 盐坝（C 段）于 2010 年 3 月通车，今年上半年盐坝高速全线运行的时间较长；清连项目连南段自 2011 年 1 月起高速化运营，清连高速的总收费里程由原来的 188 公里增加至 216 公里；

(4) 自 2010 年 12 月起，公司执行“绿色通道免费政策”的收费公路已由原来的机荷高速、武黄高速、清连高速、阳茂高速、长沙环路及南京三桥增加至全部 16 个项目。该政策的执行减少收入约 14136 千元。

表 3 京沪高速（G2）&沈海高速（G15）沿线上市公司路产车流同比增速（%）——2011 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
华北高速												
京津塘高速北段-车流量			上半年车流量同比下降 5.2%				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
-通行费			上半年通行费收入同比下降 9.4%				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
京津塘高速公路——全长 142.69 公里，双向 4 车道，公司持股 100%，经营期限 1999-2029												
山东高速——日均，间隙												
京福高速德齐段-车流量	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
济南黄河二桥-车流量	-16.6	-16.0	-1.0	-1.0	53.8	n.a.						
-通行费	-0.8	10.7	9.4	5.7	3.9	n.a.						
京福高速德齐段——全长 91.28 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 1997.11-2022.11；济南黄河二桥——全长 5.8 公里，双向 6 车道，公司持股 100%，经营期限 1999.7-2032.4												
宁沪高速——日均，全程												
广靖高速-车流量	23.9	-5.6	5.3	22.1	11.5	10.4						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
锡澄高速-车流量	19.1	-2.5	7.3	23.6	22.6	5.0						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
沪宁高速-车流量	12.4	-8.0	-1.7	14.6	14.6	5.8						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
广靖高速公路——全长 17.2 公里，双向 6 车道，公司持股 85%，经营期限 1999.9-2029.9；锡澄高速公路——全长 35 公里，双向 6 车道，公司持股 85%，经营期限 1999.9-2029.9；沪宁高速公路——全长 248.21 公里，双向 8 车道，公司持股 100%，经营期限 1997.6-2032.6												
福建高速（600033）												
福泉高速-车流量	2011 年上半年福泉路实现通行费分配收入 5.91 亿元，同比增长 11.15%（备注：2011 年 1 月 18 日扩建完工通车）											
-通行费												
泉厦高速-车流量	2011 年上半年泉厦路实现通行费分配收入 4.14 亿元，同比增长 22.42%（备注：2010 年 9 月 2 日扩建完工通车）											
-通行费												
福泉高速公路——全长 154 公里，双向 8 车道，公司持股 63.06%，经营期限 2011-2036；泉厦高速公路——全长 82 公里，双向 8 车道，公司持股 100%，经营期限 2010-2035												
深高速——日均，混合折算全程												
机荷西段-车流量	17.5	11.2	16.8	12.9	12.8	13.1						
-通行费	14.2	7.1	13.1	10.5	10.4	9.2						
机荷东段-车流量	11.3	-3.1	7.3	6.2	3.9	3.0						
-通行费	4.8	-6.6	4.0	3.8	1.8	-0.4						
阳茂高速-车流量	47.2	-12.4	-6.8	13.2	8.4	22.4						
-通行费	34.1	-14.5	-10.3	11.4	9.1	9.4						
机荷西段公路——全长 21 公里，6 车道，公司持股 100%，经营期限 1997.3-2027.3；机荷东段公路——全长 23.3 公里，6 车道，公司持股 55%，经营期限 1997.3-2027.3；阳茂高速公路——全长 79.7 公里，4 车道，公司持股 25%，经营期限 2004.11-2027.7												

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.2 车型结构分析

图6至图17为宁沪高速和深高速旗下的主要路产沪宁高速公路、机荷高速东段2011年以来各月车型结构对比示意图。考虑到1季度春运错峰因素，仅观察2季度数据，均呈现如下特征：

- (1) 1类车型（代表小车）占比创过去5年来历史高点；
- (2) 4、5类及以上车型（可用于观察货车）占比处于过去5年来低位。

上述情况主要是由于经济因素使货车流量增速放缓，而小型客车仍保持较快增长，导致车型结构发生变动，这也是造成东部沿海线上公司单车收入普遍下滑的原因。

举例：宁沪高速旗下的沪宁高速公路

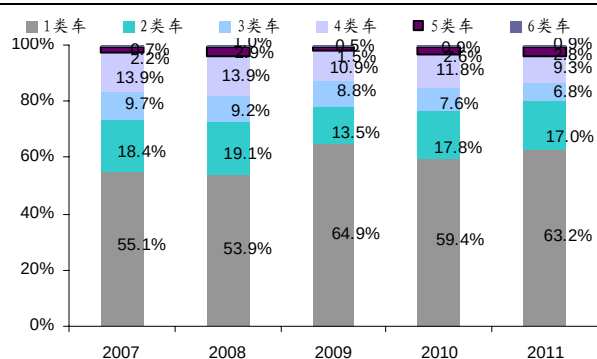
（车型分类说明：1类车：7座及以下客车；2类车：8-19座客车、2吨及以下货车；3类车：20-39座客车、2-5吨货车；4类车：40座及以上客车、5-10吨货车；5类车：10-15吨货车；6类车：15吨以上货车）

表4 2011年上半年沪宁高速公路各车型占比（%）

	1类车	4+5+6类车
1月	63.20	12.99
2月	66.69	13.62
3月	59.40	15.90
4月	61.25	15.12
5月	61.15	15.38
6月	60.83	15.57

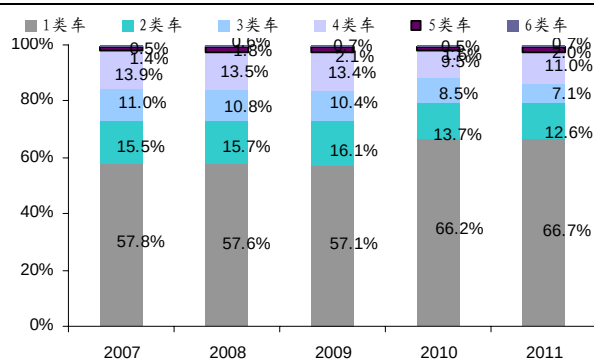
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图6 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——1月



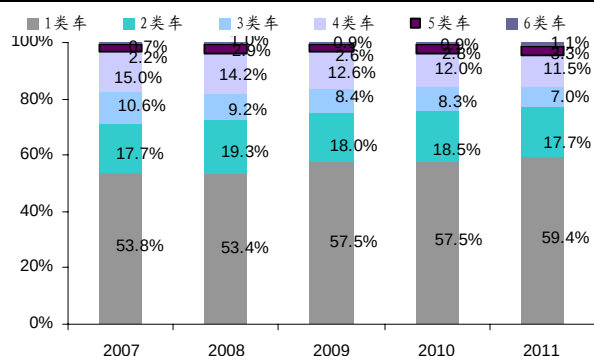
资料来源：公司公告，海通证券

图7 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——2月



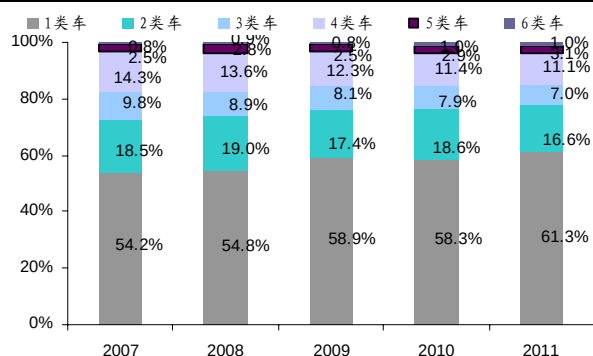
资料来源：公司公告，海通证券

图 8 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——3 月



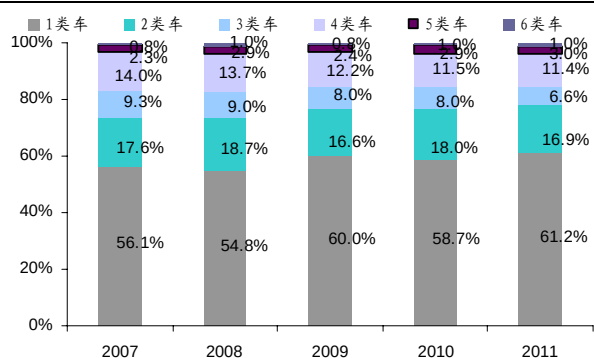
资料来源：公司公告，海通证券

图 9 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——4 月



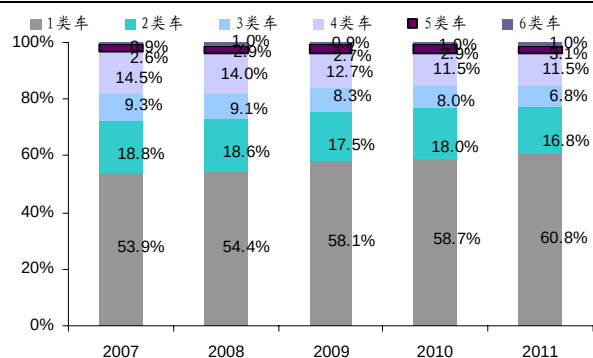
资料来源：公司公告，海通证券

图 10 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——5 月



资料来源：公司公告，海通证券

图 11 沪宁高速公路车型结构历史同期比较——6 月



资料来源：公司公告，海通证券

举例：深高速旗下的机荷高速东段

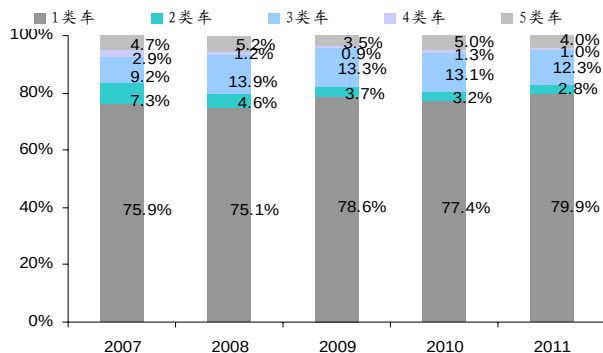
（车型分类说明：1 类车：7 座及以下客车；2 类车：8-19 座客车、2 吨及以下货车；3 类车：20-39 座客车、2-5 吨货车；4 类车：40 座及以上客车、5-10 吨货车；5 类车：10 吨以上货车）

表 5 2011 年上半年机荷高速东段各车型占比（%）

	1 类车	4+5 类车
1 月	79.9	5.0
2 月	81.6	3.2
3 月	80.2	5.0
4 月	80.2	5.3
5 月	79.9	5.4
6 月	79.7	5.2

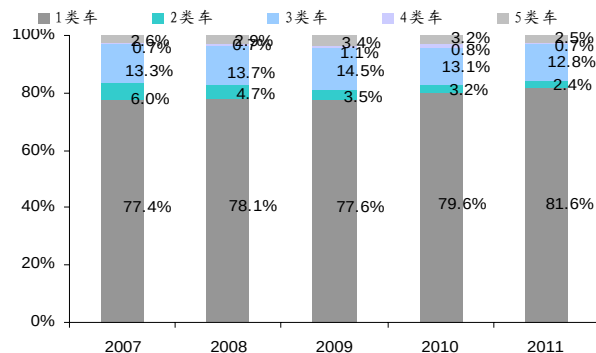
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 12 机荷东段车型结构历史同期比较——1 月



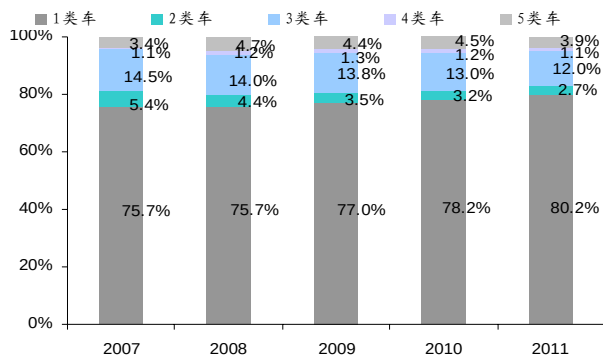
资料来源：公司公告，海通证券

图 13 机荷东段车型结构历史同期比较——2 月



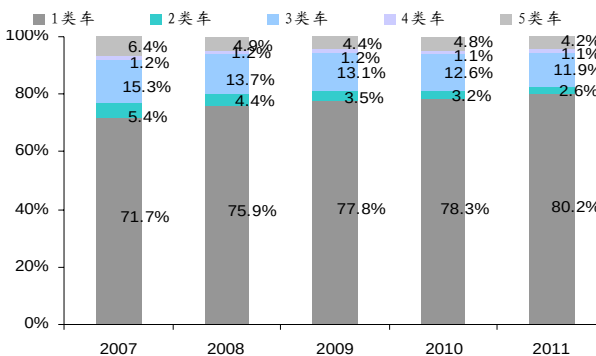
资料来源：公司公告，海通证券

图 14 机荷东段车型结构历史同期比较——3 月



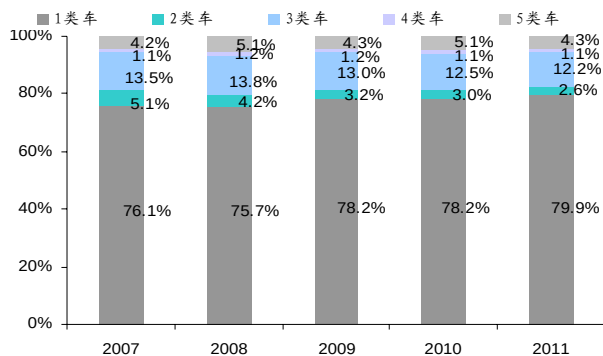
资料来源：公司公告，海通证券

图 15 机荷东段车型结构历史同期比较——4 月



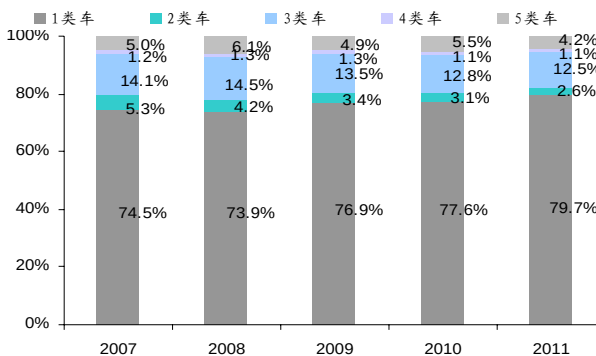
资料来源：公司公告，海通证券

图 16 机荷东段车型结构历史同期比较——5 月



资料来源：公司公告，海通证券

图 17 机荷东段车型结构历史同期比较——6 月



资料来源：公司公告，海通证券

1.1.3 在手项目分析

我们将上市公司在手项目（与高速公路主业相关）作为重要观察点，原因在于：

一能部分体现不同地区（东部沿海、中部南北方向、东西方向）高速公路投资（改

扩建、大修等)情况;

二能反映上市公司当前及近期资本开支计划,用于了解可能面临的融资需求;

三能对项目完工后影响上市公司业绩的如折旧摊销、财务费用等作个预示。

根据我们整理的数据(见表6),东部沿海干线通道上的上市公司目前在手的公路主业相关项目(包括已开工的及计划开工的)总投资规模约68.68亿元,其中深高速的贵龙项目地处广西,因此实际上真正位于东部沿海的项目投资规模约58.78亿元,相对中西部分别200多亿的规模,不算大。

其中宁沪高速参股的昆山至吴江段高速公路(28.435)投资规模最大,38.94亿元,但公司参股比例为30%,公司投资总额不超过5亿元,相较于年30多亿的经营性现金流净额,对资金的外部融资需求不显著。由于该通道与公司目前参股33.33%的苏嘉杭高速公路江苏段平行,投资参股昆吴项目将减弱2014年通车后对业绩的负面影响。

其余的在手项目主要集中在深高速,梅观高速北段扩建(11公里)投资额7.74亿元,预计2013年初完工,目前正在进行路面工程施工的招标工作,预计在路面施工阶段对车流量有一定影响。据半年报,梅观高速(北南段共约11+8公里)通行费收入合计占到并表路产通行费的15.38%,并表路产通行费业务息税折旧摊销前利润的21.95%,预计对约11公里的路面进行改扩建对利润的影响程度在0%-10%之间。

表6 截止2011年6月30日收费公路相关在建项目

项目	项目概况	概算总投资 (亿元)	工程进度	预计完工时间	持股比例
华北高速	无	-	-	-	-
山东高速	济青高速收费站改造工程	0.1	97%	2011	100%
宁沪高速	常(熟)嘉(兴)高速公路昆山至吴江段新建项目	38.94	2011年内开工	2014	30%
福建高速	无	-	-	-	-
深 高 速	1. 梅观高速北段扩建	7.74	完成约90%的征地拆迁工作、约87%的路基土石方工程量和约80%的桩基施工量,目前正在进行路面工程施工的招标工作。	2013年初	100%
	2. 梅观高速南段路面修葺及交通改善工程	约1	已于2011年8月初完工	已完工	100%
	3. 水官高速扩建工程	11	已于2011年6月底完工	已完工	40%
	4. 贵龙项目	6+3.9	未开工		

资料来源:上市公司公告,海通证券研究所

1.1.4 养护费用、员工成本

营业成本构中,主要包括折旧摊销、员工成本、维修养护费用、系统维护等项目,由于多数上市公司路产折旧摊销采用车流量法,因此其规模增速正常情况下与车流量增速接近,至少不会偏离太多,对于路产进入稳定盈利期的上市公司,一般情况下折旧摊销占收费公路成本份额60%以上。在余下的接近40%的收费公路营业成本项目中,维修养护费用、员工成本通常占比较高,合计占比接近30%,成为影响营业成本的重要项目,所以我们跟踪公司维修养护计划以及公路系统员工工资增长情况将能够更好地掌握公司成本变化趋势,从而公司业绩。

上半年,东部沿海干线上市公司相关成本有如下特征:

(1) 通行费业务成本的增速与养护费用、员工成本增长有关，从合计占比来看，如宁沪高速占 30.38%、福建高速占 28.25%、深高速占 27.85%。其他高速公司由于养护费用、员工成本增长不明显，通行成本增速维持低水平；

(2) 营业成本除了与车流量（影响折旧摊销）、养护费用、人员成本有关外，还与配套服务（油品销售、服务区餐饮等）的提供规模有关，如山东高速、宁沪高速通行费成本占比分别为 62.5%和 38.1%，要远低于其他公路，所以在把握这类公司营业成本增长时亦要对配套服务有所考虑。

表 7 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）

	养护费用		员工成本		通行收费业务成本		营业成本		养护费用/收费	员工成本/收费
	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	业务成本	业务成本
华北高速	-	-	-	-	13843.90	0.45	15043.54	-18.56	-	-
山东高速	-	-	-	-	60847.00	1.52	97319.44	20.46	-	-
宁沪高速	3577.00	32.30	15897.40	15.78	64095.00	11.51	168100.40	23.50	5.58	24.80
福建高速	3191.35	56.74	5522.01	72.02	30841.47	71.94	313,32.67	71.17	10.35	17.90
深高速	5780.90	64.89	6705.00	38.74	53170.90	19.21	56154.34	20.06	12.89	14.96

注：宁沪高速、福建高速“员工成本”数据实指征收业务成本，2011 年上半年主要增长来自于员工成本

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.5 财务费用

财务费用是收费路桥类公司期间费用中最主要的的项目。除华北高速属于特例（没有借款），各家公司上半年财务费用占期间费用的比：山东高速 35.2%、宁沪高速 65.1%、福建高速 88.2%、深高速 88.8%。

上半年福建高速和深高速财务费用规模相对较大均超过 88%。

福建高速财务费用为 2.05 亿元，其中利息支出 2.16 亿元，同比增长了 318.68%，主要是由于向银行借入了近 80 亿的长短期借款用于公司福泉、泉厦高速的改扩建（均已完工，因此利息开始费用化）。福泉路（公司持股 63.06%）改扩建概算投资规模为 80.79 亿元，已于今年 1 月 18 日通车；泉厦路（完全控股）改扩建概算投资规模为 65.95 亿元，于 2010 年 9 月 2 日全线建成通车。公司目前负债率为 57.69%，与深高速接近，但要明显高于东部其他公司，主要是公司存在较多的借款。

深高速财务费用为 2.56 亿元，其中利息支出为 2.55 亿元，主要是公司从银行融入了较大规模的长期借款，约 56 亿元，此外还有各种类型的融资工具，规模合计约 45 亿元，主要是由于公司手头有相对沿海其他公司来说较多的资本开支项目，涉及改扩建、维修养护等。公司目前资产负债率为 58.44%，处于沿海干线上较高的水平，反映在融资成本上，其利率水平也要略高于其他公司。

表 8 2011 半年报财务费用情况（万元）

	财务费用	财务费用/营业成本, %	利息支出	短期借款	长期借款	其他融资工具	工具	规模, 亿元	利率, %	资产负债率, %
华北高速	-1435.80	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	3.81
山东高速	6824.43	7.01	7081.41	10000.00	135415.38	短期融资券	15	4.19	-	30.16
						中飞租融资租赁	2.24	-	-	
宁沪高速	14317.94	8.52	14839.74	225500.00	257645.63	短期融资券	10	5.00	-	29.22
福建高速	20491.61	66.44	21154.31	300100.00	488786.29	-	-	-	-	57.69
深 高 速	25587.1	45.57	25484.5	77130.92	561421.78	公司债	8	5.5	-	58.44
						分离交易可转债	15	1.0	-	
						中期票据	4	基本利差为 1.47%	-	
						中期票据	3	基本利差为 1.47%	-	
						公司债	15	6.0	-	

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

总结：

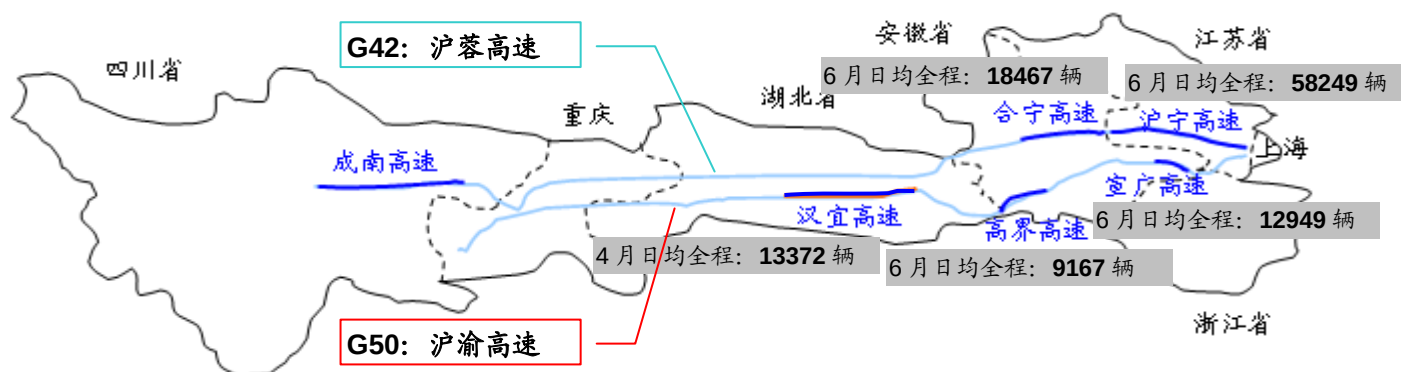
东部沿海干线上市公司上半年总体来看，车流量均实现了增长，除华北高速受到分流影响，车流量下滑了约 5 个点；而单车收入方面，由于普遍受到经济因素影响，货车增长明显弱于客车，导致车型结构变化，单车收入同比下滑；从公路主业相关的在手项目来看，规模要明显小于中西部，基本不存在大规模融资的外部需求，未来对折旧摊销、财务费用的额外影响应该也不明显；养护、人工成本是影响成本的主要变量，人工提升是趋势，养护费用主要看公司计划及路况，东部地区短期内不存在发生大规模养护支出的预期；财务费用方面，结合在手项目情况以及负债规模，预计不存在显著提升的趋势。

综合前述多项因素讨论，未来东部地区公司的经营业绩改善主要还得依赖于经济环境因素，从而对车流、单车收入提升带来帮助。目前来看，东部地区上市公司对宏观经济的业绩弹性较大。

1.2 东西向干线——沪蓉/沪渝高速

沪蓉/沪渝线主要途径上海、江苏、浙江、安徽、湖北、重庆、四川等省市，这 7 个地区合计人口约 3.82 亿，面积 111.3 万平方公里，横跨我国东、中、西部地区，2010 年合计 GDP 规模 13.8 万亿元，占全国的 34.7%。这两条线上的上市公司及路产有：宁沪高速（沪宁高速公路）、皖通高速（合宁高速公路、宣广高速公路、高界高速公路）、楚天高速（汉宜高速公路）、四川成渝（成南高速，已披露拟收购）。（见图 18）

图 18 沪蓉高速（G42）、沪渝高速（G50）走向示意图



资料来源：海通证券研究所

上半年 4 家公司合计营业收入 67.95 亿元，同比增长 12.81%（低于板块平均）；毛利率 62.50%（较板块平均高出 4.7 个百分点），二季度较上半年下滑 4 个百分点；归属于上市公司股东的净利润 25.14 亿元，同比增长 1.07%（高出板块平均 1.4 个百分点）。其中 四川成渝 构成较大影响，上半年公司收入增长达 22.66%，但由于下述几方面原因，公司净利润下滑了 8.16%：

（1）公路经营权增加导致摊销增加及随车流量增长而使公路经营权摊销费用较上年同期增加约 1238.7 万元；

（2）由于双流仁宝 BT 项目开工，新增工程施工成本人民币 2.44 亿元（2010 年同期：无）；

（3）由于原西部大开发相关税收优惠政策已于 2010 年底到期，在政府税务部门明确下达新的税收政策之前，母公司、成乐公司及城北公司的所得税费用暂按 25% 税率计算（上年同期为 15%），等等。

皖通高速 营业成本减少的主要原因系服务区资产经营模式由自营转为经营租赁致主营业务成本较去年同期减少。

表 9 2011 年上半年东西向干线上高速公路上市公司经营数据一览

	营业收入			营业成本			毛利率		管理费用		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
宁沪高速	364202	11.43	11.66	168100	23.50	27.78	53.84	51.46	7331	3.67	5.17
皖通高速	113889	10.74	5.40	35688	-3.64	-7.19	68.66	63.67	4218	17.11	24.51
楚天高速	47843	0.01	-5.73	15461	14.40	20.19	67.68	63.61	1490	28.74	16.67
四川成渝	153593	22.66	33.37	61686	53.51	76.72	59.84	50.79	5835	24.38	31.61
平均值	169882	11.21	11.26	70234	25.61	33.08	62.50	58.47	4718	1.90	1.44
合计	679527	12.81		280935					18874		

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

表 10 2011 年上半年东西向干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）

	财务费用			利润总额			净利润率		归属于母公司的净利润		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
宁沪高速	14318	-21.76	-19.62	174532	2.42	-4.28	36.44	33.67	129949	2.06	-5.12
皖通高速	6044	-15.09	-7.83	64303	21.15	9.43	42.86	37.84	44462	20.64	6.52
楚天高速	2176	78.63	106.03	27025	-11.05	-23.47	42.28	38.19	20260	-11.04	-23.70
四川成渝	4525	54.80	82.32	77031	3.75	2.75	37.61	31.48	56754	-8.16	-8.65
平均值	6766	24.14	40.22	85723	4.07	-3.89	39.80	35.29	62856	0.87	-7.74
合计	27063			342891					251425	1.07	

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.2.1 车流量及单车收入点评

如果不考虑高速公路收费里程增加、分流、同期基数因改扩建等因素，预计上半年东部沿海通行费收入自然增速在 5%至 10%。东西干线上的 4 家公司，除皖通高速由于去年年底有提价，以及楚天高速仅增长 0.41%（公司未披露细节，我们预计存在受周边路网加密分流影响的可能），从通行费收入自然增速来看，预计与东部接近。

分上市公司来看，上半年：

宁沪高速通行费收入 25.47 亿元，同比增长 5.49%，其中车流量总体而言同比增长，单车收入同比下降，几方面原因：

- （1）主要控股路产沪宁高速公路车流同比增长 12.05%，增长主要来自于客车；广靖高速车流同比增长 17.11%；锡澄高速车流同比增长 19.07%；
- （2）受宏观经济环境影响，公司货车流量增速放缓，而小型客车随着近几年保有量的快速增长以及消费升级、旅游出行增加等保持较快的增长态势，导致车型结构发生小幅变动，单车收入下降。其中沪宁高速单车收入下降 5.87%、广靖高速下降 2.50%、锡澄高速下降 11.22%；
- （3）广靖、锡澄、江阴桥及苏嘉杭高速公路交通流量及日均收费额增长幅度差异较大，除了客车增长较快外，由于从 2010 年 12 月 1 日起开始该等道路执行“绿色通道”免费政策，免费车辆依然计入交通流量数据统计而未产生收入。

皖通高速通行费收入 11.12 亿元，同比增长 12.44%，受益于提价因素，单车收入

实现同比增长，几方面原因：

- (1) 2010 年 11 月 10 日零时起合宁高速、高界高速、宣广高速和连霍公路(安徽段)按照新的收费标准收取通行费，加权平均提价幅度超过 10%；
- (2) 合宁高速折算全程日均车流量同比增长 11.51%，但由于货车占比下降了 7 个百分点至 33%，单车收入仅增长 0.33%；高界高速受货车流量的减少，以及六武高速全线通车后造成部分车辆分流的影响，车流同比下滑了 1.34%，单车收入则同比提升 10.45%；宣广高速车流同比增长 5.52%，单车收入同比增长 4.52%。但若考虑提价因素，位于东西干线上的 3 条高速单车收入均下滑；

楚天高速通行费收入 4.70 亿元，**同比增长 0.41%**。通行费收入表现弱于东西向干线上公司两端的皖通高速和四川成渝，预计除了同样受宏观经济因素影响外（车流量、车型结构），我们预计北通道（武汉-荆门-宜昌）也带来一定分流。

四川成渝通行费收入 12.04 亿元，**同比增长 8.07%**，其中主要路产车流量同比增长，除成渝高速公路外，其余路产单车收入略有提升，几方面原因：

- (1) 成渝高速折算全程日均车流同比增长 14.96%，2010 年 12 月 26 日，乐宜高速公路建成通车，成都至宜宾的通道继经成渝、内宜（内江—宜宾）高速公路到宜宾外又新增了一条经成雅、成乐、乐宜高速公路抵达宜宾的通道，这对成渝高速的车流量产生一定的分流影响；
- (2) 成雅高速折算全程日均车流同比增长 4.08%，2010 年 11 月 9 日，邛名（邛崃市—雅安市名山县）高速公路建成通车，其首尾分别与成温邛（成都市—温江区—邛崃市）高速公路、成雅高速相接，成为成都至雅安的第二条快速通道，从而对成雅高速车流量产生一定的分流影响。318 线公路养护维修工程于 2011 年 2 月完工，该路与成雅高速之雅安东站-名山站-太平站路段平行，并且由于雅安市政府对川 T 客车实行通行费统缴政策，加之该路未实施货车计重收费，因而对成雅高速雅安段交通流量构成分流影响。
- (3) （老路）103 线眉山段的维修整治工程于 2011 年 4 月完工通车，造成成乐高速相应路段部分车辆的回流；乐宜高速于 2010 年 12 月 26 日建成通车，成为了成乐高速的延伸线路，从而给成乐高速带来了交通增量。

表 11 沪蓉高速（G42）、沪渝高速（G50）沿线上市公司路产车流同比增速（%）——2011 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
宁沪高速——日均，折算全程												
沪宁高速-车流量	12.4	-8.0	-1.7	14.6	14.6	5.8						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
沪宁高速公路江苏段——全长 248.21 公里，8 车道，公司持股 100%，经营期限 1997.6-2032.6												
皖通高速——日均，折算全程												
合宁高速-车流量	43.8	2.2	9.9	13.4	6.2	-2.9						
-通行费	39.2	12.9	17.4	21.3	11.5	5.0						
高界高速-车流量	39.8	-8.0	-4.8	-3.5	-10.0	-18.0	备注: 2010 年 11 月 10 日零时起公司旗下的合宁高速、高界高速、宣广高速和连霍公路（安徽段）按照新的收费标准收取通行费，加权提价幅度为 11.6%					
-通行费	16.9	6.8	6.2	5.3	-2.2	-10.0						
宣广高速-车流量	36.9	-1.4	-3.7	5.5	1.7	-2.9						
-通行费	27.0	12.9	6.6	10.9	8.2	1.6						
合宁高速公路——全长 134 公里，部分 8 车道，公司持股 100%，经营期限 1996.8-2026.8；高界高速公路——全长 110 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 1999.10-2029.9；宣广高速公路——全长 84 公里，4 车道，公司持股 55.47%，经营期限 1999.1-2028.12												
楚天高速——日均，折算全程												
汉宜高速-车流量	41.2	-0.2	n.a.	8.3	n.a.	n.a.						
-通行费	23.8	-0.6	n.a.	-1.3	n.a.	n.a.						
汉宜高速公路——全长 278.869 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 2000.11-2030.11/2004.10-2034.10												
四川成渝——日均，间隙性折算全程（成南高速周边路产）												
成渝高速--车流量	21.0	21.3	12.5	-1.4	11.0	27.7						
-通行费	9.8	-2.0	3.1	-3.2	5.4	7.4						
成雅高速--车流量	6.7	5.8	6.1	5.8	0.6	0.8						
-通行费	3.5	6.1	6.5	8.4	-0.2	5.5						
成乐高速--车流量	4.9	0.1	4.9	-16.7	-27.0	-22.1	备注：成乐高速今年车流量较上年同期增幅较小，而收入较上年同期增幅较大，其主要原因：一是乐山站有一进一出两个匝道于 1 月 29 日开始成乐公司管理，另两个匝道归乐宜高速管理，部分车流量未计入成乐高速；二是由于乐宜路通车，使通行成乐高速的车辆增加，但因成乐高速没有主线站，其中一部分通行成乐高速的车辆并未计入车流量中；三是自 2010 年 10 月起，103 线眉山段分段封闭施工，使通行成乐高速的车辆增加（103 线眉山段封闭施工工程已于 2011 年 4 月中旬结束）。 备注：4 月车流量比上年同期下降，其原因一是由于 103 线眉山段封闭施工工程于 2011 年 4 月中旬结束，使通行成乐高速的车辆减少；二是由于夹江、绵竹秤台改造后，通行成乐高速的货车减少。					
-通行费	47.7	31.2	59.0	28.5	13.9	5.0						
成渝高速公路四川段——全长 226 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 1997.10-2027.10；成雅高速公路——全长 144.2 公里，4+6 车道，公司持股 100%，经营期限 2000.1-2029.12；成乐高速公路——全长 86.44 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 2000.1-2029.12												

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.2.2 车型结构分析

图 19 至图 24 为皖通高速旗下的主要路产合宁高速公路 2011 年以来各月车型结构对比示意图。考虑到 1 季度春运错峰期因素，仅观察 2 季度数据，均呈现如下特征：

（1）客车占比创过去 5 年来历史高点；

(2) 货车占比处于过去 5 年来低位。

上述情况主要是由于经济因素使货车流量增速放缓，而小型客车仍保持较快增长，导致车型结构发生变动，这也是造成公司单车收入（剔除提价因素）发生普遍下滑的原因。

举例：皖通高速旗下的合宁高速公路

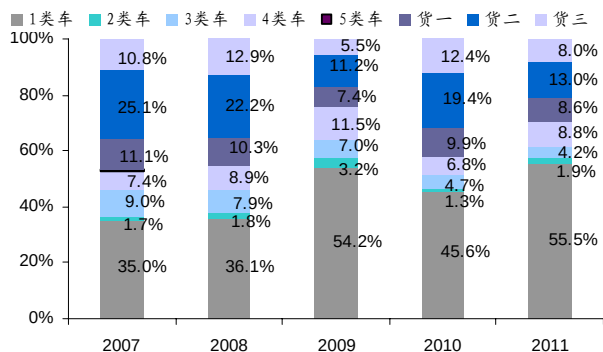
（车型分类说明：1 类车：7 座及以下客车；2 类车：8-19 座客车；3 类车：20-39 座客车；4 类车：40 座及以上客车；货一：10 吨及以下货车；货二：10 吨至 40 吨货车；货三：40 吨及以上货车）

表 12 2011 年上半年机荷高速东段各车型占比（%）

	1+2+3+4 类车（全部客车）	货一+货二+货三（全部货车）
1 月	70.45	29.55
2 月	79.94	20.06
3 月	59.60	40.40
4 月	62.66	37.34
5 月	62.13	37.87
6 月	62.99	37.01

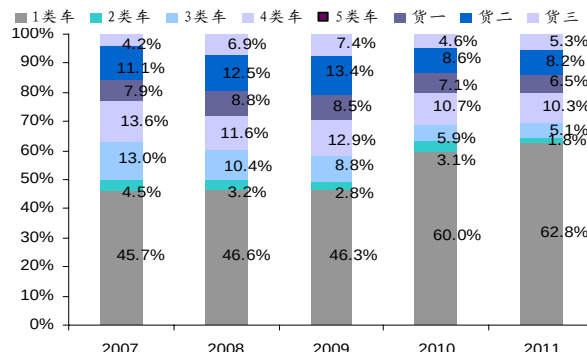
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 19 合宁高速公路车型结构历史同期比较——1 月



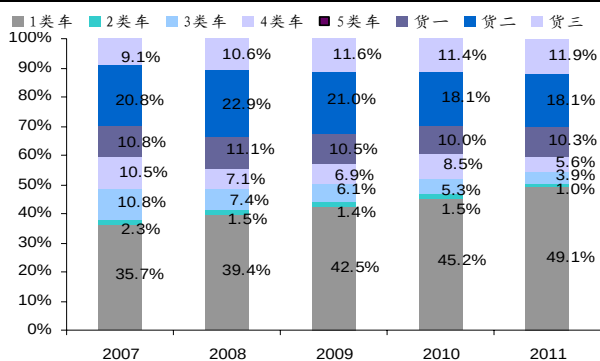
资料来源：公司公告，海通证券

图 20 合宁高速公路车型结构历史同期比较——2 月



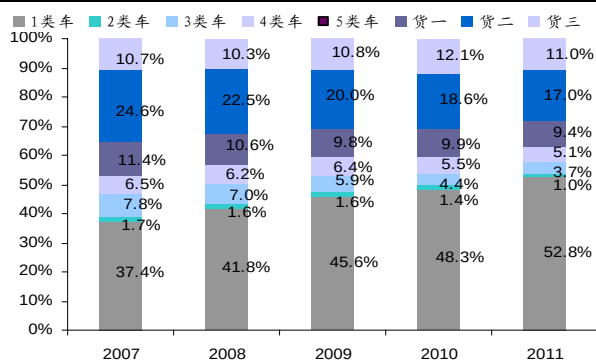
资料来源：公司公告，海通证券

图 21 合宁高速公路车型结构历史同期比较——3 月



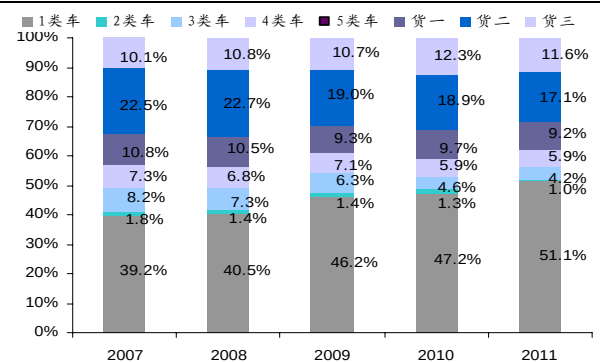
资料来源：公司公告，海通证券

图 22 合宁高速公路车型结构历史同期比较——4 月



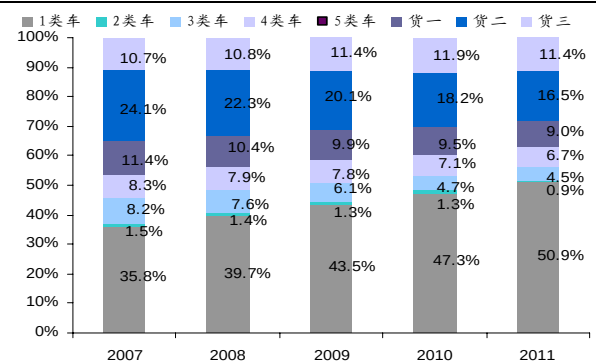
资料来源：公司公告，海通证券

图 23 合宁高速公路车型结构历史同期比较——5 月



资料来源：公司公告，海通证券

图 24 合宁高速公路车型结构历史同期比较——6 月



资料来源：公司公告，海通证券

1.2.3 在手项目分析

根据整理的公开数据（见表 13），东中西干线通道上上市公司在手的与公路主业相关项目总投资规模约 278 亿元，其中大随高速公路项目已经于 6 月底通车，所以实际在建项目约 240 亿元，较东部沿海不到 59 亿的规模要大得多，主要集中在中西部地区的**楚天高速**、**四川成渝**手中，反映出目前中西部公路投资规模要显著超出东部地区。

其中**楚天高速**在手项目 77.23 亿元，投资最大的是兴建十房高速公路十堰至房县段项目。十房项目主要定位为鄂西生态文化旅游圈连接湖北省“一江两山”的精品旅游线路，而“一江两山”为湖北旅游核心品牌。该项目公司持股 50%，其余两方股东分别为省高速公路集团、十堰市政府。作为十堰市的第一个 BOT 项目，地方政府为吸引投资、降低成本和风险，给予楚天公司 10 项承诺，除了 7 项税费方面的减免外，还包括：（1）向公司提供不少于 500 亩（约 33 万平方米）的出让土地作为商业开发；（2）项目公司享有开发十房高速公路沿线土地项目的优先权；（3）项目公司享有开发十堰市优质项目的优先权。

四川成渝在手项目超过 94 亿元，包括 73.11 亿元的 BOT 项目成仁高速和合计 20.64 亿元的几个 BT 项目。

我们对于在手项目较多（投资规模）的**楚天高速**、**四川成渝**的担心在于，随着 BOT

项目十房高速、成仁高速分别于 2014、2012 年建成通车，新建项目完工后将带来带来折旧摊销以及财务费用的大比例上升，而通车初期无法带来充足的车流量已弥补成本费用的增加，从而对公司业绩带来负面影响，如位于东部通道上的福建高速目前即面临这样一个问题。

表 13 截止 2011 年 6 月 30 日收费公路相关在建项目

	项目	项目概况	概算总投资 (亿元)	工程进度	预计完工 时间	持股 比例
宁沪高速	常（熟）嘉（兴）高速公路昆山至吴江段新建项目	项目路线全长 28.435 公里（设有三处互通、两处枢纽，一处服务区），双向六车道，计划 2011 年内开工建设	38.94	2011 年内开工	2014	30%
皖通高速	1. 205 国道改建	2011 年 3 月开始 205 国道天长段“黑色化”改建	2.53	43.48%	2012.7	100%
	2. 宁宣杭高速公路宣城至宁国段建设	为宁宣杭高速公路安徽段的一部分，路线全长约 44 公里，于 2009 年 9 月全面开工建设。	26.79	28.52%	2012	70%
楚天高速	1. 新建麻竹高速公路大悟至随州段	连接麻城和竹溪，全长约 83.285 公里，采用设计速度 100 公里/小时，路基宽 26 米的双向 4 车道高速公路标准建设。	38.3	已于 2011 年 6 月 28 日通车试运营。	已完工	100%
	2. 十房高速公路十堰至房县段	连接十堰至房县，该项目推荐方案路线全长 63.933 公里，另建 209 国道二级公路连接线约 3.8 公里	52.58	44%	2014	50%
	3. 武汉城市圈环线高速公路（黄石-咸宁）黄石市大冶段	起于大广高速公路，终点接于在建的咸宁至通山高速公路，并通过咸通高速公路与京港澳高速公路相接。采用双线四车道高速公路标准建设，设计车速为 100 公里/小时，路基宽度 26.0 米。主线全长 32.860 公里	12.31	15.83%	2013	90%
	4. 沪渝高速公路武汉至宜昌段新建服务区	新建仙桃、枝江服务区	1.25+1.11	15.32%	2012	100%
	5. 武汉市圈环线高速公路咸宁东段	项目经大冶市秦吸进入咸宁境内，由担山以北跨省道沿横线至周曹村设双溪互通与沿横省道相连，向西跨杨堡河、阳武干渠，经官山、长岭至团林与咸通高速公路通过咸宁枢纽互通相连。全线拟采用双线四车道高速公路标准建设，设计车速为 100 公里/小时，路基宽度 26.0 米。主线全长 23.072 公里	9.98	14.01%	2013	100%
四川成渝	1. 投资兴建成仁高速	成仁高速起于成都绕城高速公路(K34+600)，止于眉山市仁寿县与内江市威远县交界的纸厂沟，全长约 106.613 公里。	73.11	43.32%	2012	100%
	2. 投资建设双流仁宝 BT 项目一期	工业园区大道、货运大道、正公路西二段、综保大道 4 条道路共 12.1 公里	6.87	60.70%	2011	100%
	3. 投资建设双流仁宝 BT 项目二期	工业园区大道东段、物联大道、仓库道路、综保横路、巡逻道路和双黄路综保区段共 15.96 公里	6.65	40.75%	2011	100%
	4. 投资仁寿土地挂钩试点与仁寿大道连接线建设-移交（BT）项目	其中仁寿土地挂钩试点项目地处仁寿县文林镇（县城所在地）高滩村，涉及土地 4848 亩，投资内容包括项目区范围内农房拆迁、安置点三通一平及配套市政道路、安置房（含前期工作）建设（约 11.27 万平方米）及安置小区附属工程；仁寿大道连接线项目起于正在建设的仁寿大道，止于成仁高速公路仁寿互通式立交收费广场，规划设计长度 4.693 公里，红线宽度为 110 米，投资实施内容为 60 米道路、应急避难疏散场地及绿化工程。	3.18+3.94	项目初期	尚不确定	100%
	5. 集团高速公路沿线加油站整合项目	2011 年 6 月成立的中路公司（中石油四川销售分公司与蜀海公司各持 51%、49%股份）租赁公司所属成仁高速公路可建设 4 对加油站的土地及相关资源，出资建设并经营该 4 对加油站；其次拟租赁经营公司所属成渝高速公路沿线加油站，并逐步拓展开发(租赁)公司所属其它高速公路沿线加油站。	0.52			51%
	6. 收购遂渝高速四川段及成南高速	根据交投集团《关于解决四川高速公路建设开发总公司与四川成渝高速公路股份有限公司同业竞争问题有关事项的函》，于本次国有股份无偿划转工作完成之后，交投集团将督促并协调启动本公司向川高公司收购成南公司股权（拟收购股权比例不低于 51%）的工作，并力争在 3 年内完成收购。			3 年内	51%

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.2.4 养护费用、员工成本

表 14 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）

	养护费用		员工成本		通行收费业务成本		营业成本		养护费用/收费	员工成本/收费
	万元	同比增长, %	万元	同比增长, %	万元	同比增长, %	万元	同比增长, %	%	%
宁沪高速	3577.00	32.30	15897.40	15.78	64095.00	11.51	168100.40	23.50	5.58	24.80
皖通高速	3922.80	12.19	-	-	34753.50	-4.55	35687.60	-3.64	11.29	-
楚天高速	-	-	-	-	15166.38	15.29	15461.24	14.40	-	-
四川成渝	1685.96	-25.66	5580.22	25.26	30959.41	9.81	61686.15	53.51	5.45	18.02

注：宁沪高速“员工成本”数据实指征收业务成本

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.2.5 财务费用

上半年财务费用占期间费用的比：宁沪高速 65.1%、皖通高速 58.9%、楚天高速 59.4%、四川成渝 43.7%。

沪蓉/沪渝线上中西部公司（皖通、楚天、成渝）的财务费用平均规模小于其他多数公司，我们发现主要是由于最近几年没有重大的资本开支项目，而同时我们也注意到这几家公司未来两三年均陆续有一些在建项目投产（各家公司均有几十亿的在手项目），预计利息费用化会带来财务费用有上升趋势。

表 15 2011 半年报财务费用情况（万元）

	财务费用	财务费用/营业成本, %	利息支出	短期借款	长期借款	其他融资工具		利率, %	资产负债率, %
						工具	规模, 亿元		
宁沪高速	14317.94	8.52	14839.74	225500.00	257645.63	短期融资券	10	5.00	29.22
皖通高速	6043.97	16.94	5279.31	6000.00	25790.00	公司债券	20	5.00	36.43
楚天高速	2175.89	14.07	2309.69	104100.00	267500.00	-	-	-	56.19
四川成渝	4525.02	7.34	5662.21	12500.00	255368.92	短期融资券	20	4.58	39.95

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

总结：

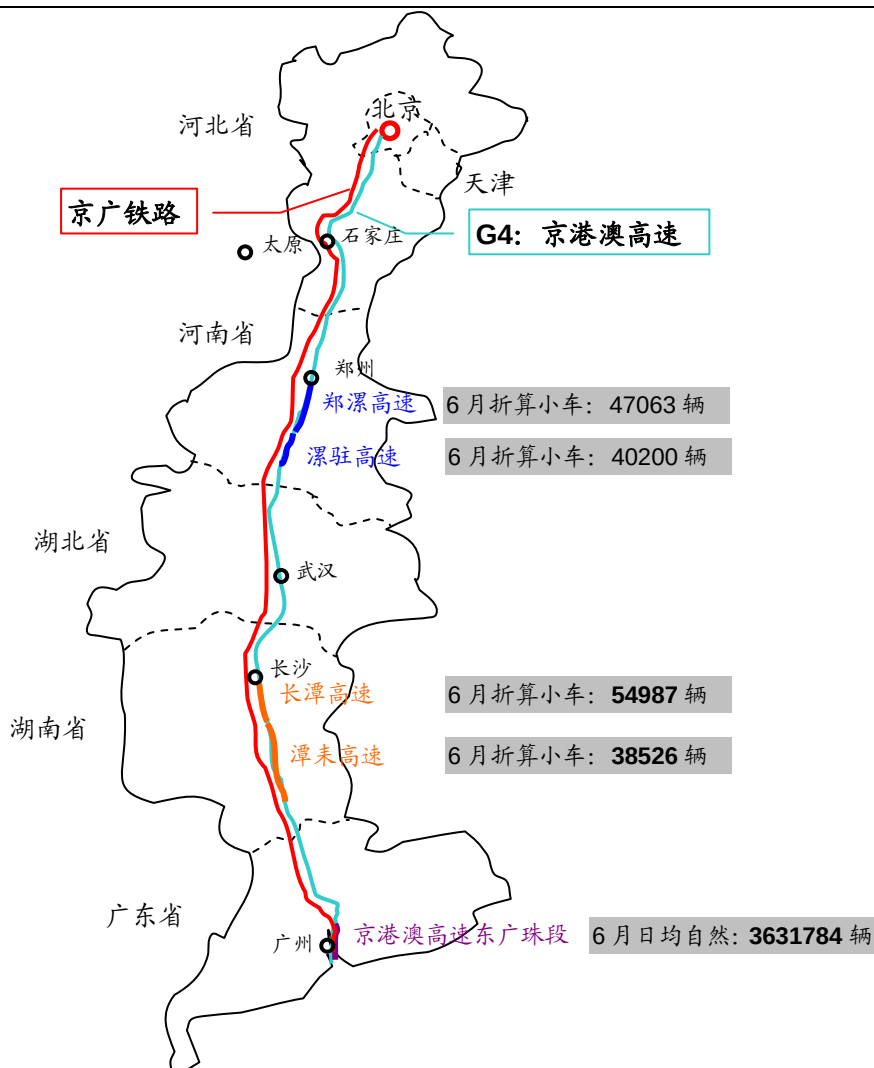
从上半年沪蓉/沪渝线上的公司经营情况看，若仅考虑自然增长因素，预计 4 家公司通行费收入与东部接近，除部分道路单车收入出现一定程度增长，主要干线的路产单车收入同比均有下降，主要是由于客货车增速不一导致车型结构有所调整；从公路主业相关的在手项目来看，合计规模约 240 亿元，远高于沿海不到 59 亿的水平，其中楚天高速、四川成渝的 BOT 项目投资分别达到约 77 亿元、73 亿元；养护费用和员工成本对成本影响不如东部地区，财务费用平均来看对业绩影响要弱于东部沿海和中部南北通道上的公司，但结合在手项目来看，未来存在提升趋势。

综合前述多项因素讨论，未来中部南北向上几家公司的经营业绩改善除了得依赖于经济环境改善带来车流和单车收入提升外，未来财务费用、折旧摊销的陆续发生有可能压制业绩表现。

1.3 中部南北向干线——京港澳高速

京港澳线主要途径北京、河北、河南、湖北、湖南、广东等省市，这 6 个地区合计人口 4.13 亿，面积 94.8 万平方公里，涉及中原、长株潭、珠三角等经济区域，2010 年 GDP 规模 13.4 万亿元，占全国的 33.7%。位于其上的公司及路产分别有：中原高速（郑漯高速公路、漯驻高速公路）、现代投资（长潭高速公路、潭耒高速公路）、粤高速（京港澳高速东广珠段）。（见图 25）

图 25 京港澳高速（G4）走向示意图



资料来源：海通证券研究所

上半年 3 家公司合计营业收入为 27.22 亿元，同比增长 7.6%（大幅低于板块平均近 10 个百分点）；毛利率平均为 58.22%（略高于板块平均），净利润率 28.64%（低于板块平均约 4 个百分点），二季度基本与上半年持平，获得归属于上市公司股东的净利润 7.24 亿元，同比下降 24.5%（大幅低于板块平均）。收入和净利润表现差异较大主要是由于中原高速和粤高速 A同比业绩出现大幅下滑。

具体来看，中原高速收入实现超过 10%的增速，主要是由于郑漯高速 2010 年 11 月 1 日改扩建完工后通行条件改善以及去年同期基数原因，车流量同比增长了 12.13%（按折算数）；郑尧高速折算交通流量增长了 17.27%；此外，郑新黄河大桥也是去年 9

月 29 日才通车。但由于公司营业成本、管理费用、财务费用等增长较快（受改扩建、新建项目完工后新增的折旧摊销、财务费用影响），公司净利润率仅为 14.68%，净利润下滑了 48.61%，大幅落跑于其他公司。

粤高速 A 收入略增 2.39%，由于成本、费用增长较快，扩建工程及广乐项目投资需要资金部分由银行贷款解决，利率上升，财务费用增长明显；公司投资收益减少等原因，公司净利润同比下滑了 38.96%。

表 16 2011 年上半年中部南北向干线上高速公路上市公司经营数据一览

	营业收入			营业成本			毛利率		管理费用		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
中原高速	124285	10.62	11.54	49007	47.81	67.28	60.57	58.64	5874	50.27	82.94
现代投资	96606	6.74	7.32	33917	5.55	3.38	64.89	66.62	5992	22.72	3.41
粤高速 A	51304	2.39	4.55	25173	4.19	-7.92	50.93	49.39	6095	29.41	36.01
平均值	90732	6.58	7.80	36032	19.18	20.91	58.80	58.22	5987	34.13	40.79
合计	272195			108097					17962		

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

表 17 2011 年上半年中部南北向干线上高速公路上市公司经营数据一览（续表）

	财务费用			利润总额			净利润率		归属于母公司的净利润		
	万元	同比%	Q2 同比%	万元	同比%	Q2 同比%	%	Q2%	万元	同比%	Q2 同比%
中原高速	42345	52.76	50.72	24956	-48.56	-55.67	14.68	13.08	18347	-48.61	-54.88
现代投资	848	-47.18	-45.03	52899	8.56	13.46	40.80	43.28	39527	8.59	14.00
粤高速 A	10484	26.46	38.97	19693	-37.11	-19.47	30.45	29.91	14517	-38.96	-26.53
平均值	17892	10.68	14.89	32516	-25.70	-20.56	28.64	28.76	24130	-26.33	-22.47
合计	53677			97548					72391		

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.3.1 车流量及单车收入点评

上半年中原高速旗下的郑漯高速车流表现比较好，2 季度增速均在 10%以上，主要是由于去年同期处于扩建阶段，同时单车收入也好于其他，实现持平或略有增长。

就各家上市公司来看，上半年：

中原高速通行费收入 12.05 亿元，同比增长 11.27%，其中车流量除漯驻因改扩建有所下滑，其余路产均同比增长，单车收入持平或略有增长，几方面原因：

- （1）主要路产郑漯、漯驻高速折算车流量同比分别增长 12.13%和下滑 0.41%，主要是由于郑漯高速 2010 年 11 月 1 日改扩建完工后通行条件改善以及去年同期基数原因，而漯驻高速在进行 8 车道的改扩建；
- （2）由于通行条件的改善，宏观经济对郑漯路车型结构影响相对不显著。

现代投资通行费收入 9.26 亿元，同比增长 5.99%，长潭路车流有一定幅度下滑，主要是受到去年下半年通车的平行通道长株高速公路和长株潭城际道路通车的分流影响，通行费收费下滑了 2.04%。

粤高速 A 通行费收入 5.08 亿元，同比增长 2.58%，其中车流量总体而言同比增长，单车收入同比下降，几方面原因：

- (1) 广佛高速受周边道路施工影响，使部分车辆绕道行驶广佛高速，车流量和通行费收入有所增加，分别为 13.65% 和 6.55%；
- (2) 佛开高速的车流量和通行费收入略有下降，主要是受佛开高速扩建工程施工影响；
- (3) 京珠高速广珠段受横沥立交开通影响，短途车增多，但通行全程的车流量减少，综合形成车流量增加但通行费收入下降的情况；
- (4) 广肇高速得益于去年云梧高速和广肇二期通车，路网形成带动通行车流量和通行费收入均大幅上涨；
- (5) 广惠高速受粤赣高速开通分流了部分货车的影响，通行费收入有所下降；
- (6) 江中高速受广珠高速西线开通影响，诱增较多短途车辆，同时江中高速今年开始开通“绿色通道”，使通行费收入增长的幅度明显低于车流量增幅；
- (7) 康大高速受韶赣高速通车、路网形成的诱增影响，车流量和通行费收入大幅上升。

表 18 京港澳高速（G4）沿线上市公司路产车流同比增速（%）——2011 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
中原高速——日均，折算小车												
郑漯高速-车流量	18.3	6.8	9.2	13.8	13.5	10.6	备注：改扩建于 2010 年 11 月 1 日完工					
-通行费	12.1	7.9	11.4	22.0	9.1	7.7						
漯驻高速-车流量	-0.2	-6.4	-1.1	1.8	2.7	-0.2	备注：目前在进行 8 车道的改扩建					
-通行费	-7.3	-5.4	16.6	5.1	1.3	-1.5						
郑漯高速公路——全长 142 公里，8 车道，公司持股 100%，经营期限 2000.12-2030.12；漯驻高速公路——全长 67.2 公里，8 车道，公司持股 100%，经营期限 2004.9-2032.9												
现代投资——月度，折算小车												
长潭高速-车流量	10.8	-7.6	-10.8	-10.0	-4.5	-5.0						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
潭耒高速-车流量	20.2	-6.1	-11.9	-7.0	-10.1	-11.8						
-通行费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
注：潭耒高速车流量取 4 个收费站（伞铺、新塘、冠市、耒阳）之和 长潭高速公路——全长 51.552 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 1998.10-2028.10；潭耒高速公路——全长 168.84 公里，4 车道，公司持股 100%，经营期限 2004-2034												
粤高速 A——月度，自然车流												
京港澳高速广珠东段-车流量	9.9	-0.8	8.2	4.5	27.1	30.5						
-通行费	6.7	-5.3	0.1	-0.7	-4.4	-2.1						
京港澳高速广珠东段——全长 62.4 公里，6+4 车道，公司持股 20%，经营期限 1999.12-2030.5												

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.3 在手项目分析

根据我们整理的数据（见表 19），中部南北向干线通道上的上市公司目前在手项目（仅指与公路主业相关项目，包括在建的及计划开工的），剔除已完工但尚未结算的部分

项目，总投资规模约 233.31 亿元，其中按持股比例计算，中原高速在手项目最多，达 107.89 亿元，是所有上市公司中规模最大的，如果考虑一些已通车但还处于结算支付期的项目，则中原高速与公路主业相关的投资超过 260 亿元。

具体来看，中原公司 2007 年底通车的郑尧高速公路、2010 年 11 月 1 日通车的郑漯高速公路改扩建及 2010 年 9 月 29 日通车的郑新黄河大桥还处于结算支付期，目前公司还有永亳淮高速公路商丘段、漯驻高速公路改扩建工程、郑民高速公路郑州至开封段、济宁至祁门高速公路连霍高速至永登高速段等在建项目。按照项目概算和暂估情况，上述建设项目总投资超过 260 亿元，总体投资规模大，资金来源主要为金融机构贷款，而且投资时期较为集中。

由于公路建设项目具有投资大、建设周期和投资回收期较长的特点，项目完工交付使用后利息资本化停止，借款利息直接计入当期财务费用，通车后因结算支付还会发生新增借款财务费用。另外，通车运营后项目在建工程转为固定资产、无形资产，相应增加项目资产折旧、摊销费用及运营成本，同时项目建成后的车流量和通行费收入随经济与社会发展，存在逐步增长的过程，因而通车后在培育期内，预计收入增长尚不能抵消其相应增加的成本费用，对公司未来数年业绩带来较大负面影响。

表 19 截止 2011 年 6 月 30 日收费公路相关在建项目

项目	项目概况	概算总投资 (亿元)	工程进度	预计完工 时间	持股 比例
中原高速	1. 河南省商丘市任庄至小新庄高速公路项境内的重要运输通道。路线长约 46 公里，于 2005 年 12 月开工建设。项目（原永亳淮高速公路项目西段连接的安徽省境内路段已于 2008 年 12 月开工建设，东端连接商丘段项目）的安徽境内路段已于 2009 年 11 月 16 日开工建设，预计 2012 年底通车。	30.79	92.08%	2011 年底	100%
	2. 漯河至驻马店改扩建工程	24.40	4.50%	2013	100%
	3. 郑州至民权高速公路郑州至开封段项目	33.23	57.69%	2011 年底	100%
	4. 济宁至祁门高速公路连霍高速至永登高速段项目	19.47	21.52%	2013	100%
现代投资	京港澳高速公路潭耒段改扩建项目	未知	-	工期 3-4 年	100%
	佛开高速扩建项目	40.02	75.78	2013	100%
粤高速 A	参股投资广州至乐昌高速公路项目 30%股权	85.40	公司已投入需支付金额 25.62 亿元的 24.59%	2013 年底	30%

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.4 养护费用、员工成本

中部南北通道上的上市公司均未披露具体的养护费用、员工工资情况，我们仅凭已有的信息判断（一般折旧摊销、养护费用、员工成本合计占通行收费业务成本的近 90%）。中原高速通行费业务成本同比增长 51.39%，由于去年刚完成郑漯高速的改扩建，而漯驻的改扩建也在进行中，预计养护费用、员工成本对通行费成本的增速影响不大，主要还是来自于去年 11 月 1 日通车的郑漯高速公路改扩建及 2010 年 9 月 29 日通车的郑新

黄河大桥的折旧摊销影响。

现代投资由于养护费用、人工成本等增长不明显，营业成本同比仅增长 2.91%，收费业务毛利率提升 1.06 个百分点，至 64.47%。

粤高速 A 养护费用、人工成本等增长也不明显，通行费业务成本提升了 4.69%，营业成本同比增长 4.85%，收费业务毛利率略降 0.99%，至 51.03%。

表 20 2011 半年报养护费用、员工成本情况（万元）

	养护费用		员工成本		通行收费业务成本		营业成本		养护费用/收费业务营业成本	员工成本/收费业务营业成本
	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	万元	同比增长，%	%	%
中原高速	-	-	-	-	46457.86	51.39	48661.03	47.51	-	-
现代投资	-	-	-	-	32895.81	2.91	33917.02	5.55	-	-
粤高速 A	-	-	-	-	24855.74	4.69	25084.64	4.85	-	-

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

1.1.5 财务费用

上半年中原高速财务费用高达 4.23 亿，同比增长 52.76%，与营业成本之比达到 87%，主要来自于公司规模庞大的长短期借款（合计约 150 亿元）以及 06 年发的 15 亿元公司债。主要是由于公司近期完工的项目较多，而由于公司在手项目投资规模高达 107.89 亿元，预计未来费用化利息将持续增长，对公司业绩构成较大负面影响。

粤高速 A 财务费用也较高，超过 1 个亿，同比增长 26.46%，与营业成本之比也达到接近 42%，主要也是由于去年部分项目完工，利息开始费用化。由于未来还有佛开的改扩建（40.02 亿元），于 2013 年完工，预计财务费用仍将维持高位。

表 21 2011 半年报财务费用情况（万元）

	财务费用	财务费用/营业成本，%	利息支出	短期借款	长期借款	其他融资工具		资产负债率，%
						工具	规模，亿元	利率，%
中原高速	42345.36	87.02	43531.84	20000.00	1479913.35	公司债	15	4.00
现代投资	847.99	2.50	2189.05	0.00	0.00	公司债	10	4.33
粤高速 A	10484.24	41.80	10588.01	93600.00	346826.48	公司债	8	5.10

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

总结：

从上半年中部南北干线公路上的上市公司路产来看，除中原高速旗下的郑漯高速公路受益于改扩建完工后通行条件改善以及去年同期基数原因，车流增长达到 12.13%，其他路产或受累于改扩建或受累于分流影响，车流量和单车收入并不理想；从公路主业相关的在手项目来看，中原高速、粤高速 A 合计规模达到 233.31 亿元，而现代投资旗下的潭来高速改扩建具体方案尚未出台，我们预计可行的改扩建方案有两种：准 6 车道和 8 车道，前者我们预计总投资在 30 亿元左右；8 车道方案预计投入 80 亿元左右。3 家公司合计规模庞大。我们担心随着今年底至 2013 年陆续各个项目开始完工，折旧摊销、财务费用等对公司业绩会造成较大负面影响；与东部情况不一样，养护和人工成本不构成影响营业成本的主要因素；财务费用对业绩影响较为明显，我们担心未来受到各

项工程陆续完工影响，利息费用化会带来财务费用的持续提升。

综合前述多项因素讨论，未来中部地区公司的经营业绩改善除了得依赖于经济环境改善带来车流和单车收入提升外，未来财务费用、折旧摊销的陆续发生有可能压制业绩表现。

2. 其他我们给予“买入”评级的上市公司简要点评

2.1 五洲交通

半年业绩大幅增长的原因分析。(1) 确认金桥农批市场一期商铺预售款收入 3.49 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 6879 万元; (2) 去年底完成收购坛百高速公司 68% 股权, 今年上半年坛百公司实现 100% 并表, 分别确认收入及净利润 2.76 亿元和 1.16 亿元, 去年同期不合并核算坛百公司收入, 仅确认投资收益 1974 万元。

坛百高速公路是公司收费业务增长主要来源, 预计 2012-2013 年可实现 20% 以上的业绩增长。上半年公司收费业务收入 3.91 亿元, 同比增长 208.9%, 若剔除新并表的坛百路, 则其他收费业务收入同比基本持平。坛百路上半年车流量为 167.73 万辆, 同比增长 19.12%, 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 88.21%, 大幅高于我们预期, 除车流量增长因素外, 还因为去年同期坛百公司预提了养护费用等。受益于广西省区位优势(中国东盟经济交流桥头堡)、坛百路出省出海通道地位, 结合广西道路车流量增长情况, 我们预计 2012-2013 年坛百路车流量将保持 15% 甚至更高的增长, 由于经营性杠杆较高(固定部分占坛百路总成本费用接近 70%), 预计可实现业绩 20% 以上增长。上半年坛百路贡献每股收益约 0.21 元, 占到我们对该路全年预测值的 57.5%, 暂维持全年 0.36 元/股的预测, 公司全年收费公路业务合计 EPS 0.41 元。

金桥农批市场上半年确认商铺业绩 EPS 0.12 元/股, 尚有部分预收款未确认。金桥农批市场由五洲交通和南宁威宁资产经营公司分别持有 70% 和 30% 股份的金桥农产品公司负责建设和经营。市场分两期建设, 其中一期占地 227.58 亩, 建筑面积 16 万平方米, 投资 5.3 亿元, 已于 7 月 10 日开业。二期开发土地 1246.42 亩, 建筑面积约 60 万平方米, 投资 7 亿元。截至 6 月底, 一期累计销售交易行铺位 412 套(含台湾交易区)并已陆续交付使用。报告期内确认商铺预售款收入 3.49 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 6879 万元, 贡献 EPS 约 0.12 元, 接近我们此前预测的 0.11 元/股。

7 月 29 日, 项目 2 号地块 323.236 亩用地竞拍成功, 2 号地块土地属于金桥农批市场二期工程用地的组成部分, 是一期工程配套设施关键用地。主要建设 5 万吨冷库、年交易量 300 万吨农产品交易大棚, 3 万平方米以上的农产品配送车间及仓库、具有农产品质量追溯信息系统、具备国家农产品检测资质的农产品检验检测中心, 环保监测站、垃圾处理车间及停车场等。预计最快将于明年下半年投入运营。

五洲国际项目住宅、商铺销售情况良好, 最快将于 12 月份交房并开始确认收入。公司目前房地产业务主要涉及两块: 全资子公司五洲房地产公司和母公司负责的五洲国际项目的开发建设。五洲国际房地产项目位于南宁市中国东盟国际商务区内, 项目可销售面积约 7.3 万平米, 截至 6 月底已销售住宅面积约 4 万平米、商业面积约 3000 平米。按合同约定, 销售的住宅将于 2011 年 12 月交付使用。据我们从售楼处了解到的最新信息, 目前住宅还剩少量未出售(平均每栋约 1、2 套), 商铺 118 套, 其中一层售价 7、8 万元/平米(已全部售完), 二层 4 万元/平米, 三层 3 万元/平米。按照在此前关于公司深度报告中的情景假设(今明两年分别 40%、60% 的结算比例), 预计五洲国际项目将增厚公司 EPS 0.22 元和 0.34 元。

盈利预测及投资建议。除金桥农批市场以及五洲国际项目, 公司还计划参与包括代建广西壮族自治区机关事务管理局大板一区和新竹小区危旧房改造项目(初步估算总投资约 14.61 亿元), 以及目前等待自治区金融办审批的南宁市泰和小额贷款有限责任公司项目(公司参股 20%, 注册资本 2 亿元)等。如果我们不考虑这些后续项目可能带来的业绩贡献以及五洲国际项目(预计年底可以开始确认收入), 则预计今明两年的 EPS 分别为 0.49 元和 0.57 元; 但若考虑五洲国际的收入确认, 预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.72 元/股和 0.90 元/股。

我们对各项业务拆分进行估值: 对农批一期出售的商铺以及五洲国际房产项目按 NAV 估值, 并按八折计算, 预计分别贡献 0.43 元/股和 0.83 元/股; 收费公路业务考虑到未来两年业绩仍能维持 20% 以上的增长, 给予 2011 年 15 倍 PE; 金桥市场经营未来盈利按绝对估值法, 为 1.7 元/股, 则公司合理估值为 9.13 元, 维持“买入”评级。

风险因素。按照三年一调整的原则, 公司在 2008 年对平王路、金宜路的综合折旧系数进行了调整, 2011 年公司有可能也将根据车流量实际情况对折旧系数进行调整, 并对业绩产生影响; 房地产业务结算进度与预期不一致等; 收费公路政策调整影响。

信息披露

分析师声明

钱列飞：公路、物流、铁路行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：赣粤高速、宁沪高速、皖通高速、楚天高速、福建高速、五洲交通、四川成渝、深高速、怡亚通、澳洋顺昌、铁龙物流、保税科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出		个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	
		中性		
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人
徐益鋈 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219770
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易国辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com		建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com		电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com	
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com		银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com		社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com	
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jia yt@htsec.com		造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com			

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com		上海地区销售团队 高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 ji wj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com		北京地区销售团队 孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com	
--	--	--	--	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com