

分析师： 吴云英

联系人： 杨志清 (8621)68751772 yangzq@cjsc.com.cn

2009 年中报点评——业绩符合预期，估值较低

事件描述

楚天高速公布 2009 年中报：

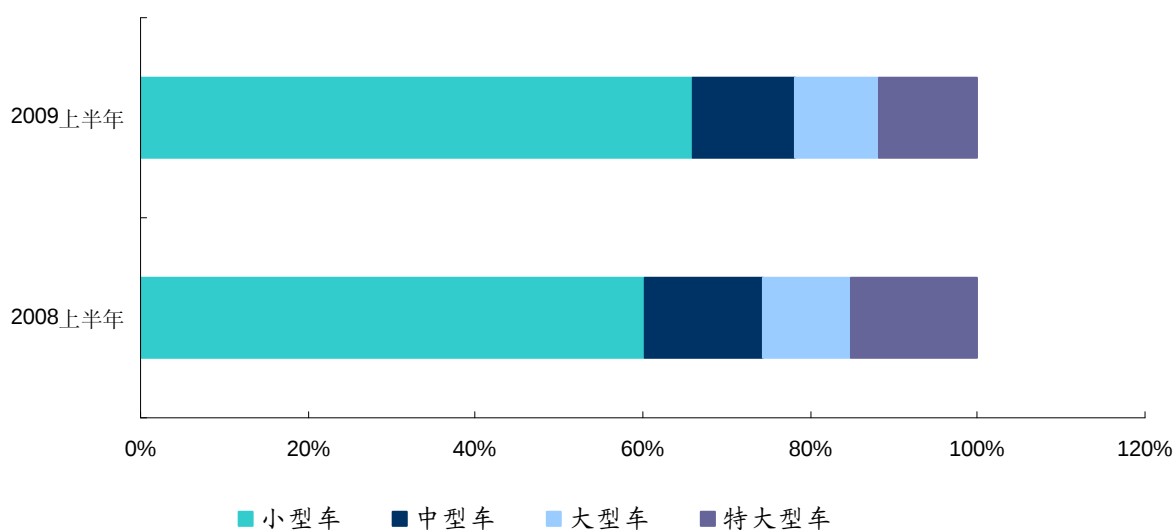
- 公司 2009 年上半年实现收入 3.62 亿，同比增长 2.92%，归属于上市公司股东的净利润 1.54 亿，同比增长 0.62%，每股收益 0.17 元，去年中报每股收益 0.16 元。

事件评论

第一，上半年主业平稳，符合预期

公司上半年经营整体平稳，业绩符合预期。公司 98%以上的收入来自于经营的唯一一条高速公路汉宜高速，上半年公路经营收入 3.56 亿，同比增长 2.7%，公路经营成本 1.49 亿，同比增长 5.66%。汉宜高速的日均自然流量上半年同比提升 14.59%，而收入同比只增长了 2.7%，主要原因是小型车的流量占比由 60.29%上升到了 65.86%，中型、大型和特大型车的流量占比则有不同程度的下滑，而汉宜高速采取计重收费政策，因此单车收入较低的小型车流量比例上升抵消了整体车流量增加对营业收入带来的正效应，这说明经济下滑对大中型货车的车流影响还在继续。

图 1：汉宜高速车流结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，沪蓉西高速通车利好主业，武荆高速分流效应甚微

年底通车的沪蓉西高速和武荆高速将对公司未来的车流量和营业收入带来长期影响，我们认为沪蓉西高速带来的协同效应会远超武荆高速的分流影响。

与汉宜高速平行的荆门-宜昌高速公路已经通车，而武汉-荆门的高速公路也将于 2009 年年底之前通车，这样一来，公司将面临一条几乎平行的高速公路分流，对公司形成负面影响。我们认为：存量用户，在道路没有饱和之前，即用户没有溢出时，存量驾驶员倾向于走自己熟悉的路线，也就是说只有少部分驾驶员会选择新路线；增量用户，对于增量驾驶员来说，选择两条平行路线的概率是相当的，即会有一半的驾驶员选择新路线。因此，武汉-荆门-宜昌高速公路对公司的分流主要体现在增量上，对存量的影响相对较小。

沪蓉西高速将在 2009 年底贯通，从 2010 年开始将给公司带来大量的长途过境车辆。在不考虑西部地区灾后重建和中部地区产业转移前提下，预测通车第一年沪蓉西高速的折合日均全程流量为 1.78 万辆，其中货车占比为 73%。在 2015 年之前，复合增长率为 8.2%。汉宜高速做为沪蓉西高速的上游路段，目前日均流量仅在 1 万辆左右，在中部产业转移和西部重建两项因素的作用下，将大大地从中受益。根据我们之前深度报告的敏感性分析，即使沪蓉西高速的预测流量减少 50%，在考虑平行路段分流的前提下，哪怕是最谨慎的方案，相比 2008 年仍然能够正增长；如果沪蓉西高速的预测流量超过 1.78 万辆/日，汉宜高速的流量最保守也将增长 40%以上。

表 1：三种方案情况下沪蓉西高速流量对汉宜高速的敏感性分析

方案类型	乐观方案	中性方案	谨慎方案
沪蓉西高速流量变动			
50%	108%	77%	62%
40%	98%	70%	56%
30%	89%	63%	49%
20%	80%	56%	43%
10%	71%	49%	37%
0	62%	41%	31%
-10%	53%	34%	25%
-20%	43%	27%	19%
-30%	34%	20%	13%
-40%	25%	13%	7%
-50%	16%	6%	1%

资料来源：长江证券研究部（注：汉宜高速的增长率是相比 2008 年的基数）

综上，在 2010 年之后汉宜高速的业务收入将有大幅提升。

第三，主业 10 年将有爆发式增长，估值水平较低，维持“推荐”评级

考虑到未来经济逐步回稳可带来货车流量回升和单车收入的增长，以及未来 2~3 年周边路网贯通带来的正面效应，公司主营业务将有爆发式增长，我们预计公司 2009-2011 年收入增长分别为 8%、41%和 10%，每股收益分别为 0.35 元、0.56 元和 0.60 元，对应 PE 为 13.7 倍、8.6 倍和 8.0 倍，低于目前 17 倍左右的行业平均水平，维持“推荐”评级。

表 2: 楚天高速 09 中报利润表摘要

项目	09 年中报 (百万)	08 年中报 (百万)	同比
一、营业收入	362.34	352.07	2.92%
减: 营业成本	120.01	109.70	9.40%
营业税金及附加	13.03	12.63	3.15%
销售费用	0.00	0.00	
管理费用	12.01	10.43	15.13%
财务费用	11.45	14.87	-23.02%
资产减值损失	0.00	0.00	
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	
二、营业利润	205.85	204.44	0.69%
加: 营业外收入	0.15	0.42	-64.91%
减: 营业外支出	0.02	0.07	-73.36%
三、利润总额	205.98	204.79	0.58%
减: 所得税费用	51.77	51.48	0.56%
四、净利润	154.21	153.31	0.59%
归属于公司所有者的净利润	154.26	153.31	0.62%
少数股东损益	(0.05)	0.00	4757.24%
五、每股收益			
(一) 基本每股收益	0.17	0.16	6.25%
(二) 稀释每股收益	0.17	0.16	6.25%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	726	774	1092	1201	货币资金	89	387	546	601
营业成本	235	261	287	313	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	491	513	805	888	应收账款	0	0	0	0
% 营业收入	67.67%	66.29%	73.70%	73.94%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	25	28	40	43	预付账款	8	8	9	9
% 营业收入	3.49%	3.62%	3.62%	3.62%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	98	395	555	610
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	26	36	40	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.28%	3.34%	3.34%	3.34%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	31	22	35	58	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.26%	2.80%	3.17%	4.80%	固定资产合计	2824	2880	3193	3630
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	4	4	4
营业利润	404	437	694	747	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	55.61%	56.41%	63.58%	62.19%	资产总计	2942	3900	4874	5794
营业外收支	0	3	2	2	短期贷款	310	503	411	253
利润总额	404	440	697	749	应付款项	84	12	13	14
% 营业收入	55.60%	56.83%	63.79%	62.38%	预收账款	0	0	1	1
所得税费用	136	110	174	187	应付职工薪酬	4	6	7	7
净利润	268	330	522	562	应交税费	37	46	66	72
归属于母公司所有者					其他流动负债	172	77	106	116
的净利润	268	330	522	562	流动负债合计	607	644	603	464
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	500	1000	1500
EPS (元/股)	0.29	0.35	0.56	0.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	-1	-9	-12
经营活动现金流净额	344	532	765	823	负债合计	607	1143	1594	1953
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	2334	2757	3279	3841
长期股权投资	0	75.63	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2335	2757	3279	3841
固定资产投资	-73	-900	-972	-1050	负债及股东权益	2942	3900	4874	5794
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-73	-824	-972	-1050		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.29	0.35	0.56	0.60
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.5	3.0	3.5	4.1
银行贷款增加 (减少)	360	613	409	342	PE	16.8	13.7	8.6	8.0
筹资成本	31	22	35	58	PEG	0.7	0.2	1.1	1.1
其他	-712	-45	-77	-118	PB	1.9	1.6	1.4	1.2
筹资活动现金流净额	-321	590	366	282	EV/EBITDA	10.9	8.5	6.0	5.7
现金净流量	-50	298	159	55	ROE	11.5%	12.0%	15.9%	14.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。