

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621)68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

大型车车流持续上升带动通行费收入增长

事件描述

- 2010年3月楚天高速车流量数据显示汉宜高速日均车流同比上升34.54%，其中大型车和特大型车的同比增幅为49.31%。值得注意的是，大型车和特大型车的同比增长逐月攀高，印证了路网贯通效应正逐步释放，也符合我们此前草根调研的结论，即大型车车流具有显著的增长空间。
- 预计公司一季度业绩增长37%左右，考虑到去年二季度是全年低点，二季度车流同比或将出现更大幅度增长，从而拉升业绩增长。

考虑到大型车和特大型车的增速处于持续上升态势，我们预计全年车流量同比增长有望达到30%左右；同时考虑到大型车和特大型车车型结构占比稳步提升对车辆通行费收入增长的带动，预测公司2010年的收入增长约为47%，EPS为0.56元，对应的PE为13倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，汉宜高速3月大型车增长势头符合草根调研的结论

汉宜高速公路2010年3月大型车和特大型车的折算车流量同比增长49.31%，比2月份的同比增幅高出9.62个百分点，比1月份的同比增幅高出14.09个百分点。大型车和特大型车同比增速的持续上升不仅显示路网贯通发挥效应，吸引了东西通道过境车和大型车车流；也符合我们此前草根调研的结论，即沪蓉西高速通车后，很多以往从（1）北线经陕西到成都；（2）南线从长沙经贵阳（长沙—怀化—贵阳—遵义）往返重庆的货车司机，出于时间、费用和路面状况等多方面考虑，都改向汉宜高速经沪蓉西进出四川，使公司大型车车流增长具有显著空间。

表 1：汉宜高速大型车和特大型车合计车流量同比增速持续攀升

大型车和特大型车合计车流量（辆）	
J-09	70152
F-09	67590
M-09	69847
J-10	94865
F-10	94421
M-10	104292

1 月同比增长	35.23%
2 月同比增长	39.70%
3 月同比增长	49.31%

资料来源：公司网站，长江证券研究部

第二，一季度业绩预期增长 37%，二季度业绩增长幅度可能进一步加大

根据公司披露的前三个月车流量数据，我们测算出公司 2010 年一季度的业绩约为 0.122 元，同比增长约 37%。考虑到去年二季度车流量处于全年低点，我们预计汉宜高速车流量今年二季度同比增幅相比一季度将进一步上升，业绩增长有望达到 40%以上。

表 2：汉宜高速一季度收入测算

	小型车	中型车	大型车和特大型车	总计
全长（公里）	278.87	278.87	278.87	
车流量（辆）	708633	109638	293578	1111849
单位收费(元/车公里)	0.44	0.825	1.7	
通行费收入（万元）	8695	2522	13918	25135

资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 3：汉宜高速一季度业绩测算

	2010 一季度	2009 一季度
收入（万元）	25135	18487
毛利率（%）	70	69.43
营业税金及附加（%）	3.6	3.6
期间费用率（%）	6	6
所得税率（%）	25	25
净利润（万元）	11386	8287
EPS（元）	0.122	0.089

资料来源：长江证券研究部

表 4：09 年二季度车流量处于全年低点

日期	小型车	中型车	大型车	特大型车	合计	日均混合交通量
Jan-09	256983	43289	37630	32522	370423	11949
Feb-09	185673	40296	37339	30251	293559	10484
Mar-09	179890	36230	27484	42363	285966	9225

Apr-09	193581	36397	27653	39443	297073	9902
May-09	197436	34166	26581	36063	294245	9492
Jun-09	182342	32320	25001	34976	274640	9155
Jul-09	208753	37242	30131	36876	313002	10097
Aug-09	226524	39581	30841	40872	337818	10897
Sep-09	221990	43349	29736	49669	344745	11492
Oct-09	234143	45620	32227	54446	366436	11821
Nov-09	199211	36354	27623	56375	319563	10652
Dec-09	212461	35811	27306	57257	332835	10737
一季度	622546	119815	102453	105136	949948	31658
二季度	573359	102883	79235	110482	865958	28549
三季度	657267	120172	90708	127417	995565	32486
四季度	645815	117785	87156	168078	1018834	33209

资料来源：公司网站，长江证券研究部

第三，预计汉宜高速全年车流同比上升 20%左右，收入同比增长

考虑到大型车和特大型车的增速处于持续上升态势，我们预计全年车流量同比增长约为 30%左右；同时考虑到大型车和特大型车车型结构占比稳步提升对车辆通行费收入增长的带动，预测公司 2010 年的收入增长为 47%，EPS 为 0.56 元，对应的 PE 为 13 倍，维持“推荐”评级。

表 5：大型车和特大型车占比稳步提升

	小型车	中型车	大型车	特大型车	大型车和特大型车
Jan-09	69.38%	11.69%	10.16%	8.78%	18.94%
Feb-09	63.25%	13.73%	12.72%	10.30%	23.02%
Mar-09	62.91%	12.67%	9.61%	14.81%	24.42%
Apr-09	65.16%	12.25%	9.31%	13.28%	22.59%
May-09	67.10%	11.61%	9.03%	12.26%	21.29%
Jun-09	66.39%	11.77%	9.10%	12.74%	21.84%
Jul-09	66.69%	11.90%	9.63%	11.78%	21.41%
Aug-09	67.06%	11.72%	9.13%	12.10%	21.23%
Sep-09	64.39%	12.57%	8.63%	14.41%	23.03%
Oct-09	63.90%	12.45%	8.79%	14.86%	23.65%
Nov-09	62.34%	11.38%	8.64%	17.64%	26.29%
Dec-09	63.83%	10.76%	8.20%	17.20%	25.41%

Jan-10	63.91%	10.14%	9.21%	16.75%	25.96%
Feb-10	63.71%	10.18%	9.27%	16.84%	26.11%
Mar-10	63.59%	9.30%	10.89%	16.22%	27.11%

资料来源：公司网站，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	717	767	1128	1218	货币资金	215	226	742	1268
营业成本	247	265	338	365	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	470	503	790	853	应收账款	7	8	12	13
% 营业收入	65.5%	65.5%	70.0%	70.0%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	26	28	41	44	预付账款	7	8	10	11
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	230	242	764	1292
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	26	38	41	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	22	8	8	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	1.1%	0.7%	0.7%	固定资产合计	3659	3547	3517	3484
资产减值损失	-4	1	5	1	无形资产	6	6	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	1	0
营业利润	402	440	698	758	其他非流动资产	-919	-919	-919	-919
% 营业收入	56.1%	57.4%	61.8%	62.2%	资产总计	2979	2876	3368	3862
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	390	0	0	0
利润总额	404	440	698	758	应付款项	11	12	15	16
% 营业收入	56.4%	57.4%	61.8%	62.2%	预收账款	6	7	10	11
所得税费用	103	112	177	192	应付职工薪酬	6	6	8	8
净利润	302	328	521	566	应交税费	60	65	102	111
归属于母公司所有者的净利润	301.7	328.4	520.5	565.8	其他流动负债	18	19	24	26
润					流动负债合计	491	109	159	172
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.32	0.35	0.56	0.61	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	0	0	0
经营活动现金流净额	389	486	713	731	负债合计	491	109	159	172
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2487	2766	3209	3690
长期股权投资	0	0	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	2487	2766	3209	3690
固定资产投资	-74	-28	-111	-112	负债及股东权益	2979	2876	3368	3862
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-74	-28	-111	-112	EPS	0.324	0.353	0.559	0.607
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.67	2.97	3.44	3.96
股权融资	0	0	0	0	PE	22.32	20.51	12.94	11.90
银行贷款增加 (减少)	-20	-20	-20	-20	PEG	0.96	0.88	0.55	0.51
筹资成本	169	-58	-86	-93	PB	2.71	2.44	2.10	1.83
其他	-337	0	0	0	EV/EBITDA	12.26	11.06	7.07	6.00
筹资活动现金流净额	-189	-78	-106	-113	ROE	12.1%	11.9%	16.2%	15.3%
现金净流量	126	381	496	506					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

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
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@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。