

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

车流增速略放缓，收入增长基础依旧牢固

事件描述

公司今日公告，2010年6月，公司经营的汉宜高速公路折算全程交通量为319285辆次，同比增长16.26%；公司车辆通行费收入为7236.72万元，同比增长29.97%。

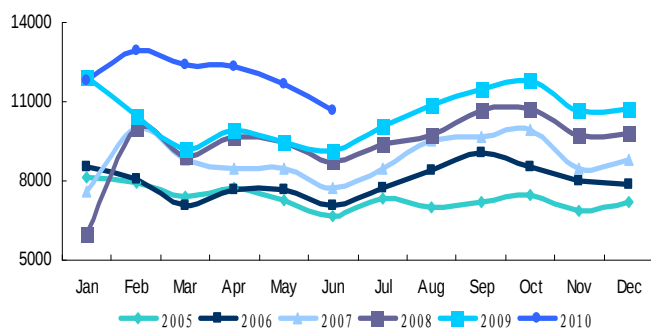
事件评论

第一，经济减速和武荆分流因素叠加，汉宜高速收入增幅依旧高达30%

6月，汉宜高速车流量增速较5月下滑了6.77个百分点，我们认为主要原因来自两方面：（1）经济减速给货车车流增长带来的负面效应，从6月已公布的经济领先指标PMI指数看，已经连续两个月出现回落，显示当前中国经济增速进一步放缓，作为和经济紧密相连的公路货物运输将直接受到牵连，公司特大型车车流同比增速由5月份的70.3%降至52.72%。（2）武荆高速分流影响，尽管武荆高速和汉宜高速经过的区域不同，但他们有着几乎相同的起终点，汉宜高速起点在汉阳，位于武汉的西南部，而武荆高速起点位于武汉的西北部。武荆高速5月28日正式运行后，武汉北部城区的车辆以及前往江汉平原北部地区的车辆，将会被分流到武荆高速；其次，来自中原地区前往鄂西乃至四川的车流，部分也会被武荆高速分流。

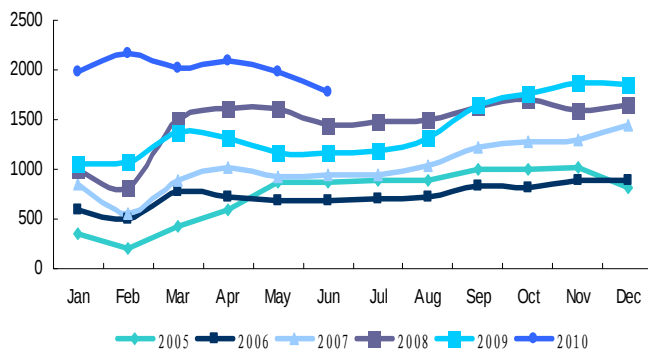
虽然公司面临上述不利因素，但6月份收入同比增长依然维持在约30%的高位，说明公司收入增长基础坚实，“断头路”变通途给汉宜高速特大型车以及单车收入的增长起到的促进作用依旧明显。

图 1：汉宜高速日均车流量（辆/日）

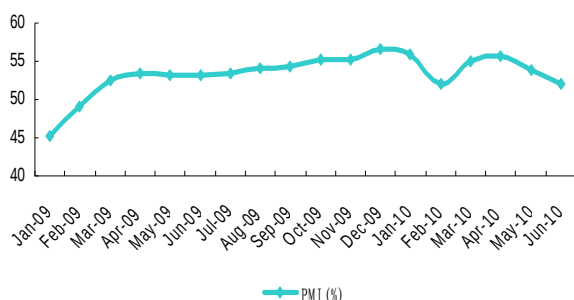


资料来源：公司网站，长江证券研究部

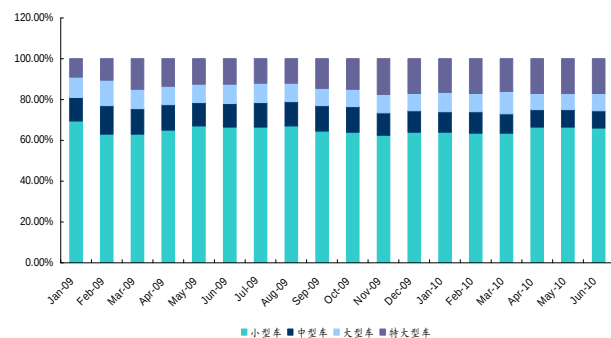
图 2：特大型车日均车流量（辆/日）



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 3: 制造业 PMI 指数


资料来源: 中古物流与采购联合会, 长江证券研究部

图 4: 汉宜高速车辆结构图


资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

表 1: 汉宜高速 6 月份车流量同比增速下滑

年份	项目	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2006	日均混合交通量 (辆/日)	8524	8073	7059	7673	7687	7067	7730	8391	9039	8551	8013	7835
	同比增速	5%	2%	-5%	-1%	6%	6%	6%	19%	25%	14%	17%	8%
	环比增速	18%	-5%	-13%	9%	0%	-8%	9%	9%	8%	-5%	-6%	-2%
2007	日均混合交通量 (辆/日)	7582	9968	8792	8481	8485	7763	8485	9524	9688	9964	8452	8794
	同比增速	-11%	23%	25%	11%	10%	10%	10%	14%	7%	17%	5%	12%
	环比增速	-3%	31%	-12%	-4%	0%	-9%	9%	12%	2%	3%	-15%	4%
2008	日均混合交通量 (辆/日)	5985	10002	8959	9689	9476	8712	9418	9739	10637	10725	9701	9798
	同比增速	-21%	0%	2%	14%	12%	12%	11%	2%	10%	8%	15%	11%
	环比增速	-32%	67%	-10%	8%	-2%	-8%	8%	3%	9%	1%	-10%	1%
2009	日均混合交通量 (辆/日)	11949	10484	9225	9902	9492	9155	10097	10897	11492	11821	10652	10737
	同比增速	100%	5%	3%	2%	0%	5%	7%	12%	8%	10%	10%	10%
	环比增速	22%	-12%	-12%	7%	-4%	-4%	10%	8%	5%	3%	-10%	1%
2010	日均混合交通量 (辆/日)	11790	12915	12411	12346	11678	10643						
	同比增速	-1%	23%	35%	25%	23%	16%						
	环比增速	10%	10%	-4%	-1%	-5%	-9%						

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

表 3: 汉宜高速单车收入明显提高

时间	收入(元)	车流量(辆次)	单车收入(元/辆次)
2009 年 5 月	57721728.39	294245	196.17
2009 年 6 月	55679805.69	274640	202.74
2010 年 5 月	78823845.84	362015	217.74
2010 年 6 月	72367183.96	319285	226.65

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 二季度业绩增幅将超一季度

公司从今年 5 月开始公开披露收入数据, 4 月收入同比增长预计为 38%, 那么二季度收入总额约为 2.4 亿元, 同比增长 35.6%, 比一季度的收入同比增幅高出 4.24 个百分点。假设公司 2 季度毛利率和期间费用水平和一季度相当, 则二季度 EPS 约为 0.1234 元, 同比增长 61.1%, 远高出一季度 40.79% 的业绩增速。

表 4: 汉宜高速一、二季度业绩增速对比

项目	2010 第一季度	2010 第二季度
一、营业总收入(万元)	24314.87	24000
营业收入(万元)	24314.87	24000
二、营业总成本(万元)	8778.01	8664.34
营业成本(万元)	6800.58	6712.51
营业税金及附加(万元)	815.15	804.59
管理费用(万元)	586.81	579.21
财务费用(万元)	575.46	568.01
三、其他经营收益	0	0
四、营业利润(万元)	15536.87	15335.66
加: 营业外收入(万元)	32.3	0.00
减: 营业外支出(万元)	0	0.00
五、利润总额(万元)	15569.16	15335.66
减: 所得税(万元)	3897.19	3838.74
六、净利润(万元)	11671.98	11496.92
减: 少数股东损益(万元)	-2.29	0
归属于母公司所有者的净利润(万元)	11674.27	11496.92
EPS	0.1253	0.1234
同比增长	40.79%	61.10%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三，资产整合预期强烈，维持“推荐”评级

从半年报业绩预期来看，楚天高速是公路行业中业绩增幅位居前列的优质上市公司，后期还存在两大确定的利好驱动因素，一是下半年折旧调整提升毛利、二是明后年优质资产注入提升业绩。根据公司 7 月 2 日的公告，湖北省府决定成立省交投公司，楚天高速公路的省级国有产权权益将进入省交投公司，楚天高速作为省交投融资、投资的重要平台，省交投未来的发展趋势很有可能将好的核心公司和资产装进上市公司，将优势资源进行整合，考虑到此类资产整合对楚天高速价值的提升。不考虑下半年折旧调整，我们预计公司 2010 年 EPS 为 0.487 元，同比增长 52%，对应 PE14 倍，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	772	1003	1123	1213	货币资金	390	525	588	635
营业成本	293	325	356	500	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	479	678	768	713	应收账款	1	0	0	0
% 营业收入	62.03%	67.58%	68.34%	58.80%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	28	36	40	43	预付账款	190	211	230	324
% 营业收入	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%	其他流动资产	13	12	12	12
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	594	747	830	971
% 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	25	32	36	39	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.23%	3.23%	3.23%	3.23%	长期股权投资	174	174	174	174
财务费用	23	10	-24	31	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.95%	0.95%	-2.08%	2.41%	固定资产合计	2602	2473	2356	5452
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	6	6	6	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	3	3	3
营业利润	403	605	764	653	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	52.23%	60.31%	65.02%	51.41%	资产总计	3741	4951	6089	7232
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	900	1334	1644	2037
利润总额	404	605	764	653	应付款项	13	15	16	23
% 营业收入	52.33%	60.33%	65.02%	51.41%	预收账款	5	5	5	6
所得税费用	105	151	191	163	应付职工薪酬	9	9	10	15
净利润	299	454	573	490	应交税费	22	60	67	73
归属于母公司所有者的净利润	299	454	573	489	其他流动负债	27	37	42	45
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	976	1463	1788	2201
EPS (元/股)	0.32	0.49	0.62	0.53	长期借款	100	340	580	820
	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	431	670	688	644	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
收回现金					负债合计	1076	1803	2368	3021
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2665	3119	3720	4210
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-550	-1200	-1200	-1200	少数股东权益	0	0	1	1
其他	-174	0	0	0	股东权益	2665	3119	3721	4211
投资活动现金流净额	-724	-1200	-1200	-1200	负债及股东权益	3741	4951	6089	7232
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
银行贷款增加 (减少)	1000	674	550	633	EPS	0.32	0.49	0.62	0.53
筹资成本	23	10	-24	31	BVPS	2.9	3.3	4.0	4.5
其他	-555	-20	49	-61	PE	21.4	14.1	11.2	13.1
筹资活动现金流净额	468	664	575	603	PEG	0.4	0.7	-0.8	1.9
现金净流量	176	134	63	47	PB	2.4	2.1	1.7	1.5
					EV/EBITDA	16.5	9.5	9.1	9.8
					ROE	11.2%	14.6%	15.4%	11.6%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。