

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

路网贯通与折旧调整共促业绩增长，未来看点在优质资产注入

事件描述

我们近期调研了楚天高速，所了解到的信息概括为以下几点：

- 7 月份公司车流量增速再度下滑主要是天气因素影响网内相关道路通行导致；
- 汉宜高速进入二季度以来车流量增速逐月下滑的原因在于传统淡季和长江大桥大修影响，预计 9 月份开始公司车流增速将恢复加速增长，全年车流量增速将在 25% 左右；
- 武荆分流影响不明显，因为武荆小车收费比汉宜贵 25%，沿线配套设施也没有到位，据实地观察的人员反映武荆高速上开行的车流量很少；
- 2012 年汉宜高铁对汉宜高速的冲击主要体现在长途客运市场，但具体挤占多少份额目前还没办法测算。但对自驾车的替代效应有限，因为高铁站位于武昌青山区，离武汉市区至少 80 分钟车程，时间效率明显降低，很多有车的人不如自己开车。
- 继去年公司把江宜段 10 公里钢索换钢板后，公司后期将继续把江宜段剩余 89 公路的钢索进行钢板替换，但因为这部分工程款通常是在四季度进行结算，所以不影响公司半年报和三季度毛利率。
- 公司车流量重估最早在今年下半年做，最快反映在 2010 年年报，江宜段折旧延长 8 年的车流量也将一并考虑，届时车流量折旧法的分母变大，导致年折旧额下降，毛利率提高。
- 麻竹高速大随段全长 83.285 公里，每公里造价 4600 万元，2012 年通车，开通初期日均车流量可能低于预期，但随着其周边路段的陆续通车，车流量未来进入高增长期。
- 十房高速全长 65 公里，每公里造价 8089 万元，2014 年通车，主要吸引陕西地区的游客。与十房相连的十漫高速开通前也不被看好，但通车后吸引了很多陕西地区旅游团的到来，没多久日收费额就突破了 100 万元。所以，十房高速开通后的车流量增长前景还是乐观的。
- 公司参与武汉城市圈环线高速公路大冶段、咸宁段项目竞标，这两段路单位造价比大随和十房项目低，未来将分流武黄高速车流、成为东西向的主通道，该项目的预计投资收益率为 11% 左右。
- 十堰市 500 亩土地商业开发目前还在选址阶段，从十堰市当前投资完成情况来看，呈现出三次产业投资全面增长、地方投资拉动增强、在建项目大幅增加、民间投资日趋活跃等特点，其未来商业开发价值潜力和土地升值空间大，公司的这部分开发收益将弥补新建项目对业绩的冲减。
- 资产注入还要等一段时间再做，因为湖北省交投公司刚刚成立，现在不适合做增发，但应大股东承诺，资产注入一定会在明后年完成，而且收购标的很可能是湖北省境内盈利能力最强的京珠高速湖北段上的资产。

我们认为，路网贯通效应和今年下半年的折旧调整有助于提升公司整体毛利水平，公司今年业绩可实现大幅增长；公司后期资产注入和十堰开发项目收益可缓解新建项目开通初期导致的利润下滑，维持公司短期“推荐”评级。

事件评论

第一，车流增速下滑是暂时性的，9月份车流将恢复加速增长

二季度，汉宜高速月度车流量出现同比增速放缓、环比加速下降的现象，低于我们年初的预期，主要原因是：（1）从历史数据来看，二季度是公司传统淡季；（2）汉宜高速左右两端的长江大桥都在进行大修，减少了车辆通行量。左边的宜昌长江公路大桥4月15日开始路面大修，预计工期4个半月，大修期间主桥采取半幅施工、半幅双向单车道通行方式放行过桥车辆；右边的武汉军山长江公路大桥5月27日起进行半封闭维修，维期100天，在此期间，大桥从6车道变为2车道，限速从110公里变为40公里。

7月份，受强降雨和上游来水影响，湖北省江河湖库水位急剧上涨，长江、汉江两大洪峰同时侵袭湖北境内，与汉宜高速相关的路段受洪水影响导致车流量骤减，是7月公司车流增速再度放缓的根本原因。此外，去年7月公司小型车、中型车和大型车车流都大幅攀高，基数效应递减也是一大因素。

尽管如此，我们认为公司今年车辆通行费收入依然能实现高增长，主要原因是：（1）随着淡季的结束、洪水的消退和左右两座长江大桥大修完成，公司9月车流量将恢复加速增长态势，公司上半年车流累计增速为19%，预计全年车流增速将在20%以上；（2）沪渝高速贯通带动大型车和特大型车车流增长，从而提升单位通行费收入。截至今年7月底，公司大型车累计同比增长7.5%，特大型车累计同比增长65.5%，大型车和特大型车结构占比超过四分之一。从公司披露的5-7月份收入数据来看，单位通行费收入同比出现明显增长，且增速逐月上升。若保守估计公司今年车流增速为20%，单位通行费增速为12%，则公司今年车辆通行费收入同比增幅约为35%。

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%
	累计同比增速	5%	3%	1%	0%	2%	2%	3%	5%	7%	8%	8%	8%
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%
	累计同比增速	-11%	6%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
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%
	累计同比增速	-21%	-9%	-5%	-1%	2%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	6%
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%
	累计同比增速	100%	40%	27%	20%	16%	15%	13%	13%	13%	12%	12%	12%

2010	日均混合交通量（辆/日）	11790	12915	12411	12346	11678	10643	11134
	同比增速	-1%	23%	35%	25%	23%	16%	10%
	环比增速	10%	10%	-4%	-1%	-5%	-9%	5%
	累计同比增速	-1%	10%	17%	19%	20%	19%	18%

资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 2：大型车和特大型车车流增长和结构占比

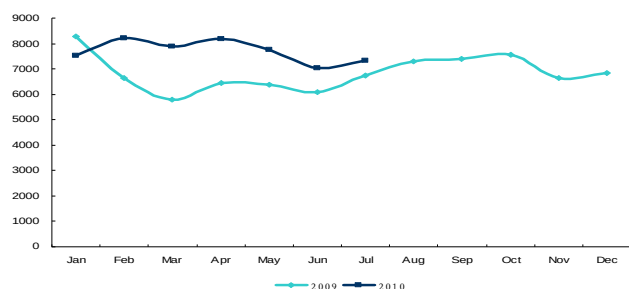
		Jan/10	Feb/10	Mar/10	Apr/10	May/10	Jun/10	Jul/10
日均车流量（辆/日）	大型车	1086	1197	1352	979	933	908	1065
	特大型车	1974	2175	2012	2097	1981	1781	1797
	合计	3060	3372	3364	3077	2914	2689	2862
日均车流同比增长	大型车	-11%	-10%	52%	6%	9%	9%	10%
	特大型车	88%	101%	47%	60%	70%	53%	51%
	合计	35%	40%	49%	38%	44%	34%	32%
日均车流环比增长	大型车	23%	10%	13%	-28%	-5%	-3%	17%
	特大型车	7%	10%	-7%	4%	-6%	-10%	1%
	合计	12%	10%	0%	-9%	-5%	-8%	6%
车型占比	大型车	9.21%	9.27%	10.89%	7.93%	7.99%	8.53%	9.56%
	特大型车	16.75%	16.84%	16.22%	16.99%	16.97%	16.73%	16.14%
	合计	25.96%	26.11%	27.11%	24.92%	24.96%	25.26%	25.70%

资料来源：公司网站，长江证券研究部

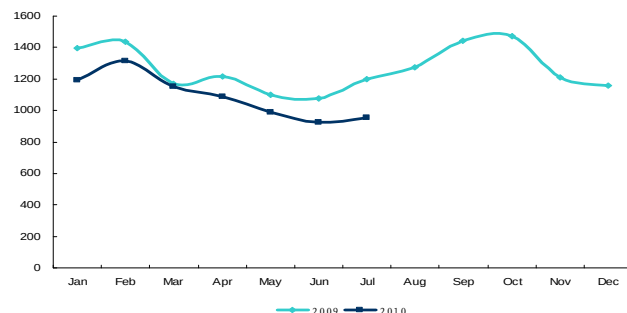
表 3：路网贯通使单位通行费收入增加

	2010			2009			2010/2009
	车辆通行费收入 （百万元）	折算全程交通 量（辆）	单位通行费收入 （元/辆）	车辆通行费收入 （百万元）	折算全程交通 量（辆）	单位通行费收入 （元/辆）	单位通行费收入 同比增长
5月	78.82	362015	217.74	57.72	294245	196.17	10.99%
6月	72.37	319285	226.65	55.68	274640	202.74	11.80%
7月	76.65	345145	222.07	61.37	313002	196.06	13.27%

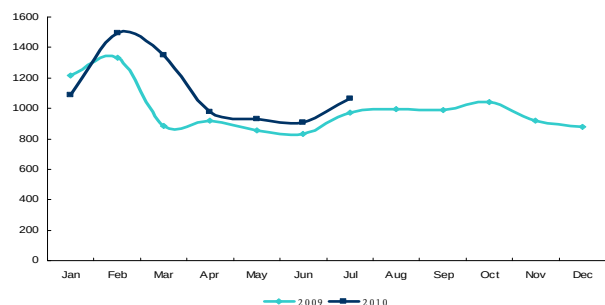
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1: 小型车日均车流量


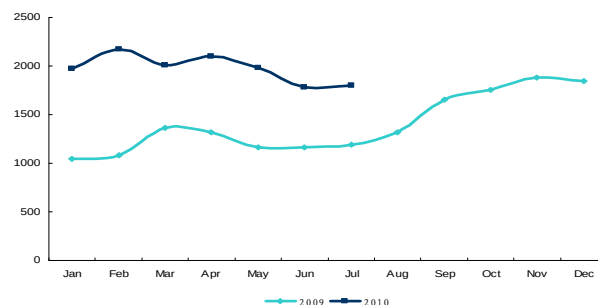
资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 2: 中型车日均车流量


资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 3: 大型车日均车流量


资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 4: 特大型车日均车流量


资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

第二, 武荆高速分流有限

我们认为在武荆开通 3 个多月后, 它对汉宜的实际分流影响并不明显, 主要原因是: (1) 在武荆高速开通前, 由于考虑其建设成本高昂、且是民营性质, 市场普遍预期武荆高速小车单公里收费将在 8 毛钱左右, 虽然正式开通后小车单公里收费低于市场预期, 但 5 毛 5 依旧比汉宜小车单公里 4 毛 4 的收费标准高出 25%。从武汉驱车去宜昌, 按武荆高速 183 公里来算, 全程大约需要 100 元, 加上荆宜高速 95 公里的费用, 全程大约需要 142 元; 而走汉宜高速, 按全长 278 公里来算, 全程大约需要 122 元, 走汉宜比走武荆可以节省 20 元。(2) 据实地考察的人反映, 武荆沿线配套设施还没到位、全路没有一个服务区, 而且道路上开行的车很少; (3) 司机一般都有习惯性, 走汉宜走惯了, 对路上的加油站和服务区位置都非常熟悉, 所以不愿意再走新路。

表 4: 从武汉到宜昌走汉宜比走武荆-荆宜更省钱

武汉-宜昌通行方案	高速	全长 (公里)	小车收费标准 (元/公里)	收费 (元)
方案 1	汉宜高速	278	0.44	122
方案 2	武荆高速	183	0.55	142
	荆宜高速	95	0.44	

资料来源: 长江证券研究部

图 5: 汉宜高速和武荆高速分布

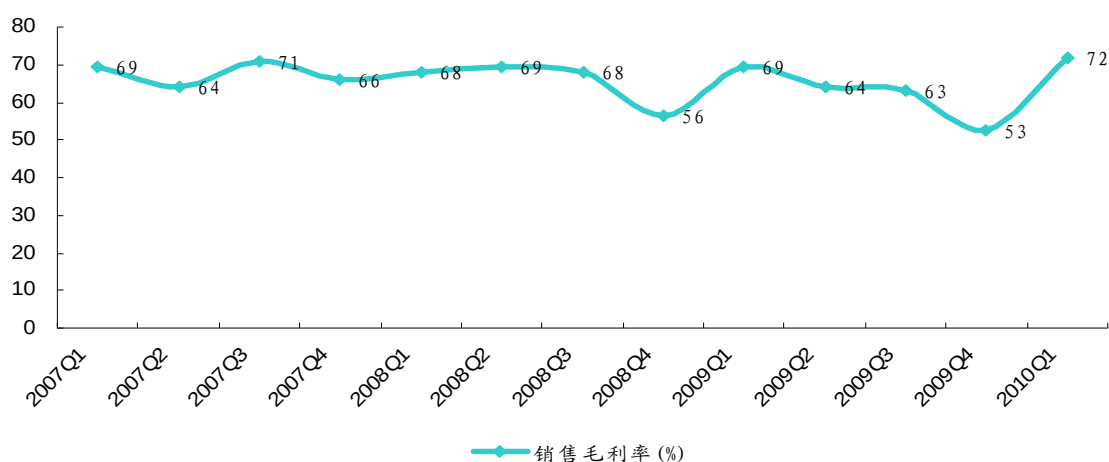


资料来源：长江证券研究部

第三，折旧调整提升业绩最快在今年年报体现

公司按车流量法计提折旧，今年因为路网贯通+武荆分流+江宜段收费延长 8 年等因素影响，原先的车流量预测值已经不适用了。公司最快将在今年下半年请一家专业机构做车流量的重新预测，届时车流量折旧的分母将变大，导致折旧额减少，公司毛利率有望提升至 70% 以上。据了解，折旧调整对业绩的提升最快在今年年报中反映，我们预计若毛利率每提升 1%，公司 2010 年 EPS 将提升 2.5%。

图 6: 公司毛利率变化



资料来源：长江证券研究部

第四，新建项目虽给公司带来资金压力，但业务扩张更利于公司长期发展

08年11月6日，公司公告投资建设麻城-竹溪高速公路大悟至随州段，大随段全长83.285公里，建设工期42个月，2012年可实现通车，建成后收费期限拟为30年，预计投资收益率为9.67%。项目总投资38.3亿元，折合每公里造价约4600万元，公司出资13.4亿元。建成初期，由于两边道路尚未修通，车流量可能低于预期；随着左边随州-宜城段和右边大悟-麻城段2013年通车，大随段车流量将进入加速增长阶段。

图 7：麻竹高速示意图



资料来源：荆楚网，长江证券研究部

09年9月7日，公司公告与湖北省高速公路集团、湖北省十堰市人民政府三方合作投资建设十堰至房县高速公路，路线全长65公里，建设工期48个月，2014年可实现通车，建成后收费期限拟为30年，预计投资收益率为5.33%。由于十堰至房县地区桥隧占比高、施工难度大，今年7月29日，公司公告十房项目总投资增至52.58亿元，折合每公里造价约8000万元，公司出资9.2亿元。十房高速公路是湖北省骨架公路网规划的“六纵五横一环”中第六纵郧县至来凤公路的一段，是湖北省西部地区贯穿南北出省大通道的重要组成部分，是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，也是福州至银川和十堰至天水（南通道）两条高速公路之间的重要连接线。目前，从陕西去湖北省旅游景区要先走十漫高速后走山路，即便如此，十漫高速08年11月通车后还是吸引了很多陕西地区的旅游团，开通后没多久日收费额就突破百万。待2014年十房高速通车后，从陕西走十漫-十房高速去神农架林区将更为便捷和安全，届时将吸引更多陕西游客来湖北观光，推动十房高速的车流量增长。

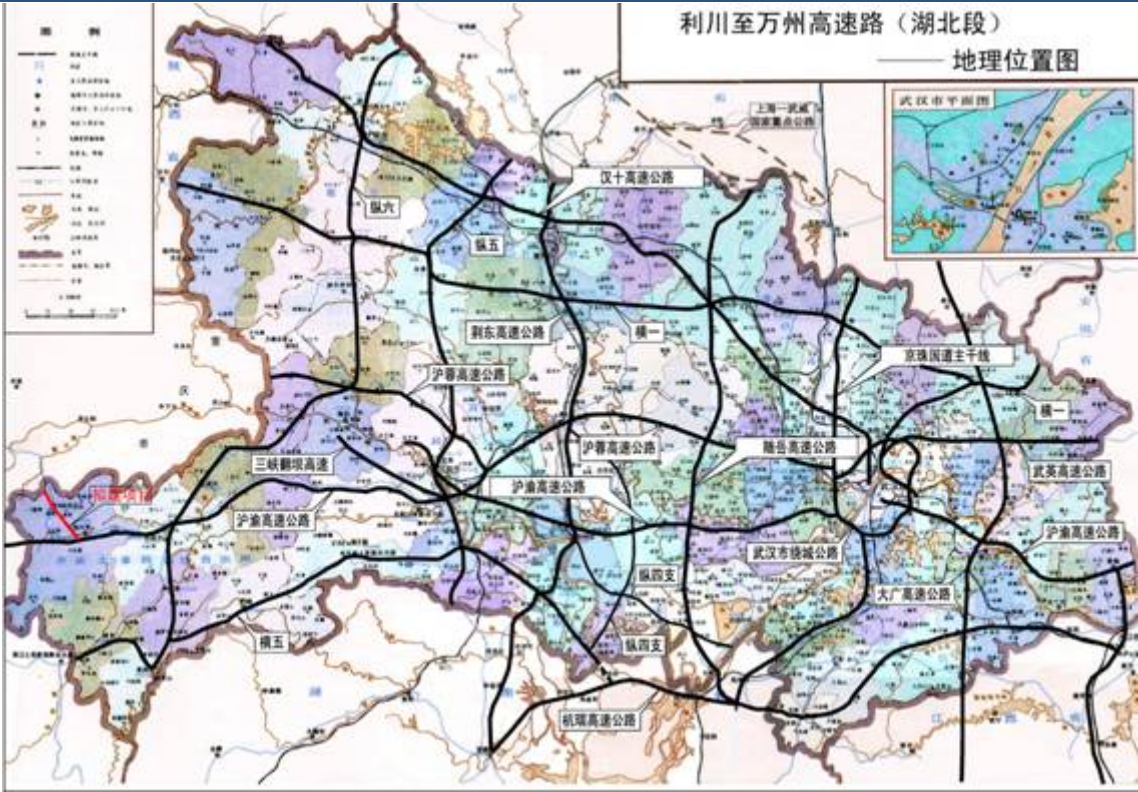
表 5：湖北省 2020 年“六纵五横一环”规划

六纵	起点-终点
第一纵	大广高速麻城至通山

第二纵	京珠高速大悟至赤壁
第三纵	随州至岳阳
第四纵	襄樊至荆州
第五纵	老河口至宜都
第六纵	十堰至恩施
五横	起点-终点
第一横	麻竹至竹溪
第二横	英山至郧西
第三横	黄梅至巴东
第四横	黄梅至利川
第五横	阳新至咸丰
一环	武汉市外环
总里程	7300 公里
其中高速公路里程	4800 公里

资料来源：武汉市国土资源和规划局，长江证券研究部

图 8：2020 年湖北省高速公路规划示意图



资料来源：湖北省环境保护网，长江证券研究部

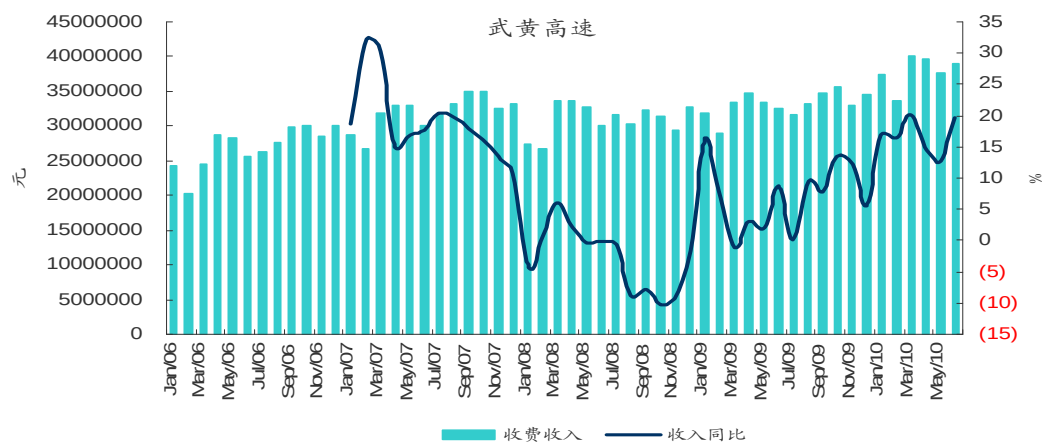
今年 7 月 29 日，公司公告参与武汉城市圈环线高速公路大冶段、咸宁段项目竞标，大冶段主线全长 32.86 公里，投资估算 12.176 亿元，折合每公里约 3650 万元，咸宁段主线全长 22.01 公里，投资估算 8.311 亿元，折合每公里 3777 万元。大冶段、咸宁段不仅单位造价低，且投资收益率也比大随和十房项目高，预计 ROE 为 11% 左右，因为大冶段、咸宁段是连接黄黄高速和京珠高速的重要通道，建成后将引导东部往长沙、广州和珠海的车流；待武汉城市圈环线咸宁至仙桃段通车后，将主要分流运行 19 年、行车量已严重超标的武黄高速上的车流。武黄高速全长 70.3 公里，现日均全程流量约 23000 辆，每公里日收费额已超过 18000 元，因此，若大冶段、咸宁段竞标成功，将提升公司 BOT 项目未来的业绩。

表 6：武黄高速月度车流量

地区	日均自然流量	日均全程流量	自然流量同比	全程流量同比
单位	辆/日	辆/日	%	%
Jan/09	35249		45.18	
Feb/09	30671	21564	2.50	5.70
Mar/09	29824	20322	3.02	6.10
Apr/09	32752	22211	4.72	7.45
May/09	30907	20728	5.25	9.56
Jun/09	31596	21518	13.24	20.33
Jul/09	29963	19355	4.73	6.85
Aug/09	31670	20311	12.72	11.62
Sep/09	33945	21814	6.58	
Oct/09	35646	23055	16.05	
Nov/09	32865	20945	14.51	
Dec/09	33730	21418	11.85	
Jan/10	35041	23097	(0.59)	
Feb/10	42795	29497	39.53	36.79
Mar/10	35867	23874	20.26	17.48
Apr/10	39036	25046	19.19	12.76
May/10	36187	23347	17.08	12.64
Jun/10	36417	22971	15.26	6.75

资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 9: 武黄高速月度收费额



资料来源：公司网站，长江证券研究部

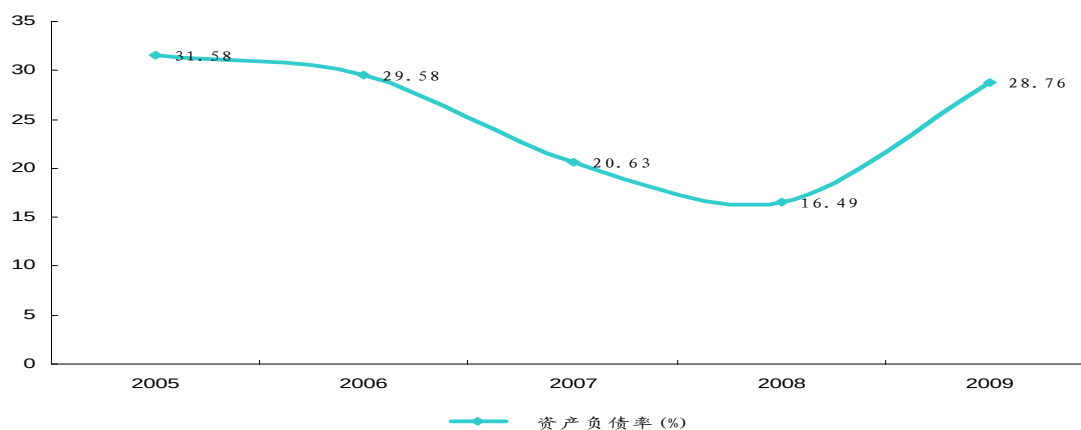
短期来看，公司建设资金压力较大，若考虑大冶段、咸宁段竞标成功，公司 BOT 项目的总投资额将近 30 亿元，超过了公司一季度末的净资产 27.82 亿元，公司拟向商业银行再融资 10 亿元，资产负债率将进一步上升。长期来看，BOT 项目使公司未来经营的高速公路总里程由目前的 278 公里扩至 480 公里，虽然项目运营初期可能出现亏损，但随着湖北省路网日臻完善，公司主业盈利能力将迅速提升。

表 7: 公司 BOT 项目出资额

BOT	总投资（亿元）	公司出资（亿元）
大随段	38.3	13.4
十房高速	52.58	9.2
大冶段、咸宁段（假设公司按 35% 项目资本金出资）	20.487	7.17
总计	111.367	29.77

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10: 公司资产负债率



资料来源：WIND，长江证券研究部

第五，十堰 500 亩地开发收益将弥补新建项目对业绩的冲减

十堰 500 亩土地开发项目目前还在选址阶段，从十堰市当前投资完成情况来看，呈现出三次产业投资全面增长、地方投资拉动增强、在建项目大幅增加、民间投资日趋活跃等特点，十堰市上半年固定资产投资增速居全省第一，其未来商业开发价值潜力和土地升值空间较大，公司的这部分开发收益将弥补 BOT 项目对公司业绩的冲减。

表 8：十堰市上半年经济运行情况

	上半年累计值（亿元）	增长率
固定资产投资	199	62.70%
工业总产值	636.6	81.20%
规模工业增加值	171.5	63.90%

资料来源：十堰市政府，长江证券研究部

第六，资产注入有望成为业绩改善的催化剂。

公司控股股东湖北省高速公路集团 09 年 9 月 4 日承诺在 2-3 年内，向公司注入优质公路资产项目，据悉，由于省交投公司刚刚成立，公司大股东及公司本身都将作为整合对象进入省交投公司，因此公司增发收购将推至明后年实施。从湖北省各高速公路资产质量来看，京珠高速湖北段是盈利状况最佳的，去年，湖北省高速公路征收通行费 63.95 亿元，仅京珠高速湖北段就达到 19.32 亿元，接近全省高速公路收费额的 1/3。但考虑到京珠高速湖北段资产规模较大，更有可能注入的是京珠高速湖北段上的武汉军山长江大桥，军山大桥是京珠、沪渝两条高速公路共用的一座长江公路桥梁，于 1998 年 12 月 30 日开工建设，2001 年 12 月 15 日建成投入使用，高峰时期日均通行车辆达 34000 辆，60%以上为大、中型货车，大修完毕后，车流量将进一步增加。BOT 项目虽然使公司业绩面临下滑风险，但资产注入有望成为业绩改善的催化剂。

表 9：汉宜高速中型车以上占比仅 35%左右

月份	小型车	中型车	大型车	特大型车
Jan/10	63.91%	10.14%	9.21%	16.75%
Feb/10	63.71%	10.18%	9.27%	16.84%
Mar/10	63.59%	9.30%	10.89%	16.22%
Apr/10	66.25%	8.82%	7.93%	16.99%
May/10	66.55%	8.49%	7.99%	16.97%
Jun/10	66.05%	8.69%	8.53%	16.73%
Jul/10	65.73%	8.57%	9.56%	16.14%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第七，我们维持公司短期“推荐”评级

我们认为，路网贯通效应和今年下半年的折旧调整有助于提升公司整体毛利水平，公司今年业绩可实现大幅增长；公司后期资产注入和十堰开发项目收益可缓解新建项目开通初期导致的利润下滑。不考虑折旧调整影响，我们根据 35% 的收入增幅测算出公司 2010 年 EPS 为 0.49 元，同比增长 53%，对应 PE 为 12 倍，突破历史最低值，估值优势突出，维持公司短期“推荐”评级。

表 10：高速公路公司历史 PE 对比

证券代码	证券简称	2005/8/16	2006/8/16	2007/8/16	2008/8/16	2009/8/16
000900.SZ	现代投资	24.66	10.94	15.70	10.33	12.26
600269.SH	赣粤高速	17.95	8.41	18.10	10.39	12.77
600012.SH	皖通高速	17.86	10.37	28.72	11.56	13.08
600033.SH	福建高速	20.30	12.01	19.88	10.92	13.98
600377.SH	宁沪高速	52.51	20.38	27.98	18.25	14.98
600035.SH	楚天高速	31.56	15.09	27.61	14.70	15.95
600350.SH	山东高速	22.91	12.51	28.63	13.04	16.66
000916.SZ	华北高速	15.44	13.06	25.95	17.17	17.45
600020.SH	中原高速	15.65	9.63	24.58	26.29	18.38
000429.SZ	粤高速 A	21.84	14.99	24.27	13.23	19.50
000828.SZ	东莞控股	26.50	17.59	52.17	25.58	20.68
600548.SH	深高速	19.33	15.41	33.02	22.84	23.05
600368.SH	五洲交通	16.60	19.03	32.57	20.48	25.95
600106.SH	重庆路桥	18.12	15.35	54.54	33.11	38.37
000548.SZ	湖南投资	-3.23	12.39	47.20	66.04	40.70

资料来源：WIND，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)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	772	1042	1198	1318	货币资金	390	521	599	659
营业成本	293	337	364	515	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	479	704	834	802	应收账款	1	0	0	0
% 营业收入	62.03%	67.63%	69.62%	60.91%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	28	37	43	47	预付账款	190	218	236	334
% 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	751	847	1004
% 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	34	39	43	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	25	30	60	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.95%	2.40%	2.50%	4.55%	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	722	653	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	52.23%	58.08%	60.31%	49.54%	资产总计	3741	4955	6105	7266
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	900	1366	1718	2126
利润总额	404	605	722	653	应付款项	13	15	16	23
% 营业收入	52.33%	58.10%	60.31%	49.54%	预收账款	5	5	5	6
所得税费用	105	151	181	163	应付职工薪酬	9	10	11	15
净利润	299	454	542	490	应交税费	22	62	72	79
归属于母公司所有者的净利润	299	454	542	489	其他流动负债	27	37	42	47
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	976	1495	1864	2295
EPS (元/股)	0.32	0.49	0.58	0.53	长期借款	100	340	580	820
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	431	649	716	672	负债合计	1076	1835	2444	3115
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2665	3119	3660	4150
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	1	1
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2665	3119	3661	4151
固定资产投资	-550	-1200	-1200	-1200	负债及股东权益	3741	4955	6105	7266
其他	-174	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-724	-1200	-1200	-1200					
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.32	0.49	0.58	0.53
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.9	3.3	3.9	4.5
银行贷款增加 (减少)	1000	706	592	648	PE	21.4	14.1	11.8	13.1
筹资成本	23	25	30	60	PEG	0.4	0.7	-1.2	1.9
其他	-555	-50	-60	-120	PB	2.4	2.1	1.8	1.5
筹资活动现金流净额	468	681	562	588	EV/EBITDA	16.5	9.8	9.0	9.6
现金净流量	176	130	78	60	ROE	11.2%	14.6%	14.8%	11.8%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。