

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

车流增长趋于平稳，折旧调整增厚业绩

事件描述

公司今日公告，2010年8月，公司经营的汉宜高速公路折算全程交通量为344745辆次，同比增长9.53%；公司车辆通行费收入为7915.13万元，同比增长22.49%。

事件评论

第一，车流量增长趋于平稳，期待9月长江大桥大修完成后带来的恢复性高增长

汉宜高速左右两端的长江大桥目前都在进行大修，是影响8月份车辆通行量的主要原因。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。

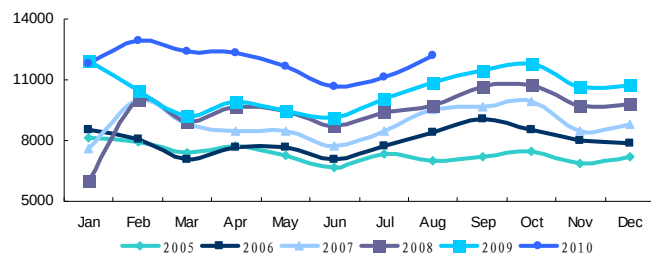
随着两座长江大桥8月底大修完成，预计公司9月车流量将恢复高增长态势。

另一方面，特大型车同比增长依旧维持高位，带动汉宜高速单位通行费收入的增加，使公司车辆通行费收入增速远高于车流量增速。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%。

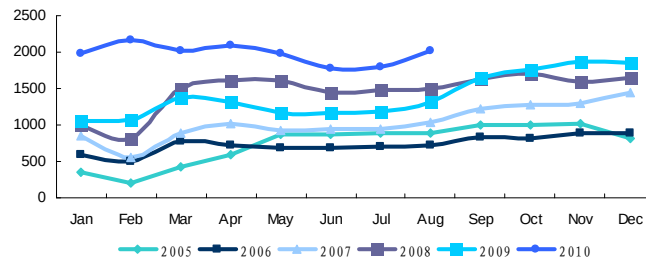
表 1：汉宜高速各车型同比增长

车型	2010年8月	2009年8月	2008年8月	2010/2009 同比增长	2009/2008 同比增长
小型车	250485	226524	184807	11%	23%
中型车	31632	39581	41649	-20%	-5%
大型车	32946	30841	28953	7%	7%
特大型车	62534	40872	46494	53%	-12%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

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

表 2: 汉宜高速 8 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	12181				
	同比增速	-1%	23%	35%	25%	23%	16%	10%	9.53%				
	环比增速	10%	10%	-4%	-1%	-5%	-9%	5%	9.4%				
	累计同比增速	-1%	10%	17%	19%	20%	19%	18%	17%				

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

第二，折旧调整是今年的业绩催化剂

公司按车流量法计提折旧，今年由于受路网贯通、武荆分流、江宜段收费延长 8 年等因素影响，06 年采纳的车流量预测值已经不再适用。公司最快将在本月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，导致以后每年的折旧额减少，公司毛利率有望大幅提升，提升幅度待车流量预测方案公布后做具体测算。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%。

第三，明年优质资产注入是主要看点，维持“推荐”评级

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，向楚天高速注入优质公路资产项目，据悉，湖北省刚成立省交投公司，要把省高速公路集团及楚天高速都整合进去，由于交投班子还未定，因此楚天高速将资产注入事宜推至明年实施。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，若能成为资产注入标的，将显著提升公司估值水平。

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 12.6 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	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
	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	431	649	716	672	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	1835	2444	3115
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2665	3119	3660	4150
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	3661	4151
投资活动现金流净额	-724	-1200	-1200	-1200	负债及股东权益	3741	4955	6105	7266
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	706	592	648	EPS	0.32	0.49	0.58	0.53
筹资成本	23	25	30	60	BVPS	2.9	3.3	3.9	4.5
其他	-555	-50	-60	-120	PE	19.2	12.6	10.6	11.7
筹资活动现金流净额	468	681	562	588	PEG	0.4	0.7	-1.1	1.7
现金净流量	176	130	78	60	PB	2.2	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	14.9	8.9	8.3	8.8
					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。