

区域客运龙头，借力旅游成长

宜昌交运

002627

发行概况

宜昌交运本次IPO拟发行新股3350万股，发行后总股本为13350万股。公司实际控制人为宜昌市国资委，占其发行后总股本的35.66%。

区域客运龙头

公司是鄂西地区实力最强的客运公司，是全国道路旅客运输一级企业、交通部重点联系企业，2011年位列全国道路客运百强第25位，其经营业绩在湖北省交运企业中居首位。公司现有主业包括旅客运输服务及汽车经销两项。其中，旅客运输服务毛利占比超过80%，为公司核心业务。公司的旅客运输涵盖了道路客运、长江水上高速客运以及客运站客运港站务服务三大领域。

资源禀赋突出，奠定竞争优势

从内部看，公司拥有的客运资源主要包括846台营运车辆、10艘高速水翼飞船、4个汽车客运站（其中包含宜昌地区唯一的一级车站）、3个二级客运港及相关运营线路。通过水陆联运一体化，公司可以提供公路、水路中转零换乘服务，构成其重要的竞争优势。

旅游大发展战略提供外部机遇

从外部看，湖北省大力发展鄂西生态文化旅游圈、宜昌市着力打造世界水电旅游名城，“一江两山”、“两坝一峡”、“高峡平湖”等项目的陆续推出为公司客源增长提供了较好的机遇。

旅游客运是未来最重要的盈利增长点

过去两年公司营业收入及净利润年均复合增速分别达到26%和61%。业绩高增长的实现有多方面的原因：1) 道路客运流量增长快，反映为运营车辆总座位数及实际利用率双升；2) 公车经营占比提升、燃油税开征及运价油价浮动机制提升道路客运毛利率；3) 站务服务收入跟随客运量增长；4) 国家出台购车优惠政策背景下公司所属汽车4S店销售大幅增加。但目前公司主业增长已面临瓶颈：1) 随着宜万高铁、汉宜高铁的陆续开通，传统客运业务面临分流压力；2) 在经历了持续快速增长后，部分老场站面临饱和压力；3) 毛利率水平不具备持续显著提升条件；4) 优惠政策取消及经济下行环境下汽车销售增长出现放缓。在此背景下，旅游客运将是公司未来最重要的盈利增长点。它既是传统客运业务的支撑，又能衍生出更多增值服务产品。

首次**不评级**

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

S0630511010017

日期

分析：2011年10月21日

调研：无

发行上市资料

发行前股本：10000万股

本次拟发行：3350万股

发行价格：13元/股

公司实际控制人：宜昌市国资委

发行后持股比例：35.66%

业绩预测

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.71	0.80	0.97	1.10

注：EPS按发行后股本摊薄

募集资金项目分析

公司此次募集资金拟投向三个项目：宜昌汽车客运中心站项目；新型三峡游轮旅游客运项目；鄂西生态文化旅游圈公路旅游客运项目。其中，宜昌汽车客运中心站项目既是为明年宜昌高铁客运站建成做配套，也很好的缓解了现有长途客运站的饱和压力；新型三峡游轮旅游客运项目拟在4年内分期投入6艘游轮，开展“两坝一峡”特色旅游；鄂西生态文化旅游圈公路旅游客运项目通过购买200辆环保旅游车，打造精品旅游环线。根据公司测算，募投项目全部投入使用后，年均利润总额有望超过7000万元。除募投项目外，公司仍余有数千万元超募资金，根据招股说明书披露的公司战略规划，不排除后续有收购可能。

业绩及定价预测

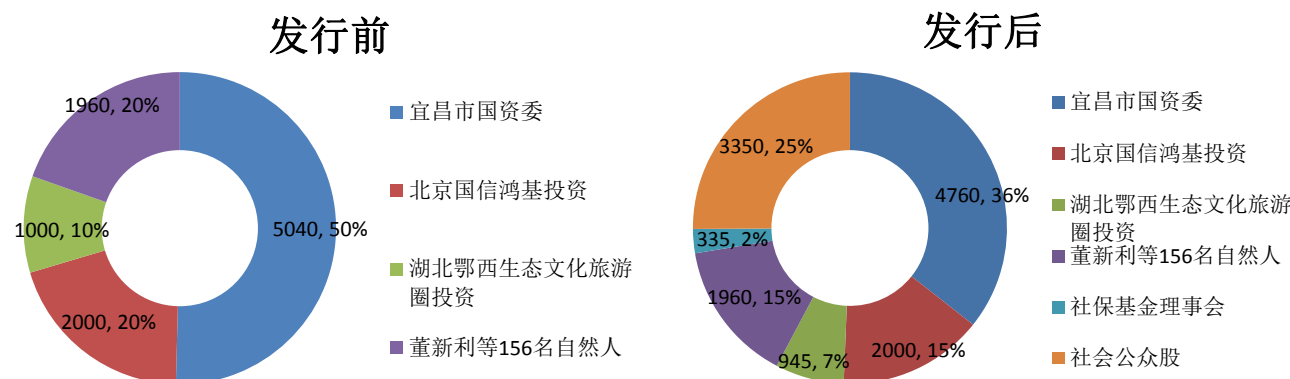
结合招股说明书相关材料，按发行后最新股本计算，我们预计公司2011-2013年摊薄EPS分别为0.80元、0.97元和1.10元，未来两年年均净利润复合增速为17%。公司业绩成长性不尽如人意，主要与公司所从事的客运业务的行业属性相关，超预期可能主要看旅游业务的拓展情况、后续政府补贴的落实情况以及是否进行相关资产收购。基于对公司盈利的判断，参考可比公司市场定价，我们认为公司合理估值在18-20倍左右，对应股价在14.4元-16元之间，略高于13元的发行价，投资者可谨慎申购。

风险提示

- 1) 旅游项目开拓低于预期；
- 2) 高铁分流超预期。

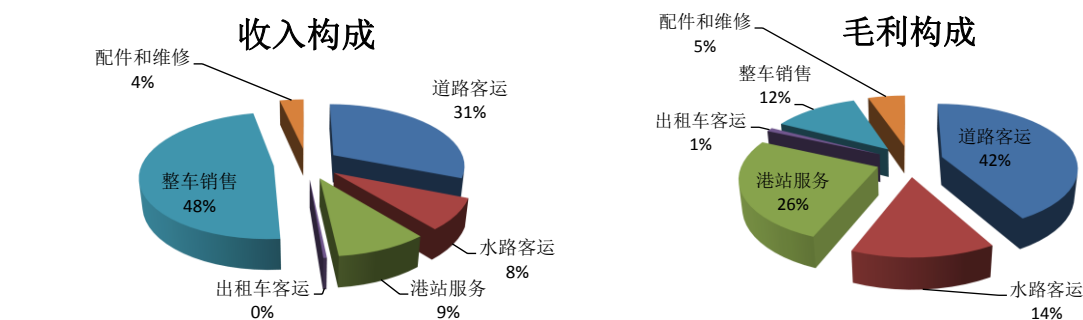
附图表

图表1: 上市公司股权结构图



资料来源: 公司招股说明书

图表2: 公司主营业务收入构成及毛利构成 (2010 年度数据)



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

图表3: 募集资金投向 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资金额	资金来源		建设期	第一年	第二年	第三年	第四年
			募集资金	政府补贴					
1	宜昌汽车客运中心站	15,711	13,711	2,000	2年	5,000	8,711		
2	新型三峡游轮旅游客运	11,000	11,000		4年	3,800		3,600	3,600
3	鄂西生态文化旅游圈公路旅游客运	11,100	11,100		3年	6,224	3,274	1,602	
	合计	37,811	35,811			15,024	11,985	5,202	3,600

资料来源: 公司招股说明书

图表4: 可比上市公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE(X)		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
600561	江西长运	9.20	0.49	0.62	0.72	18.78	14.84	12.78
002357	富临运业	9.66	0.27	0.41	0.49	35.78	23.56	19.71
002320	海峡股份	13.40	0.57	0.66	0.75	23.51	20.30	17.87
	平均					26.02	19.57	16.79

资料来源: Wind, 东海证券研究所, 股价取10月20日收盘价

图表5：宜昌交运利润预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	54,022	71,941	85,853	93,294	103,897	114,726
营业收入	54,022	71,941	85,853	93,294	103,897	114,726
二、营业总成本	48,724	62,703	74,794	81,163	87,698	96,079
其中：营业成本	42,488	55,953	66,402	72,020	78,867	86,338
营业税金及附加	1,083	1,444	1,627	1,773	1,870	2,065
销售费用	826	1,021	1,338	1,399	1,558	1,721
管理费用	3,390	4,021	4,852	5,318	5,714	6,080
财务费用	399	377	538	653	(312)	(125)
资产减值损失	538	(114)	36	0	0	0
加：投资收益	438	134	64	0	0	0
三、营业利润	5,735	9,372	11,124	12,131	16,199	18,647
加：营业外收入	985	1,062	1,759	2,000	1,450	1,450
减：营业外支出	979	268	433	300	495	495
四、利润总额	5,741	10,166	12,450	13,831	17,154	19,602
减：所得税	1,954	2,467	2,763	3,033	4,050	4,662
五、净利润	3,787	7,699	9,687	10,798	13,104	14,940
减：少数股东损益	95	159	158	174	200	230
归属于母公司股东的净利润	3,691	7,540	9,528	10,625	12,904	14,710
六、全面摊薄每股收益（元）	0.276	0.565	0.714	0.796	0.967	1.102

资料来源：东海证券研究所

作者简介

张辉：交通运输行业研究员，四年证券行业研究经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897