

## 交通运输

2016年12月30日

## 楚天高速 (600035)

——转型持续推行，三木价值尚未反应，维持买入评级

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2016年12月29日

收盘价(元)	6.18
一年内最高/最低(元)	6.81/4.83
市净率	2.1
息率(分红/股价)	1.46
流通A股市值(百万元)	8982
上证指数/深证成指	3096.10 / 10159.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	2.93
资产负债率%	53.22
总股本/流通A股(百万)	1453/1453
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《楚天高速(600035)点评：收购三木获批，看好业绩增长及持续转型预期》 2016/11/28

《楚天高速(600035)点评：收入利润稳步增长，三木收购持续推进，看好持续改革预期》 2016/10/28

## 证券分析师

陆达 A0230516070002  
luda@swsresearch.com

## 研究支持

罗江南 A0230115090002  
luojn@swsresearch.com

## 联系人

王昊哲  
(8621)23297818×7480  
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **转型稳步推进，三木有望17年一季度并入报表。**楚天高速7月份宣布收购三木智能100%股权，8月19日获湖北省国资委备案通过，9月9日获证监会受理，9月30日收到证监会一次反馈意见，11月26日通过证监会审核，作为国企改革标杆企业，转型之路十分顺利，我们预计17Q1三木智能将正式进入楚天高速报表，增厚17年利润。
- **高速板块增长仍具有2亿左右空间。**楚天高速旗下核心资产主要包括沪渝高速公路汉宜段、麻竹高速公路大随段、武汉城市环线高速公路黄咸段等三段高速公路。虽然主要盈利来源汉宜路已相当成熟，整体增长较慢，但大随、黄咸均为断头路，现处于扭亏状态，每年亏损在2亿左右，随着两头路段的开通，未来3年打通后有望在1-2年内实现盈亏平衡，高速板块利润仍具有40%的增长空间。
- **ODM+“现金牛”，资金和资源对接实现协同。**三木智能是国内ODM龙头企业，行业排名10-15，主要向印尼、印度等东南亚地区品牌厂商销售手机/平板等业务。根据备考，16年公司实现15亿收入，约1亿利润，实现出货量约600万台。楚天嫁接之后，我们认为至少有两个方面的协同性：一方面，三木智能优势在于供应链管理、硬件设计等能力，但核心劣势在于资金不足，靠供应链融资无法支撑印度及国内优质客户的超长账期，因此规模难以做大，而楚天高速的强项恰恰在优质的现金流和良好的授信，未来3-5年内，国内市场硬件厂商迎来混战，三木借助资金优势有望胜出；2、收购完成后，三木智能将成为完全市场化的“国资公司”，有望进一步与国企资源，尤其是湖北省国企资源对接，比如智慧高速设备投入等，具有较大的想象空间。
- **转型、混改、员工持股，楚天已成国企改革标杆。**本次收购有两个方面亮点：一方面，楚天高速本次转型跳出以往高速转型集中的金融、地产、光伏、环保等行业，创新性的引入电子领域民营资本三木智能，转型的同时实现混合所有制改革，走在改革的最前列；另一方面，在国企改革大背景下，楚天高速的本次收购创新性的引入的管理层持股，目前为止是唯一一家完成管理层持股的高速公路企业，在经营风险增加的同时，实现管理层激励得到改善，市场化氛围更加浓厚，业绩有望进一步突破。
- **估值仍在高速中枢位置，三木价值尚未反应，维持买入评级。**考虑到三木16年将并入楚天报表，我们预计整体利润将大概率达到5亿以上，以5亿计算现有PE估值水平在20X左右，处于100亿以下高速企业的估值中枢。我们认为，市场尚未反应三木智能的价值，以及三木整合后未来协同性带来的利润增长空间，因此当前股价虽创短期新高，但我们仍维持买入评级。我们维持盈利预测，预计2016年至2018年楚天高速营业收入分别为28.10亿元、31.44亿元、34.99亿元，净利润分别为4.30亿元、4.76亿元、5.20亿元，摊薄后EPS分别为0.25元、0.27元、0.30元，对应现在股价PE分别为25倍、23倍、21倍，维持买入评级。

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,231	948	2,810	3,144	3,499
同比增长率(%)	8.88	1.05	128.33	11.89	11.29
净利润(百万元)	430	323	430	476	520
同比增长率(%)	51.37	-18.12	0.08	10.70	9.24
每股收益(元/股)	0.30	0.22	0.25	0.27	0.30
毛利率(%)	63.8	69.1	37.2	35.9	35.0
ROE(%)	10.6	7.6	9.6	9.6	9.5
市盈率	21		25	23	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

**表：楚天高速 2016-2018 年盈利预测表（单位：百万元）**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1130.24	1230.65	2809.75	3144.49	3498.81
二、营业总成本	780.22	789.98	2274.89	2553.53	2853.38
其中：营业成本	412.71	446.07	1764.67	2014.13	2273.14
营业税金及附加	39.87	42.45	96.92	108.47	120.69
销售费用	0.04	2.15	53.39	62.89	69.98
管理费用	58.74	59.67	89.91	88.05	89.57
财务费用	270.03	240.94	270.00	280.00	300.00
资产减值损失	-1.16	-1.30	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	88.20	-2.45	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	438.22	438.21	534.86	590.96	645.43
加：营业外收入	1.59	6.52	2.94	3.68	4.38
减：营业外支出	0.18	0.10	0.15	0.14	0.13
四、利润总额	439.63	444.63	537.65	594.50	649.68
减：所得税	161.45	18.42	107.53	118.90	129.94
五、净利润	278.18	426.21	430.12	475.60	519.75
少数股东损益	-5.68	-3.44	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	283.85	429.65	430.12	475.60	519.75
六、基本每股收益	0.20	0.30	0.30	0.33	0.36
七、摊薄后每股收益	0.20	0.30	0.25	0.27	0.30

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。