

楚天高速(600035)/高速公路

并购三木珠联璧合, 坚定转型谋未来

评级: 买入(首次)

市场价格: 5.90

目标价格: 8.67

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

电话: 021-20315180

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 耿琛

电话: 0755-22660860

Email: gengchen@r.qlzq.com.cn

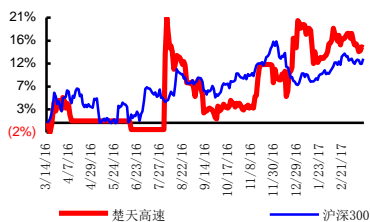
联系人: 周梦缘

电话: 0755-22660860

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,731
流通股本(百万股)	1,453
市价(元)	5.9
市值(百万元)	10,212
流通市值(百万元)	8,575

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,130	1,231	1,200	3,384	5,430
增长率 yoy%	11.8%	8.9%	-2.5%	182.0%	60.5%
净利润	284	430	391	601	786
增长率 yoy%	11.2%	51.4%	-9.0%	53.6%	30.8%
每股收益(元)	0.20	0.30	0.27	0.41	0.54
每股现金流量	0.49	0.47	0.66	1.74	1.63
净资产收益率	7.6%	10.6%	9.0%	12.2%	13.7%
P/E	18.6	20.0	21.9	14.3	10.9
PEG	1.66	0.39	-2.43	0.27	0.35
P/B	1.9	2.1	2.0	1.7	1.5

备注:

投资要点

- 与众不同的观点: 楚天高速收购三木智能是外延并购的典范, 我们认为, 三木智能有良好的产品设计及供应链管理能力和供应链管理能力, 具备做大潜力, 结合楚天高速低成本资金支持, 同时目前规模较小, 有望保持年均 50% 以上的增速, 大幅超过业绩承诺。**
- 国改先行者, 坚定转型谋未来: 公司传统主业是高速公路收费, 属于非竞争性行业, 公司借助收购三木智能, 成功开辟了第二主业, 并顺利推行员工持股计划, 董事长等高管参与, 进一步完善了员工激励机制。公司作为湖北交投唯一上市平台, 为湖北国改重点公司, 对公司的考核内容中包括了市值方面要求, 考虑到传统主业成长性有限, 以及高速公路收费存在年限限制, 公司转型压力较大, 我们认为, 公司存在进一步外延预期。**
- 珠联璧合, 三木智能业绩有望超预期: 三木智能成立于 2005 年, 为第一批专业的手机、平板等电子产品 ODM 厂商, 技术积淀深厚, 前期因为自身现金流及公司经营策略偏保守, 主要做海外市场, 导致发展速度偏慢, 目前年收入规模仅 10 亿元级别, 对应出货量仅几百万部, 考虑到全球智能手机年均 15 亿部、ODM 厂商接近 3 亿部的出货量, 占比极低, 成长空间极大。近年来随着国内市场逐渐规范化, 叠加楚天高速对其收购后, 可以给予其低成本资金支持, 公司将加大国内市场开拓力度, 依托大客户打造精品机型, 有望在国内市场实现爆发式增长, 同时结合公司在海外市场和物联网端的布局, 加上良好的激励机制, 三木智能业绩有望持续超预期。**
- 亏损线路逐步扭亏, 主业稳定增长可期: 公司目前主要有三条公路, 汉宜、大随及黄咸段, 汉宜段是公司目前的主要收入与利润来源, 收入占比超过 90%, 大随及黄咸段因为断头路等因素影响, 仍处于亏损阶段, 年均合计亏损 1.8-2 亿元左右。大随及黄咸段上下游线路正在逐步建设, 两条亏损线路有望年均扭亏 6000 万元以上, 同时加上汉宜段每年约 5% 左右的稳定增长, 公司传统业务有望保持 15% 以上的年均增速。**
- 投资建议: 传统主业 15% 以上的年均增速, 收购三木智能业绩有望持续超预期, 我们预计公司 2016/17/18 年净利润为 3.91/6.01/7.86 亿元, 增速为 -9%/53%/31%, 摊薄 EPS 为 0.27/0.41/0.54 元, 当前股价对应 2016/17/18 年 PE 为 21.9/14.3/10.9X, 根据分布估值法, 给予高速公路部分 2017 年 20 倍估值, 三木智能 2017 年 40 倍估值, 对应目标价 8.67 元, 进一步考虑到潜在的外延预期, 给予“买入”评级。**
- 风险提示: 传统主业亏损线路扭亏幅度低预期; 三木智能客户拓展进度低预期。**

内容目录

一、外延并购的典范，1+1 > 2	- 4 -
1.1 收购三木智能，开辟第二主业	- 4 -
1.2 优势互补，三木智能业绩超预期概率高	- 8 -
二、背靠楚天高速补短板，三木业绩有望持续超预期	- 9 -
2.1 大陆 ODM 崛起成定局，资本实力与产品设计是关键	- 9 -
2.2 精品策略成就巨头，海外市场成待掘金矿	- 11 -
2.3 契合产业趋势，资本助力三木崛起	- 13 -
2.4 激励机制再添保障，三木业绩有望超预期	- 16 -
三、亏损线路逐步扭亏，主业稳定增长可期	- 17 -
3.1 汉宜高速是基础，麻竹与黄咸路亏损拖累业绩	- 17 -
3.2 路网建设加速，亏损路线有望逐步扭亏	- 18 -
3.3 汉宜高速稳中有升，主业有望保持 15% 以上增速	- 20 -
四、投资建议：目标价 8.67 元，“买入”评级	- 21 -
五、风险提示：	- 22 -

图表目录

图表 1：楚天高速营收及增速（单位：亿元）	- 4 -
图表 2：楚天高速历史概况	- 4 -
图表 3：楚天高速是湖北交投集团的唯一上市平台	- 4 -
图表 4：楚天高速超过 90% 的营收来自于汉宜高速	- 5 -
图表 5：楚天高速路产收费年限将至	- 5 -
图表 6：楚天高速收购三木智能方案	- 5 -
图表 7：三木智能主要产品简介	- 6 -
图表 8：三木智能主要产品	- 6 -
图表 9：三木智能收入以平板电脑为主	- 6 -
图表 10：三木智能营收及增速（亿元）	- 7 -
图表 11：三木智能净利润及增速（亿元）	- 7 -
图表 12：三木主要客户在当地的市场占有率都非常靠前	- 7 -
图表 13：三木智能净利率较整体高 1 个百分点	- 7 -
图表 14：三木智能营收即将超过上市公司主业（单位：亿元）	- 8 -
图表 15：三木智能在手机设计上有深厚的沉淀	- 8 -
图表 16：激励机制安排使三木智能业绩有望超预期	- 9 -
图表 17：经过多年发展，国内 ODM 厂商已经占据行业主导地位	- 10 -
图表 18：大陆 ODM 公司已经成为行业的中坚力量	- 10 -
图表 19：国内大陆 ODM 公司出货量已经超过 90%	- 10 -
图表 20：ODM 公司的核心竞争力在于产品设计、供应链管理和资金支持	- 11 -
图表 21：闻泰大力施行精品化战略	- 11 -
图表 22：ODM 厂商的精品机型已经占据国产品牌销量的半壁江山	- 12 -
图表 23：印度、非洲及东南亚手机市场仍将保持高增速	- 12 -
图表 24：ODM 厂商正在积极布局海外	- 12 -

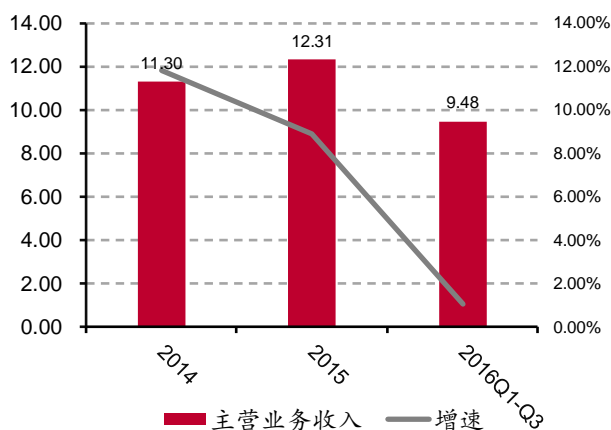
图表 25: 中国物联网市场空间巨大.....	- 13 -
图表 26: ODM 厂商纷纷切入物联网相关产品.....	- 13 -
图表 27: ODM 厂商自身现金流难以支撑规模快速扩张 (单位: 亿元)	- 14 -
图表 28: 楚天高速长期保持高经营现金流净流入 (亿元)	- 14 -
图表 29: 国内的手机市场空间巨大.....	- 15 -
图表 30: iSuppli 预测主要区域手机普及率快速提升.....	- 15 -
图表 31: 三木智能已经提前做好海外布局.....	- 15 -
图表 32: 我国前装车联网市场规模潜力巨大.....	- 16 -
图表 33: 中国移动医疗市场规模将井喷.....	- 16 -
图表 34: 物联网产品出货量占比逐步提升.....	- 16 -
图表 35: 三木智能各产品线营收预测 (亿元)	- 16 -
图表 36: 三木智能业绩有望超预期.....	- 17 -
图表 37: 三木智能股东业绩承诺 (万元)	- 17 -
图表 38: 汉宜高速路线图.....	- 18 -
图表 39: 楚天高速营业收入构成.....	- 18 -
图表 40: 楚天高速各条高速利润情况.....	- 18 -
图表 41: 武汉城市圈环线高速公路.....	- 19 -
图表 42: 麻竹高速及其情况说明.....	- 20 -
图表 43: 排湖互通段的建成有望提高汉宜高速仙桃区域.....	- 20 -
图表 44: 湖北省私人汽车拥有量 (单位: 万辆)	- 21 -
图表 45: 公司高速业务净利润预测.....	- 21 -
图表 46: 分项收入拆分预测.....	- 22 -

一、外延并购的典范，1+1 > 2

1.1 收购三木智能，开辟第二主业

- 楚天高速主要从事收费公路的投资、建设及经营管理。公司是由原武汉-荆州段公路资产改制重组设立的公司，于2004年首次公开发行股份上市。公司目前的95%收入主要来自于汉宜、大随和黄咸高速公路的特许经营权，近年来收入持续保持平稳增长。

图表 1: 楚天高速营收及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 楚天高速历史概况

- 2000年11月，以武汉-荆州段公路资产发起设立
- 2004年3月，首次公开发行股份
- 2006年12月，股权分置改革
- 2011年9月，控股股东变为湖北交投
- 2014年4月，第一次公积金转增股本
- 2015年3月，第二次公积金转增股本

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

楚天高速是湖北交投集团唯一上市平台，实际控制人是湖北省国资委。湖北交投拥有90多家全资、控股、参股公司，楚天高速是其唯一的上市平台。

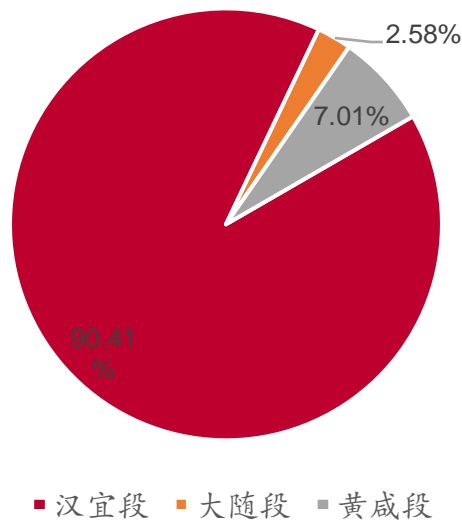
图表 3: 楚天高速是湖北交投集团的唯一上市平台



资料来源: 公司公告、招商局网站

公司主要高速公路收费年限降至，倒逼公司加速转型。公司目前超过 90% 收入来自汉宜段高速，但其经营权在 2030 年前将全部到期。其他两条公路目前还未形成盈利能力，倒逼公司加速转型。上市公司将电子制造业作为转型的重点领域，成功收购三木智能，打响了转型之战的第一枪。

图表 4: 楚天高速超过 90% 的营收来自于汉宜高速



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 楚天高速路产收费年限将至

高速公路	收费里程数 (公里)	收费期限	剩余收费期限
武汉至荆州段高速	179.95	2000 年 11 月 - 2030 年 11 月	13 年
荆州至宜昌段高速	98.91	2004 年 10 月 - 2026 年 10 月	9 年
大随段高速	84.39	2011 年 6 月 - 2041 年 6 月	24 年
黄咸段高速	55.97	2013 年 12 月 - 2043 年 12 月	26 年
合计	419.22		

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 楚天高速收购三木智能方案



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 三木智能是一家提供平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网产品研发高新技术企业。公司主要产品包括：1) 移动智能终端（平板电脑与智能手机）。2) 物联网应用终端（车联网应用通信模块、智能手表与智慧医疗多参仪 PAD 板等）。

图表 7: 三木智能主要产品简介

分类	序号	产品	简介
移动智能终端	①	平板电脑	带通话功能的平板电脑是三木智能的核心产品
	②	智能手机	为客户提供相应的手机设计方案和整机生产服务
物联网应用终端	③	车联网应用通信模块	三木智能为元征科技研制开发“golo”产品的通信模块
	④	智能手表	三木智能为北斗国信生产带通话功能、支持插入 SIM 卡的智能手表
	⑤	智慧医疗多参仪 PAD 板	子公司负责为中兴通信开发并供应多参仪电脑的部分主板及结构组件

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

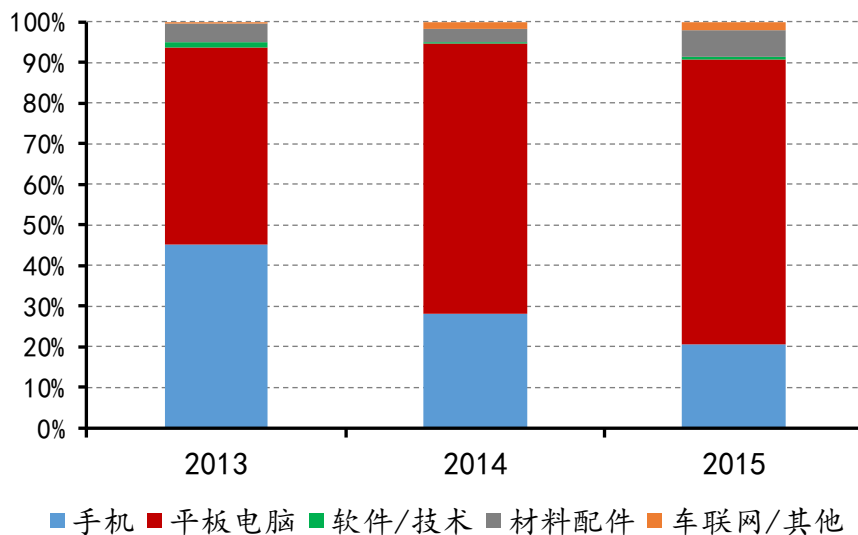
图表 8: 三木智能主要产品



资料来源: 公司官网、中泰证券研究所

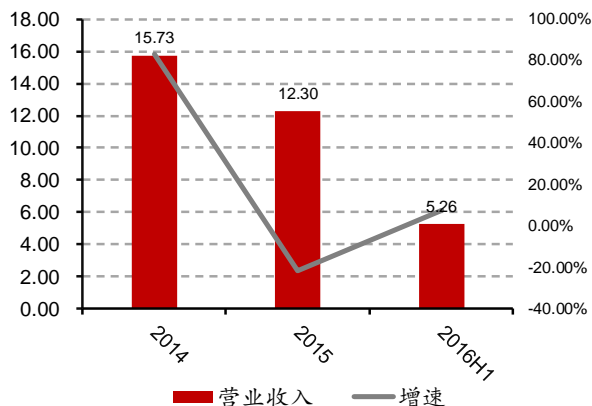
目前三木智能收入以平板电脑为主。2015 年平板的收入占比超过 70%，其次是手机的 20%。2016 年上半年营业收入 5.26 亿，同比增长 7.70%；净利润 0.38 亿元，同比增长 67.26%。

图表 9: 三木智能收入以平板电脑为主



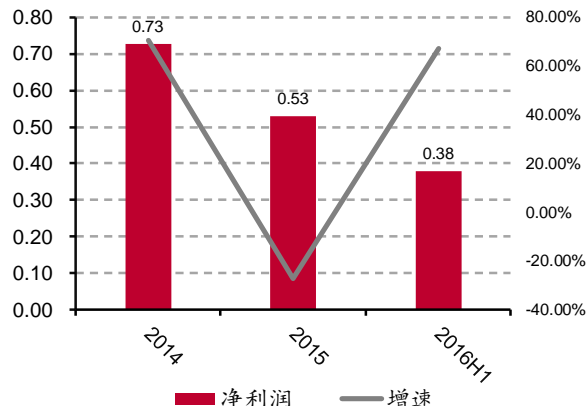
资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10：三木智能营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：三木智能净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

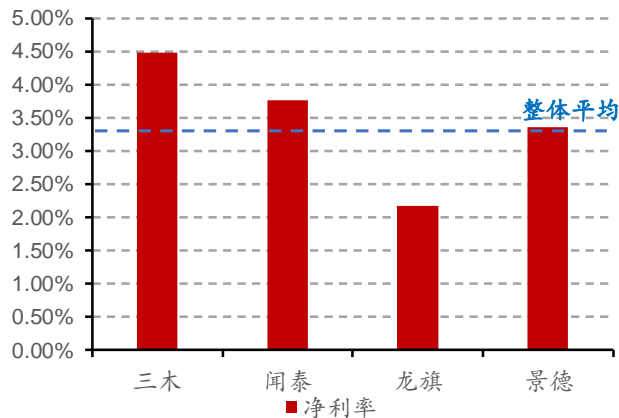
公司的客户主要来自于东南亚、南亚等海外市场，盈利能力更强。目前已经与印尼、印度、东欧、南非等市场有稳定合作，并正着力开发俄罗斯、巴基斯坦及南美的市场；主要客户品牌在当地的市场占有率都非常靠前。同时，海外市场市场净利率更高，与同类企业比较而言，公司净利率水平普遍高 1 个百分点。

图表 12：三木主要客户在当地的市场占有率都非常靠前

客户品牌	主要产品	国家	市场占有率	当地排名
ADVAN	平板	印尼	13.56%	2
EVERCOSS	手机	印尼	21.82%	3
iBall	平板	印度	15.60%	1
ALLVIEW	平板	罗马尼亚	20.00%	1
ALLVIEW	手机	罗马尼亚	25.00%	2

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

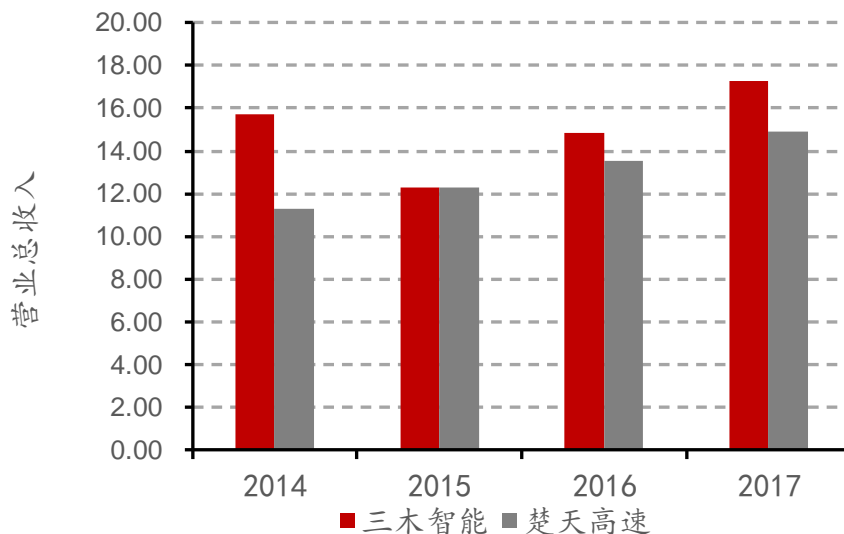
图表 13：三木智能净利率较整体高 1 个百分点



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

收购三木智能，楚天高速成功开辟第二主业。楚天高速收购三木智能成功开辟了第二主业，我们预计三木智能收入将超过公司传统主业，后续随着公司迈入竞争性行业，员工激励方案的制度安排或将进一步超预期。

图表 14: 三木智能营收即将超过上市公司主业 (单位: 亿元)

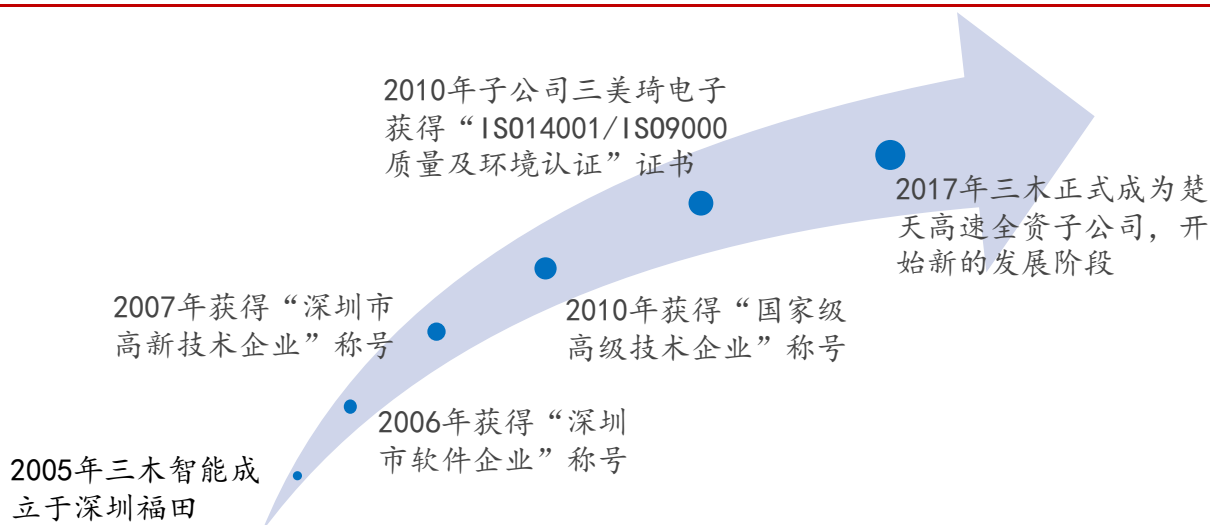


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

1.2 优势互补, 三木智能业绩超预期概率高

- 三木智能经过多年发展, 已经沉淀了深厚的产品设计能力。自 2005 年成立至今, 三木已经拿下多项高新技术企业认证, 打造的精品机型也已经远销海外。但由于缺乏资金支持, 因此三木经营策略偏保守, 国内市场开发力度不够。未来依靠母公司楚天高速的低成本资金支持, 三木有望将深厚的产品设计能力带回国内, 通过打造精品机型实现爆发式增长。

图表 15: 三木智能在手机设计上有深厚的沉淀



资料来源: 中泰证券研究所

- 良好的激励机制安排，三木智能业绩有望超预期。收购方案中，明确提出把 50% 的超过承诺的利润奖励给管理层，良好的激励制度给了公司管理层做好业绩的动力，三木智能业绩有望持续超预期。

图表 16：激励机制安排使三木智能业绩有望超预期



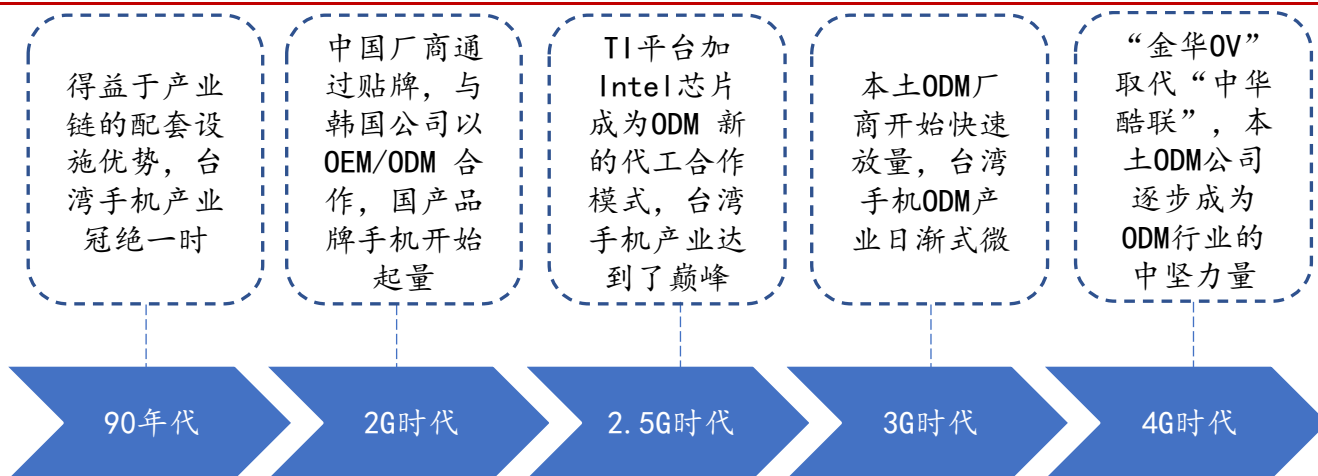
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

二、背靠楚天高速补短板，三木业绩有望持续超预期

2.1 大陆 ODM 崛起成定局，资本实力与产品设计是关键

- 国内 ODM 厂商崛起大势已定。90 年代，由于手机行业与电脑上游产业链重合较多，台湾公司在产业链的配套成熟度以及对于大客户的服务经验上有明显优势，台湾手机产业迅速成长为当时的领头羊。
 - 2G 时代，一线品牌诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信等掌控硬件开发平台，大陆手机厂商没有实力自行研发。但是一些中国厂商借助贴牌，通过与韩国公司进行 OEM/ODM 合作，在大陆迅速起量。
 - 2.5G 时代智能机，TI 平台+Intel 芯片，成功为 ODM 厂商开创新的代工合作模式，微软、英特尔切入手机产业。这一时期台湾手机产业达到了巅峰。
 - 3G 时代，MTK 推出一站式方案，直接降低了手机研发门槛；“中华酷联”借助运营商补贴政策在中国市场迅速崛起，其中背后的推动力来自于本土 ODM 公司的成长，本土 ODM 厂商开始快速放量。
 - 4G 时代，“金华 OV”取代“中华酷联”成为国内手机的领导者，本土 ODM 公司的出货量进一步增加，逐步成为 ODM 行业的中坚力量。

图表 17: 经过多年发展, 国内 ODM 厂商已经占据行业主导地位



资料来源: 中泰证券研究所

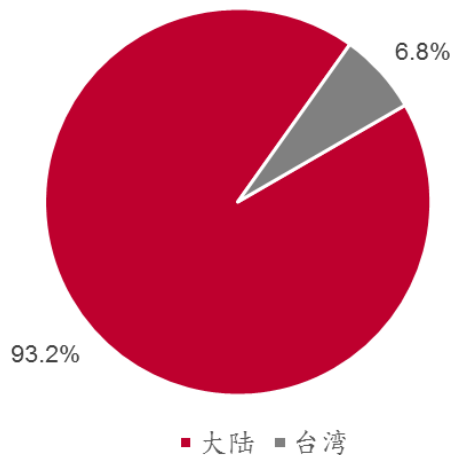
下游客户此消彼涨, 带动大陆 ODM 厂商崛起。台湾 ODM 企业以前主要的客户是诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信等国际品牌, 背靠这些大厂商的订单, 台湾 ODM 企业在 GSM 手机时代风光无限。智能机时代到来后给诺基亚等传统手机巨头带来了剧烈的冲击, 台湾 ODM 企业出货量一落千丈。而大陆 ODM 公司则依托国产手机品牌的崛起, 出货量迅速上升, 现在已经成为 ODM 行业的中坚力量。

图表 18: 大陆 ODM 公司已经成为行业的中坚力量

排名	ODM/IDH	出货量(百万台)	所属
1	闻泰	65.5	大陆
2	华勤	60.1	大陆
3	与德	25.4	大陆
4	龙旗	24.5	大陆
5	天珑	19.4	大陆
6	中诺	10.8	大陆
7	华宝	9.5	台湾
8	禾苗	8.8	大陆
9	西可	8.4	大陆
10	华宇	6.8	台湾

资料来源: HIS、中泰证券研究所

图表 19: 国内大陆 ODM 公司出货量已经超过 90%



资料来源: 智研咨询、中泰证券研究所

- ODM 公司的核心竞争力在于产品设计、供应链管理和资金支持。目前手机行业的发展已经遇到了瓶颈, 产品同质化严重。欲在一大堆同质的产品中脱颖而出, 就要: 1) 在产品设计上形成自己独特的见解和风格, 有最符合自身定位的产品策划; 2) 拥有领先的供应链管理能力和资金

有限的成本约束下整合更多更好的资源；3) 有充裕的资金来源，以支持公司的大规模扩张和技术更新。闻泰供应链管理、现金流管理遥遥领先于行业，使其生产的产品一般要比别的厂商低 10% 左右，是其出货量稳居前列的重要原因之一。

图表 20: ODM 公司的核心竞争力在于产品设计、供应链管理和资金支持



资料来源：中泰证券研究所

2.2 精品策略成就巨头，海外市场成待掘金矿

- 大陆 ODM 厂商发展壮大主要是依靠精品策略。早期国内手机市场盛行“机海战术”，各种手机鱼目混珠，同价位的不同机型不仅推高了手机的平均研发成本，还让消费者选择困难。后来一些 ODM 厂商通过打造精品机型，实现出货量快速增长，迅速成为为行业内的龙头。

行业龙头闻泰是依靠精品策略崛起的 ODM 厂商的典型代表。面对当时的市场状况，闻泰制订了精品化策略，以单款机型销量来挑战其他厂商的“机海战术”，取得了很好的效果：W100 推出一个月销量便达到 10 万台；T658 的市场销售量突破了 300 万，创下了当时单项产品的销售纪录。之后闻泰继续大力施行精品化战略，已经成为国内 ODM 厂商龙头。

图表 21: 闻泰大力施行精品化战略



资料来源：集微网、中泰证券研究所

华勤、龙旗、天珑等其他 ODM 大厂也是依靠精品策略崛起的。华勤为华为研发设计的荣耀系列构成了其收入的半壁江山,天珑将 Wiko 销遍欧洲主要发达国家,龙旗研发设计的红米 note 系列每代的销量都在千万级别。精品策略已经成为 ODM 厂商保证出货量的“杀手锏”。

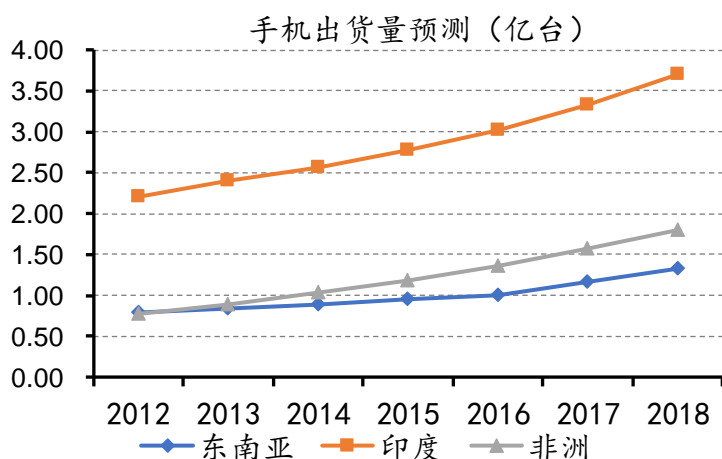
图表 22: ODM 厂商的精品机型已经占据国产品牌销量的半壁江山

ODM 厂商	主要机型产品或客户
闻泰	红米 2/2A 系列、联想乐檬 K3 系列、魅蓝 Note/Metal 系列、中国移动 A1 系列、华为
华勤	华为畅玩系列、联想、魅族
龙旗	红米 Note 系列、联想
中诺	华为海外

资料来源:公司公告、中泰证券研究所

- **海外拓展及切入物流网产品是未来 ODM 行业的两大趋势。** 海外市场和物联网相关产品未来仍将保持很高的增速,物联网诸多产品的设计生产制造也依赖于 ODM 厂商的通力合作,行业仍将保持较高的成长性。
 - **海外智能机市场未来仍将较高的增速。** 在东南亚、南亚、南美及非洲等地区,基础设施仍在逐步建设完善、工业基础较为薄弱,还处于功能机向智能机或 3G 向 4G 转化阶段,未来对智能机的需求仍然将保持一个较高的增速。因此,布局海外市场将成为各手机品牌/ODM 厂商下一个业绩增长极。

图表 23: 印度、非洲及东南亚手机市场仍将保持高增速



资料来源: iSuppli、中泰证券研究所

图表 24: ODM 厂商正在积极布局海外

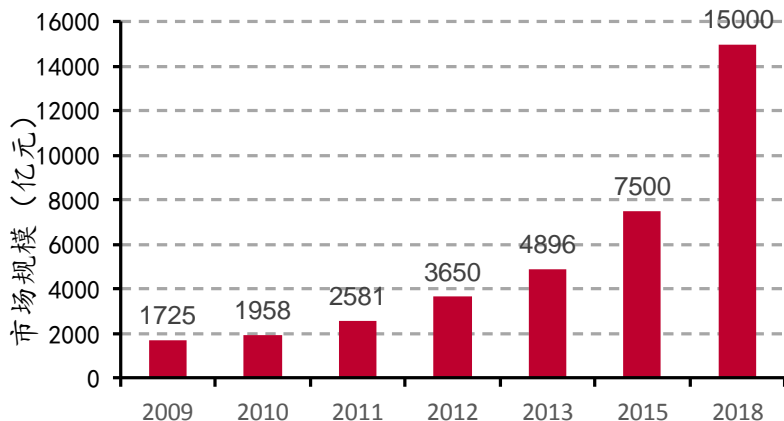
ODM 厂商	海外布局
闻泰	南亚、东南亚、欧洲、南美
华勤	亚洲、非洲、拉美、欧洲
龙旗	北美、欧洲还有亚洲其他地区
天珑	亚洲、欧洲、拉美、非洲

资料来源: 中泰证券研究所

- **物联网相关产品是 ODM 厂商的下一个主要增长点。** 2016 年后,随着无人机,VR (虚拟现实) 产品,智能机器人等物联网相关的相继推出,物联网产品进入爆发的元年。ODM 厂商借助自身在通讯行业积

累的经验 and 优秀的产品设计能力纷纷切入物联网行业，业绩增长后劲十足。

图表 25: 中国物联网市场空间巨大



资料来源: 智研咨询、中泰证券研究所

图表 26: ODM 厂商纷纷切入物联网相关产品

ODM 厂商	新领域的布局或产品
闻泰	乐檬微游戏机 ministation、虚拟现实、车联网、汽车电子、5G、物联网
龙旗	37 度手环、智能机器人
华勤	智能机器人、VR、笔记本

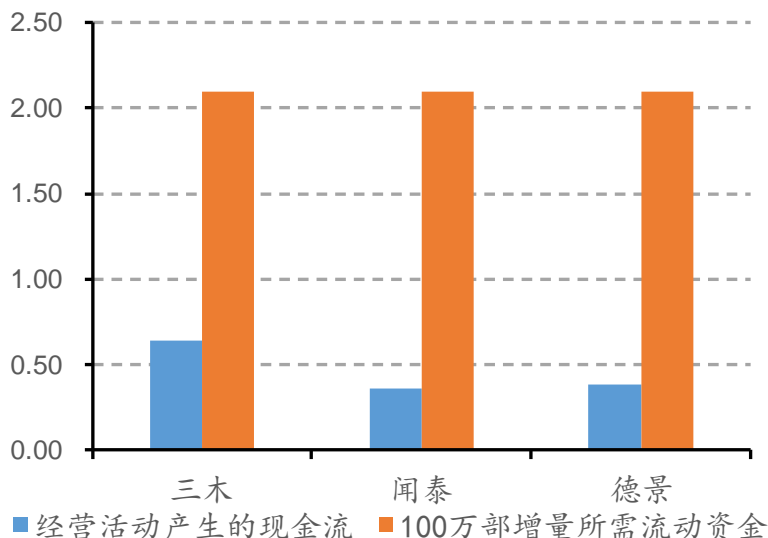
资料来源: 中泰证券研究所

2.3 契合产业趋势，资本助力三木崛起

- 三木智能成立于 2005 年，经过多年的发展，产品设计等多方面已经有了深厚积淀。早期国内手机市场较为混乱，小品牌、白牌、山寨手机众多，账期难以统一或规范。因此，公司选择了较为保守的经营策略，从 2008 年起将业务全部转向海外（海外业务回款周期短）。现在随着国产手机品牌集中度的提高，公司逐步加大国内市场拓展力度。

ODM 厂商现金流普遍较差，单纯依靠经营性积累实现规模扩张较慢。以手机为例，三木每部手机原材料采购成本为 210 元，要实现 100 万部的销售增量，三木至少需要 2.1 亿流动资金的支持，而三木最新两个报告期的年均现金流入只有 6000 万。因此，ODM 厂商仅靠自身现金流的积累，大多难以支撑业务规模的快速扩张。同时，中小企业贷款难，成本高，要实现规模的爆发式增长，充裕低成本资金是必要条件之一。

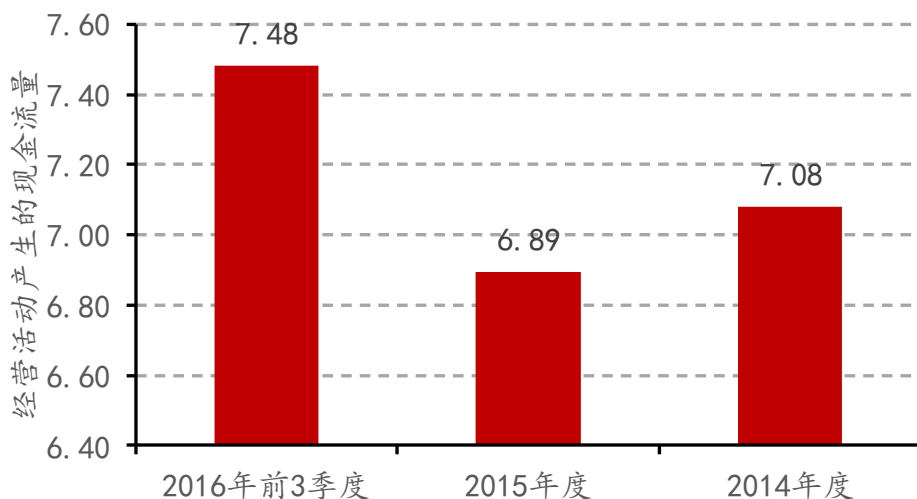
图表 27: ODM 厂商自身现金流难以支撑规模快速扩张 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

珠联璧合，资本助力，为公司扩大规模提供了基础。三木智能目前的资金成本在 8% 以上（银行贷款 6%+担保公司 2%）。而楚天高速本身现金流非常充裕，且拥有多样而便宜的融资方式。根据楚天高速已披露信息分析，经过我们测算，楚天高速 5 亿超短融资金成本低于 3%，加上每年自身营业流入 7 亿、公司债 8 亿，为三木提供流动资金支持，按每年周转 3-4 次计算，大约可以支持三木超过 4000 万台的手机或平板的销售增量，对应营收 100 亿元左右，助力三木业绩爆发。

图表 28: 楚天高速长期保持高经营现金流净流入 (亿元)

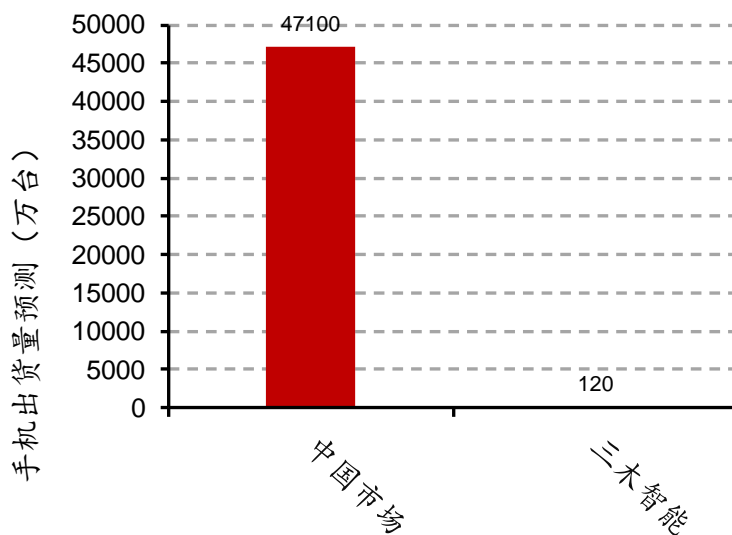


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ 三木智能未来的发展前景有望受益于以下三个方面:

1) 国内市场上, 公司有了楚天高速支持, 有望通过打造精品策略实现爆发式增长。三木智能经过多年的发展沉淀了深厚的产品设计能力, 打造精品机型的能力已经不亚于闻泰、华勤等大 ODM 厂商。未来在母公司的资金支持下, 三木有望将在海外市场积累的深厚研发设计能力带回国内, 打造几款精品机型, 实现爆发式增长。

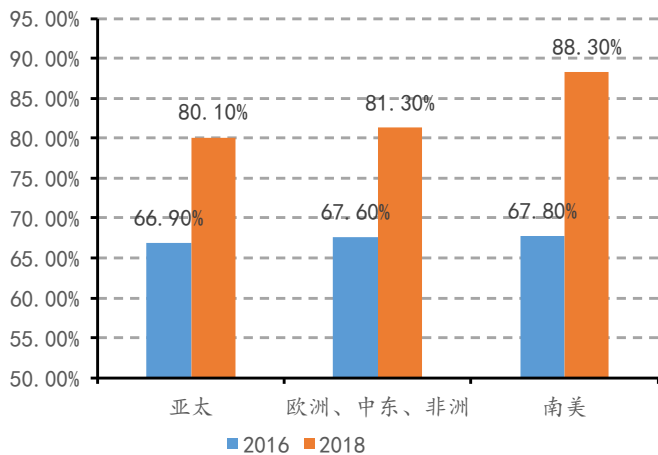
图表 29: 国内的手机市场空间巨大



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

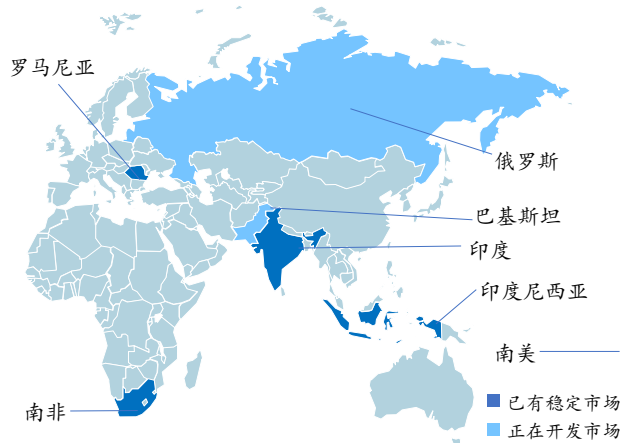
2) 海外市场本身基础就较好, 公司的良好布局有望享受海外市场的高增长。三木智能 2008 年就将全部业务转向海外, 目前海外布局已经非常完备, 在印尼、印度、东欧、南非等国家已经有了稳定的客户。公司的良好布局有望享受海外市场的高速增长, 实现业绩的大幅提升。

图表 30: iSuppli 预测主要区域手机普及率快速提升



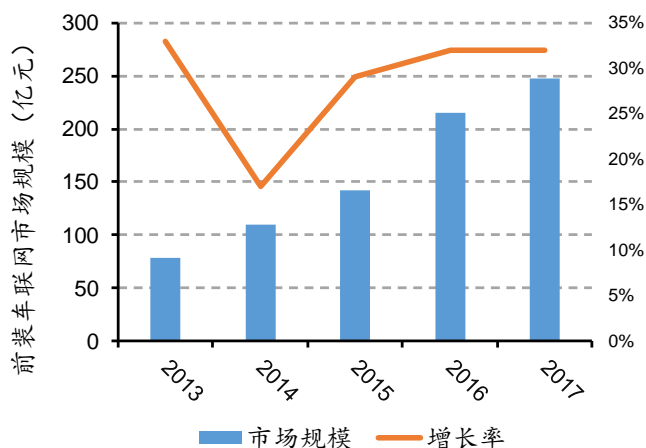
资料来源: iSuppli、中泰证券研究所

图表 31: 三木智能已经提前做好海外布局

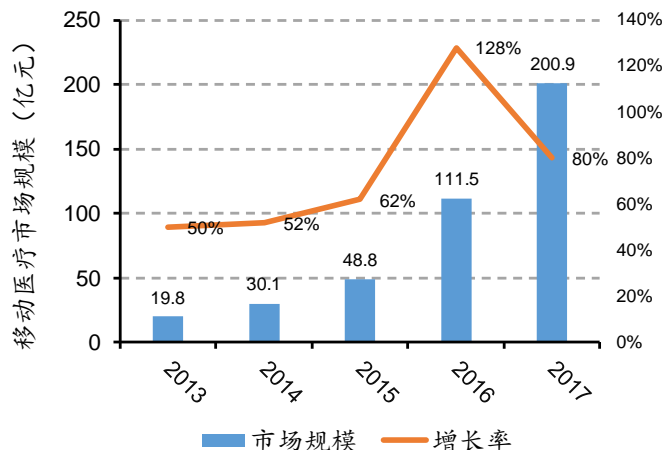


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

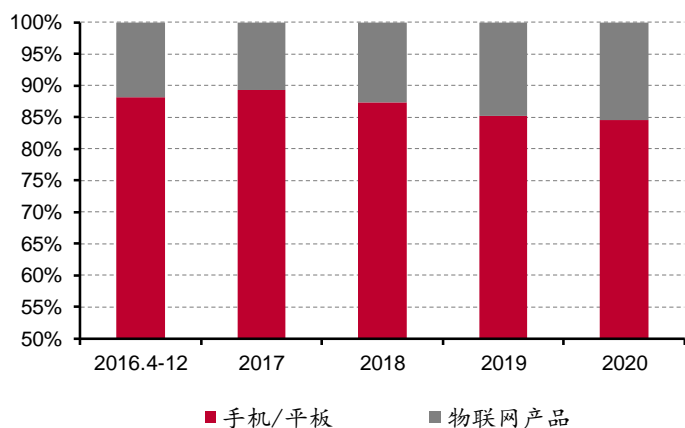
3) 公司在物联网领域的新业务布局未来将逐步放量, 成为公司新的业绩支柱。2016年是物联网的爆发元年, 未来各细分产品出货量将逐步井喷。近年来三木智能选择切入物联网行业, 开始积极布局智能手表、智慧医疗和车联网, 产品有将逐步放量的趋势。14年物联网端在三木的营收占比是5%, 15年是10%, 16年预计是12%。未来公司在新业务的布局将进一步发力放量, 成为公司新的业绩增长极。

图表 32: 我国前装车联网市场规模潜力巨大


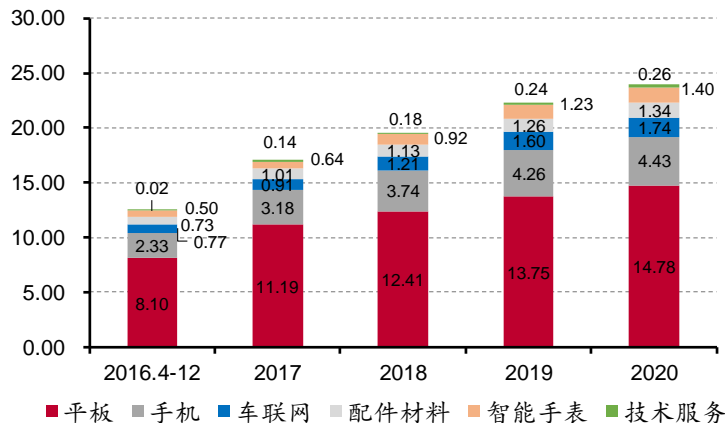
资料来源: HIS、中泰证券研究所

图表 33: 中国移动医疗市场规模将井喷


资料来源: 智研咨询、中泰证券研究所

图表 34: 物联网产品出货量占比逐步提升


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 35: 三木智能各产品线营收预测 (亿元)


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

2.4 激励机制再添保障, 三木业绩有望超预期

- 良好的制度安排确保承诺业绩的实现, 公司业绩有望超预期。三木智能做出了2016-2019年的净利润0.98、1.18、1.4和1.7亿元的承诺, 但在收购方案中, 明确提出会将超过承诺利润的50%以现金奖励给管理

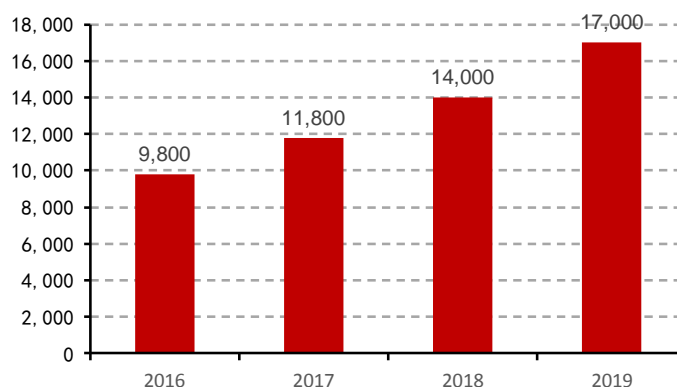
层，以充分激发公司员工的积极性。未来，随着公司国内业务的爆发，海外市场持续高增长，物联网端业务的放量，加上业绩承诺的补偿和合理激励制度的保证，公司业绩有望超预期。

图表 36：三木智能业绩有望超预期



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：三木智能股东业绩承诺（万元）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

三、亏损线路逐步扭亏，主业稳定增长可期

3.1 汉宜高速是基础，麻竹与黄咸路亏损拖累业绩

- 公司主要有三条高速公路，分别为汉宜段、大随段以及黄咸段高速公路。公司目前的收入主要是来自于汉宜高速公路，大随、黄咸高速公路由于建设时间短和断头路等因素影响，目前仍然处于亏损状态。
- **汉宜：**汉宜高速公路是沪渝高速公路（G50）在湖北省内武汉至宜昌的一段，全长 278.86 公里，途径武汉、仙桃、潜江、荆州、宜昌等 9 个县市（区），地理位置优越。
- **黄咸：**黄咸高速公路是武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段和咸宁市东段两者简称，是武汉“1+8”城市圈环线高速公路的重要组成部分。

- **大随**：麻竹高速公路大悟-随州段是湖北省“七纵五横三环”高速公路网中的第一横，横贯湖北中北部的省际通道。

图表 38：汉宜高速路线图

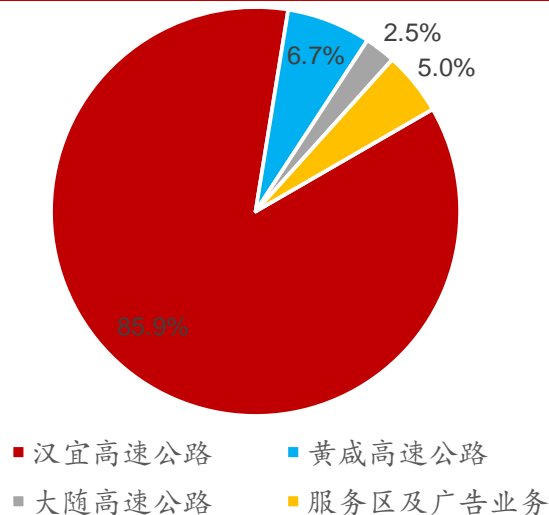


注：大悟至红安、红安至麻城、仙桃至大悟三段尚未通车

资料来源：湖北省已建成高速公路图，中泰证券研究所

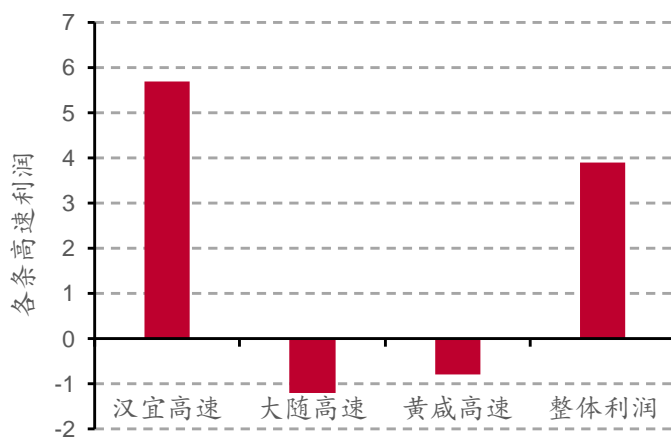
公司目前的营业收入和利润主要由汉宜段高速公路贡献。根据公司历史财务数据和 2016 年前三季度情况，预计公司 2016 年利润在 4 亿元左右。

图表 39：楚天高速营业收入构成



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 40：楚天高速各条高速利润情况



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

3.2 路网建设加速，亏损路线有望逐步扭亏

- **路网建设加速，黄咸段预计 2018 年扭亏。**随着武汉“1+8”城市圈环线高速公路工程的推进，2016 年仙桃段、洪湖段相继通车。而西环的嘉鱼长江大桥和孝感段、北环的麻城高速大悟段由于项目开工较晚，预计 2019 年才能全线通车。我们预计黄咸段 2016 年亏损在 8000 万左右，2018 年有望实现盈亏平衡，2019 年全线通车后黄咸段将逐步进入稳定运营期，净利润有望达到 2-3 亿元。

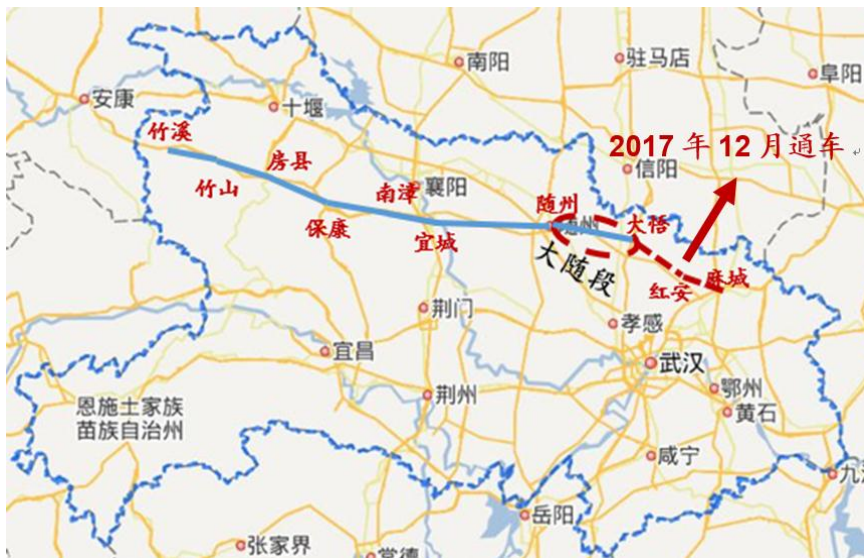
图表 41：武汉城市圈环线高速公路



资料来源：湖北日报，中泰证券研究所

大随段 2017 年年底告别“断头路”，亏损有望逐年减少。过去由于大悟至红安及红安至麻城两段路暂未通车，大随段成为“断头路”，导致亏损。目前上面两段路建设进度明显加快，两段路预计将于 2017 年 12 月先后通车。大随段 2016 年亏损约为 1.1 亿元，2017 年减少至 0.7 亿元，2018 年后随着麻竹高速全线通车，可以进一步减少亏损甚至盈利。

图表 42: 麻竹高速及其情况说明



注：大悟至红安、红安至麻城两段尚未通车

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.3 汉宜高速稳中有升，主业有望保持 15%以上增速

- 汉宜高速营收稳步上升，排湖互通段通车带来新增长。2015 年，汉宜高速车辆通行费收入 10.57 亿元，增长 5.46%。2016 年上半年达 5.36 亿元，同比增长 3.28%，收入增长较为稳定。排湖互通段工程位于仙桃市胡场镇以西，主要承担仙桃西部地区前往武汉方向和宜昌方向的车辆进行交通转换功能。该工程预计将于 2017 年内完工，未来有望进一步增加汉宜高速仙桃区域车流量。

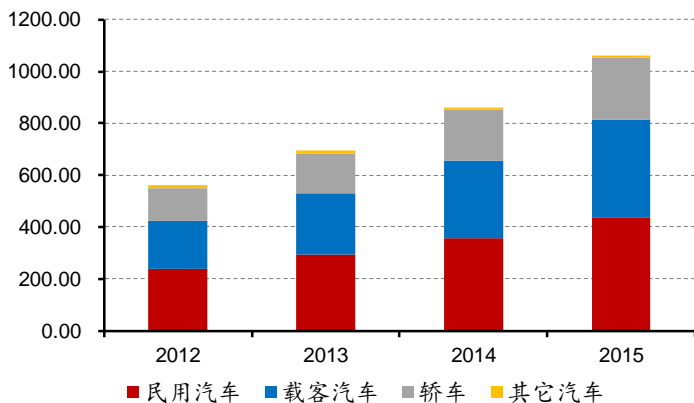
图表 43: 排湖互通段的建成有望提高汉宜高速仙桃区域



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

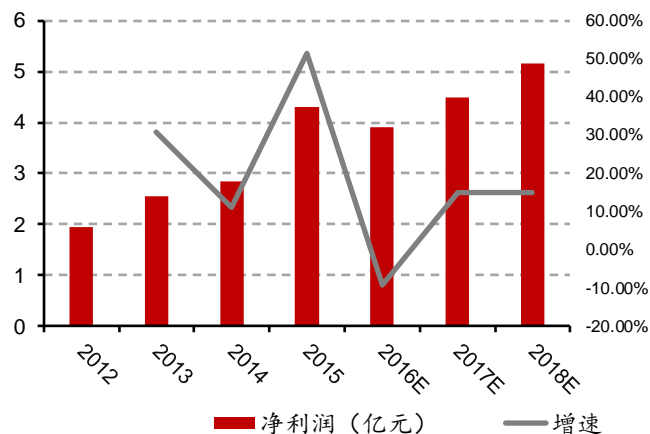
- 随着黄咸段、大随段高速未来逐步扭亏为盈，公司高速主业有望保持 15% 的年均增速。考虑到高速网络的完善和私家车保有量的提高，预计未来汉宜高速营业收入有望保持 5% 的年均增速，为公司持续经营提供了保障。同时考虑到另外两条线路每年扭亏约 8000 万并逐步转为盈利，公司高速公路收费业务未来几年有望维持 15% 以上的年均增速。

图表 44: 湖北省私人汽车拥有量 (单位: 万辆)



资料来源: 湖北省统计局, 中泰证券研究所

图表 45: 公司高速业务净利润预测



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

四、投资建议: 目标价 8.67 元, “买入”评级

- **国改先行者, 坚定转型谋未来:** 公司传统主业是高速公路收费, 属于非竞争性行业, 公司借助收购三木智能, 成功开辟了第二主业, 并顺利推行员工持股计划, 董事长等高管参与, 进一步完善了员工激励机制。公司作为湖北交投唯一上市平台, 为湖北国改重点公司, 对公司的考核内容中包括了市值方面要求, 考虑到传统主业成长性有限, 以及高速公路收费存在年限限制, 公司转型压力较大, 我们认为, 公司存在进一步外延预期。
- **珠联璧合, 三木智能业绩大概超预期:** 三木智能成立于 2005 年, 为第一批专业的手机、平板等电子产品 ODM 厂商, 技术积淀深厚, 前期因为自身现金流及公司经营策略偏保守, 主要做海外市场, 导致发展速度偏慢, 目前年收入规模仅 10 亿元级别, 对应出货量仅几百万部, 考虑到全球智能手机年均 15 亿部、ODM 厂商接近 3 亿部的出货量, 占比极低, 成长空间极大。近年来随着国内市场逐渐规范化, 叠加楚天高速对其收购后, 可以给予其低成本资金支持, 公司将加大国内市场开拓力度, 依托大客户打造精品机型, 有望在国内市场实现爆发式增长, 同时结合公司在海外市场和物联网端的布局, 加上良好的激励机制, 三木智能业绩有望持续超预期。
- **亏损线路逐步扭亏, 主业稳定增长可期:** 公司目前主要有三条公路, 汉宜、大随及黄咸段, 汉宜段是公司目前的主要收入与利润来源, 收入占比超过 90%, 大随及黄线因为断头路等因素影响, 仍处于亏损阶段, 年均合计亏损 1.8-2 亿元左右。大随及黄线上下游线路正在逐步建设, 两条亏损线路有望年均扭亏 6000 万元以上, 同时加上汉宜段每年约 5% 左右的稳定增长, 公司传统业务有望保持 15% 以上的年均增速。
- **投资建议:** 传统主业 15% 以上的年均增速, 收购三木智能业绩有望持续超预期, 我们预计公司 2016/17/18 年净利润为 3.91/6.01/7.86 亿元, 增速为 -9%/53%/31%, 摊薄 EPS 为 0.27/0.41/0.54 元, 当前股价对应 2016/17/18

年 PE 为 21.9/14.3/10.9X，根据分布估值法，考虑到高速公路主业与三木智能三年复合增速，给予高速公路部分 2017 年 20 倍估值，三木智能 2017 年 40 倍估值，对应目标价 8.67 元，进一步考虑到潜在的外延预期，给予“买入”评级。

图表 46：分项收入拆分预测

单位 (亿元)	2016E	2017E	2018E
高速公路	12	12	14
毛利率	70%	72%	74%
手机 ODM		11.00	28.0
毛利率		9.5%	9.0%
平板 ODM		9.00	10.0
毛利率		11.0%	11.0%
车载产品 ODM		0.90	1.20
毛利率		16.0%	16.0%
智能手表 ODM		0.64	0.70
毛利率		27.0%	27.0%
多参仪 PAD 板 ODM		0.30	0.40
毛利率		58.0%	58.0%

来源：中泰证券研究所

五、风险提示：

- **传统主业亏损线路扭亏幅度低预期：**黄咸段与大随段上下端路网建设低于预期，导致车流量低预期，使得公司公司主业增速低预期。
- **三木智能客户拓展进度低预期：**子公司三木智能国产手机品牌客户拓展进度低预期，拖累出货量。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	391	676	1961	3861	营业收入	1231	1200	3384	5430
货币资金	305	406	1324	2519	营业成本	446	360	2203	3967
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	42	42	54	86
应收账款	54	47	144	229	销售费用	2	1	17	26
其他应收款	9	10	25	42	管理费用	60	56	139	218
存货	2	1	7	13	财务费用	241	228	211	156
非流动资产	8512	9161	9735	10537	资产减值损失	-1	0	-1	-1
可供出售金融资产	170	57	76	101	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	25	25	25	25	投资收益	-2	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	438	513	761	978
固定资产	622	693	892	1231	营业外收入	7	3	4	4
在建工程	15	108	254	427	营业外支出	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0	利润总额	445	515	764	982
无形资产	7587	8206	8411	8663	所得税	18	128	167	200
资产总计	8903	9837	11696	14399	净利润	426	388	597	782
流动负债	845	2328	3245	5074	少数股东损益	-3	-4	-4	-4
短期借款	200	938	50	80	归属母公司净利润	430	391	601	786
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	0.30	0.27	0.41	0.54
应付账款	323	496	2390	4213					
其他	322	894	805	781	主要财务比率				
非流动负债	3970	3163	3508	3600	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	2568	2568	2588	2628	成长性				
其他	1402	595	920	972	营业收入增长率	8.9%	-2.5%	182.0%	60.5%
负债合计	4815	5491	6753	8674	营业利润增长率	0.0%	17.0%	48.4%	28.6%
股本	1453	1453	1453	1453	净利润增长率	51.4%	-9.0%	53.6%	30.8%
资本公积	359	359	359	359	盈利能力				
未分配利润	1513	1715	2225	2893	毛利率	63.8%	70.0%	34.9%	26.9%
少数股东权益	22	18	14	10	净利率	34.9%	32.6%	17.8%	14.5%
股东权益合计	4089	4346	4942	5724	ROE	10.6%	9.0%	12.2%	13.7%
负债及权益合计	8903	9837	11696	14399					
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	54.1%	55.8%	57.7%	60.2%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.46	0.29	0.60	0.76
净利润	426	391	601	786	速动比率	0.46	0.29	0.60	0.76
折旧和摊销	53	191	219	254	营运能力				
资产减值准备	-1	2	21	20	资产周转率	13.7%	12.8%	31.4%	41.6%
无形资产摊销	178	155	164	165	应收帐款周转率	2330.9%	2330.2%	3496.0%	2880.1%
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股资料(元)				
财务费用	245	228	211	156	每股收益	0.30	0.27	0.41	0.54
投资损失	2	0	0	0	每股经营现金	0.47	0.66	1.74	1.63
少数股东损益	-3	-4	-4	-4	每股净资产	2.80	2.98	3.39	3.93
营运资金的变动	-152	-334	-1347	-1186	估值比率(倍)				
经营活动产生现金	689	956	2524	2373	PE	20.0	21.9	14.3	10.9
投资活动产生现金	-342	-860	-789	-1042	PB	2.1	2.0	1.7	1.5
融资活动产生现金	-527	5	-817	-136					
现金净变动	-179	101	918	1195					
现金的期初余额	479	305	406	1324					
现金的期末余额	300	406	1324	2519					

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。