

2011年8月15日

楚天高速

上半年净利润同比下降 11%

A
持有 (▼买入)

600035.SS - 人民币 4.44

目标价格: 人民币 4.00 (▼6.75)

杜建平

(8610) 6622 9079

dujian.ping@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	(8)	(17)	(24)
相对新华富时A50指数(%)	(10)	(1)	(8)	(19)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	932
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	2,193
3个月日均交易额(人民币 百万)	16
净负债比率(%) (2011E)	73
主要股东(%)	
湖北省高速公路集团	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

2011年上半年, 由于公司的公路运输受到多重因素的不利影响, 省内车辆通行费收入呈现不同程度下降, 公司实现营业收入4.78亿元人民币, 与上年同期基本持平; 同时受通胀和资本开支影响, 公司营业成本、管理费用和财务费用分别上涨14.4%、28.7%和78.6%, 营业总成本同比上涨18.5%, 公司营业利润同比下降10.73%, 营业利润率同比下降6.8个百分点; 归属于母公司股东的净利润为2.02亿元(每股收益0.22元), 同比下降11%。公司在建工程规模较大, 未来资本开支继续加大。公司二季度业绩低于我们之前的预期, 我们将2011-12年每股收益下调至0.402和0.418元人民币。基于10倍2011年市盈率, 我们将公司目标价下调至4.00元人民币, 将公司评级下调为**持有**。

业绩要点

- 车辆通行费出现下降。公司98%左右的营业收入来源于汉宜高速的车辆通行费收入。从公司2011年1-4月车辆通行数据看, 前4个月车辆通行费收入同比增长4.2%, 折算全程交通量同比增长则达到约19.8%, 但车流量增速出现逐月下滑趋势, 通行费收入更是自2月份以来出现负增长。我们估算公司二季度车辆通行费同比下降幅度应在5%左右。车辆通行费的未来趋势需要密切观察。
- 公司上半年资本开支达到了15.7亿人民币, 财务费用同比增长了78.6%。未来随着公司其他重点在建项目的继续推进, 公司资本开支仍将保持较大规模, 公司负债率和财务费用都将上升。
- 麻竹高速公路(麻城-竹溪)大悟至随州段自2011年6月28日开始试运营收费, 收费年限为30年, 总投资为22.8亿人民币, 运营初期将对公司的盈利增长形成压力。
- 公司控股股东未来注入资产预期大。

估值

- 基于10倍2011年市盈率, 我们将公司目标价由6.75元下调至4.00元人民币, 将公司评级下调为**持有**。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	772	967	987	1,107	1,308
变动(%)	8	25	2	12	18
净利润(人民币 百万)	321	401	374	389	463
全面摊薄每股收益(人民币)	0.345	0.430	0.402	0.418	0.497
变动(%)	6.6	24.8	(6.5)	3.9	18.9
市场预测每股收益(人民币)	-	0.474	0.570	0.660	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.522	0.588	-
调整幅度(%)	-	-	(23.1)	(29.0)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.344	0.428	0.400	0.416	0.495
变动(%)	8.3	24.5	(6.6)	4.0	19.0
全面摊薄市盈率(倍)	12.9	10.3	11.0	10.6	8.9
核心市盈率(倍)	12.9	10.4	11.1	10.7	9.0
每股现金流量(人民币)	0.46	0.80	0.64	0.69	0.83
价格/每股现金流量(倍)	9.6	5.6	6.9	6.4	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.0	9.9	9.0	7.7
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.072	0.075	0.089
股息率(%)	1.8	1.8	1.6	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩和估值

2011年上半年，由于公司的公路运输受到多重因素的不利影响，省内路网通行费收入均呈现不同程度下降，公司实现营业收入人民币 4.70 亿元，与上年同期基本持平；同时，受通胀影响，公司营业成本和管理费用分别上涨 14.4% 和 28.7%，公司期内资本开支较大，财务费用同比上涨 78.6%，公司营业总成本同比上涨 18.5%，使公司营业利润同比下降 10.73%，营业利润率同比下降 4.2 个百分点；归属于母公司股东的净利润为 2.02 亿元（每股收益 0.22 元），同比下降 11%。公司在建工程规模较大，未来资本开支继续加大。公司二季度业绩低于我们之前的预期，我们将 2011-12 年每股收益下调至 0.402 和 0.418 元人民币。基于 10 倍 2011 年市盈率，我们将公司目标价下调至 4.00 元人民币，将公司评级下调为 **持有**。

图表 2.11 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动%
营业收入	478.38	478.43	0.0
营业成本	(135.15)	(154.61)	14.4
营业税金及附加	(16.49)	(17.04)	3.3
销售费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(11.57)	(14.90)	28.7
财务费用	(12.18)	(21.76)	78.6
资产减值损失	(0.27)	0.11	(139.6)
营业总成本	(175.66)	(208.20)	18.5
投资收益	0.00	0.00	n.a.
营业利润	302.72	270.23	(10.7)
营业外收入	1.24	0.03	(97.9)
营业外支出	(0.14)	(0.01)	(92.9)
税前利润	303.83	270.25	(11.1)
所得税	(75.84)	(67.95)	(10.4)
税后利润	227.99	202.30	(11.3)
少数股东损益	0.25	(0.30)	(223.7)
净利润	227.74	202.60	(11.0)
全面摊薄每股收益(元)	0.244	0.217	(11.0)
主要比率(%)			
毛利率	68.3	64.1	
营业利润率	63.3	56.5	
净利率	47.6	42.3	
净资产收益率	8.23	6.55	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 11 年 2 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 2 季度	11 年 2 季度	同比变动%
营业收入	235.23	221.76	(5.7)
营业成本	(67.14)	(80.69)	20.2
营业税金及附加	(8.34)	(7.92)	(5.1)
销售费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(5.70)	(6.65)	16.7
财务费用	(6.43)	(13.24)	106.0
资产减值损失	(0.27)	0.11	(139.6)
营业总成本	(87.88)	(108.40)	23.4
投资收益	0.00	0.00	n.a.
营业利润	147.35	113.36	(23.1)
营业外收入	0.92	0.00	(100.0)
营业外支出	(0.14)	0.00	(100.0)
税前利润	148.13	113.36	(23.5)
所得税	(36.87)	(28.67)	(22.2)
税后利润	111.27	84.69	(23.9)
少数股东损益	0.27	0.01	(95.3)
净利润	111.00	84.68	(23.7)
全面摊薄每股收益(元)	0.12	0.09	(23.7)

主要比率(%)			
毛利率	67.9	60.0	
营业利润率	62.6	51.1	
净利率	47.2	38.2	
净资产收益率	3.94	2.68	

资料来源：公司数据，中银国际研究

二季度车辆通行费同比下降

公司 98%左右的营业收入来源于汉宜高速的车辆通行费收入。从公司 2011 年 1-4 月车辆通行数据看，前 4 个月车辆通行费收入同比增长 4.2%，折算全程交通量同比增长则达到约 19.8%，但车流量增速出现逐月下滑趋势，通行费收入更是自 2 月份以来出现负增长态势。我们估算公司二季度车辆通行费同比下降幅度应在 5%左右。车辆通行费的未来趋势需要密切观察。

图表 4. 公司汉宜高速运营和收入数据

年度	汉宜高速			
	折合全程车流量		车辆通行费收入	
	(车次:千)	同比(%)	(人民币, 百万)	同比(%)
2006 年	2,901.12	8.18	611.6	
2007 年	3,221.00	11.03	715.4	16.97
2008 年	3,430.90	6.52	705.4	(1.40)
2009 年	3,830.31	11.64	756	7.17
2010 年	4,407.24	15.06	947.4	25.32
2011 年 1-4 月	1,775.67	19.80	330.57	4.22
2011 年上半年			470.275	0.4

资料来源：公司数据，中银国际研究

资本开支加大，财务费用上涨快

公司上半年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到了 15.7 亿人民币，财务费用同比增长了 78.6%。麻竹高速公路(麻城-竹溪)大悟至随州段自 2011 年 6 月 28 日开始试运营收费，收费年限为 30 年，总投资为 22.8 亿人民币，运营初期将对公司的盈利增长形成压力。

未来随着公司其他重点在建项目的继续推进，公司资本开支仍将保持较大规模，公司负债率和财务费用都将上升。这些项目主要包括十房高速公路(十堰-房县)十堰至房县段、武汉城市圈环线高速公路(黄石-咸宁)黄石至大冶段、沪渝高速公路武汉至宜昌段新建服务区以及武汉市圈环线高速公路咸宁段等，总投资在 80 亿左右。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	772	967	987	1,107	1,308
销售成本	(293)	(351)	(394)	(475)	(560)
经营费用(包括折旧及摊销)	95	107	102	130	136
息税折旧前利润	574	723	694	763	884
折旧及摊销	(148)	(167)	(166)	(202)	(221)
经营利润(息税前利润)	426	556	528	560	663
净利息收入/(费用)	(1)	(25)	(31)	(43)	(48)
其他收益/(损失)	0	2	2	2	2
税前利润	426	533	499	519	617
所得税	(105)	(132)	(125)	(130)	(154)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	321	401	374	389	463
核心净利润	321	399	373	388	461
每股收益(人民币)	0.345	0.430	0.402	0.418	0.497
核心每股收益(人民币)	0.344	0.428	0.400	0.416	0.495
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.072	0.075	0.089
收入增长(%)	8	25	2	12	18
息税前利润增长(%)	1	30	(5)	6	18
息税折旧前利润增长(%)	3	26	(4)	10	16
每股收益增长(%)	7	25	(7)	4	19
核心每股收益增长(%)	8	24	(7)	4	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	391	621	62	545	1,151
应收帐款	14	15	15	17	20
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	190	475	533	642	758
流动资产总计	594	1,110	610	1,205	1,929
固定资产	2,965	4,891	6,275	6,623	6,952
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	177	5	5	5	5
长期资产总计	3,147	4,902	6,286	6,634	6,962
总资产	3,741	6,012	6,896	7,838	8,891
应付帐款	18	490	548	632	740
短期债务	900	600	800	1,000	1,200
其他流动负债	58	246	271	306	355
流动负债总计	976	1,336	1,620	1,938	2,295
长期借款	100	1,500	1,800	2,100	2,400
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	932	932	932	932	932
储备	1,733	2,059	2,360	2,683	3,079
股东权益	2,665	2,990	3,291	3,615	4,011
少数股东权益	0	185	185	185	185
总负债及权益	3,741	6,012	6,896	7,838	8,891
每股帐面价值(人民币)	2.86	3.21	3.53	3.88	4.30
每股有形资产(人民币)	2.85	3.20	3.53	3.87	4.30
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	1.59	2.72	2.74	2.63

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	426	533	499	519	617
折旧与摊销	148	167	166	202	221
净利息费用	1	25	31	43	48
运营资本变动	(40)	149	25	7	39
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(102)	(129)	(125)	(130)	(154)
经营活动产生的现金流	432	744	596	642	771
购买固定资产净值	(550)	(1,869)	(1,550)	(550)	(550)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(174)	346	0	0	0
投资活动产生的现金流	(724)	(1,523)	(1,550)	(550)	(550)
净增权益	0	11	0	0	0
净增债务	610	1,100	500	500	500
支付股息	(121)	(75)	(75)	(67)	(70)
其他融资现金流	(21)	(32)	(30)	(41)	(45)
融资活动产生的现金流	468	1,004	395	391	385
现金变动	176	225	(559)	483	605
期初现金	215	390	621	62	545
公司自由现金流	(316)	(779)	(948)	95	228
权益自由现金流	293	294	(485)	549	672

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	74.3	74.8	70.4	68.9	67.6
息税前利润率	55.2	57.5	53.5	50.6	50.7
税前利润率	55.2	55.1	50.6	46.9	47.1
净利率	41.6	41.4	37.9	35.1	35.4
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.8	0.4	0.6	0.8
利息覆盖率	237.0	20.2	14.8	12.8	12.7
净权益负债率(%)	22.9	46.7	73.0	67.2	58.4
速动比率	0.6	0.8	0.4	0.6	0.8
估值(倍)					
市盈率	12.9	10.3	11.0	10.6	8.9
核心业务市盈率	12.9	10.4	11.1	10.7	9.0
目标价对应核心业务市盈率	11.6	9.3	10.0	9.6	8.1
市净率	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
价格/现金流	9.6	5.6	6.9	6.4	5.4
企业价值/息税折旧前利润	8.0	8.0	9.9	9.0	7.7
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	5.1	5.3	5.5	5.3	5.1
应付帐款周转天数	8.4	95.9	192.0	194.5	191.4
回报率(%)					
股息支付率	23.2	18.6	18.0	18.0	18.0
净资产收益率	12.5	14.2	11.9	11.3	12.1
资产收益率	9.6	8.6	6.1	5.7	5.9
已运用资本收益率	13.1	12.5	9.4	8.6	9.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测