

楚天高速 (600035)

中性/维持评级

股价: RMB3.43

分析师

周晔

SAC 执业证书编号:S1000510120029

(021)6849 8570

zhouye@mail.htlhsc.com.cn

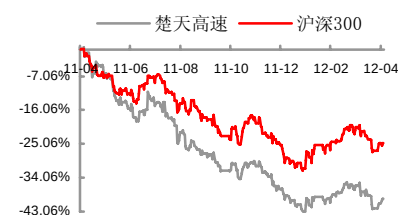
相关研究

《大随高速或致成本飙升》
(2011/10/31)
《2 季度收入下滑》
(2011/08/15)
《公路行业月度动态》
(2011/06/30)
《长期潜力犹在, 短期成本攀升》
(2011/04/28)
《收入劲增, 成本略高》
(2011/04/19)
《1月车流靓丽, 长期增长可期》

基础数据

总股本 (百万股)	932
流通 A 股 (百万股)	932
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,196

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

成本增幅超出预期

- **楚天高速年报业绩低于预期。**楚天高速 2011 年营业收入同比减少 1.8%至 9.5 亿元, 营业利润同比减少 21.1%至 4.2 亿元, 归属于上市公司股东的净利润同比减少 26.1%至 2.96 亿元。基本每股收益为 0.32 元, 低于我们此前预测的 0.38 元, 主要原因是大随高速通车后折旧/摊销、财务等成本的增幅超出预期。公司拟每股派现 0.21 元 (含税)。
- **车流量低迷可能持续。**公司没有披露汉宜高速车流量逐月变动的数据, 但从全年收费及管理层分析来看, 汉宜高速车流量低迷的态势可能延续至 2012 年, 原因是: 1. 国内经济增速短期内难以反弹, 不能支撑车流量增长。2. 省内路网日趋完善, 周边道路的分流效应将会继续放大。
- **财务费用进一步上升。**2011 年, 大随高速的提前通车大大推升了公司的折旧/摊销成本以及财务费用。其中财务费用同比翻两番达到 1 亿元, 高于我们此前预测的 9100 万元。考虑到公司在建项目仍需投入大量资金, 包括十房高速 (仍需约 30 亿元)、黄咸高速 (仍需约 12 亿元)、新建服务区 (仍需约 1 亿元), 我们预计公司 **2012 年的财务费用可能进一步上升至接近 2 亿元。**
- **下调盈利预测。**由于大随高速及将要通车的十房高速短期内难以扭亏为盈, 即将通车的汉宜高速短期内也有可能冲击汉宜高速的车流, 我们对公司 2012-2014 年的收入增长保持谨慎 (见盈利预测表)。结合高企的财务费用, 我们在上次下调的基础上, 进一步下调 2012-2014 年的盈利预测, 预计 EPS 为 0.34/0.37/0.43 元。如果公司恢复披露 2011 年及以后的月度经营数据, 我们将据以调整盈利预测。
- **维持“中性”评级。**我们预计该股 2012 年的市盈率为 10 倍, 但盈利增长前景不明朗, 因此维持对其“中性”评级。建议关注公司折旧/摊销会计调整的进度及母公司资产注入的进展。
- **风险提示:** 汉宜高速受分流影响加剧; 汉宜高速收费标准下调。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	949.9	1045.0	1118.0	1196.0
(+/-%)	-1.7	10.0	7.0	7.0
归属母公司净利润(百万元)	295.5	316.0	343.0	400.0
(+/-%)	-26.1	6.9	8.5	16.6
EPS(元)	0.32	0.34	0.37	0.43
P/E(倍)	10.8	10.1	9.3	8.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1253	1302	1358	1424	营业收入	950	1045	1118	1196
现金	764	840	899	962	营业成本	364	371	391	390
应收账款	1	1	1	1	营业税金及附加	34	37	40	43
其他应收款	8	17	14	18	营业费用	0	0	1	1
预付账款	442	442	442	442	管理费用	31	31	35	37
存货	0	0	0	0	财务费用	103	172	173	175
其他流动资产	37	2	2	2	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	8282	12047	15859	16110	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	304	304	304	989	营业利润	418	432	478	552
无形资产	5408	7246	9085	8924	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	2571	4497	6470	6197	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	9535	13349	17217	17534	利润总额	419	433	479	552
流动负债	1931	5330	8754	8572	所得税	124	118	136	153
短期借款	541	3911	7276	7083	净利润	295	315	343	399
应付账款	848	865	912	908	少数股东损益	0	0	-1	-1
其他流动负债	542	553	567	581	归属母公司净利	296	316	343	400
非流动负债	4037	4137	4237	4337	EBITDA	714	766	813	888
长期借款	4037	4137	4237	4337	EPS (元)	0.32	0.34	0.37	0.43
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	5968	9467	12992	12910	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	356	355	355	354	成长能力				
股本	932	932	932	932	营业收入	-1.7%	10.0%	7.0%	7.0%
资本公积	880	880	880	880	营业利润	-21.1%	3.5%	10.5%	15.5%
留存收益	1399	1715	2059	2458	归属母公司净利	-26.1%	6.9%	8.8%	16.4%
归属母公司股	3211	3527	3871	4270	获利能力				
负债和股东权	9535	13349	17217	17534	毛利率(%)	61.7%	64.5%	65.0%	67.4%
现金流量表					净利率(%)	31.1%	30.2%	30.7%	33.4%
单位: 百万元					ROE(%)	9.2%	9.0%	8.9%	9.4%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	5.0%	4.0%	3.1%	3.5%
经营活动现金	585	668	735	737	偿债能力				
净利润	295	315	343	399	资产负债率(%)	62.6%	70.9%	75.5%	73.6%
折旧摊销	194	161	161	161	净负债比率(%)	76.72	85.02	88.62	88.46
财务费用	103	172	173	175	流动比率	0.65	0.24	0.16	0.17
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.65	0.24	0.16	0.17
营运资金变动	-10	19	57	2	营运能力				
其他经营现金	3	0	0	0	总资产周转率	0.12	0.09	0.07	0.07
投资活动现金	-2842	-3885	-3968	-406	应收账款周转率	613	1288	1271	1271
资本支出	2806	1921	1968	406	应付账款周转率	0.60	0.43	0.44	0.43
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-36	-1964	-2000	0	每股收益(最新)	0.32	0.34	0.37	0.43
筹资活动现金	2401	3293	3291	-268	每股经营现金流	0.63	0.72	0.79	0.79
短期借款	-59	3370	3365	-193	每股净资产(最	3.45	3.79	4.15	4.58
长期借款	2537	100	100	100	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	10.81	10.12	9.30	7.99
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	1.00	0.91	0.83	0.75
其他筹资现金	-78	-178	-173	-175	EV/EBITDA	10	10	9	8
现金净增加额	143	76	59	63					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。