

高速公路III

李超 S0960108082702

021-62178345

lichao@cjis.cn

楚天高速

600035

推荐

3 月份运营数据跟踪点评

公司今日公布 2010 年 3 月份运营数据：折算全程交通量 384727 架次、日均混合交通量 12411 架次，同比增长 34.5%。折算全程交通量环比增长 6.39%、日均混合交通量环比下降 3.9%。大型和特大型车比重 27.1%、相比 2 月份提高了 1 个百分点。

投资要点：

- **3 月份低基数和贯通效应双重叠加、运营数据增长强劲。**①同比增速较高主要是低基数和贯通效应的双重叠加，去年同期受金融危机影响、3 月份的日均混合交通量只有 9225 架次、为 09 年以来单月流量第二低点（另一最低点发生在去年 6 月份，为 9155 架次）。②月度天数差异造成了环比增速的不一致：折算全程是月度总交通量，因此环比增速是名义上的，需要按天数进行调整（3 月份有 31 天、比 2 月份多了 3 天）才具有实际意义，调整后的折算全程环比增速与日均混合环比增速一致，均下降 3.9%；我们分析这种下降主要受 2 月份是春节这一季节因素影响、一般高速公路春节后车流量环比都会出现下降。③1-3 月份的数据初步验证了贯通效应：1、2、3 月份环比增速分别为 9.8%、9.5%、-3.9%，1-3 月份累计同比增速在 17% 左右。结合 3 月份大型和特大型车比重继续提升这一现象，我们分析贯通效应得到初步验证。
- **武荆高速的负面影响将低于此前预期。**我们此前分析武荆高速开通将会产生两个负面影响：一方面是对存量的分流，由于两条线路中间所经过的城市不同，对存量的分流主要体现在武汉和宜昌这两个城市之间的直通车流；另一方面是对增量的分流，会分流部分川渝出来北上的车流，但不会分流前往长三角和中国南部车流。但 1 月中旬我们了解到收费标准并现场调研后，对这一观点进行了修正，我们分析由于收费价格可能远高于汉宜，武荆高速的通车基本不会对汉宜产生大的影响，公司将会接纳大部分的沪蓉西高速增量车辆。
- **大股东资产注入承诺有望为公司提供新的增长动力。**为支持公司投资“十堰-房县”高速公路项目，大股东承诺在 2-3 年内取得湖北交通运输厅的支持，向公司注入优质公路资产项目。
- **维持“推荐”评级，近期目标价 8.3 元。**我们暂时维持 2009-2011 年 0.34、0.46 和 0.53 元/股的盈利预测，待武荆高速开通后再根据后续运营数据予以调整。我们维持“推荐”的评级，考虑高速公路板块估值中枢，近期目标价 8.3 元/股、对应 2010 年 18 倍 PE。

6-12 个月目标价： 8.30 元

当前股价： 7.23 元

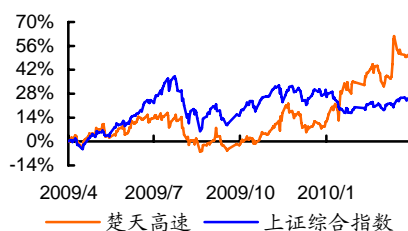
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3129.26
总股本(百万)	932
流通股本(百万)	932
流通市值(亿)	67
EPS (TTM)	0.32
每股净资产 (元)	2.67
资产负债率	16.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
楚天高速	8.40	31.69	50.31
上证综合指数	3.84	-4.42	8.11



相关报告

《楚天高速-2 月份运营数据波澜不惊、贯通效应仍待验证》2010-3-4

《楚天高速-1 月份运营数据基本符合预期》2010-2-8

《楚天高速-沪渝高速的贯通将提升公司盈利和估值》2010-1-15

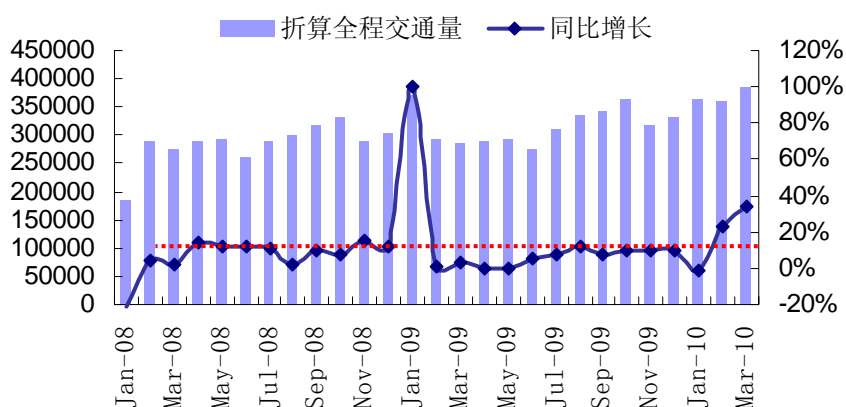
《楚天高速-沪渝高速的贯通效应大于武荆高速的分流影响》2009-6-2

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	717	744	961	1105
同比(%)	-1%	4%	29%	15%
归属母公司净利润(百万元)	302	307	428	496
同比(%)	13%	2%	40%	16%
毛利率(%)	65.5%	63.8%	67.9%	69.2%
ROE(%)	12.1%	11.5%	14.4%	15.0%
每股收益(元)	0.32	0.33	0.46	0.53
P/E	22.32	21.98	15.74	13.57
P/B	2.71	2.52	2.26	2.04
EV/EBITDA	12	13	10	9

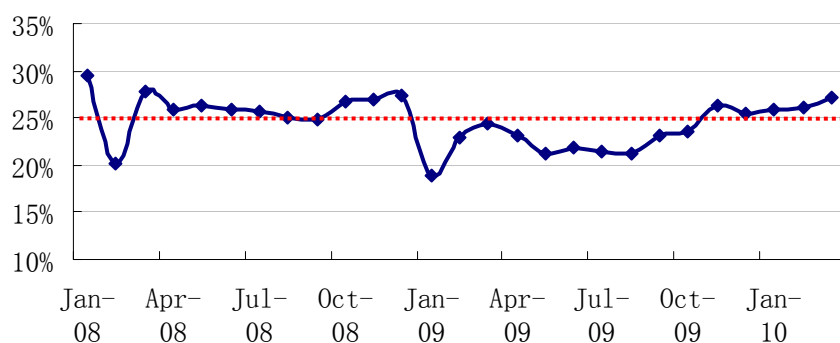
资料来源：中投证券研究所

图 1: 汉宜高速折算全程车流量变化(月度数据, 截至 2010 年 3 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 2: 汉宜高速大型和特大型车比例(月度数据, 截至 2010 年 3 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

表 1: A 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 10/4/6	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
000429.SZ	粤高速 A	5.92	18.50	19.54	19.75	16.72	2.19	1.93	1.83	1.79
000828.SZ	东莞控股	8.81	49.63	26.20	19.88	17.08	3.43	3.10	3.10	3.10
000900.SZ	现代投资	24.42	17.07	14.35	12.92	12.41	2.88	2.57	2.25	2.01
600012.SH	皖通高速	7.45	17.87	18.18	17.53	16.14	2.48	2.32	2.19	2.06
600033.SH	福建高速	7.82	14.82	19.24	21.35	22.60	2.95	2.60	2.28	2.15
600035.SH	楚天高速	7.23	22.59	21.05	14.15	12.90	2.71	2.50	2.15	1.88
600269.SH	赣粤高速	7.94	8.45	16.23	14.38	13.02	1.29	2.10	1.89	1.67
600350.SH	山东高速	5.95	16.12	20.24	16.33	13.55	2.26	2.14	1.99	1.85
600377.SH	宁沪高速	8.07	26.16	20.18	17.00	15.27	2.55	2.43	2.32	2.22
600548.SH	深高速	6.35	27.49	24.10	20.48	18.22	1.98	1.88	1.64	1.57
601107.SH	四川成渝	9.12	42.84	35.96	28.20	25.11	4.02	3.56	3.42	3.13
	中值		18.50	20.18	17.53	16.14	2.55	2.43	2.19	2.01
	均值		23.78	21.39	18.36	16.64	2.61	2.47	2.28	2.13

资料来源: Wind、中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	230	513	186	121
现金	215	500	169	100
应收账款	1	0	0	0
其它应收款	7	6	7	8
预付账款	7	8	9	10
存货	0	0	0	0
其他	0	0	1	2
非流动资产	2748	3488	4897	6313
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2721	2647	2565	2478
无形资产	6	6	6	6
其他	21	835	2327	3829
资产总计	2979	4001	5084	6433
流动负债	491	529	505	730
短期借款	390	390	390	608
应付账款	11	13	15	17
其他	90	125	100	105
非流动负债	0	800	1600	2400
长期借款	0	800	1600	2400
其他	0	0	0	0
负债合计	491	1329	2105	3130
少数股东权益	0	0	0	0
股本	932	932	932	932
资本公积	880	880	880	880
留存收益	675	861	1166	1491
归属母公司股东权益	2487	2673	2978	3303
负债和股东权益	2979	4001	5084	6433

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	389	436	515	614
净利润	302	307	428	496
折旧摊销	140	92	92	92
财务费用	22	13	14	24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	36	-31	1
其它	-1	-12	12	-0
投资活动现金流	-74	-817	-1511	-1506
资本支出	75	817	1510	1505
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-0	-1	-1
筹资活动现金流	-189	666	665	824
短期借款	80	0	0	218
长期借款	0	800	800	800
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-269	-134	-135	-194
现金净增加额	126	285	-331	-69

资料来源：中投证券研究所

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	717	744	961	1105
营业成本	247	269	308	341
营业税金及附加	26	27	35	40
营业费用	0	0	0	0
管理费用	24	26	34	39
财务费用	22	13	14	24
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	402	409	571	662
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	404	409	571	662
所得税	103	102	143	165
净利润	302	307	428	496
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	307	428	496
EBITDA	564	513	676	778
EPS (元)	0.32	0.33	0.46	0.53

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-1.2%	3.8%	29.2%	15.0%
营业利润	-0.4%	1.7%	39.6%	16.0%
归属于母公司净利润	12.6%	1.6%	39.6%	16.0%
获利能力				
毛利率	65.5%	63.8%	67.9%	69.2%
净利率	42.1%	41.2%	44.5%	44.9%
ROE	12.1%	11.5%	14.4%	15.0%
ROIC	11.9%	9.5%	9.1%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	16.5%	33.2%	41.4%	48.7%
净负债比率	79.39%	89.56%	94.51%	96.09%
流动比率	0.47	0.97	0.37	0.17
速动比率	0.47	0.97	0.37	0.17
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.21	0.21	0.19
应收账款周转率	1519	1576	-	-
应付账款周转率	5.23	21.90	21.35	21.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.33	0.46	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.47	0.55	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.87	3.20	3.55
估值比率				
P/E	22.32	21.98	15.74	13.57
P/B	2.71	2.52	2.26	2.04
EV/EBITDA	12	13	10	9

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。理学学士、管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

覆盖公司: 大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、楚天高速、皖通高速、宁沪高速、四川成渝、现代投资、赣粤高速、澳洋顺昌、亚通股份、新宁物流等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434