

高速公路III

李超 S0960108082702

021-62178345

lichao@cjis.cn

楚天高速

600035

推荐

业绩符合预期、贯通效应初步显现

公司今日公布2009年报：营业收入7.72亿，同比增长7.59%；营业利润4.03亿，同比增长0.23%；归属上市公司的净利润2.99亿、同比增长-0.87%。基本每股收益0.32元，业绩基本符合市场预期。分红方案：拟每10股派发现金0.8元（含税）。

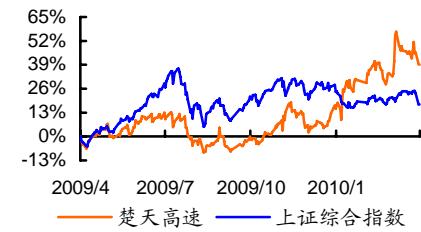
投资要点：

- **2009年车流量和收入持续增长，但成本的快速增加侵噬了利润。**09年汉宜高速折算全程日均车流量增长11.2%，虽然由于货车比重的下滑、单车收入下降了3.56%，但通行费收入仍然增长了7.23%。但由于折旧摊销以及人员薪酬等成本的上升，营业成本增加了4560余万、增幅18.46%，导致营业利润仅增长了0.23%。
- **2010年1-3月份的数据初步验证了贯通效应。**今年1、2、3月份车流量的环比增速分别为9.8%、9.5%、-3.9%，1-3月份累计同比增速在17%左右。结合1-3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较大影响，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。
- **大随和十房项目陆续开工、进展顺利。**大随和十房项目分别长83和65公里，预算投资分别为38.3亿和49.7亿。截至2009年底，大随和十房项目分别完成投资7亿和2亿元，占各自总预算的18.3%和4%。由于施工周期分别为42和48个月，大随和十房高速短期内将处于建造阶段，财务费用可以资本化，不会对公司的盈利能力造成大的影响。
- **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。**我们暂时维持公司2010-2011年每股0.46和0.53元的盈利预测，待武荆高速开通后再根据后续运营数据予以调整。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。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	717	772	996	1146
同比(%)	-1%	8%	29%	15%
归属母公司净利润(百万元)	302	300	430	498
同比(%)	13%	-1%	43%	16%
毛利率(%)	65.5%	62.0%	66.3%	67.7%
ROE(%)	12.1%	11.3%	14.5%	15.1%
每股收益(元)	0.32	0.32	0.46	0.53
P/E	22.32	22.44	15.66	13.52
P/B	2.71	2.53	2.26	2.04
EV/EBITDA	12	13	10	9

资料来源：中投证券研究所



相关报告

《楚天高速-3月份运营数据跟踪点评》

2010-4-12

《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

一、合并利润表比较

表 1：2008 年和 2009 年合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2008 年	2009 年	同比变动	重大项目大幅变动原因
一、营业总收入	71706.41	77152.05	7.59%	
其中：营业收入	71706.41	77152.05	7.59%	折算全程日均车流量增长 11.2%
二、营业总成本	31504.76	36858.03	16.99%	
其中：营业成本	24727.23	29290.84	18.46%	折旧和摊销、人员薪酬增加等
营业税金及附加	2595.16	2761.97	6.43%	--
营业费用	0.00	0.00	--	--
管理费用	2393.48	2491.13	4.08%	--
财务费用	2215.79	2276.34	2.73%	--
资产减值损失	-426.88	37.74	--	--
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	--	--
投资收益	0.00	0.00	--	--
三、营业利润	40201.64	40294.01	0.23%	
加：营业外收入	349.54	121.53	-65.23%	--
减：营业外支出	118.68	44.74	-62.30%	--
四、利润总额	40432.50	40370.81	-0.15%	
减：所得税	10255.98	10452.50	1.92%	--
五、净利润	30176.52	29918.31	-0.86%	
少数股东损益	4.25	7.86	84.94%	--
归属于母公司所有者净利润	30172.27	29910.44	-0.87%	--
六、每股收益(元)	0.324	0.321	-0.87%	

资料来源：公司资料、中投证券研究所

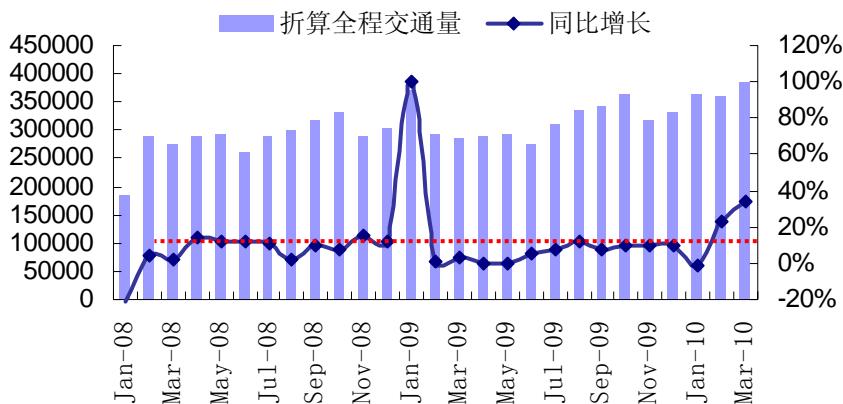
二、汉宜高速运营数据

表 2：2009 年汉宜高速通行费收入、日均流量和单车收入情况

路段	公司权益	通行费收入 (千元)	同比	折算全程 日均流量	同比	单车收入 (元)	同比
汉宜高速	100%	756,472	7.23%	10478	11.19%	197.8	-3.56%

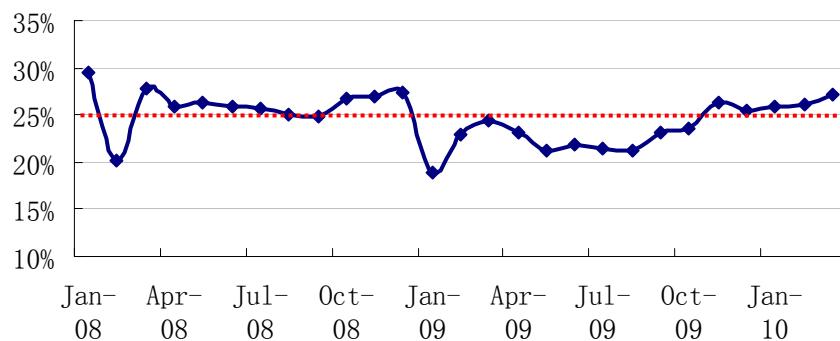
资料来源：公司资料、中投证券研究所

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 3：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 10/4/21	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
000429.SZ	粤高速 A	5.75	17.97	18.98	19.19	16.24	2.13	1.88	1.78	1.74
000828.SZ	东莞控股	8.02	45.18	23.85	18.10	15.55	3.12	2.82	2.82	2.82
000900.SZ	现代投资	22.39	15.65	13.15	11.85	11.38	2.64	2.36	2.06	1.84
600012.SH	皖通高速	6.72	16.12	16.40	15.84	14.28	2.23	2.09	1.98	1.85
600033.SH	福建高速	7.23	13.71	17.79	19.74	20.90	2.73	2.40	2.11	1.99
600035.SH	楚天高速	7.14	22.31	20.72	13.23	11.87	2.67	2.47	2.12	1.83
600269.SH	赣粤高速	7.47	7.95	15.27	13.53	12.25	1.22	1.98	1.78	1.57
600350.SH	山东高速	5.72	15.50	19.46	15.70	13.03	2.17	2.05	1.91	1.78
600377.SH	宁沪高速	7.65	24.80	19.13	16.12	14.36	2.41	2.31	2.22	2.11
600548.SH	深高速	5.98	25.89	22.69	19.29	17.16	1.86	1.77	1.54	1.48
601107.SH	四川成渝	9.05	42.51	35.69	27.98	24.92	3.99	3.53	3.39	3.10
中值			17.97	19.13	16.12	14.36	2.41	2.31	2.06	1.84
均值			22.51	20.28	17.32	15.63	2.47	2.33	2.16	2.01

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	2009	2010E	2011E
流动资产	230	508	219	222
现金	215	494	200	200
应收账款	1	0	0	0
其它应收款	7	6	7	9
预付账款	7	9	10	11
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	3996	5116	6534
流动负债	491	530	540	832
短期借款	390	390	423	708
应付账款	11	15	17	19
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	1330	2140	3232
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	854	1164	1490
归属母公司股东权益	2487	2666	2976	3302
负债和股东权益	2979	3996	5116	6534

现金流量表

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	389	440	520	621
净利润	302	300	430	498
折旧摊销	140	92	92	92
财务费用	22	23	17	29
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	36	-31	1
其它	-1	-11	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	655	697	885
短期借款	80	0	33	285
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	-145	-136	-200
现金净增加额	126	279	-294	0

资料来源：中投证券研究所

利润表

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	717	772	996	1146
营业成本	247	293	335	371
营业税金及附加	26	28	36	41
营业费用	0	0	0	0
管理费用	24	27	35	40
财务费用	22	23	17	29
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	400	574	664
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	404	400	574	664
所得税	103	100	143	166
净利润	302	300	430	498
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	300	430	498
EBITDA	564	515	682	786
EPS (元)	0.32	0.32	0.46	0.53

主要财务比率

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-1.2%	7.6%	29.2%	15.0%
营业利润	-0.4%	-0.4%	43.3%	15.8%
归属于母公司净利润	12.6%	-0.5%	43.3%	15.8%
获利能力				
毛利率	65.5%	62.0%	66.3%	67.7%
净利率	42.1%	38.9%	43.2%	43.5%
ROE	12.1%	11.3%	14.5%	15.1%
ROIC	11.9%	9.5%	9.2%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	16.5%	33.3%	41.8%	49.5%
净负债比率	79.39%	89.48%	94.54%	96.16%
流动比率	0.47	0.96	0.41	0.27
速动比率	0.47	0.96	0.41	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.20
应收账款周转率	1519	1635	-	-
应付账款周转率	5.23	22.73	21.35	21.00
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.32	0.46	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.47	0.56	0.67
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.86	3.19	3.54
估值比率				
P/E	22.32	22.44	15.66	13.52
P/B	2.71	2.53	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±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。

免责条款

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，旨为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，但我们将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

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

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

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