

一季报业绩如期增长，维持“强烈推荐”评级

——楚天高速（600035）

2010年4月28日

强烈推荐/维持

楚天高速

财报点评

银国宏
执业证书编号：S1480207120048
联系人：周宁
zhouning@dxzq.net.cn 010-6650 7318

事件：

楚天高速 27 日晚间公布了 2010 年一季度财务报告：公司一季度实现主营业务收入 243,148,717.18 元，同比增长 31.53%，实现营业利润 155,378,974.04 元，同比增长 40.3%，归属母公司净利润 116,753,022.76 元，同比增长 40.88%，每股收益 0.13 元，同比增长 44%。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入（百万元）	179.15	184.53	180.46	184.87	177.48	198.38	210.80	243.15
增长率（%）	5.44%	0.83%	-10.94%	6.90%	-0.93%	7.50%	16.81%	31.53%
毛利率（%）	69.48%	68.08%	56.41%	69.43%	64.22%	63.23%	52.59%	72.04%
期间费用率（%）	7.65%	2.07%	9.40%	5.94%	7.03%	5.80%	6.03%	4.78%
营业利润率（%）	58.08%	62.37%	45.71%	59.90%	53.59%	53.83%	42.84%	63.90%
净利润（百万元）	77.84	85.43	63.02	82.86	71.35	80.15	64.83	116.73
增长率（%）	19.11%	9.22%	7.76%	9.79%	-8.34%	-6.18%	2.86%	40.87%
每股盈利（季度，元）	0.084	0.092	0.068	0.089	0.077	0.086	0.070	0.125
资产负债率（%）	16.28%	16.55%	16.49%	17.94%	21.50%	25.20%	28.76%	32.62%
净资产收益率（%）	3.13%	3.52%	2.53%	3.22%	2.70%	3.08%	2.43%	3.95%
总资产收益率（%）	2.62%	2.94%	2.12%	2.65%	2.12%	2.31%	1.73%	2.66%

评论：

积极因素：

- **一季度收入创公司单季度历史新高。**受益于沪蓉西高速公路贯通带来的正效应，公司一季度收入达2.43亿元，同比增长31.53%，环比15.34%，创公司单季度历史新高，从增长幅度来看基本符合我们此前预期。
- **一季度公司车流量增势喜人，运行情况月高月新。**沪蓉西高速于今年1月18日实现全线双向通车后，汉宜高速贯通效应明显，1、2、3月份日均车流量同比增速分别为-1.33%、23.19%、34.54%，特别是大型车以上车型（大型车+特大型车）车流同比分别增长35.2%、39.7%、49.3%，大型车和特大型车的增速处于持续提升局面，增长势头符合我们之前对行业和公司态势的判断：即在2009年汽车销售火爆导致汽车保有量大幅度增加、沪蓉西贯通和经济恢复增长等因素下，公司2010年面临业绩大幅度上一个新的台阶的局面是比较确定。

- **一季度毛利率大幅增长。**受益于收入的大幅增长，公司一季度毛利率水平大幅上升至72%，较2009年提升了约10个百分点。

业务展望：

- **从车流量增长趋势来看，后阶段收入同比增幅或再创新高。**前三个月汉宜高速车流量同比增速-1.33%、23.19%、34.54%，单月增速呈逐月攀升态势，反映出沪蓉西通车路网效应逐渐增强。我们预计后阶段车流量同比增速维持3月份同比增长水平或高于此水平的概率较大。从一季度车流量平均增幅18.8%来看，一季度收入增长幅度为31.5%，显示车流增长对收入影响的弹性较大。据此测算，若后阶段车流增速维持在30%以上水平，我们预计对应收入规模增长幅度将有望达到50%。
- **后续会计政策或有调整有助毛利水平再提升。**按照公司目前计提折旧的情况来看，存在前期折旧过重，公司可能会考虑在2010年下半年对折旧政策进行调整，以合理反映经营期限内的经营成果。以目前车流量增长看，几乎成为必然。折旧若做调整，盈利能力仍有提升的空间。
- **商业土地开发、资产注入等事项值得积极关注。**除沪蓉西高速贯通效应之外，公司2010年还将演绎更多故事，包括十堰500亩商业土地开发的落实、折旧政策的调整降低年度折旧费用、大股东承诺的资产注入开始启动、公司在建项目资金渴求而启动再融资等等。

盈利预测

不考虑资产注入等事项，预计公司2010年至2011年实现主营业务收入10.66亿元和12.28亿元，净利润分别为5.5亿元和6.7亿元，对应每股收益分别从0.60元和0.73元。

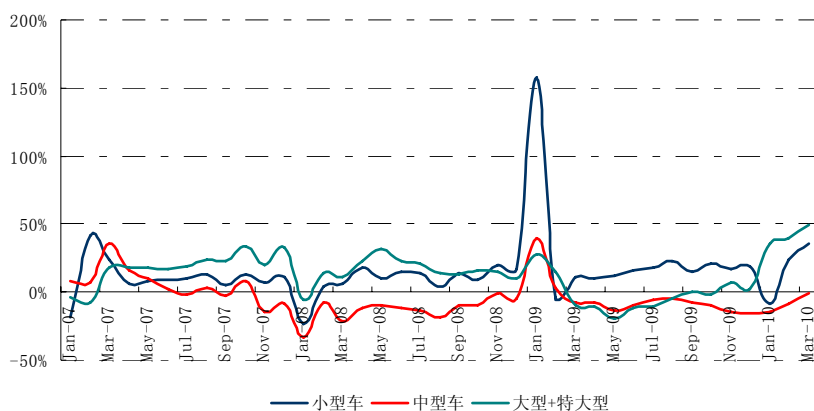
投资建议

公司当前股价对应2010、2011年动态PE为11.5倍、9.5倍，估值处于行业和A股市场最低水平。在当前市况下，公路资产具有较好的防御性特性，我们维持“强烈推荐”投资评级，目标价9.6元，对应2010年16倍市盈率水平。

表 1：楚天高速盈利预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	717.06	761.33	1,066.62	1,228.54
(+/-)%	-1.22	6.17	40.10	15.18
净利润（百万元）	301.72	322.02	550.99	672.43
(+/-)%	12.60	6.73	71.10	9.22
每股净收益（元）	0.32	0.35	0.60	0.73
净资产收益率（%）	12.52	12.75	18.65	20.81
PE	19.98	18.72	12.1	9.9

资料来源：东兴证券

图 1：汉宜高速不同车型结构车流量增长情况


资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表 2：汉宜高速日均混合车流量增长

年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2007	7582	9968	8792	8481	8485	7762	8485	9524	9688	9964	8452	8794
	-11.1%	23.5%	24.6%	10.5%	10.4%	9.8%	9.8%	13.5%	7.2%	16.5%	9.0%	12.2%
2008	5985	10002	8959	9689	9476	8431	9418	9739	10637	10725	9701	9798
	-21.1%	0.3%	1.9%	14.2%	11.7%	8.6%	11.0%	2.3%	9.8%	7.6%	14.8%	11.4%
2009	11949	10484	9225	9902	9492	9155	10097	10897	11491	11821	10652	10737
	99.6%	4.8%	3.0%	2.2%	0.2%	8.6%	7.2%	11.9%	8.0%	10.2%	9.8%	9.6%
2010	11790	12915	12411									
	-1.3%	23.2%	34.5%									

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表 3：汉宜高速各车型结构比较

		小型车	中型车	大型车	特大型车	大型合计
2005	12月	52.5%	17.3%	18.9%	11.4%	30.3%
	1月	60.8%	16.1%	16.2%	6.9%	23.1%
2006	2月	57.8%	17.5%	18.4%	6.3%	24.7%
	12月	56.3%	20.1%	12.2%	11.3%	23.5%
2007	1月	55.5%	19.7%	13.6%	11.2%	24.9%
	2月	66.3%	15.3%	12.9%	5.6%	18.5%
	12月	55.9%	16.3%	11.2%	16.5%	27.7%
2008	1月	53.7%	16.7%	12.9%	16.7%	29.5%
	2月	66.3%	13.5%	12.4%	7.8%	20.2%
	12月	58.6%	14.0%	10.4%	16.9%	27.3%
2009	1月	69.4%	11.7%	10.2%	8.8%	18.9%
	2月	63.2%	13.7%	12.7%	10.3%	23.0%
	12月	63.8%	10.8%	8.2%	17.2%	25.4%

2010	1 月	63.9%	10.1%	9.2%	16.7%	26.0%
	2 月	63.7%	10.2%	9.3%	16.8%	26.1%
	3 月	63.6%	9.3%	10.9%	16.2%	27.1%

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

周宁

管理学硕士，已通过 CFA（特许金融分析师）考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。