

高速公路III

署名人: 李超

执业证书编号: S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

楚天高速

600035

强烈推荐

贯通效应有望促使车流量和业绩持续增长

公司公布2010年中报: 营业收入4.78亿, 同比增长32%; 营业利润3.03亿, 同比增长47.1%; 归属上市公司的净利润2.28亿, 同比增长47.6%。基本每股收益0.24元, 业绩基本符合市场预期。

投资要点:

- 受益车流量和货车比重提升、公司营业收入快速增长。2010年上半年折算全程日均车流量增长20.2%、货车比重提高3.7个百分点。1-6月份车流量的同比增速分别为-1.3%、23.2%、34.5%、24.7%、23.0%、16.3%。1-6月份大型和特大型车比重在25%-27%之间波动、基本处于2006年以来的最高水平, 累积从去年同期的22%提高到25.7%。上半年的这种高增长部分原因是经济活动的恢复, 部分受益于沪渝国家高速的全线贯通, 我们分析贯通效应将在未来几年逐渐显现。
- 武荆高速由于较高的收费标准对汉宜高速分流有限。今年5月28日, 武荆高速正式通车, 客车的收费标准是0.55元/公里, 比汉宜高速的0.44元/公里高出25%, 货车的收费标准一致。我们分析这仅会对武汉汉口地区和宜昌之间的直通货车和在武汉沿京珠高速北上的过路货车形成分流。我们分析6、7月份车流量以及收入同比增速快速回落是同比基数抬高、长江上游洪水、武荆高速分流这几个因素共同作用的结果。
- 大随和十房项目进展顺利。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52.6亿。截至报告期末, 大随和十房项目分别累计完成投资12.96亿和6.39亿元, 占各自总预算的34%和12%。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“强烈推荐”评级, 目标价格8.5元。我们预测公司2010-2012年每股收益0.50、0.60和0.65元。维持“强烈推荐”评级, 6-12个月目标价8.5元/股、对应2010年17倍PE。

风险提示: 资产注入进程缓慢、宏观经济波动、汉宜高铁竣工后的分流

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	772	1067	1296	1465
同比(%)	8%	38%	22%	13%
归属母公司净利润(百万元)	299	463	557	607
同比(%)	-1%	55%	20%	9%
毛利率(%)	62.0%	70.2%	72.3%	72.9%
ROE(%)	11.2%	15.2%	16.3%	15.9%
每股收益(元)	0.32	0.50	0.60	0.65
P/E	19.19	12.38	10.30	9.45
P/B	2.15	1.88	1.68	1.51
EV/EBITDA	11	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《楚天高速-7月份运营数据跟踪点评》

2010-8-10

《楚天高速-5月份运营数据跟踪点评》

2010-6-10

《楚天高速-业绩符合预期、贯通效应初步显现》2010-4-21

《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 1：2009 年和 2010 年中期合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2009H1	2010H1	同比变动	重大项目大幅变动原因
一、营业总收入	36234.40	47837.84	32.02%	
其中：营业收入	36234.40	47837.84	32.02%	车流量和单车收入均有较大增长
二、营业总成本	15649.28	17565.51	12.24%	
其中：营业成本	12001.17	13514.53	12.61%	车流量法折旧
营业税金及附加	1302.59	1649.08	26.60%	收入大幅增长
营业费用	0.00	0.00	--	--
管理费用	1200.81	1157.17	-3.63%	--
财务费用	1144.71	1218.08	6.41%	--
资产减值损失	0.00	26.65	--	--
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	20585.12	30272.32	47.06%	
加：营业外收入	14.71	124.18	744.19%	--
减：营业外支出	1.81	14.00	--	--
四、利润总额	20598.02	30382.50	47.50%	
减：所得税	5177.10	7583.94	46.49%	--
五、净利润	15420.92	22798.56	47.84%	
少数股东损益	-4.91	24.61	--	--
归属于母公司所有者净利润	15425.83	22773.95	47.64%	--
六、每股收益(元)	0.166	0.244	47.64%	

资料来源：公司报表

二、汉宜高速运营数据

表 2：2010年上半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%	468,350	31.62%	11953	20.2%	216.48	10.1%

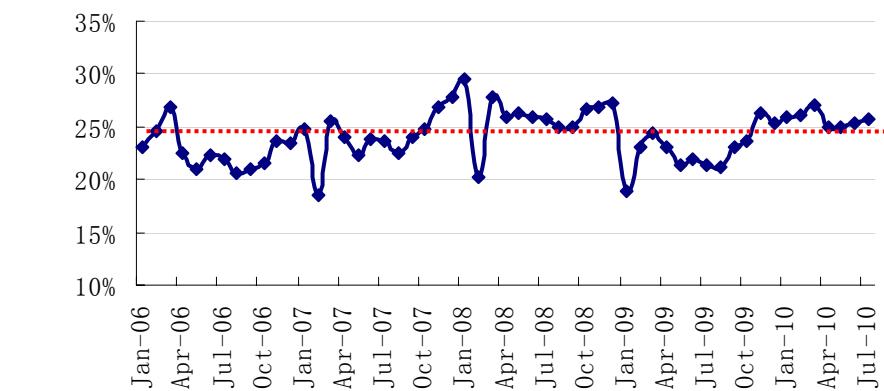
资料来源：公司报表

图 1：汉宜高速折算全程车流量变化(月度数据，截至 2010 年 7 月)



资料来源：公司公告

图 2：汉宜高速大型和特大型车比例(月度数据，截至 2010 年 7 月)



资料来源：公司公告

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 2010/8/18	P/E				P/B			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
000429.SZ	粤高速 A	5.44	17.00	17.26	20.11	19.85	2.01	1.78	1.71	1.65
000828.SZ	东莞控股	7.28	41.01	21.65	17.80	15.26	2.84	2.56	2.47	2.26
000900.SZ	现代投资	19.95	13.95	11.72	10.49	10.17	2.35	2.10	1.84	1.64
600012.SH	皖通高速	5.93	14.22	14.47	13.84	12.33	1.97	1.85	1.74	1.62
600033.SH	福建高速	4.17	7.91	10.26	17.08	17.06	1.57	1.39	1.05	0.99
600035.SH	楚天高速	6.16	19.25	17.88	12.78	10.73	2.31	2.13	1.88	1.67
600269.SH	赣粤高速	6.30	6.70	12.68	10.88	10.13	1.03	1.69	1.49	1.34
600350.SH	山东高速	4.98	13.50	16.94	13.21	11.21	1.89	1.79	1.63	1.50
600377.SH	宁沪高速	6.94	22.50	17.35	14.40	12.60	2.19	2.09	2.01	1.91
600548.SH	深高速	5.03	21.77	19.09	16.63	14.37	1.57	1.49	1.30	1.25
601107.SH	四川成渝	7.19	33.77	28.35	22.23	19.18	3.17	2.80	2.69	2.42
中值			17.00	17.26	14.40	12.60	2.01	1.85	1.74	1.64
均值			19.23	17.06	15.41	13.90	2.08	1.97	1.80	1.66

资料来源：Wind

附：财务预测表
单位：百万元
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	594	132	138	143
应收账款	390	100	100	100
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	12	14	18	20
存货	190	16	18	20
其他	0	0	0	0
非流动资产				
长期投资	3147	4548	5928	7215
固定资产	174	174	174	174
无形资产	2602	2491	2380	7029
其他	6	6	6	5
资产总计	3741	4681	6066	7358
流动负债				
短期借款	976	1526	2540	3447
应付账款	900	1413	2450	3350
其他	13	14	16	18
非流动负债				
长期借款	63	99	74	79
其他	100	100	100	100
负债合计	1076	1626	2640	3547
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	853	1242	1614	1998
归属母公司股东权益	2665	3054	3426	3810
负债和股东权益	3741	4681	6066	7358

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	431	830	754	980
折旧摊销	299	463	557	607
财务费用	148	111	111	214
投资损失	23	58	106	158
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-40	206	-33	-0
投资活动现金流				
资本支出	-724	-1500	-1500	-1500
长期投资	550	1500	1500	1500
其他	-174	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
长期借款	510	513	1037	900
普通股增加	100	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-348	-0	-0	-0
现金净增加额	176	-290	0	0

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	772	1067	1296	1465
营业成本	293	318	359	397
营业税金及附加	28	37	45	51
营业费用	0	0	0	0
管理费用	25	35	43	48
财务费用	23	58	106	158
资产减值损失	0	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	403	618	743	810
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	404	618	743	810
所得税	105	154	186	202
净利润	299	463	557	607
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	299	463	557	607
EBITDA	573	787	960	1183
EPS(元)	0.32	0.50	0.60	0.65

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	7.6%	38.2%	21.5%	13.0%
营业利润	0.2%	53.4%	20.2%	9.0%
归属于母公司净利润	-0.9%	55.0%	20.2%	9.0%
获利能力				
毛利率	62.0%	70.2%	72.3%	72.9%
净利率	38.8%	43.5%	43.0%	41.5%
ROE	11.2%	15.2%	16.3%	15.9%
ROIC	10.2%	11.9%	11.2%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	28.8%	34.7%	43.5%	48.2%
净负债比率	92.95%	93.02%	96.58%	97.26%
流动比率	0.61	0.09	0.05	0.04
速动比率	0.61	0.09	0.05	0.04
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.25	0.24	0.22
应收账款周转率	691	738	731	707
应付账款周转率	24.04	23.07	23.58	23.33
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.50	0.60	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.89	0.81	1.05
每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.28	3.68	4.09
估值比率				
P/E	19.19	12.38	10.30	9.45
P/B	2.15	1.88	1.68	1.51
EV/EBITDA	11	8	6	5

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

研究团队简介

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

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

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