

2010年8月19日

楚天高速

业绩符合预期

买入
A 600035.SS - 人民币 6.16
 目标价格: 人民币 7.30 (↓8.10)

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	12	4	(3)	22
相对新华富时A50指数(%)	35	(3)	(4)	38

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	932
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	3,071
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%)	22
主要股东(%)	
湖北省高速公路集团	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

2010年上半年, 公司实现营业收入 4.78 亿元, 同比增长 32.0%; 实现净利润 2.28 亿元, 每股收益 0.24 元, 同比增长 41.2%, 业绩符合我们此前预期。我们维持对公司 2010-12 年每股收益预测分别为 0.448 元、0.522 元和 0.588 元。基于 14 倍 11 年市盈率, 我们将目标价从 8.10 元下调至 7.30 元, 维持其买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年业绩快速增长。
- 对武荆高速分流持谨慎态度。
- 在建项目进展顺利。

评级面临的主要风险

- 在建项目进程的不确定性。
- 新路分流影响尚不明确。

估值

- 我们维持对公司 2010-12 年每股收益预测分别为 0.448 元、0.522 元和 0.588 元。基于 14 倍 11 年市盈率, 我们将目标价从 8.10 元下调至 7.30 元, 维持其买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	717	772	898	998	1,099
变动(%)	(1)	8	16	11	10
净利润(人民币 百万)	301	321	417	487	549
全面摊薄每股收益(人民币)	0.323	0.344	0.448	0.522	0.588
变动(%)	12.4	6.6	30.0	16.7	12.5
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.489	0.582	0.568
核心每股收益(人民币)	0.318	0.344	0.447	0.522	0.587
变动(%)	8.5	8.3	29.9	16.7	12.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.1	17.9	13.8	11.8	10.5
核心市盈率(倍)	19.4	17.9	13.8	11.8	10.5
每股现金流量(人民币)	0.42	0.46	0.61	0.67	0.73
价格/每股现金流量(倍)	14.8	13.3	10.1	9.2	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	10.8	9.0	8.1	7.4
每股股息(人民币)	0.130	0.080	0.179	0.209	0.235
股息率(%)	2.1	1.3	2.9	3.4	3.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年快速增长，下半年持谨慎态度

2010 年上半年，公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 32.0%；实现净利润 2.28 亿元，每股收益 0.24 元，同比增长 41.2%，业绩符合我们此前预期。上半年通行费收入实现了快速增长，除了受益于宏观经济持续恢复引起车流量的回升，09 年底沪蓉西线断头路的贯通，使公司大货车实现快速增长。报告期内，公司实现了较好的成本控制，营业成本仅同比增加 12.6%，毛利率从去年同期的 66.9%提高至今年的 71.8%。

我们预计，汉宜高速下半年将保持稳定增长，然而由于今年 5 月底开通的武汉-荆州高速与汉宜高速是平行路段，我们对其可能产生的分流影响持谨慎态度。从车流量情况分析，汉宜高速 5-7 月份流量增幅持续下降，从 5 月份的同比增长 23%下降至 7 月的 9.9%。同时，考虑到主要道路维护成本将在下半年计入成本，我们认为，公司下半年业绩增幅可能将小于上半年。

图表 2.2010 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
营业收入	362.3	478.4	32.0
营业成本	120.0	135.1	12.6
营业税金及附加	13.0	16.5	26.9
毛利润	229.3	326.8	42.5
管理费用	12.0	11.6	(3.3)
经营利润	217.3	315.2	45.1
资产减值损失	0.0	0.0	n.m
财务费用	11.4	12.2	7.0
营业外收入	0.1	1.2	1100.0
营业外支出	0.0	0.0	n.m
税前利润	206.0	304.2	47.7
所得税	51.8	75.8	46.3
少数股东损益	(0.1)	0.2	n.m
归属于母公司所有者的净利润	154.3	228.2	47.9
每股收益	0.170	0.240	41.2

资料来源：公司数据

在建项目顺利推进

上半年，大随高速项目完成投资 6.93 亿元，累计完成投资 12.96 亿元，占总投资概算的 34%；十房高速项目完成投资 4.39 亿元，累计完成投资 6.39 亿元，占通投资概算的 12.2%。

估值

我们维持对公司 2010-12 年每股收益预测分别为 0.448 元、0.522 元和 0.588 元。基于 14 倍 11 年市盈率，我们将目标价从 8.10 元下调至 7.30 元，维持其**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	717	772	898	998	1,099
销售成本	(247)	(293)	(296)	(305)	(314)
经营费用(包括折旧及摊销)	90	96	92	88	72
息税折旧前利润	559	575	694	781	858
折旧及摊销	(140)	(149)	(150)	(152)	(155)
经营利润(息税前利润)	420	426	543	628	703
净利息收入/(费用)	(23)	(1)	12	21	30
其他收益/(损失)	7	0	1	0	(1)
税前利润	404	426	556	649	731
所得税	(103)	(105)	(139)	(162)	(183)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	301	321	417	487	549
核心净利润	296	321	417	486	548
每股收益(人民币)	0.323	0.344	0.448	0.522	0.588
核心每股收益(人民币)	0.318	0.344	0.447	0.522	0.587
每股股息(人民币)	0.130	0.080	0.179	0.209	0.235
收入增长(%)	(1)	8	16	11	10
息税前利润增长(%)	(5)	1	28	16	12
息税折旧前利润增长(%)	(2)	3	21	13	10
每股收益增长(%)	12	7	30	17	13
核心每股收益增长(%)	9	8	30	17	13

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	215	391	548	680	849
应收帐款	8	14	16	18	19
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	7	190	192	197	203
流动资产总计	230	594	756	895	1,072
固定资产	2,740	2,965	3,365	3,761	4,156
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	3	177	177	177	177
长期资产总计	2,748	3,147	3,547	3,944	4,338
总资产	2,979	3,741	4,303	4,838	5,410
应付帐款	18	18	21	24	28
短期债务	390	900	800	700	600
其他流动负债	84	58	73	85	97
流动负债总计	491	976	895	809	725
长期借款	0	100	400	700	1,000
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	932	932	932	932	932
储备	1,555	1,733	2,076	2,397	2,753
股东权益	2,487	2,665	3,008	3,329	3,685
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,979	3,741	4,303	4,838	5,410
每股帐面价值(人民币)	2.67	2.86	3.23	3.57	3.95
每股有形资产(人民币)	2.66	2.85	3.22	3.57	3.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.19	0.65	0.70	0.77	0.80

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	404	426	556	649	731
折旧与摊销	140	149	150	152	155
净利息费用	23	1	(12)	(21)	(30)
运营资本变动	(72)	(40)	15	7	8
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(105)	(103)	(139)	(161)	(181)
经营活动产生的现金流	389	432	570	626	683
购买固定资产净值	(75)	(550)	(550)	(550)	(551)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(174)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(74)	(724)	(550)	(550)	(551)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(20)	610	200	200	200
支付股息	(149)	(121)	(75)	(167)	(195)
其他融资现金流	(20)	(21)	12	22	32
融资活动产生的现金流	(189)	468	138	55	37
现金变动	126	176	158	131	169
期初现金	89	215	391	548	680
公司自由现金流	313	(316)	22	80	137
权益自由现金流	270	293	232	297	362

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	78.0	74.5	77.3	78.3	78.0
息税前利润率	58.6	55.2	60.6	63.0	63.9
税前利润率	56.3	55.2	62.0	65.1	66.5
净利率	42.0	41.6	46.5	48.8	49.9
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.5
利息覆盖率	18.1	237.0	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	7.0	22.9	21.7	21.6	20.4
速动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.5
估值(倍)					
市盈率	19.1	17.9	13.8	11.8	10.5
核心业务市盈率	19.4	17.9	13.8	11.8	10.5
目标价对应核心业务市盈率	26.3	24.3	18.7	16.0	14.2
市净率	2.3	2.2	1.9	1.7	1.6
价格/现金流	14.8	13.3	10.1	9.2	8.4
企业价值/息税折旧前利润	10.6	10.8	9.0	8.1	7.4
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	2.1	5.1	6.0	6.1	6.1
应付帐款周转天数	25.8	8.4	8.0	8.3	8.7
回报率(%)					
股息支付率	40.2	23.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	12.5	12.5	14.7	15.4	15.6
资产收益率	10.6	9.6	10.1	10.3	10.3
已运用资本收益率	15.0	13.1	13.9	14.1	14.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371