

楚天高速 (600035.SH)

路桥行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

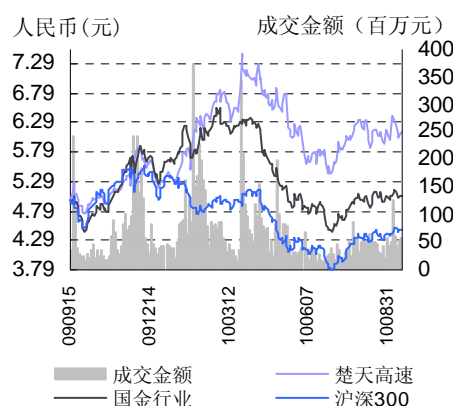
市价(人民币): 6.12元

目标(人民币): 7.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	931.65
总市值(百万元)	5,701.71
年内股价最高最低(元)	7.52/4.74
沪深300指数	2903.19
上证指数	2638.80



长期看良好成长性, 短期看折旧调整与注入

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.324	0.321	0.462	0.574	0.657
每股净资产(元)	2.67	2.86	3.18	3.59	4.04
每股经营性现金流(元)	0.42	0.46	0.61	0.93	1.02
市盈率(倍)	11.67	17.13	13.12	10.56	9.23
行业优化市盈率(倍)	13.09	20.10	20.10	20.10	20.10
净利润增长率(%)	12.60%	-0.87%	43.82%	24.24%	14.46%
净资产收益率(%)	12.13%	11.22%	14.50%	16.00%	16.23%
总股本(百万股)	931.65	931.65	931.65	931.65	931.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **良好成长性:** 沪蓉西的贯通给汉宜高速带来的不仅是当前 500 辆/日左右的转移过境货车, 更多的是两地时空距离缩短与经济互补所诱发的长期诱增车流, 从而给楚天高速注入良好的成长性, 根据对汉宜高速与其他相关路段的对比研究, 预计长途过境货车在 2015 年将达到 4000 辆/左右。另一方面, 中部地区经济的快速发展、恩施州旅游升温以及武汉城市圈一体化建设等诸多有利因素的促进下, 既有车流也将稳步增长。预计到 2015 年汉宜高速的日均车流量将可达 2.1 万辆/日, 复合增长率为 12.5%。
- **资产注入可以期待:** 大股东承诺在 2-3 年内将优质资产注入到楚天高速, 目前路产以及方案均尚不明朗。我们对注入资产、价格以及融资方案等关键变量进行情景分析, 在极乐观情景下增厚将超过 150%, 而中性情境下也将增厚业绩 9%~40%, 而悲观情境下则很难形成增厚。
- **折旧调整增厚业绩:** 公司将在 10~11 月对汉宜车流量进行重新预测, 预计调高对车流量的整体判断, 从而调低单车折旧以及总成本。根据汉宜高速的固定资产净值, 我们测算对在高中低三种车流量方案下, 将分别能够带来 11%~13%左右的业绩增厚。

投资建议

- 楚天高速在长期内拥有良好的成长性, 短期内又有优质资产注入以及折旧调整能够带来业绩增厚, 而其目前相对较低的估值水平下, 我们建议投资者关注。

估值

- 我们预测未来三年的 EPS 分别为 0.46、0.57、0.66 元 (未考虑折旧调整, 若考虑则为 0.52、0.64、0.73 元), 增速为 44%、24%、14%, 现价对应 PE 为 13.1、10.6、9.2 倍。
- 根据 DDM 绝对估值, 公司的每股合理价值为 8.39 元。
- 基于公司良好的成长性和较低的估值水平, 我们给予其买入评级, 6-12 个月目标价为 7.5 元, 相当于 15.8x10PE 和 13x11PE。

风险

- 经济下滑的风险, 资产注入低于预期风险。

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

内容目录

汉宜高速未来五年都将处于高速成长期.....	4
沪蓉西高速贯通前，汉宜高速仅为区域型高速.....	4
沪蓉西贯通后，汉宜高速将转变为国家主干道.....	5
当前增量只是沪蓉西贯通效应在短期内的体现.....	6
贯通带来的增长在长期内依然显现.....	7
诱增长途货车将预计能够达到 5000 辆/日	9
新增长途客车主要受益于恩施州旅游的发展	12
贯通前的既有车流未来将保持稳定增长.....	13
分流风险并不严重	15
新路投资好坏参半	15
资产注入	16
成本与资本开支.....	17
折旧成本：重估带来成本大幅降低.....	17
养护和其他成本：稳步增加.....	19
资本开支：压力增大	19
盈利预测与估值.....	20
相对估值	20
绝对估值	20
录：三张报表预测摘要.....	22

图表目录

图表 1：贯通前，汉宜高速是一条断头路.....	4
图表 2：汉宜高速日均车流量较低（万辆/日）	5
图表 3：汉宜高速单公里通行费收入较低（万元/公里）	5
图表 4：汉宜高速通行费收入复合增长率在徘徊在 10%.....	5
图表 5：汉宜高速从区域型高速转变成为国家主干道	6
图表 6：汉宜高速小客车增长	6
图表 7：汉宜高速大货车增长	6
图表 8：各车型贯通效应增量	7
图表 9：各种交通途径在时间上的对比.....	7
图表 10：沪蓉西通道拥有一定成本优势.....	8
图表 11：武汉从川渝的 20 小时经济圈跨入 12 小时经济圈	8
图表 12：川渝地区与湖北的工业品产量.....	9
图表 13：川渝地区特色工业.....	9
图表 14：武黄-黄黄-高界通道	10

图表 15: 华中-华东地区与汉宜高速连接地区经济对比	10
图表 16: 武黄高速年度车流量	11
图表 17: 高界高速年度车流量	11
图表 18: 昌九-昌樟高速与汉宜经济圈连接	11
图表 19: 汉宜高速与昌九-昌樟高速通道车流量的类比	12
图表 20: 汉宜高速未来 5 年长途货车增量	12
图表 21: 恩施州旅客接待人数大幅增长	13
图表 22: 湖北经济发展较好	14
图表 23: 湖北地区汽车保有量大幅增长	14
图表 24: 汉宜高速未来 5 年日均混合车流量增速	14
图表 25: 汉宜高速未来 5 年通行费收入将保持快速增长	15
图表 26: 楚天高速新建路段	16
图表 27: 资产注入的情景分析	17
图表 28: 路产折旧	18
图表 29: 楚天高速成本结构	18
图表 30: 在各种方案下的汉宜路的标准车型	18
图表 31: 不同条件下折旧增厚幅度	19
图表 32: 楚天整体资本开支额	19
图表 33: 楚天高速未来几年内预计的资本开支	19
图表 34: 盈利预测	20
图表 35: 相对估值表	20
图表 36: DDM 估值显示其合理价值在 8.39 元	21
图表 37: 对股息分配率以及 K_e 进行敏感性分析	21

汉宜高速未来五年都将处于高速成长期

- 汉宜高速是楚天高速唯一建成运营中的高速公路路产，途经蔡甸、仙桃、潜江、荆州、枝江、宜昌等 9 个县市，全长 278 公里，双向 4 车道，于 1994 年 11 月建成。

沪蓉西高速贯通前，汉宜高速仅为区域型高速

- 自湖北宜昌往西，到重庆市之间的区域为湖北省恩施州和重庆市万州。从地理上看，其处于我国地理第二阶梯东缘，是云贵高原东部延伸部分；境内崇山峻岭，最高峰海拔超过 3000 米，平均海拔也超过 1000 米，当地筑路条件恶劣，各类地质问题丛生，部分大桥钢索甚至需使用火箭来铺设连接。
- 正是由于境内筑路条件异常艰难，加上湖北恩施州和重庆万州地区经济发展较为落后，加上 318 国道贯穿当地与外界相连，故而修建如此高难度和高成本高速公路的需求并不强烈，致使连接湖北与重庆之间沪蓉西高速迟迟未能完全修通。
- 因此，汉宜高速在很长时间内都是区域型高速和断头路，车流量以武汉/长三角往来荆州/宜昌和武汉城市圈短途为主，而中长途过境客货车相对较小，基本上，往来川渝地区的长途过境货车均需绕行西安或贵阳。

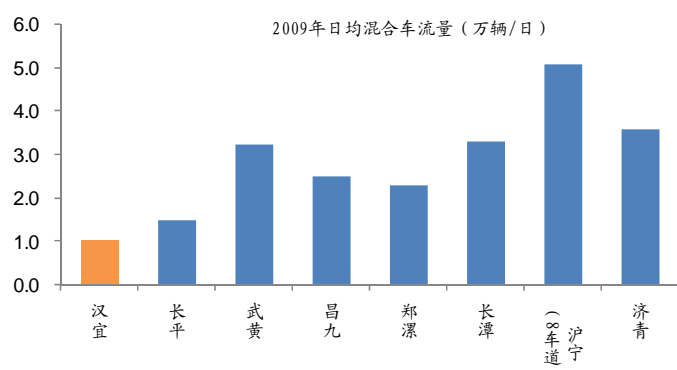
图表1：贯通前，汉宜高速是一条断头路



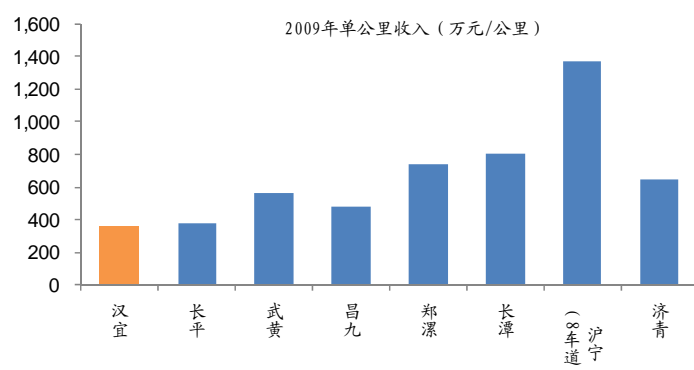
来源：国金证券研究所

- 断头路的尴尬处境，限制了汉宜高速车流量和收入水平提升，也一定程度上阻碍了川渝经济区与武汉都市圈以及长三角之间的经济与人文交流。
- 汉宜高速建成通车已超过 15 年，通车时间相近路段其车流量与单公里通行费收入均要高于汉宜高速，尤其是距中心城市较近的部分国家主干道，如武黄高速、长潭高速、宁沪高速等等。
- 从车流量看，09 年汉宜高速日均混合车流量为 1.05 万辆/日左右；同样位于沪渝通道上武黄高速为 3.2 万辆/日；昌九-昌樟通道日均车流量也高达 2 万辆/日以上；而位于京珠高速通道的长潭高速超过 3 万辆/日，均大幅高于汉宜的水平。
- 从单公里通行费收入看，09 年汉宜高速为 364 万/公里，武黄则高达 565 万/公里；昌九为 487 万/公里；八车道的宁沪高速则更是高达 1300 万/公里，均大幅高于汉宜高速。

图表2: 汉宜高速日均车流量较低 (万辆/日)

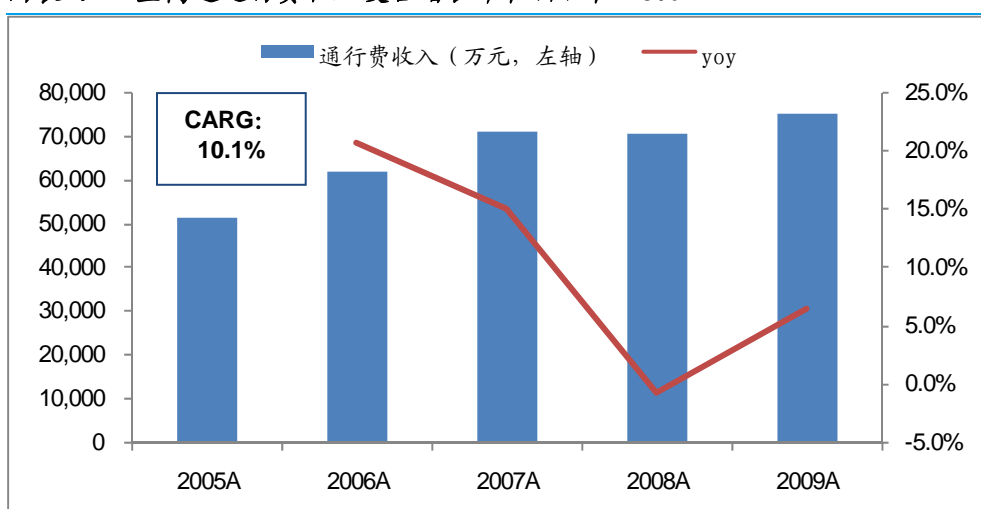


图表3: 汉宜高速单公里通行费收入较低 (万元/公里)



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表4: 汉宜高速通行费收入复合增长率在徘徊在 10%



来源: 公司数据、国金证券研究所

沪蓉西贯通后, 汉宜高速将转变为国家主干道

- 2009 年底沪渝高速贯通后, 使汉宜高速成为国家主干道, 打通了川渝地区与华东/华中地区之间的高速通道, 原本需要绕行西安或贵阳的长途客货车, 现在则能够直接走汉宜-沪蓉西高速直接入川, 极大地便利了川渝经济区与外界的经济交流与货物流通。

图表5：汉宜高速从区域型高速转变成为国家主干道

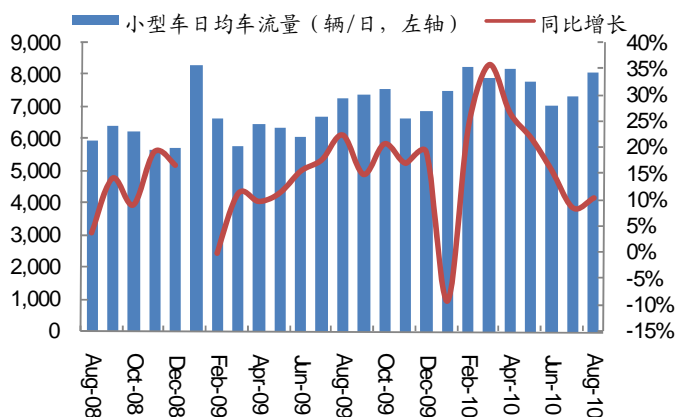


来源：国金证券研究所，注：蓝色为国高干线中的横线、绿色为纵线、褐色为首都发射线

当前增量只是沪蓉西贯通效应在短期内的体现

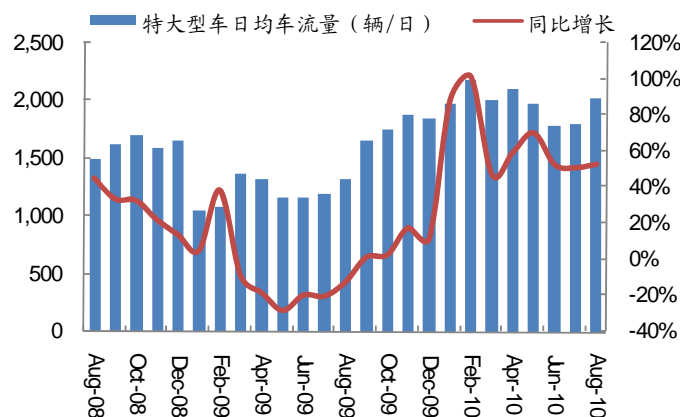
- 目前在汉宜高速车流量与收入相比 09 年的增量中，一部分为原有交通量的自然增长和金融危机后恢复性增长，另一部分则为绕行西安或贵阳长途货车的转移车流。
- 贯通效应带来小客车并不明显。由于客车保有量大幅增长，汉宜的小客车流量保持较快增速，08 年小客车日均车流量增量为 500 辆/日、09 年则上升到 1100 辆/日，而 10 年前 8 个月的平均增量为 1200 辆/日，故而贯通效应带来的增量并不明显，估计为 200 辆/日左右。
- 贯通效应带来大货车约 500 辆/日的增量。汉宜高速在 07、08 年的正常时期，大货车日均车流量增量为 300 辆/日、400 辆/日；金融危机下的 09 年则为减少 100 辆/日，10 年前 8 个月平均增量为 750 辆/日，因此我们预计真正的贯通效应带来的增量约在 500 辆/日左右。
- 贯通效应低于预期，主要原因是宜昌长江大桥与军山长江大桥正进行半幅封闭大修，从而影响部分车辆的通行；另一方面，则为沪蓉西收费标准相对较高，抑制了货车回流的速度，降低了楚天高速的贯通效应。

图表6：汉宜高速小客车增长

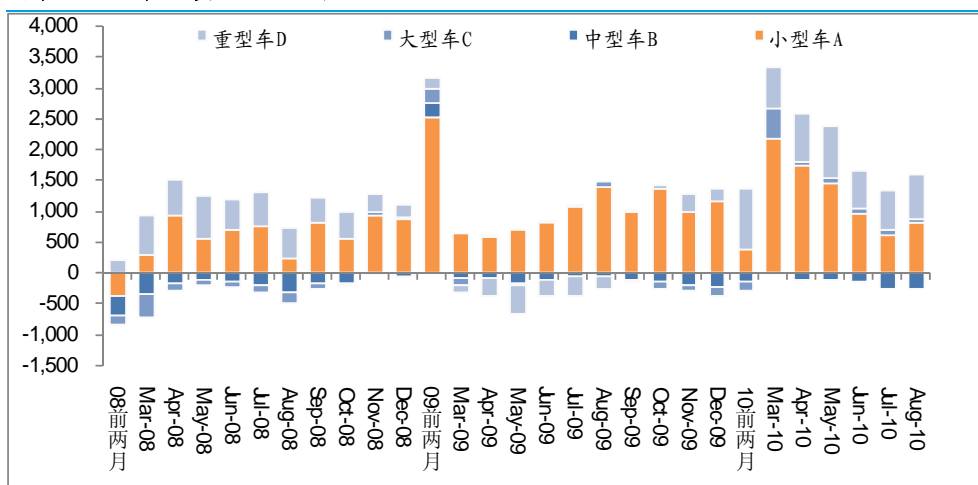


来源：公司数据、国金证券研究所

图表7：汉宜高速大货车增长



图表8: 各车型贯通效应增量

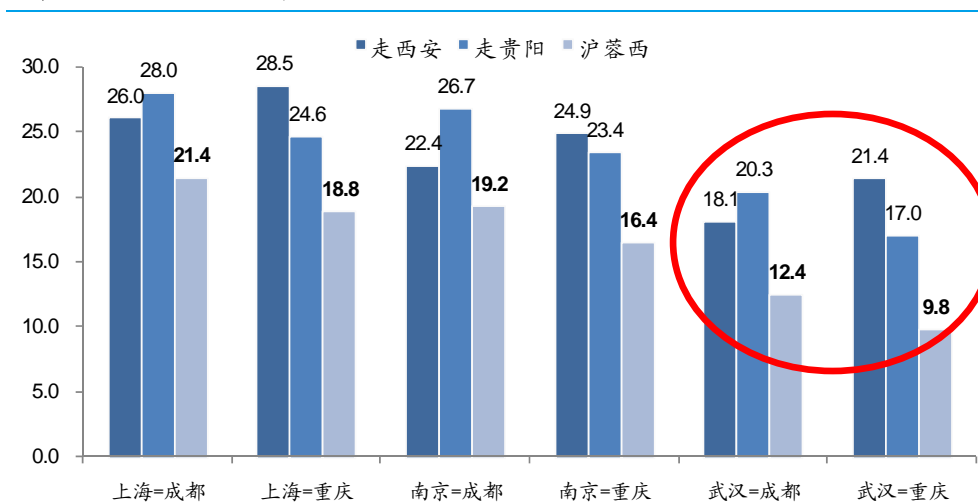


来源: 公司数据、国金证券研究所

贯通带来的增长在长期内依然显现

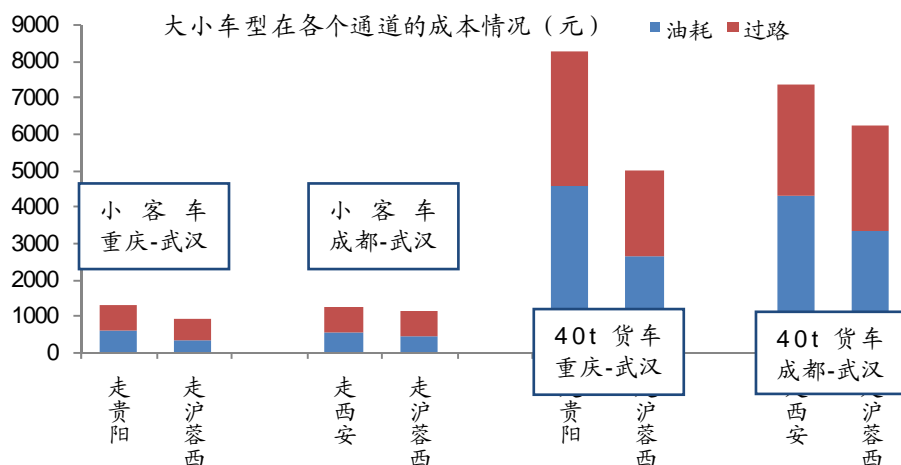
- 短期的转移车流已经体现在当前汉宜高速车流量增长中，而贯通效应在长期带来的诱增车流尚未体现。我们认为，通达性的提升、经济互补性的存在，是提升区域间经济往来，导致诱增车流出现的重要原因。
- 区域间时空距离缩短，通达性有效提升。贯通前，川渝经济区与长三角/武汉城市圈之间的空间距离非常大，分别为 2200、1600 公里，时间距离为 25、19 小时；贯通后，两地之间的时空距离大幅缩短，川渝经济区与长三角的时间距离缩短到 19 小时，空间距离缩短到 1800 公里；与武汉的时间距离大幅缩短到 12 小时，两地间的经济成本与时间成本都将下降。最重要的是，川渝经济区与武汉之间能够实现货物的当日送达和次晨送达（早上 8 点出发，晚上 8 点抵达，或下午 6 点出发，次晨 6 点抵达）。武汉从原本川渝地区 20 个小时经济圈跨入到 12 小时经济圈。

图表9: 各种交通途径在时间上的对比



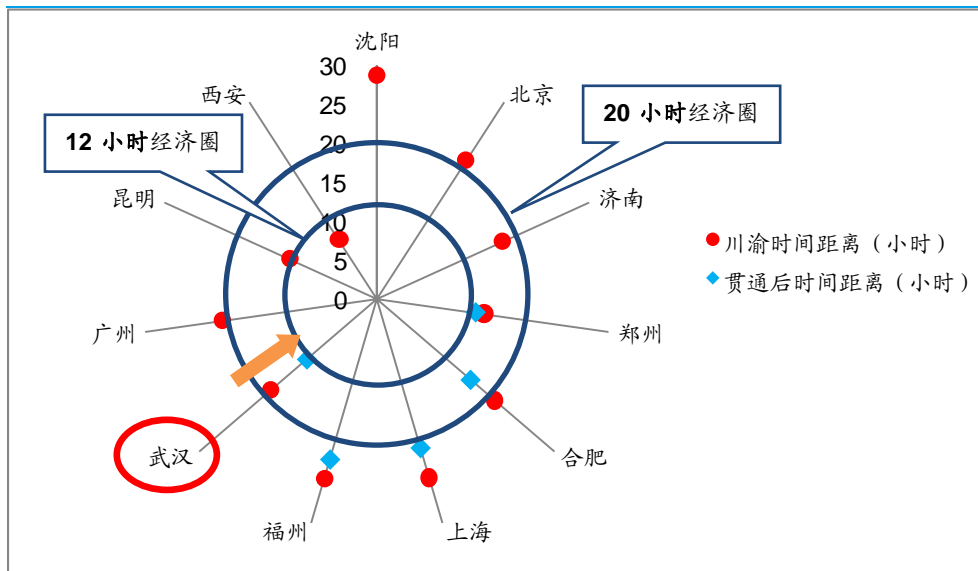
来源: 国金证券研究所

图表10: 沪蓉西通道拥有一定成本优势



来源: 国金证券研究所

图表11: 武汉从川渝的 20 小时经济圈跨入 12 小时经济圈



来源: 国金证券研究所

- **两地之间存在着互补性产业结构。**下面我们对川渝地区与湖北省各行业发展水平以及工业品产量分别进行梳理。
 - 从行业发展水平看, 川渝地区的煤炭、造纸、林业、通用和专用设备制造、非矿物制品制造、农副产品和食品饮料、塑料等行业发展更好; 而湖北的优势产业集中在石油开采、石油化工、纺织服装、钢铁冶炼、有色金属冶炼、交运设备制造等产业。
 - 从工业品产量看, 川渝地区在电视机、发电设备、白酒、合成氨等居前; 而湖北省的服装、空调、汽车、钢材、化工产品等拥有优势。
- 从上述的数据以及分析中可以看见, 川渝地区与华中地区在产业结构上存在着一定的差异性, 而这种差异性在物流通道畅通的情况下, 将会转换为经济融合, 从而带来大量人流物流, 推动通道车流量的增长。

图表12: 川渝地区与湖北的工业品产量

产量	四川 (2008)	重庆 (2008)	湖北 (2008)
布 (亿米)	8.9	5.7	39.2
纱 (吨)	36.6	9.3	135.6
服装 (万件)	7,293.0	3,184.7	38,804.2
电视机 (万台)	799.4	10.7	6.4
空调 (万台)	75.8	381.2	493.7
汽车 (万辆)	7.7	76.6	103.2
发电设备 (万千瓦)	3,537.5	109.1	183.1
纸 (万吨)	211.2	94.7	154.5
水泥 (万吨)	6,067.0	3,230.5	6,178.7
钢铁 (万吨)	1,370.2	351.3	2,694.8
硫酸 (万吨)	226.0	172.3	510.0
合成氨 (万吨)	405.7	104.8	295.6
化肥 (万吨)	367.5	127.1	634.8
农药 (万吨)	7.3	1.0	9.5
塑料 (万吨)	81.9	37.9	114.1
白酒 (万吨)	112.0	11.0	31.6
啤酒 (万吨)	236.1	68.0	329.5
乳制品 (万吨)	35.1	10.0	48.6
软饮料 (万吨)	246.9	148.2	406.4
食用植物油 (万吨)	61.3	17.0	135.7

来源: 各省市统计年鉴、国金证券研究所、注: 红色表示优势产业、蓝色表示劣势产业

图表13: 川渝地区特色工业

大类	行业	四川 (2009)	重庆 (2009)	湖北 (2008)
GDP		14,151.3	6,528.7	12,831.5
采掘工业	煤炭开采	993.0	239.2	36.9
	石油开采	15.0	49.6	179.7
	金属矿开采	421.0	72.0	269.7
轻工业	农副食品加工	1,088.0	243.9	743.2
	食品生产	414.0	75.4	192.8
	饮料生产	497.0	83.3	267.2
	烟草	9.0	81.7	250.5
	纺织服装	763.0	154.3	742.9
	木材家具	403.0	44.0	90.4
	造纸印刷	556.0	123.5	218.0
化学工业	石油化工	83.0	40.6	461.1
	化学制品	962.0	376.2	946.5
	医药制造	381.0	157.0	248.2
	化纤	22.0	5.1	32.6
	橡胶	76.0	40.6	41.0
	塑料制品	434.0	66.1	176.9
钢铁	非矿物制品	1,494.0	314.3	555.5
	黑色金属冶炼	338.0	295.1	1,733.6
	有色金属冶炼	216.0	296.0	409.6
	金属制品	511.0	103.1	283.2
机械	通用设备	968.0	329.3	422.0
	专用设备	513.0	158.7	176.3
	交运设备	521.0	2,274.3	2,386.7
	电气机械	469.0	328.0	427.5
	通信设备	285.0	101.3	456.0
	其他机械制造	159.0	83.4	98.8

来源: 各省市统计年鉴、国金证券研究所、注: 红色表示优势产业、蓝色表示劣势产业

诱增长途货车将预计能够达到 5000 辆/日

- 上文, 我们对贯通后的诱增车流所产生的条件进行定性分析; 下文我们将对诱增车流进行定量分析。方法是将汉宜高速与其他相似路段的长途过境货车车流量进行对比研究, 从而推算出汉宜高速的合理长途过境货车规

模，从而推算出其未来将会达到的水平。基于两个之间的可比性以及数据的可得性，我们选取武黄-高界高速、昌九-昌樟高速通道。

汉宜 VS 武黄-高界

- 高速公路所通达的地区以及沿线城市是决定其车流量的重要因素。武黄-高界高速西接武汉城市圈，东连长三角经济圈，其沿线途径或通达的重要城市有武汉、九江、合肥、南京、上海等；汉宜高速西接川渝经济区，东连武汉城市圈，沿线途径或通达的重要城市有武汉、宜昌、重庆、成都等。

图表14: 武黄-高界通道



来源：国金证券研究所

- 经济水平上，长三角地区 GDP 为 7.18 万亿，武汉城市圈为 1.28 万亿，成渝经济区则为 2.07 万亿。人口上，长三角地区 09 年末总人口达到 1.48 亿人次，武汉城市圈 0.57 亿，川渝经济区为 1.04 亿；汽车保有量上也是长三角地区最多，共 834 万辆，川渝地区和武汉城市圈则相对较少。

图表15: 华中-华东地区与汉宜高速连接地区经济对比

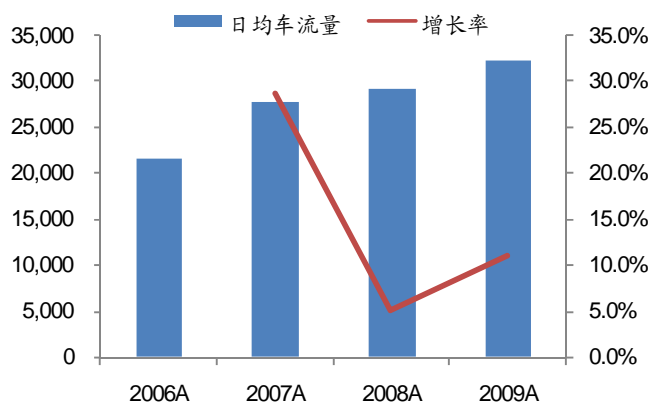
	出发地	汉宜高速		出发地	高界-武黄通道	
		川渝经济区	目的地		目的地	目的地
		成都、重庆	武汉城市圈 (50%) 武汉	长三角地区	武汉城市圈 (70%) 武汉	川渝经济区 (30%) 成都、重庆
区域GDP (万亿元)	2.07	1.28	7.18	7.18	1.28	2.07
人口 (亿人)	1.04	0.57	1.48	1.48	0.57	1.04
汽车保有量 (万辆)	292	137	834	834	137	292
通车后运距		1000	1800		800	1800
通车后时间		11.1	20.0		8.9	20.0

来源：wind、国金证券研究所

- 根据皖通以及深高速的数据，09 年高界高速日均混合车流量为 0.9 万辆/日左右，其中长途过境货车占比约 60%，也就是 5500 辆/日左右，其中华北=珠三角约 1500 辆/日，因此长三角=武汉的长途过境货车在 4000 辆/日左右。09 年武黄高速日均车流量为 3.2 万辆/日，货车占比约 25%，假设其中 50%为长三角=武汉的长途过境货车，则其规模也为 4000 辆/日。
- 因此我们推断，09 年长三角往来武汉的长途过境货车约 4000 辆/日左右。国内经济保持 8%是大概率事件，而高速公路车流量的 GDP 乘数约在 1.1 左右，按年均 9%增速，预计到 2015 年长途过境货车将达 7000 辆/日。

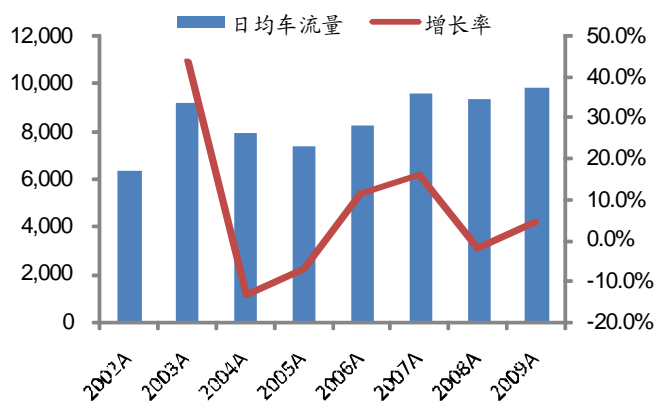
- 与武黄-高界高速通道相比，汉宜高速两端地区的经济与人口存在着一定的劣势，川渝与武汉的经济总量约为武汉与长三角的 40%，运距差别不大；川渝与长三角的经济总量与武汉与长三角相当，但运距为后者两倍。根据 2015 年武黄长途过境车流 7000 辆/日的水平估算，保守预计川渝往返武汉与川渝往返长三角之和将达到 4000 辆/日的水平，相当于长三角往返武汉长途车流的 60%左右。

图表16：武黄高速年度车流量



来源：公司数据、国金证券研究所

图表17：高界高速年度车流量



汉宜 VS 昌九-昌樟

- 昌九-昌樟高速通道北接南昌、九江，远一些则连通长三角和山东半岛，南连珠三角地区，是两大地区往来最近的高速公路通道，沿线途径或通达的重要城市有济南、上海、南京、合肥、南昌、广州、深圳等等；

图表18：昌九-昌樟高速与汉宜经济圈连接



来源：国金证券研究所

- 经济实力来看，长三角 GDP 为 7.18 万亿，珠三角为 3.98 万亿，山东半岛为 3.38 亿元；人口来看，长三角 09 年末为 1.48 亿人，珠三角为 0.96 亿人，山东地区则为 0.95 亿人次；汽车保有量上也是长三角地区最多，其共拥有 834 万辆汽车，而珠三角为 660 万辆左右，而山东则 709 万辆左右。

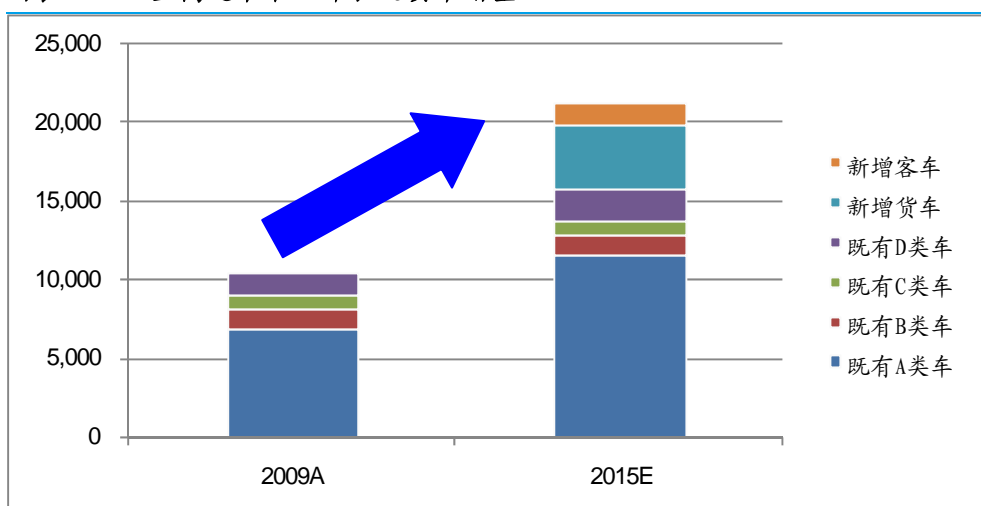
图表19: 汉宜高速与昌九-昌樟高速通道车流量的类比

	汉宜高速			昌九-昌樟通道		
	出发地	目的地		出发地	目的地	
	川渝经济区	武汉城市圈 (50%)	长三角 (50%)	珠三角地区	长三角地区 (70%)	山东 (30%)
龙头城市	成都、重庆	武汉	上海、南京、合肥、杭州	广州、深圳	上海、南京、合肥、杭州	济南、青岛
区域GDP (万亿元)	2.07	1.28	7.18	3.98	7.18	3.38
人口 (亿人)	1.04	0.57	1.48	0.96	1.48	0.95
汽车保有量 (万辆)	292	137	834	660	834	709
通车后运距		1000	1800		1419	1960
通车后时间		11.1	20.0		15.8	21.8

来源: wind、国金证券研究所

- 根据赣粤高速公布以及调研出来的车流量估算, 昌九-昌樟高速通道的长途过境货车约在 6000 辆/日左右, 其中长三角往来珠三角的长途过境货车预计在 4500 辆/日左右。不过一点值得注意, 由于陆上运输成本相比海运要更高, 珠三角与长三角地区均拥有条件优越的港口以及内贸航线, 而众多不追求时效性的货物大都会选择海运。按照目前华东各港口的内贸集装箱吞吐量目前月均 50 万 TEU 计算, 保守假设 30% 也就是 15 万 TEU 是往返于华南地区 (其他为长江、环渤海地区), 货运量相当于 20 英尺集卡 5000 辆/日的水平。综合海运以及高速公路的相关数据, 长三角与珠三角地区的长途货物需求约在 1 万辆/日左右。
- 未来五年经济增长保持在 8% 以上依然是大概率事件, 因此按照长途货车 9% 的增速测算预计到 2015 年可达 16000 辆/日的水平。汉宜高速连接的经济区发展水平, 与长三角/珠三角经济、人口以及汽车保有量在 1:3~1:4 左右, 两者运距相似, 按此标准保守测算未来汉宜高速的长途过境货车需求将能够达到 4000 辆/日左右的水平。
- 综合汉宜高速与武黄-高界通道以及其与昌九-昌樟通道之间的类比分析, 我们认为, 汉宜高速的长途过境货车将有望达到 4000 辆/日。

图表20: 汉宜高速未来 5 年长途货车增量



来源: 国金证券研究所

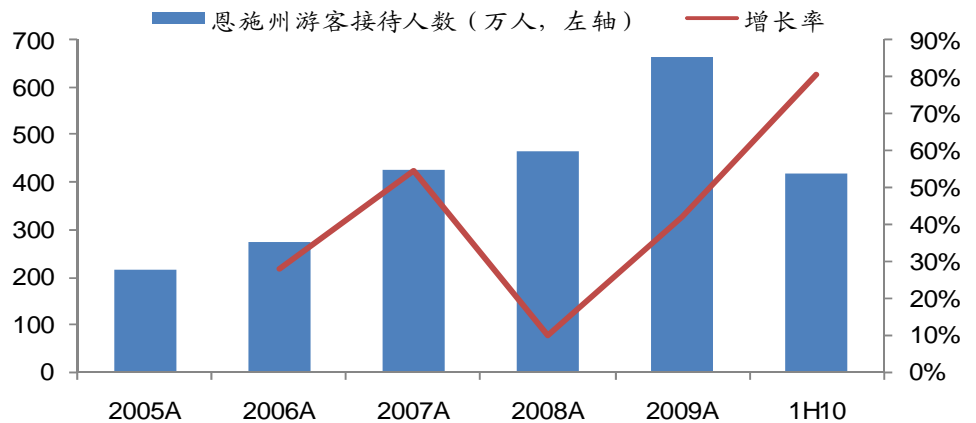
新增长途客车主要受益于恩施州旅游的发展

- 恩施州是湖北省内非常重要的旅游基地, 共有 4A 级旅游景区 3 个, 3A 级旅游景区 6 个, 其中恩施大峡谷、腾龙洞则是旅客最集中的旅游景点。
- 随着沪蓉西高速的全线通车, 恩施州通往武汉以及重庆快捷通道被打通, 推动其旅游业快速发展, 从而拉动高速公路客车流量。根据恩施旅游局公

布数据，2010 年上半年整个恩施州的游客接待人数超过 400 万人次，增速超过 80%，这其中以重庆、武汉等长途客流为主，随着下半年的旅游旺季到来，预计恩施州全年旅客接待人数将有可能超过 1000 万人次。

- 从长期来看，恩施州的旅游资源非常丰富，在交通大幅改善背景下，将进入快速成长期。预计到 2015 年，旅客接待人数有望达到 2000 万人次左右，年均复合增长率约为 15%。假设其走汉宜-沪蓉西高速通道的旅客占比为 20%，以车均 6 人计算，预计到 2015 年，相比现在新增日均客车流量有望达到 1600 辆/日（包括来回）。

图表21：恩施州旅客接待人数大幅增长



来源：华通人、国金证券研究所

贯通前的既有车流未来将保持稳定增长

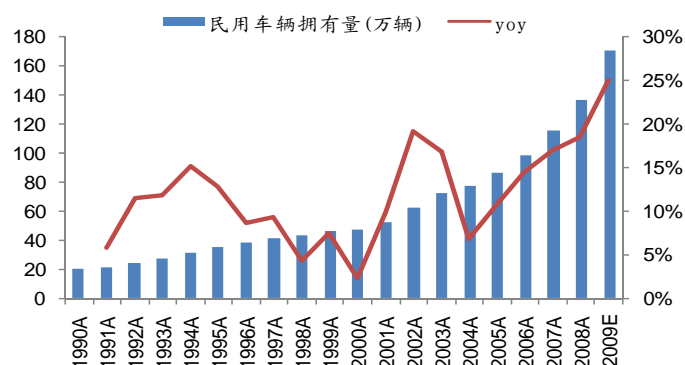
- 贯通前汉宜高速的既有车流主要包括“武汉-荆州-宜昌”通道以及武汉城市圈的短途车流，小客车占比约在 60%~65%。我们认为，汉宜高速既有车流在下列几个驱动因素的推动下，将保持稳定快速增长。
 - **首先，湖北区域经济快速发展。**湖北 GDP 增速从 2006 年以来，一直就高于中部省份平均增速，并且从 08 年以来一直高于全国平均增速，显示出湖北经济强劲增长，推动汉宜高速车流稳步增长。
 - **第二，汽车保有量大幅增加。**从 2009 年以来湖北省的汽车销量出现大幅增长，从而导致了其汽车保有量也出现大幅增长，预计 2009 年底湖北省汽车保有量同比上升 25%左右，从而推动汉宜高速车流量稳定增长。
 - **最后，武汉城市圈建设。**“武汉城市圈”一体化的逐步形成，区域间的人流、物流需求都会大幅增加，从而能够有效拉动区域内高速公路的交通量的增长。

图表22: 湖北经济发展较好

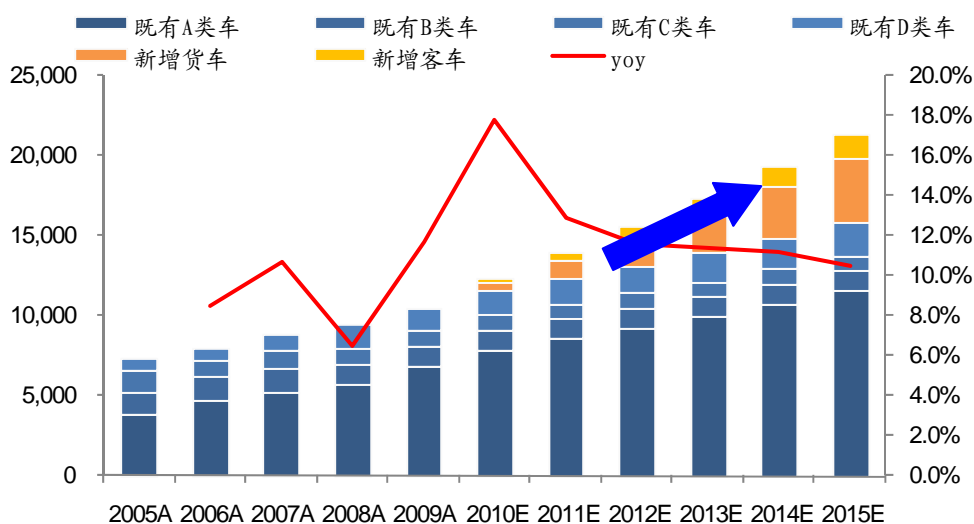
GDP增速	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
全国	9.1%	10.0%	10.1%	11.3%	12.7%	14.2%	9.6%	9.1%
各省市平均	10.7%	11.9%	13.1%	12.9%	13.5%	14.8%	12.4%	11.8%
中部平均	9.6%	10.5%	12.7%	12.5%	12.9%	14.3%	13.1%	12.7%
湖北	9.2%	9.7%	11.2%	12.1%	13.2%	14.6%	13.4%	13.2%
湖南	9.0%	9.6%	12.1%	12.2%	12.8%	15.0%	13.9%	13.6%
安徽	9.6%	9.4%	13.3%	11.0%	12.0%	14.2%	12.7%	12.9%
河南	9.5%	10.7%	13.7%	14.2%	14.4%	14.6%	12.1%	10.7%
江西	10.5%	13.0%	13.2%	12.8%	12.3%	13.2%	13.2%	13.1%

来源: 华通人、国金证券研究所

图表23: 湖北地区汽车保有量大幅增长

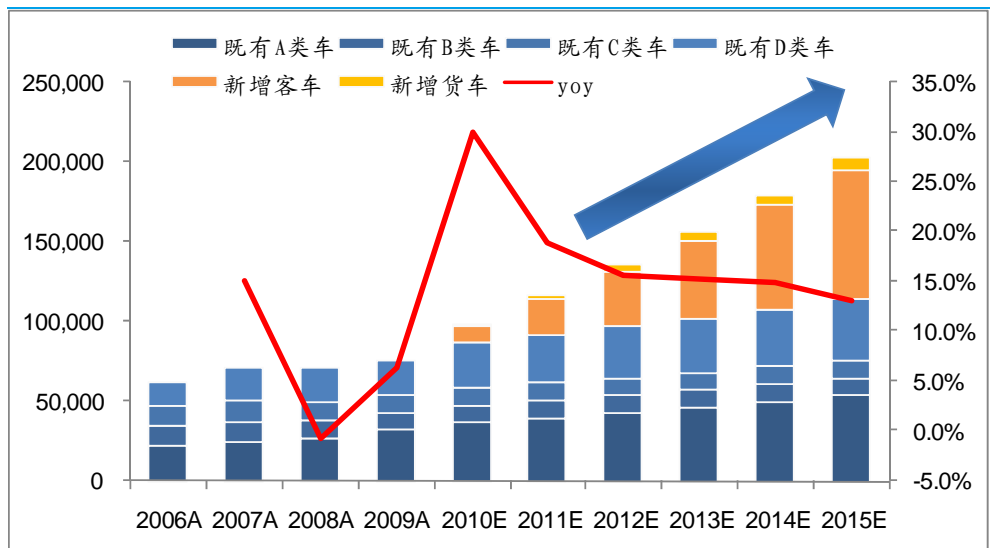


图表24: 汉宜高速未来5年日均混合车流量增速



来源: 国金证券研究所

图表25: 汉宜高速未来5年通行费收入将保持快速增长



来源: 国金证券研究所

分流风险并不严重

- 楚天高速目前以及未来几年内将承受的车流量分流风险，主要是 5 月份通车的武荆高速、以及 2012 年建成通车的汉宜高铁。
 - **武荆高速分流影响不大。**武荆高速主要分流从宜昌到河南以及华北地区的车流量，而这部分车流量在整体占比并不大。另一方面，武荆高速相比汉宜略高的收费水平（小客车收费标准为 0.55 元/公里，比汉宜 25%），难以具备很大的吸引力。据我们实地调研所见，依然有河北和河南车牌的大货车走汉宜高速，而从上市公司所了解的情况也基本上与判断相吻合。
 - **汉宜高铁影响有限。**汉宜高铁全长 293.1 公里，东起汉口火车站，引入汉口枢纽，西至宜昌火车东站，途经汉川、天门、仙桃、潜江、荆州、枝江等城市，2008 年 9 月开工建设，工期计划 4 年。我们认为，高铁主要的冲击对象是客运大巴，对自驾或商务小客车的冲击并不明显，加上高铁车站距离市中心还有一段距离，综合而言对汉宜高速的影响较小。目前汉宜路的大巴占比约 10%，假设冲击的幅度在 50%，则预计 2012 年既有流量将减少 5% 左右。

新路投资好坏参半

- 目前楚天高速投资建设的新路有三条，分别是大随高速、十房高速以及最近投标的武汉外环黄石段以及咸宁段。
 - **麻竹高速大随段**东起大悟县与京珠高速相接，西止随州市与福银高速相交，全长 83.285 公里，设计速度 100 公里/小时，投资估算 38.3 亿元，预计 12 年通车。
 - **十房高速**起于十堰市六里坪镇与汉十高速相交，止于房县城关镇，与规划的谷城至竹溪高速交叉，全长 65 公里，概算投资 52.6 亿元，预计在 2012 年建成通车。十房高速的经营主体为“湖北武当山高速公路公司”由公司、集团以及十堰政府分别占股 50%、30%、20%。
 - **武汉城市圈环线高速公路大冶段、咸宁段**是武汉城市圈综合交通规划辐射交通圈的重要组成部分。其中，大冶段主线全长 32.86 公里，投资估算 12.176 亿元，咸宁段主线全长 22.01 公里，投资估算 8.311 亿元。目前大冶段公司已经中标，咸宁段目前正在招标中，两段预计都将在 2014 年前建成通车。

图表26: 楚天高速新建路段



来源：国金证券研究所

- 从建成后的前景分析，武汉城市圈高速最佳，大随段次之，十房高速再次。
- 到 2014 年，武汉城市圈高速大冶段与咸宁段以及仙桃段建成后，走武黄-汉宜的车辆，将无需走武黄高速走车流量密集的军山长江大桥，而可以从黄石直接走武汉城市圈高速至仙桃，通往宜昌、重庆等。故其车流量有保障加上造价较低，因此前景看好。
- 麻竹高速大随段与十房高速由于地理位置相对欠佳，连通区域的经济相对落后，未来车流量前景存在不确定性，预计其建成初期将产生一定的亏损。
- 十堰 500 亩土地项目商业开发。公司在参与建设十房高速时，十堰市政府承诺以优惠价格转让 500 亩土地给公司进行商业开发。截止目前，土地的位置等关键指标依然尚未确定，未来进行房地产开发、商业地产开发以及旅游都存在一定的可能性。而在盈利预测和估值中均暂不考虑这一块的影响。

资产注入

- 湖北高速集团在与公司共同参建十房高速时，承诺在 2-3 年向上市公司注入优质资产。根据我们对湖北省所有已建成路段，以及湖北高速集团以及新组建的交投集团的公开信息所进行的梳理。我们认为，注入京珠高速湖北段的预期是最高的，其他路段也具备一定可能性，但盈利能力相对较弱，据了解京珠高速湖北段共分为三个标段：湖北北段、军山长江大桥、湖北南段。
- 根据我们所掌握的公开资料，对于几个核心问题（路段、盈利能力、收购价格、购买方式）都难以判断，使得我们无法准确预测资产注入所能带来的业绩增厚，只能在下文中做出详尽和客观的情景分析。
- 注入资产京珠高速湖北段的盈利能力，我们按照郑漯-漯驻和长潭-潭耒的盈利能力来测算，09 年郑漯-漯驻的单公里盈利约 400 万元，长潭-潭耒的单公里盈利约为 300 万元。因此，预计京珠高速主线的盈利能力也能够达到 350 万元，随着车流量进一步增长，2012 年预计可达 400 万元/公里，若包括军山大桥在内，则单公里盈利可到 450 万元/公里。

- 在情景分析中，方案一是最优方案（可能性很小）：收购京珠高速湖北段全程、价格为 10 倍 PE、债务融资方式。12 年 EPS 增厚高达 164%；方案二则是将标的改为京珠高速湖北南段，其业绩增厚为 47%；方案三则是将收购价提升到 12 倍 PE，增厚幅度为 41%；方案四是股权与债权各占 50% 的方案，业绩增厚为 9%。

图表27：资产注入的情景分析

	方案一	方案二	方案三	方案四	方案五
收购资产标的	京珠高速湖北段整体（339公里）	京珠高速湖北南段（110公里）	京珠高速湖北南段（110公里）	京珠高速湖北南段（110公里）	京珠高速湖北南段（110公里）
收购价格PE倍数	10	10	12	12	12
融资方式	全部债务	全部债务	全部债务	债权50%、股权50%	全部股权
收购前楚天12年净利润	611	611	611	611	611
收购资产预计12年利润	1,602	462	462	462	462
实际收购价	16,018	4,620	5,544	5,544	5,544
债务承担	16,018	4,620	5,544	2,772	
增加财务费用（5%利率）	801	231	277	139	
增发承担				2,772	5,544
现价增发，股本增加幅度				46%	92%
收购后实现利润	1,612	899	865	969	1,073
相比收购前增厚幅度	164%	47%	42%	9%	-9%

来源：国金证券研究所

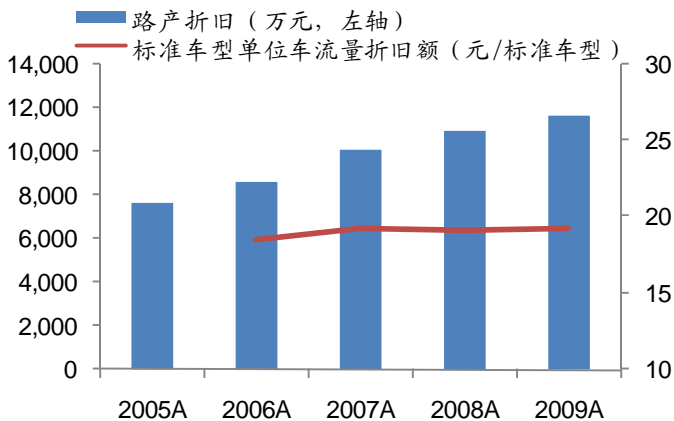
成本与资本开支

- 楚天高速主要成本分为三块，分别是折旧、养护以及征收其他成本。2009 年路产折旧成本占营业成本的 40%，是占比最高的部分，其他资产折旧则占 11%，养护成本占 19%，征收则占 26%。

折旧成本：调整带来成本大幅降低

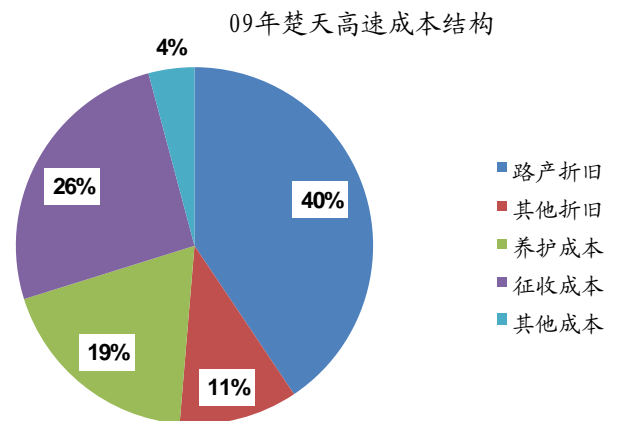
- 高速公路路产的折旧，一般是按照工作量法来计提的。在一条高速投产之初，对其生命周期内（总收费年限）每年的车流量以及总车流量进行估计，然后根据资产价格计算出单车折旧，之后每年的折旧额，则按照单车折旧 × 预计车流量与实际车流量的高者来计算。
- 随着经济快速发展、汽车保有量提高以及路网结构发生变化，原先车流量的预测往往会与实际车流量产生较大偏差，故而需要重新评估以得到更为准确的车流量预测和折旧。

图表28: 路产折旧



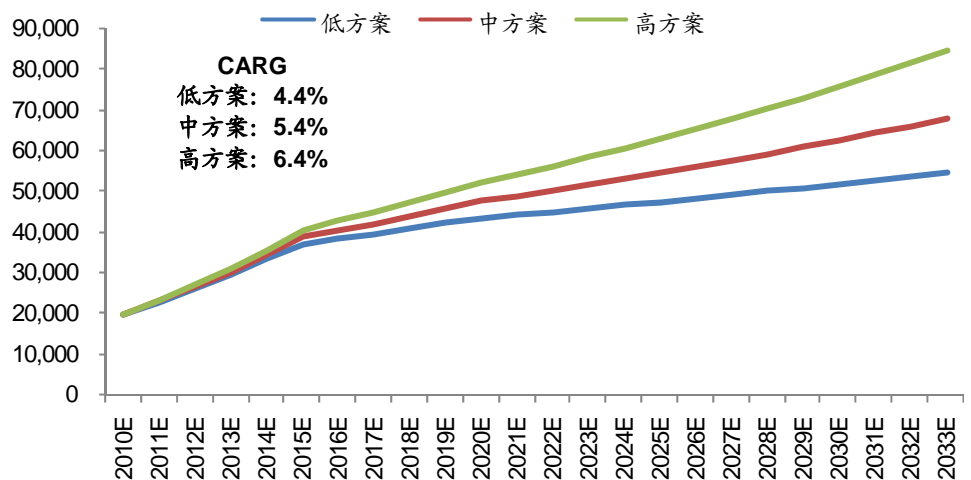
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表29: 楚天高速成本结构



- 根据对宏观经济和路网的判断, 我们对汉宜高速生命周期内的标准车流量进行预测, 同时给出了低方案和高方案 (分别对每年车流量增速-1%和+1%)。按照中方案, 预计到 2033 年, 汉宜高速标折合标准车型车流量复合增长率为 5.4%。

图表30: 在各种方案下的汉宜路的标准车型



来源: 国金证券研究所

- 我们计算了在不同车流量预测下的单车折旧标准, 从而得到了折旧调整后每年的折旧费用, 计算出对业绩的增厚。假设在今年完成, 并且全年折旧按照新估算方法计算, 高方案下的业绩增厚约 13%, 低方案下的增厚约 11%。

图表31: 不同条件下折旧增厚幅度

	高方案	中方案	低方案
原值 (万元)		158,000	
公路资产 总标准车流量 (万辆)	41,697	37,145	33,168
单位标准车折旧 (元/辆)	3.79	4.25	4.76
原值 (万元)		76,000	
沥青资产 总标准车流量 (万辆)	15,174	14,402	13,673
单位标准车折旧 (元/辆)	5.01	5.28	5.56
综合 单位标准车折旧 (元/辆)	8.80	9.53	10.32
调整前单位标准车折旧 (元/辆)	19.22	19.22	19.22
减少比例	54%	50%	46%
预计2010年折旧减少额 (万元)	7,588	7,055	6,479
预计2010年净利润增加 (万元)	5,691	5,291	4,859
调整前预测2010年净利润 (万元)	43,017	43,017	43,017
增厚幅度	13%	12%	11%

来源: 国金证券研究所

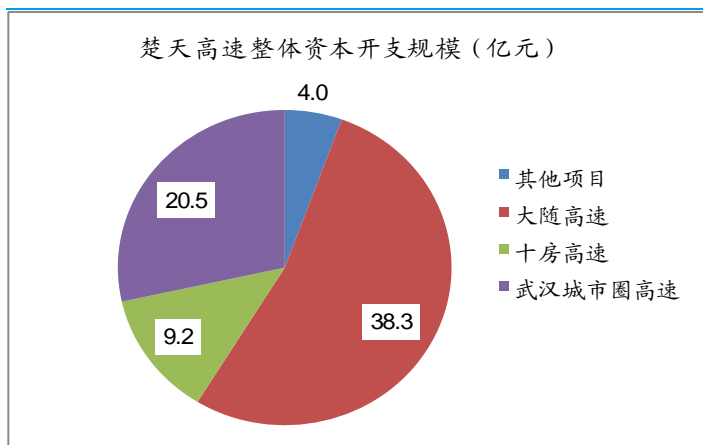
养护和其他成本: 稳步增加

- 养护和征收。由于五年一度的国家高速公路大检查, 俗称“国检”, 将在今年进行, 故而从去年以来的养护力度和成本将保持较高水平, 之后将恢复正常并且保持稳定增长。征收成本方面, 主要包括征收员的工资福利以及相关设备折旧等费用, 在人员控制以及工资温和提升的情况下, 预计征收和其他成本将保持稳定增长。
- 管理费用和财务费用。高速公路企业的管理费用率相对较小, 一般在 3% 左右, 并且每年都较为稳定, 随着汉宜高速收入出现大幅增长, 管理费用率将会下滑。财务费用方面, 2012 年之前了, 由于高速公路在建中其利息需资本化, 每年财务费用可以稳定在 3000 万左右, 2012 年后, 资本化停止, 财务费用预计将超过 1.5 亿元。

资本开支: 压力增大

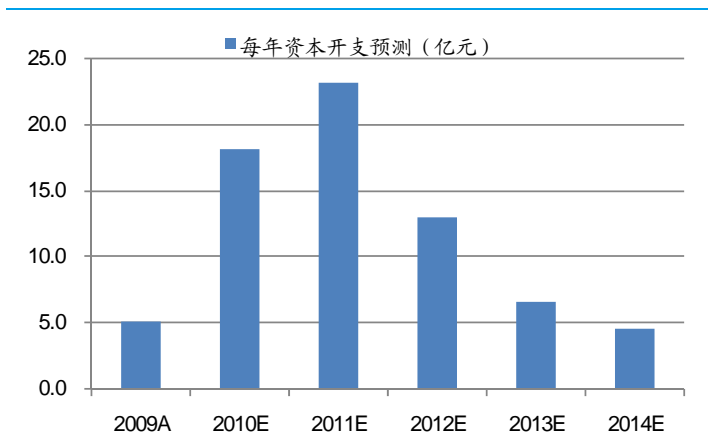
- 根据我们对三条高速所需投资以及其他资本开支项测算, 从现在到 2014 年的资本开支额约为 72 亿元左右。每年净现金流入约 6 亿元, 假设 4 年预计收入约为 24 亿左右, 公司的融资缺口约为 48 亿元。截止 2009 年底, 公司的资产负债率为 30%, 若其资产负债率提升到 60%, 则能够新融到资金为 30 亿元, 若将资产负债率提升到 70%, 则能够融资 50 亿元, 将能够满足资本开支的需求。

图表32: 楚天整体资本开支额



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表33: 楚天高速未来几年内预计的资本开支



盈利预测与估值

图表34：盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
汉宜高速						
单位通行费（元/辆）	222.09	206.59	197.50	218.02	229.66	238.16
增长率（YOY）	3.99%	-6.98%	-4.40%	10.39%	5.34%	3.70%
车流量（万辆）	322.10	343.93	383.03	451.16	509.23	568.31
增长率（YOY）	10.73%	6.78%	11.37%	17.79%	12.87%	11.60%
通行费收入（百万元）	715.37	710.51	756.47	983.60	1,169.50	1,353.51
增长率（YOY）	15.14%	-0.68%	6.47%	30.02%	18.90%	15.73%
毛利率	67.81%	65.68%	62.12%	66.25%	69.97%	71.74%
销售成本（百万元）	230.27	243.87	286.54	331.97	351.22	382.56
增长率（YOY）	33.06%	5.91%	17.50%	15.86%	5.80%	8.92%
毛利（百万元）	485.10	466.64	469.93	651.62	818.28	970.95
增长率（YOY）	8.23%	-3.80%	0.71%	38.66%	25.58%	18.66%
占总销售额比重	98.55%	99.09%	98.05%	98.49%	98.73%	98.90%
占主营业务利润比重	98.76%	99.33%	98.19%	98.69%	98.95%	99.11%
其他						
销售收入（百万元）	10.52	6.56	15.05	15.05	15.05	15.05
增长率（YOY）		-37.71%	129.60%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	58.01%	48.10%	57.68%	57.68%	57.68%	57.68%
销售成本（百万元）	4.42	3.40	6.37	6.37	6.37	6.37
增长率（YOY）		-23.01%	87.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	6.11	3.15	8.68	8.68	8.68	8.68
增长率（YOY）		-48.36%	175.34%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.45%	0.91%	1.95%	1.51%	1.27%	1.10%
占主营业务利润比重	1.24%	0.67%	1.81%	1.31%	1.05%	0.89%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取了目前国内外高速公路上市公司进行比较，发现楚天高速的估值水平在行业中处于底端，若考虑了折旧调整的影响，估值水平将更低。

图表35：相对估值表

公司	PE			PB			ROE
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	4
深高速	16.55	13.65	11.06	1.24	1.19	1.12	7.82
山东高速	13.17	11.16	9.84	1.57	1.46	1.34	12.51
四川成渝	18.36	16.16	14.45	2.52	2.25	2.02	13.40
现代投资	11.28	10.67	19.33	1.95	N/A	N/A	N/A
福建高速	14.75	14.06	18.48	2.09	2.09	1.61	11.15
皖通高速	12.85	11.69	11.01	1.58	1.43	1.31	12.57
粤高速	19.09	17.27	19.43	N/A	N/A	N/A	N/A
华北高速	14.97	14.50	N/A	1.14	1.06	N/A	7.50
中原高速	13.41	13.90	11.32	N/A	N/A	N/A	N/A
东莞控股	22.27	19.76	15.26	2.67	2.71	2.54	12.31
五洲交通	18.97	14.32	11.25	1.13	1.03	0.94	8.41
宁沪高速	14.71	12.71	10.60	2.04	1.96	1.87	14.23
赣粤高速	10.14	9.25	7.99	1.44	1.32	1.20	14.23
楚天高速	13.08	10.53	9.20	1.90	1.68	1.49	14.50
A股均值	15.26	13.54	13.02	1.77	1.65	1.54	11.69
浙江沪杭甬	13.86	12.55	11.60	1.76	1.67	1.60	12.91
合和公路	16.10	16.66	16.56	2.09	2.06	2.05	12.61
越秀投资	10.38	9.32	8.37	0.75	0.72	N/A	13.80
港股均值	13.45	12.84	12.18	1.53	1.49	1.82	13.11

来源：国金证券研究所、价格截止9月13日

绝对估值

- 我们对于楚天高速依然采用 DDM 的绝对估值法。对于股息分配率的选择，我们参照其历史 40%左右的股息分配率，并且考虑了当前资本开支较大，故而按照近期 30%，2015 年稳定后 60%的假设进行估值。

图表36: DDM 估值显示其合理价值在 8.39 元

V、	DDM												
DDM估值	6.79												
现金价值	1.59												
每股价值	8.39												
		Ke 投资											
		8.20%											
		173.95											
会计年度截止日：12/31		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
每股股利 PV(股利)		0.14	0.17	0.20	0.22	0.27	0.64	0.71	0.77	0.76	0.81	0.85	0.91
		0.13	0.15	0.16	0.16	0.18	0.40	0.41	0.41	0.37	0.37	0.36	0.35
		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
		0.94	0.98	1.01	1.03	1.09	0.97	1.00	1.04	1.10	0.60	0.63	0.66
		0.34	0.33	0.31	0.29	0.29	0.24	0.22	0.22	0.21	0.11	0.10	0.10
		2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	合 计	
		0.40	0.38	0.39	0.40	0.39	0.41	0.45	0.47	0.49	0.51	21.81	
		0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	6.61	

来源: 国金证券研究所

图表37: 对股息分配率以及 Ke 进行敏感性分析

		股息分配率 (初期)				
		10%	20%	30%	40%	50%
Ke	5.0%	13.0	13.8	14.6	15.3	16.1
	6.0%	10.4	11.3	12.1	12.9	13.7
	7.0%	8.4	9.3	10.2	11.0	11.8
	8.2%	6.7	7.6	8.4	9.2	9.9
	9.0%	5.8	6.6	7.4	8.2	9.0
	10.0%	4.9	5.7	6.5	7.2	7.9

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	726	717	772	999	1,185	1,369
增长率		-1.2%	7.6%	29.4%	18.6%	15.5%
主营业务成本	-235	-247	-293	-338	-358	-389
%销售收入	32.3%	34.5%	38.0%	33.9%	30.2%	28.4%
毛利	491	470	479	660	827	980
%销售收入	67.7%	65.5%	62.0%	66.1%	69.8%	71.6%
营业税金及附加	-25	-26	-28	-35	-41	-48
%销售收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-24	-24	-25	-28	-32	-36
%销售收入	3.3%	3.3%	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	442	420	426	597	754	896
%销售收入	60.9%	58.6%	55.2%	59.8%	63.6%	65.5%
财务费用	-31	-22	-23	-25	-42	-81
%销售收入	4.3%	3.1%	3.0%	2.5%	3.5%	5.9%
资产减值损失	-7	4	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	404	402	403	573	712	815
营业利润率	55.6%	56.1%	52.2%	57.3%	60.1%	59.5%
营业外收支	0	2	1	1	1	1
税前利润	404	404	404	574	713	816
利润率	55.6%	56.4%	52.3%	57.4%	60.2%	59.6%
所得税	-136	-103	-105	-143	-178	-204
所得税率	33.6%	25.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	268	302	299	430	535	612
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	268	302	299	430	534	612
净利率	36.9%	42.1%	38.8%	43.1%	45.1%	44.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	268	302	299	430	535	612
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	136	135	148	135	153	171
非经营收益	23	25	25	29	44	84
营运资金变动	-82	-73	-40	-27	139	79
经营活动现金净流	344	389	431	568	870	946
资本开支	-73	-74	-550	-1,551	-1,959	-1,125
投资	0	0	-174	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-73	-74	-724	-1,552	-1,959	-1,125
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-180	-20	610	773	1,291	452
其他	-141	-169	-142	-30	-174	-246
筹资活动现金净流	-321	-189	468	743	1,117	207
现金净流量	-50	126	176	-241	28	28

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	89	215	390	150	178	205
应收款项	0	8	14	13	15	17
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	8	7	190	239	109	41
流动资产	98	230	594	401	302	264
%总资产	3.3%	7.7%	15.9%	8.1%	4.5%	3.5%
长期投资	0	0	174	175	174	174
固定资产	2,840	2,740	2,965	4,380	6,187	7,141
%总资产	96.5%	92.0%	79.3%	88.2%	92.7%	94.1%
无形资产	0	6	6	7	8	9
非流动资产	2,843	2,748	3,147	4,564	6,371	7,327
%总资产	96.7%	92.3%	84.1%	91.9%	95.5%	96.5%
资产总计	2,942	2,979	3,741	4,965	6,673	7,590
短期借款	410	390	900	473	1,164	1,417
应付款项	151	35	45	48	52	57
其他流动负债	46	66	31	177	217	248
流动负债	607	491	976	699	1,433	1,721
长期贷款	0	0	100	1,300	1,900	2,100
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	607	491	1,076	1,999	3,333	3,821
普通股股东权益	2,334	2,487	2,665	2,966	3,340	3,769
少数股东权益	0	0	0	0	0	1
负债股东权益合计	2,942	2,979	3,741	4,965	6,673	7,590

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.288	0.324	0.321	0.462	0.574	0.657
每股净资产	2.506	2.670	2.861	3.184	3.585	4.045
每股经营现金净流	0.370	0.417	0.463	0.610	0.934	1.015
每股股利	0.160	0.130	0.080	0.139	0.172	0.197
回报率						
净资产收益率	11.48%	12.13%	11.22%	14.50%	16.00%	16.23%
总资产收益率	9.11%	10.13%	7.99%	8.66%	8.01%	8.06%
投入资本收益率	10.69%	10.89%	8.61%	9.45%	8.82%	9.23%
增长率						
主营业务收入增长率	16.87%	-1.22%	7.59%	29.44%	18.62%	15.53%
EBIT增长率	10.37%	-5.01%	1.47%	40.21%	26.14%	18.93%
净利润增长率	3.46%	12.60%	-0.87%	43.82%	24.24%	14.46%
总资产增长率	-4.84%	1.26%	25.60%	32.72%	34.40%	13.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	178.2	69.8	15.2	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	1,419.9	1,385.3	1,230.8	912.4	731.4	1,601.0
偿债能力						
净负债/股东权益	13.74%	7.04%	22.87%	54.72%	86.40%	87.85%
EBIT利息保障倍数	14.3	19.0	18.7	24.2	18.0	11.0
资产负债率	20.63%	16.49%	28.76%	40.26%	49.94%	50.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	11	16	19	40
买入	1	5	6	7	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.30	1.29	1.28

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室