

沪蓉西贯通效应延迟

研究结论

- 公司公布 08 年年报, 实现营业总收入 7.17 亿, 同比减少 1.22%; 其中实现通行费收入 7.05 亿, 同比减少 1.39%; 利润总额 4.04 亿, 比上年增长 0.17%; 净利润 3.02 亿, 比上年增长 12.67%; 实现每股收益 0.32 元, 低于我们的预期 0.35 元的预期, 差异的主要原因在于我们对于公司四季度的通行费收入偏乐观, 沪蓉西的贯通效应延迟, 利润的同比增长主要得益于税率的降低。
- 汉宜高速的车流 08 年同比增长约 6%, 但通行费收入同比下降 1.39%, 08 年公司业绩主要受到了雪灾、绿色通道和抗震救灾免费车辆、宏观经济放缓等诸多不利因素, 其中经济放缓的影响可能比我们预想的要大, 而沪蓉西的贯通效应目前还没有显现。
- 沪蓉西的贯通将推迟到 09 年内, 报告期末沪蓉西高速公路全路段土石方工程已完成, 已建成的路段为: 1、宜恩段宜昌至高家堰段 39 公里和高坪至吉心段 64 公里, 共计 103 公里已建成通车, 占设计里程 320 公里的 32%。2、恩利段吉心至七里坪段 9.97 公里主线和 7.37 公里连接线及利川乌池坝至雪屋滩 38 公里路面。沪渝高速公路全线贯通以后, 川渝与湖北之间公路的沟通不畅的情况将得到较好缓解。未来在四川重建、西部开发的带动下, 区域间的经济合作也将不断加强, 因此未来将给公司带来一定的车流增量。
- 从以往的经验来看, 国家主干道的全线贯通都将带来车流量的爆发性增长, 并且带来汉宜高速车型结构的改善, 货车的比重将会增加, 被延迟的计重收费效果将会显现。
- 未来存在分流影响可能性的是武汉-荆门-宜昌高速, 2007 年已建成荆宜段 95 公里, 武荆段 183 公里预计将于 2009 年底建成通车, 我们认为, 武汉-荆门-宜昌高速分流往北车流, 对往东和往南的车流影响较小。另外, 汉宜铁路将于 2012 年完工, 届时对公司的路产的客运和货运车流也会产生一定影响。
- 公司开始麻竹高速公路大悟至随州段项目的建设, 该项目预计投资 38 亿, 工期 3.5 年, 对于自身资产只有 30 亿左右的公司而言, 经营性风险较大, 在建设期内, 公司的业绩基本不受影响, 完工后将承担较大的折旧成本和财务费用。
- 我们预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.37、0.48 元, 目前股价 4.97 元, 09 和 10 年动态市盈率分别为 13.32X 和 10.26X, 近期成长性较好, 我们维持公司的增持评级, 关注公司的再投资风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐捷

交通运输行业资深分析师

8621-63325888 × 6065

xujie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 04 月 15 日) 4.97 元

目标价格 (6 个月) 5.76 元

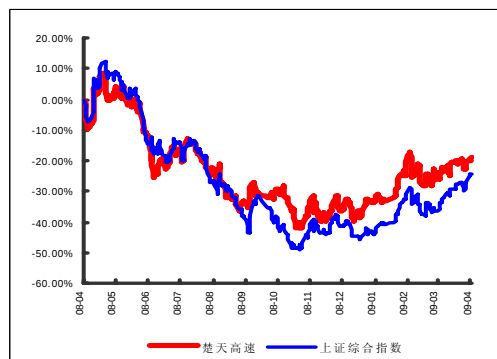
总股本/A 股 (万股) 93165/38767

国家/地区 中国

行业 路桥

报告日期 2009 年 04 月 16 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	717	796	993
主营业务利润 (百万)	404	463	601
净利润 (百万)	301	348	451
EBITDA (百万)	517	562	692
每股收益 (元)	0.32	0.37	0.48
每股经营现金流 (元)	0.42	0.54	0.65
市盈率(X)	15.08	13.32	10.26
净资产收益率%	0.12	0.12	0.14

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《楚天高速: 等待沪蓉贯通带来的机遇》	2007.11.1
《楚天高速: 公司将迎来历史发展的机遇》	2008.6.11

表 1: 汉宜高速 09 年一季度车流量和车流结构

汉宜高速公路 2009 年 1 月份交通量

项目	合计	小型车	中型车	大型车	特大型车	日均混合交通量
折算全程交通量	370423	256983	43289	37630	32522	11949
所占比例%	100.00	69.38	11.69	10.16	8.78	

汉宜高速公路 2009 年 2 月份交通量

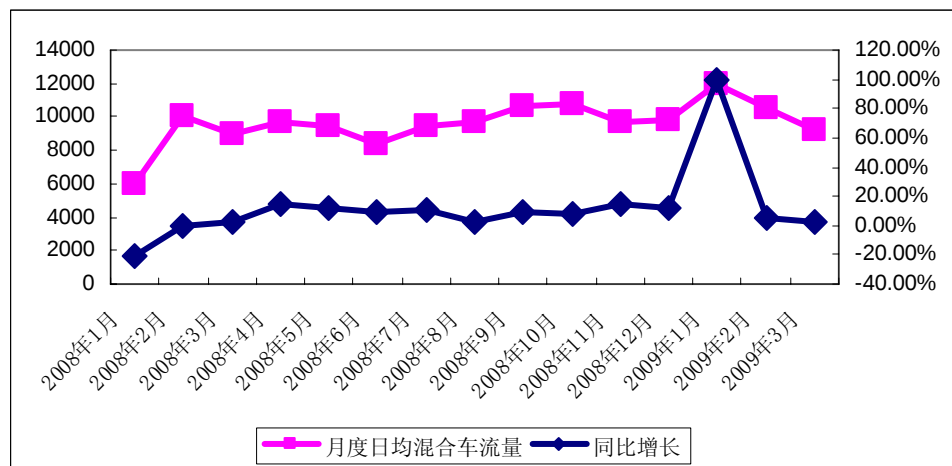
项目	合计	小型车	中型车	大型车	特大型车	日均混合交通量
折算全程交通量	293559	185673	40296	37339	30251	10484
所占比例%	100.00	63.25	13.73	12.72	10.3	

汉宜高速公路 2009 年 3 月份交通量

项目	合计	小型车	中型车	大型车	特大型车	日均混合交通量
折算全程交通量	285966	179890	36230	27484	42363	9225
所占比例%	100.00	62.91	12.67	9.61	14.81	

资料来源：东方证券研究所

图 1: 汉宜高速 08 年 1 月-09 年 3 月车流量和车流增速



资料来源：东方证券研究所

表 2：楚天高速盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	98	106	328	876	营业收入	726	717	796	993
现金	89	90	309	854	营业成本	235	247	268	323
应收账款	0	3	3	3	营业税金及附加	25	26	28	35
其它应收款	0	7	9	10	营业费用	0	0	0	0
预付账款	8	5	7	8	管理费用	24	24	26	32
存货	0	0	0	0	财务费用	31	22	11	1
其他	0	0	1	1	资产减值损失	7	-4	0	0
					公允价值变动收				
非流动资产	2843	2834	2806	2777	益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2824	2786	2752	2720	营业利润	404	402	463	601
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	3	0	0
其他	20	48	54	57	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	2942	2940	3134	3653	利润总额	404	404	463	601
流动负债	607	447	294	362	所得税	136	103	116	150
短期借款	310	210	0	0	净利润	268	302	348	451
应付账款	84	130	167	229	少数股东损益	-0	0	-0	-0
					归属于母公司净				
其他	213	108	127	133	利润	268	302	348	451
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	564	517	562	692
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.32	0.37	0.48
其他	0	0	0	0					
负债合计	607	447	294	362	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	-0	-0	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
股本	932	932	932	932	成长能力				
资本公积	880	880	880	880	营业收入	16.8%	-0.2%	9.9%	24.7%
留存收益	522	680	1028	1479	营业利润	4.2%	1.3%	13.3%	29.8%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利				
合计	2334	2492	2840	3291	润	2.6%	14.6%	13.2%	29.8%
负债和股东权益	2942	2940	3134	3653	获利能力				
					毛利率	67.7%	66.3%	66.4%	67.5%
					净利率	36.9%	36.9%	42.4%	43.7%
					ROE	11.5%	12.3%	12.2%	13.7%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	20.6%	15.2%	9.4%	9.9%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	净负债比率				
经营活动现金流	344	453	500	607					
净利润	268	307	348	451					
折旧摊销	129	86	87	89					
财务费用	31	22	11	1					

投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.16	0.24	1.11	2.42
营运资金变动	-82	45	51	60	速动比率	0.16	0.24	1.11	2.42
其它	-1	-7	3	5	营运能力				
投资活动现金流	-73	-80	-60	-60	总资产周转率	0.24	0.25	0.26	0.29
资本支出	73	80	60	60	应收账款周转率	660	431	230	295
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	2.05	2.28	1.80	1.63
其他	0	-0	-0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-321	-372	-221	-1	每股收益	0.29	0.33	0.37	0.48
短期借款	-180	-100	-210	0	每股经营现金流	0.37	0.49	0.54	0.65
长期借款	-100	0	0	0	每股净资产	2.51	2.68	3.05	3.53
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	17.28	15.08	13.32	10.26
其他	-41	-272	-11	-1	P/B	1.98	1.86	1.63	1.41
现金净增加额	-50	1	219	545	EV/EBITDA	9	10	9	7

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐捷：交通行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn