

高速公路 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

楚天高速

600035

推荐

沪渝高速的贯通效应大于武荆高速的分流影响

随着沪渝高速年底的全线贯通，汉宜高速将从区域性公路演变成全国骨干路网的组成部分。短期内沪渝高速的贯通效应将大于“武汉-荆门-宜昌”高速的分流影响，长期更是从川渝和湖北地区的经济发展中受益。

投资要点：

- **目前公司的核心资产是汉宜高速。**汉宜高速全长 279 公里，由长度 180 公里的汉荆段（武汉-荆州）和长度 99 公里的江宜段（荆州-宜昌）组成，前者收费年限到 2030 年，后者到 2026 年。
- **江汉平原区域内的车流量随着经济的发展将稳步增长。**汉宜高速位于湖北省经济最活跃的江汉平原，自建成通车以来，作为江汉平原唯一的東西向高速公路主要服务于区域内的经济发展。我们分析随着经济的增长、机动车保有量的增加和路网的加密，江汉平原区域内的车流量在未来 3 年可保持 7.6% 左右的年均增长率。
- **沪渝高速的贯通效应大于武荆高速的分流影响。**随着年底沪渝高速全线贯通，川渝和东部沿海地区将形成一条最快捷的陆路通道，我们分析这将吸引部分车辆回流，汉宜高速将从区域性公路演变为全国性交通动脉。与汉宜高速平行的“武汉-荆门-宜昌”高速年底也会建成，我们分析会对武汉汉口地区和宜昌之间的直通车辆和在武汉沿京珠高速北上的过路车辆形成分流。总的来讲，短期内沪渝高速全线贯通带给公司的车流增量将大于武荆高速开通后对存量车流的分流。
- **大悟-随州高速项目长期前景值得期待。**根据我们对湖北和国家高速公路网的分析，大随项目在未来主要起到两大作用：一是服务于随州地区的经济发展；二是在湖北北部和东部沿海地区之间架起一条快捷的东西通道。虽然项目长期前景看好，但开通初期业绩尚难以预料。
- **首次给予公司“推荐”的投资评级，目标价格 6.12 元。**我们预测公司 2009-2011 年的营业收入分别为 7.4 亿、9.5 亿和 11.2 亿。归属于母公司的净利润分别为 3.1 亿、4.3 亿和 5.1 亿，每股收益分别为 0.34、0.46 和 0.55 元，年均增长 19.8%。目前公司股价对应 15 倍 2009 年市盈率 and 1.8 倍市净率，为行业平均估值水平，并没有反映出公司受益沪渝高速贯通带来的成长性。我们首次给予“推荐”的投资评级，6-12 个月目标价格 6.12 元，对应 2009 年 18 倍、2010 年 13.3 倍市盈率。

6-12 个月目标价： 6.12 元

当前股价： 5.13 元

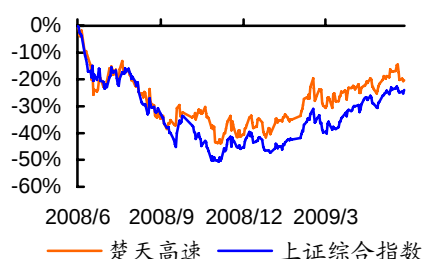
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2632.93
总股本(百万)	932
流通股本(百万)	434
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	0.32
每股净资产(元)	2.67
资产负债率	16.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
楚天高速	3.22	15.28	36.07
上证综合指数	9.46	26.41	37.28



相关报告

主要财务指标

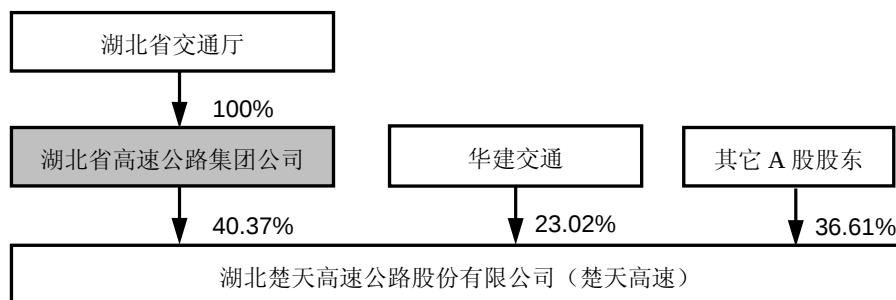
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	717	739	951	1118
同比(%)	-1%	3%	29%	18%
归属母公司净利润(百万元)	302	314	429	511
同比(%)	13%	4%	37%	19%
毛利率(%)	65.5%	65.5%	68.7%	70.1%
ROE(%)	12.1%	11.7%	14.4%	15.4%
每股收益(元)	0.32	0.34	0.46	0.55
P/E	15.84	15.23	11.15	9.36
P/B	1.92	1.78	1.60	1.44
EV/EBITDA	9	9	7	6

资料来源：中投证券研究所

一、目前公司核心资产是汉宜高速

目前，公司主要从事汉宜（武汉-宜昌）高速公路的经营管理，主营业务收入为汉宜高速公路车辆通行费收入。母公司是持有 40.37% 股权的“湖北省高速公路集团有限公司”，最终控制人是“湖北省交通厅”。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司资料、中投证券研究所

汉宜高速全长 279 公里，双向四车道，设计时速 100 公里，2005 年全线完成沥青路面加铺工作，通行条件得到显著改善。全线可以分成两段，其中汉荆段是公司 2000 年注册成立时的资产，荆宜段是公司 2004 年使用 IPO 募集的资金收购而来，因此这两段高速公路的收费期限有所不同。

图 2：汉宜高速线路图



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 1：汉宜高速主要情况

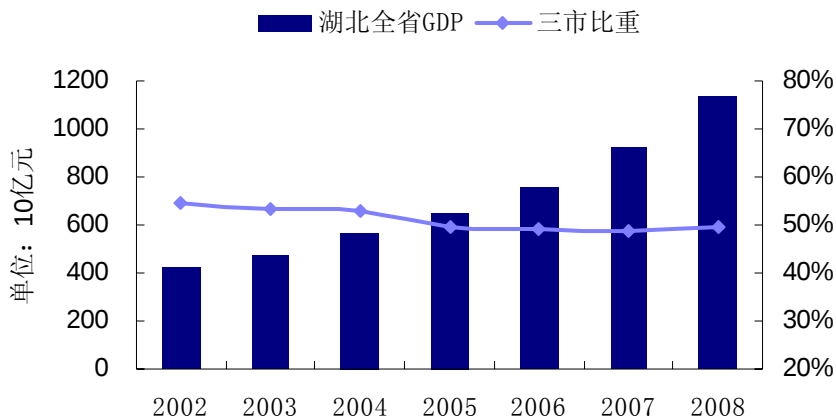
路段	起止点	长度（公里）	通车时间	收费期限
汉荆段	武汉-荆州江陵	180	1994.11	2000.11-2030.11
江宜段	荆州江陵-宜昌	99	1995.11	2004.10-2026.10

资料来源：公司资料、中投证券研究所

二、区域内车流量随着经济发展将稳步增长

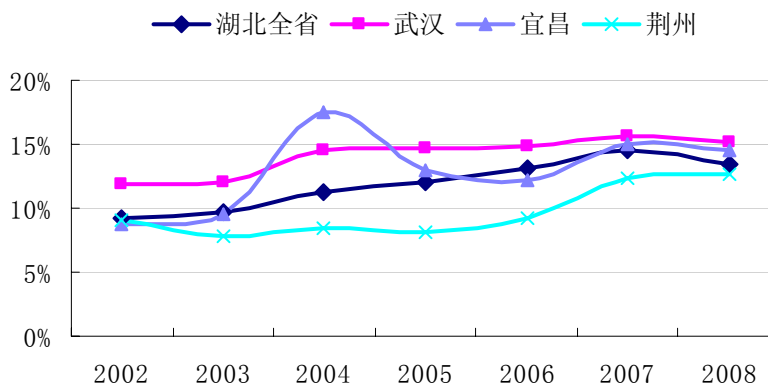
汉宜高速位于湖北省经济最活跃的江汉平原，覆盖的武汉、荆州和宜昌三市经济总量占全省的 50% 左右。其中武汉的 GDP 占三市总额的 70% 左右、占湖北全省的 35% 左右，武汉地区的 GDP 增速也一直高于全省平均水平，目前对周边城市形成了强大的经济辐射力，拥有足够的潜在交通需求。

图 3：武汉荆州宜昌三市的 GDP 占全省比例



资料来源：CEIC、中投证券研究所

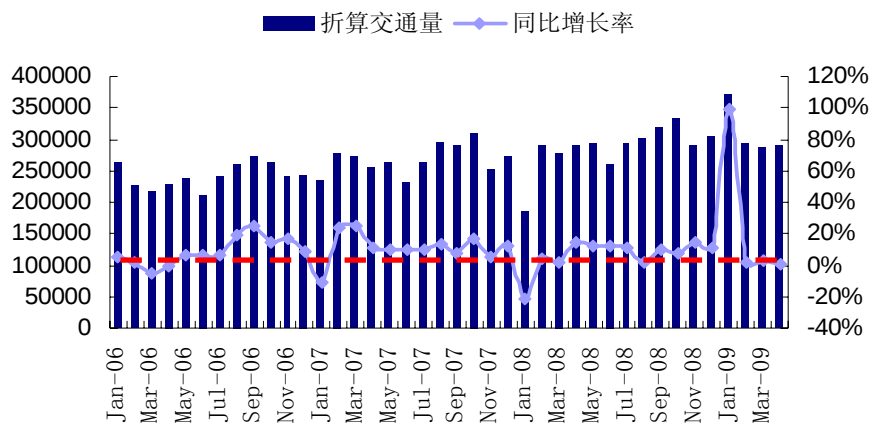
图 4：武汉荆州宜昌三市的 GDP 增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

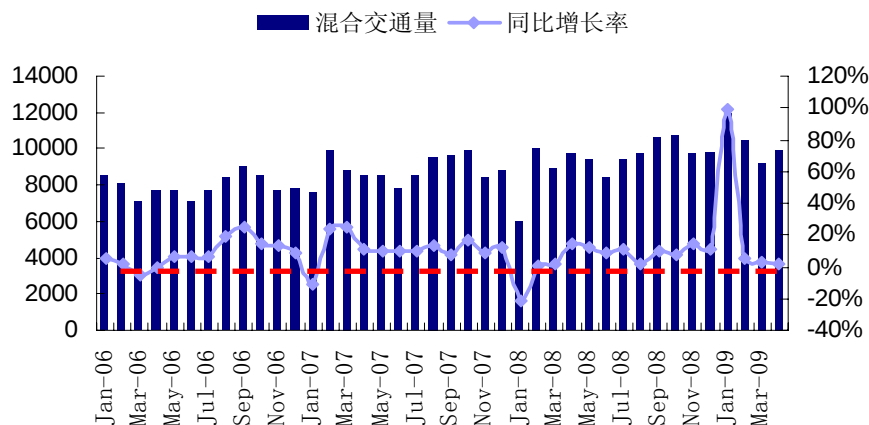
作为沪渝高速湖北段，在沪渝高速还未连通四川和重庆的情况下，汉宜高速自建成通车以来，作为江汉平原唯一的東西向高速公路主要服务于区域内的经济发展，车流量随着经济的发展稳定增长。

图 5: 汉宜高速日均折算交通量变化趋势



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

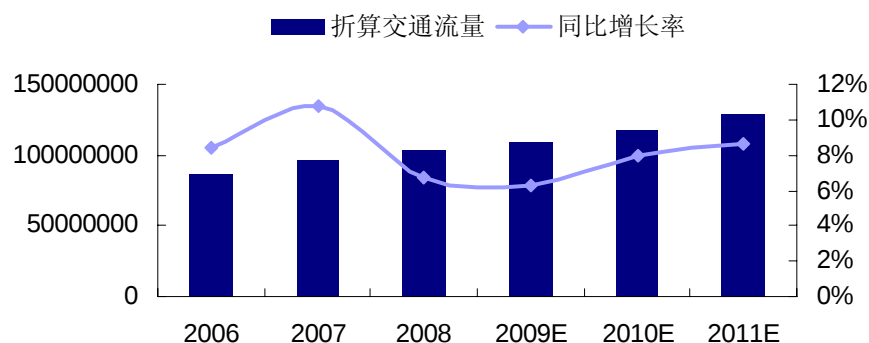
图 6: 汉宜高速日均混合交通量变化趋势



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

未来, 我们分析随着经济的发展、机动车保有量的增加和路网的加密 (指武汉-荆门-宜昌高速在 2010 年正式建成通车), 江汉平原区域内的车流量在未来 3 年可保持 7.6% 左右的年均增长率。

图 7: 江汉平原区域内未来 3 年的预测折算车流量



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

三、沪渝高速的贯通效应大于武汉的分流影响

目前，川渝地区和东部沿海地区的高速公路交通主要有三种选择：一是北上西安（成都-绵阳-广元-西安），进入连霍高速（西安-洛阳-郑州-商丘-徐州-连云港）、宁洛高速（西安-洛阳-漯河-阜阳-蚌埠-滁州-南京）或沪陕高速（西安-商州-南阳-信阳-合肥-南京-上海）；二是南下贵阳（重庆-遵义-贵阳），进入沪昆高速（贵阳-怀化-邵阳-长沙-南昌）；三是通过长江水运，用轮渡的方式将车辆摆渡到宜昌，进入沪渝高速（宜昌-荆州-武汉-黄石-黄梅）。

随着年底沪蓉西高速项目的建成通车，沪渝高速将全线贯通，川渝和东部地区将形成一条最快捷的陆路通道，我们分析这将吸引北线和南线往长三角方向的车辆回流，汉宜高速将从区域性公路演变为全国性交通动脉。

图 8：目前川渝地区和东部沿海的高速公路通道



资料来源：中投证券研究所

此外，沪蓉高速湖北段的“武汉-荆门-宜昌”（以下简称“武荆高速”）高速公路也有望于年底建成，该路段长 278 公里，和汉宜高速几乎相等，两条线路在湖北境内形成平行竞争格局。对于这种潜在竞争关系，我们从存量和增量两个角度进行了分析。

存量角度，即武汉-宜昌之间的区域车辆。由于两条线路中间所经过的城市不同，对存量的分流主要体现在武汉和宜昌这两个城市之间的直通车辆。更具体一些，武荆高速武汉端的入口在汉口，汉宜高速武汉端的入口在汉阳，两者相距约 20 公里。假设将来收费标准相等，我们分析武荆高速仅会对武汉汉口地区和宜昌之间的直通车辆形成分流。

增量角度，即沪渝高速全线贯通后新增的过路车辆。武荆高速实际上是沪蓉高速的组成部分，但目前安徽六安-麻城高速以及宜巴高速还属规划阶段，往东部沿海的过路车辆最佳选择是走“汉宜高速+武汉绕城高速南环段+武黄高速”进入安徽，而不会选择武荆高速，因为后者需要在武汉绕城高速公路上多跑 20 公里后再进入武黄高速。我们分析武荆高速的开通仅会对在武汉沿京珠高速北上的过路车辆形成分流，但这个方向上的车流量不会太大。

图 9: 湖北省主要东西向高速公路示意图



虽然难以预测沪渝高速贯通带给公司的增量和武荆高速分流的具体数量，但总的来讲，我们和公司沟通后认为短期内沪渝高速全线贯通带给公司的增量车流将大于武荆高速开通后对存量车辆的分流。长期而言，由于经济的增长，交通需求这个“蛋糕”将越来越大，公司分享的绝对量将稳定增长。

公司在去年取得了“麻城-竹溪”高速公路“大悟-随州”段项目（具体位置和线路走向见图9），并且组建了全资子公司“湖北楚天鄂北高速公路有限公司”来负责该项目的投资建设。

麻城-竹溪高速公路是湖北省中东部的一条东西向省际通道,属于地方加密高速公路,东起麻城,往西经过大悟、随州、宜城、房县、竹山、竹溪,全长约 665 公里。公司获取的项目东起大悟县,与京珠高速相连,西至随州市,与西安-武汉高速(西安-十堰-襄樊-随州-武汉)相交,全长 83 公里,设计时速 100 公里,双向四车道。项目估算总投资 38.3 亿,建设工期 42 个月,建成后收费期限拟为 30 年,建设资金来源于自由资金和银行贷款,预计投资收益率为 9.67%。

根据我们对湖北和国家高速公路网的分析，大随项目在未来主要起到两大作用：

一是服务于随州地区的经济发展。首先随州位于武汉城市圈北部，紧邻城市圈内的孝感和黄冈两市，与武汉市区的直线距离仅 150 公里左右，具备融入武汉城市圈的区位优势；其次随州具备一定的产业基础，与城市圈内的企业开展项目和产业合作具有空间。大随高速的建设将在随州与武汉经济圈间形成一个三角形的高速公路网络。

二是在湖北北部和东部沿海地区之间架起一条快捷的东西通道。随州-大悟-麻城高速在麻城和沪蓉高速汇接，未来湖北十堰、襄樊、随州地区往东部沿海将不需要从武汉绕行，通过麻竹高速直接在麻城进入沪蓉高速，经过安徽六安、合肥可直接进入南京/上海地区（见图9）。

虽然项目长期前景看好，但开通初期业绩尚难以预料。该路段主要服务于地方经济的发展，加之开通初期车流量需要一个培育过程，我们现在很难预测开通初期的通行费收入能否覆盖人工、折旧和财务费用。由于项目需要3.5年的工期，其间财务费用可以进行资本化，短期内不会对公司盈利能力造成大的影响，我们有足够的时间跟踪大随和相关项目的进展，并及时更新判断。

五、盈利预测

结合以上的分析，我们在做盈利预测时进行了如下假设：

1、从2010年开始，汉宜高速车流量的自然增长大部分被武荆高速的分流抵消，2009-2011年的自然增长率设定为3%、2%和2%。

2、沪渝高速全线通车带来的增量车流具体数量难以测算，估计这一增长率应在10%-30%之间，出于谨慎考虑，我们把2009-2011的增长率分别设定为0%、15%和10%。我们分析在通车两年之后，贯通效应基本释放完毕，汉宜高速的车流量重新进入自然增长状态。

3、考虑到川渝地区的新增车辆应以货车为主，即货车比例在总车流量中的比重有所提升。我们分析从2010年开始，单车收入会有所提高，假定2010和2011年的单车收入分别增长10%和5%。

4、成本方面，考虑到折旧摊销、养护和征收这几部分成本与车流量正相关，我们假设和车流量的增长保持同步。

表 2：公司盈利预测主要假设

	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营收入(百万元)	717.06	738.58	950.55	1,117.84
(1)混合车流量(辆)	3,376,800	3,478,104	4,069,382	4,557,707
自然增长(%)	6.21%	3.00%	2.00%	2.00%
贯通效应(%)	0.00%	0.00%	15.00%	10.00%
(2)单车收入(元)	212.35	212.35	233.59	245.26
(+/-%)	-6.99%	0.00%	10.00%	5.00%
二、主营成本(百万元)	247.27	254.69	297.99	333.75
(+/-%)	5.36%	3.00%	17.00%	12.00%

资料来源：中投证券研究所

在上述假设前提下，公司2009-2011年的营业收入分别为7.4亿、9.5亿和11.2亿，营业成本分别为2.5亿、3.0亿和3.3亿。

2009-2011年归属于母公司的净利润分别为3.1亿、4.3亿和5.1亿，基本每股收益分别为0.34、0.46和0.55元，年均增长19.8%。

六、可比公司估值水平

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 (09/6/1)	P/E				P/B			
			2007A	2008A	2009E	2010E	2007A	2008A	2009E	2010E
000429.SZ	粤高速 A	4.97	12.74	15.53	17.03	14.86	1.88	1.83	1.63	1.54
000548.SZ	湖南投资	7.69	19.72	103.92	40.24	26.85	2.84	2.94	2.79	2.56
600350.SH	山东高速	5.26	15.20	14.25	14.62	13.10	2.13	1.99	1.84	1.70
600033.SH	福建高速	6.34	14.99	12.02	14.67	14.64	2.61	2.39	2.06	1.93
600035.SH	楚天高速	5.13	17.84	16.03	14.66	11.46	2.04	1.92	1.74	1.54
600012.SH	皖通高速	5.42	17.37	13.00	13.83	13.73	1.94	1.80	1.59	1.45
600377.SH	宁沪高速	6.04	19.01	19.58	18.48	16.33	1.94	1.91	1.82	1.78
600548.SH	深高速	5.48	17.73	23.72	20.60	17.34	1.64	1.71	1.63	1.55
600269.SH	赣粤高速	10.17	10.82	10.82	11.83	11.19	1.89	1.66	1.49	1.34
000900.SZ	现代投资	17.70	11.98	12.37	11.74	11.20	2.25	2.08	2.01	1.83
中值			16.29	14.89	14.66	14.19	1.99	1.91	1.78	1.63

资料来源: Wind、中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	230	520	191	120
现金	215	507	174	100
应收账款	1	0	0	0
其它应收款	7	6	7	8
预付账款	7	8	9	10
存货	0	0	0	0
其他	0	0	1	2
非流动资产	2748	3488	4897	6313
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2721	2647	2565	2478
无形资产	6	6	6	6
其他	21	835	2327	3829
资产总计	2979	4008	5088	6433
流动负债	491	528	505	711
短期借款	390	390	390	589
应付账款	11	13	15	17
其他	90	125	100	105
非流动负债	0	800	1600	2400
长期借款	0	800	1600	2400
其他	0	0	0	0
负债合计	491	1328	2105	3111
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	675	868	1171	1510
归属母公司股东权益	2487	2680	2983	3322
负债和股东权益	2979	4008	5088	6433

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	389	443	516	628
净利润	302	314	429	511
折旧摊销	140	92	92	92
财务费用	22	13	13	23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	36	-31	1
其它	-1	-12	12	0
投资活动现金流	-74	-817	-1511	-1506
资本支出	75	817	1510	1505
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-0	-1	-1
筹资活动现金流	-189	666	662	805
短期借款	80	0	0	199
长期借款	0	800	800	800
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-269	-134	-138	-194
现金净增加额	126	292	-333	-74

资料来源：中投证券研究所

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	717	739	951	1118
营业成本	247	255	298	334
营业税金及附加	26	27	34	40
营业费用	0	0	0	0
管理费用	24	26	33	39
财务费用	22	13	13	23
资产减值损失	-4	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	402	418	571	681
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	404	418	571	681
所得税	103	105	143	170
净利润	302	314	429	511
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	314	429	511
EBITDA	564	523	677	797
EPS (元)	0.32	0.34	0.46	0.55

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-1.2%	3.0%	28.7%	17.6%
营业利润	-0.4%	4.1%	36.6%	19.2%
归属于母公司净利润	12.6%	4.0%	36.6%	19.2%
获利能力				
毛利率	65.5%	65.5%	68.7%	70.1%
净利率	42.1%	42.5%	45.1%	45.7%
ROE	12.1%	11.7%	14.4%	15.4%
ROIC	11.9%	9.7%	9.2%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	16.5%	33.1%	41.4%	48.4%
净负债比率	79.39%	89.61%	94.54%	96.07%
流动比率	0.47	0.98	0.38	0.17
速动比率	0.47	0.98	0.38	0.17
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.21	0.21	0.19
应收账款周转率	1519	1565	-	-
应付账款周转率	5.23	21.35	21.57	21.13
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.34	0.46	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.48	0.55	0.67
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.88	3.20	3.57
估值比率				
P/E	15.84	15.23	11.15	9.36
P/B	1.92	1.78	1.60	1.44
EV/EBITDA	9	9	7	6

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。南京大学管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

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, 旨在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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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