

车流量可能正在恢复，有一定的成长空间

楚天高速（600035.SH）公司快报

报告关键点：

- 汉宜高速近几个月车流量略有增长，参照武黄高速，我们推测汉宜高速真实的车流量可能正在恢复中
- 沪蓉西对汉宜高速的诱导作用主要体现在2010年，存在一定的成长空间
- 维持盈利预测和“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 汉宜高速09年近几个月的车流量略有增长。汉宜高速是公司唯一收费路段，也是公司主要收入来源。09年1月，由于春节因素的影响，汉宜高速车流量同比增长99.6%。春节因素消除后，汉宜高速的日均车流量略有增长，2、3、4月，其车流量分别同比增长了4.8%、3.0%、2.2%，车流量环比分别为-12.3%、-12.0%、7.3%。4月份车流量环比增长比较明显。
- 参照武黄高速，我们推测汉宜高速的真实车流量可能正在恢复中。我们发现，过去几个季度汉宜高速车流量的增长率与通行费收入的增长率并不完全一致。汉宜高速与武黄高速相连，并且都位于湖北境内，因此我们认为武黄高速收入和车型结构的数据与汉宜高速有相似性。春节因素的影响，武黄高速09年前两个月的日均路费收入同比增长10%以上，最近的3、4月，收入分别同比增长-1.2%、3.0%，环比为4.0%、7.4%。虽然武黄高速3、4月的收入增长率较低，但是环比增长较明显。表明车流量可能正在恢复中。而从武黄高速的车型结构看，3、4月其四类、五类车全程交通流量的增长率为9%左右，表明武黄高速货车的车流量正在增长。由此我们推断，汉宜高速真实的车流量和收入可能正在恢复中。
- 沪蓉西对汉宜高速的刺激作用主要体现在2010年。经多处了解，沪蓉西高速可能于09年年底开通，从而诱导一部分四川境内的车辆到汉宜高速上。沪蓉西开通前后，与汉宜高速平行的武荆高速也将开通，对汉宜高速有一定的分流。我们认为，诱导作用可能大于分流作用，汉宜高速车流量可能有一定程度的增长。沪蓉西对汉宜高速的刺激作用，主要体现在2010年。
- 维持盈利预测和“增持-A”投资评级。公司地区中部地区，受益于内需的恢复，其车流量可能正在恢复中。而沪蓉西高速的贯通，使得公司2010年的收入有一定程度的增长。因此维持09年到11年的每股收益为0.34元、0.41元、0.46元，维持“增持-A”投资评级，6个月的目标价为5.8元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	725.9	717.1	774.0	894.9	983.7
Growth(%)	16.8%	-1.2%	7.9%	15.6%	9.9%
净利润	268.0	301.7	312.5	383.4	426.6
Growth(%)	2.6%	12.6%	3.6%	22.7%	11.3%
毛利率(%)	67.7%	65.5%	65.3%	67.8%	69.1%
净利润率(%)	36.9%	42.1%	40.4%	42.8%	43.4%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.34	0.41	0.46
每股净资产(元)	2.51	2.67	2.94	3.27	3.63
市盈率	17.8	15.8	15.3	12.4	11.2
市净率	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
净资产收益率(%)	11.5%	12.1%	11.4%	12.6%	12.6%
ROIC(%)	11.4%	12.2%	12.5%	11.9%	9.3%
EV/EBITDA	9.0	8.8	9.3	9.7	10.0
股息收益率	2.3%	3.1%	1.3%	1.6%	1.8%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
5.80 元

期限： 6个月 上次预测： 5.30 元

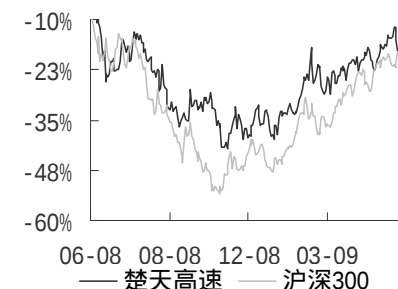
现价： 5.13 元

报告日期：
2009-06-16

市场数据

总市值(百万元)	4,779.38
流通市值(百万元)	2,227.70
总股本(百万股)	931.65
流通股本(百万股)	434.25
12个月最高/最低	3.48/6.33 元
十大流通股东(%)	39.14%
股东户数	63,680

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.82)	(15.44)	4.52
绝对收益	3.16	16.61	(16.65)

研究员

邓红梅

021-68765993

首席行业分析师

denghm@essence.com.cn

彭倩

021-68765110

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

前期研究成果

楚天高速：收入和车流量有望实现同步增长

2009-04-28

楚天高速：经济减速导致四季度收入快速下滑

2009-04-17

楚天高速：沪蓉西诱导车流量，大随项目短期不影响公司业绩

2009-01-08

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-6-12

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	725.9	717.1	774.0	894.9	983.7	成长性					
减: 营业成本	234.7	247.3	268.5	287.8	304.4	营业收入增长率	16.8%	-1.2%	7.9%	15.6%	9.9%
营业税费	25.3	26.0	0.8	0.9	1.0	营业利润增长率	4.2%	-0.4%	3.7%	22.7%	11.3%
销售费用	-	-	38.7	44.7	49.2	净利润增长率	2.6%	12.6%	3.6%	22.7%	11.3%
管理费用	23.8	23.9	21.7	25.1	27.5	EBITDA 增长率	10.7%	0.0%	3.8%	16.4%	10.1%
财务费用	30.9	22.2	27.7	25.1	32.7	EBIT 增长率	8.5%	-2.4%	4.8%	20.7%	12.2%
资产减值损失	7.4	-4.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.0%	8.4%	2.9%	20.7%	12.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.0%	0.3%	27.1%	43.3%	25.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.2%	6.5%	10.1%	11.2%	11.2%
营业利润	403.7	402.0	416.7	511.3	568.9	利润率					
加: 营业外净收支	-0.0	2.3	-	-	-	毛利率	67.7%	65.5%	65.3%	67.8%	69.1%
利润总额	403.6	404.3	416.7	511.3	568.9	营业利润率	55.6%	56.1%	53.8%	57.1%	57.8%
减: 所得税	135.8	102.6	104.2	127.8	142.2	净利润率	36.9%	42.1%	40.4%	42.8%	43.4%
净利润	268.0	301.7	312.5	383.4	426.6	EBITDA/营业收入	77.6%	78.6%	75.6%	76.0%	76.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	59.9%	59.2%	57.4%	59.9%	61.2%
货币资金	89.1	214.9	92.5	100.8	133.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,428	1,392	1,237	1,017	871
应收帐款	0.4	7.4	14.8	17.2	18.9	流动营业资本周转天数	-123	-69	-33	-21	-17
应收票据	0.1	0.5	0.6	0.7	0.8	流动资产周转天数	63	82	80	49	52
预付帐款	8.5	7.3	7.3	7.3	7.3	应收帐款周转天数	1	0	2	4	4
存货	0.0	-	-	-	-	存货周转天数	0	0	-	-	-
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	1,497	1,486	1,519	1,725	2,073
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,310	1,335	1,406	1,656	2,003
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	12.1%	11.4%	12.6%	12.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	10.1%	8.8%	7.6%	6.8%
固定资产	2,823.9	2,721.4	2,598.9	2,455.0	2,307.7	ROIC	11.4%	12.2%	12.5%	11.9%	9.3%
在建工程	15.8	17.8	830.0	2,430.0	3,830.0	费用率					
无形资产	0.1	5.9	5.8	5.7	5.5	销售费用率	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	3.7	3.2	3.8	4.0	4.9	管理费用率	3.3%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%
资产总额	2,941.6	2,978.5	3,553.8	5,020.7	6,308.6	财务费用率	4.3%	3.1%	3.6%	2.8%	3.3%
短期债务	310.0	390.0	499.8	859.7	1,500.0	三费/营业收入	7.5%	6.4%	11.4%	10.6%	11.1%
应付帐款	151.2	29.0	110.3	110.4	116.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	20.6%	16.5%	23.0%	39.4%	46.3%
其他流动负债	41.3	72.3	46.4	42.4	42.4	负债权益比	26.0%	19.8%	29.8%	64.9%	86.3%
长期借款	-	-	200.0	1,000.0	1,300.0	流动比率	0.16	0.47	0.19	0.13	0.10
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.16	0.47	0.19	0.13	0.10
负债总额	607.0	491.2	816.5	1,976.6	2,923.2	利息保障倍数	14.04	19.14	16.05	21.41	18.37
少数股东权益	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	分红指标					
股本	931.7	931.7	931.7	931.7	931.7	DPS(元)	0.12	0.16	0.07	0.08	0.09
留存收益	1,402.8	1,555.4	1,805.4	2,112.2	2,453.5	分红比率	41.7%	49.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,334.6	2,487.3	2,737.3	3,044.1	3,385.5	股息收益率	2.3%	3.1%	1.3%	1.6%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	267.8	301.8	312.5	383.4	426.6	EPS(元)	0.29	0.32	0.34	0.41	0.46
加: 折旧和摊销	128.9	139.6	140.4	144.1	147.4	BVPS(元)	2.51	2.67	2.94	3.27	3.63
资产减值准备	7.4	-4.3	-	-	-	PE(X)	17.8	15.8	15.3	12.4	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
财务费用	13.1	20.0	24.3	27.7	25.1	P/FCF	77.0	17.4	-48.3	60.5	42.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.6	6.7	6.2	5.3	4.8
少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	9.0	8.8	9.3	9.7	10.0
营运资金的变动	-81.1	-76.9	47.2	-6.1	4.6	CAGR(%)	12.7%	12.2%	3.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	344.5	388.8	527.8	546.5	611.4	PEG	1.4	1.3	4.1	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-73.2	-74.4	-847.8	-1,601.0	-1,402.0	ROIC/WACC	1.2	1.3	1.4	1.3	1.0
融资活动产生现金流量	-321.3	-188.6	219.6	1,058.3	822.2	REP	1.6	1.4	1.2	1.0	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

彭倩，助理行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122