

沪蓉西贯通积极效应值得期待

——楚天高速（600035）

2010年2月23日

强烈推荐/维持

交通运输行

调研快报

张勋

交通运输行业分析师

010-6650 7315 zhangxun@dxzq.net.cn

事件：

近期，我们拜访了楚天高速，并对公司经营管理的汉宜高速进行了实地考察，以更为清晰的把握公司的投资机会。本次调研旨在了解三方面的问题：1、公司2010年1月份运营数据的解读；2、沪蓉西全线贯通状况及其对公司经营汉宜高速的影响；3、与汉宜高速并行的武荆高速建设及可能分流情况。

评论：

1、扰动因素较多，使得汉宜高速2010年1月份运营数据不具有代表性。

2009年12月19日，沪蓉西高速宜昌至利川段实行了单幅通车，2010年1月18日，龙潭隧道左洞达到通车条件，使得直接连接湖北和重庆的高速公路沪蓉西全部贯通，也意味着贯通我国东、中、西的沪汉渝蓉高速公路大通道彻底全线双向通行。由于沪蓉西高速东接楚天高速经营管理的汉宜高速，该路段的通车使得汉宜高速结束了“断头路”历史，因此，市场对路网贯通下汉宜高速的车流量和收入增长有着很高的预期。

但公司披露的1月份运营数据并未对该预期形成完全支撑：1月份车流量数据显示，折合全程日均混合车流量同比下降1.33%，其中，除特大型车同比增长88.2%之外，小型车、中型车、大型车车流量同比分别下降9.11%、14.4%和10.56%，与市场之前预期差距较大；但是，根据公司车流量和收费标准测算的1月份通行费收入则同比增长约19%。

通过调研，我们分析认为，导致上述市场预期和现实、收入增长和车流量下滑之间的矛盾主要源于以下几个方面：一、季节性因素干扰，2009年的春节为1月26日，而2010年的春节为2月14日，1月份为2009年汉宜高速车流量高点，较高的基数使得车流量增长较难；二、天气因素干扰，2010年1月份雨雾天气较多且气候寒冷，交通管制频频出现，使得高速公路出行受到限制，部分分流到并行普通国道上；三、沪蓉西贯通效应尚未体现，除受到天气影响外，沪蓉西全线双向完全贯通为1月18日，且部分司机尚不知道该路段已经开通，从开始通车到车流量上来，需要一段时间，对1月份整体车流量并未产生显著影响；四、至于收入增长和车流量增长的差异，主要原因在于特大型车辆实现了超过80%的高速增长。

值得注意的是，虽然同比车流量增长不理想，但环比数据继续显示了比较明显的上升势头。与2009年12月份相比，汉宜高速日均车流量同比增长9.8%，其中小型车、中型车、大型车、特大型车同比分别增长9.9%、3.45%、23.3%、6.9%。

我们认为，在上述诸多因素扰动下，1月份数据难以作为沪蓉西贯通后的代表性数据，只有上述因素逐渐消失后，才具有更为科学的可比性，比较而言，3月份数据应该更具有说服力，而上半年数据则能够体现稳定后的车流量状况。同时，从车型结构看，1月份大型车和特大型车的占比为25.96%，已经接近2009年最高水平，伴随着沪蓉西通车，则跑全程的大型车比重将进一步提升；在2009年汽车保有量大幅度增长的背景下，公司上半年车流量和收入增长逐月上升为大概率事件

2、草根调研显示，沪蓉西贯通的积极效应值得期待。

为了进一步获取沪蓉西高速通车对区域内交通流量的影响，我们实地访问部分主要跑东西方向的大货车司机和车主。交流情况增强了我们对沪蓉西通车路网效应正面影响的信心。

司机师傅谈到，从东部地区前往川渝的行走线路选择看，过去主要有三种方式：一是从宜昌坐轮渡到重庆，二是走安康、西安等北线；三是走南线，从赣州、长沙、贵州。通过比较，他们认为，沪蓉西贯通对他们出行的帮助比较大，更愿意选择走沪蓉西高速。我们总结如下：

1) **省时**：目前，从宜宾往西到重庆，轮渡最快需要 36 个小时，若考虑到排班等候时间，会更长；北线收费标准低于沪蓉西高速，但距离更远，时间也比较长，综合下来，走沪渝高速比轮渡和北线分别节约大概 15 小时、16 小时；2) **更安全**：南线山路较多，运货行走的风险大，控制不好，可能会出现货物脱落等现象；而收费水平和沪蓉西差不多，司机预计沪蓉西贯通后，很多车辆将会很少走南线；3) **效率更高**：从时间效应看，每多跑一趟，则多挣一万多元，在货源充足的情况下，时间效应对于货车车主来说十分重要，基本上车主希望在安全有保障情况下，其车辆能够一直在道路上运行；4) **费用更低**：从费用角度看，走轮渡比走沪蓉西高速要贵出几百元钱。

尤其值得注意的是，在我们交流的司机中，尚有部分不知道沪蓉西已经贯通，而仍然选择走北线的情况。

综合草根调研情况，沪蓉西高速贯通，将会使得汉宜高速的货车，尤其是大货车流量获得较大增长，较大幅度提升公司单车收入水平。

3、武荆分流情况可能比较有限。

目前，汉宜高速的竞争路段主要来自于两条道路：一是已经运行的 318 国道，一是可能于近期通车的武汉-荆门-宜昌高速。对于 318 国道，由于其一直以来与汉宜高速同时运行，且自身桥梁、道路设计承重能力有限，已经不具备进一步分流汉宜高速的潜力；而对于武汉-荆门-宜昌高速，目前荆门至宜昌段已经通车，武汉荆门段尚未全线通车，我们认为，从收费标准、车流生成结构和区域经济来看，对汉宜高速分流有限。

其一，从收费标准看，由于民营高速对回报的要求更高，其收费标准一般高于收费还贷和国家投资建设的高速公路（也有自身建造成本较大的因素在里面），目前湖北省已经通车的民营高速公路收费标准看，都在 0.8 元/公里以上（如攀卫高速、汉蔡高速、荆东高速等），武汉-荆州-宜昌高速公路为民营高速，其收费标准应该不会与上述差距太远，之前一度认为其收费标准可能为 0.836 元/公里。从竞争角度来看，该路段存在收费标准下调的预期，但如果过低（后续上调比较困难，目前尚未出现上调收费标准的情况），则投资方收益将难以保障，其收费标准是短期收益和长期收益权衡的考虑。因此，我们认为，其实际收费标准可能在 0.55 元-0.6 元左右，高于汉宜目前 0.44 元/公里的收费水平，较高的收费标准对公司的汉宜高速分流本身就产生一定的影响。

其二，从路线走势来看，有可能分流的车辆主要是河南、安徽北部、山东等地的长途车，原因在于为武汉绕城高速较长，很多车可能不选择绕城高速后走汉宜，而直接选择武荆高速。而对于该部分车辆部分已经选择了入川渝的北线路路，且该部分车辆占比本身不大，分流前景尚不确定。

其三，从线路穿行区域来看，汉宜高速沿线城市经济较为发达，大城市较多，车流量相对稳定。其实，以南京到上海的宁沪高速和演讲高速相比较，由于两者之间穿行地区的经济发达程度和城市规模不同，前车车流量显著高于后者，可以部分窥视二者未来的竞争格局。

此外，武荆高速通车一拖再拖，可能源于资金和资方问题，预计其通车最快在 2010 年一季度末。我们届时可进一步分析其分流情况。

4、其他有助于进一步认识楚天高速投资价值的判断。

➤ 在建项目情况可能好于之前预期

公司目前在建公路项目两个：

1) 十房高速：全长 65 公里，起于十堰市六里坪镇，止于房县城关镇，同时与武汉至十堰高速公路、与规划的谷城至竹溪高速公路交叉；是湖北省骨架公路网规划的“六纵五横一环”中第六纵郧县至来凤公路的一段，是湖北省西部地区贯穿南北出省大通道的重要组成部分，是鄂西生态文化旅游圈连接湖北省“一江两山”的精品旅游线路，也是福州至银川和十堰至天水（南通道）两条高速公路之间的重要连接线。项目由公司、湖北省高速公路集团有限公司、湖北省十堰市人民政府代表机构共同出资，比例分别为 50%、30%、20%，三方均以现金出资。投资估算为人民币 49.7 亿元，建设工期约 48 个月，建成后收费期限拟为 30 年；按照 35%项目资本金计算，公司需投入资金 8.7 亿元。预计 2013 年建成通车。

2) 大随高速：全长 83.285 公里，东起大悟县芳畈镇，与已通车的京港澳高速公路相接，西止随州市何店，与已通车的福银高速公路相交；为横贯湖北省中北部的一条东西向省际通道，是湖北省骨架公路网规划的“六纵五横一环”中第一横麻城至竹溪高速公路的重要组成部分。项目由公司独资投资，投资估算为人民币 38.30 亿元，建设工期 42 个月，建成后收费期限拟为 30 年。按照 35%项目资本金计算，公司需投入资金 13.4 亿元。预计 2012 年建成通车。

对于基础设施类企业，投资者最为忌讳的一个因素为大规模的资本性支出周期对公司短期盈利能力的侵蚀，若其项目区域位置较为一般的话，该种担忧则会进一步提升。客观而言，公司该两个高速公路项目与既有的汉宜高速和部分国家干道项目相比，收益水平和前景比较一般，因此，投资者对该两个项目的前景并不乐观。

通过本次沟通，我们觉得，该两个项目未来的情况可能比大家的预期稍好：

以十房高速而言，其未来功能除鄂西南北通道为，可能更多的作为旅游线路存在——即服务于神农架旅游景区。从目前其附近福银高速十（堰）漫（川关）高速通车情况来看，日均收入很快达到 100 多万元。据此推测，十房高速将来受旅游拉动其收益水平可能好于之前预期。

以大随高速而言，公司当时中标建设该路段的时候，其两段相连接的东西走向道路均没有明确的开工和建成日期，担心建成后可能持续受到断头路因素干扰。最新情况显示，其东西相连路段均在 2009 年开工，开工期比预期的提前，预计能够使得通车前期的亏损有所减少。

➤ 股东和地方政府的承诺在 2010 年或有推进

为了支持公司投资十房高速项目，大股东和十堰地方政府给出了一些列的承诺。其中以大股东的承诺“在 2-3 年内，取得湖北省交通运输厅支持，向公司方注入优质公路资产项目”和十堰政府的承诺“向公司以优惠的价格提供不少于 500 亩的出让土地作为商业开发”两则最具实质性意义。

据我们了解，大股东目前并没有点名明确的优质资产注入标的，但从资产注入的原则来看，注入项目目标是能够对两个在建项目对利润的侵蚀完全弥补，并不摊薄每股收益；而对于十堰市政府承诺的提供土地进行商业开发事宜，公司将在春节后提上日程。

➤ 公司未来几年资本性支出较大，存在借力资本市场的可能

我们之所以做出这样的判断，源于三个方面：1）从资本支出来看，十房高速和大随高速按照最低资本金要求，合计资金流出将达到 22 亿元，而公司 2008 年的经营活动现金流量净额仅为 3.9 亿元，远远不能满足投资的资金需求；若考虑到其计划的十堰地区不少于 500 亩的土地商业开发和可能的资产收购，则资金面将更为紧缺；2）公司自 2004 年上市以来，一直没有通过资本市场融资，这与通过借力资本市场发展自身的大多数中国公司（尤其是国有企业）和基础设施企业的行为相差较远，并没有充分发挥资本市场功能；3）公司目前与投资者的交流更为紧密、和谐。

➤ 折旧估计存在更改预期

5、2010 年投资价值较为显著，维持“强烈推荐”投资评级。

我们预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.35 元、0.60 元、0.73 元，以 2 月 23 日收盘价 6.8 元计算，对应的动态 PE 分别为 19.4 倍、11.3 倍、9.3 倍，2010 年估值在高速公路行业和市场处于较低水平。按照 2010 年 16 倍 PE 计算，对应目标价位 9.6 元，维持“强烈推荐”投资评级。

➤ 我们在此重申看好公司的投资价值的理由

首先，我们看好高速公路板块 2010 年一季度乃至上半年投资机会。1）从经济复苏角度来看，公路等基础设施类企业往往在经济复苏的后半段开始有较为明显的表现，而数据显示 2009 年四季度公路板块运营数据才体现真正意义上的复苏，若经济不出现探底，将在 2010 年持续延续；2）从上市公司披露数据来看，2009 年一季度受春节因素和 2008 年雪灾影响，数据好于谷底的二季度，但整体均不理想；较低基数下，2010 年上半年业务量较高增长可以期待；3）2010 年在汽车优惠政策下，中国汽车保有量出现爆发式增长，新增车辆在下半年显著高于上半年，更多汽车的上路行驶也使得 2010 年上半年车流量有一个较为显著的保障。其实，从赣粤高速、楚天高速一月份通行费收入 20% 的增长已经部分体现了上述二者的积极影响。基于此考虑，我们认为 2010 年上半年高速公路公司业绩超预期的可能性很大，为投资困境下的投资者提供了一个良好的投资选择。从个股来看，我们相对看好楚天高速、五洲交通、赣粤高速、宁沪高速。

其次，从公司本身角度来看，沪蓉西的贯通对公司的影响将持续全年，将成为公司盈利水平提升的重要支撑点。

最后，从事件推动来看，十堰市政府和大股东的承诺都为上市公司股价支撑提供了想象空间。

6、风险提示。

主要风险在于沪蓉西贯通效应低于预期。

表 1: 楚天高速盈利预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	725.89	717.06	761.33	1,066.62	1,228.54
增长率（%）	16.84	-1.22	6.17	40.10	15.18
净利润（百万元）	267.96	301.72	322.02	550.99	672.43
增长率（%）	2.60	12.60	6.73	71.10	9.22
每股收益(元)	0.29	0.32	0.35	0.60	0.73
净资产收益率（%）	11.88	12.52	12.75	18.65	20.81
PE	23.4	21.3	19.4	11.3	9.3

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张 勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006 年 6 月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009 年 7 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。