

货车流量正加速增长，期待优质路产注入

楚天高速调研报告

报告关键点：

- 汉宜高速跨省车辆增加；武荆高速开通，可能分走部分跨省车辆
- 面临2年后业绩下滑风险，公司有动力收购母公司优质路产

报告摘要：

- 沪蓉西开通，导致汉宜高速跨省车辆增加。2010年1、2月，汉宜高速日均混合车流量同比分别增长了-1.3%、23.3%，1、2月合计车流量同比增长了9.5%。公司日均车流量增长率，并未体现出汉宜高速车流量有明显的增长。分车型看，主要是因为前后春节月份错位，导致小型车车流量增速有所下降。按照惯例，在春节月份，货车的占比会明显下降。2月份，汉宜高速货车的占比反而上升，大型、特大型车辆合计车流量同比增长了39.7%，表明沪蓉西开通，的确促进了汉宜高速货车流量的增长。2010年3月实地调研了汉宜高速的车流量，发现外省货车车流量有明显增长。
- 武荆高速可能对跨省车辆略有分流，对公司影响不大。对比湖北省内的各高速公路费率，我们发现近年来通车的高速公路的费率普遍偏高，而民营资金建造的高速的费率存在一定的溢价。其中民营资金建造的荆东高速自2006年通车以来，一直实行0.86元/公里的标准费率。结合武荆高速的建设成本，以及湖北省其他道路的费率标准，我们认为武荆高速0.83元/公里的标准费率获批的可能性较大。经过估算，武汉-荆门-宜昌的通行费成本比汉宜高速高出154~341元，高出80%~124%。考虑到成本因素，我们认为湖北区域内的车辆，不大可能行走武荆高速上。对于跨省的车辆，高出的费用占全程费用的比例并不大。武荆高速开通，对湖北以北跨省的车辆有一定的分流，但影响不大。
- 面临业绩下滑风险，公司有动力收购母公司优质路产。2012年公司面临汉宜高铁分流的风险，同时大随高速投入运营，也将导致公司业绩的下滑。2014年前后，十房高速通车，将加剧公司业绩的下滑。面临未来业绩下滑的压力，公司有动力去收购母公司的优质路产。我们以京珠高速湖北段和军山长江大桥为例，分别做了情景分析。如果公司在2011年权益融资收购京珠高速湖北段，能够增厚公司业绩30.8%到52.5%。如果公司通过债务融资的方式收购军山长江大桥，能够增厚公司业绩约11.5%。
- 上调盈利预测，维持“增持-A”评级。综合考虑沪蓉西高速诱增的车流量，汉宜高速自身车流量的自然增长，以及武荆高速对跨省车辆的分流，我们暂维持汉宜高速全年车流量25%的增速。但是考虑货车车流量的增长，我们上调2010年收费系数增速至15%。对应2009年到2011年的盈利预测分别为0.34元、0.54元、0.60元。考虑到本年车流量的增长，以及后续资产注入预期，给予公司16倍市盈率，上调公司目标价至8.6元。在2010年2月的行业月报中，我们已经上调公司评级至“增持-A”，目前我们仍维持公司“增持-A”评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

8.60元

期限：6个月 上次预测：5.20元

现价：7.44元

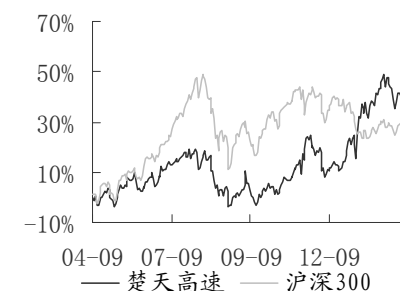
报告日期：

2010-04-05

市场数据

总市值(百万元)	7,415.95
流通市值(百万元)	7,415.95
总股本(百万股)	931.65
流通股本(百万股)	931.65
12个月最高/最低	4.57/8.50元
十大流通股股东(%)	13.95%
股东户数	70,692

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.56	51.49	35.23
绝对收益	12.07	43.08	63.75

研究员

彭倩

行业分析师

021-68765661
执业证书编号

pengqian@essence.com.cn
S1450209090279

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	765.6	1,096.1	1,205.4
Growth(%)	16.8%	-1.2%	6.8%	43.2%	10.0%
净利润	268.0	301.7	318.1	502.8	555.0
Growth(%)	2.6%	12.6%	5.4%	58.1%	10.4%
毛利率(%)	67.7%	65.5%	64.3%	69.4%	70.2%
净利润率(%)	36.9%	42.1%	41.5%	45.9%	46.0%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.34	0.54	0.60
每股净资产(元)	2.51	2.67	2.94	3.37	3.85
市盈率	26.3	23.3	22.1	14.0	12.7
市净率	3.0	2.8	2.6	2.2	2.0
净资产收益率(%)	11.5%	12.1%	11.6%	16.0%	15.5%
ROIC(%)	11.4%	12.2%	12.4%	15.0%	10.5%
EV/EBITDA	13.1	12.8	13.1	10.9	12.2
股息收益率	1.6%	2.1%	0.9%	1.4%	1.6%

前期研究成果

- 楚天高速：BOT项目导致公司缺乏投资吸引力
2009-10-23
- 楚天高速：短期增长乏力
2009-08-26
- 楚天高速：车流量可能正在恢复，有一定的成长空间
2009-06-17

1. 受益于沪蓉西开通，汉宜高速外省货车流量增长显著

1.1. 2 月份货车占比仍然上升，表明汉宜高速货车车流量增长显著

沪蓉西高速（宜昌－恩施－重庆交界）于 2009 年 12 月开通。沪蓉西高速以西与重庆的高速相连，沪蓉西高速以东与公司旗下的汉宜高速相连。沪蓉西高速的开通，有助于促进汉宜高速车流量的增长。

2010 年 1、2 月，汉宜高速日均混合车流量分别为 11790 辆、12915 辆，同比分别增长了 -1.3%、23.3%。考虑到 2010 年春节的月份与 2009 年月份错位，从 2010 年 1、2 月合计车流量看，1、2 月合计车流量同比增长了 9.5%。公司日均车流量增长率，并未体现出汉宜高速车流量有明显的增长。

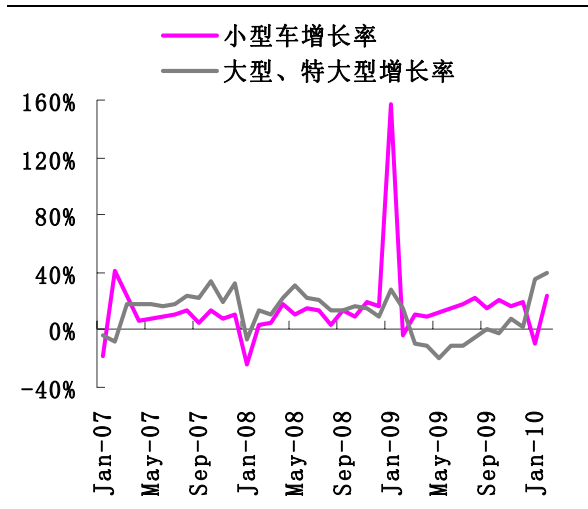
从车型结构看，1、2 月份，小型车车流量同比增长了 -9.1%、24.1%，1、2 月份合计车流量同比增长 4.8%。大型、特大型车合计车流量 1、2 月份分别同比增长了 35.2%、39.7%，车型结构的数据显示，汉宜高速的车流量增长不达预期，主要是小车车流量增速下滑，而汉宜高速货车的车流量在增长。

1 月份小车车流量下滑，主要是因为 2009 年的 1 月份是春运月。因为 2008 年雪灾的影响，2009 年的春运客流量中，包含了 2008 年末返乡的抑制需求，导致 2009 年的车流量偏高。而 2010 年的春运在 2 月份，1 月份的数据不包含春运的需求。而在车辆构成中，汉宜高速小车占比达 60%，因此导致 1 月份汉宜高速车流量同比出现下滑。另一方面，沪蓉西高速虽然在 2009 年 12 月通车，但是龙潭隧道左洞并未通车，车辆需要绕行到 318 国道上，再走高速。沪蓉西高速全线贯通在 2010 年 1 月 18 号。这也是数据不达预期的原因之一。

汉宜高速 2 月份的车型结构占比，也反映出沪蓉西高速开通后，其货车的车流量有明显增长。如下图 2、3、4 所示，历年的春节月份（2007、2008、2009 年），受到春运的影响，汉宜、昌九、宁沪高速客车的占比会明显上升，而货车的占比则明显下降。2010 年 2 月，昌九、宁沪高速客车占比上升，货车占比下降，而汉宜高速货车的占比反而上升。说明汉宜高速新增的车流量主要来自于货车。

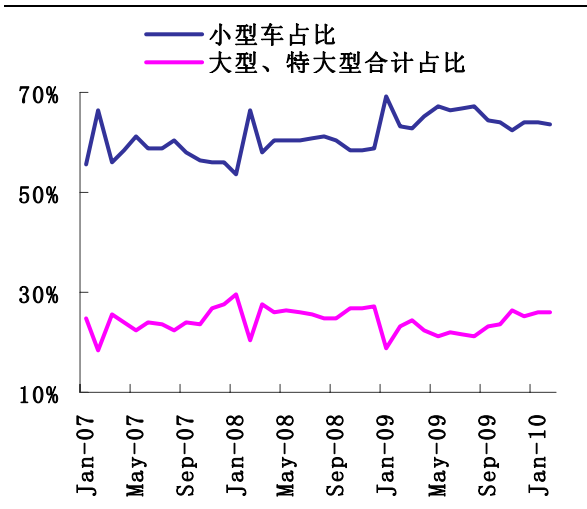
按照惯例，在春节月份，货车的出行数量比其他月份少。2 月份，大型、特大型车辆合计车流量同比增长了 39.7%，预计未来的几个月，汉宜高速货车的车流量仍将加速增长，货车的占比将会有明显提升，汉宜高速整体的车流量也将保持快速增长的趋势。

图 1 汉宜高速日均车流量增长率



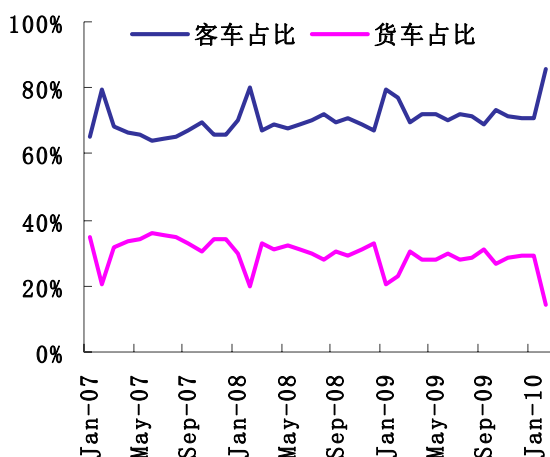
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 2 汉宜高速小车、大型车占比



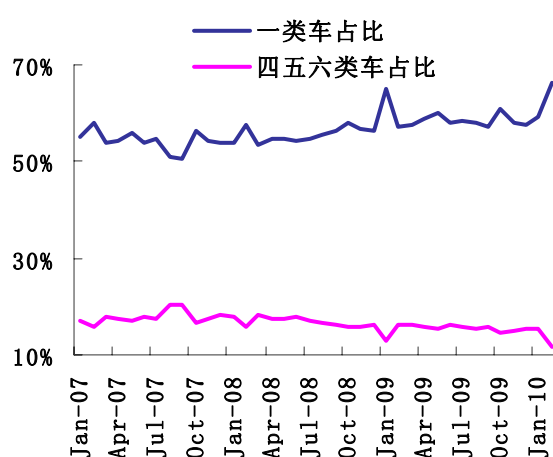
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 3 昌九高速客货车占比



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 4 沪宁高速小车、大型车占比



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

1.2. 预计新增车流量主要来自于滚装船

沪蓉西高速开通已经有两个多月的时间，伴随着春节因素的消失以及对路网的熟知，我们认为 3 月份的数据能够比较客观的反映出路网贯通对汉宜高速的正面影响。我们于 2010 年 3 月中旬沿途考察了汉宜高速车流量的情况。对比 2008 年 11 月份的实地调研，存在以下异同：

- 1) 从货车来源看，两次调研，我们都发觉汉宜高速上外省各地的货车都存在（表 1）。不同的是，2008 年 11 月的调研，明显的感受是湖北本地牌照的货车居多。而 2009 年 3 月份的调研发觉，外省牌照的货车车流量有明显的增长；
- 2) 另外，两次调研，我们都发觉重庆、四川牌照的货车并不是很多。

公司认为，重庆、四川等地的车辆比较少，可能与观察的时间有关。因为我们沿途观察的时间点在中午的 12 点左右。按照行驶的时间推算，司机需要在临晨出发，才可能在中午行走在汉宜高速上。夜间驾驶的危险系数比较高，大多数司机都不会在临晨出发，导致我们观察到重庆、四川等地的车辆偏少。

重庆与各地之间存在公路、铁路、水路三种运输方式。这几种运输方式中，水路的成本最便宜，铁路次之，公路最贵。水路用于运输时效性不强的大宗商品。由于铁路运力的紧张，铁路主要用于中长距离的运输。公路则用于时效性比较强的运输。我们认为，沪蓉西高速开通，并不会导致大量水路、铁路运输的品种进行公路运输，即不会导致重庆、四川等地运输结构的改变。沪蓉西高速开通，主要使原来的陆路运输更为便捷，因此其车流量可能主要来自于水陆联运中，由水路改为陆路的那部分车辆。

表 1: 汉宜高速车辆来源统计

车辆类型	省份	具体城市/省份
客车	湖北省内	武汉、荆州、宜昌、荆门、仙桃、孝感、恩施
货车	湖北省内	武汉、宜昌、孝感、恩施
	外地	山东、江苏、河南、安徽、河北、福建、江西、湖南、四川、重庆

数据来源：安信证券研究中心

表 2: 重庆至各地内河运输价格

重庆至	宜昌	武汉	南京	上海
内河运价（元/吨）	45.7	75.07	103.78	119.38

数据来源：安信证券研究中心

表 3: 重庆至各地铁路运输价格

重庆至	上海	广州	烟台	厦门	云南	兰州
运费 (元/TEU)	3950	2400	4400	4600	2750	3450

数据来源: 安信证券研究中心

以重庆到宜昌的水运和公路运输为例, 公路有明显的时间优势, 但是公路比水路贵很多。从重庆到宜昌, 走高速的时间在 8 小时左右, 行走水路则需要 2 天到 3 天的时间。据了解, 10 米长的货车乘坐滚装船的票价为 2800 元左右。我们初步估算, 该类型的货车行走高速的通行费和油费, 大约为 3280 元。公路的费用比水路高 17%。五类车公路的费用比水路要贵 10%。

沪蓉西高速开通之前, 因为 318 国道行走危险, 货车一般通过滚装船走水路到宜昌、武汉等地, 然后再走高速。因此, 沪蓉西高速开通后, 汉宜高速新增的车流量, 一部分是因为区域联系加强, 导致重庆、湖北区域间的车流量增多。另一部分, 则来自于以往通过滚装船接驳, 再走陆路的车辆。从目前的情况看, 汉宜高速外省货车车流量增长明显, 而四川、重庆等地车辆占比并不高, 表明新增的车流量主要来自于以往通过滚装船中转的车流量。

表 4: 重庆 - 宜昌水运与公路运输成本比较 (元)

车型	水运费用	公路费用合计	其中: 公路通行费	其中: 油费
一类车	-	956	500	456
二类车	-	1795	1225	570
三类车	1200	2430	1575	855
四类车	2800	3280	1855	1425
五类车	3800	4175	2180	1995

数据来源: 安信证券研究中心

2. 武荆高速可能分流部分跨省车辆, 预计分流并不明显

2.1. 武荆 0.83 元/公里的标准费率, 获批的可能性较大

高速公路征收通行费, 主要目的是用于归还银行贷款。因此在制定费率时, 会综合考虑道路的建设成本、内部回报率, 经省交通厅、物价局综合考虑制定。因为民营资本要求的资金回报率要稍高, 为了鼓励民营资本介入基础设施建设, 对于有民营资金介入的道路, 其费率可能要稍高。另一方面, 由于新建道路的成本比成熟道路的成本要高, 新建道路的费率可能也稍高。

武(汉)荆(门)高速与汉宜高速平行(见附图 1, 武荆、汉宜高速相对地理位置图), 目前该高速的路面工程基本完工, 可能在 2010 年 5 月前后通车。据了解, 武荆高速的建设资金主要来自于民营资金, 武荆高速申报的标准费率为 0.83 元/公里。这一费率比汉宜高速 0.44 元/公里的费率高出近一倍。市场普遍担心, 武荆高速的费率过高, 存在下调的风险, 从而对汉宜高速造成分流。

我们收集了湖北省内典型高速的费率(如下表 5)。近几年开通的高速中, 武麻高速武汉段、武英高速、沪蓉西高速的资金主要来自于湖北省高速公路集团。其中, 沪蓉西高速单公里成本最高, 达 6375 万元, 其标准费率为 1.05 元/公里, 是湖北省内收费最贵的高速公路。武麻高速武汉段、武英高速单位建设成本在 4000 万以上, 其费率分别为 0.86 元/公里、0.6 元/公里。

利用民营资金建造的高速公路有襄荆高速、荆东高速、荆宜高速。其中荆东高速的单公里成本最高, 为 4248 万元, 标准费率为 0.86 元/公里。据了解, 自 2006 年荆东高速通车以来, 一直实行 0.86 元/公里的标准费率。

对比武麻高速武汉段与荆东高速, 虽然一类车的收费系数都为 0.86 元, 荆东高速大

型车辆的收费系数要高于武麻高速。而荆东高速单公里建造成本比武麻高速低 11.5%。考虑通胀的因素，荆东高速的成本也比武麻高速低。由此说明，民营资本建造的高速公路的费率的确存在溢价。因湖北省一直存在着费率征收偏高的道路，因此我们认为武荆高速 0.83 元/公里标准费率很可能获批，并且一直持续。

在这几条民营资本建设的道路中，武荆高速的单公里成本为 3550 万元，介于荆东高速与襄荆、荆宜高速之间。而武荆高速的单位成本与武英高速最为接近。对比建造成本，我们认为如果武荆高速的费率需要调整，其范围很可能在 0.6 到 0.86 之间，收费标准仍比汉宜高速高出 36% 到 95%。

表 5：湖北省典型道路投资成本以及收费系数

	武麻高速 武汉段	武英高速	沪溶西高 速	襄荆高速	荆东高速	荆宜高速	武荆高速
里程 (km)	27.9	131.1	320.0	185.4	58.4	97.4	185.3
总投资 (亿元)	13.4	53.6	204.0	44.9	24.8	28.0	65.8
单公里成本 (千万)	4801	4083	6375	2420	4248	2874	3550
通车时间 (年)	2008	2009	2009	2005	2006	2008	2010
小客货 1 (元/车.公里)	0.86	0.60	1.05	0.44	0.86	0.42	-
小客货 2 (元/车.公里)	0.86	0.60	1.34	0.44	1.28	0.42	-
中客货 (元/车.公里)	1.30	1.11	2.79	0.81	2.14	0.85	-
大客货 (元/车.公里)	1.73	1.49	3.39	1.09	2.48	1.13	-
特客货 (元/车.公里)	2.16	1.81	3.75	1.31	2.91	1.34	-
特货 (元/车.公里)	2.59	2.09	4.24	1.53	3.34	1.56	-

数据来源：湖北公众出行网 安信证券研究中心

2.2. 武荆对区域内车辆分流有限，可能会分走部分跨省车辆

如果武荆高速的标准费率为 0.83 元/公里，这一费率与荆东高速最为接近。因此我们以荆东高速各类型车费率为参照，比较武汉-荆门-宜昌高速与汉宜高速的通行费成本。如表 6 所示，武汉-荆门-宜昌的通行费成本比汉宜高速高出 154~341 元，通行费成本高出汉宜高速 80%~124%。如果按照武英高速 0.6 元/公里费率为参照，武汉-荆门-宜昌的通行费成本高出汉宜高速 26% 左右。

表 6：武荆与汉宜货车通行费比较 (元)

	武汉-荆门-宜昌		汉宜高速	差额		比重	
	参照荆东高速	参照武英高速		高费率	低费率	高费率	低费率
里程 (公里)	283	283	279	-	-	-	-
小客货	279	153	125	154	28	123.5%	22.6%
中客货	479	289	228	251	61	110.1%	26.8%
大客货	570	386	304	266	81	87.5%	26.8%
特客货	670	467	369	301	97	81.5%	26.3%
特货	770	539	429	341	110	79.5%	25.6%

数据来源：湖北公众出行网 安信证券研究中心

武荆高速对汉宜高速的分流，一部分来自于湖北区域内的车辆，一部分来自于跨省的车辆。对于湖北区域内的车辆，我们在调研的时候发现，武汉到荆门的车辆的行走路线为武汉-仙桃-潜江（汉宜段）-沙洋-荆门（国道）。即因为目前武荆高速还没有开通，武汉到荆门之间的车辆会先走一段汉宜高速，然后再转国道到荆门去。因为高速公路安全快捷，我们推测，从武汉-应城-荆门沿线的车辆，可能都会先走一段汉宜高速，然后再就近下高速走国道。武荆高速开通后，这些区域的车辆不需要绕行，可直接通过武荆高速到达各区域。武荆高速可能会分走这部分车流量。

从成本的角度考虑,行走武汉-荆门-宜昌线路,其高出汉宜高速的通行费成本,相当于行走该线路全程的油费。考虑到成本因素,我们认为湖北区域内的车辆,不大可能行走至武荆高速上。如果武荆高速的费率低于 0.83 元,或者更接近 0.6 元,则也可能分流湖北区域内的车辆。

跨省的车辆,大多是大型的客货车。行走武荆高速,其高出汉宜高速的通行费成本大约 266 元~341 元。这一费用,占跨省车辆全程费用的比例可能不到 10%。基于便捷性以及路网熟悉程度,我们认为跨省的车辆,不大可能因为节省通行费成本而绕行。武荆高速可能会分流湖北以北地区的跨省车辆(见附图 2,沪蓉西、汉宜、武荆在高速公路网中位置图)。这部分车流量,相对于沪蓉西贯通带来的诱增车流量,对汉宜高速的影响偏小。

3. 公司有动力收购母公司优质路产

目前公司有两个 BOT 项目:大随高速和十房高速。两个项目合计投资额达 87 亿元。按照工程进度,预计大随、十房高速分别在 2012 年、2014 年前后通车。根据公司目前的运营情况,我们推测两个项目约 90% 的资金来自于借款。

表 7: 公司 BOT 项目基本情况

路段	投资额 (亿元)	里程 (公里)	单公里成本 (千万)	收费期限 (年)	建设周期 (月)	拟通车时间 (年)
大(悟)随(州)	38.3	83	4,614	30	42	2012
十(堰)房(县)	49.7	65	7,646	30	48	2014

数据来源: 公司数据 安信证券研究中心

在我们对公司的前一篇调研报告《沪蓉西诱导车流量增长,大随项目短期不影响公司业绩》中,曾对公司的 BOT 项目大随高速的盈利情况进行过测算,认为该项目通车后,对公司的业绩稀释非常明显。大随高速可能在 2012 年通车。另一方面,汉宜高铁在 2012 年通车,公司同样面临着铁路分流的负面影响。

十房高速在 2014 年前后通车。十房高速是一条通往神龙架旅游景点的线路,其车流量情况可能比大随乐观。但是,因为十房高速 49.7 亿元的资金几乎全部来自于借款。按照公司 50% 的持股比例,90% 的负债率,5% 的利率,十房高速通车后,一年的财务费用达 1.1 亿元。对公司整体的业绩无疑是雪上加霜。

正是因为公司未来面临着业绩大幅下滑的风险,我们认为公司有动力去收购母公司的优质资产。根据母公司在 2009 年的承诺,会在未来的 2 到 3 年内,注入一些优质资产给上市公司。据此,我们推测 2011 年前后,公司可能会择机收购母公司的一些优质路产。

如下表,我们收集了湖北省高速公路集团控股的一些路产。母公司的道路大都处于国道主干线上,属于交通要道。目前我们暂不明确公司会收购那些路产,因此分别选择京沪高速湖北段和军山长江大桥进行情景分析。

表 8: 控股股东资产概况

道路	位置	里程(公里)	通车时间
京珠高速湖北段	京珠国道主干线	336	2001
黄黄高速	沪蓉国道主干线	142	2000
襄十高速	武汉-西安高速公路	156	2003
孝襄高速	银川-武汉高速公路	243.535	2005
黄石长江大桥	沪蓉国道主干线	2.58	1995
军山长江大桥	京珠、沪蓉国道主干线	0.964	2001

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

我们分别进行如下假设：

- 1) 车流量：京珠高速湖北段、军山长江大桥都位于京珠高速上。因此我们选择位于京珠高速上的潭末高速的车流量作为参照，即 2009 年日均车流量为 27622 辆，假定每年的增长率为 15%；
- 2) 收费系数：以汉宜高速为参照，假定京沪高速湖北段的单公里收费系数为 0.7 元/公里·车；以济南黄河二桥为参照，假定军山长江大桥的单车收费系数为 16 元/车；
- 3) 因为这些道路通车的时间接近 9 年左右，车流量的增长比较稳定，我们采用直线折旧，假定 25 年折旧完；
- 4) 因为这些道路比较成熟，以上市公司平均资产负债率为参照，假定两条道路的资产负债率为 40%，利率为 5%；
- 5) 京珠高速湖北段建设成本 123 亿元，假定采用权益融资；军山长江大桥建设成本 11.45 亿元，假定采用债务融资；

通过估算（表 9、10、11），如果公司通过增发的方式收购京珠高速湖北段，在 2011 年能够增厚公司业绩 30.8% 到 52.5%。如果公司通过债务融资的方式收购军山长江大桥，在 2011 年公司业绩将增厚 11.5%。

表 9：收购京珠高速盈利估算

（百万元）

	y2010E	y2011E	y2012E
营业收入	2,727	3,136	3,606
其中：日均车流量（辆/日）	31,765	36,530	42,010
单公里收费（元/辆·公里）	0.7	0.7	0.7
营业成本	1,037	1,119	1,213
其中：折旧	492	492	492
其他	545	627	721
财务费用	197	197	197
其他期间费用	273	314	361
净利润	915	1,130	1,377
合计净利润	1,418	1,685	1,921

数据来源：安信证券研究中心

表 10：增发后业绩及增厚幅度

增发价格（元）	y2010E	y2011E	y2012E
	增发后 EPS（元/股）		
6	0.66	0.78	0.89
7	0.71	0.85	0.97
8	0.76	0.91	1.04
	增厚幅度		
6	21.5%	30.8%	52.1%
7	32.3%	42.4%	65.6%
8	41.7%	52.5%	77.4%

数据来源：安信证券研究中心

表 11: 收购军山大桥盈利估算

(百万元)

	y2010E	y2011E	y2012E
营业收入	186	213	245
其中: 日均车流量 (辆/日)	31,765	36,530	42,010
单车收费 (元/车)	16	16	16
营业成本	83	88	95
其中: 折旧和摊销	46	46	46
其他	37	43	49
财务费用	18	18	18
其他期间费用	19	21	25
净利润	49	64	81
合计净利润	503	555	544
EPS (元/股)	0.54	0.60	0.58
增厚幅度	9.80%	11.52%	14.83%

数据来源: 安信证券研究中心

4. 上调盈利预测, 维持“增持-A”评级

沪蓉西高速开通后, 汉宜高速新增的车流量一部分来自于重庆、四川本地的车辆, 更多的来自于以往行走水路的车辆。2 月份的数据显示, 汉宜高速日均车流量同比增长了 23.2%。按照出行惯例, 在春节月份, 出行货车的数量会相应减少。因此我们认为在今后的几个月, 随着货车车流量的增长, 汉宜高速的车流量将加速增长。

从公司整体的情况看, 沪蓉西贯通促进汉宜高速车流量的增长。因为武荆高速费率过高, 考虑到成本因素, 预计武荆高速对汉宜高速区域内车辆的分流相当有限, 可能会分走通往湖北以北的跨省车辆。

综合考虑沪蓉西高速诱增的车流量, 汉宜高速自身车流量的自然增长, 以及武荆高速对跨省车辆的分流, 我们暂维持汉宜高速全年车流量 25% 的增速。但是考虑到, 3 月起汉宜高速大型车辆的占比仍将有明显的提升, 因此我们上调了汉宜高速单车收费系数, 假定 2010 收费系数同比增长 15%, 至 0.81 元/车.公里。相应上调公司 2010 年到 2011 年的盈利预测, 2009 年到 2011 年的盈利预测分别为 0.34 元、0.54 元、0.60 元, 对应动态市盈率分别为 22 倍、14 倍、13 倍, 对应 2010 年到 2011 年的市盈率偏低。

考虑到沪蓉西高速贯通带来公司车流量的骤增, 未来的 1 到 2 年内, 母公司可能会注入一些优质路产, 另外公司可能以低成本在十堰附近征得 500 亩地尝试房地产业务, 因此给予公司 16 倍市盈率, 上调公司目标价至 8.6 元。在 2010 年 2 月的行业月报中, 我们已经上调公司评级至“增持-A”, 目前我们仍维持公司“增持-A”评级。

附图:

附图 1 汉宜高速与武荆高速位置对比图



数据来源: 中国高速公路网 安信证券研究中心

附图 2 汉宜、沪蓉西、武荆在整个高速公路网中示意图



数据来源: 中国高速公路网 安信证券研究中心

附图 3 大随、十房高速地理位置图



数据来源: 中国高速公路网 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-5

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	765.6	1,096.1	1,205.4	成长性					
减: 营业成本	234.7	247.3	273.0	335.2	359.4	营业收入增长率	16.8%	-1.2%	6.8%	43.2%	10.0%
营业税费	25.3	26.0	26.8	38.4	42.2	营业利润增长率	4.2%	-0.4%	5.3%	58.4%	10.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	2.6%	12.6%	5.4%	58.1%	10.4%
管理费用	23.8	23.9	25.3	36.2	39.8	EBITDA 增长率	10.7%	0.0%	4.9%	44.7%	9.9%
财务费用	30.9	22.2	17.2	15.8	24.0	EBIT 增长率	8.5%	-2.4%	3.8%	55.8%	11.3%
资产减值损失	7.4	-4.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.0%	8.4%	2.0%	55.8%	11.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.0%	0.3%	28.5%	59.5%	46.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.2%	6.5%	10.2%	14.7%	14.1%
营业利润	403.7	402.0	423.3	670.5	740.1	利润率					
加: 营业外净收支	-0.0	2.3	-	-	-	毛利率	67.7%	65.5%	64.3%	69.4%	70.2%
利润总额	403.6	404.3	423.3	670.5	740.1	营业利润率	55.6%	56.1%	55.3%	61.2%	61.4%
减: 所得税	135.8	102.6	105.8	167.6	185.0	净利润率	36.9%	42.1%	41.5%	45.9%	46.0%
净利润	268.0	301.7	318.1	502.8	555.0	EBITDA/营业收入	77.6%	78.6%	77.2%	78.1%	78.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	59.9%	59.2%	57.5%	62.6%	63.4%
货币资金	89.1	214.9	156.8	138.7	165.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,428	1,392	1,315	915	780
应收帐款	0.4	7.4	14.7	21.0	23.1	流动营业资本周转天数	-123	-69	-34	-18	-15
应收票据	0.1	0.5	0.6	0.9	1.0	流动资产周转天数	63	82	96	57	54
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	3	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	1,561	1,533	2,077
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,310	1,335	1,431	1,459	2,007
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	12.1%	11.6%	16.0%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	10.1%	8.7%	8.9%	6.7%
固定资产	2,823.9	2,721.4	2,870.3	2,700.8	2,524.6	ROIC	11.4%	12.2%	12.4%	15.0%	10.5%
在建工程	15.8	17.8	600.0	2,800.0	5,500.0	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%	0.0%	0.0%	0.0%
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%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	2,941.6	2,978.5	3,659.3	5,678.5	8,231.6	财务费用率	4.3%	3.1%	2.2%	1.4%	2.0%
短期债务	310.0	390.0	799.5	800.0	799.8	三费/营业收入	7.5%	6.4%	5.5%	4.7%	5.3%
应付帐款	151.2	29.0	112.2	128.6	137.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	20.6%	16.5%	25.1%	44.6%	56.4%
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%	33.5%	80.6%	129.5%
长期借款	-	-	-	1,600.0	3,700.0	流动比率	0.16	0.47	0.20	0.18	0.21
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.16	0.47	0.20	0.18	0.21
负债总额	607.0	491.2	918.1	2,535.0	4,644.1	利息保障倍数	14.04	19.14	25.59	43.48	31.87
少数股东权益	0.2	0.2	-0.4	-0.4	-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	0.11	0.12
留存收益	1,402.8	1,555.4	1,809.9	2,212.2	2,656.2	分红比率	41.7%	49.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,334.6	2,487.3	2,741.1	3,143.5	3,587.5	股息收益率	1.6%	2.1%	0.9%	1.4%	1.6%
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	318.1	502.8	555.0	EPS(元)	0.29	0.32	0.34	0.54	0.60
加: 折旧和摊销	128.9	139.6	150.9	169.6	176.3	BVPS(元)	2.51	2.67	2.94	3.37	3.85
资产减值准备	7.4	-4.3	-	-	-	PE(X)	26.3	23.3	22.1	14.0	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.6	2.2	2.0
财务费用	13.1	20.0	24.3	17.2	15.8	P/FCF	113.6	25.6	-218.3	106.8	53.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.7	9.8	9.2	6.4	5.8
少数股东损益	-0.1	0.0	-0.6	0.0	0.1	EV/EBITDA	13.1	12.8	13.1	10.9	12.2
营运资金的变动	-81.1	-76.9	49.2	6.0	7.1	PEG	23.4%	22.5%	19.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	344.5	388.8	534.8	694.2	762.4	CAGR(%)	1.1	1.0	1.1	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-73.2	-74.4	-1,181.5	-2,201.0	-2,702.0	ROIC/WACC	1.2	1.3	1.3	1.6	1.1
融资活动产生现金流量	-321.3	-188.6	328.6	1,484.2	1,964.8	REP	2.3	2.1	1.7	1.1	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

彭倩, 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	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	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

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034