

BOT 项目及负债规模可能继续扩大

楚天高速拟竞标武汉城市圈高速项目点评

报告关键点:

- 拟竞标武汉城市圈环线高速大冶、咸宁段，项目合计投资20.49亿元
- 若竞标成功，公司BOT项目合计投资规模达83亿元，公司负债率将继续上升
- 收入增长略逊于之前预期，下调盈利预测，幅度为11%，维持“增持-A”评级

报告摘要:

- 拟竞标武汉城市圈环线高速大冶、咸宁段。** 公司公告，拟参与武汉城市圈环线高速公路大冶段、咸宁段的竞标，并授权公司经理层办理竞标相关工作。其中大冶段主线全长32.86公里，投资估算12.176亿元，单公里造价为3705万元；咸宁段主线全长22.01公里，投资估算8.311亿元，单公里造价为3776万元。因高速公路公司都相应承担了公路建设的任务，预计公司获得竞标的可能性比较大。武汉城市圈规划，在于以武汉为中心，带动周边城市的发展，预计该项目的前景要优于之前的大随、十房高速。
- BOT项目投资规模巨大，预计公司资产负债率将继续上升。** 公司计划以汉荆段收费权为质押，向商业银行申请贷款10亿元。我们猜测，公司融资借款，主要是用于BOT项目的建设。2008年到2010年以来，公司的资产负债率在缓慢上升，由2008年的17%左右，上升到2010年一季度的33.94%。实际上，公司的净资产大约在30亿元左右，大随、十房需要的投资规模为约62亿元。如果公司竞标武汉城市圈项目成功，公司BOT项目的投资规模约为83亿元，公司需要继续债务融资完成后续项目建设，预计公司的资产负债率仍将继续上升。另一方面，考虑到未来公司面临着大规模的投资，母公司可能会注入一些优质路产，以增加公司的竞争力。
- 按出资比例，追加十房项目出资。** 公司公告十房高速最终核定的投资额为52.58亿元，超出了之前的49.70亿元的估算，需增加投资2.88亿元。其中公司、湖北省高速集团、十堰市交通投资公司按5:3:2增资比例合计增加资本金投入约1亿元，剩余建设资金由项目公司自筹。
- 下调盈利预测幅度为11%，维持“增持-A”评级。** 上半年公司的收入增幅可能在32%左右，预计下半年公司收入增长与上半年持平，全年增长低于之前的预期，因此相应下调公司2010年到2012年盈利预测，分别为0.48元、0.53元、0.49元，下调幅度为11%。受益沪蓉西开通的影响，下半年公司收入增速要快于同行业其他公司。在2011年到2012年，如果公司能够获得母公司的支持，拥有母公司的部分优质路产，公司的主业有望进一步增长。如果依靠公司自身资产运营发展，未来的3到5年，公司业绩有下滑的风险公司。目前对应的动态市盈率分别为13.3倍、12.0倍、12.8倍，估值较低，维持“增持-A”评级。考虑到估值可能存在系统性下降的风险，给予2011年14倍市盈率，下调6个月目标价为7.4元。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

7.40 元

期限: 6 个月 上次预测: 8.60 元

现价: 6.31 元

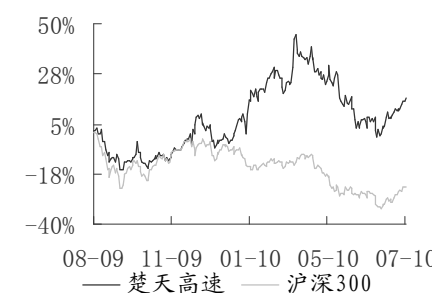
报告日期:

2010-08-01

市场数据

总市值(百万元)	5,878.73
流通市值(百万元)	5,878.73
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
十大流通股东(%)	72.75%
股东户数	57,631

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.33	0.49	39.70
绝对收益	13.90	(5.98)	16.52

研究员

彭倩

行业分析师

021-68765661

pengqian@essence.com.cn

证书编号

S1450209090279

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	717.1	771.5	1,007.5	1,108.0	1,148.5
Growth(%)	-1.2%	7.6%	30.6%	10.0%	3.7%
净利润	301.7	299.1	443.3	490.4	459.3
Growth(%)	12.6%	-0.9%	48.2%	10.6%	-6.3%
毛利率(%)	65.5%	62.0%	66.9%	68.2%	65.3%
净利率(%)	42.1%	38.8%	44.0%	44.3%	40.0%
每股收益(元)	0.32	0.32	0.48	0.53	0.49
每股净资产(元)	2.67	2.86	3.24	3.66	4.06
市盈率	19.5	19.7	13.3	12.0	12.8
市净率	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6
净资产收益率(%)	12.1%	11.2%	14.7%	14.4%	12.2%
ROIC(%)	12.2%	12.1%	13.9%	10.0%	6.6%
EV/EBITDA	10.7	11.3	10.3	12.0	13.8
股息收益率	2.5%	2.1%	1.5%	1.7%	1.6%

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

沪蓉西贯通致一季度业绩增长 44.44%

2010-04-28

货车流量正加速增长，期待优质路产注入

2010-04-09

楚天高速：BOT 项目导致公司缺乏投资吸引

2009-10-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-1

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	717.1	771.5	1,007.5	1,108.0	1,148.5	成长性					
减: 营业成本	247.3	292.9	333.1	352.5	399.1	营业收入增长率	-1.2%	7.6%	30.6%	10.0%	3.7%
营业税费	26.0	27.6	35.3	38.8	40.2	营业利润增长率	-0.4%	0.2%	46.7%	10.6%	-6.3%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	12.6%	-0.9%	48.2%	10.6%	-6.3%
管理费用	23.9	24.9	30.2	33.2	34.5	EBITDA 增长率	0.0%	1.7%	34.6%	9.7%	2.7%
财务费用	22.2	22.8	17.7	29.4	62.1	EBIT 增长率	-2.4%	0.4%	43.0%	12.2%	-1.3%
资产减值损失	-4.3	0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	8.4%	-0.6%	41.9%	12.2%	-1.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.3%	23.0%	56.2%	49.4%	29.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	EBIT/营业收入	6.5%	7.2%	13.3%	13.0%	10.8%
营业利润	402.0	402.9	591.3	654.1	612.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.3	0.8	-	-	-	毛利率	65.5%	62.0%	66.9%	68.2%	65.3%
利润总额	404.3	403.7	591.3	654.1	612.6	营业利润率	56.1%	52.2%	58.7%	59.0%	53.3%
减: 所得税	102.6	104.5	147.8	163.5	153.2	净利润率	42.1%	38.8%	44.0%	44.3%	40.0%
净利润	301.7	299.1	443.3	490.4	459.3	EBITDA/营业收入	78.6%	74.3%	76.6%	76.3%	75.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	59.2%	55.2%	60.4%	61.7%	58.8%
货币资金	214.9	390.5	255.6	226.5	57.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,392	1,242	901	766	1,267
应收帐款	7.4	12.9	19.3	21.2	22.0	流动营业资本周转天数	-69	10	44	40	38
应收票据	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	流动资产周转天数	82	192	189	147	111
预付帐款	7.3	189.7	189.7	189.7	189.7	应收帐款周转天数	0	0	2	4	4
存货	-	0.0	-	-	-	存货周转天数	0	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	1,486	1,568	1,647	2,188	2,834
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,335	1,385	1,499	2,072	2,746
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	174.0	-	-	-	ROE	12.1%	11.2%	14.7%	14.4%	12.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	8.0%	8.1%	6.1%	4.6%
固定资产	2,721.4	2,601.6	2,439.4	2,277.2	5,803.7	ROIC	12.2%	12.1%	13.9%	10.0%	6.6%
在建工程	17.8	362.9	2,562.9	5,262.9	4,009.8	费用率					
无形资产	5.9	5.8	5.7	5.5	5.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	3.2	3.1	3.7	4.0	4.9	管理费用率	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	2,978.5	3,741.2	5,477.1	7,988.0	10,093.9	财务费用率	3.1%	3.0%	1.8%	2.7%	5.4%
短期债务	390.0	900.0	799.1	800.3	801.5	三费/营业收入	6.4%	6.2%	4.8%	5.7%	8.4%
应付帐款	29.0	40.5	136.9	135.2	153.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.5%	28.8%	44.7%	57.1%	62.3%
其他流动负债	72.3	35.3	44.6	40.6	40.6	负债权益比	19.8%	40.4%	80.8%	133.0%	165.6%
长期借款	-	100.0	1,500.0	3,600.0	5,300.0	流动比率	0.47	0.61	0.49	0.47	0.28
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.47	0.61	0.49	0.47	0.28
负债总额	491.2	1,075.8	2,440.6	4,540.2	6,259.2	利息保障倍数	19.14	18.70	34.49	23.26	10.86
少数股东权益	0.2	0.3	0.5	0.7	0.9	分红指标					
股本	931.7	931.7	931.7	931.7	931.7	DPS(元)	0.16	0.13	0.10	0.11	0.10
留存收益	1,555.4	1,733.4	2,088.1	2,480.4	2,847.8	分红比率	49.4%	40.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,487.3	2,665.4	3,020.2	3,412.7	3,780.3	股息收益率	2.5%	2.1%	1.5%	1.7%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	301.8	299.2	443.3	490.4	459.3	EPS(元)	0.32	0.32	0.48	0.53	0.49
加: 折旧和摊销	139.6	147.6	162.3	162.3	194.3	BVPS(元)	2.67	2.86	3.24	3.66	4.06
资产减值准备	-4.3	0.4	-	-	-	PE(X)	19.5	19.7	13.3	12.0	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6
财务费用	20.0	24.3	24.8	17.7	29.4	P/FCF	21.4	19.8	-52.0	130.7	-59.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	8.2	7.6	5.8	5.3	5.1
少数股东损益	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	EV/EBITDA	10.7	11.3	10.3	12.0	13.8
营运资金的变动	-76.9	-40.5	98.4	-7.5	17.1	CAGR(%)	17.6%	15.4%	-3.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	388.8	431.5	721.9	674.8	732.9	PEG	1.1	1.3	-3.9	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-74.4	-724.1	-2,026.1	-2,701.0	-6,190.3	ROIC/WACC	1.5	1.5	1.7	1.2	0.8
融资活动产生现金流量	-188.6	468.2	1,192.8	1,973.8	1,547.2	REP	1.5	1.4	0.9	1.1	1.5

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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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