

楚天高速 (600035)

内受益贯通、折旧调整, 外受益扩张、政府政策

楚天高速中报点评

林园远

021-38676654

linyuan@gtjas.com

S0880108043322

本报告导读:

楚天高速受益沪蓉西贯通, 中期通行费增长 19%, EPS0.24 元, 同比增长 47.6%。公司内生外延成长明确, 其中汉宜高速受益贯通、十堰商业开发有利减缓新项目投产对公司的影响、资产注入有望提上进程。不考虑折旧调整, 预计 10 年 EPS0.5 元, 目前估值为 12 倍, 增持评级。

投资要点:

2010 年 1-6 月, 楚天高速实现营业收入 4.78 亿, 营业利润 3.03 亿, EPS0.24 元, 同比分别增长 32.02%、47.06%、47.64%。其中二季度实现营业收入 2.35 亿, 营业利润 1.47 亿, EPS0.12 元, 环比分别下降 3.3%、5.2%、4.9%。

受益沪蓉西贯通, 车流量、通行费增长: 受益沪蓉西贯通, 汉宜路段的车流量及货车占比增长迅速。中期车流量同比增长 19.2%, 特大型货车平均占比为 16.75%, 高于去年同期 4.7 个百分点; 通行费收入同比增长 31.6%, 单车收入增长 10%。

武荆高速分流有限, 贯通效应仍将继续: 受淡季及长江大桥大修影响, 汉宜高速二季度车流量环比下滑; 7 月份, 受天气影响, 其车流量同比增速仅 10.27%。武荆高速虽于 5 月底通车, 但分流有限, 主因一是武荆高速与汉宜高速几乎等长, 且汉宜高速所经区域经济较发达; 二是武荆高速 5 座以下小客车收费标准为 0.55 元/公里, 高于汉宜的 0.44 元/公里。由于目前的车流量下滑是有突发因素干扰造成, 而非分流引起的, 因此贯通效应仍可继续。

成长明确, 扩张可期: 汉宜高速受益于贯通效应及区域经济增长; 十堰市 500 亩商业开发, 有利缓冲新建项目投放对公司的影响; 省内成立交投公司, 楚天高速实际控制人将更改, 资产注入进程有望在明年提上进程。目前集团旗下不乏成熟的标的资产, 比如通行费收入是汉宜高速的 2.58 倍京珠高速。

业绩预测及估值: 因突发因素干扰, 近几个月公司车流量低预期, 故略下调 10 年公司车流量增速至 25%, 单车收入增长 12%。如不考虑折旧调整, 预计 10-11 年 EPS 为 0.50、0.59 元, 如仅考虑江陵-宜昌段的收费年限延长, 则预计 10-11 年 EPS 为 0.52、0.62 元, 对应 PE12、10 倍, 维持“增持评级”。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	717	772	1,077	1,243	1,414
(+/-)%	-1.2%	7.6%	39.5%	15.5%	13.7%
经营利润 (EBIT)	424	426	666	793	779
(+/-)%	-2.4%	0.4%	56.5%	19.0%	-1.7%
净利润	302	299	480	573	553
(+/-)%	12.6%	-0.9%	60.6%	19.3%	-3.5%
每股净收益 (元)	0.32	0.32	0.52	0.62	0.59
每股股利 (元)	0.13	0.08	0.13	0.16	0.15

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	59.2%	55.2%	61.9%	63.8%	55.1%
净资产收益率 (%)	12.1%	11.2%	15.6%	16.3%	14.1%
投入资本回报率 (%)	15.9%	13.7%	16.5%	19.2%	18.2%
EV/EBITDA	12.4	12.2	8.3	7.1	7.1
市盈率	22.0	22.2	13.8	11.6	12.0
股息率 (%)	1.8%	1.1%	1.9%	2.2%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 10.00

上次预测: 10.00

当前价格: 6.16

2010.08.20

交易数据

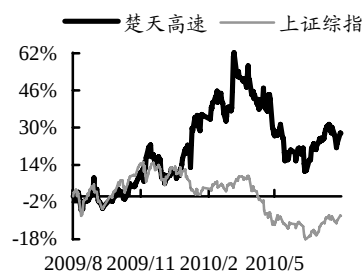
52 周内股价区间 (元)	4.57-8.50
总市值 (百万元)	5,739
总股本/流通 A 股 (百万股)	932/932
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	34

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,818
每股净资产	3.03
市净率	2.0
净负债率	44%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.08	0.11
Q3	0.08	0.12
Q4	0.07	0.16
全年	0.32	0.52

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	-1%	30%
相对指数	-6%	-4%	34%

相关报告

- 《楚天高速: 分流影响有限, 估值优势显现》 2010.07.08
- 《楚天高速: 省内成立交投公司, 外延扩张》 2010.07.02
- 《楚天高速: 业绩存在超预期, 股价极具弹性》 2010.04.29
- 《楚天高速: 低估值的成长型高速公司》 2010.04.22
- 《受益湖北省内投资加大, 公司业绩或超预期》 2010.03.30

模型更新时间: 2010.08.19

股票研究

工业

运输

楚天高速 (600035)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 10.00

上次预测: 10.00

当前价格: 6.16

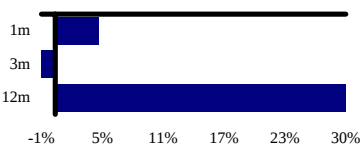
公司网址

www.hbctgs.com

公司简介

公司以湖北省境内高等级公路、桥梁等交通基础设施项目的融资、投资建设和经营管理为主营业务,系湖北省第一家公路上市公司,行业、区位、管理及人文优势非常明显,主营业务十分突出,核心竞争力较强。公司主要资产为武汉至宜昌全长278.869公里的汉宜高速公路,汉宜高速是湖北交通流量最大的公路之一,地处东西和南北交通的汇集地、全省经济最活跃地区——江汉平原,区域优势非常明显。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

4.57-8.50

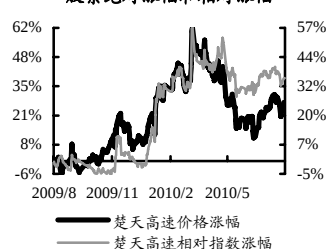
市值 (百万)

5,739

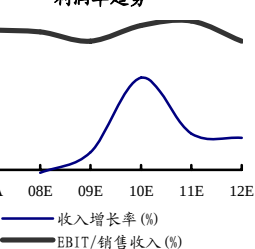
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008E	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	717	772	1,077	1,243	1,414
营业成本	247	293	345	376	543
税金及附加	26	28	38	43	49
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	24	25	27	31	42
EBIT	424	426	666	793	779
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	22	23	27	30	43
营业利润	402	403	639	763	736
所得税	103	105	160	191	184
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	302	299	480	573	553
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	215	390	545	629	1,012
其他流动资产	15	203	242	265	376
长期投资	0	174	174	174	174
固定资产合计	2,721	2,602	3,169	3,182	3,185
无形资产及其他资产	6	6	5	5	5
资产合计	2,979	3,741	4,847	5,016	5,561
流动负债	491	976	834	554	694
长期负债	0	100	401	401	401
股东权益	2,487	2,665	3,072	3,521	3,926
投入资本(IC)	2,660	3,098	4,036	4,126	4,278
现金流量表					
NOPLAT	317	315	500	595	585
折旧与摊销	140	148	178	188	198
流动资金增量	(97)	(214)	(29)	(31)	(103)
资本支出	(100)	225	545	250	250
自由现金流	259	475	1,193	1,001	929
经营现金流	367	260	656	764	695
投资现金流	94	(399)	(545)	(250)	(250)
融资现金流	(192)	466	43	(430)	(63)
现金流净增加额	269	327	154	84	382
财务指标					
成长性					
收入增长率	-1.2%	7.6%	39.5%	15.5%	13.7%
EBIT 增长率	-2.4%	0.4%	56.5%	19.0%	-1.7%
净利润增长率	12.6%	-0.9%	60.6%	19.3%	-3.5%
利润率					
毛利率	65.5%	62.0%	67.9%	69.8%	61.6%
EBIT 率	59.2%	55.2%	61.9%	63.8%	55.1%
净利润率	42.1%	38.8%	44.6%	46.1%	39.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.1%	11.2%	15.6%	16.3%	14.1%
总资产收益率(ROA)	10.1%	8.0%	9.9%	11.4%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	15.9%	13.7%	16.5%	19.2%	18.2%
运营能力					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收账款周转天数	0	1	0	0	0
总资产周转天数	1486	1568	1436	1428	1346
净利润现金含量	1.22	0.87	1.37	1.34	1.26
资本支出/收入	-13.93%	29.19%	50.63%	20.10%	17.67%
偿债能力					
资产负债率	16.5%	28.8%	28.7%	21.4%	21.8%
净负债率	7.0%	22.9%	19.5%	6.8%	-0.3%
估值比率					
PE	22.0	22.2	13.8	11.6	12.0
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.4	12.2	8.3	7.1	7.1
P/S	9.28	8.62	6.18	5.35	4.70
股息率	1.8%	1.1%	1.9%	2.2%	2.2%

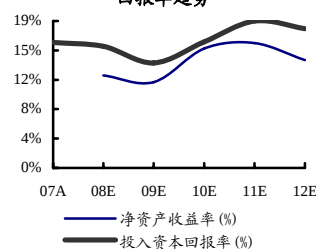
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

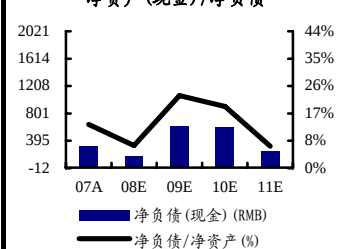


表 1: 武荆高速成本优势不显著, 分流有限

	入口	出口	车辆类型	距离(公里)	价格(元)	每公里单价 (元)
楚天高速	武汉西	獠亭	小客货 1	261.19	115	0.440
	武汉西	獠亭	小客货 2	261.19	115	0.440
	武汉西	獠亭	中客货	261.19	215	0.823
	武汉西	獠亭	大客货	261.19	285	1.091
	武汉西	獠亭	特客货	261.19	345	1.321
	武汉西	獠亭	特货	261.19	400	1.531
	入口	出口	车辆类型	距离(公里)	价格(元)	每公里单价 (元)
武荆高速	东西湖	鸦鹊岭	小客货 1	255.662	130	0.508
	东西湖	鸦鹊岭	小客货 2	255.662	130	0.508
	东西湖	鸦鹊岭	中客货	255.662	245	0.958
	东西湖	鸦鹊岭	大客货	255.662	330	1.291
	东西湖	鸦鹊岭	特客货	255.662	395	1.545
	东西湖	鸦鹊岭	特货	255.662	460	1.799

数据来源: 湖北公众出行网, 国泰君安销售交易总部

表 2: 2010 年起汉宜高速特大型车占比较 09 年提升

	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09
小型车	69.38%	63.25%	62.91%	65.16%	67.10%	66.39%	66.69%
中型车	11.69%	13.73%	12.67%	12.25%	11.61%	11.77%	11.90%
大型车	10.16%	12.72%	9.61%	9.31%	9.03%	9.10%	9.63%
特大型车	8.78%	10.30%	14.81%	13.28%	12.26%	12.74%	11.78%
	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10
小型车	63.91%	63.71%	63.59%	66.25%	66.55%	66.05%	65.73%
中型车	10.14%	10.18%	9.30%	8.82%	8.49%	8.69%	8.57%
大型车	9.21%	9.27%	10.89%	7.93%	7.99%	8.53%	9.56%
特大型车	16.75%	16.84%	16.22%	16.99%	16.97%	16.73%	16.14%

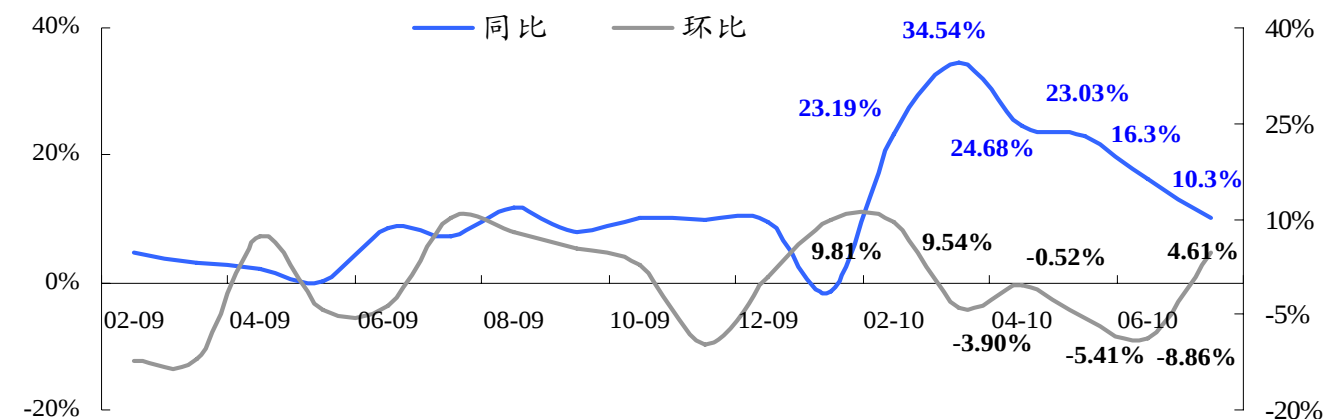
数据来源: 国泰君安销售交易总部

表 3: 单车收费逐步回升

	May-09	Jun-09	Jul-09	May-10	Jun-10	Jul-10
日均混合交通量	9492	9155	10097	11678	10643	11134
%	0.17%	8.59%	7.21%	23.03%	16.3%	10.3%
通行费收入(元)	57,721,728.39	55,679,805.69	61,366,497.8	78,823,845.84	72,367,183.96	76,645,272.91
%				36.56%	29.97%	24.9%
单车收费	196.16	202.73	196.05	217.73	226.65	222.06
				11.00%	11.80%	13.26%

数据来源: 国泰君安销售交易总部

图 1: 受淡季及长江大桥大修影响, 汉宜高速二季度车流量环比下滑; 7 月份受天气影响, 车流量同比增速仅 10.27%。但目前的车流量下滑是有突发因素干扰造成, 而非分流引起的, 故贯通效应仍可继续



数据来源：国泰君安销售交易总部

表 4:单季度利润表

	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2
营业总收入	184.87	177.48	198.38	210.80	243.15	235.23
营业收入	184.87	177.48	198.38	210.80	243.15	235.23
营业总成本	74.13	82.36	91.59	120.50	87.78	87.88
营业成本	56.51	63.50	72.95	99.95	68.01	67.14
营业税金及附加	6.64	6.39	7.12	7.47	8.15	8.34
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	5.37	6.64	5.78	7.12	5.87	5.70
财务费用	5.61	5.83	5.73	5.59	5.75	6.43
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.38	0.00	0.27
营业利润	110.74	95.11	106.79	90.30	155.37	147.35
加：营业外收入	0.01	0.14	0.11	0.96	0.32	0.92
减：营业外支出	0.01	0.01	0.00	0.43	0.00	0.14
利润总额	110.74	95.24	106.90	90.83	155.69	148.13
减：所得税	27.87	23.90	26.75	26.00	38.97	36.87
净利润	82.86	71.35	80.15	64.83	116.72	111.27
减：少数股东损益	-0.01	-0.04	0.14	-0.01	-0.02	0.27
归属于母公司所有者的净利润	82.87	71.39	80.01	64.84	116.74	111.00
EPS	0.09	0.08	0.09	0.07	0.13	0.12

数据来源：国泰君安销售交易总部

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		