

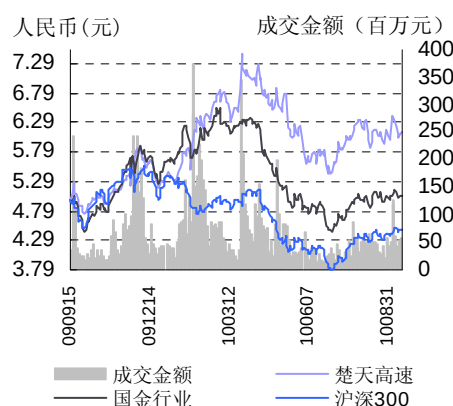
楚天高速 (600035.SH) 路桥行业
评级: 买入 首次评级
公司研究

市价(人民币): 6.12元

目标(人民币): 7.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	931.65
总市值(百万元)	5,701.71
年内股价最高最低(元)	7.52/4.74
沪深300指数	2903.19
上证指数	2638.80



长期看良好成长性, 短期看折旧调整与注入

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.324	0.321	0.462	0.574	0.657
每股净资产(元)	2.67	2.86	3.18	3.59	4.04
每股经营性现金流(元)	0.42	0.46	0.61	0.93	1.02
市盈率(倍)	11.67	17.13	13.12	10.56	9.23
行业优化市盈率(倍)	13.09	20.10	20.10	20.10	20.10
净利润增长率(%)	12.60%	-0.87%	43.82%	24.24%	14.46%
净资产收益率(%)	12.13%	11.22%	14.50%	16.00%	16.23%
总股本(百万股)	931.65	931.65	931.65	931.65	931.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **良好成长性:** 沪蓉西的贯通给汉宜高速带来的不仅是当前 500 辆/日左右的转移过境货车, 更多的是两地时空距离缩短与经济互补所诱发的长期诱增车流, 从而给楚天高速注入良好的成长性, 根据对汉宜高速与其他相关路段的对比研究, 预计长途过境货车在 2015 年将达到 4000 辆/左右。另一方面, 中部地区经济的快速发展、恩施州旅游升温以及武汉城市圈一体化建设等诸多有利因素的促进下, 既有车流也将稳步增长。预计到 2015 年汉宜高速的日均车流量将可达 2.1 万辆/日, 复合增长率为 12.5%。
- **资产注入可以期待:** 大股东承诺在 2-3 年内将优质资产注入到楚天高速, 目前路产以及方案均尚不明朗。我们对注入资产、价格以及融资方案等关键变量进行情景分析, 在极乐观情景下增厚将超过 150%, 而中性情境下也将增厚业绩 9%~40%, 而悲观情境下则很难形成增厚。
- **折旧调整增厚业绩:** 公司将在 10~11 月对汉宜车流量进行重新预测, 预计调高对车流量的整体判断, 从而调低单车折旧以及总成本。根据汉宜高速的固定资产净值, 我们测算对在高中低三种车流量方案下, 将分别能够带来 11%~13% 左右的业绩增厚。

投资建议

- 楚天高速在长期内拥有良好的成长性, 短期内又有优质资产注入以及折旧调整能够带来业绩增厚, 而其目前相对较低的估值水平下, 我们建议投资者关注。

估值

- 我们预测未来三年的 EPS 分别为 0.46、0.57、0.66 元 (未考虑折旧调整, 若考虑则为 0.52、0.64、0.73 元), 增速为 44%、24%、14%, 现价对应 PE 为 13.1、10.6、9.2 倍。
- 根据 DDM 绝对估值, 公司的每股合理价值为 8.39 元。
- 基于公司良好的成长性和较低的估值水平, 我们给予其买入评级, 6-12 个月目标价为 7.5 元, 相当于 15.8x10PE 和 13x11PE。

风险

- 经济下滑的风险, 资产注入低于预期风险。

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

内容目录

汉宜高速未来五年都将处于高速成长期	4
沪蓉西高速贯通前，汉宜高速仅为区域型高速	4
沪蓉西贯通后，汉宜高速将转变为国家主干道	5
当前增量只是沪蓉西贯通效应在短期内的体现	6
贯通带来的增长在长期内依然显现	7
诱增长途货车将预计能够达到 5000 辆/日	9
新增长途客车主要受益于恩施州旅游的发展	12
贯通前的既有车流未来将保持稳定增长	13
分流风险并不严重	15
新路投资好坏参半	15
资产注入	16
成本与资本开支	17
折旧成本：重估带来成本大幅降低	17
养护和其他成本：稳步增加	19
资本开支：压力增大	19
盈利预测与估值	20
相对估值	20
绝对估值	20
录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：贯通前，汉宜高速是一条断头路	4
图表 2：汉宜高速日均车流量较低（万辆/日）	5
图表 3：汉宜高速单公里通行费收入较低（万元/公里）	5
图表 4：汉宜高速通行费收入复合增长率在徘徊在 10%	5
图表 5：汉宜高速从区域型高速转变成为国家主干道	6
图表 6：汉宜高速小客车增长	6
图表 7：汉宜高速大货车增长	6
图表 8：各车型贯通效应增量	7
图表 9：各种交通途径在时间上的对比	7
图表 10：沪蓉西通道拥有一定成本优势	8
图表 11：武汉从川渝的 20 小时经济圈跨入 12 小时经济圈	8
图表 12：川渝地区与湖北的工业品产量	9
图表 13：川渝地区特色工业	9
图表 14：武黄-黄黄-高界通道	10

图表 15: 华中-华东地区与汉宜高速连接地区经济对比	10
图表 16: 武黄高速年度车流量	11
图表 17: 高界高速年度车流量	11
图表 18: 昌九-昌樟高速与汉宜经济圈连接	11
图表 19: 汉宜高速与昌九-昌樟高速通道车流量的类比	12
图表 20: 汉宜高速未来 5 年长途货车增量	12
图表 21: 恩施州旅客接待人数大幅增长	13
图表 22: 湖北经济发展较好	14
图表 23: 湖北地区汽车保有量大幅增长	14
图表 24: 汉宜高速未来 5 年日均混合车流量增速	14
图表 25: 汉宜高速未来 5 年通行费收入将保持快速增长	15
图表 26: 楚天高速新建路段	16
图表 27: 资产注入的情景分析	17
图表 28: 路产折旧	18
图表 29: 楚天高速成本结构	18
图表 30: 在各种方案下的汉宜路的标准车型	18
图表 31: 不同条件下折旧增厚幅度	19
图表 32: 楚天整体资本开支额	19
图表 33: 楚天高速未来几年内预计的资本开支	19
图表 34: 盈利预测	20
图表 35: 相对估值表	20
图表 36: DDM 估值显示其合理价值在 8.39 元	21
图表 37: 对股息分配率以及 K_e 进行敏感性分析	21

汉宜高速未来五年都将处于高速成长期

- 汉宜高速是楚天高速唯一建成运营中的高速公路路产，途经蔡甸、仙桃、潜江、荆州、枝江、宜昌等 9 个县市，全长 278 公里，双向 4 车道，于 1994 年 11 月建成。

沪蓉西高速贯通前，汉宜高速仅为区域型高速

- 自湖北宜昌往西，到重庆市之间的区域为湖北省恩施州和重庆市万州。从地理上看，其处于我国地理第二阶梯东缘，是云贵高原东部延伸部分；境内崇山峻岭，最高峰海拔超过 3000 米，平均海拔也超过 1000 米，当地筑路条件恶劣，各类地质问题丛生，部分大桥钢索甚至需使用火箭来铺设连接。
- 正是由于境内筑路条件异常艰难，加上湖北恩施州和重庆万州地区经济发展较为落后，加上 318 国道贯穿当地与外界相连，故而修建如此高难度和高成本高速公路的需求并不强烈，致使连接湖北与重庆之间沪蓉西高速迟迟未能完全修通。
- 因此，汉宜高速在很长时间内都是区域型高速和断头路，车流量以武汉/长三角往来荆州/宜昌和武汉城市圈短途为主，而中长途过境客货车相对较小，基本上，往来川渝地区的长途过境货车均需绕行西安或贵阳。

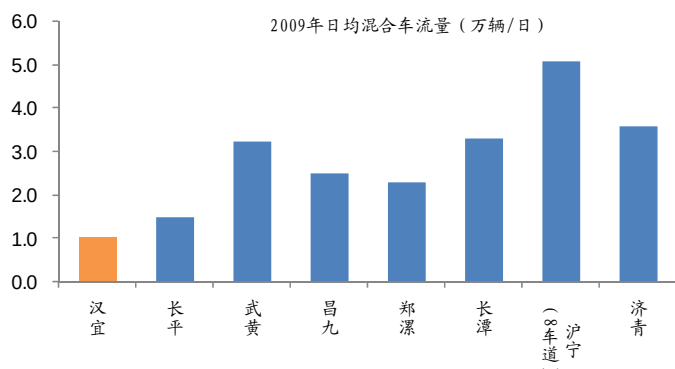
图表1：贯通前，汉宜高速是一条断头路



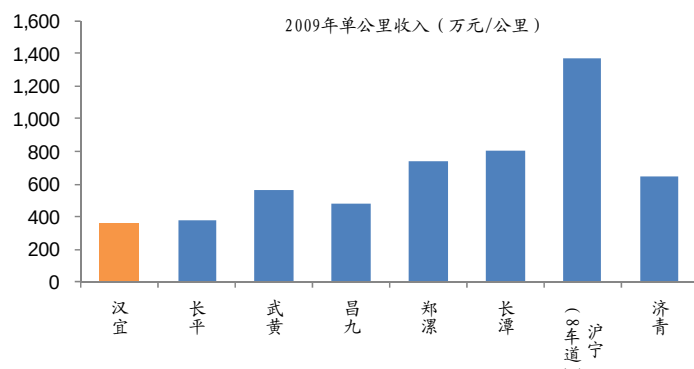
来源：国金证券研究所

- 断头路的尴尬处境，限制了汉宜高速车流量和收入水平提升，也一定程度上阻碍了川渝经济区与武汉都市圈以及长三角之间的经济与人文交流。
- 汉宜高速建成通车已超过 15 年，通车时间相近路段其车流量与单公里通行费收入均要高于汉宜高速，尤其是距中心城市较近的部分国家主干道，如武黄高速、长潭高速、宁沪高速等等。
- 从车流量看，09 年汉宜高速日均混合车流量为 1.05 万辆/日左右；同样位于沪渝通道上武黄高速为 3.2 万辆/日；昌九-昌樟通道日均车流量也高达 2 万辆/日以上；而位于京珠高速通道的长潭高速超过 3 万辆/日，均大幅高于汉宜的水平。
- 从单公里通行费收入看，09 年汉宜高速为 364 万/公里，武黄则高达 565 万/公里；昌九为 487 万/公里；八车道的宁沪高速则更是高达 1300 万/公里，均大幅高于汉宜高速。

图表2：汉宜高速日均车流量较低（万辆/日）

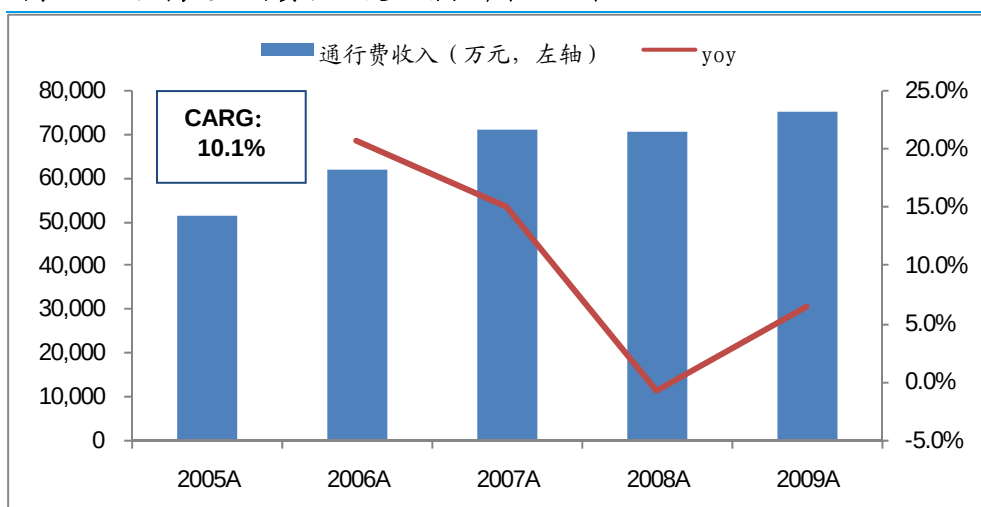


图表3：汉宜高速单公里通行费收入较低（万元/公里）



来源：公司数据、国金证券研究所

图表4：汉宜高速通行费收入复合增长率在徘徊在10%



来源：公司数据、国金证券研究所

沪蓉西贯通后，汉宜高速将转变为国家主干道

- 2009年底沪渝高速贯通后，使汉宜高速成为国家主干道，打通了川渝地区与华东/华中地区之间的高速通道，原本需要绕行西安或贵阳的长途客货车，现在则能够直接走汉宜-沪蓉西高速直接入川，极大地便利了川渝经济区与外界的经济交流与货物流通。

图表5：汉宜高速从区域型高速转变成为国家主干道

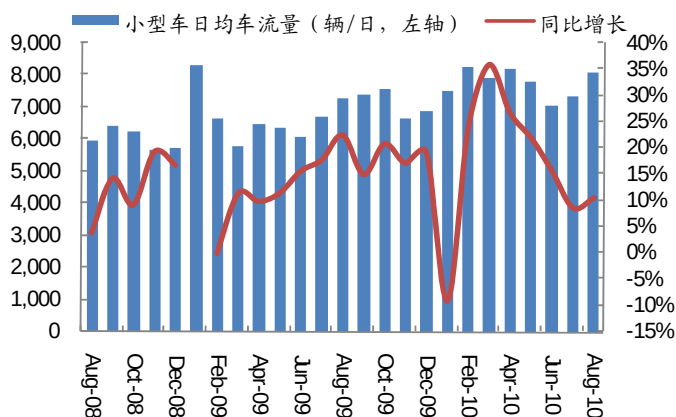


来源：国金证券研究所，注：蓝色为国高干线中的横线、绿色为纵线、褐色为首都发射线

当前增量只是沪蓉西贯通效应在短期内的体现

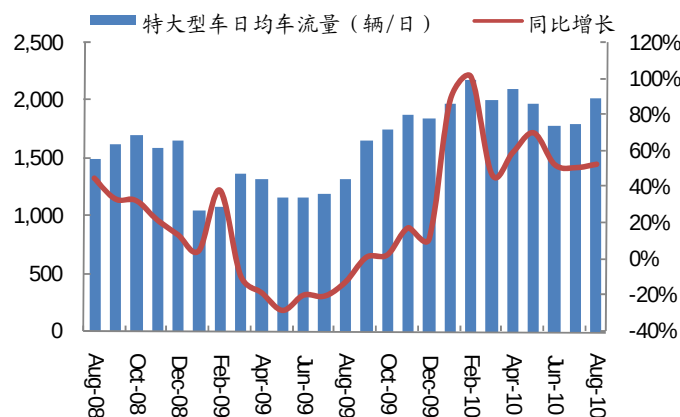
- 目前在汉宜高速车流量与收入相比 09 年的增量中，一部分为原有交通量的自然增长和金融危机后恢复性增长，另一部分则为绕行西安或贵阳长途货车的转移车流。
- 贯通效应带来小客车并不明显。由于客车保有量大幅增长，汉宜的小客车流量保持较快增速，08 年小客车日均车流量增量为 500 辆/日、09 年则上升到 1100 辆/日，而 10 年前 8 个月的平均增量为 1200 辆/日，故而贯通效应带来的增量并不明显，估计为 200 辆/日左右。
- 贯通效应带来大货车约 500 辆/日的增量。汉宜高速在 07、08 年的正常时期，大货车日均车流量增量为 300 辆/日、400 辆/日；金融危机下的 09 年则为减少 100 辆/日，10 年前 8 个月平均增量为 750 辆/日，因此我们预计真正的贯通效应带来的增量约在 500 辆/日左右。
- 贯通效应低于预期，主要原因是宜昌长江大桥与军山长江大桥正进行半幅封闭大修，从而影响部分车辆的通行；另一方面，则为沪蓉西收费标准相对较高，抑制了货车回流的速度，降低了楚天高速的贯通效应。

图表6：汉宜高速小客车增长

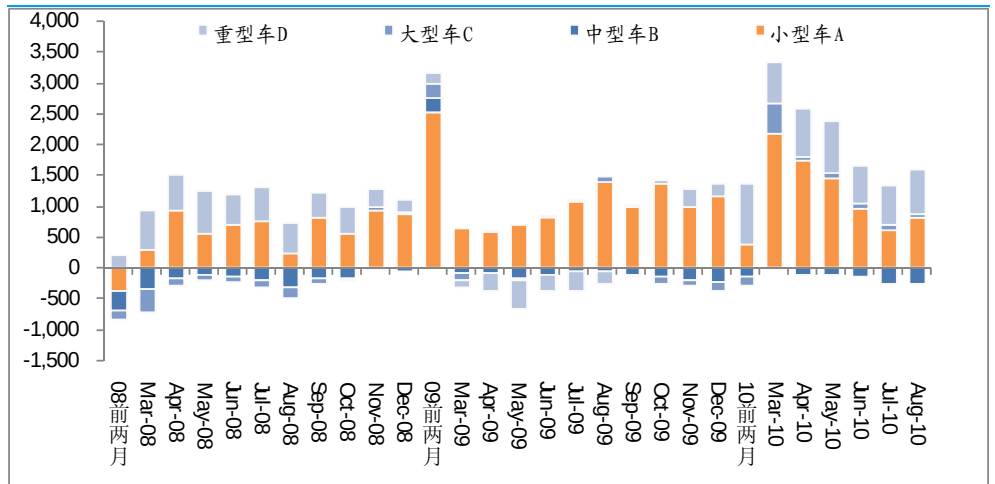


来源：公司数据、国金证券研究所

图表7：汉宜高速大货车增长



图表8：各车型贯通效应增量

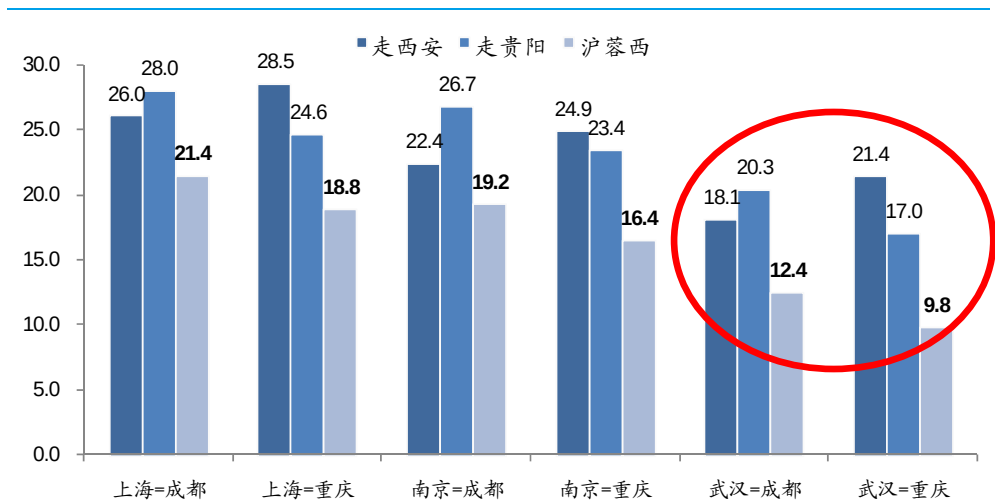


来源：公司数据、国金证券研究所

贯通带来的增长在长期内依然显现

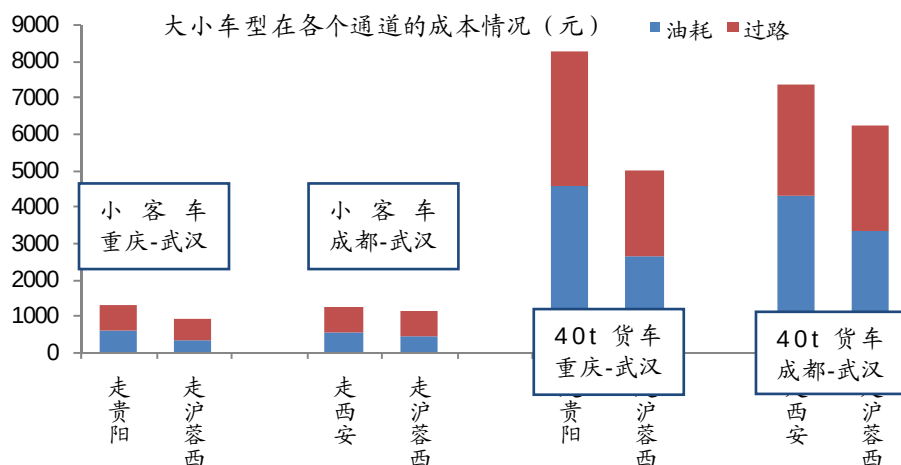
- 短期的转移车流已经体现在当前汉宜高速车流量增长中，而贯通效应在长期带来的诱增车流尚未体现。我们认为，通达性的提升、经济互补性的存在，是提升区域间经济往来，导致诱增车流出现的重要原因。
- 区域间时空距离缩短，通达性有效提升。贯通前，川渝经济区与长三角/武汉城市圈之间的空间距离非常大，分别为 2200、1600 公里，时间距离为 25、19 小时；贯通后，两地之间的时空距离大幅缩短，川渝经济区与长三角的时间距离缩短到 19 小时，空间距离缩短到 1800 公里；与武汉的时间距离大幅缩短到 12 小时，两地间的经济成本与时间成本都将下降。最重要的是，川渝经济区与武汉之间能够实现货物的当日送达和次晨送达（早上 8 点出发，晚上 8 点抵达，或下午 6 点出发，次晨 6 点抵达）。武汉从原本川渝地区 20 个小时经济圈跨入到 12 小时经济圈。

图表9：各种交通途径在时间上的对比



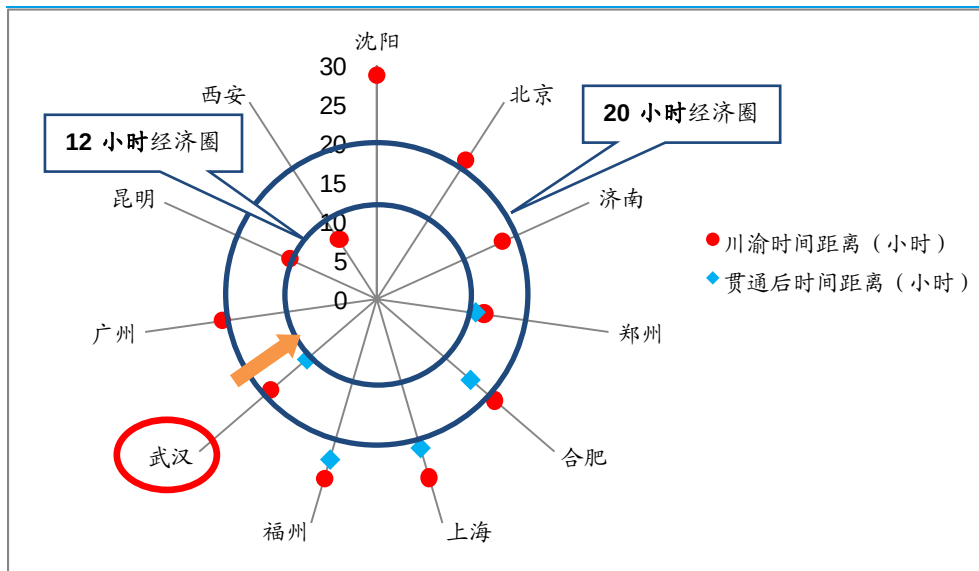
来源：国金证券研究所

图表10：沪蓉西通道拥有一定成本优势



来源：国金证券研究所

图表11：武汉从川渝的20小时经济圈跨入12小时经济圈



来源：国金证券研究所

- 两地之间存在着的互补性产业结构。下面我们对川渝地区与湖北省各行业发展水平以及工业品产量分别进行梳理。
 - 从行业发展水平看，川渝地区的煤炭、造纸、林业、通用和专用设备制造、非矿物制品制造、农副产品和食品饮料、塑料等行业发展更好；而湖北的优势产业集中在石油开采、石油化工、纺织服装、钢铁冶炼、有色金属冶炼、交运设备制造等产业。
 - 从工业品产量看，川渝地区在电视机、发电设备、白酒、合成氨等居前；而湖北省的服装、空调、汽车、钢材、化工产品等拥有优势。
- 从上述的数据以及分析中可以看见，川渝地区与华中地区在产业结构上存在着一定的差异性，而这种差异性在物流通道畅通的情况下，将会转换为经济融合，从而带来大量人流物流，推动通道车流量的增长。

图表12：川渝地区与湖北的工业品产量

产量	四川（2008）	重庆（2008）	湖北（2008）
布（亿米）	8.9	5.7	39.2
纱（吨）	36.6	9.3	135.6
服装（万件）	7,293.0	3,184.7	38,804.2
电视机（万台）	799.4	10.7	6.4
空调（万台）	75.8	381.2	493.7
汽车（万辆）	7.7	76.6	103.2
发电设备（万千瓦）	3,537.5	109.1	183.1
纸（万吨）	211.2	94.7	154.5
水泥（万吨）	6,067.0	3,230.5	6,178.7
钢铁（万吨）	1,370.2	351.3	2,694.8
硫酸（万吨）	226.0	172.3	510.0
合成氨（万吨）	405.7	104.8	295.6
化肥（万吨）	367.5	127.1	634.8
农药（万吨）	7.3	1.0	9.5
塑料（万吨）	81.9	37.9	114.1
白酒（万吨）	112.0	11.0	31.6
啤酒（万吨）	236.1	68.0	329.5
乳制品（万吨）	35.1	10.0	48.6
软饮料（万吨）	246.9	148.2	406.4
食用植物油（万吨）	61.3	17.0	135.7

来源：各省市统计年鉴、国金证券研究所、注：红色表示优势产业、蓝色表示劣势产业

图表13：川渝地区特色工业

大类	行业	四川（2009）	重庆（2009）	湖北（2008）
GDP		14,151.3	6,528.7	12,831.5
采掘工业	煤炭开采	993.0	239.2	36.9
	石油开采	15.0	49.6	179.7
	金属矿开采	421.0	72.0	269.7
轻工业	农副食品加工	1,088.0	243.9	743.2
	食品生产	414.0	75.4	192.8
	饮料生产	497.0	83.3	267.2
	烟草	9.0	81.7	250.5
	纺织服装	763.0	154.3	742.9
	木材家具	403.0	44.0	90.4
	造纸印刷	556.0	123.5	218.0
化学工业	石油化工	83.0	40.6	461.1
	化学制品	962.0	376.2	946.5
	医药制造	381.0	157.0	248.2
	化纤	22.0	5.1	32.6
	橡胶	76.0	40.6	41.0
	塑料制品	434.0	66.1	176.9
钢铁	非矿物制品	1,494.0	314.3	555.5
	黑色金属冶炼	338.0	295.1	1,733.6
	有色金属冶炼	216.0	296.0	409.6
	金属制品	511.0	103.1	283.2
机械	通用设备	968.0	329.3	422.0
	专用设备	513.0	158.7	176.3
	交运设备	521.0	2,274.3	2,386.7
	电气机械	469.0	328.0	427.5
	通信设备	285.0	101.3	456.0
	其他机械制造	159.0	83.4	98.8

来源：各省市统计年鉴、国金证券研究所、注：红色表示优势产业、蓝色表示劣势产业

诱增长途货车将预计能够达到 5000 辆/日

- 上文，我们对贯通后的诱增车流所产生的条件进行定性分析；下文我们将对诱增车流进行定量分析。方法是将汉宜高速与其他相似路段的长途过境货车车流量进行对比研究，从而推算出汉宜高速的合理长途过境货车规

模，从而推算出其未来将会达到的水平。基于两个之间的可比性以及数据的可得性，我们选取武黄-高界高速、昌九-昌樟高速通道。

汉宜 VS 武黄-高界

- 高速公路所通达的地区以及沿线城市是决定其车流量的重要因素。武黄-高界高速西接武汉城市圈，东连长三角经济圈，其沿线途径或通达的重要城市有武汉、九江、合肥、南京、上海等；汉宜高速西接川渝经济区，东连武汉城市圈，沿线途径或通达的重要城市有武汉、宜昌、重庆、成都等。

图表14：武黄-高界通道



来源：国金证券研究所

- 经济水平上，长三角地区 GDP 为 7.18 万亿，武汉城市圈为 1.28 万亿，成渝经济区则为 2.07 万亿。人口上，长三角地区 09 年末总人口达到 1.48 亿人次，武汉城市圈 0.57 亿，川渝经济区为 1.04 亿；汽车保有量上也是长三角地区最多，共 834 万辆，川渝地区和武汉城市圈则相对较少。

图表15：华中-华东地区与汉宜高速连接地区经济对比

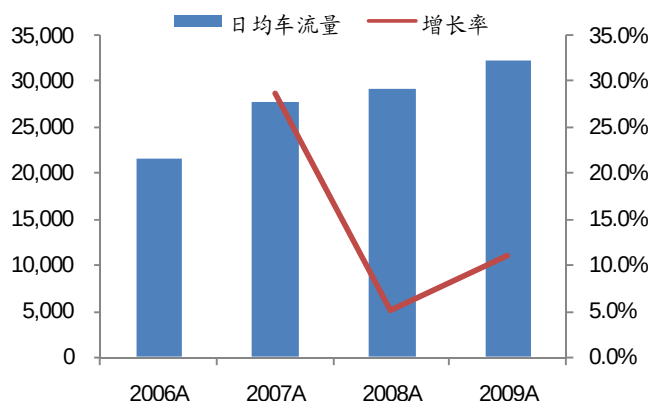
	出发地	汉宜高速		出发地	高界-武黄通道	
		川渝经济区	目的地		目的地	目的地
		武汉城市圈 (50%)	长三角 (50%)	长三角地区	武汉城市圈 (70%)	川渝经济区 (30%)
龙头城市	成都、重庆	武汉	上海、南京、苏州、杭州	上海、南京、苏州、杭州	武汉	成都、重庆
区域GDP (万亿元)	2.07	1.28	7.18	7.18	1.28	2.07
人口 (亿人)	1.04	0.57	1.48	1.48	0.57	1.04
汽车保有量 (万辆)	292	137	834	834	137	292
通车后运距		1000	1800		800	1800
通车后时间		11.1	20.0		8.9	20.0

来源：wind、国金证券研究所

- 根据皖通以及深高速的数据，09 年高界高速日均混合车流量为 0.9 万辆/日左右，其中长途过境货车占比约 60%，也就是 5500 辆/日左右，其中华北=珠三角约 1500 辆/日，因此长三角=武汉的长途过境货车在 4000 辆/日左右。09 年武黄高速日均车流量为 3.2 万辆/日，货车占比约 25%，假设其中 50%为长三角=武汉的长途过境货车，则其规模也为 4000 辆/日。
- 因此我们推断，09 年长三角往来武汉的长途过境货车约 4000 辆/日左右。国内经济保持 8%是大概率事件，而高速公路车流量的 GDP 乘数约在 1.1 左右，按年均 9%增速，预计到 2015 年长途过境货车将达 7000 辆/日。

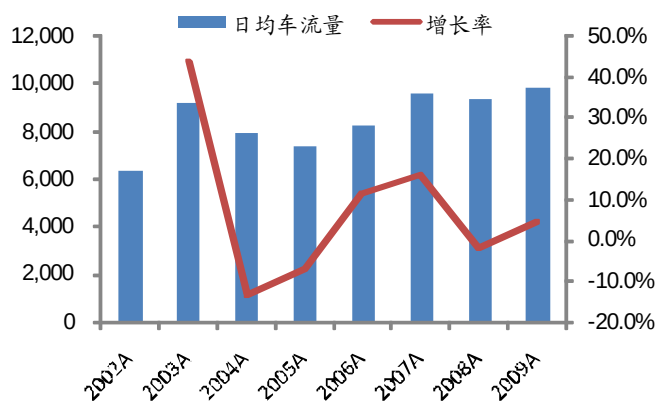
- 与武黄-高界高速通道相比，汉宜高速两端地区的经济与人口存在着一定的劣势，川渝与武汉的经济总量约为武汉与长三角的 40%，运距差别不大；川渝与长三角的经济总量与武汉与长三角相当，但运距为后者两倍。根据 2015 年武黄长途过境车流 7000 辆/日的水平估算，保守预计川渝往返武汉与川渝往返长三角之和将达到 4000 辆/日的水平，相当于长三角往返武汉长途车流的 60%左右。

图表16：武黄高速年度车流量



来源：公司数据、国金证券研究所

图表17：高界高速年度车流量



汉宜 VS 昌九-昌樟

- 昌九-昌樟高速通道北接南昌、九江，远一些则连通长三角和山东半岛，南连珠三角地区，是两大地区往来最近的高速公路通道，沿线途径或通达的重要城市有济南、上海、南京、合肥、南昌、广州、深圳等等；

图表18：昌九-昌樟高速与汉宜经济圈连接



来源：国金证券研究所

- 经济实力来看，长三角 GDP 为 7.18 万亿，珠三角为 3.98 万亿，山东半岛为 3.38 亿元；人口来看，长三角 09 年末为 1.48 亿人，珠三角为 0.96 亿人，山东地区则为 0.95 亿人次；汽车保有量上也是长三角地区最多，其共拥有 834 万辆汽车，而珠三角为 660 万辆左右，而山东则 709 万辆左右。

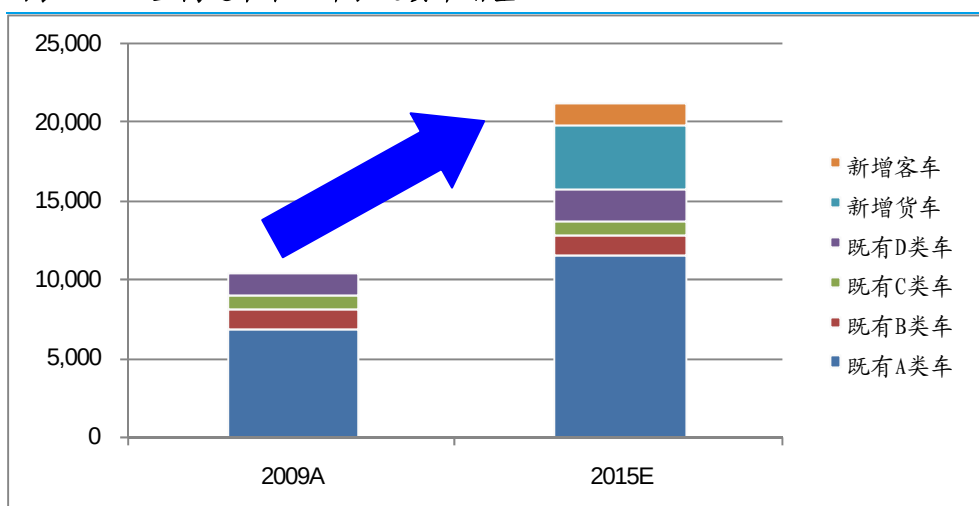
图表19: 汉宜高速与昌九-昌樟高速通道车流量的类比

	汉宜高速			昌九-昌樟通道		
	出发地	目的地		出发地	目的地	
	川渝经济区	武汉城市圈 (50%)	长三角 (50%)	珠三角地区	长三角地区 (70%)	山东 (30%)
龙头城市	成都、重庆	武汉	上海、南京、合肥、杭州	广州、深圳	上海、南京、合肥、杭州	济南、青岛
区域GDP (万亿元)	2.07	1.28	7.18	3.98	7.18	3.38
人口 (亿人)	1.04	0.57	1.48	0.96	1.48	0.95
汽车保有量 (万辆)	292	137	834	660	834	709
通车后运距		1000	1800		1419	1960
通车后时间		11.1	20.0		15.8	21.8

来源: wind、国金证券研究所

- 根据赣粤高速公布以及调研出来的车流量估算, 昌九-昌樟高速通道的长途过境货车约在 6000 辆/日左右, 其中长三角往来珠三角的长途过境货车预计在 4500 辆/日左右。不过一点值得注意, 由于陆上运输成本相比海运要更高, 珠三角与长三角地区均拥有条件优越的港口以及内贸航线, 而众多不追求时效性的货物大都会选择海运。按照目前华东各港口的内贸集装箱吞吐量目前月均 50 万 TEU 计算, 保守假设 30% 也就是 15 万 TEU 是往返于华南地区 (其他为长江、环渤海地区), 货运量相当于 20 英尺集卡 5000 辆/日的水平。综合海运以及高速公路的相关数据, 长三角与珠三角地区的长途货物需求约在 1 万辆/日左右。
- 未来五年经济增长保持在 8% 以上依然是大概率事件, 因此按照长途货车 9% 的增速测算预计到 2015 年可达 16000 辆/日的水平。汉宜高速连接的经济区发展水平, 与长三角/珠三角经济、人口以及汽车保有量在 1:3~1:4 左右, 两者运距相似, 按此标准保守测算未来汉宜高速的长途过境货车需求将能够达到 4000 辆/日左右的水平。
- 综合汉宜高速与武黄-高界通道以及其与昌九-昌樟通道之间的类比分析, 我们认为, 汉宜高速的长途过境货车将有望达到 4000 辆/日。

图表20: 汉宜高速未来 5 年长途货车增量



来源: 国金证券研究所

新增长途客车主要受益于恩施州旅游的发展

- 恩施州是湖北省内非常重要的旅游基地, 共有 4A 级旅游景区 3 个, 3A 级旅游景区 6 个, 其中恩施大峡谷、腾龙洞则是旅客最集中的旅游景点。
- 随着沪蓉西高速的全线通车, 恩施州通往武汉以及重庆快捷通道被打通, 推动其旅游业快速发展, 从而拉动高速公路客车流量。根据恩施旅游局公