

買入

2008年6月27日

五月份車流增速繼續放緩

- ▶ 國民經濟走弱是車流量增速下降的主要原因：**受雪災的影響，寧滬高速第一季度的日均車流量及分別比 2007 年同期減少 4.78% 及 2.56%。在沒有雪災的負面影響的 4、5 月份，我們看見車流有所增長，但是增速比去年同期，依然有比較大的下降，我們認為，增速下降的主要原因，在於國民經濟的基本面發生了變化，人民幣升值以及美國次按危機，影響外貿出口，成為制約經濟增長的負面因素，車流量增速的放緩，主要是經濟的走弱，而不是區域間道路分流及寧滬高速上海段大修的影響。
- ▶ 成品油價格上漲影響車流量：**國家發展改革委發出通知，決定自6月20日起將汽油、柴油價格每噸提高1,000元，航空煤油價格每噸提高1,500元。由於國際國內的汽油及柴油差價依然較大，我們認為，成品油價格在未來1、2年內有一定的上升空間，對公路公司是負面影響。成品油價格上升，會降低車流的增速，對貨車的衝擊則更大。
- ▶ 下調盈利預測，當前股價開始具備防禦性：**油價的上漲，對車流的影響力是先高後低，即人們適應高油價需要一定的過程。而我們預計中國在未來的1、2年內，都有可能進一步提升油價，因此，我們調低了公司的目標價。
- ▶ 目標價下調至 6.69 港元，調整評級為持有：**基於現金流折現法，我們將目標價下調在 6.69 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 18 倍和 09 年預期每股盈利的 16 倍，目標價與現價相比，有 9% 的上升空間，降低投資評級為持有。

★ 1 港元=0.9 元人民幣

張薇

86755-33367015

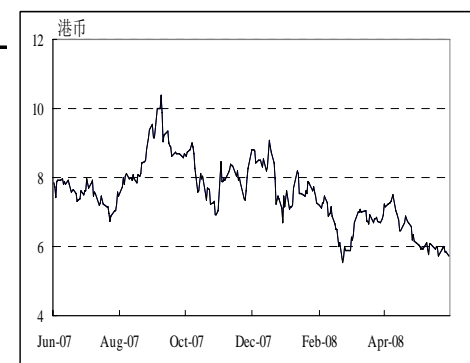
Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	交通運輸
股價	6.14 港元
目標價	6.69 港元 (+9%)
股票代碼	0177
已發行股本	12.22 億股
市值	75.28 億港元
52 周高/低	11-5.44 港元
每股淨資產	3.04 港元
主要股東	江蘇交通控股有限公司 (54.44%) 華建交通經濟開發中心 (11.69%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年历史	08 年预测	09 年预测	10 年预测
营业额(人民币百万)	3,926	5,069	5,728	6,114	6,474
变动	86%	29%	13%	7%	6%
净利润(人民币百万)	1,175	1,642	1,735	1,935	2,032
每股盈利(人民币元)	0.23	0.33	0.34	0.38	0.40
变动	77%	40%	6%	12%	5%
市盈率@6.14港元(倍)	23	17	16	14	13
每股股息(人民币元)	0.19	0.24	0.25	0.28	0.30
股息现价比率(%)	3.52	4.44	4.69	5.23	5.50

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現


資料來源：彭博

五月份車流量增速繼續放緩

車流量增速的放緩，主要是因為經濟的走弱

受雪災的影響，寧滬高速第一季度的日均車流量及分別比2007年同期減少4.78%及2.56%。在沒有雪災的負面影響的4、5月份，我們看見車流有所增長，但是增速比去年同期，依然有比較大的下降，我們認為，增速下降的主要原因，在於國民經濟的基本面發生了變化，人民幣升值以及美國次按危機，影響外貿出口，成為制約經濟增長的負面因素，因此，車流量增速的放緩，主要是因為經濟的走弱，而不是區域間道路分流及寧滬高速上海段大修的影響。

表 1：5 月份各路段車流量

日均全程交通量	輛/日	08年5月增速	07年5月增速	增速下降
沪宁高速公路	48,765	1.61%	24.08%	-22.46%
锡澄高速公路	39,898	7.45%	16.68%	-9.23%
广靖高速公路	37,883	10.20%	-4.58%	14.78%
312国道沪宁段	28,700	-2.31%	-6.00%	3.69%
宁连公路南京段	6,589	-14.00%	-47.36%	33.35%

資料來源：公司資訊，第一上海

成品油價格上漲影響車流量

成品油價格上升，對公司是負面影響

國家發展改革委發出通知，決定自6月20日起將汽油、柴油價格每噸提高1,000元，航空煤油價格每噸提高1,500元。由於國際國內的汽油及柴油差價依然較大，我們認為，成品油價格在未來1、2年內有一定的上升空間，對公司是負面影響。成品油價格上升，會降低車流的增速，對貨車的衝擊則更大。因此，我們調低了公司未來三年的車流量及單車平均收費額，使增速為零。

估值

每股價值為 6.69 港元

我們用 DCF 的方法分部算出公司旗下每條公路的價值，然後按權益比例來合併計算公司擁有的所有股權的現金總價值。

我們計算出的每股價值為港幣 6.69 元。

公司估值表

路桥项目	权益	WACC	现值
沪宁高速公路	100.00%	9.92%	26,502
312国道沪宁段	100.00%	9.92%	1,421
宁连公路南京段	100.00%	9.92%	495
广靖高速公路	85.00%	9.92%	1,342
锡澄高速公路	85.00%	9.92%	2,315
江阴长江大桥	26.66%	9.92%	1,422
苏嘉杭高速公路	33.33%	9.92%	1,667
合计			35,165
估计净负债(百万)			-4,815
净资产值(百万)			30,350
流通股数(百万)			5,038
每股净值(人民币元)			6.02

資料來源：公司資訊，第一上海

投資建議

目標價與現價相比，有 9% 的上升空間，下調投資評級為持有

基於現金流折現法，我們將目標價下調在 6.69 港元。

該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 18 倍和 09 年預期每股盈利的 16 倍，目標價與現價相比，有 9% 的上升空間，下調投資評級為持有。

主要財務報表

損益表						財務分析					
人民幣百萬元，財務年度截至12月31日											
	06年 历史	07年 历史	08年 预测	09年 预测	10年预 测		06年 历史	07年 历史	08年 预测	09年 预测	10年预 测
营业收入	4,046	5,221	5,857	5,958	6,266	盈利能力					
营业税	(121)	(152)	(223)	(179)	(188)	经营利润率 (%)	57.8%	58.2%	51.1%	49.5%	48.1%
营业额	3,926	5,069	5,634	5,779	6,077	EBITDA 利润率 (%)	77.1%	74.4%	67.1%	66.7%	66.0%
经营成本	(1,695)	(2,176)	(2,756)	(2,976)	(3,214)	净利率 (%)	29.9%	32.4%	29.6%	29.2%	28.7%
其他收入	40	59	0	59	59	营运表现					
营业利润	2,270	2,952	2,878	2,862	2,922	SG&A/收入 (%)	4.6%	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%
财务开支	(455)	(512)	(564)	(535)	(509)	实际税率 (%)	31.1%	31.4%	25.9%	25.2%	25.2%
联营公司	130	139	130	139	139	股息支付率 (%)	81.5%	73.6%	73.6%	73.6%	73.6%
管理费用	(182)	(129)	(141)	(156)	(171)	库存周转	78	165	190	186	183
税前盈利	1,763	2,450	2,302	2,310	2,381	应付账款天数	58	54	45	44	43
所得税	(549)	(770)	(597)	(581)	(599)	应收账款天数	8.3	7.4	7.3	7.8	8.2
少数股东应占利润	(39)	(38)	(41)	(40)	(41)	财务状况					
净利润	1,175	1,642	1,665	1,689	1,742	负债/权益	0.73	0.68	0.67	0.60	0.56
折旧及摊销	755	820	902	992	1,091	收入/总资产	0.15	0.21	0.23	0.24	0.25
EBITDA	3,026	3,772	3,780	3,854	4,013	总资产/股本	1.76	1.71	1.70	1.63	1.60
每股盈利(元)	0.23	0.33	0.33	0.34	0.35	盈利对利息倍数	5	6	5	5	6
增长											
总收入 (%)	86.0%	29.1%	11.1%	2.6%	5.2%						
EBITDA (%)	90%	24.7%	0.2%	2.0%	4.1%						
每股收益 (%)	76.5%	39.8%	1.4%	1.4%	3.1%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，財務年度截至12月31日						人民币百万元，財務年度截至12月31日					
	06年 历史	07年 历史	08年 预测	09年 预测	10年预 测		06年 历史	07年 历史	08年 预测	09年 预测	10年预 测
现金	796	1,129	565	257	407	EBITDA	3,026	3,772	3,780	3,854	4,013
应收账款	93	107	118	130	143	融资成本	(455)	(512)	(564)	(535)	(509)
存货	22	13	15	16	18	营运资金变化	(13)	77	4	4	3
预付租金和其他	38	149	123	75	5	其他	(150)	(103)	(196)	(201)	(262)
总流动资产	949	1,399	821	477	572	所得税	(470)	(595)	(597)	(581)	(599)
固定资产						营运现金流	1,937	2,639	2,427	2,540	2,647
固定资产	22,460	21,552	22,937	23,190	23,380	资本开支	(1,208)	(794)	(874)	(883)	(888)
联营公司投资	1,566	1,604	1,604	1,525	1,459	其他投资活动	126	156	186	199	216
其他长期资产	1,450	11	(296)	(425)	(425)	投资活动现金流	(1,082)	(638)	(688)	(684)	(672)
总资产	26,425	24,566	25,066	24,767	24,986	长期借款变化	(508)	(950)	(805)	(661)	(516)
短期负债						少数股东股息	0	0	0	0	2
应付帐款	271	324	340	357	375	短期借款变化	148	244	(500)	(200)	0
应付工程款	1,609	939	1,046	1,073	1,128	股息及利息	(773)	(986)	(998)	(1,304)	(1,308)
短期银行借款	4,510	4,754	5,228	4,928	5,096	其他融资活动	0	24	(1)	0	(2)
其他短期负债	141	498	447	442	450	融资活动现金流	(1,133)	(1,668)	(2,303)	(2,165)	(1,824)
总短期负债	6,531	6,514	7,061	6,800	7,049	现金变化	(278)	333	(564)	(309)	150
长期银行贷款	4,437	3,284	2,784	2,284	1,784	期初持有现金	1,074	796	1,129	566	257
其他长期负债	0	1	0	0	0	期末持有现金	796	1,129	566	257	407
总负债	10,968	9,800	9,846	9,084	8,834						
少数股东权益	428	429	451	473	497						
股东权益	15,030	14,337	14,770	15,209	15,655						
负债权益合计	26,425	24,566	25,066	24,767	24,986						

資料來源：公司公告，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。