

買入

2008年9月1日

08年中期收入增長 6.32%，符合市場預期

- 08年中期收入增長 6.3%，淨利潤減少 2.03%**：報告期公司實現營業收入人民幣 17.58 億元，較 2007 年同期增長 6.32%；報告期公司權益持有人應占盈利為人民幣 2.84 億元，每股盈利為人民幣 0.130 元，較 2007 年同期減少 2.03%。不派中期股息。廣東省民經濟繼續保持增長但速度放緩，使上半年收費公路的經營表現呈現總體增長但趨緩的格局。
- 梅觀高速車流量持續下降**：報告期實現路費收入人民幣 4.6 億元，比 2007 年同期減少 1.48%。與梅觀高速相連的莞深高速自 2007 年 10 月起實施半封閉的路面大修，大修期間禁止四、五類車通行，並影響周邊路網的暢通程度。受此影響，加上 2007 年底通車的市政道路福龍路的分流，梅觀高速的路費收入在報告期內有較大幅度的下降，與 2007 年同期相比減少了 13.4%，梅觀高速計畫於 09 年全線擴建為雙向八車道，投資估算約人民幣 9.7 億元。
- 雨雪災害及綠色通道政策影響路費收入**：年初的雨雪災害，使武黃高速、長沙環路以及南京三橋在部分時段出現了道路封閉或路網擁堵的情況；6 月份深圳和廣東地區的持續暴雨天氣，一定程度上抑制了相關路段的交通需求。國家在全國範圍內的主要運輸幹線建設「綠色通道」，保障鮮活農產品運輸車輛的行車暢通給予一定的路費優惠。受此政策影響的專案主要包括機荷高速、陽茂高速和武黃高速，報告期內該等項目合計免收通行費約人民幣 4,000 萬元，對公司的業績影響約為人民幣 1,200 萬元，估計下半年的影響程度與上半年相近。
- 目標價下調至 4.7 港元，維持買入評級**：基於現金流折現法，我們下調目標價 4.7 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 13 倍和 09 年預期每股盈利的 11 倍，該目標價與現價相比，有 25% 的上升空間，我們維持投資評級為買入。

★ 1 港元=0.87 元人民幣

張薇

86755-33367015

Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

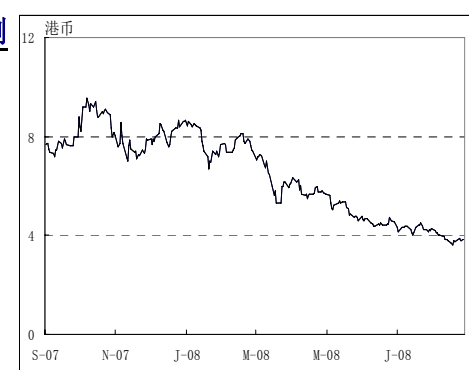
主要資料

行業	交通運輸
股價	3.75 港元
目標價	4.7 港元 (+25%)
股票代碼	0548
已發行股本	7.48 億股
市值	28.7 億港元
52 周高/低	9.6-3.58 港元
每股淨資產	3.55 港元
主要股東	新通產實業開發(深圳)有限公司 (30.03%) 深圳市深廣惠公路開發總公司 (18.87%)

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
營業額(人民幣百萬)	1,189	1,103	3,707	2,948	2,720
變動	30%	-7%	236%	-20%	-8%
淨利潤(人民幣百萬)	579	674	673	821	1,137
每股盈利(人民幣元)	0.27	0.31	0.31	0.38	0.52
變動	51%	16%	0%	22%	38%
市盈率 @3.75港元 (倍)	12.3	10.6	10.6	8.7	6.3
每股股息(人民幣元)	0.13	0.16	0.16	0.17	0.23
股息現價比率	3.98%	4.90%	4.90%	5.19%	7.19%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現


資料來源：彭博

中期收入增長 6.32%

營業收入增長 6.32%

報告期公司實現營業收入人民幣 17.58 億元，較 2007 年同期增長 6.32%；報告期公司權益持有人應占盈利為人民幣 2.84 億元，每股盈利為人民幣 0.13 元，較 2007 年同期減少 2.03%。不派中期股息。廣東省民經濟繼續保持增長但速度放緩，使上半年收費公路的經營表現呈現總體增長但趨緩的格局。

表 1：2008 年上半年業績評述

人民币千元	1H2008	VS	1H2007	變幅	評述
營業收入	1,757,758		1,653,313	6.3%	主要路段車流量增速放緩，按新會計準則，提供的收費公路建造及改擴建服務收入同時應確認為營業額和營業成本
營業稅及附加	(16,753)		(17,917)	-6.5%	
銷售成本	(1,449,594)		(1,293,736)	12.0%	人工及維護成本上升
毛利	291,411		341,660	-14.7%	毛利率由 20.7% 降到 16.6%
管理費用	(17,391)		(19,758)	-12.0%	
其他收益/支出	594		1,818	-67.3%	
經營盈利	274,614		323,720	-15.2%	
財務成本	(115,897)		(68,925)	68.1%	銀行貸款增加
應占共同控制實體盈利	149,844		91,321	64.1%	
應占聯營公司盈利	(639)		(1,318)	-51.5%	
稅前利潤	307,922		344,798	-10.7%	
稅金	(27,071)		(54,823)	-50.6%	
年度盈利	280,851		289,975	-3.1%	
少數股東權益	3,440		196	1655.1%	
淨利潤	284,291		290,171	-2.0%	淨利潤率由 17.6% 下降到 16.2%
每股盈利 (人民币元)	0.130		0.133	-2.0%	

資料來源：公司資訊，第一上海

08 年上半年通行費收入下降

路費收入人民幣 4.6 億元，同比減少 1.48%

報告期實現路費收入人民幣 4.6 億元，比 2007 年同期減少 1.48%。與梅觀高速相連的莞深高速自 2007 年 10 月起實施半封閉的路面大修，大修期間禁止四、五類車通行，並影響周邊路網的暢通程度。受此影響，加上 2007 年底通車的市政道路福龍路的分流，梅觀高速的路費收入在報告期內有較大幅度的下降，與 2007 年同期相比減少了 13.4%，梅觀高速計畫於 09 年全線擴建為雙向八車道，投資估算約人民幣 9.7 億元。

年初的雨雪災害，使武黃高速，長沙環路以及南京三橋在部分時段出現了道路封閉或路網擁堵的情況；6 月份深圳和廣東地區的持續暴雨天氣，一定程度上抑制了相關路段的交通需求。國家在全國範圍內的主要運輸幹線建設「綠色通道」，保障鮮活農產品運輸車輛的行車暢通給予一定的路費優惠。受此政策影響的專案主要包括機荷高速、陽茂高速和武黃高速，報告期內該等項目合計免收通行費約人民幣 4,000 萬元，對公司的業績影響約為人民幣 1,200 萬元，估計下半年的影響程度與上半年相近。

表 2：2008 年上半年各路段通行費收入

收费公路	股权	日均车流量(千辆次)		日均路费收入(人民币千元)	
		2008年上半年	同比增长	2008年上半年	同比增长
梅观高速	100%	90	-6%	772	-13%
机荷西段	100%	66	9%	938	7%
盐排高速	100%	31	31%	394	20%
盐坝AB段	100%	11	-11%	166	5%
南光高速	100%	12	N/A	147	N/A
机荷东段	55%	90	6%	1219	15%
水官高速	40%	105	8%	985	13%
水官延长线	40%	27	3%	173	1%
阳茂高速	25%	20	12%	973	-4%
广梧项目	30%	10	4%	275	5%
江中项目	25%	46	24%	667	21%
广州西二环	25%	9.1	59%	281	93%
清连项目	76.37%	13	-9.30%	132	-59.30%
武黄高速	55%	29	7%	1013	0%
长沙环路	51%	5.7	11%	58	0%
南京三桥	25%	19	9%	661	7%

資料來源：公司資訊，第一上海

估值

下調目標價至 4.7 港元，
維持評級為買入

基於現金流折現法，我們下調目標價 4.7 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 13 倍和 09 年預期每股盈利的 11 倍，該目標價與現價相比，有 25% 的上升空間，我們維持投資評級為買入。

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测		06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
营业收入	1,189	1,103	3,707	2,948	2,720	盈利能力					
营业税	(39)	(37)	(35)	(37)	(39)	经营利润率 (%)	63.9%	64.8%	18.7%	35.5%	55.6%
营业额	1,150	1,066	3,671	2,910	2,681	EBITDA 利润率 (%)	82.3%	81.0%	26.3%	50.8%	74.0%
经营成本	(488)	(339)	(2,957)	(1,859)	(1,103)	净利率 (%)	50.4%	61.1%	18.2%	27.8%	41.8%
其他收入	98	38	33	56	0						
行政费用	0	(50)	(55)	(61)	(67)						
营业利润	759	716	692	1,047	1,511	营运表现					
财务开支	(98)	(132)	(213)	(371)	(425)	实际税率 (%)	7.6%	13.8%	18.0%	20.0%	22.0%
联营公司	0	190	334	341	361	库存周转	164.9	114.6	297.8	235.4	151.4
税前盈利	661	774	813	1,017	1,448	应付账款天数	640.0	813.6	98.8	157.1	283.3
所得税	(50)	(107)	(146)	(203)	(319)	应收账款天数	32.8	73.0	51.5	71.3	44.1
少数股东应占利润	(12)	6	6	7	7	股息支付率 (%)	49.0%	51.8%	51.8%	45.0%	45.0%
净利润	599	674	673	821	1,137	财务状况					
折旧及摊销	(220)	(178)	(283)	(452)	(501)	负债/权益	0.56	1.00	1.39	1.36	1.16
EBITDA	979	894	975	1,499	2,012	收入/总资产	0.12	0.07	0.20	0.15	0.14
每股盈利 (元)	0.266	0.309	0.309	0.376	0.521	总资产/股本	1.56	2.10	2.50	2.48	2.27
增长						盈利对利息倍数	8	5	3	3	4
总收入 (%)	30.4%	-7.2%	235.9%	-20.5%	-7.7%						
EBITDA (%)	4.7%	-9%	9.1%	53.7%	34.3%						
每股收益 (%)	50.5%	16.4%	-0.1%	21.9%	38.5%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测		06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
现金	380	467	748	460	452	EBITDA	979	894	975	1,499	2,012
应收账款	108	224	531	584	333	融资成本	(98)	(132)	(213)	(371)	(425)
存货	3	3	10	8	7	营运资金变化	145	(217)	(269)	(51)	307
其他流动资产	0	16	15	202	212	其他	361	169	422	69	(231)
总流动资产	491	710	1,303	1,253	1,004	所得税	(50)	(107)	(146)	(203)	(319)
固定资产						营运现金流	898	607	769	942	1,346
固定资产	5,958	11,834	14,916	15,823	16,387	资本开支	(996)	(3,373)	(3,000)	(1,200)	(350)
联营公司投资	3,007	1,142	1,136	1,136	1,136	其他投资活动	4	4	4	4	4
其它长期投资	91	1,514	1,406	1,716	1,282	投资活动现金流	(992)	(3,457)	(3,830)	(1,730)	(880)
无形资产	771	0	12	23	328	长期贷款变化	(141)	1,022	3,300	453	(100)
总资产	10,317	15,200	18,773	19,951	20,137	股息	(262)	(283)	(349)	(348)	(369)
短期负债						其他融资活动	(11)	2,254	395	395	(5)
应付帐款	856	755	800	800	856	融资活动现金流	(414)	2,992	3,346	500	(474)
短期银行借款	1,227	391	400	337	23	现金变化	(508)	143	285	(288)	(8)
其他短期负债	39	28	38	53	82	期初持有现金	892	328	467	748	460
总短期负债	2,122	1,173	1,238	1,189	961	汇率影响		(4)	(5)	0	0
长期银行贷款	1,115	5,252	8,354	8,869	8,813	期末持有现金	380	467	748	460	452
其他长期负债	476	811	802	913	550						
总负债	3,713	7,237	10,394	10,972	10,324						
少数股东权益	0	712	880	935	944						
股东权益	6,605	7,250	7,499	8,044	8,870						
负债权益合计	10,317	15,200	18,773	19,951	20,137						

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的投資者的投資取向，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。