皖通高速（0995）

公司研究

買入

2008 年 8 月 21 日

中期業績符合市場預期，主要路段車流量放緩

- **08 年中期淨利潤增長 27%：**按照香港會計準則，共實現營業額人民幣 13.32 億元，較去年同期增長 23.12%；淨利潤爲人民幣 3.475 億元，較去年同期增長 27%；基本每股盈利人民幣 0.2095 元，較去年同期增長 26.97%。
- **合甯高速車流量放緩：**2008年初因受雪災影響，公司各路段1月和2月的交通流量大幅下降，通行費收入同比下降16.3%。受此拖累，報告期內，公司通行費收入與去年同期相比下降2.07%。其中由於近年來安徽省北部高速公路網的不斷加密，建成的沿江高速的分流影響，以及合寧高速公路正在進行的「四改八」擴建工程，該路段的車流量及通行費收入均有下降。08年底南京至合肥的高速鐵路開通後預計會對合甯高速的車流量有一定的負面影響。
- **其他路段車流量增速有下行壓力：**受安徽省北部高速公路網加密的影響，連霍公路安徽段車流量增長緩慢。甯淮高速公路天長段繼續分流平行的205國道天長段新線的交通量，上述兩路段合併計算後，折算全程日均車流量爲16,988架次，同比增長1.16%，通行費收入爲4,388.7萬元，同比下降13.4%。宣廣高速公路南環線路面改建已於2007年底完成，車流量正處於回升中。而高界高速改建工程於2007年底正式啓動，預計車流量會繼續受到影響，車流量的增速將放緩。
- **投資甯宣杭高速公路：** 2008年3月，公司董事會通過決議，與宣城交建共同投資設立甯宣杭公司，投資建設南京－宣城－杭州高速公路安徽段，占70%股份。該專案總投資額預計爲31.34億元，將給公司帶來新的盈利貢獻點。
- **目標價下調至 6.28 港元，維持買入評級：**基於現金流折現法，我們下調目標價至 6.28 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 13 倍，該目標價與現價相比，有 28%的上升空間，維持投資評級爲買入。

★ 1 港元=0.87 元人民幣

張薇

86755-33367015

Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

主要資料

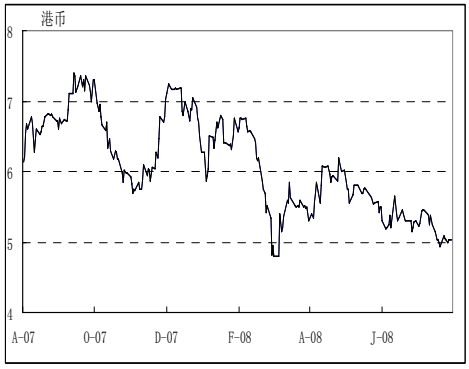
行業	交通運輸
股價	4.9 港元
目標價	6.28 港元（+28%）
股票代碼	0995
已發行股本	4.93 億股
市值	24.75 億港元
52 周高/低	7.55-4.41 港元
每股淨資產	3.49 港元
主要股東	安徽省高速公路總公司 (31.27%) 香港中央結算代理人有限公司 (29.33%) 華建交通經濟開發中心 (20.92%)

盈利摘要

截止 12 月31 日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
营业额(人民币百万)	1,656	1,689	2,842	2,808	2,745
变动(%)	*6%*	*2%*	*68%*	*-1%*	*-2%*
净利润(人民币百万)	932	471	676	696	729
每股盈利(人民币元)	0.56	0.28	0.41	0.42	0.44
变动(%)	*36%*	*-49%*	*43%*	*3.1%*	*4.7%*
市盈率 @4.9港元（倍）	7.6	15.0	10.5	10.2	9.7
每股股息(人民币元)	0.25	0.20	0.29	0.30	0.31
股息率(%)	5.86%	4.69%	6.73%	6.94%	7.26%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

08 年中期淨利潤增長 27%

08 年中期收入同比增長 23.12%，淨利潤增長 27%

按照香港會計準則，共實現營業額人民幣 13.32 億元，較去年同期增長 23.12%；除所得稅前盈利爲人民幣 5.13 億元，較去年同期下降 2.73%；未經審計之公司權益所有人應占盈利爲人民幣 3.475 億元，較去年同期增長 27%；基本每股盈利人民幣 0.2095 元，較去年同期增長 26.97%。收入的增長主要是源於公司今年開始執行香港會計準則，提供的收費公路建造及改擴建服務收入同時應確認爲營業額和營業成本所致。淨利潤的增長主要是源於所得稅率下降。

表 1：08 年中期日均車流量及收入

人民币千元	1H2008	VS 1H2007	变幅	评述
营业额	1,332,019	1,081,867	23.1%	收入增长主要源自公司今年开始执行香港会计准则，提供的收费公路建造及改扩建服务收入同时应确认为营业额
经营总成本	(732,814)	(471,491)	55.4%	公路养护费用上升
营业毛利	599,205	610,376	-1.8%	毛利率由56.4%下降到45%
其他收入合计	3,209	2,252	42.5%	
行政费用	(57,387)	(50,038)	14.7%	
经营盈利	545,027	562,590	-3.1%	经营利润率由52%下降到41%
财务成本	(32,828)	(35,625)	-7.9%	
联营公司收益/亏损	486	104	367.3%	
税前利润	512,685	527,069	-2.7%	
所得税	(137,861)	(225,877)	-39.0%	公司税率由33%下降到25%
税后利润	374,824	301,192	24.4%	
少数股东权益	27,323	27,578	-0.9%	
净利润	347,501	273,614	27.0%	净利润率由25.3%上升到26.1%
每股盈利(人民币元)	0.210	0.165		

資料來源：公司資訊，第一上海

主要路段車流增長放緩

主要路段車流量增速有下行壓力

2008 年初因受雪災影響，公司各路段 1 月和 2 月的交通流量大幅下降，通行費收入同比下降 16.34%。受此拖累，報告期內，公司通行費收入與去年同期相比下降 2.07%。

其中由於近年來安徽省北部高速公路網的不斷加密，建成的沿江高速的分流影響，以及合寧高速公路正在進行的「四改八」擴建工程，該路段的車流量及通行費收入均有下降。08 年底南京至合肥的高速鐵路開通後預計會對合甯高速的車流量有一定的負面影響。

受安徽省北部高速公路網加密的影響，連霍公路安徽段車流量增長極爲緩慢。寧淮高速公路天長段繼續分流平行的 205 國道天長段新線的交通量，導致後者車流量同比下降較大。上述兩路段合併計算後，折算全程日均車流量爲 16,988 架次，較去年同期增長 1.16%，通行費收入爲 4,388.7 萬元，較去年同期下降 13.38%。該路段通行費收入下降的原因一是受雪災影響，二是寧淮高速公路天長段路程爲 14 公里，遠低於 205 國道天長段新線 30 公里的里程。

宣廣高速公路南環線路面改建已於 2007 年底完成，現宣廣高速公路的車流量正處

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

於回升中。而高界高速改建工程於 2007 年底正式啓動，工程概算人民幣 9.7 億元，工期 2 年。預計在改建期車流量會受到影響，車流量的增速將放緩。

表 2：08 年中期日均車流量及收入

收费公路	股权	日均车流量(辆次)		路费收入(人民币千元)	
		08年上半年	同比增长	08年上半年	同比增长
合宁高速公路	100%	13,828	-9%	293,901	-8%
205国道天长段	100%	6,625	-22%	24,231	-30%
高界高速公路	100%	9,909	1%	217,821	1%
宣广高速公路	55%	10,737	1%	142,473	3%
连霍高速安徽段	100%	7,373	-3%	91,661	8%
宁淮高速公路天长段	100%	10,518	25%	16,046	23%

資料來源：公司資訊，第一上海

投資甯宣杭高速公路

公司投資甯宣杭高速公路，占 70%的股權

2008 年 3 月，公司董事會通過決議，與宣城交建共同投資設立甯宣杭公司，投資建設南京－宣城－杭州高速公路安徽段。甯宣杭公司註冊資本爲人民幣 1 億元，公司出資現金人民幣 7,000 萬元，占 70%股份。該項目總投資額預計爲 31.34 億元，建成後將給公司帶來新的盈利貢獻點。

估值分析

目標價下調至 6.28 港元，投資評級爲買入

基於現金流折現法，我們下調目標價至 6.28 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 13 倍，該目標價與現價相比，有 28%的上升空間，我們維持投資評級爲買入。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要財務報表

損益表

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
营业收入	1,656	1,689	2,842	2,808	2,745
营业税	(50)	(51)	(85)	(84)	(82)
营业额	1,606	1,638	2,757	2,724	2,662
经营成本	(390)	(349)	(1,525)	(1,366)	(1,239)
其他收入	5	(0)	12	11	10
营业利润	1,221	1,288	1,245	1,368	1,433
财务开支	(94)	(2)	(8)	(9)	(10)
联营公司	0	1	1	1	1
管理费用	(92)	(97)	(101)	(107)	(112)
税前盈利	1,036	1,191	1,136	1,254	1,313
所得税	(91)	(552)	(284)	(313)	(328)
少数股东应占利润	(12)	(165)	(237)	(244)	(255)
净利润	932	474	616	696	729
折旧及摊销	266	249	326	358	380
EBITDA	1,487	1,538	1,570	1,725	1,813
每股盈利（元）	0.562	0.284	0.407	0.420	0.440
增长					
总收入 (%)	7.4%	2.0%	68.3%	-1.2%	-2.3%
EBITDA (%)	13%	3.4%	2.1%	9.9%	5.1%
每股收益 (%)	35.8%	-49.4%	43.5%	3.1%	4.7%

财务分析

	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	73.8%	76.3%	43.8%	48.7%	52.2%
EBITDA 利润率(%)	89.8%	91.1%	55.2%	61.5%	66.0%
净利率(%)	56.3%	28.1%	21.7%	24.8%	26.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	5.5%	5.7%	3.6%	3.8%	4.1%
实际税率 (%)	8.8%	46.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	44.5%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%
库存周转	135.6	117.1	464.6	378.5	312.1
应付账款天数	465.9	600.6	151.4	185.8	225.4
应收账款天数	3.4	3.3	2.1	2.4	2.7
财务状况					
负债/权益	0.42	0.50	0.58	0.58	0.61
收入/总资产	0.21	0.20	0.31	0.29	0.27
总资产/股本	1.43	1.54	1.62	1.62	1.65
盈利对利息倍数	13	702	156	155	148

资产负债表

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
现金	400	407	291	363	750
应收账款	16	15	17	19	20
存货	3	3	3	4	4
总流动资产	419	426	311	385	774
固定资产					
固定资产	7,268	7,917	8,731	9,242	9,406
联营公司投资	6	7	23	23	23
其它长期投资	18	18	18	18	18
总资产	7,711	8,368	9,083	9,669	10,221
短期负债					
应付帐款	497	575	632	696	765
其他短期负债	9	208	107	118	124
短期借款	1,261	1,390	1,529	1,682	1,850
总短期负债	1,768	2,173	2,268	2,496	2,739
其他长期负债	482	557	970	964	1,033
总负债	2,250	2,730	3,238	3,459	3,772
少数股东权益	65	219	227	241	250
股东权益	5,396	5,419	5,618	5,969	6,199
负债权益合计	7,711	8,368	9,083	9,669	10,221

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
EBITDA	1,487	1,538	1,570	1,725	1,813
融资成本	(94)	(2)	(8)	(9)	(10)
营运资金变化	10	39	59	65	71
其他	(60)	(162)	(164)	(177)	(191)
所得税	(311)	(318)	(284)	(313)	(328)
营运现金流	1,032	1,095	1,173	1,291	1,355
资本开支	(713)	(779)	(1,100)	(900)	(650)
其他投资活动	(946)	(13)	4	4	4
投资活动现金流	(1,659)	(792)	(1,096)	(896)	(646)
贷款变化	911	129	139	153	168
派发股息	(464)	(426)	(332)	(476)	(491)
融资活动现金流	446	(297)	(193)	(323)	(322)
现金变化	(181)	6	(116)	72	387
汇率影响		1			
期初持有现金	581	400	407	291	363
期末持有现金	400	407	291	363	750

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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爲可靠，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。