

买入(+20%)

2005年4月4日

计重收费刺激收入飙升 50%，收购提升价值
► 2004年全年业绩增长超过原来的预期：

营业额，经营盈利，和净利润分别达到人民币 11.87 亿元，6.53 亿元及 4.87 亿元，分别比去年同期增长 38%，44% 及 40%。该业绩超过我们原来预期增长 10%，9% 和 6%。

► 计重收费刺激路费收入飙升，降低收费影响盈利微弱：

收入增长主要动力来自两次收费政策调整，即 04 年 7 月份通行车辆分类标准调整和 10 月份开始实施的计重收费方案。路网效应和合宁高速大修完工也促使车流量回升。打击超载加速通行车辆向重型化发展，计重收费大幅增加皖通路面平均每车收费，并将刺激皖通路费收入在 2005 年飙升 50%。此外，虽然 2005 年 1 月公司降低了高速公路大型车辆通行费收费标准，但预计对整个公司盈利影响仍不足 3%。

► 收购和新项目增加公司价值，人民币加息影响不大：

高界高速剩余权益协议收购价格便宜，并可获得税收优惠，收购将大大提升公司价值。马六高速区位优势，投资新建符合股东利益。公司资产负债率不高，负债多为免息债务，加上未来资本开支并不庞大，预计未来加息新增的财务费用对公司盈利影响不大。

► 盈利预测乐观，同业对比占优：

预计 2004-2007 年每股盈利复合年平均增长率达 24%。同业对比，皖通的市盈率低，资产回报率高。

► 目标价调高至 5.38 港元，继续推荐买入：

我们新设定的目标价相当于 2005 年预期每股盈利的 14 倍或 2006 年预期每股盈利的 12 倍，该目标价与现价相比有 20% 的上升空间，我们维持买入的投资评级。

★1 港元=1.06 人民币

主要数据

行业	交通运输
股价	4.475 港元
股票代码	0995
已发行 H 股股本	4.93 亿股
H 股市值	22.06 亿港元
52 周高/低	4.60-2.575 港元
每股净现值	2.92 人民币元
主要股东	安徽省高速总公司 (32.48%) 华建中心 (22.72%)

股价表现


资料来源：彭博资讯

盈利摘要

截止 12 月 31 日	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
营业收入 (人民币百万元)	859	1,187	1,706	1,919	2,120
变幅	19%	38%	44%	13%	10%
净利润 (人民币百万元)	349	487	675	786	938
每股盈利 (人民币元)	0.210	0.294	0.407	0.474	0.566
变幅	-4%	40%	39%	16%	19%
市盈率 (倍)	22.5	16.2	11.7	10.0	8.4
每股股息 (人民币元)	0.06	0.10	0.15	0.15	0.20
股息现价比率	1.26%	2.11%	3.16%	3.16%	4.22%

资料来源：公司信息、第一上海

2004 业绩回顾

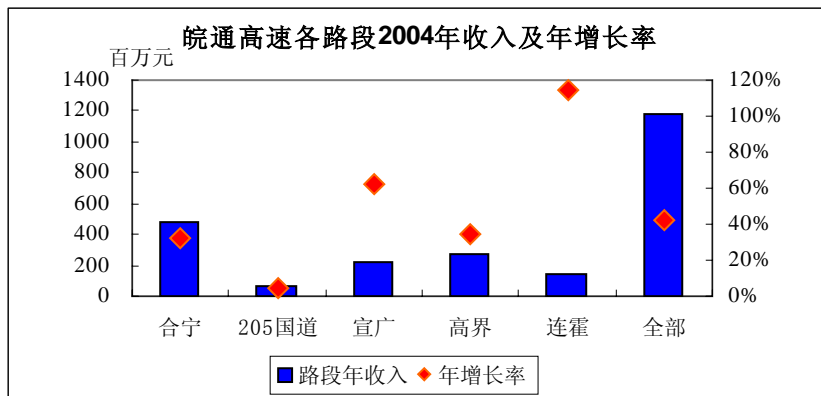
人民币千元	FY2003	VS	FY2004	评述
营业额	858,858		1,187,120	营业额大幅增长上升来自合宁，高界，宣广，连霍等高速公路的收入高速增长，主要原因是7月采用通行车辆新分类标准和10月开始实施计重收费。
增长率	19.43%		38.22%	
经营总成本	(327,551)		(424,351)	
折旧与摊销	(177,908)		(212,303)	合宁路改建完工，宣广南环段开始全年计提折旧。
道路维修费用	(80,645)		(129,347)	道路维修费增加60%，用于对高界和宣广的大中修费用。
其它业务费用	(68,998)		(82,701)	
营业毛利	531,307		762,769	收入的增幅大于经营费用的增幅，经营毛利率提高2.4%。
其他收入合计	15,334		17,061	
营业费用	(978)		(1,013)	
管理费用	(90,110)		(115,853)	管理费用增长28%，来自职工工资等自然增长。
其它经营开支	(2,111)		(10,124)	
经营盈利	453,442		652,840	
财务成本	(2,643)		(23,504)	年内平均短期银行贷款金额增加。
联营公司收益/亏损	(594)		(725)	
税前利润	450,205		628,611	
税金	(100,878)		(141,953)	期内各公司税率不变，实际税率稳定在22.5%左右。
税后利润	349,327		486,658	
少数股东权益	(261)		340	
净利润	349,066		486,998	净利润与收入同步增长，净利润率保持稳定。
净利润增长率	12.96%		39.51%	
每股股息（人民币元）	0.06		0.10	每股股息增加4仙，派息比率由29%上升至34%
每股盈利（人民币元）	0.210		0.294	每股盈利上升39.5%
营业毛利润率	61.86%		64.25%	
经营利润率	52.80%		54.99%	
净利润率	40.64%		41.02%	

资料来源：公司公告，第一上海

收入增长来自车流量和平均每车收费上升

2004年皖通收入大幅
上升38%

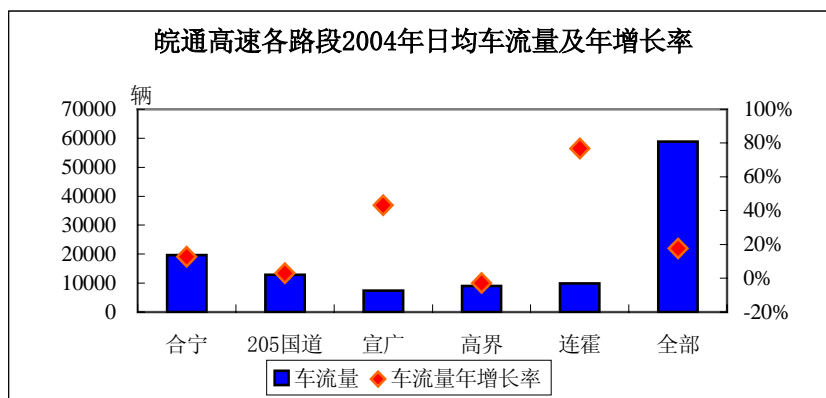
2004年度，除205国道天长段外，皖通高速的路费收入增长均获得大幅度增长，其中连霍高速增长达118%。



资料来源：公司公告，第一上海

受益于路网效应和合
宁高速大修的完工，
2004年皖通高速通行
总车流量上升18%

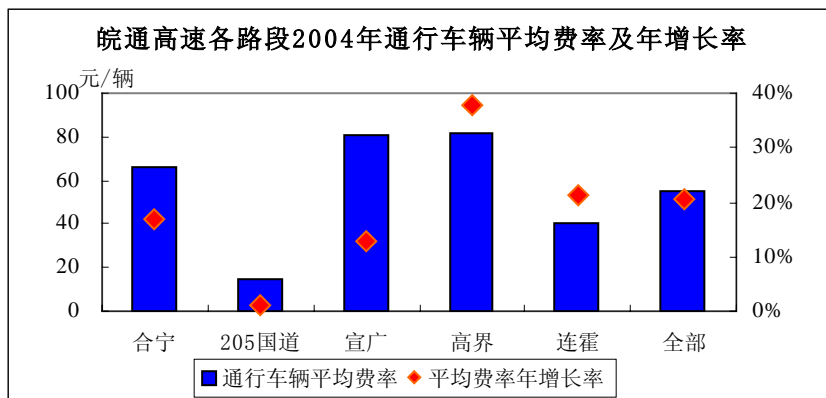
皖通高速2004年的总车流量比上年增长近18%，但各路段的增长幅度差异明显。其中连霍高速的路网效应最为显著，年车流量同比2003年增长77%。合宁高速的年车流量同比上年增长13%，主要是由于大修完工后的恢复性增长。



资料来源：公司公告，第一上海

每车平均收费上升是
2004年度皖通路费收
入增长的重要原因

皖通高速的每车平均收费比上年同比上升20%，是2004年度皖通路费收入增长的另外一个重要原因。



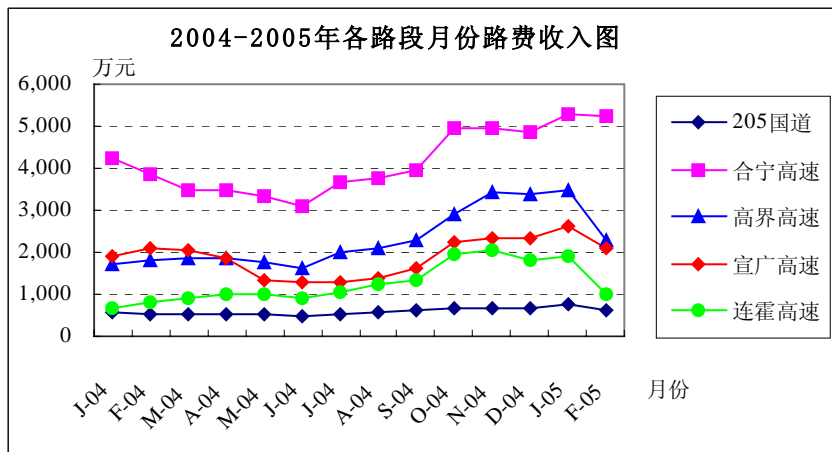
资料来源：公司公告，第一上海

打击超载，计重收费刺激收入飙升

收入增长与政策调整密切相关，各路段收入呈逐月上升趋势

皖通各路段的月份路费收入变动与其收费政策的调整密切相关。我们从下图可以看到，2004 年上半年各路段月份收入较稳定，在 2004 年 7 月份通行车辆分类标准的调整后，各路段收入均有所上升，而 10 月份实施计重收费以后，各路段收入都获得大幅度上升并在 2004 年底趋于稳定。

值得注意的是，2005 年 1 月降低通行车辆收费标准后，各路段的月收入仍比上月份有所增长，而皖通 2005 年 1 月份总收入比 2004 年 12 月增加了 7%，同比 2004 年 1 月份收入增长幅度达 55%。2 月份收入下降可以归咎于春节假期的原因，但我们预计 3 月份路费收入将恢复到春节前水平。

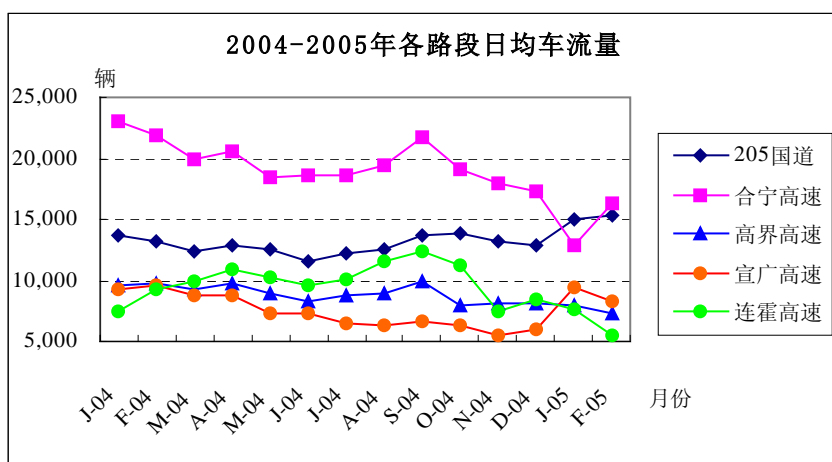


资料来源：公司公告，第一上海

通行车流量有下降趋势，但我们预期下降不会持续，不久将止跌回升

根据月份日均车流量数据显示，各路段 2004 年全年的车流量基本保持稳定，但在 10 月份采用计重收费后，各路段通行车流量较前几个月有下降趋势。

我们研究认为：通行车流量下降的原因可能来自两个方面，一方面是计重收费导致了一部分车辆尤其是超载的车辆通行费用大幅上升，将可能迫使这部分车辆选择其他收费更便宜的公路通行；另外一个导致车流量减少的重要原因是通行车辆向重型化发展。



资料来源：公司公告，第一上海

我们研究还认为：由于中国经济的持续发展和交通瓶颈的存在，加上皖通高速独特的区位优势，其各路面的车流量下跌的趋势将不会持续而且将在不久的未来出现止跌回升的态势。

打击超载使路面通行车辆向重型化发展

2004 年上半年开始的打击超载活动，使公司路面的车型向重型化方向发展，从以下的图表中，我们可以发现：大型和特型车（调整后的第 4 类和第 5 类车）的比例一直处于稳步上升的态势。

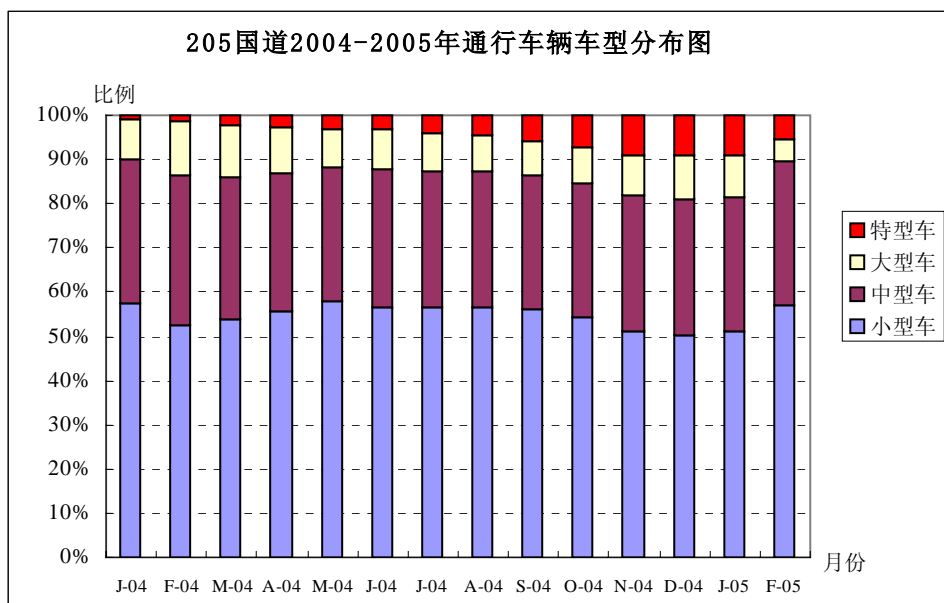
2004-2005 年年皖通高速各路面通行车辆车型比例（205 国道除外）

月份	小型车	中型车	大型车	特型车			合计	备注
2004年1月	50.62%	32.16%	16.83%	0.39%			100%	
2004年2月	41.87%	36.64%	21.02%	0.47%			100%	
2004年3月	41.92%	35.34%	22.20%	0.55%			100%	
2004年4月	41.41%	34.57%	23.37%	0.65%			100%	
2004年5月	43.35%	32.77%	23.20%	0.69%			100%	
2004年6月	41.32%	33.55%	24.34%	0.79%			100%	
月份	1类车	2类车	3类车	4类车	5类车		合计	
2004年7月	40.37%	27.42%	20.63%	10.15%	1.44%		100%	04年7月1日起
2004年8月	40.72%	27.06%	16.85%	12.24%	3.13%		100%	采用汽车车型
2004年9月	39.96%	26.81%	16.10%	12.06%	5.07%		100%	新分类标准
月份	1类车	2类车	3类车	4类车	5类车	货车	合计	
2004年10月	34.66%	10.47%	10.83%	5.54%	1.63%	36.88%	100%	04年10月10日
2004年11月	29.27%	2.95%	7.83%	2.52%	0.00%	57.43%	100%	起货车采用计
2004年12月	28.24%	3.53%	7.94%	3.32%	0.05%	56.93%	100%	重收费
2005年1月	22.25%	2.84%	10.35%	4.74%	0.09%	59.74%	100%	05年1月降低大
2005年2月	32.76%	6.64%	19.67%	9.58%	0.04%	31.30%	100%	型车辆收费

资料来源：公司公告，第一上海

分类标准没调整，205 国道通行车辆重型化趋势表现明显

由于 205 国道是一级公路，通行车辆分类标准没有调整，其路面通行车辆重型化发展的趋势表现更加直接明显。其中特型车占通行车辆的比例由 04 年 1 月份的 1.1% 上升到 12 月份和 05 年 1 月份的 8.8%，而 2005 年 2 月份大型车辆比例下降的原因是由于春节长假导致生产活动停顿所致。



资料来源：公司公告，第一上海

通行车辆重型化提高了每车平均收费

高速公路路面通行车辆车型向重型化发展，减少了路面通行车辆的数量，因为公司能用载重量大的车辆运载与原来相同数量的货物，但这却能提高通行车辆的每车平均收费水平。

通行车辆每车平均收费大幅提高的主要动力来自计重收费

皖通路面每车平均收费水平的大幅上升，直接原因是打击超载导致通行车辆重型化发展并因此增加了每车收费，但我们认为更重要的原因来自 2004 年通行车辆收费标准的两次调整：2004 年 7 月份对通行车辆分类标准进行调整和 10 月份开始实施的计重收费方案。尤其是计重收费方案的实施，使皖通路面通行车辆的平均每车收费大幅上升。以连霍高速为例，其平均每车收费提高幅度达 128%。

皖通高速收费标准调整前后每车平均收费对比

单位：人民币元/车次

收费公路	2004年上半年	车型新分类标准	变幅	计重收费标准	变幅
合宁高速公路	58.19	62.43	7.28%	91.27	46.19%
205国道天长段	13.63	14.40	5.67%	17.04	18.27%
宣广高速公路	68.00	72.34	6.38%	132.93	83.75%
高界高速公路	63.70	75.35	18.29%	138.33	83.58%
连霍高速安徽段	30.04	35.11	16.88%	80.33	128.77%

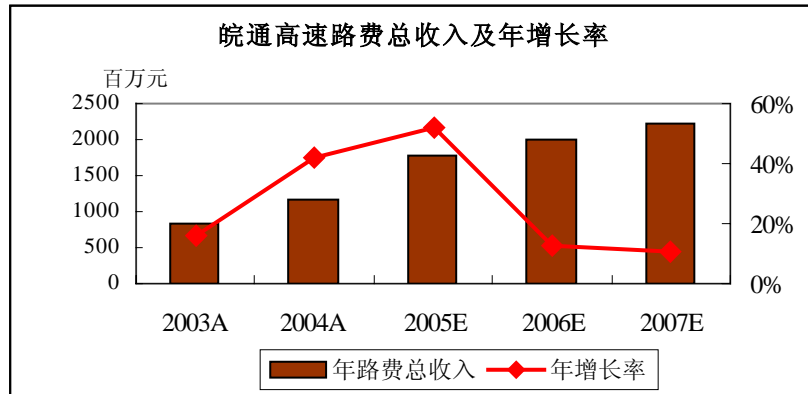
备注：
 A、2004 年上半年数据为 1-6 月份平均数计算，车型新分类标准为 7-9 月份数据计算，计重收费标准采用 11-12 月份数据计算（剔除 10 月 10 日实施的影响）
 B、变幅的基准数值为该路段 2004 年上半年的每车平均收费标准

资料来源：公司公告，第一上海

打击超载持续，计重收费刺激公司 2005 年路费总收入飙升 50%

据公司管理层 2005 年 3 月在业绩报告会上介绍：在 2005 年 1 月降低高速公路车辆通行费收费标准后，今年内公司的收费政策将可能不会再有大的变动，而国家打击超载的力度将持续。

由于计重收费在 2004 年实施的时间仅为 3 个月，而对 2005 年的影响将是全年 12 个月，因此我们预计，计重收费刺激路费收入增加的效果将在 2005 年得到充分体现，2005 年皖通各路面路费总收入将飙升 50%，超过 17 亿元人民币。



资料来源：公司公告，第一上海

降低通行车辆收费对皖通盈利影响微弱

逐步降低高速公路车辆通行费收费标准是一种趋势，国家发改委及交通部 2004 年 11 月也联合发布了《关于降低车辆通行费收费标准的意见》。皖通高速根据该文件精神报安徽省有关部门同意后对收费标准进行了相应的调整并在 2005 年 1 月份实施。

皖通高速降低车辆收费后收费新标准（2005年1月）

1、按车型分类收费标准的调整（2005年1月1日实施）

原有车型	车型及规格		原标准（元/车公里）	新标准（元/车公里）	变幅
	客车	货车			
第1类	7座及以下	2吨及以下	0.40	0.40	0%
第2类	8座-19座	2吨-5吨（含5吨）	0.70	0.70	0%
第3类	20座-39座	5吨-10吨（含10吨）	1.00	1.00	0%
第4类	40座及以上	10吨-15吨（含15吨）	1.40	1.20	-14.29%
		20英尺集装箱	1.20	1.20	0%
第5类		15吨以上	1.60	1.40	-12.50%
		40英尺集装箱	1.40	1.40	0%

2、按计重收费标准的调整（2005年1月10日实施）

车货总重量	原基本费率	新基本费率	变幅
≤ 10吨	0.08元/吨公里	0.08元/吨公里	0%
10吨 < 车货总重量 ≤ 40吨	从 0.08 元 / 吨公里 线性递减到 0.05 元 / 吨公里计费	从 0.08 元 / 吨公里线性 递减到 0.043 元 / 吨公 里计费	0%至 -14%
> 40吨	0.05元/吨公里	0.043元/吨公里	-14%

备注：A、车货总质量不足 5 吨时，按 5 吨计费，计费不足 20 元时，按 20 元计费。
B、超限运输车辆加价计重费率标准不变。

资料来源：公司公告，第一上海

车货总重量越大，下调收费越多

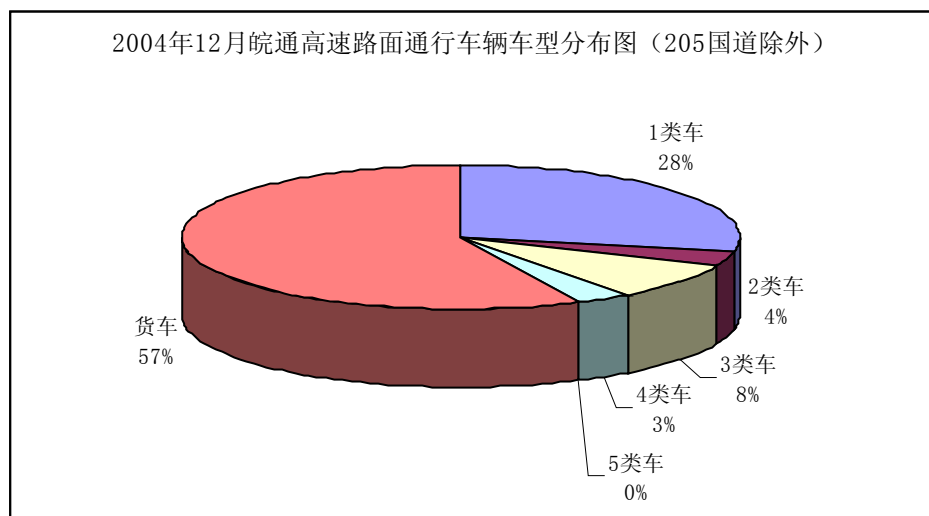
根据调整的新标准，我们研究发现：对于按计重收费的车辆来说，车货总重量越大，收费下调的幅度越大，最大下调幅度为 14%，对各种不同车货总重量的货车的收费影响如下表示：

车货总重量	2004年10月10日后收费标准（元/吨公里）	2005年1月10日后收费标准（元/吨公里）	变幅
10吨及以下	0.080	0.080	0.00%
15吨	0.075	0.074	-1.56%
20吨	0.070	0.068	-3.33%
25吨	0.065	0.062	-5.38%
30吨	0.060	0.055	-7.78%
35吨	0.055	0.049	-10.61%
40吨	0.050	0.043	-14.00%
40吨以上	0.050	0.043	-14.00%

资料来源：公司公告，第一上海

货车占皖通高速通行车辆比例很大

皖通通行车辆中，货车占通行比例很大，但其中以 10 吨以下货车仍占多数。而在客车中，大型车辆（第四类，第五类车）的比例也不高。



资料来源：公司公告，第一上海

预计汽车收费标准下调对整个公司盈利影响不足 3%

由于本次收费标准调整仅仅涉及到大型客货车，即按分类标准的第 4 和第 5 类车，以及计重收费中，车货总重量大于 10 吨的货车，但这些车辆总数量占皖通路面总车流的比例仍然不到 20%。

假设实行新标准后对汽车车流的数量和比例没有影响，我们计算出，降低收费标准对公司的收入的影响仅为降低 2.59%，对于公司的收益的影响不大。而如果公司的车流因为收费降低而有所增加，则公司的收益还将可能提高。因此，我们认为本次收费标准的降低对公司的收入及盈利影响微弱。

客车	1类车	2类车	3类车	4类车	5类车	合计
占总车流量比例	28.24%	3.53%	7.94%	3.32%	0.05%	43.07%
平均每车收费权重	4	7	10	12	14	
收费下调幅度	0.00%	0.00%	0.00%	-14.29%	-12.50%	-2.24%
货车	2吨以下	2-5吨	5-10吨	10-15吨	15吨以上	合计
占总车流量比例	11.72%	23.27%	8.16%	8.74%	5.03%	56.93%
平均每车收费权重	4	7	10	14	16	
收费下调幅度	0.00%	0.00%	0.00%	-2.00%	-14.00%	-2.77%
汽车收费下调对整个公司收益的影响						-2.59%

主要假设条件：

- 1、公司各路面车流量和各车型通行比例与2004年12月份保持不变。
- 2、收费下调幅度以该类车型最大下降幅度为基准。
- 3、平均每车收费权重是我们根据车辆吨位和不同车型作出的预测。

资料来源：公司公告，第一上海

收购高界权益价格便宜，大大提升公司价值

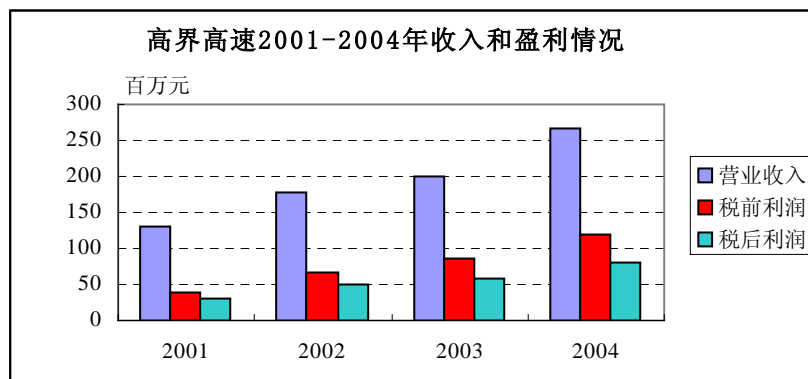
皖通收购高界高速权益协议主要内容

2005年3月，公司公告收购总公司持有高界公司剩余49%股权的协议。代价为13.5亿元人民币。高界高速全长109.7公里，双向四车道，是上海至成都国道主干线的组成部分。高界高速1999年5月1日建成通车。本次协议收购了高界高速自2006年3月起至2029年7月止共23年的收益权。

当然，该项收购尚需要获得国资委批准和2005年5月20日的股东大会通过。

高界高速正处收入增长期

高界高速1999年投入运营，目前仍处于收入增长期。过去3年，高界高速的营业收入，税前利润和税后纯利的平均复合年均增长率分别达到27%，45%和38%。

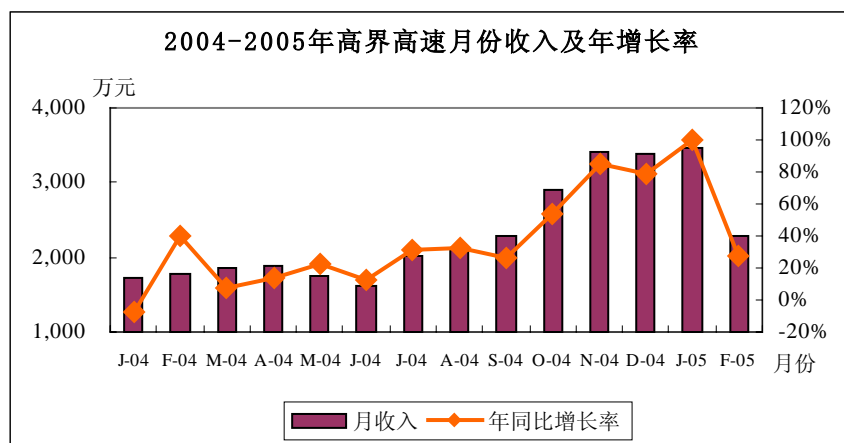


资料来源：公司公告，第一上海

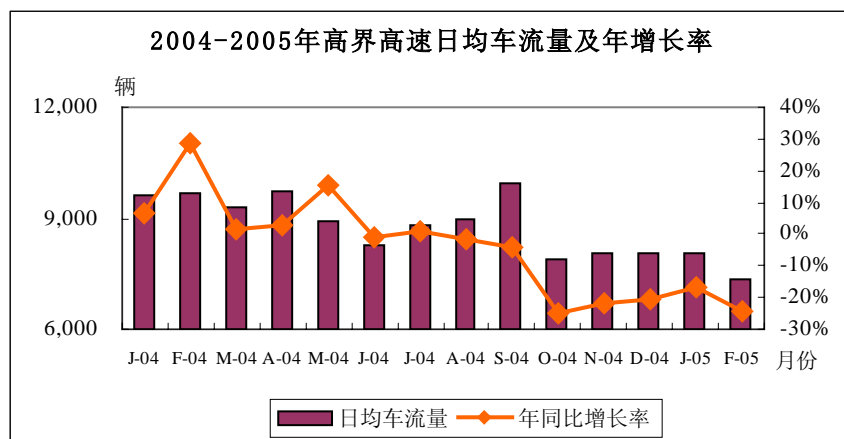
计重收费和打击超载使高界高速收益增长显著

高界高速是连接中国中西部与东南沿海地区的国道主干线，路面通行的货车比例高达70%，随着打击超载的深入，大型货车的比例逐渐增大。采用计重收费和打击超载对收入的刺激作用非常显著。虽然2004年高界高速的年度总车流量比2003年的年度总车流量下跌了2.8%，但收入却仍然增长达34%。

预期计重收费和打击超载仍将大大增加高界高速2005年的收入和盈利。根据2005年1月的车流量数据显示：该月份车流量同比2004年1月份下降了16%，但收入却猛增100%。2月份由于春节因素导致车流量同比2004年2月下降24%，而收入却仍然同比增长了27%。



资料来源：公司公告，第一上海



资料来源：公司公告，第一上海

收购高界高速剩余股权将获得税收优惠

高界高速的目前的企业所得税率为 33%，由于皖通在收购完成后持有 100% 高界高速公司的股权，高界高速公路公司将在收购生效时解散，其特许经营权和其它资产将转让给股份公司，因而，高界高速以后产生的经营利润将按皖通股份公司的企业所得税税率 15% 纳税。从而获得 18% 的税收优惠。这对于公司在 2006 年度及以后的盈利有很正面的影响。

收购高界高速权益价格便宜，影响正面

我们认为收购高界高速的价格很优惠，是基于以下理由：

首先，高界高速的收入增长潜力巨大。根据我们的预计，高界高速 05 年的盈利增长将可望超过 50%，按收购价格和今年预计税后净利润计算的市盈率不到 11 倍。

其次，如果按重置法计算，新建一条高界高速同样的路面成本将在 3000 元/公里以上，经营期不超过 25 年（皖通新投资的马六高速的预计造价约为 4000 万元/公里）。而收购高界高速的收购成本为 2511 万元/公里含 23 年的收费权（相当于 2730 万元/公里，含收费权 25 年），价格很优惠，而且高界高速即时可用，已经度过新高速公路通车最初几年可能需经历的亏损期。

因此，我们认为收购高界高速剩余权益对公司影响正面。

投资马六高速符合股东利益

马六高速区位优势，投资新建符合公司未来发展及股东利益

2004 年 11 月，公司董事会通过投资建设马坝至六合公路安徽段（以下简称马六高速）项目，该项目工程总概算为 5.59 亿元。

马六高速为宁淮高速公路安徽段，全长约 14 公里，采用双向六车道高速公路标准。计划 2005 年初开工，工期 4 年。预计项目经营期不超过 25 年。

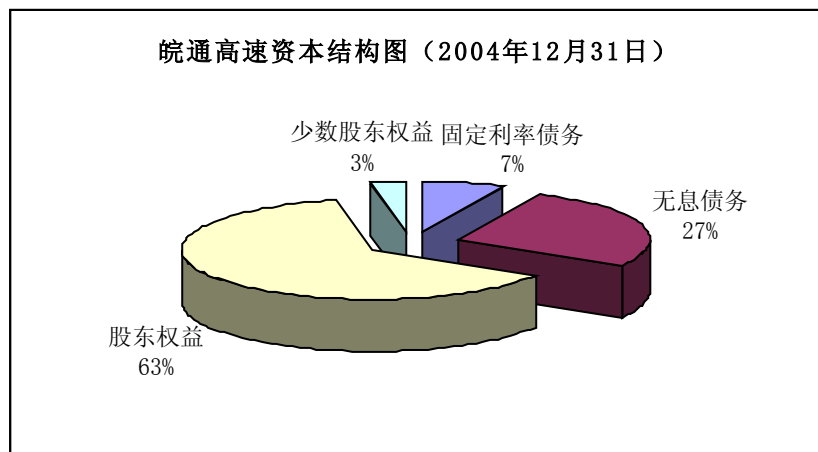
宁淮高速是交通部新的国家干线公路网规划“十三纵、十五横”中的“纵四”（天津至汕尾）的组成部分，直接或间接地沟通了沪蓉、京沪、同三、连霍、宁杭等多条国道主干线以及嘉阴至南平、上海至洛阳等国家重点规划建设公路，在国家公路网中具有重要地位。

由于交通发展迅速，公司现有 205 国道天长段交通流量自 2002 年来已呈现饱和之势，未来增长空间有限。现有宁连公路安徽段已经成为交通瓶颈，而宁淮公路作为国家干线公路网组成部分，成长前景良好，投资马六高速一方面解决了 205 国道未来面临流量分流，收入下降的问题，另外也可以分享国家干线公路网快速增长的车流量。因此投资建设马六高速符合公司未来发展和股东的利益。有利于保持并提高公司持续盈利能力。

投资本项目资金概算 5.59 亿元，每年投入不到 1.5 亿元，公司可以通过自有资金和银行贷款安排解决。该公路预计将在 2009 年投入运营。

人民币加息对皖通高速影响不大

皖通资产负债率不高，负债多数为免息债务 皖通目前资本结构如下图所示：公司的资产负债率为 34%，除了流动负债中的 4.5 亿元固定利率为 4.7% 的短期银行借款（占资产比例 7%）外，其余负债均为免息的债务。



资料来源：公司公告，第一上海

未来资本开支不庞大，加息新增财务费用可控制，对盈利影响不大 虽然人民币有进一步加息的机会，但预计对皖通影响不大。

由于中国高速公路行业一直采用“贷款修路，收费还贷”的运营模式，对于一些大量依赖银行贷款的公司来说影响深刻，加息将会大大增加公司的财务成本。

我们预计，皖通高速 2005 年至 2007 年的资本开支约为 21 亿元人民币，公司将能够通过银行贷款和内部资源获得，由于收购高界高速的协议预计在 2005 年底执行，因此 2005 年的财务成本增加不多，而 2006 年新增的财务成本也不超过 3000 万元。期间公司的资产负债率可以控制在 50% 以内，而如果没有新的资金需求，公司的银行贷款将逐年减少，负债比例亦能不断降低。

如果未来人民币加息 1%，期间皖通每年将增加财务成本将约不到 1000 万元，对于公司的盈利影响仍然低于 1.5%，因此我们认为人民币加息对于皖通的影响不大。

盈利预测和估值

2004-07年每股盈利复合年均增长率达24%

由于新的路费调整和计重计费标准的实施大大有利于公司车费收入的增加，对于公司盈利增加的影响超出我们原来的预期，而降低收费标准的影响仍旧微弱，因此我们修改了我们原来的假设条件并作出新的盈利预测。

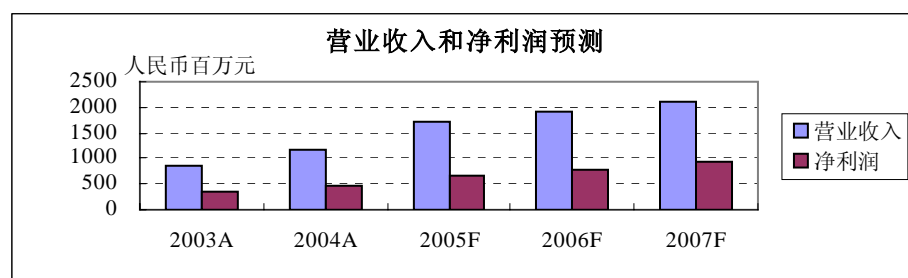
我们对皖通高速 05-07 年的盈利预测的主要假设条件修改如下：

A、车流量假设：各路段 2005 年车流量与 2004 年保持不变；2006 年合宁高速车流量增长 10%，205 国道天长段增长 2%，其余各路段 05 年增长 15%；2007 年 205 国道天长段车流量增长 1%，连霍高速增长 15%，其余各路段均增长 10%。

B、各路段的 2005-2007 年的平均收费水平保持不变，假设该收费相当于各路段 2005 年 1 月份和 2004 年 11-12 月份平均收费水平相比中的较低数值。

C、公司会计制度及企业所得税率保持稳定。

我们预期皖通高速在未来几年收入将仍然能够保持较为快速而且稳定的增长，预期 2004-07 年每股盈利的复合年平均增长率为 24%。2005 至 2007 年的每股盈利将分别达到 0.384 港元，0.447 港元和 0.534 港元。（详见附财务报表）



资料来源：公司公告，第一上海

同业对比，皖通市盈率最低，资产回报率最高

与其他香港上市的高速公路公司相比，皖通的 05 年预期市盈率最低，仅为 11.6 倍，市净率也处于较低水平，而在资产回报率方面也高于行业平均水平。

公司名称	皖通	沪杭甬	宁沪	深圳高速	合和公路	成渝高速	平均
代码	995	576	177	548	737	107	
股价 (港元)	4.475	5.500	3.600	2.850	5.450	1.060	
市值 (百万港元)	2,206	7,886	4,399	2,130	15,699	949	
预期市盈率 (倍)	11.6	17.4	20.5	14.2	17.3	-	16.2
市净率 (倍)	1.4	2.4	1.3	1.1	1.7	0.6	1.4
股息现价比率	2.1%	3.3%	3.8%	3.6%	4.1%	3.6%	3.4%
资产回报率	6.3%	6.8%	6.2%	5.7%	5.3%	2.6%	5.5%
净资产回报率	10.1%	10.2%	7.1%	6.9%	14.0%	4.6%	8.8%

注：1. 市值和股价均按2005年4月1日收盘价计算，仅计算H股市值。

2. 市净率，息率均按2004年业绩和2005年4月1日收盘价计算。

3. 皖通预期市盈率为我们预计，其余公司数据来自彭博资讯。

资料来源：公司公告，彭博资讯，第一上海

目标价调高至 5.38 港元，维持买入评级

基于新的盈利预测，我们将皖通高速未来 12 个月的目标价由原来的 4.32 港元调高至 5.38 港元，以该目标价与 2005 年预期每股盈利计算的市盈率为 14 倍，以 2006 年预期每股盈利计算的市盈率为 12 倍。

皖通 4.475 港元的现价仅相当于 2005 年每股盈利 11.6 倍的市盈率水平，及 2006 年每股盈利的 10 倍市盈率水平。我们认为目前皖通仍然是高速公路公司中最具有投资价值的公司，现价与目标价 5.38 港元相比，尚有 20% 的上升空间。

我们继续维持皖通高速买入的投资评级。

财务报表

损益表

截至12月31日 (人民币千元)

	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
毛收入					
通行费收入	830,008	1,178,529	1,785,143	2,008,974	2,218,999
收费系统安装收入	66,548	64,370	0	0	0
紧急施救收入	8,075	7,787	11,795	13,274	14,662
营业收入合计	904,631	1,250,686	1,796,938	2,022,249	2,233,661
营业税及附加税率	-5.1%	-5.1%	-5.1%	-5.1%	-5.1%
营业税及附加	(45,773)	(63,566)	(91,329)	(102,781)	(113,526)
营业额	858,858	1,187,120	1,705,609	1,919,468	2,120,135
增长率	19.4%	38.2%	43.7%	12.5%	10.5%
经营成本					
折旧与摊销	(177,908)	(212,303)	(233,719)	(252,488)	(260,545)
道路维修费用	(80,645)	(129,347)	(284,347)	(284,347)	(284,347)
其它业务费用	(68,998)	(82,701)	(118,822)	(133,720)	(147,700)
经营总成本	(327,551)	(424,351)	(636,888)	(670,555)	(692,591)
变化	30.0%	29.6%	50.1%	5.3%	3.3%
营业毛利	531,307	762,769	1,068,721	1,248,913	1,427,544
毛利润率	61.9%	64.3%	62.7%	65.1%	67.3%
其它收入					
利息收入	2,202	2,009	2,640	3,300	3,960
投资收益	1,482	0	0	0	0
收费系统管理费	4,580	4,480	4,480	4,480	4,480
租赁服务费	2,527	6,086	6,086	6,086	6,086
其他	4,543	4,486	4,486	4,486	4,486
其他收入合计	15,334	17,061	17,692	18,352	19,012
营业费用	(978)	(1,013)	(1,455)	(2,091)	(3,004)
管理费用	(90,110)	(115,853)	(166,453)	(174,776)	(183,515)
其它经营开支	(2,111)	(10,124)	(14,546)	(15,273)	(16,037)
经营盈利	453,442	652,840	903,959	1,075,125	1,244,000
经营利润率	52.8%	55.0%	53.0%	56.0%	58.7%
财务成本	(2,643)	(23,504)	(30,573)	(58,941)	(47,196)
联营公司收益/亏损	(594)	(725)	(725)	(725)	(725)
税前利润	450,205	628,611	872,661	1,015,459	1,196,079
税金	(100,878)	(141,953)	(197,064)	(229,311)	(257,157)
实际税率	22.4%	22.6%	22.6%	22.6%	21.5%
税后利润	349,327	486,658	675,596	786,148	938,922
少数股东权益	(261)	340	(313)	(364)	(435)
净利润	349,066	486,998	675,283	785,783	938,487
净利润增长率	13.0%	39.5%	38.7%	16.4%	19.4%
加权平均股数	1,658,610	1,658,610	1,658,610	1,658,610	1,658,610
股息	99,517	165,861	248,792	248,792	331,722
每股股息 (人民币元)	0.06	0.10	0.15	0.15	0.20
每股盈利 (人民币元)	0.2105	0.2936	0.4071	0.4738	0.5658
每股盈利 (港元)	0.1985	0.2770	0.3841	0.4469	0.5338
每股盈利增长率	-3.7%	39.5%	38.7%	16.4%	19.4%

资产负债表

截至12月31日 (人民币千元)

	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
非流动资产					
无形资产	3,707	2,973	2,307	1,641	975
固定资产	6,391,429	6,686,865	7,453,734	7,501,846	7,541,301
联营公司权益	3,846	2,500	2,500	2,500	2,500
长期投资	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
非流动资产总计	6,416,982	6,710,338	7,476,541	7,523,987	7,562,776
流动资产					
银行结余及现金	510,615	678,042	545,915	594,618	775,690
贸易及其他应收帐款	39,135	33,136	31,479	29,905	31,401
存货	17,904	1,484	1,558	1,636	1,800
流动资产总计	567,654	712,662	578,952	626,159	808,890
流动负债					
贸易及其他应付帐款	345,760	517,851	569,636	626,600	657,930
应付税金	18,763	57,116	79,962	95,955	100,753
短期银行贷款	627,000	450,000	1,000,000	700,000	400,000
流动负债总计	991,523	1,024,967	1,649,599	1,422,555	1,158,682
净流动(负债)资产	(423,869)	(312,305)	(1,070,646)	(796,395)	(349,792)
资产减流动负债	5,993,113	6,398,033	6,405,895	6,727,592	7,212,984
股本及储备					
总股本	1,658,610	1,658,610	1,658,610	1,658,610	1,658,610
储备	1,762,422	1,874,652	2,050,998	2,212,614	2,448,791
保留盈利	939,410	1,148,317	1,283,436	1,401,358	1,542,197
拟派发股息	99,517	165,861	248,792	248,792	331,722
股东权益合计	4,459,959	4,847,440	5,241,836	5,521,374	5,981,320
少数股东权益	208,602	201,130	231,300	254,432	279,879
非流动负债					
长期应付附属公司少数股东款	1,176,499	1,176,499	442,499	442,499	442,499
其他长期应付帐款	400	0	300,000	300,000	300,000
递延税项负债	147,653	172,964	190,260	209,286	209,286
非流动负债总计	1,324,552	1,349,463	932,759	951,785	951,785
	5,993,113	6,398,033	6,405,895	6,727,592	7,212,984

现金流量表

截至12月31日(人民币千元)

	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
除税前盈利	450,205	628,611	872,661	1,015,459	1,196,079
固定资产折旧及摊销	177,908	212,303	233,719	252,488	260,545
固定资产耗蚀和处置	1,750	6,962	0	0	0
利息收入	(2,202)	(2,009)	(2,640)	(3,300)	(3,960)
利息支出	2,643	23,504	30,573	58,941	47,196
其他投资收益	(888)	725	725	725	725
营运资金变动前之经营盈利	629,416	870,096	1,135,038	1,324,313	1,500,585
存货减少	4,865	0	(74)	(78)	(164)
贸易应收帐款增加	(976)	(11,360)	1,657	1,574	(1,495)
预付帐款及其他应收帐款增加	(12,291)	(33,916)	0	0	0
贸易应付帐款及其他应付帐款增加	16,882	166,013	51,785	56,964	31,330
经营活动产生的现金流入	637,896	990,833	1,188,406	1,382,772	1,530,256
支付利息	(1,894)	(26,177)	(30,573)	(58,941)	(47,196)
支付企业所得税	(80,017)	(78,289)	(197,064)	(229,311)	(257,157)
经营活动产生的现金流入净额	555,985	886,367	960,768	1,094,520	1,225,903
投资活动					
购置固定资产及无形资产	(1,493,685)	(480,834)	(1,650,000)	(500,000)	(500,000)
其他投资活动收益	(256,829)	16,837	0	0	0
收取利息	2,202	2,009	2,640	3,300	3,960
投资活动产生之现金流出净额	(1,748,312)	(461,988)	(1,647,360)	(496,700)	(496,040)
融资前之现金(流入)流出净额	(1,192,327)	424,379	(686,592)	597,820	729,863
融资活动产生的现金流量					
发行普通股	0	0	0	0	0
人民币普通股发行费用	(6,914)	0	0	0	0
偿还贷款	(6,280)	(727,000)	(580,000)	(1,000,000)	(700,000)
新增贷款	633,280	580,000	1,300,000	700,000	400,000
少数股东资本投入	3,095	0	0	0	0
派发股息	(49,758)	(99,517)	(165,861)	(248,792)	(248,792)
融资活动产生的现金流	573,423	(246,517)	554,139	(548,792)	(548,792)
现金及现金等价物的增加	(618,904)	177,862	(132,453)	49,029	181,071
外汇汇率变动之影响	627	(459)	0	0	0
现金期初余额	1,118,916	500,639	678,042	545,589	594,618
现金期末余额	500,639	678,042	545,589	594,618	775,690

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。