

持有

2008年10月28日

08年前3季收入增長0.89%，符合市場預期

- 08年前3季收入增長0.89%**：2008年1-9月份，公司營業總收入人民幣39.67億元，同比增長約0.89%。實現營業利潤人民幣16.92億元，同比下降約7.98%。淨利潤為人民幣12.82億元，比2007年同期增長約1.51%，其中歸屬於母公司股東的淨利潤約為人民幣12.47億元，每股盈利人民幣0.25元，比2007年同期增長約0.96%。公司業績符合市場預期。
- 核心路段甯滬高速車流量有所回升**：實現道路通行費收入約人民幣30.51億元，比2007年同期下降約人民幣1.06億，降幅約為3.36%。上半年公司的核心路段滬寧高速公路受上海段擴建施工影響，日均流量與收入出現小幅下降。在第3季度，寧滬高速的日均車流量和日均路費收入較08年中期有了小幅上升，分別由08年中期的日均46,377輛上升到現在的46,549輛，由日均路費收入886.6萬元上升到887.5萬元。
- 其他路段車流量有升有降**：由於連接南通和蘇州常熟之間的蘇通大橋在5月份開通，廣靖、錫澄高速公路及江陰長江大橋產生受分流影響，車流量較上半年有所放緩，但蘇通大橋的開通對蘇嘉杭高速公路有一定促進作用，其車流量有明顯的上升。
- 配套服務收入增長21.97%**：服務區配套業務成為新的盈利增長點，受油價上漲和銷售量增加影響，配套業務收入約人民幣8.89億元，比2007年同期增長約21.97%。其他業務收入約人民幣2,639.9萬元，比2007年同期下降約41.72%。
- 目標價下調至5.08港元，維持持有評級**：基於新的資訊和現金流折現法，給予5.08港元的目標價，該目標價格相當於08年預期每股盈利的15倍和09年預期每股盈利的14倍，與現價相比，有13%的上升空間，我們維持投資評級為持有。

★ 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	4.48 港元
目標價	5.08 港元 (+13%)
股票代碼	0177
已發行股本	12.22 億股
市值	54.74 億港元
52周高/低	9.3-4.3 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	5,129	5,523	6,039
变动	86%	29%	1%	8%	9%
净利润(人民币百万)	1,175	1,642	1,660	1,801	2,009
每股盈利(人民币元)	0.23	0.33	0.33	0.35	0.40
变动	77%	40%	0%	8%	13%
市盈率@4.48港元(倍)	17	12	12	11	10
每股股息(人民币元)	0.19	0.24	0.26	0.28	0.32
股息现价比率(%)	4.87	6.16	6.72	7.28	8.25

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

前3季業績符合市場預期

收入同比增長 0.89%

2008年1-9月份，按照中國會計準則，公司營業總收入約人民幣39.67億元，比2007年同比增長約0.89%。實現營業利潤約人民幣16.92億元，同比下降約7.98%。受益於法定所得稅稅率自2008年1月1日起由33%下調為25%，淨利潤約為人民幣12.82億元，比2007年同期增長約1.51%，其中歸屬於母公司股東的淨利潤約為人民幣12.47億元，每股盈利約人民幣0.25元，比2007年同期增長約0.96%。公司業績符合市場預期。

表1：2008年前3季度業績評述

人民币千元	1-3Q2008	VS 1-3Q2007	變幅	評述
營業額	3,966,925	3,931,825	1%	上半年受雪災及寧滬高速上海段整修影響，車流量增速放緩
經營總成本	(1,857,125)	(1,686,753)	10%	維護費用增長
營業毛利	2,109,800	2,245,072	-6%	毛利率由57%下降到53%
銷售費用	(1,208)	(1,111)		
管理費用	(105,002)	(116,720)	-10%	管理費用有效控制
其他費用	(973)	2,644	-137%	
經營盈利	2,002,617	2,129,885	-6%	
財務成本	(419,959)	(380,228)	10%	債務增加
投資收益	184	316		
聯營公司盈利	109,650	89,315		
稅前利潤	1,692,492	1,839,288	-8%	
營業外收入	10,643	13,392		
營業外支出	(16,687)	(14,708)		
稅金	(404,677)	(575,216)	-30%	
稅後利潤	1,281,771	1,262,756	2%	
少數股東權益	(34,470)	(27,283)	26%	
淨利潤	1,247,301	1,235,473	1%	淨利潤率保持在31.4%
每股盈利(元)	0.25	0.25	1%	

資料來源：公司資訊，第一上海

核心路段車流量有所回升

甬滬高速車流量有所回升，其他路段車流有升有降

實現道路通行費收入約人民幣30.51億元，由於受國內經濟增幅放緩、雪災、滬寧高速公路上海段擴建施工、滬寧鐵路動車組及蘇通大橋開通分流以及「綠色通道」免費放行等多種因素綜合影響，通行費收入比2007年同期下降約人民幣1.06億，降幅約為3.36%。

上半年公司的核心路段滬寧高速公路受上海段擴建施工影響，日均流量與收入出現小幅下降。在第3季度，寧滬高速的日均車流量和日均路費收入較08年中期有了小幅上升，分別由08年中期的46,377輛/天上升到現在的46,549輛/天，由886.6萬元上升到887.5萬元。

由於連接南通和蘇州常熟之間的蘇通大橋在5月份開通，廣靖、錫澄高速公路及江

陰長江大橋受分流影響，車流量較上半年有所放緩，但蘇通大橋的開通對蘇嘉杭高速公路有一定促進作用，其車流量有明顯的上升。

表 2：2008 年前 3 季度各路段車流量

路桥项目	日均车流量(辆/日)		日均收费额(千元/日)	
	08年前3季度	同比增减	08年前3季度	同比增减
沪宁高速公路	46,549	-3.98%	8,875	-5.18%
312国道沪宁段	29,097	-0.82%	507	4.34%
宁连公路南京段	6,434	-13.75%	121	-31.50%
广靖高速公路	36,387	5.80%	595	4.70%
锡澄高速公路	37,744	7.93%	1,038	6.49%
江阴长江大桥	40,994	9.11%	2,054	7.95%
苏嘉杭高速公路	26,358	25.03%	1,821	13.37%

資料來源：公司資訊，第一上海

估值

維持目標價 5.08 港元，
維持評級為持有

基於新的資訊和現金流折現法，給予 5.08 港元的目標價。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 15 倍和 09 年預期每股盈利的 14 倍，該目標價與現價相比，有 13% 的上升空間，我們維持投資評級為持有。

表 3：估值預測

路桥项目	权益	WACC	现值
沪宁高速公路	100.00%	9.78%	22,253
312国道沪宁段	100.00%	9.78%	1,213
宁连公路南京段	100.00%	9.78%	383
广靖高速公路	85.00%	9.78%	1,069
锡澄高速公路	85.00%	9.78%	1,842
江阴长江大桥	26.66%	9.78%	1,146
苏嘉杭高速公路	33.33%	9.78%	1,375
合计			29,280
估计净负债(百万)			-7,018
净资产值(百万)			22,262
流通股数(百万)			5,038
每股净值(人民币元)			4.42

資料來源：公司資訊，第一上海

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 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	5,332	5,709	6,242	盈利能力					
营业税	(121)	(152)	(203)	(171)	(187)	经营利润率 (%)	57.8%	58.2%	52.7%	53.0%	52.5%
营业额	3,926	5,069	5,129	5,523	6,039	EBITDA 利润率 (%)	77.1%	74.4%	68.8%	67.6%	66.6%
经营成本	(1,695)	(2,176)	(2,499)	(2,699)	(2,915)	净利率 (%)	29.9%	32.4%	32.4%	32.6%	33.3%
其他收入	40	59	71	85	60	营运表现					
营业利润	2,270	2,952	2,701	2,909	3,184	SG&A/收入 (%)	4.6%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
财务开支	(455)	(512)	(453)	(430)	(409)	实际税率 (%)	31.1%	31.4%	25.0%	25.2%	25.1%
联营公司	130	139	159	140	142	股息支付率 (%)	81.5%	73.6%	80.0%	80.0%	80.0%
管理费用	(182)	(129)	(141)	(156)	(171)	库存周转	78	165	172	169	166
税前盈利	1,763	2,450	2,265	2,463	2,746	应付账款天数	58	54	50	48	47
所得税	(549)	(770)	(566)	(619)	(690)	应收账款天数	8.3	7.4	8.0	8.2	8.2
少数股东应占利润	(39)	(38)	(39)	(42)	(47)	财务状况					
净利润	1,175	1,642	1,660	1,801	2,009	负债/权益	0.73	0.68	0.59	0.54	0.52
折旧及摊销	755	820	827	825	841	收入/总资产	0.15	0.21	0.22	0.24	0.26
EBITDA	3,026	3,772	3,527	3,733	4,025	总资产/股本	1.76	1.71	1.62	1.57	1.55
每股盈利(元)	0.23	0.33	0.33	0.35	0.40	盈利对利息倍数	5	6	6	7	8
增长											
总收入 (%)	86.0%	29.1%	1.2%	7.7%	9.4%						
EBITDA (%)	90%	24.7%	-6.5%	5.8%	7.8%						
每股收益 (%)	76.5%	39.8%	0.5%	8.2%	13.3%						

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						人民币百万元, 财务年度截至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	689	450	614	EBITDA	3,026	3,772	3,527	3,733	4,025
应收账款	93	107	118	130	143	融资成本	(455)	(512)	(453)	(430)	(409)
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	136	160	82	其他	(150)	(103)	(507)	(438)	(422)
总流动资产	949	1,399	958	755	856	所得税	(470)	(595)	(566)	(619)	(690)
固定资产						营运现金流	1,937	2,639	2,005	2,249	2,507
固定资产	22,460	21,552	21,456	21,715	22,050	资本开支	(1,208)	(794)	(1,000)	(800)	(1,000)
联营公司投资	1,566	1,604	1,741	1,662	1,459	其他投资活动	126	156	186	199	216
其他长期资产	1,450	11	(262)	(392)	(395)	投资活动现金流	(1,082)	(638)	(814)	(601)	(784)
总资产	26,425	24,566	23,894	23,740	23,970	长期借款变化	(508)	(950)	(100)	(184)	(150)
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	(533)	(400)	(100)
应付工程款	1,609	939	500	540	590	股息及利息	(773)	(986)	(998)	(1,304)	(1,308)
短期银行借款	4,510	4,754	4,200	3,800	3,700	其他融资活动	0	24	(1)	0	(2)
其他短期负债	141	498	448	469	497	融资活动现金流	(1,133)	(1,668)	(1,630)	(1,888)	(1,558)
总短期负债	6,531	6,514	5,488	5,166	5,163	现金变化	(278)	333	(440)	(240)	164
长期借款	4,437	3,284	3,184	3,000	2,850	期初持有现金	1,074	796	1,129	689	450
其他长期负债	0	1	1	1	3	期末持有现金	796	1,129	689	450	614
总负债	10,968	9,800	8,673	8,167	8,016						
少数股东权益	428	429	451	473	497						
股东权益	15,030	14,337	14,770	15,100	15,457						
负债权益合计	26,425	24,566	23,894	23,740	23,970						

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。