防禦性開始顯現，行業態勢向好

行業報告

——— 公路鐵路行業報告

2008 年 7 月 28 日

張薇
86-755-3336-7015
Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

行業評價：正面

2008 年上半年中國公路鐵路業客貨流量保持平穩增長

08 年前 5 個月，全國公路運輸完成貨運量 70.5 億噸，同比分別增長 12.4%，完成客運量 89.9 億人，同比分別增長 5.4%。鐵路總體貨運發送量爲 13.9 億噸，同比增長 8.2%，旅客發送量 6.02 億人，同比增長 12.2%。與 2007 年相比，公路鐵路總體運輸量的增速有所下降，但是，增速放緩的一個主要原因是第一季度雪災的影響，從資料看，相比第一季度，4，5 月份的公路鐵路的客貨運量均有明顯的回升。因此，整體行業穩中有升。

行業增長因素：經濟發展，城市化，民用汽車保有量增長，外延式擴張，行業整合機會

根據以往的規律，公路的客貨運量增長率和 GDP 的增速保持正相關的關係，經濟未來幾年將保持穩定增長，而經濟的高速增長，將進一步推動城市化進程，並帶動機動車保有量的增長以及對公路基礎設施的需求。預計公路的客貨運量未來三年能夠保持 9%左右的增速，公路業將長期樂觀。

我國鐵路運力緊張，依據國家的 “十一五”規劃，將鐵路建設放在基建建設的首位，未來三年每年的投資額將超過人民幣 3000 億元。我國目前的鐵路運載努力僅能滿足國內需要的 40%，鐵路行業將持續呈現需求大於供應的現象。鐵路行業的改革處於初級階段，預計未來將實現行業整合，使鐵路行業公司繼續受惠。

行業投資策略：關注盈利穩定增長，高現金流，高派息率，高股息率的公司

在經濟出現波動時，公路鐵路行業的盈利具有相對的穩定性，現金流狀況較好的公司將體現防禦特性。公路鐵路行業屬於“債券型投資”，在價格合理而分紅率較高時，具有較強的吸引力。當行業的整體 PE 回歸到了 08 年的 10 倍—15 倍區間時，而股息率高於銀行利率時，具有長期的投資價值。

我們的觀點：公路鐵路行業防禦性開始顯現，具有長期投資價值

我們認爲，在目前中國經濟由高增長逐步轉爲平穩增長的時期，市場估值逐漸下移，公路鐵路行業由於其盈利的穩定性和持續性，將體現一定的防禦性。我們建議買入低 PE，高派息率的公司，如深高速(0548)，皖通高速(0995)，買入盈利增長穩定，具有一定行業整合機會的公司，如廣深鐵路(0525)。

匯率：1.00 港元=0.87 人民幣

目 錄

公路鐵路行業上半年業績回顧—客貨運量穩中有升 3

客貨運量持續增長 *3*
雪災影響，使增速放緩 *3*
行業整體向好趨勢不變 *4*

公路行業投資策略及重點公司點評 7

公路行業 08 年上半年業績回顧 *7*
公路板塊長期向好 *8*
行業前景正面 *19*

公路鐵路行業上半年業績回顧—客貨運量穩中有升

客貨運量持續增長

08 年上半年全國公路鐵路運輸繼續保持增長

08 年上半年，全國公路鐵路運輸繼續保持增長，在第一季度，受冰凍雨雪天氣的階段性影響增速出現一定幅度回落，之後有所回升。受開工規模壓縮、災害天氣延誤施工期、去年同期基數較大等因素綜合影響，交通固定資產投資額出現下降，總體呈增速趨緩的發展態勢。

1－3 月份，全國公路運輸完成客運量、旅客周轉量分別爲 53.7 億人和 3,094.1 億人公里，同比分別增長 4.0%和 7.0%，增速比去年同期分別回落 7.5 個和 3.3 個百分點。廣東、山東、海南的公路客運量增量較大，占全國公路客運量增量的 72.7%，浙江、福建、江西、湖南、貴州等省份受雨雪冰凍天氣影響，公路客運量出現不同程度回落，分別同比減少 4.0%、23.8%、3.2%、21.6%和 4.3%。全國鐵路運輸完成客運量、旅客周轉量分別爲 3.68 億人和 2,237.6 億人公里，同比分別增加 11.5%和 12.2%。

1－3 月份，全國公路運輸完成貨運量和貨物周轉量分別爲 40.5 億噸和 2,860.8 億噸公里，分別比去年同期增長 10.7%和 12.7%，增速同比回落 0.5 個和 2.6 個百分點。全國鐵路運輸完成貨運量和貨物周轉量分別爲 8.14 億噸和 6,040.05 億噸公里，分別比去年同期增長 7.1%和 4.4%，增速同比回落 4.5 個和 6.9 個百分點。

雪災影響，使增速放緩

受雪災等因素影響，上半年交通運輸行業公司的整體運營情況不如預期良好

2008 年，就公司公佈的第一季度季報來看，交通運輸行業公司的整體運營情況不如預期良好，對比交通行業公司 07 年和 08 年第一季度的財務指標，可以看出，營業收入及淨利潤增長速度下降，淨利潤率也有所下降。主要原因是國民經濟增長放緩，雪災的影響，以及人民幣升值帶來外貿出口增速下降。

其中，受雪災影響較大的公司爲皖通高速，它旗下主要路段在 2 月份部分時間實行通行費減免，估計雪災給公司帶來的負面影響爲全年收入的 6%以及全年淨利潤的 10%。而廣深鐵路，預計在雪災裏的影響爲全年收入的 6%。

表 1：公路鐵路類上市公司 2008 年第一季度運營情況

人民币	营业收入（百万元）	同比增长	净利润（百万元）	同比增长	每股收益（元）	毛利率	净利率
公路行业							
深高速	232	0.1%	153	-10.7%	0.07	63.0%	66.0%
宁沪高速	1,258	7.0%	409	3.0%	0.08	54.0%	33.0%
皖通高速	328	-6.0%	124	-1.0%	0.087	61.0%	38.0%
沪杭甬高速	1,685	18.0%	479	-10.7%	0.11	52.1%	28.4%
铁路行业							
广深铁路	2,601	9.3%	235	-40.0%	0.033	18.4%	9.0%

資料來源：公司資訊，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

表 2：公路鐵路類上市公司 2007 年運營情況

人民币	营业收入（百万元）	同比增长	净利润（百万元）	同比增长	每股收益（元）	毛利率	净利率
公路行业							
深高速	1,103	43.4%	674	16.4%	0.31	66.0%	61.0%
宁沪高速	5,069	29.0%	1,624	40.0%	0.33	57.0%	32.0%
皖通高速	1,634	2.0%	471	-49.4%	0.284	79.0%	29.0%
成渝高速	1,317	29.6%	488	66.5%	0.19	78.0%	37.0%
沪杭甬高速	7,030	47.6%	2,416	46.0%	0.56	56.0%	34.0%
铁路行业							
广深铁路	10,509	192.4%	1,431	85.5%	0.2	17.0%	14.0%

資料來源：公司資訊，第一上海

行業整體向好趨勢不變

相對其他行業，交通運輸受宏觀調控影響較小

除開雪災，春節這些短期因素看，中國經濟發展是決定交通需求增長的關鍵因素，目前，中國經濟增長速度放緩，在這樣的經濟形勢下，雖然會減少對交通基礎設施的需求，但是相對其他行業來說，交通運輸行業受濟放緩及宏觀經濟的影響較小，具有很好的防禦性。

成品油價格上漲的影響

成品油價格上漲，對公路行業有負面影響，對鐵路行業正面影響

我們國家石油消費對外依存度接近 50%，國際油價的上漲使國內的成品油與原油價格倒掛的矛盾日益突出。發改委於 6 月 20 號將成品油的價格上調，其中汽油和柴油的價格上升人民幣 1,000 元/噸。保守估計，社會平均每輛車的每年支出將增加人民幣 1,500 元。這將會降低高速公路車流的內生性增長率，對公路行業的公司帶來一定的負面影響。

鐵路、公路、航空單位運輸量能耗比爲 1：8：11，相比汽車、航空，鐵路運輸更有成本優勢鐵路將分流公路和航空業的客運量和貨運量。

廣深鐵路目前是全電氣化的，整個用電用油的成本占總成本的比例不超過 5%，我們預計它將受益於成品油價格的提升。

我們的結論是，成品油價格的提升，對公路行業有一定的負面影響，而鐵路則將吸引部分從公路和航空分流的客源。

公路鐵路行業投資策略—買入低 PE，高股息率的公司

交通運輸類公司處於合理的估值區間中

受從緊的宏觀調控政策，人民幣升值及美國次按的影響，中國經濟增長速度放緩，對上市公司 08 年上半年的盈利能力有一定的負面影響。但我們預計，今天第一季度雪災的影響，是一次性的，對經濟並沒有長久的影響，而人民幣升值以及美國經濟放緩，會引起外貿增長放緩，對車流的內生性增長有負面影響，但隨著下半年人民幣升值速度的降低，以及美國經濟的復蘇，我們預計下半年的經濟狀況將有所好轉。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

交通運輸行業的公司第一季度盈利受到影響，在股價上也做出了反映。交通運輸類公司的股價，目前都處於 08 年 10 倍 PE 左右的水準，該估值水準有較好的防禦性。

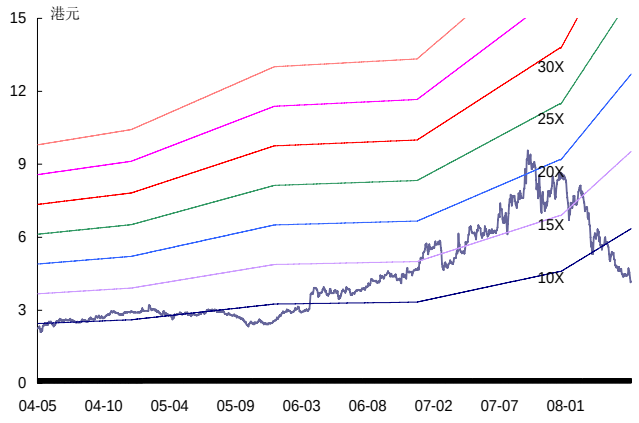
我們給予公路行業買入的評級，並建議投資者可以開始關注皖通高速(0995)和深高速(0548)，其股價已經跌到了全年的相對低點，開始具有長遠投資價值。我們給予鐵路行業買入評級，建議投資者買入廣深鐵路(0525)。

表 3：公路鐵路類上市公司估值區間

股票	宁沪高速	深高速	皖通高速	广深铁路
估值倍数（08年预测PE）				
10X	3.98	3.41	5.34	2.50
15X	5.97	5.11	8.01	3.75
20X	7.95	6.82	10.68	5.00
25X	9.94	8.52	13.35	6.25
30X	11.67	10.00	15.67	7.33
7月6号收盘价	6.30	4.32	5.36	3.44
估值倍数（09年预测PE）				
10X	4.43	4.43	5.45	2.73
15X	6.65	6.65	8.18	4.09
20X	8.86	8.86	10.91	5.45
25X	11.08	11.08	13.64	7.50
30X	13.30	13.30	16.36	8.18
7月6号收盘价	6.30	4.32	5.36	3.44

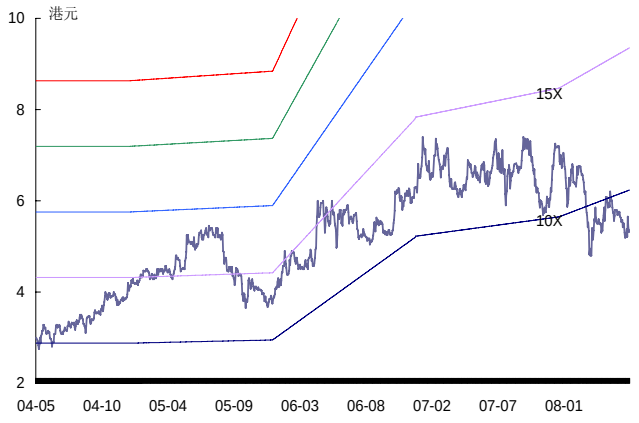
資料來源：公司資訊，第一上海

圖 1：深高速 PE 區間



資料來源：公司資訊，第一上海

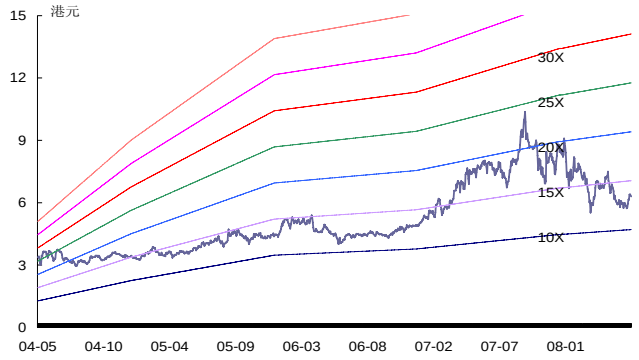
圖 2：皖通高速 PE 區間



資料來源：公司資訊，第一上海

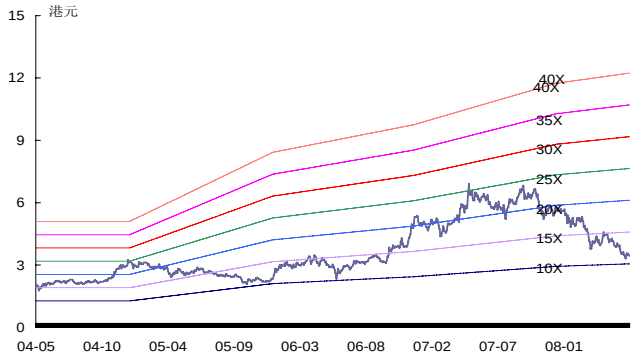
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖 3：寧滬高速 PE 區間



資料來源：公司資訊，第一上海

圖 4：廣深鐵路 PE 區間



資料來源：公司資訊，第一上海

當前股息率具有吸引力

公路鐵路類公司，擁有穩定的派息政策，在美國減息，基準利率處於低位元的情況下，公路鐵路公司的股息率高於銀行利率，具有較強的投資價值。

表 4：公路鐵路類上市公司股息率

股息率	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
公路行业					
深高速	3.42%	4.21%	4.18%	4.73%	6.31%
宁沪高速	3.43%	4.33%	4.51%	5.05%	5.41%
皖通高速	5.30%	4.24%	7.00%	6.78%	7.43%
铁路行业					
广深铁路	2.64%	2.64%	2.97%	3.30%	3.30%

資料來源：公司資訊，第一上海

我們長期看好交通運輸行業

而從行業發展趨勢看，國家將加大對公路和鐵路的投資力度，交通行業公司將長久受益於國家政策面的支持。我們會關注一些內生性增長動力較強及有行業整合機會的公司。因此，我們長期看好深高速，廣深鐵路。

表 5：公路鐵路類上市公司盈利預期

	每股收益		市盈率			投资
人民币	07年	08年预测	07年	08年预测	目标价	评级
公路行业						
深高速	0.31	0.30	12	13	5.83	买入
宁沪高速	0.33	0.34	17	16	6.69	持有
皖通高速	0.28	0.47	17	10	7.17	买入
铁路行业						
广深铁路	0.20	0.22	15	14	4.77	买入

資料來源：公司資訊，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

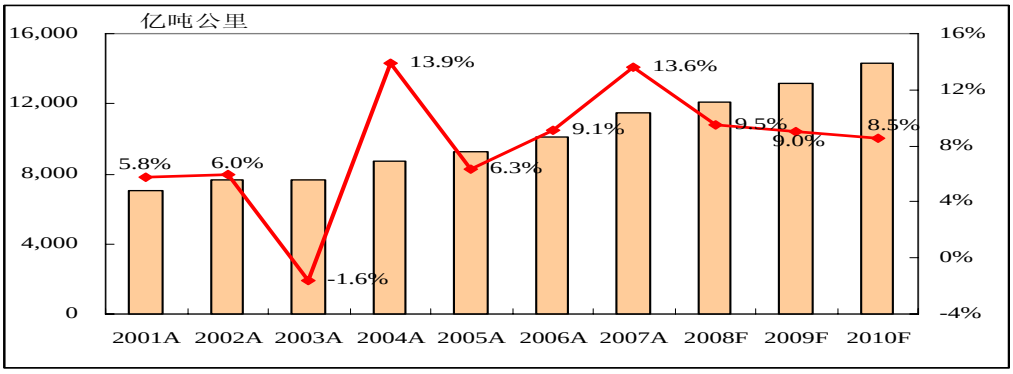
公路行業投資策略及重點公司點評

公路行業 08 年上半年業績回顧

高速公路快速發展

受益於國家高速主幹道的貫通和地方性路網的完善，以及計重收費的陸續實施，2007 全社會完成公路客運量 205.07 億人、旅客周轉量 11,506.8 億人公里，分別比上年增長 10.2%和 13.6%，全社會完成公路貨運量 163.94 億噸、貨物周轉量 11,354.7 億噸公里，分別比上年增長 11.8%和 16.4%。公路客運量、旅客周轉量在綜合運輸體系中所占比重分別爲 92.0%和 53.2%，分別比上年提高 0.1 個和 0.4 個百分點；公路貨運量、貨物周轉量在綜合運輸體系中所占比重分別爲 72.3%和 11.4%，分別比上年提高 0.3 個和 0.4 個百分點。2007 年，全國公路客運平均運距爲 56.1 公里，比上年提高 1.6 公里；貨運平均運距爲 69.3 公里，比上年提高 2.8 公里。 預計公路貨運量及貨物周轉量，未來三年將保持 8%以上的增長。

圖 5：2001 年--2010 年公路貨物周轉量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

路網效應促進車流量的自然增長

國民經濟的增長及路網效應的進一步體現，推動公路客貨運量的增長，使 2007 年成爲高速公路公司的收穫期，除皖通高速因爲所得稅由 15%調升至 33%業績有影響外，其他各公司收入保持穩定增長。公司收入增長的動力主要是來自車流量的自然增長，比較各公司從 2002 年到 2007 年的收入情況，可以證實我們的判斷。

表 6：公路公司 2002 年--2007 年收入增長表

	通行费收入(人民币百万)		营运权益里程数(公里)		02-07年		02-07年
	2002年	2007年	2002年	2007年	收入增长	里程数增长	车流量带来的收入增长
宁沪高速	1,078	2,513	623	639	133%	2.60%	130.40%
深高速	264	467	146	209	77%	43%	34%
皖通高速	344	833	254	426	142%	68%	74%
沪杭甬高速	963	1,889	248	248	96%	-	96%
成渝高速	393	592	226	226	51%	-	51%

資料來源：公司資訊，第一上海

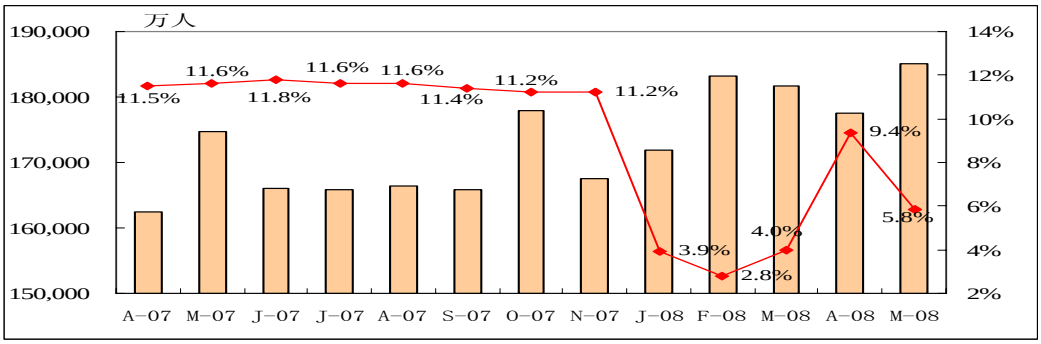
08 年前 5 個月，公路客運量增速有所放緩

08 年第一季度，受 1 月中下旬我國南方 50 年以來最大冰雪災害的負面影響，公路行業發展的增速放緩。全國公路運輸完成客運量、旅客周轉量分別爲 53.7 億人和 3,094.1 億人公里，增速比去年同期分別回落 7.5 個和 3.3 個百分點。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

08 年前 5 個月，全國公路運輸完成客運量 89.9 億人，旅客周轉量 4,766.3 億人公里，同比分別增長 5.4%和 7.8%，增速比去年同期分別回落 6.2 個和 4 個百分點。

圖 6： 公路行業 2007 年—2008 年每月客運量及年增長率

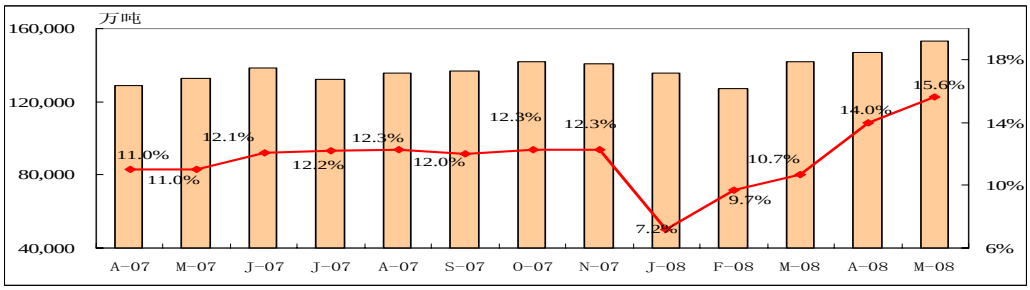


資料來源：公司資訊，第一上海

公路貨運量增速先降後升

08 年第一季度，完成貨運量和貨物周轉量分別爲 40.5 億噸和 2,860.8 億噸公里，增速同比回落 0.5 個和 2.6 個百分點。08 年 4，5 月份，貨運有所回升。08 年前 5 個月，全國公路運輸完成貨運量 70.5 億噸，貨物周轉量 4,995.3 億噸公里。同比分別增長 12.4%和 14.9%，增速與去年持平。

圖 7： 公路行業 2007 年—2008 年每月貨運量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

公路板塊長期向好

短期內受油價上漲負面影響

在現階段成品油價格有上漲的壓力和預期，會在短期內對高速公路的車流量有負面影響，因此，我們認爲公路行業的股息率和市盈率水準開始具有長期投資價值，而短期內則被油價上漲所拖累。

對公路板塊的長遠發展持樂觀態度

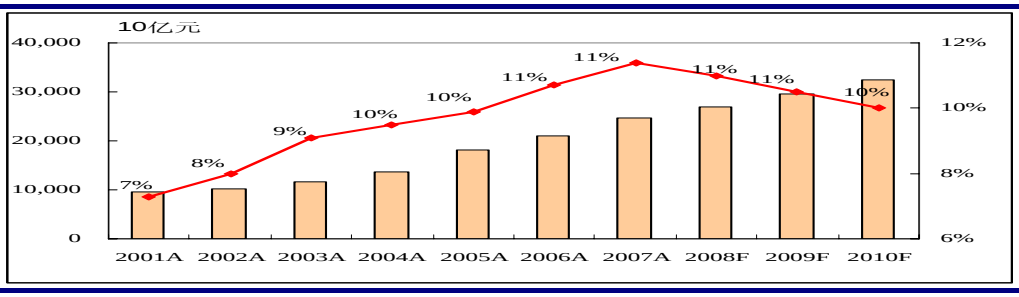
受中國宏觀調控下經濟放緩及雪災的影響，08 年第一季度公路公司的盈利有所下降，但我們對公路板塊的發展持樂觀態度，主要原因是：得益于中國的 GDP 水準的不斷提升和人口紅利的影響，以及城鎮化進程的繼續推進，公路行業會保持強勁增長，同時，人均收入的提高能夠促進民用汽車的增長，物流業的快速發展以及路網效應的體現，都將導致陸路交通量的增長。

中國經濟的增長，將產生旺盛的交通需求

中國經濟發展是決定交通需求增長的關鍵因素，經濟繁榮將引致人員和物資的往來，從而產生旺盛的交通需求。2007 年中國國內生產總值爲 246,619 億元，比上年增長 11.4%。中國經濟的高速增長，將進一步推動城市化進程，促進居民生活水準的提高，並帶動機動車保有量的增長以及對公路基礎設施的需求。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖 8：2001 年-2010 年 GDP 及年增長率



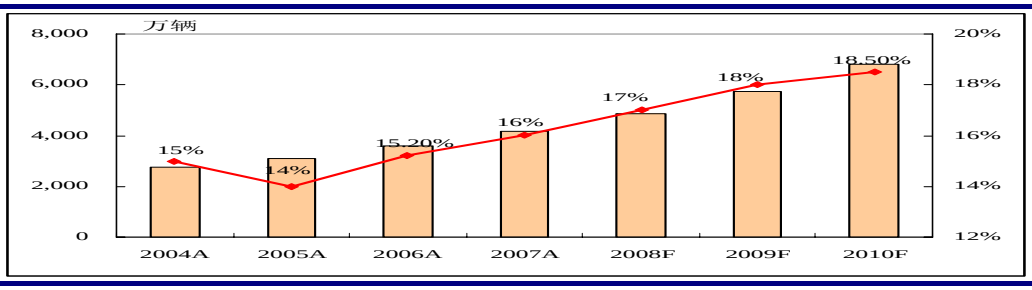
資料來源：國家統計局

民用汽車保有量不斷提升

經過 20 年的改革開放，中國經濟迅猛發展，汽車市場也隨經濟形勢不斷壯大，高速公路的需求與通行量的增長有賴於汽車保有量的提高。伴隨我國經濟的持續發展和人民生活水準的不斷提高，每年的民用汽車保有量都保持了 15%以上的增速，中國已經成爲全球第二大汽車市場。

中國的民用汽車保有量將接近 4,229 萬輛，而根據交通部的資料，國內私人汽車保有量將從 2005 年的 3,160 萬輛提高到 2020 年的 1.4 億輛，年均增長率超過 15%，現在每百個家庭目前擁有汽車僅 3 輛，我們預計民用車在未來幾年仍然能夠保持強勁的增長勢頭。因此，收費公路行業還將具有廣闊的發展前景和潛力。

圖 9：2004 年-2010 年民用汽車保有量及年增長率



資料來源：國家統計局

公路的平均交通量從現在到 2020 年將保持快速增長

目前，我國主要公路通道的平均交通量爲 15,000 輛/日。預計到 2010 年，我國主要公路通道的平均交通量將達到 30,000 輛/日，2020 年將達到 56,000 輛/日，分別是目前的 2 倍和 3.7 倍。京滬等主幹交通通道預計將達到每天 10 到 13 萬輛。

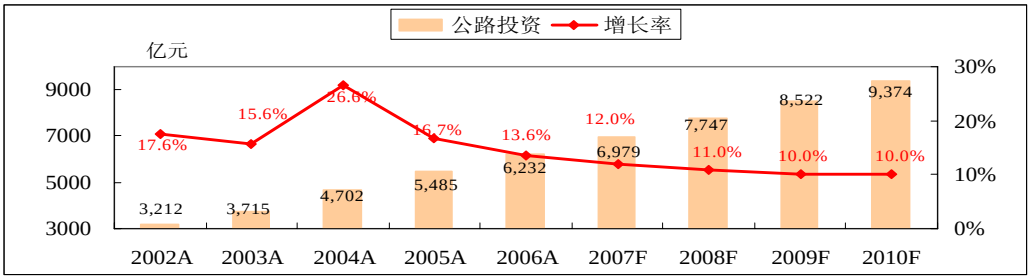
對公路投資逐年提高

2007 年全國交通固定資產完成投資 7,776.82 億元，比上年增加 393 億元，同比增長 5.3%。其中公里建設的規模家大，全社會完成公路投資 6,489.91 億元，比上年增長 238.95 億元，同比增長 4.2%。

中國政府在十一五規劃裏提出，在 2006 年至 2010 年間全國交通運輸基礎設施方面的投資總額約爲人民幣 3.8 億元，比十五計畫期間的相應投資額提高了 73%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖 10：2002 年-2010 年全社會完成公路投資額及年增長率



資料來源：國家統計局

路網效應呈現

從 1988 年中國大陸第一條高速公路正式通車到現在，中國的高速公路建設取得了舉世矚目的成就。估計到 2010 年的公路總里程數將達到 230 萬公里，其中高速公路爲 6.5 萬公里。

得益於目前基本建成的“五射兩縱七橫”國道幹線呈現的路網效應以及國家十一五規劃中的“7918”國家高速公路網，我國高速公路今後車流將保持穩定增長。

表 8：全國公路建設目標

全国公路建设目标	单位	九五期末	十五期末	十一五期末	十一五相比十五增量
全国公路总里程	万公里	167.98	193.05	230	36.95
高速公路总里程	万公里	1.63	4.1	6.5	2.4
二级以上公路总里程	万公里	22.63	32.6	45	12.4

資料來源：國家統計局

建議投資者關注以下公司

- 股價處於 10 倍 PE 左右的水準，具有較高的安全邊際的公司
- 每年有穩定的高派息政策，且當前股息率高於同期存款利率的公司
- 所轄路段車流量能夠持續穩定增長,有外延性擴張能力的公司
- 已經完成擴建工程或者在建工程不影響車流量的公司

我們對各高速公路公司評價

買入：深高速（0548），皖通高速（0995）

持有：寧滬高速(0177)

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

深高速（0548，買入）

5 月份各路段車流量有增有減，目前股價具有吸引力

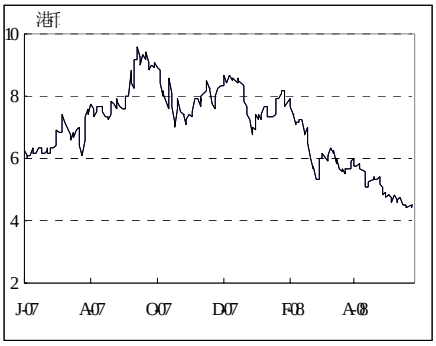
- **成品油提價短期內有負面影響：**自 6 月 20 日起將汽油、柴油價格每噸提高 1,000 元，航空煤油價格每噸提高 1,500 元。成品油的上漲，會影響司機的出行意願，在調價的一段時間內，對車流量有負面影響。待居民和企業適應高油價後，車流將有恢復性的增長。
- **南方雪災對全年業績影響不大：**2008 年初在中國南方發生雨雪災害，長沙環路、武黃高速和南京三橋在部分時段出現道路封閉、路網擁堵等情況，長沙環路還在部分期間對所有車輛給予免費通行，因此對上述路段報告期的營運表現造成一定影響，但對今年的整體經營表現影響不大。
- **核心路段梅觀高速車流量增速放緩：**08 年 5 月，公司旗下的核心路段梅觀高速，車流量依然放緩。主要原因是莞深高速自 2007 年 10 月起實施半封閉的路面大修，莞深高速已於 2008 年 5 月 30 日全面恢復通車，預期該因素對梅觀高速造成的負面影響將逐步消除。此外，福龍路已於 2007 年底通車，對梅觀高速造成了一定程度的分流。我們預計 6 月開始，梅觀高速的車輛能夠有所回升。
- **其他部分路段車流量減少：**受五一長假取消等因素的影響，前往深圳市東部地區休閒的車流量有所減少，給鹽壩高速的車流量和路費收入帶來一定的影響。同時，廣東省內的國道主幹線於 08 年執行鮮活農產品「綠色通道」免費政策，對運輸鮮活農產品的車輛免收通行費。公司執行該政策的收費公路包括機荷高速和陽茂高速，路費收入受到一定負面影響。
- **清連高速 09 年盈利將低於預期：**清連高速將按計劃於年底按時完工，竣工完成後就能立刻通車。由於與之相連接的宜連高速修建進度明顯慢於深高速，將在 09 年的第三季度才能夠完工，屆時，清連高速才能夠起到連接湖南和粵北的交通主幹道的作用。原本預計在開通當年實現收支平衡並達到盈利，但是現在，估計在 2010 年實現收支平衡並有所盈利。
- **下調目標價至 5.83 港元，維持買入評級：**我們根據現金流折現法下調公司 12 個月的目標價格爲 5.83 港元，該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 17 倍或 09 年預期每股盈利的 13 倍；與現價相比，目標價格尚有 23%的上升空間，我們給予深圳高速的投資評級爲買入。

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)	1,189	1,103	1,199	1,759	2,391
变动	30%	-7%	9%	47%	36%
净利润(人民币百万)	579	674	657	858	1,183
每股盈利(人民币元)	0.27	0.31	0.30	0.39	0.54
变动	51%	16%	-3%	31%	38%
市盈率@4.32港元(倍)	14.1	12.3	12.7	9.7	7.0
每股股息(人民币元)	0.11	0.13	0.15	0.18	0.27
股息现价比率(%)	2.89%	3.42%	3.95%	4.73%	7.10%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

主要財務報表

损益表

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	1,189	1,103	1,199	1,759	2,391
营业税	(39)	(37)	(41)	(60)	(81)
营业额	1,150	1,066	1,158	1,699	2,310
经营成本	(488)	(339)	(463)	(676)	(799)
其他收入	98	38	40	0	0
行政费用	0	(50)	(55)	(80)	(109)
营业利润	759	716	681	943	1,402
财务开支	(98)	(132)	(210)	(222)	(267)
联营公司	0	190	322	343	372
税前盈利	661	774	793	1,064	1,507
所得税	(50)	(107)	(143)	(213)	(332)
少数股东应占利润	(12)	6	6	7	7
净利润	599	674	657	858	1,183
折旧及摊销	(220)	(178)	(283)	(452)	(501)
EBITDA	979	894	964	1,395	1,902
每股盈利（元）	0.266	0.309	0.301	0.394	0.542
增长					
总收入（%）	30.4%	-7.2%	8.7%	46.7%	35.9%
EBITDA (%)	4.7%	-9%	7.9%	44.7%	36.4%
每股收益（%）	50.5%	16.4%	-2.6%	30.7%	37.8%

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（%）	63.9%	64.8%	56.8%	53.6%	58.6%
EBITDA 利润率(%)	82.3%	81.0%	80.4%	79.3%	79.6%
净利率(%)	50.4%	61.1%	54.8%	48.8%	49.5%
营运表现					
实际税率（%）	7.6%	13.8%	18.0%	20.0%	22.0%
库存周转	164.9	114.6	144.0	143.4	124.8
应付账款天数	640.0	813.6	631.2	432.2	391.1
应收账款天数	32.8	73.0	158.4	137.1	78.4
股息支付率(%)	49.0%	51.8%	51.8%	45.0%	45.0%
财务状况					
负债/权益	0.56	1.00	1.39	1.35	1.16
收入/总资产	0.12	0.07	0.06	0.09	0.12
总资产/股本	1.56	2.10	2.51	2.47	2.26
盈利对利息倍数	8	5	3	4	5

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	380	467	734	938	905
应收账款	108	224	528	670	520
存货	3	3	3	5	6
其他流动资产	0	16	15	0	197
总流动资产	491	710	1,280	1,613	1,628
固定资产					
固定资产	5,958	11,834	14,913	15,804	16,354
联营公司投资	3,007	1,142	1,136	1,136	1,136
其它长期投资	91	1,514	1,424	1,389	1,081
无形资产	771	0	0	0	0
总资产	10,317	15,200	18,753	19,941	20,199
短期负债					
应付帐款	856	755	800	800	856
短期银行借款	1,227	391	400	337	23
其他短期负债	39	28	37	319	86
总短期负债	2,122	1,173	1,237	1,456	965
长期银行贷款	1,115	5,252	8,354	8,861	8,809
其他长期负债	476	811	802	617	550
总负债	3,713	7,237	10,393	10,934	10,324
少数股东权益	0	712	879	935	947
股东权益	6,605	7,250	7,481	8,073	8,928
负债权益合计	10,317	15,200	18,753	19,941	20,199

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	979	894	964	1,395	1,902
融资成本	(98)	(132)	(210)	(222)	(267)
营运资金变化	145	(217)	(259)	(143)	204
其他	361	169	403	309	(21)
所得税	(50)	(107)	(143)	(213)	(332)
营运现金流	898	607	756	1,126	1,487
资本开支	(996)	(3,373)	(3,000)	(700)	(200)
其他投资活动	4	4	4	4	4
投资活动现金流	(992)	(3,457)	(3,830)	(1,230)	(730)
长期贷款变化	(141)	1,022	3,300	253	(400)
股息	(262)	(283)	(349)	(340)	(386)
其他融资活动	(11)	2,254	395	395	(5)
融资活动现金流	(414)	2,992	3,346	308	(791)
现金变化	(508)	143	272	204	(33)
期初持有现金	892	328	467	734	938
汇率影响		(4)	(5)	0	0
期末持有现金	380	467	734	938	905

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、美國地區及美國籍人士發放

皖通高速（0995，買入）

所得稅率降低至 25%，前 5 個月核心路段車流量有所下降

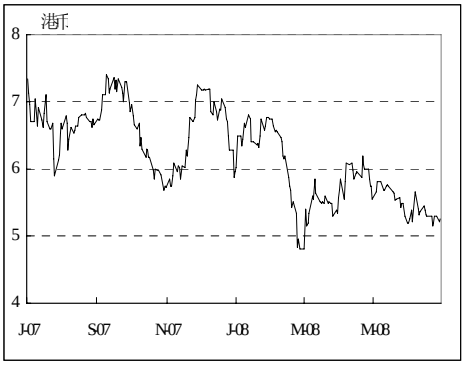
- **所得稅返還提升淨利潤：**安徽省財政廳已同意對公司 2006 年度按照 33%稅率補繳的企業所得稅約人民幣 1.5 億元，按照 40%（省財政分成部分）的比例予以返還，金額約人民幣 3,670 萬元。上述返還稅款于收到時，按照香港會計準則將確認爲其他收入。3,670 萬元的稅收返還將提升公司 08 年的淨利潤。
- **前 5 個月合甯高速車流量放緩：**今年前 5 個月，受合寧高速大蜀山至隴西立交段四車道擴建八車道工程的影響,公司的核心路段合寧高速的日均車流量爲 1.4 萬架次,同比下降 9%,日均路費收入爲人民幣 164.2 萬元，同比下降 9%。
- **各路段車流量有所放緩：**高界高速於 07 年 7 月開始改造工程, 預計總投資爲人民幣 8 億元，08 年前 5 月的車流量同比僅增長 1%。而 205 國道天長段受到寧淮高速的分流影響，日均車流量及日均路費收入分別同比下降 22%和 30%。
- **投資興建甯宣杭高速公路安徽段：**公司在 08 年 3 月宣佈將與宣城市交通建投共同投資建設甯宣杭高速公路安徽段，註冊資本爲 1 億元，公司出資現金 7,000 萬元,占 70%股份。該工程總投資爲人民幣 30 億左右，該項目還在前期準備階段，預計工期是 3 年。
- **當前股價具有較強的安全邊際：**公司現在的股價爲 08 年 11 倍 PE 的水準，有較高的安全邊際，同時，公司有穩定的派息政策，承諾保證年度現金分紅比例不低於當期實現可供投資者分配利潤的 60%，現在的股息率爲 6.51%，高於同期銀行存款利率，具有較強的長期投資價值。
- **下調目標價 6.87 港元，維持投資評級爲買入：**基於現金流折現法，我們將目標價下調在 6.87 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 14 倍和 09 年預期每股盈利的 13 倍，該目標價與現價相比，有 26%的上升空間，維持投資評級爲買入。

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	1,750	1,916	2,104
变动(%)	*6%*	*2%*	*4%*	*9%*	*10%*
净利润(人民币百万)	932	471	727	772	845
每股盈利(人民币元)	0.56	0.28	0.44	0.47	0.51
变动(%)	*36%*	*-49%*	*54%*	*6.2%*	*9.5%*
市盈率 @5.45港元（倍）	8.4	16.7	10.8	10.2	9.3
每股股息(人民币元)	0.25	0.20	0.31	0.33	0.36
股息率(%)	5.27%	4.22%	6.51%	6.91%	7.57%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

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	1,750	1,916	2,104
营业税	(50)	0	0	0	0
营业额	1,606	1,689	1,750	1,916	2,104
经营成本	(390)	(349)	(374)	(410)	(450)
其他收入	5	(0)	44	11	10
营业利润	1,221	1,339	1,420	1,517	1,664
财务开支	(94)	(2)	(12)	(22)	(32)
联营公司	0	1	1	1	1
管理费用	(92)	(97)	(101)	(107)	(112)
税前盈利	1,036	1,242	1,308	1,389	1,521
所得税	(91)	(552)	(327)	(347)	(380)
少数股东应占利润	(12)	(165)	(254)	(270)	(296)
净利润	932	525	727	772	845
折旧及摊销	266	249	231	260	284
EBITDA	1,487	1,589	1,651	1,777	1,948
每股盈利（元）	0.562	0.284	0.438	0.465	0.510
增长					
总收入（%）	7.4%	5.2%	3.6%	9.5%	9.8%
EBITDA (%)	13%	6.8%	3.9%	7.6%	9.7%
每股收益（%）	35.8%	-49.4%	54.3%	6.2%	9.5%

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%	79.3%	81.1%	79.2%	79.1%
EBITDA 利润率(%)	89.8%	94.1%	94.3%	92.7%	92.6%
净利率(%)	56.3%	31.1%	41.5%	40.3%	40.2%
营运表现					
SG&A/收入(%)	5.5%	5.7%	5.8%	5.6%	5.3%
实际税率（%）	8.8%	44.5%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率（%）	44.5%	70.4%	70.4%	0.0%	0.0%
库存周转	135.6	117.1	117.1	117.1	117.1
应付账款天数	465.9	600.6	600.6	600.6	600.6
应收账款天数	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
财务状况					
负债/权益	0.42	0.50	0.51	0.53	0.56
收入/总资产	0.21	0.20	0.20	0.21	0.21
总资产/股本	1.43	1.54	1.56	1.57	1.60
盈利对利息倍数	13	730	118	69	52

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	322	291	876
应收账款	16	15	16	18	20
存货	3	3	3	3	4
总流动资产	419	426	342	313	900
固定资产					
固定资产	7,268	7,917	8,295	8,937	8,863
联营公司投资	6	7	7	7	7
其它长期投资	18	18	18	18	18
总资产	7,711	8,368	8,662	9,275	9,788
短期负债					
应付帐款	497	575	616	674	740
其他短期负债	9	208	123	131	143
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	2,487	2,734
其他长期负债	482	557	590	625	664
总负债	2,250	2,730	2,857	3,112	3,398
少数股东权益	65	219	241	265	291
股东权益	5,396	5,419	5,564	5,898	6,099
负债权益合计	7,711	8,368	8,662	9,275	9,788

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	1,589	1,651	1,777	1,948
融资成本	(94)	(2)	(12)	(22)	(32)
营运资金变化	10	39	42	60	68
其他	(60)	(213)	(150)	(142)	(147)
所得税	(311)	(318)	(327)	(347)	(380)
营运现金流	1,032	1,095	1,204	1,324	1,457
资本开支	(713)	(779)	(1,100)	(1,000)	(500)
其他投资活动	(946)	(13)	4	4	4
投资活动现金流	(1,659)	(792)	(1,096)	(996)	(496)
贷款变化	911	129	139	153	168
其他融资活动	(464)	(426)	(332)	(512)	(544)
融资活动现金流	446	(297)	(193)	(359)	(375)
现金变化	(181)	6	(85)	(31)	585
汇率影响		1			
期初持有现金	581	400	407	322	291
期末持有现金	400	407	322	291	876

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、美國地區及美國籍人士發放

寧滬高速（0177，持有）

08 年前五月車流增速繼續放緩

- **車流量增速有所下降：**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，我們認爲，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，成爲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。
- **財務費用持續減少，所得稅下降：**公司發行了 10 億元人民幣的融資券，期限 365 天，單位面值 100 元人民幣，發行利率 5.45%。該融資券募集資金的用途主要是優化債務結構，將借款由長期調整爲短期。同時，目前銀行貸款利率 7 點多，而發行的債券利率低 2 點左右，此外，受益於兩稅合併，公司 08 年所得稅將下降到 25%，淨利潤有望提高。
- **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，我們認爲，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，都有可能近一步提升油價，因此，我們調低了公司的目標價。
- **目標價下調至 6.69 港元，調低評級爲持有：**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，降低投資評級爲持有。

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@6.3港元(倍)	24	17	16	14	14
每股股息(人民币元)	0.19	0.24	0.25	0.28	0.30
股息现价比率(%)	3.43	4.33	4.57	5.10	5.36

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現

資料來源：彭博

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

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	5,955	6,304	6,675
营业税	(121)	(152)	(227)	(190)	(201)
营业额	3,926	5,069	5,728	6,114	6,474
经营成本	(1,695)	(2,176)	(2,756)	(2,976)	(3,214)
其他收入	40	59	0	59	59
营业利润	2,270	2,952	2,972	3,197	3,319
财务开支	(455)	(512)	(564)	(535)	(509)
联营公司	130	139	130	139	139
管理费用	(182)	(129)	(141)	(156)	(171)
税前盈利	1,763	2,450	2,397	2,645	2,778
所得税	(549)	(770)	(620)	(665)	(698)
少数股东应占利润	(39)	(38)	(42)	(45)	(48)
净利润	1,175	1,642	1,735	1,935	2,032
折旧及摊销	755	820	902	992	1,091
EBITDA	3,026	3,772	3,874	4,189	4,410
每股盈利(元)	0.23	0.33	0.34	0.38	0.40
增长					
总收入 (%)	86.0%	29.1%	13.0%	6.7%	5.9%
EBITDA (%)	90%	24.7%	2.7%	8.1%	5.3%
每股收益 (%)	76.5%	39.8%	5.6%	11.5%	5.0%

财务分析

	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	57.8%	58.2%	51.9%	52.3%	51.3%
EBITDA 利润率(%)	77.1%	74.4%	67.6%	68.5%	68.1%
净利率(%)	29.9%	32.4%	30.3%	31.6%	31.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	4.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%
实际税率 (%)	31.1%	31.4%	25.9%	25.1%	25.1%
股息支付率 (%)	81.5%	73.6%	73.6%	73.6%	73.6%
库存周转	78	165	190	186	183
应付账款天数	58	54	45	44	43
应收账款天数	8.3	7.4	7.1	7.4	7.7
财务状况					
负债/权益	0.73	0.68	0.67	0.61	0.58
收入/总资产	0.15	0.21	0.24	0.25	0.26
总资产/股本	1.76	1.71	1.70	1.64	1.62
盈利对利息倍数	5	6	5	6	7

资产负债表

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
现金	796	1,129	636	573	995
应收账款	93	107	118	130	143
存货	22	13	15	16	18
预付租金和其他	38	149	123	75	5
总流动资产	949	1,399	892	793	1,160
固定资产					
固定资产	22,460	21,552	22,892	23,106	23,236
联营公司投资	1,566	1,604	1,604	1,525	1,459
其他长期资产	1,450	11	(295)	(425)	(425)
总资产	26,425	24,566	25,093	24,999	25,430
短期负债					
应付帐款	271	324	340	357	375
应付工程款	1,609	939	1,063	1,135	1,202
短期银行借款	4,510	4,754	5,228	4,928	5,096
其他短期负债	141	498	456	572	644
总短期负债	6,531	6,514	7,087	6,992	7,316
长期银行贷款	4,437	3,284	2,784	2,304	1,874
其他长期负债	0	1	0	2	4
总负债	10,968	9,800	9,872	9,298	9,195
少数股东权益	428	429	451	473	497
股东权益	15,030	14,337	14,770	15,228	15,738
负债权益合计	26,425	24,566	25,092	24,999	25,430

现金流量表

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
EBITDA	3,026	3,772	3,874	4,189	4,410
融资成本	(455)	(512)	(564)	(535)	(509)
营运资金变化	(13)	77	4	4	3
其他	(150)	(103)	(196)	(201)	(262)
所得税	(470)	(595)	(620)	(665)	(698)
营运现金流	1,937	2,639	2,498	2,791	2,945
资本开支	(1,208)	(794)	(874)	(883)	(888)
其他投资活动	126	156	186	199	216
投资活动现金流	(1,082)	(638)	(688)	(684)	(672)
长期借款变化	(508)	(950)	(805)	(667)	(542)
少数股东股息	0	0	0	0	2
短期借款变化	148	244	(500)	(200)	0
股息及利息	(773)	(986)	(998)	(1,304)	(1,308)
其他融资活动	0	24	(1)	0	(2)
融资活动现金流	(1,133)	(1,668)	(2,303)	(2,170)	(1,850)
现金变化	(278)	333	(493)	(63)	422
期初持有现金	1,074	796	1,129	636	573
期末持有现金	796	1,129	636	573	995

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、美國地區及美國籍人士發放

鐵路行業投資策略及重點公司點評

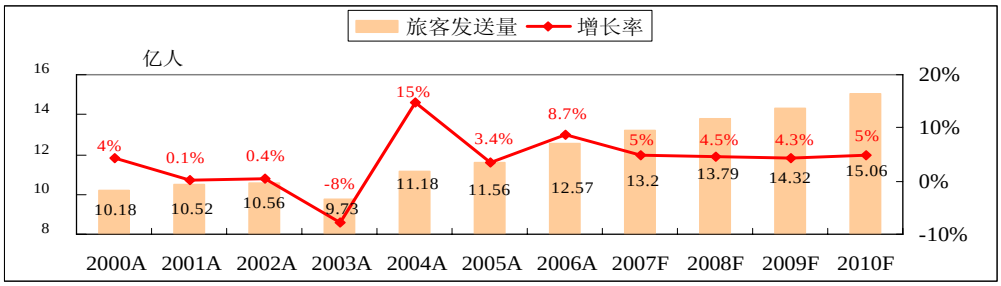
鐵路行業 08 年上半年業績回顧

07 年客運運輸量和客運周轉量比去年同期有顯著提高

07 年全國鐵路完成貨運總發送量（含行包運量）31.4 億噸，比上年增加 2.6 億噸，增長 9.0%；完成貨運總周轉量 23,797 億噸公里，比上年增加 1,842.6 億噸公里，增長 8.4%。全國鐵路完成旅客發送量 13.6 億人，比上年增加 1 億人，增長 8.0%；其中直通旅客發送量 5.3 億人，比上年增加 0.5 億人，增長 10.4%，占旅客總發送量比重爲 38.9%。完成旅客周轉量 7,216.3 億人公里，比上年增加 594.2 億人公里，增長 9.0%。

預計 2010 年鐵路旅客發送量、貨物發送量將分別達到 15 億人次、35 億噸左右，旅客、貨物周轉量將分別達到 8,000 億人公里、27,000 億噸公里。

圖 11：2000 年-2010 年旅客發送量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

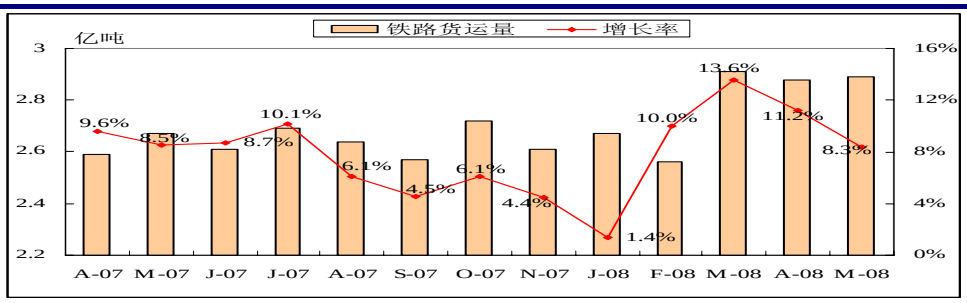
07 年國家鐵路和合資鐵路的路網建設大中型項目完成投資 1,744.8 億元

07 年國家鐵路和合資鐵路的路網建設大中型項目完成投資 1,744.8 億元，其中，複綫及擴能完成投資 236.4 億元、電氣化鐵路完成投資 59.6 億元、樞紐及客站完成投資 148.6 億元、新建鐵路完成投資 1,300.2 億元，分別占 13.6%、3.4%、8.5%和 74.5%。

08 年前 5 個月貨運量先降後升

受雪災的影響，今年鐵路第一季度的貨運量及貨運發送量的增速分別比上年下降 4.5%和 6.9%，四月份開始，貨運量及貨運發送量有所回升。2008 年 1 到 5 月，鐵路總體貨運發送量爲 13.9 億噸，同比增長 8.2%，貨物總周轉量爲 10,444.59 億噸公里，同比增長 6.4%，增速較去年分別下降 2.5%和 3.6%。旅客發送量 6.02 億人，同比增長 12.2%，旅客周轉量爲 3,370.52 億人公里，同比增長 8.6%。

圖 12：2007 年-2008 年貨運發送量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

鐵路行業固定資產投資的力

07 年鐵路基建投資沒有完成計畫任務，原計劃是完成 2,560 億元，實際完成量僅

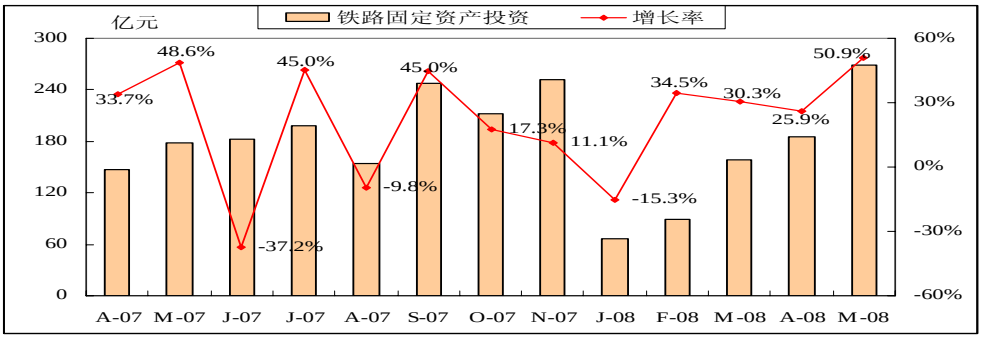
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

度將加大

爲 61%。

如我們之前預計的一樣，今年鐵路行業固定資產投資的力度將加大，前 5 個月總計投資 767.1 億元，同比增長 29.8%，增速較去年大幅上升 28.7%。

圖 13：2007 年-2008 年鐵路固定資產投資及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

運力嚴重不足將成爲國民經濟發展的瓶頸

我國鐵路運力緊張，中國約占世界鐵路整體運輸量的 24%，而鐵路里程只爲世界鐵路總里程的 6%，因此，我國的貨運密度非常高，達到 2,750 萬噸/公里，遠高於美國的 920 萬噸/公里及日本的 110 萬噸/公里。我國目前的鐵路運載努力僅能滿足國內需要的 40%，運力嚴重不足將成爲國民經濟發展的瓶頸。

長期看好廣深鐵路

2007 年廣深鐵路的業績保持穩定增長，收購廣坪線後，營運里程擴大一倍。收入的運力來源於貨運量及客運量的提升，以及票價的上漲。廣深鐵路年度表現未能強於大盤，一方面是由於交通行業的防禦性特點決定的，一方面也因爲今年廣深四線的施工影響了盈利能力。而在 08 年的第一季度，雪災及春運對公司的負影響，使公司市場表現不及大盤。基於公司的基本面情況，我們預計公司 08,09 年的收益將能夠得到穩定的增長，長期看好廣深鐵路。

大規模投資正在進行，改革趨勢已經形成

“十一五規劃”對全國鐵路基礎設施的投入預計爲“十五”期間投入金額的四倍

國民經濟和社會發展對鐵路運輸提出了更高要求。爲滿足需要，維持增長，在“十五規劃”中，鐵道部對全國鐵道基礎設施的投入爲 3,500 億人民幣，在“十一五規劃”中，鐵道部對全國鐵路基礎設施的投入預計將達到 1.25 萬億元，爲“十五”計畫中投入金額的四倍。同時，根據國務院制定的中長期鐵路網規劃，到 2020 年底，全國鐵路營業里程將達到 10 萬公里。

表 10：全國鐵路建設目標

全国铁路建设目标	单位	十五期末	十一五期末	2020年	十一五相比十五增量
铁路总里程	万公里	7.5	8.5	10	1
复线铁路	万公里	2.5	3.5	5	1
电气化铁路	万公里	2	3.5	5	1.5
客运专线	万公里		0.5	1.2	0.5

資料來源：政府公告

鐵路行業具有跨越式發展的機遇

在“十一五”期間,每年所需的投入資金爲 2,500 億元，資金缺口巨大。因此，按照“存量換增量”的思路，選擇一批資產邊界相對清晰、贏利能力較強的優良鐵路資產進行重組改制，積極推進鐵路企業股改上市，實現持續融資、滾動發展。加大資本市場融資規模，構建持續滾動融資發展機制。鐵路行業具有跨越式發展

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

的機遇。

廣深鐵路是重要的融資平臺

廣深鐵路和大秦鐵路是重要的融資平臺，在鐵路建設資金緊張的情況下，可利用它們作爲再融資的平臺，收購優質資產，繼續外延式擴張。

目前，廣深鐵路的大股東廣鐵集團，擁有 4,339.9 公里的營業鐵路，優質資產約爲人民幣 760 億元， 廣深鐵路很有可能先收購廣深鐵路的資產，然後收購武廣客運專線，實現大區域性鐵路公司整體上市。

鐵路行業的其他關注點

鐵路行業受益於成品油價格上漲

廣深鐵路目前是全電氣化的，整個用電用油的成本占總成本的比例不超過 5%，油價及電價上漲對它的影響並不大。而成品油價格的上漲，對廣深鐵路是利好，在高油價的情況下，鐵路將分流公路和航空的客運量和貨運量。

提升貨運價格，對鐵路行業影響正面

爲疏導成品油價格調整對鐵路運輸成本的影響，發改委決定調整鐵路貨物統一運價。將整車“基價 1（車輛始發和終到作業費）”的範圍調整到從 5.7 元/t－－14.8 元/t（原來爲 5.6 元/t－－14.6 元/t），“基價 2（車輛運行途中運行作業費）”的範圍每噸公里 0.0336 元－－0.0765 元（原來爲 0.0288－－0.0704）。集裝箱 1 噸箱“基價 1”由 10 元調到 10.1 元，“基價 2”由 0.0336 元調到 0.0369 元.

整體貨運價格提升比例爲 7%，對鐵路行業的影響爲正面。

行業前景正面

給予鐵路公司優於大市評級

在“十一五規劃”中，國家把鐵路事業放在交通基建行業的首位，充分顯示國家想打破鐵路對經濟發展的瓶頸制約。“十一五”時期是加快鐵路發展的戰略機遇期。現在，鐵路的建設跟不上我國日益擴大的對煤炭及集裝箱運輸的需求。因此，需要根據煤炭行業發展規劃，結合鐵路煤炭運輸徑路的實際，通過建設客運專線實現客貨分線和對既有煤運通道進行擴能改造，形成鐵路煤運通道 18 億噸的運輸能力。同時，在北京、上海、廣州等省會城市及港口城市佈局並建設 18 個集裝箱中心站和 40 個左右靠近省會城市、大型港口和主要內陸口岸的集裝箱辦理站，發展雙層集裝箱運輸通道，使中心站間具備開行雙層集裝箱列車的條件。

我們預計，最近 10 年是鐵路行業高速發展的黃金時期，給予鐵路公司 2008 年優於大市的評級。

我們對鐵路行業的評價是

買入：廣深鐵路（0525）

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

廣深鐵路（0525，買入）

公司業績平穩增長，將受益於成品油漲價

- **成品油價格上漲對公司影響爲正面：**發改委於6月20號將成品油的價格上調，其中汽油和柴油的價格上升人民幣1,000元/噸。鐵路、公路、航空單位運輸量能耗比爲1：8：11，在油價長期上漲的趨勢中，相比汽車、航空，鐵路運輸更有成本優勢鐵路將分流公路和航空業的客運量和貨運量。廣深鐵路目前是全電氣化的，整個用電用油的成本占總成本的比例不超過10%，我們預計它將受益於成品油價格的提升。
- **廣深城際車恢復性增長：**由於去年上半年修建廣深四線，影響了客運量，今年廣深四線投入運營後，實現了高速和普速，客運和貨運的分線運輸，廣深線“和諧號”動車組增加到每日開行100對，前四個月的客運量同比去年有50%左右的增長，票價則由過去的人民幣65-75元提升到了80-85元。我們預計廣深城際車全年的收入同比去年有40%的增長。
- **預計直通車和長途車收入與去年基本持平：**公司的廣九直通車，持續受益於日以頻繁的廣東和香港的交流最近幾年都沒有新增車輛，在深圳和香港的通關更加方便的情況下，部分客流被分流到了先走廣深線，然後由羅湖出關。我們預計今年直通車的收入同比有3% 的增長。而今年將新增廣州到鄭州的長途車，考慮雪災的影響，預計長途車收入和去年持平。
- **南方雪災對全年利潤影響爲10%：** 2008年初在中國南方發生的雨雪災害， 使廣深鐵路的長途車受影響較大，長途車在2月份的客運量同比去年下降46%。我們在綜合考慮雪災對收入及成本的影響後，認爲會對今年的利潤有10%左右負面影響。
- **目標價下調至 4.77 港元，維持買入評級：**基於新的資訊及現金流折現法，我們將目標價下調在 4.77 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 19 倍和 09 年預期每股盈利的 17 倍，目標價與現價相比，有 39%的上升空間，維持投資評級爲買入。

盈利摘要

截止 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(人民币百万)	3,594	10,509	11,611	12,507	13,388
变动(%)	*9.69%*	*192.35%*	*10.49%*	*7.72%*	*7.05%*
净利润(人民币百万)	772	1,431	1,579	1,739	1,876
每股盈利(人民币元)	0.17	0.20	0.22	0.25	0.26
变动(%)	*17.09%*	*13.56%*	*8.10%*	*7.97%*	*5.67%*
市盈率@3.44港元(倍)	17.3	15.0	13.6	12.3	11.4
每股股息(人民币元)	0.08	0.08	0.09	0.10	0.10
股息现价比率(%)	2.6	2.6	2.9	3.2	3.5

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現

來源：彭博

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

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
收入	3,594	10,509	11,611	12,507	13,388
营业支出	(2,694)	(8,793)	(9,572)	(10,222)	(10,844)
营业利润	901	1,715	2,039	2,285	2,544
其他收入	65	50	50	50	50
财务开支	(16)	(98)	(128)	(121)	(145)
联营公司	(28)	2	(5)	(5)	(5)
税前盈利	921	1,669	1,956	2,209	2,444
所得税	(149)	(232)	(372)	(464)	(562)
少数股东应占利润	0	(5)	(5)	(6)	(6)
净利润	772	1,431	1,579	1,739	1,876
折旧及摊销	334	1,007	1,400	1,400	1,400
EBITDA	1,235	2,722	3,439	3,685	3,944
每股盈利（元）	0.17	0.20	0.22	0.25	0.26
增长					
总收入（%）	9.7%	192.4%	10.5%	7.7%	7.0%
EBITDA（%）	17.0%	120.5%	26.3%	7.2%	7.0%
每股收益（%）	17.1%	13.6%	8.1%	8.0%	5.7%

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（%）	25.1%	16.3%	17.6%	18.3%	19.0%
EBITDA 利润率（%）	34.3%	25.9%	29.6%	29.5%	29.5%
净利率(%)	21.5%	13.6%	13.6%	13.9%	14.0%
营运表现					
实际税率（%）	16.2%	13.9%	19.0%	21.0%	23.0%
股息支付率（%）	45.8%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%
库存周转	40.2	57.2	63.6	69.3	75.0
应付账款天数	227.1	67.6	65.8	35.2	33.9
应收账款天数	9.5	4.9	4.3	3.8	3.5
财务状况					
负债/权益	0.20	0.26	0.28	0.23	0.23
收入/总资产	0.15	0.39	0.41	0.44	0.47
总资产/股本	1.21	1.26	1.28	1.23	1.24
盈利对利息倍数	56	17	16	19	18

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
现金及等价物	5,852	2,352	2,834	3,471	4,138
应收账款及其他	95	144	139	134	129
存货	67	154	151	148	145
其他	502	142	1,088	938	371
总流动资产	6,515	2,791	4,212	4,691	4,783
固定资产	11,455	22,310	22,480	21,950	22,050
其他	6,373	1,612	1,538	1,544	1,518
总资产	24,343	26,713	28,231	28,184	28,351
短期负债					
应付帐款及其他	1,699	1,651	1,750	999	1,021
预提费用	410	617	450	450	450
其他短期负债	127	90	146	192	237
总短期负债	2,236	2,358	2,346	1,641	1,707
长期银行贷款	1,860	2,850	3,705	3,500	3,600
其他长期负债	27	324	50	50	50
总负债	4,123	5,532	6,101	5,191	5,357
少数股东权益	51	56	50	50	50
股东权益	20,169	21,126	22,080	22,944	22,944
负债权益合计	24,343	26,713	28,231	28,184	28,351

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	1,235	2,722	3,439	3,685	3,944
融资成本	(16)	(98)	(128)	(121)	(145)
营运资金变化	14	(96)	(127)	13	18
其他	(3)	(271)	(25)	(546)	(546)
所得税	(117)	(300)	(372)	(464)	(562)
营运现金流	1,112	1,958	2,787	2,567	2,709
资本开支	(8,425)	(1,024)	(2,399)	(1,200)	(1,500)
其他投资活动	592	(4,562)	80	100	100
投资活动现金流	(7,833)	(5,585)	(2,319)	(1,100)	(1,400)
负债变化	1,860	695	581	(205)	100
上市融资	10,122	0	0	0	0
股息	(521)	(567)	(567)	(625)	(743)
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	11,461	128	14	(830)	(643)
现金变化	4,740	(3,499)	482	637	666
期初持有现金	1,112	5,852	2,352	2,834	3,471
期末持有现金	5,852	2,352	2,834	3,471	4,138

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。