

**买入**

2008年12月12日

**08年下半年主要路段车流量有所回升**

- 08年下半年主要路段车流量有所回升:** 08年前10月,皖通高速的合宁高速公路正在进行的「四改八」扩建工程,该路段的车流量及通行费收入均有下降,但从环比数据看,车流量下降的幅度有所减少,由上半年的下降9%到了目前的1%的水平。宣广高速和连霍高速安徽段公路车流量增速基本稳定,靠近长三角的路段车流量下降较明显。高界高速由于改建工程的影响,车流量的增速有一定的放缓,受宁淮高速公路天长段的分流影响,205国道天长段的车流量和收入有所下降。
- 成品油价税费改革对公司影响正面:** 12月5日,国家发改委、财政部、交通运输部、国家税务总局联合发布公告,就《成品油价税费改革方案》公开征求意见,燃油税汽油每升征收1元,柴油每升0.8元,是在现在现有的油价里面的,也就是说,提高成品油单位税额后现行汽柴油价不提高,反而减去了养路费的支出,这对公司是正面影响。
- 当前股价具有较好的安全边际:** 公司当前股价相当于08年6倍市盈率,处于从97年亚洲金融危机到现在的最低水平。现价和净资产有23%的折让,而股息率已经为12.2%,远高于银行存款利率,具有较强的吸引力,建议投资者关注。
- 目标价下调至3.65港元,维持买入评级:** 基于现金流折现法,我们下调目标价至3.65港元。该目标价格相当于08年预期每股盈利的8倍和09年预期每股盈利的10倍,该目标价与现价相比,有36%的上升空间,维持投资评级为买入。

**张薇**

86755-33367015

Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

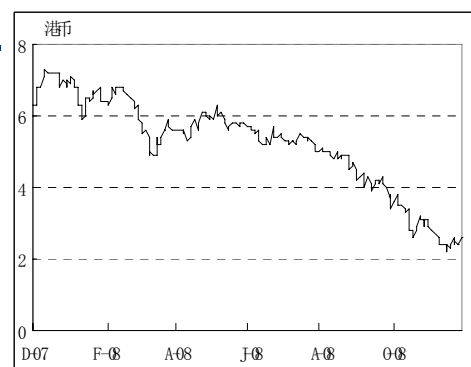
行业	交通运输
股价	2.68 港元
目标价	3.65 港元 (+36%)
股票代码	0995
已发行股本	4.93 亿股
市值	13.21 亿港元
52周高/低	7.38-2.18 港元
每股净资产	3.49 港元
主要股东	安徽省高速公路总公司 (31.27%) 华建交通经济开发中心 (20.92%)

★ 1港元=0.87元人民币

**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	2,831	2,510	2,417
变动(%)	0%	2%	68%	-11%	-4%
净利润(人民币百万)	932	471	670	546	614
每股盈利(人民币元)	0.56	0.28	0.40	0.33	0.37
变动(%)	36%	-49%	42%	-18.5%	12.5%
市盈率 @2.68港元 (倍)	42	8.2	5.8	7.1	63
每股股息(人民币元)	0.25	0.20	0.28	0.23	0.26
股息率(%)	10.72%	8.58%	12.20%	9.94%	11.19%

资料来源: 公司信息, 第一上海预测

**股价表现**


资料来源: 彭博

## 08 年下半年主要路段车流量有所回升

从环比数据看，各路段车流量下降的幅度有所减少

08 年前 10 月，皖通高速的合宁高速公路正在进行的「四改八」扩建工程，该路段的车流量及通行费收入均有下降，但从环比数据看，车流量下降的幅度有所减少，由上半年的下降 9% 到了目前的 1% 的水平。宣广高速和连霍高速安徽段公路车流量增速基本稳定，靠近长三角的路段车流量下降较明显。各主要路段车流量的增速比上半年都有了明显的上升。其他路段的车流量都有不同比例的上升，高界高速由于改建工程的影响车流量的增速有一定的放缓，受宁淮高速公路天长段的分流影响，205 国道天长段的车流量和收入有所下降，我们预计第 4 季度分流影响将持续。

安徽省前三季度全省生产总值 6296 亿元，比上年同期增长 13.4%，增幅同比回落 0.5 个百分点，但仍为近 11 年来同期次高水平，全省经济保持稳定较快增长。我们预计，09 年经济放缓，处于沿海地区的高速公路，受区域内进出口货物的运输的减少，以及中小企业倒闭的影响，09 年面临车流量进一步下降的风险，而安徽处于内陆省份，其经济受影响程度少于沿海地区，其车流量受经济的影响将少于宁沪高速及沪杭甬高速公路。而总投资额达 29.34 亿元的合宁高速与高界高速 4 改 8 扩建将分别于 09 年四季度及年底完工，会影响明年的车流量。

表 1: 2008 年第 10 月各路段通行费收入

公司	路段	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
皖通高速	合宁高速公路	-15%	-18%	-7%	-1%	4%	-5%	11%	1%	7%	-1%
	连霍公路安徽段	-17%	-1%	-4%	-1%	7%	22%	32%	11%	8%	-1%
	高界高速公路	-2%	1%	5%	3%	1%	0%	2%	-5%	-4%	-10%
	宣广高速公路	-8%	-3%	5%	3%	7%	11%	13%	8%	0%	8%
	宁淮高速天长段	32%	19%	26%	23%	28%	15%	14%	3%	9%	4%
	205 国道天长段	-22%	-30%	-19%	-19%	-21%	-19%	-19%	-25%	-31%	-33%

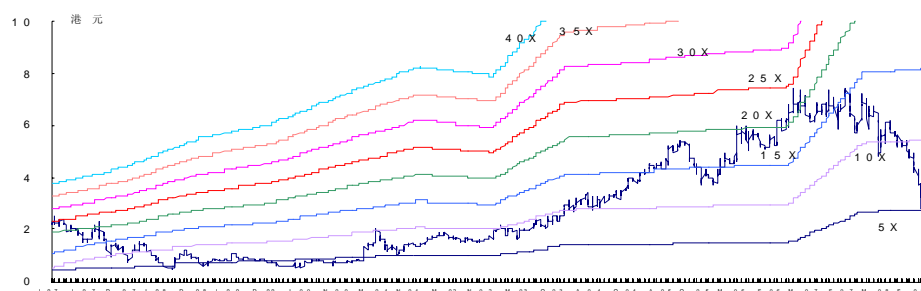
资料来源：公司信息，第一上海

## 当前股价具有较好的安全边际

当前股价具有较好的安全边际

公司当前股价相当于 08 年 6 倍市盈率处于从 97 年亚洲金融危机到现在的最低水平，现价和净资产有 23% 的折让，而股息率已经为 12.2%，远高于银行存款利率，具有较强的吸引力，我们建议投资者关注。

图 1: 皖通高速 1997 年---2008 年 PE 区间



资料来源：公司信息，第一上海

## 估值

下调目标价至 3.65 港元，维持评级为买入

基于现金流折现法，我们下调目标价至 3.65 港元。该目标价格相当于 08 年预期每股盈利的 8 倍和 09 年预期每股盈利的 10 倍，该目标价与现价相比，有 36% 的上升空间，我们维持投资评级为买入。

## 主要财务报表

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	1,656	1,689	2,831	2,510	2,417	<b>盈利能力</b>					
营业税	(50)	(51)	(85)	(75)	(73)	经营利润率 (%)	73.8%	76.3%	43.6%	43.8%	50.7%
营业额	1,606	1,638	2,746	2,435	2,345	EBITDA 利润率 (%)	89.8%	91.1%	55.1%	58.0%	66.4%
经营成本	(390)	(349)	(1,524)	(1,349)	(1,130)	净利率 (%)	56.3%	28.1%	21.5%	21.8%	25.4%
其他收入	5	(0)	12	13	10						
营业利润	1,221	1,288	1,234	1,099	1,225	<b>营运表现</b>					
财务开支	(94)	(2)	(8)	(9)	(8)	SG&A/收入 (%)	5.5%	5.7%	3.6%	4.2%	4.6%
联营公司	0	1	1	1	1	实际税率 (%)	8.8%	46.4%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用	(92)	(97)	(101)	(107)	(112)	股息支付率 (%)	44.5%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%
税前盈利	1,036	1,191	1,126	984	1,106	库存周转	135.6	117.1	464.4	373.7	284.6
所得税	(91)	(552)	(281)	(246)	(276)	应付账款天数	465.9	600.6	151.5	188.2	247.1
少数股东应占利润	(12)	(165)	(234)	(191)	(215)	应收账款天数	3.4	3.3	2.2	2.7	3.1
净利润	932	474	610	547	614						
折旧及摊销	266	249	326	358	380	<b>财务状况</b>					
EBITDA	1,487	1,538	1,559	1,456	1,604	负债/权益	0.42	0.50	0.58	0.59	0.59
每股盈利 (元)	0.562	0.284	0.404	0.330	0.370	收入/总资产	0.21	0.20	0.31	0.26	0.25
增长						总资产/股本	1.43	1.54	1.62	1.63	1.63
总收入 (%)	7.4%	2.0%	67.6%	-11.3%	-3.7%	盈利对利息倍数	13	702	154	127	149
EBITDA (%)	13%	3.4%	1.4%	-6.6%	10.2%						
每股收益 (%)	35.8%	-49.4%	42.2%	-18.3%	12.3%						
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 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	400	407	283	190	290	EBITDA	1,487	1,538	1,559	1,456	1,604
应收账款	16	15	17	19	20	融资成本	(94)	(2)	(8)	(9)	(8)
存货	3	3	3	4	4	营运资金变化	10	39	59	65	71
总流动资产	419	426	303	212	314	其他	(60)	(162)	(164)	(175)	(176)
固定资产						所得税	(311)	(318)	(281)	(246)	(276)
固定资产	7,268	7,917	8,736	9,411	9,475	营运现金流	1,032	1,095	1,165	1,091	1,214
联营公司投资	6	7	23	23	23	资本开支	(713)	(779)	(1,100)	(900)	(650)
其它长期投资	18	18	18	18	18	其他投资活动	(946)	(13)	4	4	4
总资产	7,711	8,368	9,080	9,664	9,831	投资活动现金流	(1,659)	(792)	(1,096)	(896)	(646)
短期负债						贷款变化	911	129	139	184	(83)
应付帐款	497	575	632	696	765	派发股息	(464)	(426)	(332)	(472)	(385)
其他短期负债	9	208	106	93	104						
短期借款	1,261	1,390	1,529	1,651	1,569	融资活动现金流	446	(297)	(193)	(288)	(468)
总短期负债	1,768	2,173	2,267	2,440	2,438						
其他长期负债	482	557	970	1,067	1,136	现金变化	(181)	6	(124)	(93)	100
总负债	2,250	2,730	3,237	3,506	3,574	汇率影响	0	1	0	0	0
少数股东权益	65	219	227	239	243	期初持有现金	581	400	407	283	190
股东权益	5,396	5,419	5,617	5,918	6,013	期末持有现金	400	407	283	190	290
负债权益合计	7,711	8,368	9,080	9,664	9,831						

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

### 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。

©2008 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。