



上市公司年报点评

交通运输—高速公路

增 持 维持

皖通高速 (600012)

2009 年 3 月 9 日

维持 09、10 年盈利预测

3 月 6 日收盘价: 4.59 元, 当前合理估值: 5.30 元

交通运输行业高级分析师: 马 婴
maying@htsec.com
021-23219408

交通运输行业核心分析师: 钮宇鸣
ymniu@htsec.com
021-23219420

交通运输行业助理分析师: 钱列飞
qianlf@htsec.com
021-23219104

公司实现基本每股收益 0.417 元, 同比增长 30.72%。2008 年公司实现营业收入 16.90 亿元, 同比增长 0.04%; 利润总额 9.87 亿元, 同比下降 12.13%; 归属于股东的净利润 6.92 亿元, 同比增长 30.59%; 基本每股收益 0.417 元, 与我们此前预测的 0.41 元基本一致。公司董事会提议进行 08 年业绩分配, 每 10 股派现金股息人民币 2.30 元 (含税), 分红率为 55.16%。

表 1 公司财务摘要

项目	2006	2007	2008	07-08 同比
营业收入 (千元)	1654873	1688879	1689557	0.04%
归属于上市公司股东的净利润 (千元)	815428	529771	691802	30.59%
基本每股收益 (元)	0.49	0.32	0.42	30.72%
净资产收益率 (全面摊薄, %)	18.03	11.42	13.84	提升 2.42 个百分点
每股经营现金流 (元)	0.66	0.70	0.62	-11.43%

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司利润总额出现大幅下滑, 主要是由于: (1) 2008 年初雪灾导致公路维修费用增长和服务区经营方式的变化导致其他业务成本增长; (2) 职工薪酬的增长, 使公司管理费用大幅提高 35.88%; (3) 根据 2007 年度宣广公司的二届九次董事会决议, 自 2007 年度起分派的折旧及摊销款应优先偿还宣广公司本身的短期借款后再按公司与宣城高管投资协议中规定的利润分配方式进行分配。由于变更后公司的长期应付款还款进度较原还款进度有实质性修改, 于 2007 年度公司根据前述准则的规定于决议日终止确认原金融负债, 并按照原金融负债的实际利率重新确认一项金融负债。新确认的金融负债和原金融负债账面价值的差异计入 2007 年度损益。此项调整变化导致 2008 年度财务费用较 2007 年度增加 67198 千元。

公司净利润增长主要是由于: (1) 所得税率由 2007 年的 33% 下调至 25%; (2) 2007 年公司所得税费用中包括了补缴的 2006 年度所得税费用 (合计 14955 万元)。

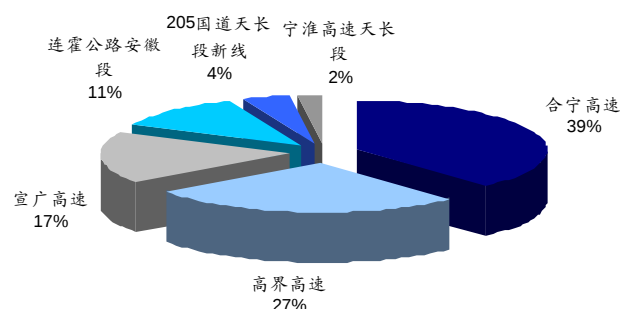
08 年公司通行费收入 16.10 亿元, 同比下降 2.52%。年初的雪灾、宏观经济增速下滑、部分道路改扩建等因素对公司旗下路产造成了不同程度的负面影响。其中, 合宁、高界高速全年车流量同比分别下滑 2.97% 和 2.11%, 通行费收入则分别下降 6.99% 和 1.69%。受东部地区经济活跃度减弱影响, 合宁高速公路货车占比下滑了 2 个百分点, 单车收入较去年同期减少约 5 元/辆, 使得该路产通行费收入下降明显, 占公司通行费收入的比重也从去年的 38.09% 下滑至 36.34%。高界高速公路虽然地处皖西南, 但由于正在进行沥青路面改建工程, 对车流量也造成了一定负面影响。宣广、连霍公路安徽段以及宁淮高速天长段受宏观经济下行的负面影响不显著, 车流量和通行费收入均实现了正的增长, 而 205 国道天长段新线车流量延续了前一年大幅下跌的趋势, 全年车流量同比下降 25.10%, 我们认为主要是受 06 年末通车的宁淮高速天长段持续分流的影响。

表 2 皖通公司 08 年各路产经营数据

路产	日均全程车流量（辆）	同比（%）	年通行费收入（千元）	同比（%）	单车收入（元）	同比（%）
合宁高速	13846	-3.24	584984	-6.99	115.43	-4.14
高界高速	9403	-2.37	441550	-1.69	128.30	0.41
宣广高速	10498	5.02	298253	4.41	77.62	-0.86
连霍高速安徽段	7281	3.00	198115	7.30	74.34	3.88
宁淮高速天长段	11061	16.70	42772	17.54	10.56	0.38
205 国道天长段新线	5980	-25.09	43908	-33.90	20.06	-12.02

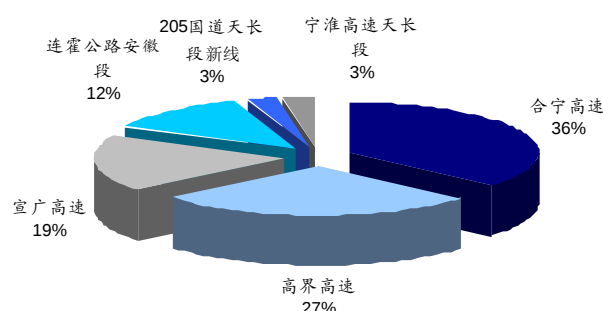
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 2007 年公司通行费收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 2008 年公司通行费收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公路维修费用增加，公司综合毛利率下滑 3.57 个百分点。2005 年-2007 年公司毛利率维持在较高的水平，分别为 69.26%、72.14%和 74.02%。2008 年初的雪灾使公路维修成本增加，公司综合毛利率水平降至 70.45%，低于我们此前预计的 74.00%，但仍维持在行业内较高的水平。

公路运营公司毛利率水平直接受益于改扩建完工后维修养护费用的减少。2006 年楚天公司旗下的汉宜高速路面沥青加铺工程以及宁沪高速旗下沪宁高速江苏段四扩八项目的全面完工都对所属公司的毛利率产生了提振作用。皖通高速旗下合宁高速公路于 2006 年 9 月启动大蜀山至肥东陇西立交段（42.64 公里）四车道扩建八车道的工程，目前该项工程仍在实施中，将于今年年底前完工；高界高速公路于 2007 年底启动了沥青路面改建工程，也将于年内完工；宣广高速公路南环线于 07 年底完成了路面改建工程。我们预计，年内合宁高速扩建、高界高速沥青路面改建工程的完成，将对未来 3 年公司毛利率水平维持相对高位提供支撑，预计 09 年公司综合毛利率仍将维持在 70%以上。

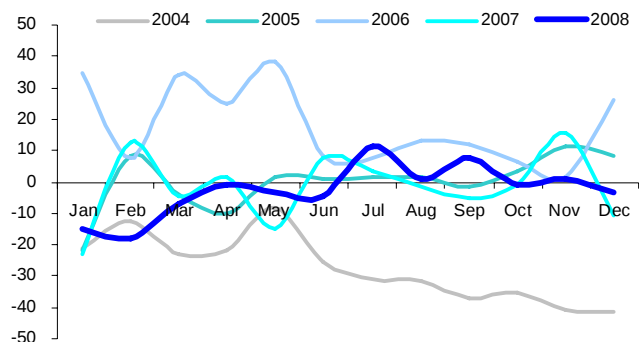
公司积极寻求外延式扩张机会。公司未来资本开支项目主要包括目前正在实施中的合宁高速“四扩八”改建、高界高速公路沥青路面改建、高科技产业园建设，以及预计在今年正式开工的宣城至宁国高速公路项目。前三个项目已分别于 06 年 9 月、07 年底和 07 年初动工，投资概算分别为 19.64 亿元、9.70 亿元 和 1.46 亿元，合计 30.80 亿元，08 年累计完成 21.95 亿元，预计今年年底之前将全部完工。改扩建的完工，将带来公司路产车流量的恢复性增长，此外，公司也在积极寻求外延式扩张机会。

08 年 3 月 7 日公司董事会通过决议，与宣城市交通建设投资有限公司共同投资建设南京-宣城-杭州高速公路安徽段，今年将正式开工建设一期工程宣城至宁国段，该项目的概算总投资为 31.34 亿元，目前处于开办期，08 年已完成投资 1963.10 万元。

盈利预测及投资建议。我们预计 09-10 年通行费收入同比增速为 2.40%、8.02%，维持之前对 09、10 年每股收益 0.40、0.43 元的预测。根据 DCF 估值模型，公司合理估值为 5.30 元，对应 09 年 13 倍的市盈率，我们维持公司“增持”的投资评级。

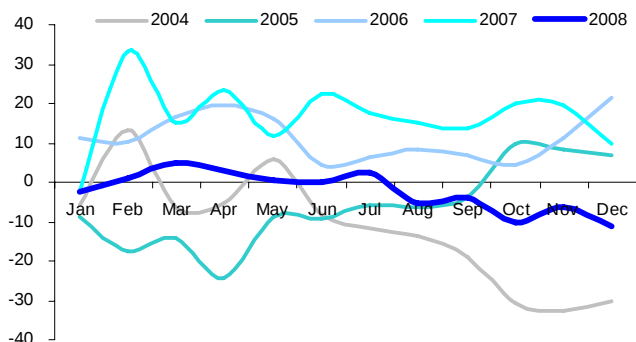
附录： 公司旗下路产车流量增速走势图

图 3 合宁高速车流量同比增速 (%)



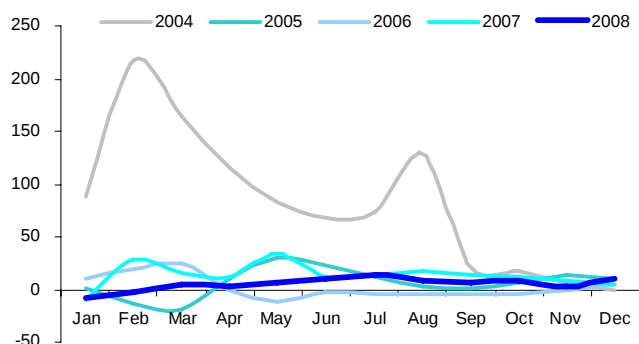
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 4 高界高速车流量同比增速 (%)



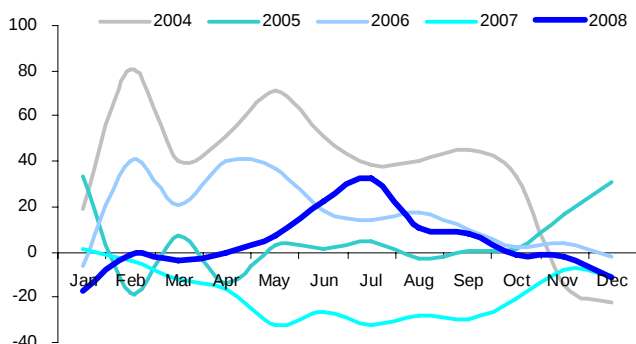
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 5 宣广高速车流量同比增速 (%)



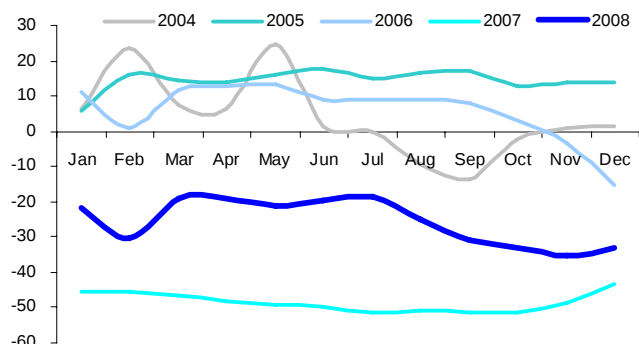
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 6 连霍公路安徽段车流量同比增速 (%)



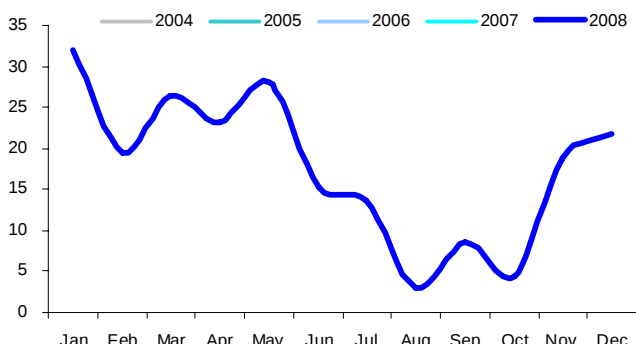
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 7 205 国道天长段新线车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 8 宁淮高速天长段车流量同比增速 (%)



资料来源：公司网站，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

马 婴：交通运输行业高级分析师

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：上海机场、白云机场、深圳机场、南方航空、东方航空、上海航空、大秦铁路、中国国航、上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、楚天高速、皖通高速、赣粤高速。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。