

财务和折旧压力近期显现

研究结论

- 公司 12 月份的经营数据较好，合宁高速通行费收入同比增长 25%，除了基数问题外，扩建完工也增进了车流；宣广高速受益于区域经济发展，去年下半年以来保持稳定的增速，12 月通行费同比增长 22.6%；连霍高速 09 年车流出现较大的波动，主要由于河南往苏北运送电煤车辆出现同比回落，通行费同比收入下降 10%以上，12 月数据缩窄到同比下降 1.09%；高界受改建工程影响，同比增速前高后低，12 月由负转正，5%的增长。
- 高界高速的改造工程于 09 年 6 月全线竣工，工程预算支出 8.3 亿，预计每年增加折旧不到 4000 万；合宁高速大蜀山至陇西立交段四扩八工程也于 09 年三季度完工，投资接近 20 亿，增加每年折旧约 1 个亿出头，两项相加 09 年我们预计增加折旧 6000 万左右，10 年在 09 年的基础上再增加折旧近一个亿。
- 财务费用方面，高界改造和合宁扩建的完工，相关利息费用将不再资本化，09 年三季度，公司共支出利息约 6000 万，其中资本化 2300 万，计入利息费用 3700 万，四季度相关费用将不再资本化，我们预计新增 2000 万财务费用，09 年全年将不到 6000 万，10 年财务费用将接近 8000 万，20 亿公司债券的发行将有利于公司降低财务成本。
- 宁合扩建完工后车道的变化不会带来收费标准的提高，在收费年限能否延长的问题上公司正在积极争取。
- 沿江高速和动车组的影响目前已经基本稳定，随着动车的加密，对于营运客车流的影响会继续，但影响不会太大，铁路客货分离后，货运能力的扩大对于公司货车流的影响是我们以后需要观察的地方。
- 公司近两年的投资主要是宁宣杭项目，全部投资 80 亿。一期宣城至宁国段项目，为宁宣杭高速公路安徽段的一部分，路线全长约 44 公里，项目投资人民币 26.79 亿元，工期三年。
- 皖江战略的规划将建立合肥和芜湖双中心的经济圈，公司的路产除了连霍外均处在规划圈内，安徽地理位置和工业基础将会使其受益于沿海制造业的内迁趋势，皖江战略形成了地方规划和中央战略的对接，长期将会促进安徽的发展，但短期影响有限。
- 我们预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.39、0.41 元，目前股价 7.32 元，09 和 10 年动态市盈率分别为 18.94X 和 18.00X，近期财务费用和折旧的压力将会显现，估值处在合理区间，从长期角度我们维持公司“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐捷

交通运输行业资深分析师

8621-63325888 × 6065

xujie@orientsec.com.cn

章琪

交通运输行业高级分析师

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 1 月 28 日) 7.32

目标价格 (6 个月) 7.38

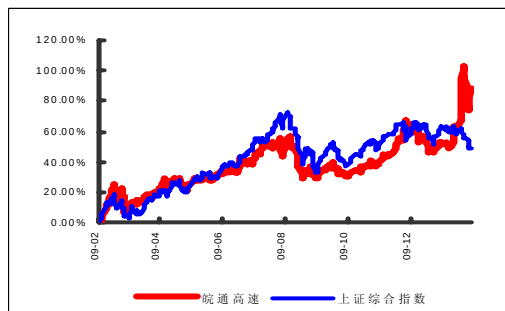
总股本/A 股 (万股) 63172/ 165861

国家/地区 中国

行业 路桥

报告日期 2010 年 1 月 29 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	1690	1708	1872
主营业务利润 (百万)	951	916	964
净利润 (百万)	740	687	723
EBITDA (百万)	1359	1304	1409
每股收益 (元)	0.42	0.39	0.41
每股经营现金流 (元)	0.62	0.53	0.75
市盈率(X)	17.55	18.94	18.00
净资产收益率%	13.84%	12.19%	12.02%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《负面因素有待释放》	2009.03.09
《沿江高速和高铁的影响并未完全释放》	2008.12.09
《沿江高速和高铁的影响即将到来》	2008.08.19
《收到财政返还税款 6000 万》	2008.07.22
《增长放缓，面对宣广公司权益分配调整和城际高铁影响》	2007.04.06

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：皖通高速盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	553	489	522	507	营业收入	1690	1708	1872	2018
现金	531	469	500	485	营业成本	499	557	640	656
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	53	54	59	64
其它应收款	16	16	18	19	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	129	123	131	145
存货	2	3	4	3	财务费用	61	59	78	86
其他	4	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	8034	10273	13060	16261	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	42	31	33	35	投资净收益	4	1	1	1
固定资产	601	1569	1661	1894	营业利润	951	916	964	1067
无形资产	7213	8674	10567	12892	营业外收入	62	0	0	0
其他	178	0	800	1440	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	8587	10762	13582	16769	利润总额	987	916	964	1067
流动负债	3024	5014	7454	10198	所得税	247	229	241	267
短期借款	2225	4326	6669	9356	净利润	740	687	723	801
应付账款	518	404	501	543	少数股东损益	48	46	48	53
其他	281	283	284	298	归属于母公司净利润	692	641	675	747
非流动负债	345	225	202	182	EBITDA	1359	1304	1409	1539
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.39	0.41	0.45
其他	345	225	202	182	主要财务比率				
负债合计	3369	5239	7656	10380	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	220	266	314	368	成长能力	0.0%	1.1%	9.6%	7.8%
股本	1659	1659	1659	1659	营业收入	-16.1%	-3.7%	5.2%	10.8%
资本公积	478	478	478	478	营业利润	30.6%	-7.3%	5.2%	10.8%
留存收益	2862	3121	3475	3885	归属于母公司净利润				
归属母公司股东权益合计	4998	5258	5612	6022	获利能力				
负债和股东权益	8587	10762	13582	16769	毛利率	70.4%	67.4%	65.8%	67.5%
现金流量表					净利率	40.9%	37.5%	36.0%	37.0%
单位:百万元					ROE	13.8%	12.2%	12.0%	12.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	1034	871	1241	1306	资产负债率	39.2%	48.7%	56.4%	61.9%
净利润	740	687	723	801	净负债比率				
折旧摊销	346	329	368	385	流动比率	0.18	0.10	0.07	0.05
财务费用	61	59	78	86	速动比率	0.18	0.10	0.07	0.05
投资损失	-4	-1	-1	-1	营运能力				
营运资金变动	-129	-133	73	35	总资产周转率	0.21	0.18	0.15	0.13
其它	18	-70	0	0	应收账款周转率	-	-	-	-
投资活动现金流	-1245	-2590	-3154	-3585	应付账款周转率	1.10	1.21	1.41	1.26
资本支出	1233	916	1000	1000	每股指标 (元)				
长期投资	-18	-41	2	2	每股收益	0.42	0.39	0.41	0.45
其他	-29	-1715	-2152	-2583	每股经营现金流	0.62	0.53	0.75	0.79
筹资活动现金流	335	1656	1944	2264	每股净资产	3.01	3.17	3.38	3.63
短期借款	835	2101	2342	2687	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	17.55	18.94	18.00	16.25
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.43	2.31	2.16	2.02
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	10	11	10	9
其他	-500	-445	-399	-424					
现金净增加额	124	-62	31	-16					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐捷：交通行业资深分析师

章琪：交通行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn