



上市公司半年报点评

研究报告
交通运输—高速公路

增 持 维持

皖通高速（600012）

2010 年 8 月 16 日

新增摊销、利息支出和养护费用上升拖累公司上半年业绩

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053
ymniu@htsec.com
021-23219420

交通运输行业助理分析师：钱列飞
SAC 执业证书编号：S0850210050004
qianlf@htsec.com
021-23219104

公司半年报基本情况。上半年，公司实现营业收入 10.25 亿元，同比增长 19.61%。其中通行费收入 9.89 亿元，占比 96.5%，同比增长 20.48%；公司营业利润 5.16 亿元，同比增长 1.74%；归属于母公司股东的净利润 3.69 亿元，同比下降 0.67%，扣非后业绩同比下滑 3.32%；上半年公司实现基本每股收益 0.22 元。

表 1 2008 年 3 季度以来主要业绩指标分季度数据

	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入（万元）	42761	41639	44990	40682	44630	46855	50670	51799
营业成本（万元）	13217	11398	12358	11532	14146	16778	15866	16281
毛利率(%)	69.09	72.63	72.53	71.65	68.30	64.19	68.69	68.57
每股收益（元）	0.13	0.09	0.11	0.11	0.10	0.08	0.11	0.12
每股经营性现金流（元）	0.37	0.25	0.17	0.13	0.18	0.20	0.24	0.24

资料来源：公司公告，海通证券研究所

点评：

上半年公司营业利润率同比下滑 8.8 个百分点，我们认为主要由于高界、合宁高速完成沥青路面改建和扩建后新增费用所致；而为迎接下半年全国干线公路大检查，预计公司上半年因此增加了养护费用支出。1 至 6 月份，公司营业成本大幅增长 34.57%，其中折旧及摊销费用为 2.42 亿元，同比增长 42.3%；公路维修养护费用 3496.5 万元，同比增长 21.7%。此外公司上半年财务费用为 7118.2 万元，同比增长 250.31%。我们认为上述三项费用对公司业绩造成较大影响。

2009 年 6 月和 9 月公司分别完成了高界高速沥青路面改造和合宁高速 4 扩 8（42.64 公里）项目，按截至 2010 年 6 月底累计投资额测算，预计将增加约 1.5 亿元的年摊销额，其中合宁高速 1.1 亿元、高界高速约 4000 万元。此外，公司于去年 12 月发行了 5 年期的 20 亿元固定利率债券，因此上半年增加利息支出 5000 万元，上述几项费用合计 2 亿元，相当于 2009 年公司通行费收入的 11.4%。

据悉，2010 年下半年将开展由交通运输部组织的全国干线公路养护管理大检查，这次检查公路范围为通过竣工验收的高速公路和 20% 的国省干线，内容包括公路路况检查和管理规范化检查两部分，我们判断上半年公司为迎接此次检查相应增加了养护费用支出，但养护水平的提高有利于减少公司未来两年主要路产的养护费用。

1 至 6 月份公司通行费同比增长 20.5%，基本符合我们预期，预计下半年增速将放缓，全年公司通行费收入增长 17.6%。受益于去年安徽省民用汽车保有量超过 24% 的增幅，以及上半年经济同比回升，公司路产车流量均实现快速增长。其中去年同期仍在扩建或“白改黑”的合宁和高界高速车流同比增长分别达到 31.8% 和 26.0%，其他四条路产也均有不同涨幅（宣广高速 24.5%；连霍公路安徽段 15.6%；205 国道天长段 21.6%；宁淮高速天长段 14.0%），总体延续了去年下半年以来车流回暖的趋势。由于去年同期基数的原因，预计下半年通行费收入增速将放缓，并判断公司最主要的三条路产

——合宁高速、高界高速和宣广高速 2010 年将分别实现通行费收入 8.15 亿元、5.27 亿元和 4.02 亿元，所有路产合计通行费收入 20.59 亿元，同比增长 17.6%。

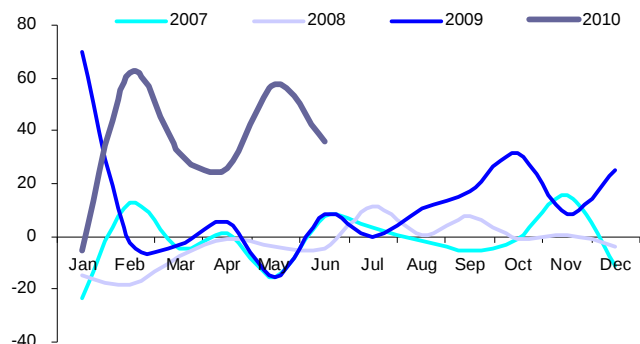
公司在手的宣城至宁国段项目前景值得期待，但通车后短期内费用因素对业绩构成压力。宁宣杭高速公路宣城至宁国段项目，路线全长约 44 公里，项目总投资人民币 26.79 亿元。该项目于 2009 年 9 月全面开工建设，预计于 2012 年 10 月份之前完工，25 年内部回报率约为 10%，我们预期开通初期的车流量在 5000-8000 辆。由于地处浙皖交界，未来南端至杭州段通车后，将主要承接过境车流，参考宣广高速车型结构，我们预计超过 55%的车流贡献来自于货车，可乐观预期未来通车后的长期前景，但通车后受新增摊销和利息支出增加的影响，预计通车初始两年难以盈利。

盈利预测及投资建议。我们预计 2010-2012 年公司通行费收入分别为 20.6 亿元、23.1 亿元和 25.9 亿元，同比分别增长 17.6%、12.4%和 11.7%。其中预计 2010 年归属于母公司的净利润 6.9 亿元，同比增长 2.6%，新增摊销和财务费用限制了公司全年业绩的提升。经测算，2010-2012 年公司全面摊薄 EPS 分别为 0.42 元、0.46 元和 0.53 元。

8 月 13 日公司收盘于 5.69 元，对应 2010 年动态 PE 值为 13.7X，接近行业平均估值水平，维持“增持”的投资评级。

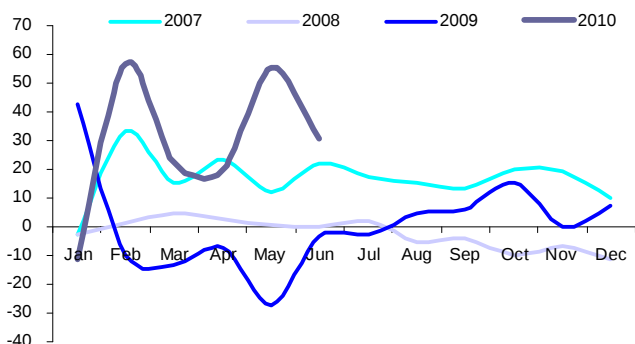
附录 1： 公司旗下路产车流量增速走势图

图 3 合宁高速车流量同比增速（%）



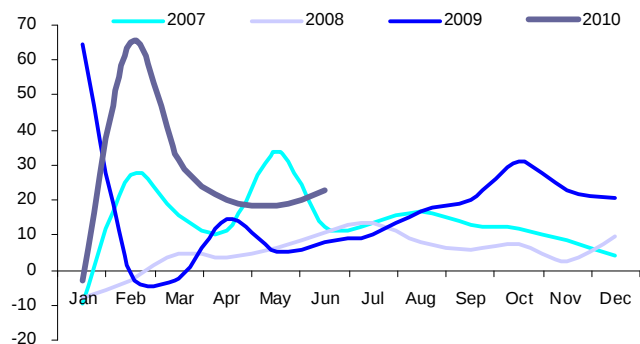
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 4 高界高速车流量同比增速（%）



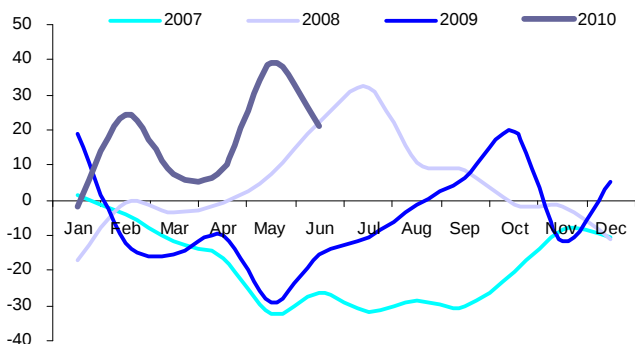
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 5 宣广高速车流量同比增速（%）



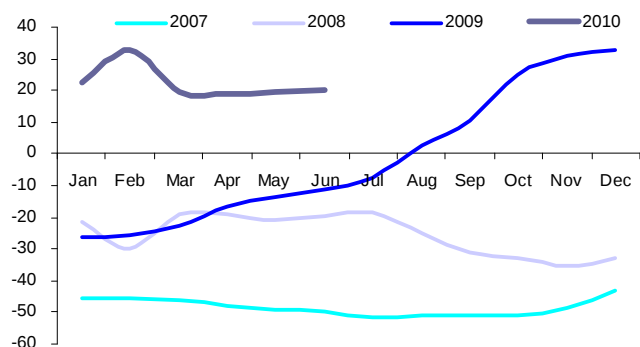
资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 6 连霍公路安徽段车流量同比增速（%）



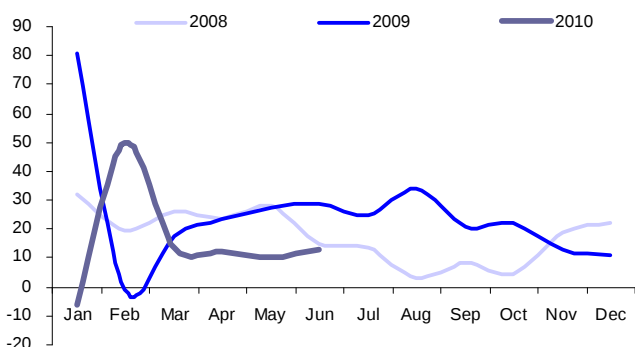
资料来源：公司网站，海通证券研究所

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

附录 2：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	14.01	13.66	12.24	10.81
P/B	1.78	1.69	1.56	1.44
P/S	5.33	4.54	4.04	3.62
EV/EBITDA	9.63	9.43	8.39	7.10

偿债能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债比率	73.09	90.80	83.76	65.52
借款/股东权益	17.81	34.15	31.55	21.77
已获利息倍数	19.50	14.51	16.39	18.31
流动比率	0.63	0.48	0.54	0.74
速动比率	0.63	0.47	0.54	0.73
现金比率	0.67	0.47	0.45	0.58

盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	69.06	64.22	64.15	64.23
息税摊销折旧利润率	74.26	68.29	67.78	68.08
净利润率	38.01	33.22	33.00	33.46
净资产收益率	12.72	12.39	12.77	13.30
资产回报率	11.22	11.10	11.41	11.98
投资回报率	9.22	8.80	9.21	10.24

经营效率指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	-	-	-	-
存货周转率	1.40	1.39	1.52	1.51
总资产周转率	19.51	20.65	21.40	22.46
固定资产周转率	302.26	352.54	390.30	451.08

盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入增长率	4.85	17.43	12.33	11.68
主营利润增长率	2.53	8.73	12.19	11.84
EBIT 增长率	1.52	7.30	12.95	11.76
EBITDA 增长率	-3.17	7.99	11.49	12.16
净利润增长率	-2.65	2.62	11.57	13.25

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	177156	208026	233666	260962
主营业务成本	54813	74434	83774	93339
主营业务利润	116555	126727	142182	159012
营业费用	0	0	0	0
管理费用	14181	16642	18693	20877
利润总额	95080	97774	110538	125185
EBIT	102758	110257	124538	139185
折旧摊销	28796	31808	33848	38466
EBITDA	131554	142064	158386	177651
投资收益	384	171	1050	1050
其他营业外收入	824	1719	0	0
所得税	22036	23466	27635	31296
少数股东损益	5698	5202	5803	6572
净利润	73043	74309	82904	93888
毛利率（%）	69.06	64.22	64.15	64.23
每股收益（元）	0.41	0.42	0.46	0.53

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	104297	135159	158602	189068
应收款项	1909	2114	2114	2114
存货	239	336	373	410
流动资产	106845	138039	161522	192027
固定资产	57140	60876	58860	56844
总资产	957369	1057007	1126319	1197713
应付帐款	49129	62408	70100	78289
长期借款	0	0	0	0
长期负债	233813	213055	213055	213055
总负债	404274	503016	513403	474101
少数股东权益	23640	27885	30185	32816
股东权益	553094	585578	633880	689132
每股净资产（元）	3.19	3.36	3.64	3.96

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	67345	69107	77101	87316
折旧摊销	28796	31808	33848	38466
营运资金变动	8228	-17667	-10347	-10660
经营活动现金流	97166	136867	135217	151129
固定资产投资	-2940	3736	-2016	-2016
无形资产投资	44400	32848	86918	42716
资本支出	99064	79167	79167	79167
投资活动现金流	-83235	-111639	-122676	-127967
公司自由现金流	445	54103	58433	74348
股权自由现金流	375193	97138	101559	117475
债务变化	73166	84334	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	20134	5634	10902	7305
现金净流量	51173	30862	23443	30466
每股经营现金流（元）	0.59	0.83	0.82	0.91

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

重点研究上市公司：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。

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：宁沪高速、楚天高速、皖通高速、福建高速、四川成渝、赣粤高速、五洲交通、澳洋顺昌

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。

免责条款

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。