

皖通高速(600012)/6.85元

业绩增长有减缓趋势

文斌

86-755-82943201

wenbin@ccs.com.cn

非周期性消费品·公路

股票价值中枢: 7.15元

中性-A(调低)

自去年中期以来公司业绩增长迅速,计重收费方式下公司收入的大幅增长及合宁线的改造完成使投资者对公司业绩增长抱有较高希望,但我们认为计重收费方式的贡献将日趋减弱,而投资的增加和改扩建工程的进行将使公司业绩呈平稳增长的趋势。

- 计重收费方式的实施推动公司业绩高速增长** 今年上半年公司完成营业额 7.67 亿元人民币,净盈利 2.59 亿元,每股盈利 0.1565 元,分别同比增长 35.79%、44.45%、44.51%。高速增长的原因除了区域经济的持续发展和路网效应外,收费方式的改变是业绩增长的最主要因素:总体车流量几乎没有增长,但通行费收入增长了五成。
- 计重收费方式的贡献日趋减弱,改扩建工程和投资增加公司营业成本** 计重收费方式的实施虽然使收入增长了 50%,但各路段车流量的增长受到较大的影响,整体车流量的增长只有 0.45%,使货主的物流成本大大增加,因此我们认为作为治理超载的惩罚性收费方式,其对收入的正面影响将日趋减弱。另外,投资 5.59 亿的马六高速公路建设和投资 3.8 亿的宣广高速改造都将增加公司运营成本。
- 收购高界公司 49%的股权对公司业绩没有贡献** 收购高界公司 49%的股权使公司全资拥有该公司的权益,但在此之前,按约定公司本来就拥有高界公司的全部收益。因此本次收购对公司业绩无正面影响。
- 风险因素** 继合宁线的改造完成后,高界、连霍和天长路的维护维修费用很可能会大幅增加。
- 估值及投资建议** 通过国际、国内同类公司 PE/PB、EV/EBITDA 比较估值和 DCF 估值,综合判断公司股票的合理价格中枢是 7.15 元,由于我们调低了公司的盈利预测,目前股价基本反映了股票价值,因此给予公司股票“中性-A”的投资评级。

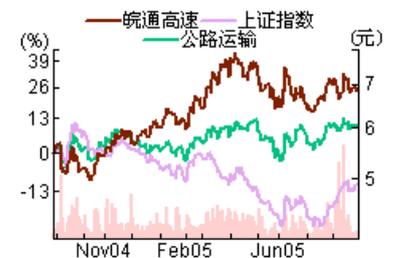
上证指数: 1171

股本数据

A 股总股本(万)	116560
流通 A 股(万)	25000
流通市值(亿)	17.125

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	6.76	-1.44
6 个月(%)	7.42	24.02
1 年(%)	28.94	33.44
52 周波动(元)	5.06~8.26	

股价走势


资料来源: 招商证券

相关研究

业绩进入稳步增长通道

03/18/2005

通行道路全面进入上升阶段

08/06/2004

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	124290	176778	226841	275181
同比增长率(%)	38.63%	42.23%	28.32%	21.31%
营业利润(万元)	52834	75766	91895	110478
同比增长率(%)	43.67%	43.40%	21.29%	20.22%
净利润(万元)	40440	58340	70759	85068
同比增长率(%)	42.77%	44.26%	21.29%	20.22%
主营利润率(%)	57.69%	57.80%	55.49%	55.00%
营业利润率(%)	42.51%	42.86%	40.51%	40.15%
净利润率(%)	32.54%	33.00%	31.19%	30.91%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.24	0.35	0.43	0.51
每股净资产(元)	2.50	2.74	3.04	3.40
净资产收益率(%)	10%	13%	14%	15%
每股股息(元)	0.08	0.11	0.13	0.15
股息收益率(%)	1.12%	1.54%	1.87%	2.25%
负债率(%)	34%	32%	31%	30%
P/E(倍)	28.09	19.47	16.06	13.36
P/B(倍)	2.74	2.50	2.25	2.01
EV/EBITDA(倍)	13.10	10.67	9.14	7.87

盈利预测

表1. 损益表

会计年度:	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	89655.40	124289.89	176777.51	226840.90	275180.69
减: 主营业务成本	40556.15	52591.22	74600.11	100966.88	123831.31
主营业务税金及附加	4577.26	6356.57	8662.10	11115.20	13483.85
主营业务利润	44521.99	65342.10	93515.30	114758.81	137865.53
加: 其他业务利润	1343.10	1373.83	1300.00	1000.00	1000.00
营业费用	97.69	101.27	176.78	226.84	275.18
管理费用	9010.94	11585.37	17783.82	22820.19	27683.18
财务费用	-18.67	2195.43	1089.06	817.08	429.38
营业利润	36775.12	52833.86	75765.65	91894.70	110477.79
加: 投资收益	88.81	11.88	0.00	0.00	0.00
补贴收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	20.62	46.03	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	196.90	821.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	36687.64	52070.49	75765.65	91894.70	110477.79
减: 所得税	8335.05	11664.19	17426.10	21135.78	25409.89
减: 少数股东损益	26.14	-34.05	0.00	0.00	0.00
净利润	28326.45	40440.34	58339.55	70758.92	85067.90

资料来源: 招商证券

表2. 资产负债表

会计年度:	2003	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	51061.54	67804.20	94679.86	143353.87	202373.37
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	471.47	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1561.83	3013.70	4286.39	5500.29	6672.40
预付帐款	1866.63	275.85	238.00	366.65	476.76
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1790.38	148.35	210.43	284.81	349.31
待摊费用	13.46	23.94	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	56765.31	71266.04	99414.69	149505.62	209871.85
长期投资合计	2184.63	2049.96	2049.96	2049.96	2049.96
固定资产净值	524254.00	541214.29	556854.11	575653.15	589062.30
减: 固定资产减值准备	44.12	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产净额	524209.88	541214.29	556854.11	575653.15	589062.30
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

在建工程	4961.50	7039.00	3519.50	0.00	0.00
固定资产合计	529196.98	548253.29	560373.61	575653.15	589062.30
无形资产	33341.57	33622.23	32277.34	30932.45	29587.56
无形资产及其他资产合计	33341.57	33622.23	32277.34	30932.45	29587.56
资产总计	621488.48	655191.52	694115.60	758141.18	830571.67
短期借款	62700.00	45000.00	30000.00	30000.00	30000.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	21418.05	23201.31	32910.81	44542.86	54629.81
预收帐款	1231.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应付工资	1281.11	2830.81	4345.36	5575.97	6764.21
应付福利	524.75	226.03	346.96	445.22	540.09
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税金	3790.21	9653.47	9846.54	10043.47	10244.34
其他应交款	9.78	15.83	15.83	15.83	15.83
其他应付款	6455.42	19408.14	19796.30	20192.23	20596.07
预提费用	1741.86	2161.07	3321.24	4261.81	5170.00
流动负债合计	99152.38	102496.65	100583.04	115077.39	127960.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	117649.85	118307.25	118307.25	118307.25	118307.25
长期负债合计	117689.85	118307.25	118307.25	118307.25	118307.25
负债合计	216842.23	220803.90	218890.30	233384.64	246267.60
少数股东权益	20860.18	20112.86	20112.86	20112.86	20112.86
股本	165861.00	165861.00	165861.00	165861.00	165861.00
资本公积金	117898.60	117898.60	117898.60	117898.60	117898.60
留存收益	100026.47	130515.16	171352.84	220884.08	280431.61
股东权益合计	383786.07	414274.75	455112.44	504643.68	564191.21
负债和股东权益总计	621488.48	655191.52	694115.60	758141.18	830571.67

资料来源：招商证券

表3. 现金流量表

会计年度:	2003	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动产生的现金流量净额	55290.60	96077.01	100466.58	115718.76	129969.25
投资活动产生的现金流量净额	-174333.93	-48934.26	-40000.00	-45000.00	-45000.00
筹资活动产生的现金流量净额	57152.95	-14946.19	-33590.92	-22044.75	-25949.75
现金期末余额	50063.93	83258.10	94679.86	143353.87	202373.37
现金期初余额	111891.58	51061.54	67804.20	94679.86	143353.87
现金净增加额	-61827.65	32196.56	26875.66	48674.01	59019.50

资料来源：招商证券

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。