



2009 年 3 月 19 日

收费公路

新闻速评

审慎推荐

黄文龙

联系人

huangwl@cicc.com.cn

陶 薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

宁沪高速(600377.CH/177.HK)

年度公路资产摊销费用调增简评

事件:

江苏宁沪高速公路股份有限公司于 2009 年 3 月 18 日批准了江苏伟信工程咨询有限公司出具的沪宁、锡澄、广靖高速公路及 312 国道沪宁段、宁连公路南京段的交通流量预测报告,并以此报告预测的相应公路未来数年(含 2008 年)的交通总流量计算相关公路的路桥资产摊销额。公司计算出上述五条公路 2008 年度摊销额比采用原预测流量计算的摊销额约多 5,109 万元。

评论:

宁沪高速 A 股和 H 股对收费公路资产采用车流量法计算年度摊销费用,即通过预测未来的总车流量情况确定路桥资产总值的单位车流量摊销额,并根据会计期间实际发生的车流量确定当期的摊销费用。由于宏观环境不断走弱,原预测已经显得过于乐观,公司于是根据变化及偏差情况下调对相关公路的交通流量预测。随着未来总交通流量的下调,公司属下路桥资产的单位车流量摊销额也随之增加,造成了公司未来数年(含 2008 年)折旧摊销费用较公司原预测有所增加,其中 2008 年增加的 5,109 万元约相当于我们原预测 08 年盈利的 4%。

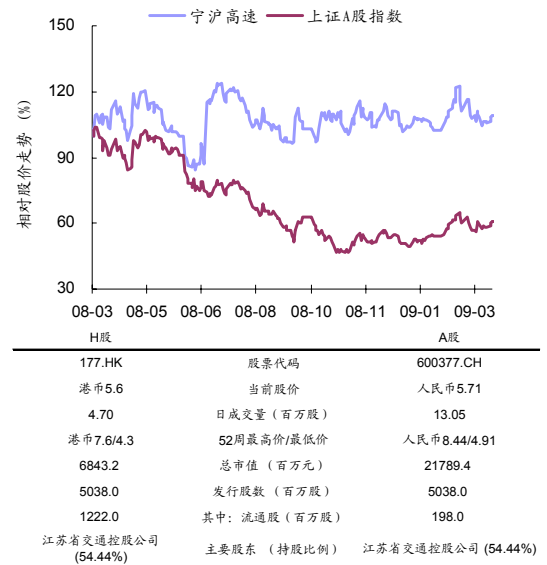
由于我们原来对宁沪高速属下车流量的预测已经较为保守,折旧费用已经是按较保守的车流量估算的,此次公司调增年度摊销费用对我们的盈利预测影响很小。我们维持 A 股、H 股盈利预测不变。

建议:

我们维持对宁沪高速 A、H 股审慎推荐的投资评级。目前 H 股股价对应 2009 年 15.1 倍市盈率和 1.7 倍市净率,位于 H 股高速公路板块的高端,但对应 09 年现金分红收益率达到 5.6%,估值仍有支撑,在大盘不稳的情况下,有一定的吸引力。A 股股价目前对应 2009 年市盈率 18.7 倍,市净率 1.8 倍,现金分红收益率 4.5%,估值相对吸引力不高,但是其较高的分红收益率对保守的投资者来说仍然具有一定的配置价值。

主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	4,101	5,310	5,120	4,661	4,695
(+/-%)	87	29	(4)	(9)	1
净利润	1,140	1,601	1,608	1,535	1,556
(+/-%)	64	40	0	(5)	1
每股盈利(元)	0.226	0.318	0.319	0.305	0.309
(+/-%)	64	40	0	(5)	1
每股经营现金流(元)	0.485	0.627	0.505	0.501	0.489
每股股利(元)	0.19	0.27	0.27	0.26	0.26
市盈率(X)	25.2	18.0	17.9	18.7	18.5
市净率(X)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	12.3	9.5	9.7	10.4	10.1
净资产收益率(%)	7.6	10.2	10.1	9.5	9.5
投入资本收益率(%)	8.9	11.9	11.7	10.4	10.8
现金分红收益率(%)	3.3	4.7	4.8	4.5	4.6



资料来源：彭博资讯、公司资料，中金公司研究部

附表1：高速公路上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (USD m)	市盈率 (X)					市净率 (X)					净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)			
				09-3-18	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
A股高速公路上市公司																									
粤高速*	000429.CH	4.52	735	11.5	14.3	16.6	17.6	1.7	1.7	1.5	1.4	14.8	11.6	8.9	8.0	3.8	2.2	1.9	1.8	7.7	11.4	12.4	13.5		
粤高速B*	200429.CH	3.00	834	7.2	8.2	9.7	10.6	1.1	1.0	0.9	0.8	14.8	11.6	8.9	8.0	6.0	3.9	3.3	3.0	5.2	7.0	6.6	10.2		
深高速*	600548.CH	5.17	1,333	16.7	19.4	19.1	18.6	1.6	1.5	1.4	1.4	9.3	7.7	7.5	7.4	3.1	2.6	2.6	2.7	9.5	7.7	7.8	9.6		
皖通高速*	600012.CH	4.72	1,021	14.8	11.3	13.8	15.4	1.7	1.6	1.5	1.4	11.4	13.8	10.8	9.2	4.2	4.9	3.9	3.4	13.9	13.9	13.9	13.9		
宁沪高速*	600377.CH	5.71	4,069	18.0	17.9	18.7	18.5	1.8	1.8	1.8	1.8	10.2	10.1	9.5	9.5	4.7	4.8	4.5	4.6	6.0	6.8	7.6	7.1		
福建高速	600033.CH	5.91	1,279	14.0	11.3	11.2	15.0	2.4	2.2	2.0	1.9	18.0	16.7	16.5	11.3	4.2	4.5	3.5	2.3	9.5	7.7	7.8	9.6		
赣粤高速	600269.CH	8.71	1,488	9.3	9.4	8.6	8.4	1.6	1.3	1.1	1.0	18.8	13.6	13.4	n.a.	2.6	2.7	3.0	3.2	6.7	6.6	6.0	5.5		
中原高速	600020.CH	3.32	1,029	11.9	9.1	8.3	9.8	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	11.4	n.a.	n.a.	n.a.		
山东高速	600350.CH	4.92	2,421	14.2	11.7	10.1	9.6	2.0	1.8	1.6	1.4	14.6	15.0	16.4	n.a.	3.2	3.9	4.5	5.1	9.1	7.8	6.7	6.4		
楚天高速	600035.CH	4.68	638	16.3	13.3	10.5	8.9	1.9	1.7	1.5	1.3	11.9	0.0	0.0	n.a.	3.8	4.0	5.0	5.9	8.1	8.1	6.3	6.2		
平均值				13.1	12.5	12.6	12.6	1.6	1.6	1.4	1.3	13.1	11.1	10.3	9.4	3.8	4.1	3.8	3.7	9.4	9.2	8.7	9.0		
H股高速公路上市公司																									
浙江沪杭甬*	576.HK	5.49	3,076	9.3	10.9	12.5	11.0	1.7	1.5	1.5	1.4	18.3	13.8	12.0	13.1	6.0	6.5	4.8	5.4	4.7	5.5	6.3	5.9		
宁沪高速*	177.HK	5.60	4,071	16.1	14.7	15.1	15.8	1.8	1.7	1.7	1.7	11.5	11.3	11.0	10.7	5.1	5.8	5.6	5.4	9.0	7.7	6.7	n.a.		
深圳高速*	548.HK	2.58	1,333	7.8	8.3	8.5	8.2	0.7	0.6	0.6	0.6	9.3	7.8	7.5	7.6	6.6	6.0	5.9	6.1	9.0	7.6	7.1	6.9		
皖通高速*	995.HK	3.40	1,021	9.8	7.3	9.1	10.5	1.1	0.9	0.9	0.9	11.3	13.1	10.3	8.9	6.3	7.8	6.1	5.3	5.5	4.8	4.4	n.a.		
合和公路	737.HK	4.22	1,612	6.3	10.0	10.2	10.8	1.1	1.1	1.1	1.1	17.7	11.0	11.0	10.8	7.1	7.9	8.2	8.5	9.0	7.6	7.1	6.9		
四川成渝	107.HK	1.36	449	7.1	6.0	5.2	4.5	0.6	0.6	0.6	0.6	9.6	9.5	9.6	10.4	0.0	4.6	5.5	6.2	3.8	4.0	3.7	3.4		
平均值				9.4	9.5	10.1	10.2	1.2	1.1	1.1	1.1	12.9	11.1	10.2	10.3	5.2	6.4	6.0	6.1	6.8	6.2	5.9	5.8		
国际高速公路上市公司																									
ATLANTIA SPA	ATL IM	4.01	272	3.0	3.2	3.3	2.9	0.4	0.3	0.3	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	10.0	11.6	15.2	11.5	6.5	4.6	4.4	4.4		
SIAS SPA	SIS IM	3.26	572	4.6	5.1	5.3	4.2	0.6	0.5	0.6	n.a.	12.9	9.6	9.3	9.9	10.0	9.6	10.4	9.5	6.3	4.8	4.5	4.3		
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	ABE SM	11.68	6,031	10.6	10.0	9.3	8.5	1.9	1.8	1.7	1.6	18.6	17.4	17.4	19.3	2.4	4.9	5.2	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
PLUS EXPRESSWAYS BHD	PLUS MK	2.88	3,922	11.5	12.3	11.8	11.3	2.7	2.6	2.4	2.3	25.3	20.7	20.6	20.6	4.9	5.8	6.0	6.3	n.a.	11.7	11.4	10.7		
CITRA MARGA NUSA	CMNP IJ	860.00	144	14.3	11.0	11.3	11.2	1.2	1.2	1.1	1.1	9.1	11.7	10.2	9.6	n.a.	3.4	3.5	4.7	7.4	6.1	5.9	5.3		
CCR	CCRO3 BZ	22.37	3,973	15.4	12.4	10.4	8.9	5.6	4.5	4.1	3.8	36.7	41.9	44.3	47.7	n.a.	5.2	6.2	9.8	8.1	7.1	6.3	5.5		
MACQUARIE KOREA	MIG AU	1.31	4,513	2.0	2.3	4.4	7.4	0.5	0.4	0.4	0.4	26.7	17.7	11.1	6.5	15.3	15.3	15.6	15.9	3.1	3.2	4.8	5.8		
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	4.01	272	3.0	3.2	3.3	2.9	0.4	0.3	0.3	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	10.0	11.6	15.2	11.5	6.5	4.6	4.4	4.4		
CONNECTEAST GRP	CEU AU	0.40	1,493	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	0.4	0.5	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.5	23.8	27.8	27.8	n.a.	n.a.	19.4	12.2		
BANGKOK EXPRESS	BECL TB	15.20	327	8.3	7.0	5.4	5.9	0.7	0.7	0.7	0.6	8.9	10.1	14.0	14.1	n.a.	7.5	9.2	8.0	6.0	5.7	5.3	5.4		
LINGKARAN TRANS	LTK MK	1.90	257	9.2	8.6	7.7	7.1	1.0	1.0	0.9	0.9	11.5	11.3	n.a.	n.a.	3.8	6.1	6.4	8.6	n.a.	7.4	6.9	6.8		
平均值				8.9	8.1	7.7	7.5	2.2	2.7	2.5	2.5	16.6	15.0	15.8	15.4	9.1	9.6	10.9	10.8	9.3	7.5	8.3	7.4		

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附表2：A股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)					市净率 (X)					净资产收益率 (%)					现金分红收益率 (%)					EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG
				09-3-18	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-09	07A			
A股港口上市公司																													
上港	600018.CH	4.06	12,466	23.5	17.8	20.8	18.0	3.0	2.6	1.2	2.3	13.8	13.9	14.6	15.2	1.9	2.7	1.9	1.8	13.6	11.0	10.1	8.8	6%	3.8				
天津港*	600717.CH	12.01	2,942	17.2	17.1	16.7	15.3	2.9	2.6	2.4	2.1	17.1	15.4	14.2	14.0	0.7	1.8	1.8	2.0	10.6	11.1	10.1	9.1	1%	11.7				
盐田港*	000088.CH	6.24	1,136	12.0	14.4	16.8	17.0	2.1	1.8	1.7	1.7	19.0	13.7	10.6	10.0	3.8	3.2	2.7	2.7	7.7	7.7	8.3	7.9	-15%	n.n.				
深赤湾*	000022.CH	11.12	927	10.8	12.2	14.1	14.1	2.8	2.6	2.5	2.4	25.7	21.4	17.8	16.8	6.1	5.4	4.7	4.7	6.4	6.8	7.7	7.4	-13%	n.m.				
南京港	002040.CH	5.31	191	63.2	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	31.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.				
日照港	600017.CH	5.48	1,010	39.1	21.7	15.7	13.3	2.7	2.2	2.1	1.8	7.5	10.9	12.8	13.3	0.9	0.7	1.2	1.4	22.1	13.2	9.8	8.3	58%	0.7				
营口港	600317.CH	8.11	651	14.2	14.2	14.1	13.5	1.4	1.2	3.2	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	17.6	9.8	8.9	8.2	1%	23.2				
A股港口平均				25.7	16.2	16.4	15.2	2.5	2.2	2.2	2.1	14.1	14.4	13.1	13.0	2.6	2.7	2.5	2.5	15.7	9.9	9.2	8.3	25%	1.0				
A股机场上市公司																													
上海机场*	600009.CH	13.57	3,825	15.4	29.9	23.7	17.9	2.3	2.1	2.0	1.8	14.6	7.1	8.3	10.1	1.1	0.6	0.7	1.0	13.7	14.5	12.1	10.4	-19%	n.m.				
深圳机场*	000089.CH	6.26	1,548	22.2	38.5	18.2	16.9	3.0	2.1	2.0	2.0	13.5	5.6	11.3	11.5	2.7	1.6	3.3	3.5	16.0	16.9	10.3	8.9	10%	2.1				
白云机场*	600004.CH	8.77	1,475	27.9	20.7	17.6	15.8	1.8	1.7	1.6	1.5	6.5	8.3	9.1	9.4	1.1	1.4	1.7	1.9	10.5	9.1	8.7	7.4	26%	1.1				
厦门空港*	600897.CH	15.78	687	28.4	24.0	19.4	17.5	4.0	4.2	3.8	3.5	14.2	17.6	19.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	14.5	11.4	10.4	21%	1.4				
A股机场平均				23.5	28.3	19.7	17.0	2.8	2.5	2.4	2.2	12.2	9.6	12.1	12.8	1.2	0.9	1.4	1.6	14.5	13.8	10.6	9.2	9%	2.6				
A股高速公路上市公司																													
宁沪高速*	600377.CH	5.71	4,069	18.0	17.9	18.7	18.5	1.8	1.8	1.8	1.8	10.2	10.1	9.5	9.5	4.7	4.8	4.5	4.6	9.4	9.6	10.3	9.9	-2%	n.m.				
皖通高速*	600012.CH	4.72	1,021	14.8	11.3	13.8	15.4	1.7	1.6	1.5	1.4	11.4	13.8	10.8	9.2	4.2	4.9	3.9	3.4	6.0	6.8	7.6	7.1	4%	4.0				
深高速*	600548.CH	5.17	1,333	16.7	19.4	19.1	18.6	1.6	1.5	1.4	1.4	9.3	7.7	7.5	7.4	3.1	2.6	2.6	2.7	13.9	18.0	16.6	14.4	-7%	n.m.				
福建高速	600033.CH	5.91	1,279	14.0	11.3	11.2	15.0	2.4	2.2	2.0	1.9	18.0	16.7	16.5	11.3	4.2	4.5	3.5	2.3	9.5	7.7	7.8	9.6	12%	1.2				
赣粤高速	600269.CH	8.71	1,488	9.3	9.4	8.6	8.4	1.6	1.3	1.1	1.0	18.8	13.6	13.4	13.7	2.6	2.7	3.0	3.2	6.7	6.6	6.0	5.5	4%	2.3				
粤高速*	000429.CH	4.52	735	11.5	14.3	16.6	17.6	1.7	1.7	1.5	1.4	14.8	11.6	8.9	8.0	3.8	2.2	1.9	1.8	7.7	11.4	12.4	13.5	-17%	n.m.				
A股高速公路平均				14.0	13.9	14.7	15.6	1.8	1.7	1.6	1.5	13.8	12.3	11.1	9.9	3.8	3.6	3.2	3.0	8.9	10.0	10.1	10.0	-2%	n.m.				
A股铁路上市公司																													
铁龙物流*	600125.CH	7.04	1,034	20.9	24.4	16.7	13.0	2.7	3.0	2.6	2.3	13.0	12.3	15.9	17.4	0.0	1.4	1.4	1.4	11.0	11.0	7.9	6.3	12%	1.7				
广深铁路*	601333.CH	3.98	3,730	19.7	19.2	18.6	19.7	1.3	1.2	1.2	1.2	6.6	6.5	6.4	5.8	2.0	2.1	2.1	2.0	10.2	10.3	9.2	9.0	3%	6.8				
大秦铁路*	601006.CH	8.47	16,077	18.0	15.7	14.5	12.5	2.9	2.7	2.5	2.3	16.3	17.4	17.5	18.7	3.5	3.8	4.1	4.8	10.3	9.6	8.2	6.9	11%	1.6				
A股铁路平均				19.5	19.8	16.6	15.1	2.3	2.3	2.1	1.9	12.0	12.1	13.3	14.0	1.9	2.4	2.6	2.7	10.5	10.3	8.4	7.4	9%	2.3				
A股基础设施上市公司平均值																													
				18.6	18.6	16.6	15.7	2.3	2.1	2.0	1.9	13.8	12.3	12.3	12.1	2.6	2.6	2.5	2.5	11.6	10.8	9.7	8.9	6%	3.1				
A股基础设施上市公司中值				17.2	17.8	16.7	15.8	2.3	2.1	2.0	1.8	13.8	12.3	11.3	11.3	2.7	2.4	2.4	2.1	10.5	10.3	9.2	8.8	1%	11.7				

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。