

公司面临的负面因素正在消失

宁沪高速 (600377.SH 年报点评)

报告关键点：

- 08年业绩低于预期，主要是营业成本增加所致
- 09年增长稳定，分红比率高，维持“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 08年业绩略低于预期，分红较高。08年公司实现营业收入52.77亿元，同比下降0.62%，其中通行费收入为40.06亿元，同比下降5.15%；营业成本为24.74亿元，同比增长11.27%；营业利润为21.07亿元，同比下降12.46%；归属于母公司的净利润为15.54亿元，同比下降2.92%，每股收益0.308元，略低于我们的预期。公司营业收入增长慢于营业成本的增长，是营业利润下滑的主要原因，而08年公司所得税率由33%下调为25%，使得公司净利润下滑幅度小于营业利润。08年公司每股派发现金红利0.27元，分红比例为87.66%。
- 人工成本和配套业务成本增加导致营业成本同比上升11.27%。08年公司重新预测了各路段的交通流量，导致08年摊销额比原方法增加5109万元，但是因08年整体车流量下降，因而公路业务折旧和摊销成本同比下降0.89%。公司营业成本同比增加11.27%，主要是一季度雪灾，对公路损坏较大，导致养护成本上升以及08年提高了员工的待遇所致。另一方面，因油品销售量和销售成本的上升，配套业务成本同比增长了26.17%。08年开始，原计入固定资产的公路及构筑物，现在以公路收费权的方式计入无形资产，公路业务的成本仍然按照车流量进行摊销。该会计准则的变更，对公司的营业成本没有影响。
- 公司面临的负面因素正在消失，公司09年收入有一定的恢复增长。沪宁高速江苏段是公司的主要收入来源，08年该路段的车型结构基本保持稳定，但因上海段扩建、动车组加密以及“绿色通道”、年初雪灾等多种因素的影响，其日均车流量和通行费收入分别同比下降4.26%、6.37%。目前，上海段扩建即将完工，已经不影响通行，而沪宁动车组对沪宁高速的分流已经趋于稳定。“绿色通道”政策可能持续实施，但产生的影响较小，沪宁高速车流量正处于恢复增长的状态。公司的收入另外主要来自于广靖锡澄高速。苏通大桥的开通，对广靖锡澄高速已经产生了分流，预计这种分流将持续到09年上半年，09年下半年开始，广靖锡澄的车流量将恢复增长。虽然公司路段位于东部区域，受外需萎缩影响，这些路段车辆的增长有一定的压力，但是由于08年的基数较低，影响公司收入的负面因素正在消失，因此，我们预计09年公司收入有一定的恢复性增长。
- 维持“增持-A”投资评级。预计未来的两到三年，公司各路段车流量稳定增长，毛利率稳定，资本开支少，分红比例较高，预计09年到11年的每股收益分别为0.33元、0.37元、0.41元，给予09年20倍市盈率，6个月目标价为6.60元，维持“增持-A”投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
6.60 元

期限： 6个月 上次预测： 6.55 元

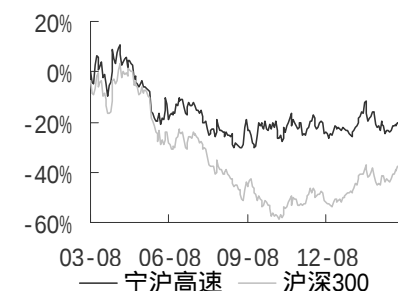
现价： 5.99 元

报告日期：
2009-03-30

市场数据

总市值(百万元)	30,176.11
流通市值(百万元)	2,521.11
总股本(百万股)	5,037.75
流通股本(百万股)	420.89
12个月最高/最低	4.91/8.44 元
十大流通股东(%)	29.75%
股东户数	52,383

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.88)	(26.59)	18.65
绝对收益	5.87	9.71	(17.57)

研究员

邓红梅

021-68765993

首席行业分析师

denghm@essence.com.cn

彭倩

021-68765110

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,309.8	5,277.1	5,520.6	5,863.1	6,263.9
Growth(%)	29.5%	-0.6%	4.6%	6.2%	6.8%
净利润	1,600.8	1,554.0	1,656.6	1,866.5	2,054.6
Growth(%)	40.4%	-2.9%	6.6%	12.7%	10.1%
毛利率(%)	58.1%	53.1%	51.0%	50.5%	50.6%
净利润率(%)	30.1%	29.4%	30.0%	31.8%	32.8%
每股收益(元)	0.32	0.31	0.33	0.37	0.41
每股净资产(元)	3.20	3.26	3.33	3.41	3.50
市盈率	18.9	19.4	18.2	16.2	14.7
市净率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
净资产收益率(%)	10.2%	9.7%	10.1%	11.1%	11.9%
ROIC(%)	9.1%	9.2%	8.2%	9.6%	10.8%
EV/EBITDA	10.0	13.4	10.0	9.0	8.1
股息收益率	3.2%	0.0%	4.4%	4.9%	5.4%

前期研究成果

宁沪高速：09年车流量恢复增长
2008-11-11

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,309.8	5,277.1	5,520.6	5,863.1	6,263.9	成长性					
减: 营业成本	2,223.4	2,474.1	2,705.1	2,900.0	3,094.8	营业收入增长率	29.5%	-0.6%	4.6%	6.2%	6.8%
营业税费	151.1	143.4	157.3	167.1	178.5	营业利润增长率	38.7%	-12.5%	7.4%	12.5%	10.0%
销售费用	2.4	1.7	2.8	2.9	3.1	净利润增长率	40.4%	-2.9%	6.6%	12.7%	10.1%
管理费用	161.3	161.8	176.7	187.6	200.4	EBITDA 增长率	27.0%	-25.3%	25.3%	6.6%	5.9%
财务费用	504.4	542.4	304.0	204.9	149.8	EBIT 增长率	33.5%	-9.0%	-3.1%	7.2%	7.2%
资产减值损失	-0.9	-2.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	32.0%	-0.1%	-10.1%	7.2%	7.2%
加: 公允价值变动收益	5.4	-1.5	-40.0	-	-	投资资本增长率	-1.7%	1.1%	-7.9%	-5.3%	-5.7%
投资和汇兑收益	133.9	152.7	129.6	146.8	164.6	净资产增长率	4.2%	1.7%	2.3%	2.5%	2.7%
营业利润	2,407.4	2,107.4	2,264.4	2,547.4	2,801.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	-5.7	-	-	-	毛利率	58.1%	53.1%	51.0%	50.5%	50.6%
利润总额	2,408.5	2,101.7	2,264.4	2,547.4	2,801.8	营业利润率	45.3%	39.9%	41.0%	43.4%	44.7%
减: 所得税	769.6	502.3	566.1	636.9	700.5	净利率	30.1%	29.4%	30.0%	31.8%	32.8%
净利润	1,600.8	1,554.0	1,656.6	1,866.5	2,054.6	EBITDA/营业收入	71.1%	53.4%	64.0%	64.2%	63.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	54.8%	50.2%	46.5%	46.9%	47.1%
货币资金	1,128.9	460.6	936.4	1,271.0	1,671.1	运营效率					
交易性金融资产	42.3	40.0	-	-	-	固定资产周转天数	1,502	791	92	77	62
应收帐款	100.2	48.2	124.0	131.7	140.7	流动营业资本周转天数	-112	-69	-70	-98	-100
应收票据	0.7	-	-	-	-	流动资产周转天数	77	69	59	80	97
预付帐款	1.1	6.9	6.9	6.9	6.9	应收帐款周转天数	5	4	4	5	5
存货	54.9	116.9	66.7	71.5	76.3	存货周转天数	3	6	6	4	4
其他流动资产	5.5	3.0	3.0	3.0	3.0	总资产周转天数	1,776	1,730	1,599	1,470	1,339
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,587	1,592	1,470	1,291	1,142
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,609.4	1,884.4	1,884.4	1,884.4	1,884.4	ROE	10.2%	9.7%	10.1%	11.1%	11.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	6.5%	7.0%	8.1%	9.1%
固定资产	21,712.2	1,477.3	1,347.0	1,172.4	997.8	ROIC	9.1%	9.2%	8.2%	9.6%	10.8%
在建工程	50.9	42.9	-	-	-	费用率					
无形资产	1,225.8	20,689.6	19,899.2	19,062.0	18,201.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	5.9	5.7	6.0	6.0	6.0	管理费用率	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
资产总额	25,937.8	24,775.4	24,273.6	23,608.9	22,987.7	财务费用率	9.5%	10.3%	5.5%	3.5%	2.4%
短期债务	4,753.9	2,650.0	1,899.1	1,098.7	1,098.2	三费/营业收入	12.6%	13.4%	8.8%	6.7%	5.6%
应付帐款	1,139.3	328.3	1,408.1	1,509.6	1,611.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.8%	33.8%	30.9%	27.2%	23.2%
其他流动负债	384.7	355.3	436.2	483.1	533.3	负债权益比	60.7%	51.0%	44.7%	37.3%	30.2%
长期借款	3,284.4	3,622.2	2,622.2	2,222.2	1,022.2	流动比率	0.20	0.18	0.30	0.48	0.59
其他非流动负债	1.3	1,090.8	1,089.8	1,089.8	1,089.8	速动比率	0.20	0.15	0.28	0.46	0.57
负债总额	9,800.1	8,367.7	7,492.8	6,410.8	5,331.9	利息保障倍数	5.77	4.89	8.45	13.43	19.71
少数股东权益	429.3	438.8	480.5	524.6	571.3	分红指标					
股本	5,037.7	5,037.7	5,037.7	5,037.7	5,037.7	DPS(元)	0.19	-	0.26	0.30	0.33
留存收益	10,670.6	10,931.2	11,262.5	11,635.8	12,046.7	分红比率	59.8%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
股东权益	16,137.7	16,407.7	16,780.7	17,198.1	17,655.8	股息收益率	3.2%	0.0%	4.4%	4.9%	5.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,639.0	1,599.4	1,656.6	1,866.5	2,054.6	EPS(元)	0.32	0.31	0.33	0.37	0.41
加: 折旧和摊销	926.4	914.1	963.7	1,011.8	1,035.2	BVPS(元)	3.20	3.26	3.33	3.41	3.50
资产减值准备	-0.9	-2.4	-	-	-	PE(X)	18.9	19.4	18.2	16.2	14.7
公允价值变动损失	-5.4	1.5	-40.0	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
财务费用	453.9	511.2	548.0	304.0	204.9	P/FCF	23.4	49.2	17.6	16.9	15.1
投资收益	-133.9	-152.7	-129.6	-146.8	-164.6	P/S	5.7	5.7	5.5	5.1	4.8
少数股东损益	38.2	45.4	41.7	44.1	46.7	EV/EBITDA	10.0	13.4	10.0	9.0	8.1
营运资金的变动	224.0	-57.1	1,133.8	135.8	137.7	CAGR(%)	5.2%	9.5%	10.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	3,157.8	2,765.1	3,930.2	3,116.2	3,259.4	PEG	3.6	2.0	1.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-641.7	-897.5	169.6	146.8	164.6	ROIC/WACC	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	-2,186.1	-2,535.9	-3,431.9	-2,928.4	-3,023.9	REP	1.6	1.6	1.8	1.6	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

彭倩，助理行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034