

高速公路 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

宁沪高速

600377

推荐

财务表现良好、核心业务有望重拾升势

公司今日公布了 2009 年上半年业绩：营业收入 26.79 亿，同比增长 2.42%；营业利润 12.92 亿，同比增长 12.33%；归属上市公司的净利润 9.65 亿，同比增长 14.58%；每股收益 0.192 元，业绩略超预期。

投资要点：

- **以房地产为主的其他业务的迅猛增长有效弥补了通行费收入的下降。**
上半年公司实现通行费收入 19.94 亿元，同比下降 2.04%，占公司总收入的 74.4%；配套服务收入 5.1 亿元，同比下降 9.3%；房地产和广告业务实现收入 1.74 亿元，同比增长 921%，有效弥补了主营业务的下滑。公司所辖路段中，只有沪宁、苏嘉杭的车流量录得正增长：沪宁主要是年初上海段扩建工程完工、对道路的负面影响已经消除，同时客车流量的迅速增加有效对冲了货车流量的下降，虽然报告期内单车收入有所下降，但仍实现了通行费收入的小幅增长；苏嘉杭则继续受益苏通大桥开通带来的增量车流。此外，广靖、锡澄和江阴大桥上半年的经营表现除受经济影响外，苏通大桥的分流在上半年仍比较明显。我们分析，下半年随着经济回暖、出口好转和苏通大桥分流趋于稳定，公司主要路段车流量和通行费收入将重拾升势。
- **营业成本、财务费用的下降和投资收益的大幅增加提高了营业利润。**
上半年收费公路成本降低了 8.24%，其中主要是折旧和摊销减少了近 2400 万、养护成本减少了 3100 余万，该板块毛利率增加了 1.79 个百分点；配套服务业务的毛利率也增加了 1.54 个百分点；其他业务成本虽然大幅增加、毛利下降 39.3 个百分点，但比重较小；总的成本增速仍是低于总的收入增速，公司整体毛利率提高了 0.47 个百分点。另一方面由于公司债务的减少和贷款基准利率的降低，财务费用同比下降 27%、减少约 7200 万。此外，苏嘉杭高速的良好表现也令公司投资收益大幅增加 22.4%、约 1600 余万。
- **维持公司“推荐”的投资评级，目标价格 7 元。**我们预测公司 2009-2011 年基本每股收益分别为 0.35、0.39 和 0.44 元，年均增长 12.6%。目前股价对应 2009 年 16.6 倍 PE，处于行业估值中枢，考虑到未来几年 5% 左右的现金分红收益率，我们维持“推荐”的投资评级，6-12 个月目标价格 7 元，对应 2009 年 20 倍市盈率。

6-12 个月目标价： 7.00 元

当前股价： 5.80 元

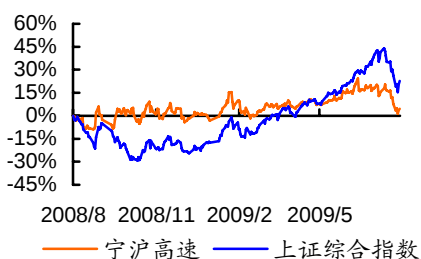
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2960.77
总股本(百万)	5038
流通股本(百万)	1646
流通市值(亿)	95
EPS (TTM)	0.31
每股净资产 (元)	3.26
资产负债率	33.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宁沪高速	-10.08	1.63	1.11
上证综合指数	-7.86	13.41	30.92



相关报告

《宁沪高速-核心路段的车流量开始进入恢复期》2009-6-29

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5277	5363	5720	6250
同比(%)	-1%	2%	7%	9%
归属母公司净利润(百万元)	1554	1748	1946	2221
同比(%)	-3%	12%	11%	14%
毛利率(%)	53.1%	54.6%	55.2%	56.2%
ROE(%)	9.7%	10.7%	11.6%	12.8%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.39	0.44
P/E	20.68	18.39	16.52	14.47
P/B	2.01	1.97	1.91	1.85
EV/EBITDA	11	10	9	9

资料来源：中投证券研究所

一、合并利润表比较

表 1：2008H1 和 2009H1 合并利润表各科目变动情况

项目（万元）	2008 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比变动
一、营业总收入	261594.20	267927.20	2.42%
其中：营业收入	261594.20	267927.20	2.42%
二、营业总成本	154109.30	148159.00	-3.86%
其中：营业成本	112910.00	114383.70	1.31%
营业税金及附加	7296.03	7108.07	-2.58%
营业费用	82.58	59.47	-27.98%
管理费用	7085.71	7095.51	0.14%
财务费用	26734.98	19512.21	-27.02%
资产减值损失	0	0	--
加：公允价值变动净收益	115.86	354.48	205.96%
投资收益	7434.00	9101.38	22.43%
三、营业利润	115034.70	129224.10	12.33%
加：营业外收入	714.63	800.61	12.03%
减：营业外支出	1319.79	779.46	-40.94%
四、利润总额	114429.60	129245.20	12.95%
减：所得税	27812.94	30146.26	8.39%
五、净利润	86616.64	99098.98	14.41%
少数股东损益	2387.72	2589.28	8.44%
归属于母公司所有者净利润	84228.91	96509.70	14.58%
六、每股收益（元）	0.167	0.192	14.58%

资料来源：公司资料、中投证券研究所

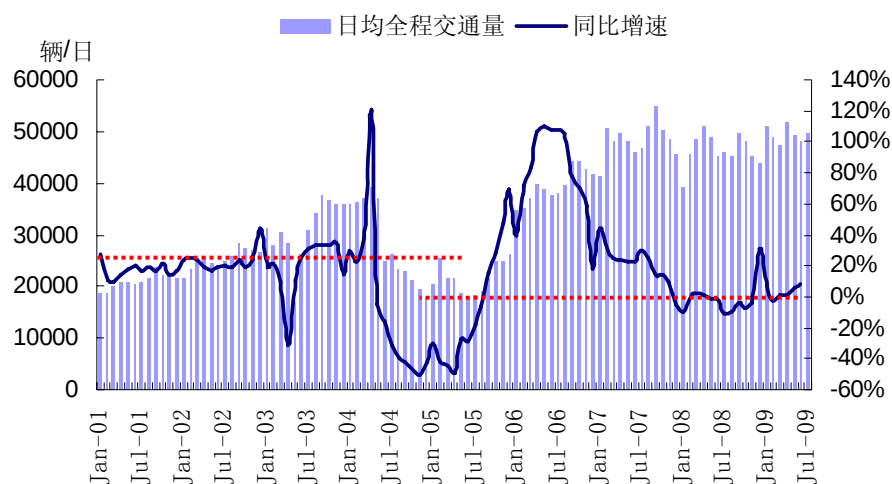
二、各路段运营数据

表 2：2009 年 1-6 月份公司各路段通行费收入、日均流量和单车收入情况

路段	公司权益	通行费收入 (千元/日)	同比	日均流量 (辆/日)	同比	单车收入 (元)	同比
沪宁高速江苏段	100%	9036.2	1.9%	49,348	6.4%	183.1	-4.2%
312 国道沪宁段	100%	366.2	-27.7%	22,342	-25.2%	16.4	-3.3%
宁连公路南京段	100%	94.0	-25.0%	4,872	-28.1%	19.3	4.2%
广靖高速	85%	541.7	-13.2%	33,994	-11.1%	15.9	-2.4%
锡澄高速	85%	979.6	-7.8%	35,913	-6.9%	27.3	-1.1%
江阴长江公路大桥	26.66%	1860.7	-13.2%	39,408	-8.1%	47.2	-5.5%
苏嘉杭高速江苏段	33.33%	2001.1	16.5%	28,481	14.9%	70.3	1.4%

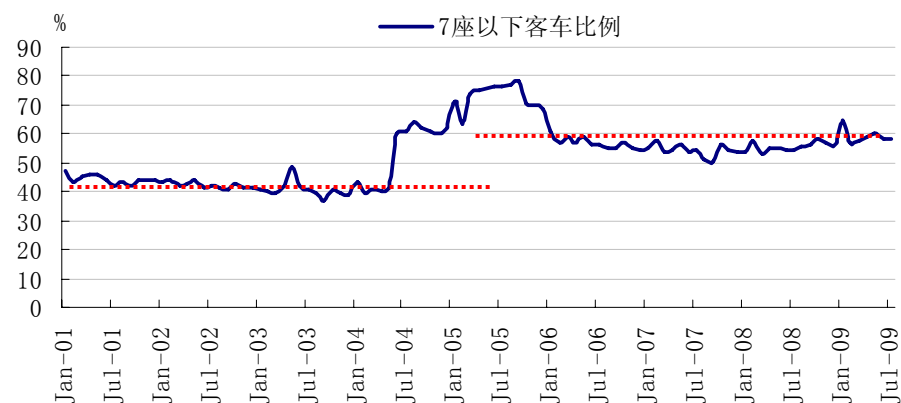
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 1: 沪宁高速日均交通流量 (截至 09 年 7 月)



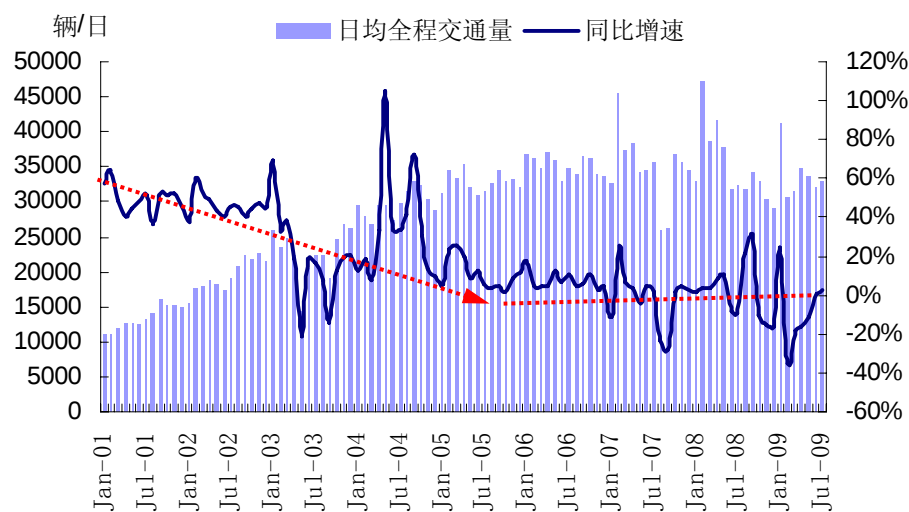
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 2: 沪宁高速小型车比例 (截至 09 年 7 月)



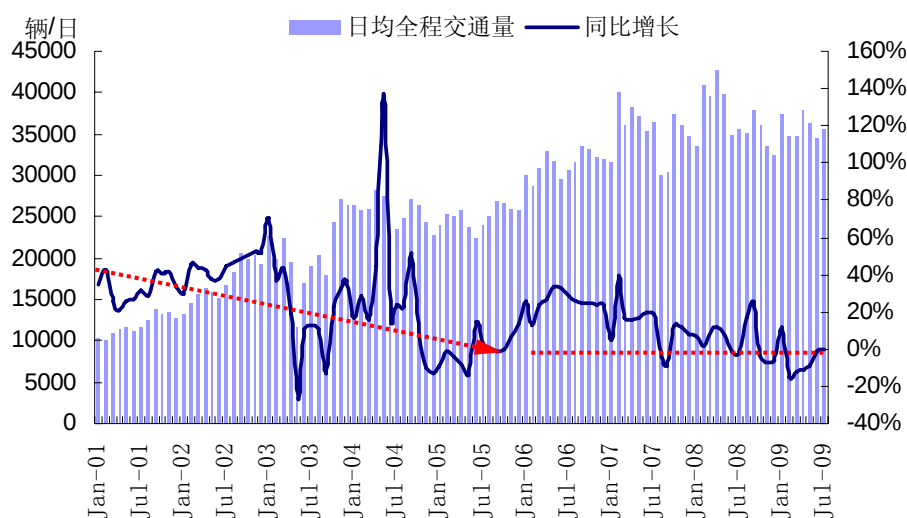
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 3: 广靖高速日均交通流量 (截至 09 年 7 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 4: 锡澄高速日均交通流量 (截至 09 年 7 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 5: 广靖高速小型车比例 (截至 09 年 7 月)

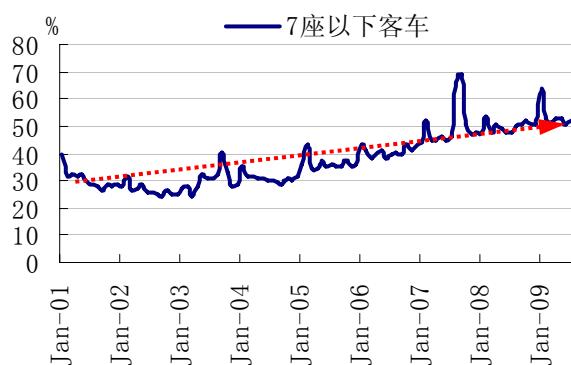
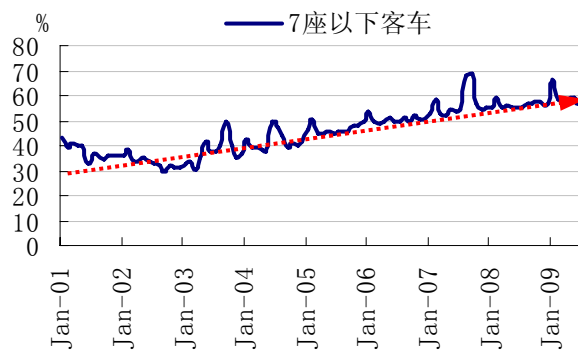
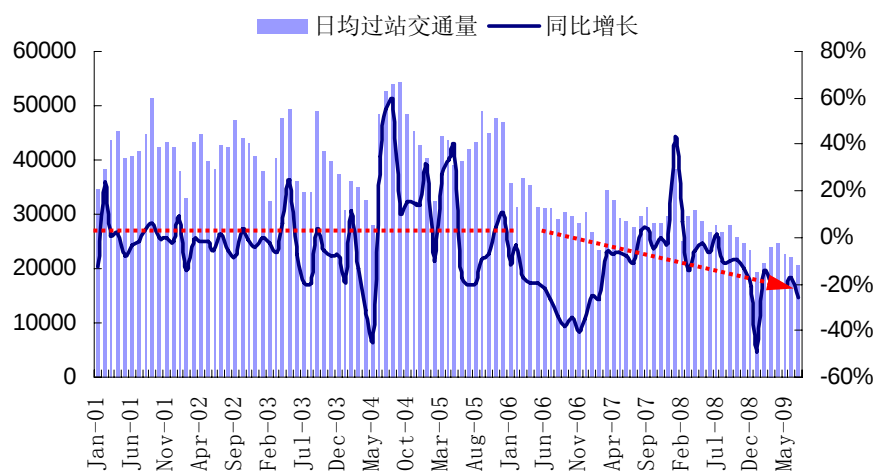


图 6: 锡澄高速小型车比例 (截至 09 年 7 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 7: 312 国道日均交通流量 (截至 09 年 7 月)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

三、估值水平比较

表 3: A 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 (09/8/21)	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
000429.SZ	粤高速 A	4.91	15.34	16.93	15.14	15.09	1.81	1.61	1.52	1.49
000828.SZ	东莞控股	5.61	31.61	17.00	13.47	11.95	2.19	1.98	1.78	1.62
000900.SZ	现代投资	19.05	13.32	12.42	11.49	9.41	2.24	2.02	1.83	1.57
600012.SH	皖通高速	5.21	12.49	13.36	12.99	11.59	1.73	1.55	1.43	1.38
600033.SH	福建高速	6.02	11.41	12.51	14.47	16.59	2.27	1.94	1.81	1.70
600035.SH	楚天高速	4.95	15.47	14.21	11.38	9.84	1.85	1.71	1.51	1.36
600269.SH	赣粤高速	13.79	14.67	15.48	14.47	13.05	2.25	2.01	1.80	1.66
600350.SH	山东高速	4.99	13.52	14.02	12.48	10.58	1.89	1.75	1.62	1.47
600377.SH	宁沪高速	5.80	18.80	17.72	15.82	14.40	1.83	1.80	1.74	1.70
600548.SH	深高速	5.40	23.38	20.30	17.09	16.47	1.68	1.61	1.54	1.46
601107.SH	四川成渝	7.25	34.05	29.00	24.55	21.97	3.19	2.83	2.67	2.66
中值			15.34	15.48	14.47	13.05	1.89	1.80	1.74	1.57
均值			18.55	16.63	14.85	13.72	2.08	1.89	1.75	1.64

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 4: H 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 (09/8/21)	P/E				P/B			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
107.HK	四川成渝	3.27 HKD	15.35	12.34	10.48	9.26	1.50	1.26	1.38	1.36
177.HK	宁沪高速	5.99 HKD	18.72	17.62	16.02	14.65	2.06	1.96	1.89	1.84
548.HK	深高速	3.80 HKD	16.45	16.31	13.06	11.24	1.18	1.11	1.06	1.03
576.HK	浙江沪杭甬	7.33 HKD	16.82	18.23	16.43	15.87	2.37	2.25	2.15	2.07
995.HK	皖通高速	4.33 HKD	10.71	11.16	10.83	9.89	1.40	1.33	1.26	1.23
中值			16.45	16.31	13.06	11.24	1.50	1.33	1.38	1.36
均值			15.61	15.13	13.36	12.18	1.70	1.58	1.55	1.50

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

表 5: 高速公路 A/H 股价比较

(2009-08-21)	A 股价格 (RMB)	H 股价格 (HKD)	H 股价格 (RMB)	A/H 溢价率
宁沪高速	5.80	5.99	5.28	9.82%
皖通高速	5.21	4.33	3.82	36.47%
深高速	5.40	3.80	3.35	61.17%
四川成渝	7.25	3.27	2.88	151.46%
中值				48.82%
均值				64.73%

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	675	889	2247	3833
现金	461	680	2029	3602
应收账款	34	25	26	29
其它应收款	15	12	13	14
预付账款	7	7	8	8
存货	117	122	128	137
其他	43	43	43	43
非流动资产	24100	23237	22367	21414
长期投资	1884	1884	1884	1884
固定资产	1477	1464	1504	1541
无形资产	20690	19869	18966	17973
其他	49	20	12	15
资产总计	24775	24126	24614	25247
流动负债	3655	2580	2568	2593
短期借款	2650	1650	1650	1650
应付账款	155	122	128	137
其他	850	808	790	806
非流动负债	4713	4712	4712	4712
长期借款	3622	3622	3622	3622
其他	1091	1090	1090	1090
负债合计	8368	7292	7280	7305
少数股东权益	439	478	517	558
股本	5038	5038	5038	5038
资本公积	7555	7555	7555	7555
留存收益	3376	3763	4223	4791
归属母公司股东权益	15969	16356	16817	17384
负债和股东权益	24775	24126	24614	25247

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2765	2798	3107	3457
净利润	1599	1787	1985	2262
折旧摊销	914	877	962	1056
财务费用	542	409	365	332
投资损失	-153	-181	-191	-201
营运资金变动	-144	-75	-23	9
其它	6	-19	10	-1
投资活动现金流	-898	181	91	101
资本支出	827	0	100	100
长期投资	-160	0	0	0
其他	-230	181	191	201
筹资活动现金流	-2536	-2759	-1849	-1984
短期借款	-2104	-1000	0	0
长期借款	338	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	67	0	0	0
其他	-836	-1759	-1849	-1984
现金净增加额	-668	220	1348	1574

资料来源：中投证券研究所

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5277	5363	5720	6250
营业成本	2474	2435	2564	2739
营业税金及附加	143	146	155	170
营业费用	2	2	2	2
管理费用	162	166	174	187
财务费用	542	409	365	332
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	153	181	191	201
营业利润	2107	2386	2650	3021
营业外收入	17	24	23	22
营业外支出	23	27	26	26
利润总额	2102	2383	2646	3017
所得税	502	596	662	754
净利润	1599	1787	1985	2262
少数股东损益	45	39	39	41
归属母公司净利润	1554	1748	1946	2221
EBITDA	3564	3673	3976	4408
EPS (元)	0.31	0.35	0.39	0.44

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-0.6%	1.6%	6.7%	9.3%
营业利润	-12.5%	13.2%	11.0%	14.0%
归属于母公司净利润	-2.9%	12.5%	11.3%	14.2%
获利能力				
毛利率	53.1%	54.6%	55.2%	56.2%
净利率	29.4%	32.6%	34.0%	35.5%
ROE	9.7%	10.7%	11.6%	12.8%
ROIC	9.3%	10.0%	11.3%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	33.8%	30.2%	29.6%	28.9%
净负债比率	77.37%	75.07%	75.19%	74.93%
流动比率	0.18	0.34	0.87	1.48
速动比率	0.15	0.30	0.82	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.22	0.23	0.25
应收账款周转率	97	169	206	209
应付账款周转率	4.70	17.61	20.52	20.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.35	0.39	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.56	0.62	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.25	3.34	3.45
估值比率				
P/E	20.68	18.39	16.52	14.47
P/B	2.01	1.97	1.91	1.85
EV/EBITDA	11	10	9	9

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。理学学士、管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

覆盖公司: 大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、楚天高速、皖通高速、宁沪高速、四川成渝、现代投资、赣粤高速、澳洋顺昌、亚通股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434