

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2010年2月22日

宁沪高速(600377.SH)/7.35元

2010年1月延续良好增长态势

交通运输·公路

目标估值：9元

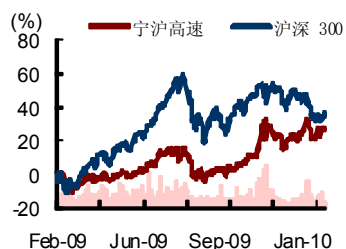
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3018
总股本(万股)	503775
已上市流通股(万股)	42374
总市值(亿元)	370
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	32.9%
主要股东	江苏交通控股有限公司
主要股东持股比例	54.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	18	19
相对表现	8	21	-13



相关报告

- 1、《港口与公路行业2010年1月跟踪点评-关注出口复苏与区域振兴的主题投资机会》2010/1/14
- 2、《公路行业2010年度投资策略-关注车流量与多元化经营的超预期效应》2009/12/8
- 3、《五洲交通(600368)-房地产业务决定来年盈利空间》2009/11/1
- 4、《大秦铁路(601006)-关注运量复苏与资产注入预期》2009/8/28
- 5、《赣粤高速(600269)-通道功能弱化背景下的估值优势》2009/8/16
- 6、《宁沪高速(600377)-车流量回暖,盈利复苏》2009/7/27
- 7、《广深铁路(601333)-分流影响难免,关注国铁提价预期》2009/6/26
- 8、《中储股份(600787)-土地价值丰厚,物流前景光明》2009/3/9

2010年1月,公司旗下路产车流量表现延续良好势头。沪宁高速江苏段实现日均车流量52541辆,同比增长3.08%,环比增长2.8%;广靖与锡澄高速车流量亦实现环比增长。区域经济复苏与汽车保有量的增长将是2010年公司盈利增长的主要推动力,此外收费标准的调整以及世博会的举办亦将是提升盈利的正面因素。

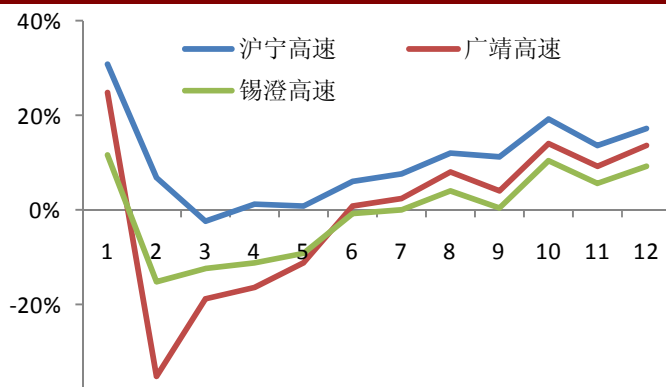
- 2009年全年宁沪高速车流增长好于预期。根据测算,沪宁高速江苏段日均车流量为50,896辆/日,同比增长9.9%;其余路段,如广靖、锡澄高速公路日均车流量分别同比分别下降2.5%和1.4%;宁连高速公路与312国道日均车流量也出现不同程度的下降。总体而言,即使在金融海啸冲击之下,公司各路段车流量数据均远好于2009年的市场一致预期。尤其是公司主要的利润来源沪宁高速公路江苏段自8月份起保持了2009年内同比增速超过10%的态势。
- 2010年1月宁沪高速车流继续保持稳定增长的势头。元月沪宁高速江苏段的车流量的增速同比与环比均在3%左右,考虑到09年1月份的春节因素,2010年沪宁高速的表现较为理想。广靖高速1月份车流量同比下降17%,锡澄高速同比下降3%,而环比数据两者都保持2-3%的增长。我们认为09年1月春节导致的基数效应较为明显,这也说明了宁沪高速事实上有着较为坚实的增长表现。
- 预期2010年上半年高速公路行业将会有较为出色的表现。受益于2009年上半年的低基数、2010年宏观经济继续回暖以及近年来汽车销售量的乐观增长,我们预期2010年上半年收费公路行业将延续09年下半年以来的良好表现。宁沪高速(600377)以乘用车为主,长三角地区乘用车保有量的较快增长以及较高的运输周转率将在很大程度上进一步刺激沪宁高速江苏段的车流量增长。
- 预计2010-2011年EPS为0.48和0.55元,给予“审慎推荐”评级。区域经济复苏与汽车保有量的增长将是2010年公司盈利增长的主要动力,此外2009年7月起的货车收费标准调整以及2010年5月上海世博会的举办亦将对公司盈利增长构成正面影响。当前股价对应2010-2011年市盈率分别为15.3x和13.2x,低于历史均值水平,维持“审慎推荐”评级。
- 风险提示:2010年宁沪城际铁路通车的分流影响

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5310	5277	5640	6319	6780
同比增长	29%	-1%	7%	12%	7%
营业利润(百万元)	2407	2107	2806	3274	3785
同比增长	39%	-12%	33%	17%	16%
净利润(百万元)	1601	1554	2063	2413	2796
同比增长	40%	-3%	33%	17%	16%
每股收益(元)	0.32	0.31	0.42	0.48	0.55
PE	23.1	23.8	17.9	15.3	13.2
PB	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1

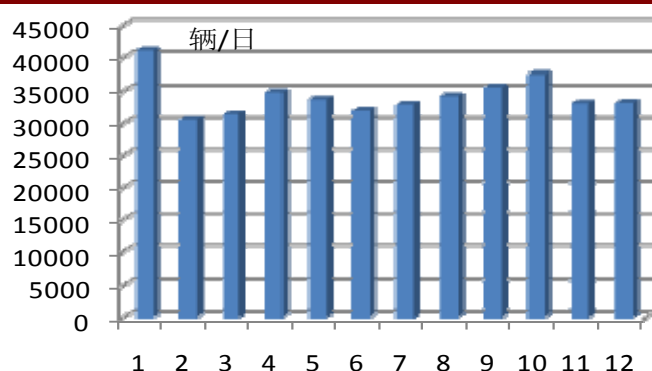
资料来源:招商证券

图1、09年宁沪高速旗下高速路段的车流量增长情况



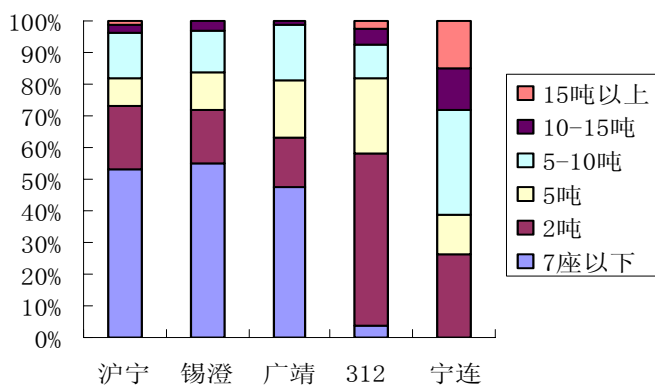
资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图2、2009年沪宁高速江苏段车流量的月度统计



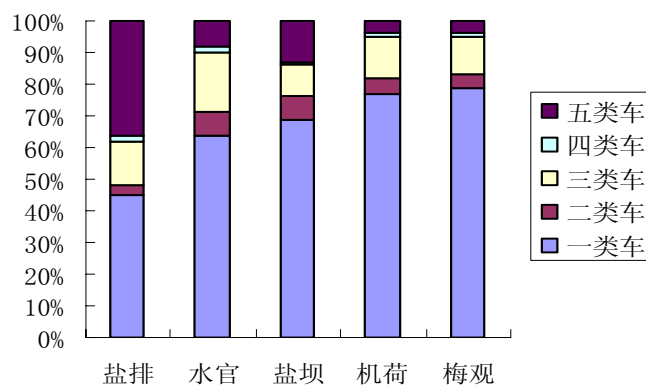
资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图3、长三角地区收费公路的乘用车占比较高



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图4、珠三角地区收费公路的乘用车占比较高



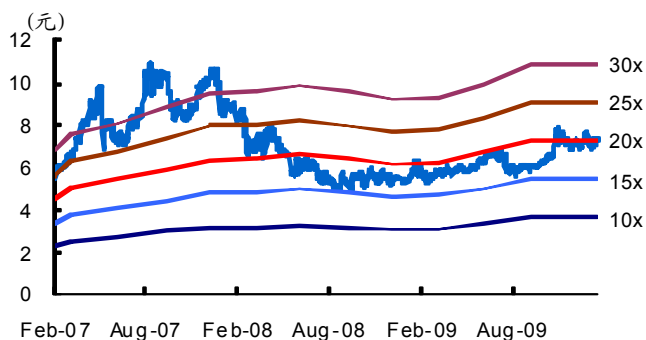
资料来源：Wind、招商证券研发中心

表1、汽车年度销量预测 (2009-2010)

	2007	2008	2009	2010E
汽车年度销量	877.4	935.6	1329.6	1549.9
%		6.6%	42.1%	16.6%
乘用车	629.7	674.7	1002.8	1172
%		7.1%	48.6%	16.9%
卡车	213.3	228.3	292.6	340.2
%		7.0%	28.2%	16.3%
客车	34.5	32.6	34.3	37.7
%		-5.5%	5.2%	9.9%

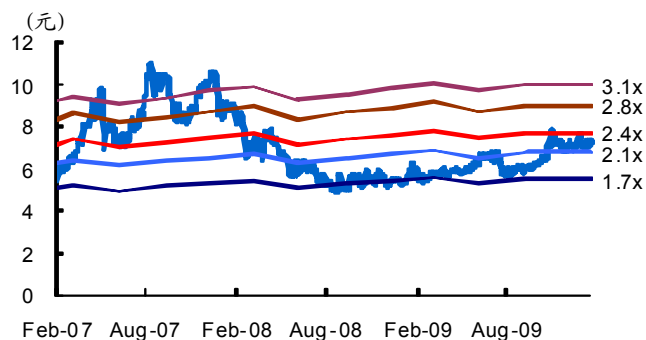
资料来源：Wind、招商证券

图5、宁沪高速历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图6、宁沪高速历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1334	675	148	36	296
现金	1129	461	0	(129)	120
交易性投资	42	40	1	2	3
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	69	34	64	72	77
其它应收款	31	15	0	0	0
存货	55	117	49	54	55
其他	7	10	34	38	41
非流动资产	24604	24100	23448	23028	22245
长期股权投资	1609	1884	1884	1884	1884
固定资产	21712	1477	1920	2531	2726
无形资产	1226	20690	19601	18569	17592
其他	57	49	43	43	43
资产总计	25938	24775	23596	23064	22541
流动负债	6514	3655	4016	2879	916
短期借款	4754	2650	2671	2272	300
应付账款	898	155	254	316	325
预收账款	55	160	0	0	0
其他	807	690	1091	291	291
长期负债	3286	4713	2822	3022	3022
长期借款	3284	3622	2822	3022	3022
其他	1	1091	0	0	0
负债合计	9800	8368	6838	5901	3938
股本	5038	5038	5038	5038	5038
资本公积金	7489	7555	7555	7555	7555
留存收益	3182	3376	3685	4047	5445
少数股东权益	429	439	480	522	565
母公司所有者权益	15708	15969	16278	16640	18038
负债及权益合计	25938	24775	23596	23064	22541

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3158	2765	3232	3783	3939
净利润		1554	2063	2413	2796
折旧摊销		0	1157	1121	1083
财务费用		0	382	361	233
投资收益		0	(175)	(199)	(214)
营运资金变动		0	(226)	44	(2)
其它		1211	31	44	44
投资活动现金流	(642)	(898)	(461)	(701)	(301)
资本支出		0	(500)	(700)	(300)
其他投资		(898)	39	(1)	(1)
筹资活动现金流	(2186)	(2536)	(3232)	(3211)	(3389)
借款变动		0	(181)	(998)	(1972)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(1754)	(2051)	(1398)
其他		(2536)	(1297)	(162)	(19)
现金净增加额	330	(668)	(461)	(129)	249

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5310	5277	5640	6319	6780
营业成本	2223	2474	2309	2527	2597
营业税金及附加	151	143	147	164	176
营业费用	2	2	2	2	0
管理费用	161	162	169	190	203
财务费用	504	542	382	361	233
资产减值损失	(1)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	5	(2)	0	0	0
投资收益	134	153	175	199	214
营业利润	2407	2107	2806	3274	3785
营业外收入	32	17	0	0	0
营业外支出	31	23	0	0	0
利润总额	2409	2102	2806	3274	3785
所得税	770	502	702	818	946
净利润	1639	1599	2105	2455	2838
少数股东损益	38	45	41	42	43
母公司所有者净利润	1601	1554	2063	2413	2796
EPS (元)	0.32	0.31	0.41	0.48	0.55

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	29%	-1%	7%	12%	7%
营业利润	39%	-12%	33%	17%	16%
净利润	40%	-3%	33%	17%	16%
获利能力					
毛利率	58.1%	53.1%	59.1%	60.0%	61.7%
净利率	30.1%	29.4%	36.6%	38.2%	41.2%
ROE	10.2%	9.7%	12.7%	14.5%	15.5%
ROIC	8.1%	8.8%	10.4%	12.1%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	33.8%	29.0%	25.6%	17.5%
净负债比率	31.8%	26.1%	26.7%	23.0%	14.7%
流动比率	0.2	0.2	0.0	0.0	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.0	0.0	0.3
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	58.1	28.8	27.8	49.2	47.7
应收帐款周转率	83.5	102.8	115.5	93.0	91.1
应付帐款周转率	1.8	4.7	11.3	8.9	8.1
每股资料(元)					
每股收益	0.32	0.31	0.41	0.48	0.55
每股经营现金	0.63	0.55	0.64	0.75	0.78
每股净资产	3.12	3.17	3.23	3.30	3.58
每股股利	0.27	0.26	0.35	0.41	0.28
估值比率					
PE	23.1	23.8	17.9	15.3	13.2
PB	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	15.5	20.8	13.5	12.3	11.5

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。