

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

车流量环比反季节改善，中期业绩增速或达年内峰值

事件描述

2010年6月，公司核心资产沪宁高速江苏段日均全程车流量55063，同比增长14.49%，环比增长2.03%。除312国道外，其他各条路段的交通流量均实现同比较快增长。

表1：宁沪高速主要经营路段基本情况和5月车流数据

主要经营路段	里程(公里)	车道数目	营运起始	营运截止	上市公司持 股比例	5月日均全 程车流量 (辆)	同比增长	环比增长
沪宁高速公路江苏段	248.2	8	1996.09	2032.06	100%	55063	14.49%	2.03%
312国道江苏段	282	4	1997.06	2024.06	100%	20315	-7.64%	-6.95%
宁连公路南京段	29.8	4	1999.12	2029.12	100%	5686	20.93%	1.90%
广靖高速公路	17.2	6	1999.09	2029.09	85%	34993	9.46%	-3.72%
锡澄高速公路	35	6	1999.09	2029.09	85%	38417	11.13%	-0.31%

资料来源：公司网站，长江证券研究部

事件评论

第一，“世博效应”显现，车流量环比反季节改善

从沪宁高速江苏段历史运营数据看，六月的车流量通常会在季节因素影响下环比下降，但此次车流量环比不降反升，说明世博对沪宁高速车流量的促进作用已逐渐显现。今年六月，世博会日均入园人数436520人，环比增长68.46%。

同比来看，沪宁高速江苏段车流量呈现加速增长态势，六月同比增长14.49%，高出五月同比增速4.83个百分点。截至六月底，沪宁高速江苏段累计全程车流量1010.51万辆，同比增长13.13%。

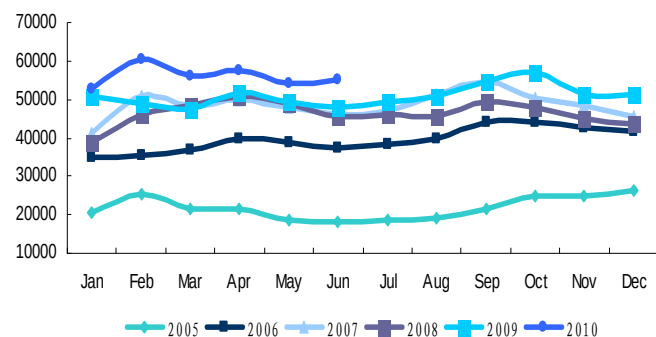
表2：沪宁高速江苏段日均车流量（辆/日）及其同比、环比增速

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2006	35005	35277	36882	39781	38679	37571	38200	39538	44038	44019	42698	41724
同比增长	69.85%	39.23%	71.81%	84.14%	106.73%	109.61%	107.34%	107.97%	105.55%	78.11%	71.00%	58.11%

环比增长	32.64%	0.78%	4.55%	7.86%	-2.77%	-2.86%	1.67%	3.50%	11.38%	-0.04%	-3.00%	-2.28%
2007	41174	50744	48258	49725	47991	45929	46865	51160	54826	50123	48639	45468
同比增长	17.62%	43.84%	30.84%	25.00%	24.08%	22.25%	22.68%	29.39%	24.50%	13.87%	13.91%	8.97%
环比增长	-1.32%	23.24%	-4.90%	3.04%	-3.49%	-4.30%	2.04%	9.16%	7.17%	-8.58%	-2.96%	-6.52%
2008	39011	45800	48381	50990	48765	45397	45923	45384	49441	48037	45122	43674
同比增长	-5.25%	-9.74%	0.25%	2.54%	1.61%	-1.16%	-2.01%	-11.29%	-9.82%	-4.16%	-7.23%	-3.95%
环比增长	-14.20%	17.40%	5.64%	5.39%	-4.36%	-6.91%	1.16%	-1.17%	8.94%	-2.84%	-6.07%	-3.21%
2009	50970	48927	47274	51604	49212	48095	49468	50861	54872	57127	51213	51130
同比增长	30.66%	6.83%	-2.29%	1.20%	0.92%	5.94%	7.72%	12.07%	10.98%	18.92%	13.50%	17.07%
环比增长	16.71%	-4.01%	-3.38%	9.16%	-4.64%	-2.27%	2.85%	2.82%	7.89%	4.11%	-10.35%	-0.16%
2010	52541	60305	55921	57647	53965	55063						
同比增长	3.08%	23.26%	18.29%	11.71%	9.66%	14.49%						
环比增长	2.76%	14.78%	-7.27%	3.09%	-6.39%	2.03%						

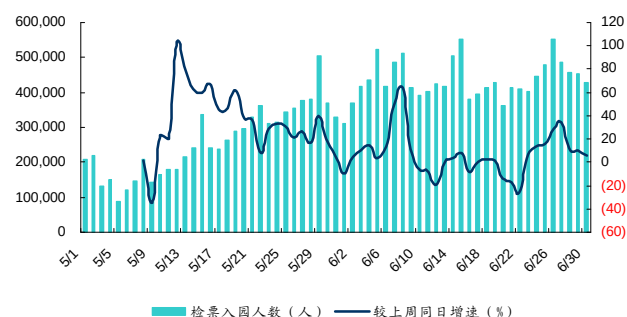
资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 1：沪宁高速江苏段日均车流量走势图



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 2：世博 5-6 月每日入园人数及其较上周同口径增速



资料来源：世博官网，长江证券研究部

第二，下半年主业业绩增速或下滑，中期业绩增速或达年内峰值

公司于去年 3 月和 7 月对货车计重收费费率进行提升后，提高了各路段的单车收入，我们假设今年上半年公司各路段单车收费额与 09 年下半年基本持平，预计今年上半年收费公路业务收入为 24.21 亿元；今年上半年房地产销售结算量有望大幅增加，使公司其他业务收入增至 7.73 亿元，比去年同期增长了 3.4 倍。考虑到世博期间，公司为加强沿路站台的维护和员工形象的打造工作，营业成本和期间费用会有所上升，预计上半年毛利率和期间费用率分别为 57% 和 9%。假设二季度投资收益占比、所得税率和少数股东权益占比与一季度相同，不考虑营业外收支和公允价值变动，预计宁沪高速 2010 年中期 EPS 为 0.29 元，同比增长 49%。

今年下半年，由于经济增速放缓、基数增长及沪宁城际铁路对公路客车的分流，宁沪高速的车流及收入增速都将面临下滑风险，但房地产业务对利润的贡献将部分弥补公司下半年主业业绩增长后劲的不足。

表 3: 宁沪高速各路段收入测算

项目	单车收费额 (元/辆)	全程车流量 (辆)	收费公路收入 (万元)
沪宁高速公路江苏段	199.25	10105077	201341.5
312 国道沪宁段	16.39	3846581	6304.176
宁连公路南京段	23.42	1031743	2416.464
广靖高速公路	17.01	6739082	11464.01
锡澄高速公路	29.18	7041046	20544.24
总计	84.16	28763529	242070.4

资料来源: 长江证券研究部

表 4: 宁沪高速中期业绩测算

单位: 万元	2010 年中期
收费公路	242070
配套服务	60892
其他业务收入	77348
营业总收入	380311
营业成本	163534
期间费用率	34228
营业总成本	197761
投资净收益	10167
营业利润	192716
营业外收支净额	0
利润总额	192716
所得税	45769
净利润	146947
少数股东权益	3038
归属于母公司所有者的净利润	143910
EPS (元/股)	0.29
同比增长	49%

资料来源: 长江证券研究部

第三, 高派现的防御性佳品, 维持“推荐”评级

公司现金流充沛, 每年的分红率保持在 70-80%左右, 按照目前股价计算的股息收益率为 4.21%, 据高速公路行业最前列, 对偏好价值投资的资金具有一定的吸引力。而且, 公司在获得持续现金流的优势背景下, 积极拓展房地产业务,

在改善盈利的同时也提升了公司的估值水平。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.67 元，对应 PE 分别为 13、12 和 10 倍，维持公司“推荐”评级。

表 5：高速公路公司现金分红收益率排名

名称	方案说明	每股派息(税前)	每股派息(税后)	股价(元)	分红收益率
宁沪高速	每 10 股派 3.1 元(含税)	0.3100	0.2790	6.62	4.21%
皖通高速	每 10 股派 2 元(含税)	0.2000	0.1800	5.45	3.30%
东莞控股	每 10 股派 1.55 元(含税)	0.1550	0.1395	5.72	2.44%
福建高速	每 10 股派 1 元(含税)转 5 股	0.1000	0.0900	3.75	2.40%
深高速	每 10 股派 1.2 元(含税)	0.1200	0.1080	4.66	2.32%
现代投资	每 10 股派 3.8 元(含税)	0.3800	0.3420	17.34	1.97%
粤高速 A	每 10 股派 1 元(含税)	0.1000	0.0900	4.85	1.86%
华北高速	每 10 股派 0.8 元(含税)	0.0800	0.0720	4.18	1.72%
山东高速	每 10 股派 0.88 元(含税)	0.0880	0.0792	4.61	1.72%
中原高速	每 10 股派 0.6 元(含税)	0.0600	0.0540	3.56	1.52%
赣粤高速	每 10 股派 1 元(含税)	0.1000	0.0900	5.98	1.51%
楚天高速	每 10 股派 0.8 元(含税)	0.0800	0.0720	5.9	1.22%
五洲交通	每 10 股派 0.8 元(含税)	0.0800	0.0720	6.49	1.11%
四川成渝	每 10 股派 0.64 元(含税)	0.0640	0.0576	6.6	0.87%
重庆路桥	每 10 股派 0.6 元(含税)转 1 股	0.0600	0.0540	9.64	0.56%

资料来源：WIND，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5741	6890	7814	9505	货币资金	518	689	3001	6164
营业成本	2494	2928	3151	3949	交易性金融资产	52	52	52	52
毛利	3248	3962	4663	5556	应收账款	101	120	136	165
% 营业收入	56.6%	57.5%	59.7%	58.5%	存货	89	105	113	142
营业税金及附加	154	185	210	256	预付账款	1242	1454	1558	1957
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1	0	0	0	流动资产合计	2002	2420	4880	8501
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	165	200	227	276	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	2067	2267	2447	2647
财务费用	387	387	480	620	投资性房地产	15	15	15	15
% 营业收入	6.7%	5.6%	6.1%	6.5%	固定资产合计	1358	1322	1600	1769
资产减值损失	-1	4	3	6	无形资产	20049	19046	18094	17189
公允价值变动收益	12	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	175	200	200	200	递延所得税资产	5	1	1	2
营业利润	2729	3385	3943	4598	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	47.5%	49.1%	50.5%	48.4%	资产总计	25496	25071	27037	30123
营业外收支	-17	0	0	0	短期贷款	3278	616	0	0
利润总额	2712	3385	3943	4598	应付款项	162	188	201	253
% 营业收入	47.2%	49.1%	50.5%	48.4%	预收账款	26	0	0	0
所得税费用	650	846	986	1150	应付职工薪酬	12	27	29	37
净利润	2061	2539	2957	3449	应交税费	138	175	203	239
归属于母公司所有者的净利润	2011.	2476.	2886.	3372.	其他流动负债	157	177	190	238
润	0	0	6	3	流动负债合计	3771	1183	624	767
少数股东损益	50	63	71	77	长期借款	3420	3420	3420	3420
EPS (元/股)	0.40	0.49	0.57	0.67	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	4	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1094	1094	1094	1094
经营活动现金流净额	1798	3740	4318	4685	负债合计	8289	5697	5138	5281
取得投资收益收回现金	132	0	0	0	归属于母公司所有者权益	16757	18861	21315	24181
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	450	513	584	661
固定资产投资	-271	-149	-478	-395	股东权益	17207	19374	21899	24842
其他	132	0	0	0	负债及股东权益	25496	25071	27037	30123
投资活动现金流净额	-139	-149	-478	-395	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.399	0.491	0.573	0.669
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.33	3.74	4.23	4.80
银行贷款增加 (减少)	224	-2662	-616	0	PE	16.58	13.47	11.55	9.89
筹资成本	1823	-758	-913	-1126	PEG	0.88	0.72	0.61	0.53
其他	-3649	0	0	0	PB	1.99	1.77	1.56	1.38
筹资活动现金流净额	-1602	-3420	-1529	-1126	EV/EBITDA	9.93	7.40	6.06	4.82
现金净流量	57	171	2312	3164	ROE	12.0%	13.1%	13.5%	13.9%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。