

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

业绩增长靠主业拉动，地产项目成后续看点

事件描述

宁沪高速今日公布 2010 半年报，公司上半年营业收入 32.68 亿元，同比增长 21.99%；营业利润 17.03 亿元，同比增长 31.76%；归属于上市公司股东的净利润为 12.73 亿元，同比增长 31.93%；扣除非经常性损益后 EPS 为 0.2522 元，同比增长 32.19%。

事件评论

第一，业绩增长靠主业拉动，地产结算收益低于预期

上半年，公司路桥收费业务增长态势良好，除 312 国道沪宁段外，其他路段的日均流量和收入均有不同程度增长，其中公司核心资产沪宁高速江苏段的日均流量和日均收入增幅分别为 13.13%和 23.19%。由于货车流量同比大幅增长以及 09 年 7 月 1 日起货车计重收费标准的提高，沪宁高速江苏段日均全程单车收入同比增长 8.9%，毛利率提升 1.89 个百分点，对公司毛利的贡献比例高达 86%，是业绩增长的主要动力。

报告期内，宁沪投资公司从事的昆山房地产项目销售已接近尾声，销售收入同比下降 70.2%，是公司实际 EPS 增长比我们预期的低 12%的主要原因。而宁沪置业地产项目尚处于开发与投入阶段，尚未实现收入与盈利贡献。因此地产业务短期对公司利润贡献有限。

分季度来看，由于基数效应递减，使公司二季度营业收入与净利润同比增长较一季度有所放缓；但由于财务费用下降和投资收益大幅增加，二季度收入与净利润环比分别实现 9.65%和 13.68%的较高增长。

表 1：各业务经营情况

项目	营业收入		营业成本		毛利率	
	报告期	同比增减 (%)	报告期	同比增减 (%)	2010 年	同比增减
	千元		千元			
收费公路	2,414,403	21.07	574,783	8.75	76.19	增加 2.69 个百分点
沪宁高速公路	2,014,812	23.19	378,222	11.93	81.23	增加 1.89 个百分点
312 国道沪宁段	60,615	-8.54	114,552	-3.74	-88.98	减少 9.42 个百分点
宁连公路南京段	24,053	41.4	11,166	30.52	53.57	增加 3.86 个百分点
广靖锡澄高速公路	314,923	14.37	70,843	12.36	77.5	增加 0.4 个百分点

配套服务	783,705	53.48	752,999	54.16	3.92	减少 0.42 个百分点
其他业务	70,365	-59.67	33,310	-73.75	52.66	增加 25.39 个百分点
合计	3,268,473	21.99	1,361,092	18.99	58.36	增加 1.05 个百分点

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：路桥项目日均车流量与收费额比较

路桥项目	日均车流量（辆/日）			日均收费额（千元/日）		
	报告期	去年同期	增减%	报告期	去年同期	增减%
沪宁高速公路	55,829	49,348	13.13	11,131.60	9,036.20	23.19
312 国道沪宁段	21,252	22,342	-4.88	334.9	366.2	-8.54
宁连公路南京段	5,700	4,872	16.99	132.9	94	41.4
广靖高速公路	37,232	33,994	9.53	596.7	541.7	10.16
锡澄高速公路	38,901	35,913	8.32	1,143.20	979.6	16.7
江阴长江公路大桥	43,829	39,408	11.22	2,083.90	1,860.70	12
苏嘉杭高速公路	32,516	28,481	14.16	2,359.90	2,001.10	17.93

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：各路段客货流量与收入比例

路桥项目	客货流量比例		客货收入比例		日均全程单车收入（元/日）		
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	增减%
	1-6 月	1-6 月	1-6 月	1-6 月	1-6 月	1-6 月	
沪宁高速公路	68.4: 31.6	70.8:29.2	46.2: 53.8	51.5:48.5	199.4	183.1	8.9
312 国道沪宁段	56.6: 43.4	54.2:45.8	37: 63	35.2:64.8	15.8	16.4	-3.66
宁连公路南京段	43.9: 56.1	54:46:00	23.5: 76.5	33.8:66.2	23.3	19.3	20.73
广靖高速公路	68:32:00	68.5:31.5	44.3: 55.7	47.9:52.1	16	15.9	0.63
锡澄高速公路	70:30:00	70.4:29.6	49.4: 50.4	52.5:47.5	29.4	27.3	7.69
江阴长江公路大桥	69.3: 30.7	69.9:30.1	42.4: 57.6	44.3:55.7	47.5	47.2	0.64
苏嘉杭高速公路	59.1: 40.9	60.7:39.3	38.6: 61.4	42:58:00	72.6	70.3	3.27

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：各业务对利润贡献及其资产占比情况

单元：百万元	宁沪高速	312 公路	宁连宁通	广靖锡澄	公路配套服务	其他	不可分配项目	合计
分部营业收入	2015	61	24	315	784	70	0	3268
占比	62%	2%	1%	10%	24%	2%		

营业成本	378	115	11	71	753	33	0	1361
分部营业利润	1637	-54	13	244	31	37	0	1907
占比	86%	-3%	1%	13%	2%	2%		
营业税金及附加	67	3	1	10	4	0	0	86
销售费用	0	0	0	0	0	0	0	1
管理费用	32	0	0	0	0	0	39	71
财务费用	0	0	0	0	0	0	0	183
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	5
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	130
营业利润	1538	-57	12	234	27	37	-39	1703
营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	8
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	6
利润总额	1538	-57	12	234	27	37	-39	1704
所得税	0	0	0	0	0	0	0	401
净利润	1538	-57	12	234	27	37	-39	1304
占比	118%	-4%	1%	18%	2%	3%	-3%	
单位: 亿元	宁沪高速	312 公路	宁连宁通	广靖锡澄	公路配套服务	其他	不可分配项目	合计
分部资产总额	155	27	4	18	4	19	25	252
占比	61%	11%	1%	7%	2%	7%	10%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5: 单季度财务摘要

	2010-06-30	2010-03-31	2009-12-31	2009-09-30	2009-06-30	2009-03-31
盈利能力	--	--	--	--	--	--
归属母公司净利润(万元)	67738.67	59586.61	49281.63	55305.92	53788.95	42720.74
每股收益(摊薄)(元)	0.1345	0.1183	0.0978	0.1098	0.1068	0.0848
销售净利率(%)	39.62	38.22	31.64	36.75	36.47	35.46
销售毛利率(%)	57.58	59.2	53.37	58.54	56.77	57.95
营业成本率(%)	42.41	40.79	46.62	41.45	43.22	42.04
期间费用率(%)	7.37	8.21	9.79	8.87	8.8	11.36
销售费用率(%)	0.01	0.02	0	0.03	0.02	0.02
管理费用率(%)	2.14	2.18	3.84	2.24	2.43	2.9
财务费用率(%)	5.21	6.01	5.95	6.58	6.34	8.43

营业利润率(%)	53.1	50.97	44.38	49.51	48.91	47.38
成本费用利润率(%)	101.16	99.1	73.18	93.43	89.6	84.41
资产获利能力	--	--	--	--	--	--
总资产收益率(ROA)(%)	2.65	2.32	1.96	2.24	2.17	1.72
净资产收益率(ROE)(摊薄)(%)	4.15	3.44	2.94	3.41	3.42	2.59
现金流量分析	--	--	--	--	--	--
销售现金比率(%)	44.59	34.99	3.84	23.36	47.25	57.21
净利润现金含量(%)	112.53	91.54	12.15	63.58	129.56	161.33
营业收入现金含量(%)	101.85	103.13	102.58	102.65	93.3	104.02
同比增长	--	--	--	--	--	--
营业收入同比增长(%)	15.92	29.42	18.84	11.39	8.59	-4.24
净利润同比增长(%)	25.93	39.47	60.67	36.55	24.15	4.43
环比增长	--	--	--	--	--	--
营业收入环比增长(%)	9.65	0.11	3.47	2.04	22.42	-8.06
净利润环比增长(%)	13.68	20.91	-10.89	2.82	25.9	39.28

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司地产储备项目多，发展后劲足，我们维持公司“推荐”评级

我们认为，公司未来业绩增长来源于两方面：（1）主业随长三角一体化进程的快速推进实现的持续较快增长；（2）宁沪置业目前投资的 800 余亩房地产项目后期的结算收益。由于公司地产项目覆盖面广，且大部分在 2011 年以后实现结算，所以从长期来看，公司发展后劲十足。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.67 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，维持公司“推荐”评级。

表 6：公司房地产投资项目

成交日期	项目	总面积（平方米）	成交总价（千元）	容积率	用地性质	项目进展
2009.9.9	句容市宝华镇鸿堰社区两块地块	333088	686500	不大于 3	高尚住宅小区	进入前期开发准备，已完成项目规划设计方案招标。
2009.9.29	昆山市花桥镇七块地块	129129.2	295404	不大于 3	集住宅、酒店、陆续办理了部分地块的土地使商业及商务办用证相关开发手续，其中 C4 公的综合性商务区	地块已于 6 月 19 日开工建设，其余地块仍在规划设计阶段。
2009.11.5	苏州沧浪区新市路西大街地块	22279.2	455000	小于 1	高端别墅	各项报建工作正在顺利进行中，现已进入施工图设计阶段。
2010.1.20	句容市 02、03 号地块	50567	113800	不大于 3	高尚住宅小区	

资料来源：公司公告

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	17.16	13.94	11.95	10.23
筹资成本	1823	-758	-913	-1126	PEG	0.91	0.74	0.64	0.54
其他	-3649	0	0	0	PB	2.06	1.83	1.62	1.43
筹资活动现金流净额	-1602	-3420	-1529	-1126	EV/EBITDA	10.22	7.63	6.26	5.00
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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。