

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘江渝

Tel: 021-68634518-8278

ljy2775@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

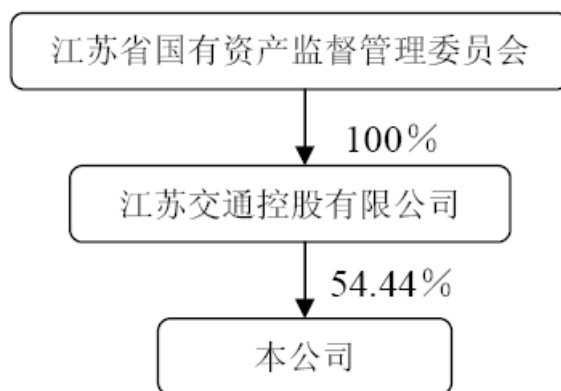
lz2941@xcsc.com

□ 事件

我们近期对宁沪高速进行了调研，主要调研内容及我们的看法如下：

□ 公司主营业务简介

公司主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速公路江苏段（“沪宁高速公路”）及本集团拥有或参股有关江苏省境内的收费公路，并发展公路沿线的客运及其他辅助服务业（包括加油、餐饮、购物、汽车维修、广告及住宿等），公司控股股东为江苏交通控股有限公司，持股比例为 54.44%，公司与实际控制人之间的产权和控制关系见下图：



数据来源：上市公司资料

公司的核心业务是收费路桥的投资、建设、营运和管理，除沪宁高速公路外，公司还拥有 312 国道沪宁段、宁连公路南京段、锡澄高速公路、广靖高速公路、江阴长江公路大桥以及苏嘉杭高速公路等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益，目前公司管理的公路里程超过 700 公里，是中国公路行业中资产规模最大的上市公司之一，公司的主要路产如下图所示：



数据来源：上市公司资料

□ 公司主营业务上半年增长较快

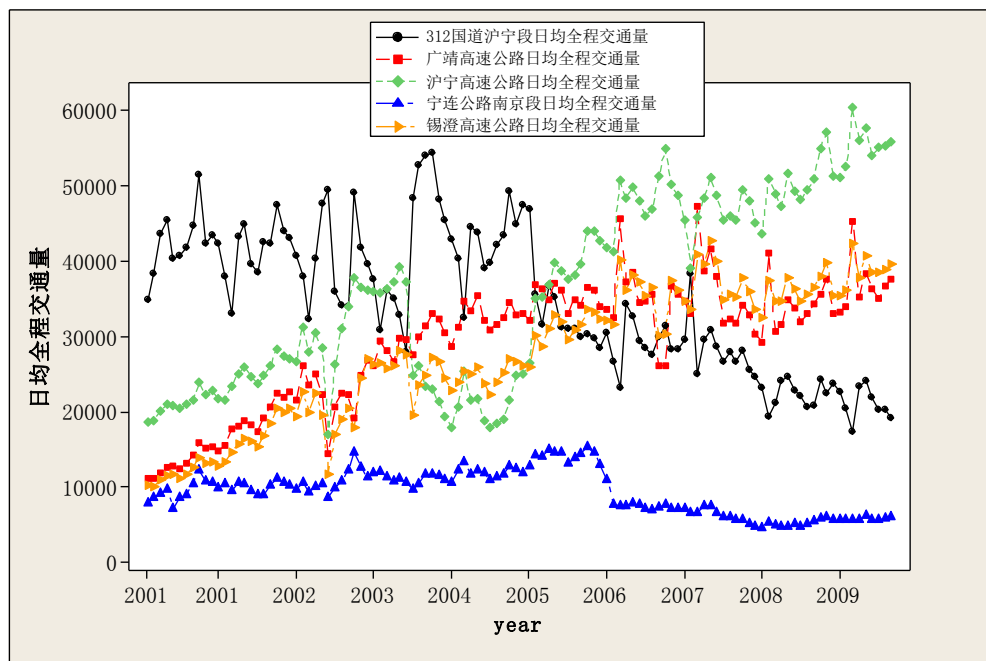
公司的营业收入主要来自于收费公路业务，今年上半年在营业收入中占比达到 73.87%，而目前在公司控股的路产中沪宁高速公路提供的收费收入在营业收入中比例为 61.64%，在收费公路收入中的比重达到 83%，该路产是公司的主要资产，公司各部分业务具体情况见下表：

	营业收入	收入同比 率%	比重%	毛利率	毛利率增加值
收费公路	2,414,403	21.07%	73.87%	76.19	增加 2.69 个百分点
沪宁高速公路	2,014,812	23.19%	61.64%	81.23	增加 1.89 个百分点

312 国道 沪宁段	60,615	-8.54%	1.85%	-88.98	减少 9.42 个百分点
宁连公路 南京段	24,053	41.4%	0.74%	53.57	增加 3.86 个百分点
广靖锡澄 高速公路	314,923	14.37%	9.64%	77.5	增加 0.4 个百分点
配套服务	783,705	53.48%	23.98%	3.92	减少 0.42 个百分点
其他业务	70,365	-59.67%	2.15%	52.66	增加 25.39 个百分点
合计	3,268,473	21.99	100%	58.36	增加 1.05 个百分点

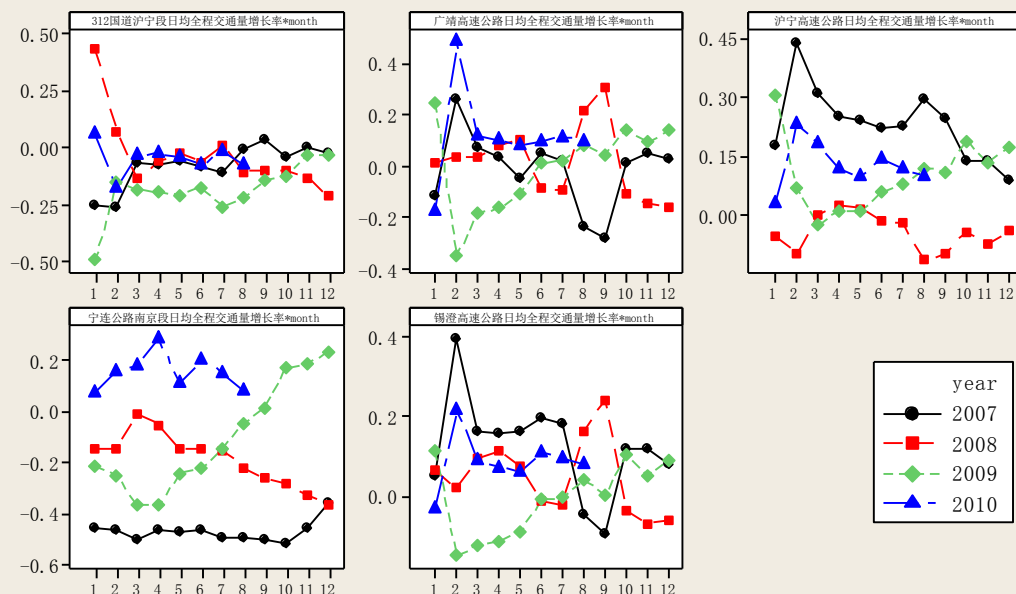
数据来源：上市公司资料

我们看到今年公司的营业收入仍然实现了快速增长，公司主营业务收费公路业务收入增长了 21.07%，我们将公司主要路产业务交通量情况作图如下：



数据来源：上市公司资料

从上面公司的业务量走势可以看到，高速公路的业务量基本上在不断增长，而公路的业务量却呈现出不断下降的趋势，今年以来 312 国道交通流量与通行费收入下降幅度放缓，而宁连公路南京段的经营情况从 2009 年 7 月起开始改善，主要由于平行的宁淮高速货车收费标准调整，吸引部分货车选择收费较低的宁连公路，导致货车比例大幅提升，今年上半年宁连公路日均交通流量与通行费收入分别比去年同期增长 16.99% 及 41.4%。从 2009 年下半年开始，苏通大桥对广靖、锡澄高速公路及江阴大桥的分流影响已逐步趋于平稳，今年上半年，三个项目的运营表现良好，下图为公司各路产的具体表现情况。



数据来源：上市公司资料

从图中看到公司主要路产从 09 年下半年开始交通量都得到逐步改善，但由于 09 年下半年的基数较高，估计今年下半年的同比增速可能有所下滑。

沪宁高速铁路的开通对公司影响不大，由于目前沪宁高速铁路的票价较高，票价最低在 140 元以上，如果通过高速公路，每人的成本为 68~70 元。此前动车组的开通对公司客运业影响较大，客车比例从 10%减少到 7%，而目前高速铁路开通后，由于票价提升，公司客运业务反而有所回升。在货运方面由于铁路主要运输量大以及距离长的货物，公路货运比较灵活，量少而且距离短，因此货运影响不大。

□ 公司配套服务业务大幅增长

公司配套服务主要是油品销售，今年上半年，由于交通流量的增长和成品油价上调，油品销售收入约人民币 6.99 亿元，配套服务收入约人民币 7.83 亿元，约占配套服务总收入的 89.18%，比去年同期增长约 57.64%，其他包括餐饮、商品零售等业务收入也增长较快，实现收入 0.85 亿元，比去年同期增长约

26.08%。

□ 房地产收入未来有望成为公司未来新的利润增长点

公司首个地产项目昆山汇杰雅苑项目 2009 年实现销售收入 1.76 亿元，今年由于项目销售已近尾声，上半年销售收入 0.45 亿元，同比下降 70.2%。而公司目前房地产项目主要由全资子公司宁沪置业经营。目前宁沪置业仍处于项目前期开发及投入阶段，尚未实现收入与盈利贡献。截至 6 月 30 日，宁沪置业已取得可开发土地面积 53.47 万平米，土地总投入约 15.85 亿元，预计将于 2012 年开始贡献收入，未来预计收入可达 50 亿元左右，有望成为公司未来新的利润增长点。

盈利预测：

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.48 元、0.53 元、0.61 元，对应动态市盈率分别为 14 倍、13 倍、11 倍，考虑到其业绩的稳定性，我们给与“增持”投资评级。

盈利风险：经济恢复缓慢，其他运输方式影响超预期

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5741	6775	7472	8294
营业成本	2494	2778	3124	3445
营业税金及附加	154	207	213	235
营业费用	1	2	2	2
管理费用	165	201	220	244

财务费用	387	484	451	396
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	12	8	9	9
投资净收益	175	168	170	169
营业利润	2729	3280	3642	4151
营业外收入	17	21	21	21
营业外支出	34	30	30	30
利润总额	2712	3271	3633	4142
所得税	650	784	871	993
净利润	2061	2487	2762	3149
少数股东损益	50	64	70	80
归属母公司净利润	2011	2423	2692	3069
EBITDA	3982	3820	4150	4604
EPS（元）	0.40	0.48	0.53	0.61

数据来源：湘财证券研究所 WIND

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。