

高速公路Ⅲ

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.80元

当前股价: 6.51元

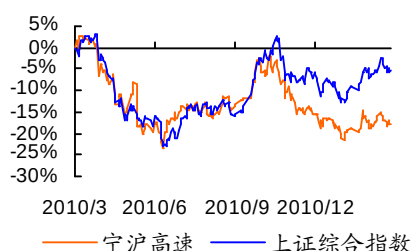
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	5038
流通股本(百万)	1655
流通市值(亿)	108
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	3.42
资产负债率	32.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
皖通高速	-0.91	-4.41	-3.98
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



相关报告

《宁沪高速-坐拥优质资产, 未来主业增长明确》2010-11-17

《宁沪高速-业绩符合预期、核心路段车流量持续增长》2010-8-23

《宁沪高速-短期有望受益世博、多元化亦初显端倪》2010-3-22

宁沪高速

600377

推荐

主业增长稳定, 辅业开拓成后续看点

公司今日公布 2010 年报: 营业收入 67.56 亿, 同比增长 17.68%; 营业利润 33.32 亿, 同比增长 22.12%; 归属上市公司的净利润 24.84 亿、同比增长 23.54%。基本每股收益 0.49 元, 业绩符合预期。分红方案: 拟每 10 股派发现金 3.6 元 (含税)。

投资要点:

- **沪宁高速江苏段和服务区配套业务助推公司营业收入快速增长。**2010 年公司实现通行费收入约 50 亿, 同比增长 16.1%, 约占总营业收入 74% 左右。受益于宏观经济稳步增长, 占比公司通行费收入 83.3% 和 13.1% 的沪宁高速江苏段和广靖锡澄高速车流量同比增长分别为 9.8% 和 8.9%; 受益于货车比例小幅提升和 2009 年 7 月货车计重收费标准上调, 路费收入同比增长分别为 17.3% 和 13.2%, 超过车流量增速。其次, 以成品油销售为主的服务区配套服务实现收入 16.6 亿、占总营业收入的 24.9%, 同比增长 36.7%。考虑公司核心路段地理位置优越、短期内基本不存在分流威胁和我国宏观经济有望保持稳定, 我们预计未来公司车流量和收入有望保持快速稳定增长。
- **成本控制得力, 毛利率保持基本稳定。**2010 年公司毛利率为 56.2%, 与 2009 年基本持平。收费公路业务成本 13.1 亿, 同比增长 10.8%; 其中占比近 90% 的折旧摊销和征收业务成本同比增长分别为 7.1% 和 6.9%, 为迎接国检导致占比 9.4% 的路桥养护成本同比增长 64.6%。其次, 配套业务成本 16.0 亿, 同比增长 37.6%; 但由于该业务毛利率仅为 3.1% 和贡献 1.4% 的毛利, 对公司盈利影响甚微。
- **积极探索辅业, 房地产业务有望成为新的利润增长点。**结合自身持续现金流充沛优势, 公司积极探索主业之外的新业务领域。现有句容宝华镇、昆山花桥镇、苏州沧浪区等项目的土地开发权, 土地总面积 48.45 万平米。其中花桥 C4 地块 (可销售面积 4.2 万平米) 已于 2011 年 1 月开始预售, 该项目由于拿地成本低和区位好, 预计盈利可观。苏州沧浪区项目 (开发建设面积 2.8 万平米) 预计 2011 年中开始预售。
- **维持公司“推荐”的投资评级, 目标价格 8.80 元。**我们预测公司 2011-2013 年基本每股收益分别为 0.49、0.55 和 0.61 元。考虑公司路产优质和未来几年至少 6% 的现金分红收益率, 我们维持公司“推荐”的投资评级, 6-12 个月目标价格 8.80 元, 对应 2011 年 16 倍市盈率。

风险提示: 宏观经济波动、房地产市场波动

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6756	7758	8659	9267
同比(%)	18%	15%	12%	7%
归属母公司净利润(百万元)	2484	2754	3087	3414
同比(%)	24%	11%	12%	11%
毛利率(%)	56.2%	54.4%	53.4%	54.2%
ROE(%)	14.1%	13.6%	14.7%	15.6%
每股收益(元)	0.49	0.55	0.61	0.68
P/E	13.20	11.91	10.62	9.61
P/B	1.87	1.61	1.56	1.50
EV/EBITDA	8	7	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、合并利润表比较

表 1: 2009 年和 2010 年合并利润表各科目变动情况

项目 (百万)	2009 年	2010 年	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	5,741.35	6,756.24	17.68%	
其中: 营业收入	5,741.35	6,756.24	17.68%	沪宁高速江苏段和油品销售业务增长
二、营业总成本	3,200.32	3,668.54	14.63%	
其中: 营业成本	2,493.62	2,958.85	18.66%	折旧摊销、养护和油品销售成本增长
营业税金及附加	154.46	178.63	15.65%	--
营业费用	1.13	5.12	353.10%	--
管理费用	164.59	163.63	-0.58%	--
财务费用	387.03	362.39	-6.37%	有息债务减少约 15 亿
资产减值损失	-0.50	-0.08	-84.00%	--
加: 公允价值变动净收益	12.15	1.27	-89.55%	黄金现货投资价值变动
投资收益	175.36	243.08	38.62%	苏嘉杭和江阴大桥盈利增长
三、营业利润	2,728.54	3,332.06	22.12%	
加: 营业外收入	17.45	27.54	57.82%	固定资产处置利得和赔偿收入增加
减: 营业外支出	34.09	27.41	-19.60%	固定资产处置损失减少
四、利润总额	2,711.90	3,332.19	22.87%	
减: 所得税	650.48	792.65	21.86%	--
五、净利润	2,061.42	2,539.54	23.19%	
少数股东损益	50.45	55.14	9.30%	广靖锡澄高速收入和利润的增长
归属于母公司所有者净利润	2,010.97	2,484.40	23.54%	--
六、每股收益 (元)	0.40	0.49	23.54%	

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

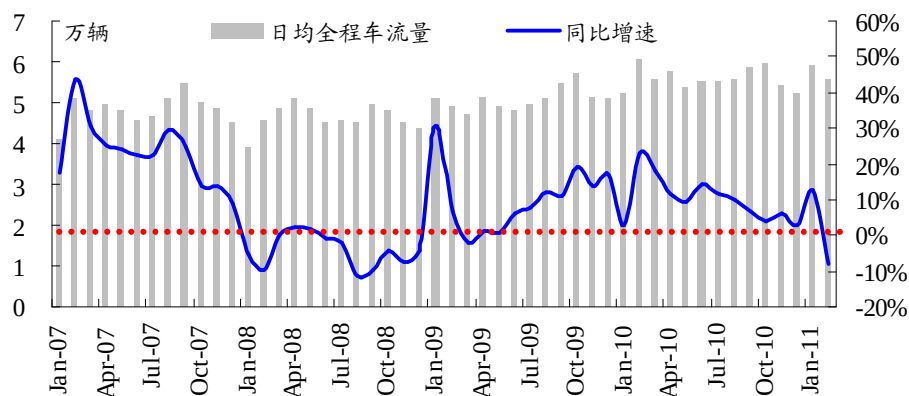
二、各路段运营数据变动情况

表 2: 2010 年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%	11,414.1	17.3%	55,913	9.8%	204.1	6.77%
312 国道沪宁段	100%	344.3	-6.0%	21,094	-5.6%	16.3	-0.47%
宁连公路南京段	100%	138.6	24.0%	5,828	11.4%	23.8	11.13%
广靖高速	85%	645.6	14.6%	37,500	9.7%	17.2	4.34%
锡澄高速	85%	1,153.6	12.5%	39,325	8.2%	29.3	4.02%
江阴长江公路大桥	26.66%	2,148.7	12.2%	44,009	10.0%	48.8	1.93%
苏嘉杭高速江苏段	33.33%	2,459.0	16.3%	33,776	12.3%	72.8	0.70%

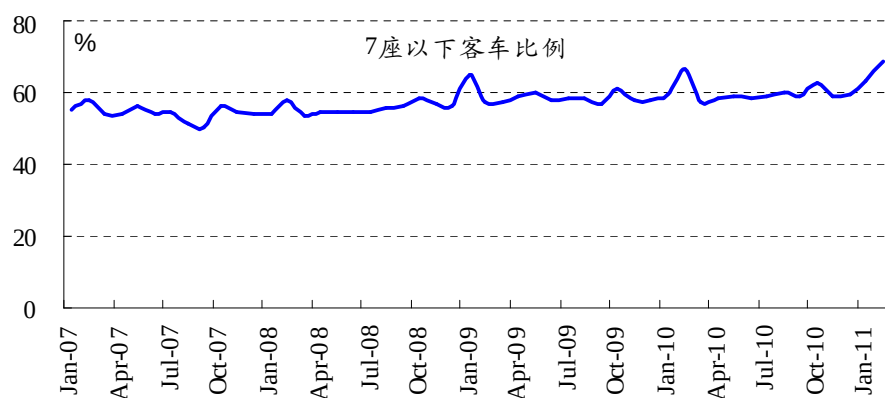
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 1: 沪宁高速日均全程车流量 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



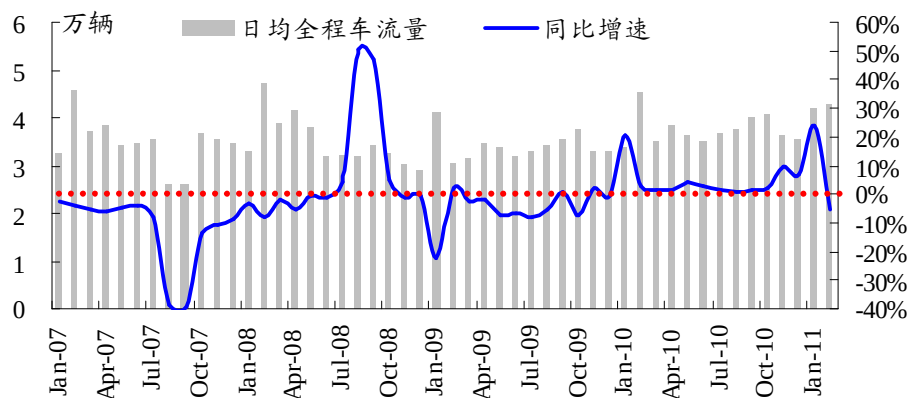
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 2: 沪宁高速小型车比例 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



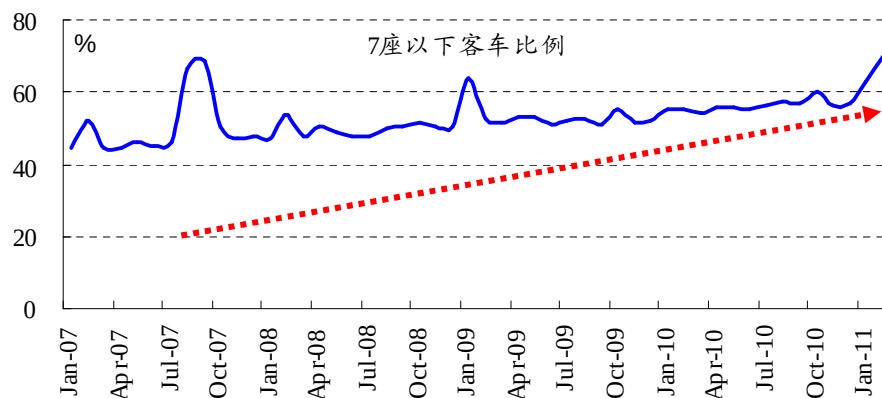
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 3: 广靖高速日均全程车流量 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



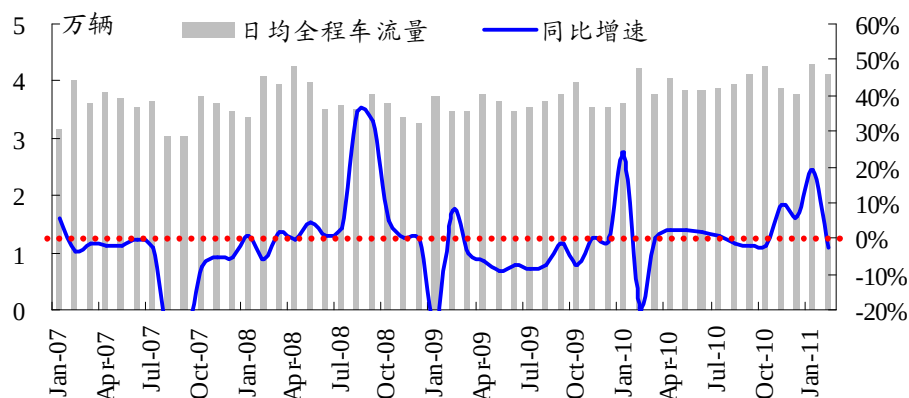
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 4: 广靖高速小型车比例短期内仍会小幅上升 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



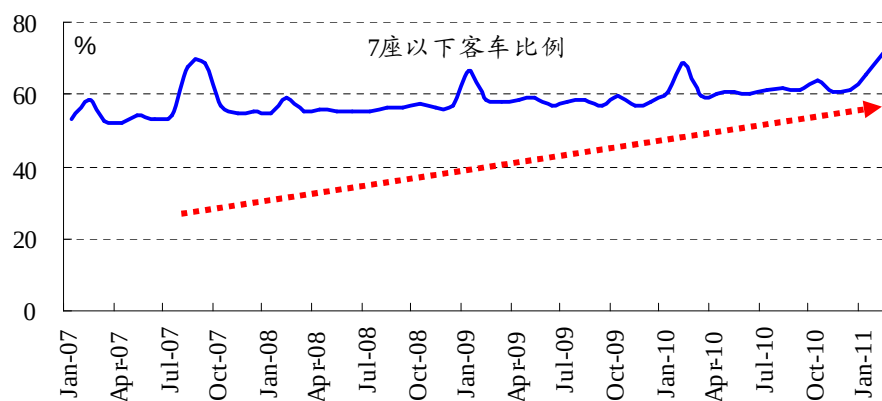
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 5: 锡澄高速日均全程车流量 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 6: 锡澄高速小型车比例短期内仍会小幅上升 (月度数据, 截至 2011 年 2 月)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

三、公司历年分红及可比公司估值水平

表 3: 公司历年分红派息情况

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

每股盈利 (元)	0.13	0.23	0.32	0.31	0.40	0.49	0.55	0.61	0.68
每股股息 (元)	0.15	0.19	0.27	0.27	0.31	0.36	0.41	0.46	0.51
派息率	109.0%	81.5%	84.9%	87.7%	77.5%	73.5%	75.0%	75.0%	75.0%
现金分红收益率	2.23%	2.92%	4.15%	4.15%	4.76%	5.53%	6.30%	7.06%	7.81%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

表 4: 高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	货币单位	股价		P/E			P/B
			18/03/11	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A
A 股高速公路上市公司								
000429.SZ	粤高速 A	CNY	4.87	13.58	18.73	19.10	16.23	1.23
000828.SZ	东莞控股	CNY	6.70	27.58	17.96	15.06	12.57	2.84
000900.SZ	现代投资	CNY	20.90	18.98	11.08	11.72	15.95	3.23
600012.SH	皖通高速	CNY	6.24	15.22	14.05	10.35	8.94	1.96
600033.SH	福建高速	CNY	3.55	14.79	14.09	13.45	16.14	1.84
600035.SH	楚天高速	CNY	5.43	17.19	11.46	9.53	8.23	1.92
600269.SH	赣粤高速	CNY	5.51	16.40	9.52	9.05	8.70	2.32
600350.SH	山东高速	CNY	4.74	16.81	13.50	10.85	9.46	1.89
600377.SH	宁沪高速	CNY	6.51	16.28	13.02	11.56	10.47	1.97
600548.SH	深高速	CNY	5.42	21.68	16.63	13.76	11.34	1.66
601107.SH	四川成渝	CNY	6.73	12.10	18.29	15.76	14.69	1.51
平均值				17.33	14.39	12.74	12.07	2.03
H 股高速公路上市公司								
107.HK	四川成渝	HKD	5.06	12.10	11.30	9.86	8.95	1.51
177.HK	宁沪高速	HKD	8.04	14.86	13.71	12.36	11.14	1.98
548.HK	深高速	HKD	4.83	13.56	12.75	10.99	9.04	0.89
576.HK	浙江沪杭甬	HKD	6.72	15.31	13.41	12.14	11.36	1.94
995.HK	皖通高速	HKD	6.41	11.82	12.05	9.20	8.00	1.46
平均值				13.53	12.64	10.91	9.70	1.56

资料来源：Wind, Bloomberg, 中投证券研究所

四、主要风险提示

①宏观经济增速放缓影响车流量增长；②房地产市场波动影响公司房地产业务盈利。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2226	7006	8526	10190	营业收入	6756	7758	8659	9267
现金	475	5217	6934	8926	营业成本	2959	3538	4034	4243
应收账款	77	38	43	46	营业税金及附加	179	205	229	245
其他应收款	47	28	31	34	营业费用	5	6	7	7
预付账款	693	1061	807	424	管理费用	164	217	242	259
存货	873	600	650	700	财务费用	362	290	228	174
其他流动资产	62	62	61	61	资产减值损失	-0	-0	0	0
非流动资产	22671	21768	20872	19890	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	2036	2036	2036	2036	投资净收益	243	252	283	304
固定资产	1235	1169	1186	1196	营业利润	3332	3754	4202	4643
无形资产	19365	18543	17639	16644	营业外收入	28	22	23	24
其他非流动资产	35	20	12	15	营业外支出	27	29	29	29
资产总计	24897	28774	29398	30080	利润总额	3332	3748	4196	4637
流动负债	3795	5062	5079	5107	所得税	793	937	1049	1159
短期借款	1890	3000	3000	3000	净利润	2540	2811	3147	3478
应付账款	108	177	202	212	少数股东损益	55	57	61	64
其他流动负债	1797	1885	1877	1895	归属母公司净利润	2484	2754	3087	3414
非流动负债	3078	2878	2678	2478	EBITDA	4614	4947	5418	5902
长期借款	3078	2878	2678	2478	EPS (元)	0.49	0.55	0.61	0.68
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	6873	7939	7757	7585	主要财务比率				
少数股东权益	460	517	577	642	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	5038	5038	5038	5038	成长能力				
资本公积	7577	7577	7577	7577	营业收入	17.7%	14.8%	11.6%	7.0%
留存收益	4949	7704	8449	9239	营业利润	22.1%	12.7%	11.9%	10.5%
归属母公司股东权益	17564	20318	21064	21854	归属于母公司净利润	23.5%	10.9%	12.1%	10.6%
负债和股东权益	24897	28774	29398	30080	获利能力				
					毛利率(%)	56.2%	54.4%	53.4%	54.2%
					净利率(%)	36.8%	35.5%	35.6%	36.8%
					ROE(%)	14.1%	13.6%	14.7%	15.6%
					ROIC(%)	12.9%	14.6%	16.9%	19.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.6%	27.6%	26.4%	25.2%
					净负债比率(%)	91.18%	90.39%	89.93%	89.34%
					流动比率	0.59	1.38	1.68	2.00
					速动比率	0.36	1.27	1.55	1.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.29	0.30	0.31
					应收账款周转率	99	133	211	207
					应付账款周转率	21.93	24.80	21.31	20.51
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.55	0.61	0.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.77	0.85	0.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.03	4.18	4.34
					估值比率				
					P/E	13.20	11.91	10.62	9.61
					P/B	1.87	1.61	1.56	1.50
					EV/EBITDA	8	7	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所首席行业分析师。

欧阳俊, 中投证券研究所交通运输行业分析师。中山大学智能交通研究中心硕士, 2010 年加入中投证券研究所。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434