



运输/工业

宁沪高速 (600377)

宁沪高速：股息率 6%—混沌市场最安全的投资品种

年报点评

林园远
021-38676654
linyuanyuan@gtjas.com
S0880511010018

本报告导读：

2010 年宁沪高速营业收入 67.56 亿，EPS0.49 元，同比增长 17.68%、23.54%；公路主业稳定，地产业务将于 2012 年进入收获期。预计 11-12 年的 EPS 分别为 0.54、0.64 元，对应 PE 为 12.2、10.3 倍。目前股息率为 5.5%，对应 11 年股息率约为 6%，为不明朗市场中最安全的品种，维持“增持”评级。

投资要点：

2010 年，宁沪高速实现营业收入 67.56 亿，营业利润 33.32 亿，EPS0.49 元，同比分别增长 17.68%、22.12%、23.54%。其中，受四季度养护费用增加的影响，公司营业收入 17.68 亿，营业利润 7.55 亿，EPS 0.11 元，环比分别为 2.8%、-13.6%、-16.2%。

车流量、单车收入增加是通行费收入增长主因：2010 年，公司通行费收入 49.99 亿，同比增长 16.08%，主要原因 1、受益经济回暖及世博客流影响，核心路产（除 312 国道沪宁段）车流量同比均实现 2 位数增长。2、货车占比总体提升，其中沪宁高速货车占比增加 1.1%、广靖锡澄持平、宁连高速增加 7%。3、09 年 7 月货车收费调整，对报告期公司单车收入有正面影响。

公路主业稳定：受益长三角区域规划，预计公司主要路产车流量将继续保持稳定增长，其中预计沪宁高速车流量增速约 8%左右。

地产业务将于 2012 年进入收获期：公司地产业务将于 2012 年进入收获期，其中昆山花桥国际商务城“同城·虹桥映像”已与 1 月进入预售，预计单价约 9k/m²，苏州沧浪区“庆园”将于年中预售，预计售价可达 3-4w/m²。

盈利预测及评估：假设 2012 年计入地产业务的有 C4 项目，及庆园项目的 30%，预计 11-12 年的 EPS 分别为 0.54、0.64 元，对应 2011-2012 年 PE 为 12.2、10.3 倍，按 73%的分红率，则对应 10 年股息率为 5.5%，对应 11 年股息率约为 6%，为不明朗市场中最安全的品种，维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,277	5,741	6,756	7,032	8,247
(+/-)%	-0.6%	8.8%	17.7%	4.1%	17.3%
经营利润 (EBIT)	2,650	3,116	3,694	3,969	4,608
(+/-)%	-9.0%	17.6%	18.6%	7.4%	16.1%
净利润	1,554	2,011	2,484	2,728	3,202
(+/-)%	-2.9%	29.4%	23.5%	9.8%	17.3%
每股净收益 (元)	0.31	0.40	0.49	0.54	0.64
每股股利 (元)	0.27	0.31	0.36	0.40	0.46

利润率和估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	50.2%	54.3%	54.7%	56.4%	55.9%
净资产收益率(%)	9.7%	12.0%	14.1%	14.8%	16.3%
投入资本回报率(%)	12.2%	13.9%	16.9%	19.0%	22.3%
EV/EBITDA	10.0	8.9	7.7	7.1	6.2
市盈率	21.8	16.8	13.6	12.4	10.6
股息率 (%)	4.0%	4.6%	5.4%	5.9%	6.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：9.80

上次预测：9.80

当前价格：6.51

2011.03.22

交易数据

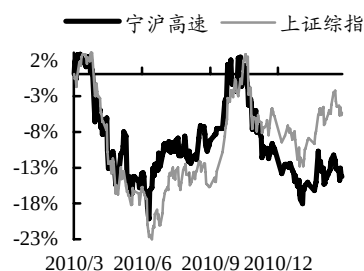
52 周内股价区间 (元)	6.05-8.27
总市值 (百万元)	32,796
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,038/433
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,222
流通股比例	33%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	26

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,564
每股净资产	3.49
市净率	1.9
净负债率	36%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.12	0.12
Q2	0.13	0.13
Q3	0.13	0.14
Q4	0.11	0.15
全年	0.49	0.54

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-4%	-13%
相对指数	-1%	-5%	-7%

相关报告

- 《宁沪高速：高股息率，高防守性》
2010.08.23
- 《宁沪高速：主业有保障，辅业有期望》
2010.04.29
- 《宁沪高速：世博提增主业业绩，高股息率凸显防御优势》
2010.03.22
- 《宁沪高速：经济回暖，货车计重收费上调，业绩有望超预期》
2009.10.21
- 《宁沪高速：股息率凸显防御优势》
2009.08.24

模型更新时间: 2011.03.21

股票研究

工业

运输

宁沪高速 (600377)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.80

上次预测: 9.80

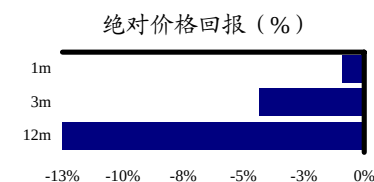
当前价格: 6.51

公司网址

www.jsexpressway.com

公司简介

公司主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥,并发展公路沿线的客运及其它辅助服务业。除沪宁高速公路江苏段外,公司还拥有宁沪二级公路江苏段、锡澄高速公路、广靖高速公路、宁连高速公路南京段等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。目前管理的公路里程已超过 700 公里,是国内公路行业中资产规模最大的上市公司之一。除收费路桥业务外,公司还积极拓展相关的多元化业务领域,作为公司非主营业务的重要组成部分,沪宁高速沿线服务



52 周价格范围

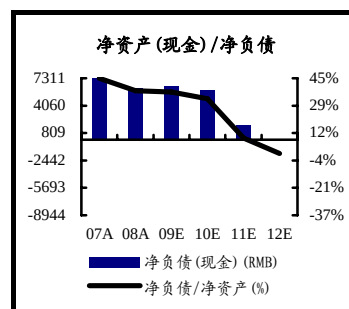
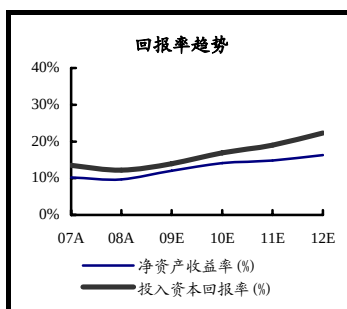
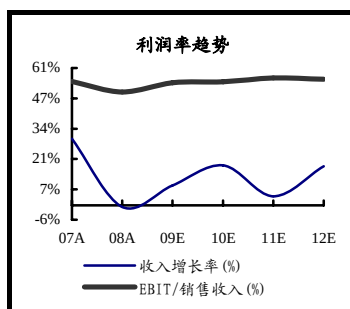
6.05-8.27

市值 (百万)

32,796

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,310	5,277	5,741	6,756	7,032	8,247
营业成本	2,223	2,474	2,494	2,959	2,969	3,510
税金及附加	151	143	154	179	188	219
营业费用	2	2	1	5	4	4
管理费用	161	162	165	164	170	200
EBIT	2,912	2,650	3,116	3,694	3,969	4,608
公允价值变动收益	5	-2	12	1	0	0
投资收益	134	153	175	243	267	294
财务费用	504	542	387	362	307	314
营业利润	2,407	2,107	2,729	3,332	3,662	4,294
所得税	770	502	650	793	875	1,024
少数股东损益	38	45	50	55	61	71
净利润	1,601	1,554	2,011	2,484	2,728	3,202
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	1,171	501	570	535	4,236	5,538
其他流动资产	162	176	1,434	1,694	1,355	1,957
长期投资	1,609	1,884	2,067	2,036	2,036	2,036
固定资产合计	1,567	1,477	1,348	1,235	3,700	4,225
无形及其他资产	21,371	20,690	20,049	19,365	16,510	15,102
资产合计	25,938	24,778	25,502	24,906	27,879	28,904
流动负债	6,514	3,656	3,773	3,798	3,937	3,903
长期负债	3,286	4,714	4,520	3,081	4,943	4,721
股东权益	16,138	16,408	17,207	18,024	18,999	20,280
投入资本(IC)	21,622	21,699	22,427	21,804	20,938	20,694
现金流量表						
NOPLAT	1,981	2,017	2,368	2,816	3,021	3,510
折旧与摊销	926	914	866	919	1,061	1,152
流动资金增量	11	56	(184)	0	0	0
资本支出	(22,366)	(98)	(162)	(109)	980	956
自由现金流	(19,447)	2,889	2,888	3,626	5,061	5,618
经营现金流	1,090	2,048	1,625	3,410	4,364	3,809
投资现金流	2,310	(84)	77	308	1,413	21
融资现金流	(2,167)	(2,428)	(1,420)	(3,541)	(2,521)	(2,528)
现金流净增加额	1,233	(464)	282	177	3,257	1,302
财务指标						
成长性						
收入增长率	29.5%	-0.6%	8.8%	17.7%	4.1%	17.3%
EBIT 增长率	33.5%	-9.0%	17.6%	18.6%	7.4%	16.1%
净利润增长率	40.4%	-2.9%	29.4%	23.5%	9.8%	17.3%
利润率						
毛利率	58.1%	53.1%	56.6%	56.2%	57.8%	57.4%
EBIT 率	54.8%	50.2%	54.3%	54.7%	56.4%	55.9%
净利润率	30.1%	29.4%	35.0%	36.8%	38.8%	38.8%
收益率						
净资产收益率(ROE)	10.2%	9.7%	12.0%	14.1%	14.8%	16.3%
总资产收益率(ROA)	6.2%	6.3%	7.9%	10.0%	9.8%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	13.5%	12.2%	13.9%	16.9%	19.0%	22.3%
运营能力						
存货周转天数	6	12	15	59	83	59
应收账款周转天数	5	4	3	4	4	4
总资产周转天数	1776	1730	1576	1343	1351	1239
净利润现金含量	0.67	1.28	0.79	1.34	1.57	1.16
资本支出/收入	-421.22%	-1.85%	-2.83%	-1.61%	13.93%	11.60%
偿债能力						
资产负债率	37.8%	33.8%	32.5%	27.6%	25.8%	23.4%
净负债率	45.3%	37.7%	36.9%	33.0%	9.2%	-0.1%
估值比率						
PE	21.1	21.8	16.8	13.6	12.4	10.6
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.3	10.0	8.9	7.7	7.1	6.2
P/S	6.38	6.42	5.90	5.01	4.81	4.10
股息率	4.0%	4.0%	4.6%	5.4%	5.9%	6.9%



1. 车流量、单车收入增加是主业增长主因

2010 年，宁沪高速实现营业收入 67.56 亿，营业利润 33.32 亿，EPS0.49 元，同比分别增长 17.68%、22.12%、23.54%。其中，受四季度养护费用增加的影响，公司营业收入 17.68 亿，营业利润 7.55 亿，EPS 0.11 元，环比分别为 2.8%、-13.6%、-16.2%。

2010 年，公司通行费收入 49.99 亿，同比增长 16.08%，主要原因 1、受益经济回暖及世博客流影响，核心路产（除 312 国道沪宁段）车流量同比均实现 2 位数增长。2、货车占比总体提升，其中沪宁高速货车占比增加 1.1%、广靖锡澄持平、宁连高速增加 7%。3、09 年 7 月货车收费调整，对报告期公司单车收入有正面影响。

表 1: 业绩季度表

	20100331	20100630	20100930	20101231
一、营业收入				
营业收入	1,558.98	1,709.50	1,719.52	1,768.25
减：营业成本	635.98	725.11	727.94	869.82
减：营业税金及附加	41.07	44.57	46.02	46.97
减：营业费用	0.34	0.23	1.91	2.64
减：管理费用	34.01	36.70	39.51	53.41
减：财务费用	93.79	89.21	97.67	81.72
加：投资净收益	41.68	88.48	65.60	47.32
二、营业利润		0.00	0.00	0.00
营业利润	794.70	907.89	874.32	755.14
加：营业外收入	4.47	3.14	5.53	14.40
减：营业外支出	1.22	4.83	4.44	16.91
三、利润总额		0.00	0.00	0.00
利润总额	797.95	906.19	875.41	752.63
减：所得税	189.51	211.05	203.74	188.36
四、净利润		0.00	0.00	0.00
净利润	608.44	695.15	671.67	564.27
加：少数股东损益	12.58	17.76	12.86	11.93
归属于母公司所有者净利润	595.87	677.39	658.81	552.34
基本每股收益	0.12	0.13	0.13	0.11

数据来源：公司年报，国泰君安证券

表 2: 货车占比及单车收入

	客货流量比例		客货收入比例		日均全程单车收入（元/日）		
	2010	2009	2010	2009	2010	2009	增减
沪宁高速公路	67.5:32.5	68.6:31.4	45:55:00	47.5:52.5	204.1	191.2	6.75
312 国道沪宁段	55.7:44.3	54.5:45.5	35.7:64.3	35.2:64.8	16.3	16.4	-0.61
宁连公路南京段	42.5:57.5	49.5:50.5	23.3:76.7	28.3:71.7	23.8	21.4	11.21
广靖高速公路	66.4:33.6	66.2:33.8	42.1:57.9	43.9:56.1	17.2	16.5	4.24
锡澄高速公路	68.8:31.2	68.7:31.3	47.2:52.8	49.3:50.7	29.3	28.2	3.9

江阴长江公路大桥	67.9:32.1	67.7:32.3	40.3:59.7	41.4:58.6	48.8	47.9	1.88
苏嘉杭高速公路	58:42:00	58.4:41.6	37:63	38.6:61.4	72.8	72.3	0.69

数据来源：公司年报，国泰君安证券

表 3: 车流量及收费额

	日均车流量 (辆/日)			日均收费额 (千元/日)		
	2010	2009	增减 %	2010	2009	增减 %
沪宁高速公路	55,913	50,906	9.83	11,414.10	9,732.20	17.28
312 国道沪宁段	21,094	22,337	-5.56	344.3	366.1	-5.96
宁连公路南京段	5,828	5,230	11.43	138.6	111.7	24.04
广靖高速公路	37,500	34,201	9.65	645.6	563.4	14.6
锡澄高速公路	39,325	36,337	8.22	1153.6	1,025.70	12.47
江阴长江公路大桥	44,009	40,021	9.96	2,148.70	1,915.10	12.2
苏嘉杭高速公路	33,776	30,067	12.33	2,459	2,174.90	13.06

数据来源：公司年报，国泰君安证券

2. 地产业务将于 2012 年进入收获期

公司地产业务将于 2012 年进入收获期，其中昆山花桥国际商务城“同城·虹桥映像”已与 1 月进入预售，预计单价约 9k/m²，苏州沧浪区“庆园”将于年中预售，预计售价可达 3-4w/m²。

表 4: 地产业务进程

昆山花桥国际商务城地块	销售面积 (平方米)	土地面积 (平方米)	开发建筑面积 (平方米)	用地性质	状态	土地价 (百万)
C4	42,000	21,900	52,000	住宅项目	2010 年 6 月开工建设，2011 年 1 月正式开始预售	
C7	54,000	30,265	70,000	商业办公项目	2011 年上半年将全面开工建设	295.404
C5		20,837		酒店	启动	
其余		56,127		商住项目	规划设计	
总计		129,129				
苏州沧浪区新市路地块	28,000	22,050		城镇住宅用地	2011 年年中开始预售	450.317
句容市宝华镇鸿堰社区地块		333,088		高档住宅产品	规划方案报建	686.500

数据来源：公司年报，国泰君安证券

3. 估值及业绩预测

受益长三角区域规划，预计公司主要路产车流量将继续保持稳定增长，其中沪宁高速车流量增速约 8% 左右，即公司主业将继续维持稳定。

假设 2012 年计入地产业务的有 C4 项目、庆园项目的 30%，则预计公司 11-12 年的 EPS 分别为 0.54、0.64 元，对应 2011-2012 年 PE 为 12.2、10.3 倍，按 73% 的分红率，则对应 10 年股息率为 5.5%，对应 11 年股息率约为 6%，为不明朗市场中最安全的品种，维持“增持”评级。

表 5: 历史最高股息率为 6%

	2003	2004	2005*	2006	2007	2008	2009	2010
每股盈利 (元) *	0.189	0.164	0.133	0.233	0.318	0.308	0.399	0.493
每股股息 (含税)	0.145	0.145	0.145	0.19	0.27	0.27	0.31	0.36
年度最低收盘价	7.700	5.170	5.230	4.470	5.440	5.060	5.380	6.060
年度最高股息率	1.9%	2.8%	2.8%	4.3%	5.0%	5.3%	5.8%	5.9%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

表 6: 通行费预测 (百万)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
沪宁高速公路	3203.54	3552.24	4166.15	4677.34	5152.55	5564.76
312 国道	178.87	133.64	125.67	125.67	128.19	128.19
广靖、锡澄高速公路	373.40	580.00	656.72	349.86	381.83	408.56
宁连公路	41.49	40.79	50.59	56.28	62.00	66.96

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

表 7: 估值表

A 股	股价	PB	PE			EPS		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
宁沪高速	6.63	1.90	16.61	13.44	12.28	0.40	0.49	0.54
楚天高速	5.43	1.73	16.92	10.86	9.20	0.32	0.50	0.59
山东高速	4.75	1.55	15.19	12.77	10.50	0.31	0.37	0.45
赣粤高速	5.54	1.43	10.53	9.97	8.91	0.53	0.56	0.62
五洲交通	7.60	1.81	29.61	20.00	10.36	0.26	0.38	0.73
福建高速	3.55	1.41	9.84	12.68	14.26	0.36	0.28	0.25
深高速	5.49	1.41	22.16	16.15	12.20	0.25	0.34	0.45
粤高速 A	4.87	1.43	18.44	15.71	14.99	0.26	0.31	0.32
现代投资	20.66	2.00	13.05	11.35	10.70	1.58	1.82	1.93
中原高速	3.69	1.28	17.76	12.30	11.39	0.21	0.30	0.32
皖通高速	6.20	1.79	15.27	13.14	9.84	0.41	0.47	0.63
华北高速	4.31	1.23	16.21	18.43	17.09	0.27	0.23	0.25
四川成渝	6.70	2.54	24.76	17.39	15.03	0.27	0.39	0.45
平均值		1.66	17.41	14.17	12.06			

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

作者简介:**林园远:**

S0880511010018

021-38676654

linyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士，2007 年 7 月进入国泰君安证券，从事交通运输行业研究，2009 年获新财富交运业第四名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		