

弱市中值得配置的高股息收益率企业

研究结论

- 市场较高的股息收益率是我们当前推荐的首要理由：按照目前 5.8 元的价格计算，2010 年每股现金分红 0.36 元，其税前股息收益率达到 6.2%，若按照 11 年 EPS0.54 以及 75%股息分配率计算，则其 11 年股息收益率将达 7%，均远高于当前银行存款利率，是全市场股息收益率较高的公司之一，是当前弱市中具备良好的配置价值。
- 公路主业增长受益于汽车保有量的大幅增加：从 09 年开始的汽车销量井喷，高基数效应致使 2010 年开始，汽车保有量均能够保持 15%以上的高速增长，而驾驶员上高速的意愿在最初一段时间并不强，导致了汽车保有量大幅增长给高速公路车流量的推动延迟到了 2011 年。今年 10·1 期间车流量增长、宁沪高速小客车流量等数据均印证了我们的观点。因此，我们对未来宁沪和其所属广靖-锡澄高速的客车流量比较乐观。而货车流量则受制于当前的经济环境，预计未来货车流量增长将稳定。
- 房地产迈开公司多元化扩张步伐：公司的房地产由子公司宁沪置业负责经营，目前有三个项目（昆山花桥、苏州“庆园”别墅、句容宝华镇）均发展良好。其中，花桥 C4 销售情况良好，C7 已经开工，C5 酒店还没有动工，其余地块将滚动开发。苏州“庆园”已经开工，今年底开始预售；宝华镇项目目前依然处于规划建设阶段。整体预计宁沪房地产业务在 2012 年收入为 5.1 亿，毛利贡献 2.4 亿。
- 收费年限缩短风险的确存在，但可能性以及影响均可控，并前期大幅下跌使风险得到充分释放。由于公司所属路段 30 年的收费年限均是在 2004 年《收费公路管理办法》出台前经由省政府合法批准的。因此，这些路产是否在此次五部委收费公路清理范围之内，以及清理其所带来的法律、经济补偿等问题均存在较大的不确定性。在悲观假设下，宁沪高速收费期限缩短 5 年，12 年 EPS 将减少 6%，估值减少 6%；极悲观假设下，所有路段均严格采取 25 年收费年限，12 年 EPS 则减少 17%，估值下调 33%。
- 首次给予公司“增持”评级，目标价 6.8 元。根据我们的盈利预测，宁沪高速 11-13 年净利润为 27.1、31.0、33.4 亿元，预计对应 EPS 为 0.54、0.62、0.66 元。目前股价对应 11 年 PE 为 10.8 倍，处于行业估值中游。由于公司目前价格税前股息收益率高达 6.2%，具备非常好的配置价值，相对行业存在一定溢价也是合理的，我们给予 12 年 11 倍 PE，对应目标价为 6.8 元。考虑到政策风险的确存在，首次给予公司“增持”评级，但我们依然认为，前期股价大幅调整已经部分释放了政策风险。
- 风险因素：通行费率下调、收费期限缩短等政策风险、宏观经济下滑风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

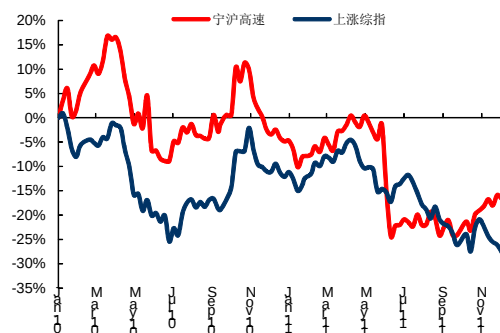
8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 12 月 12 日)	5.83 元
目标价格	6.80 元
总股本/A 股 (百万股)	5038/3766
A 股市值 (亿元)	219.2
国家/地区	中国
行业	高速公路
报告发布日期	2011 年 12 月 13 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,756	7,088	8,000	8,320
同比 (%)	17.7%	4.9%	12.9%	4.0%
归属母公司净利润	2,484	2,707	3,101	3,344
同比 (%)	23.5%	9.0%	14.5%	7.8%
毛利率 (%)	56.2%	57.2%	57.5%	58.1%
ROE (%)	14.1%	15.0%	16.6%	17.2%
每股收益 (元)	0.49	0.54	0.62	0.66
P/E (倍)	11.80	10.83	9.46	8.77
P/B (倍)	1.67	1.62	1.57	1.51
EV/EBITDA (倍)	9.67	7.54	6.65	6.20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

分红是最大的看点.....	4
股息收益率非常高	4
未来高股息率依然能够延续	5
增长依然坚实.....	6
沪宁高速江苏段是公司主要利润来源	6
保有量增长推动小客车快速增长	6
未来分流影响不用担心	8
预计宁沪高速车流量增速将能够达到 8%以上.....	9
广靖-锡澄高速以及其他资产	10
房地产：多元化投资的第一步.....	10
昆山花桥：进展顺利	10
苏州“庆园”：高档别墅的标杆	11
宝华镇项目：高档社区	12
估值便宜，低迷市场上的良好标的	13
盈利预测与估值	14
盈利预测	14
相对估值	14
绝对估值	15
风险因素	15
附表：财务报表预测与比率分析	18

图表目录

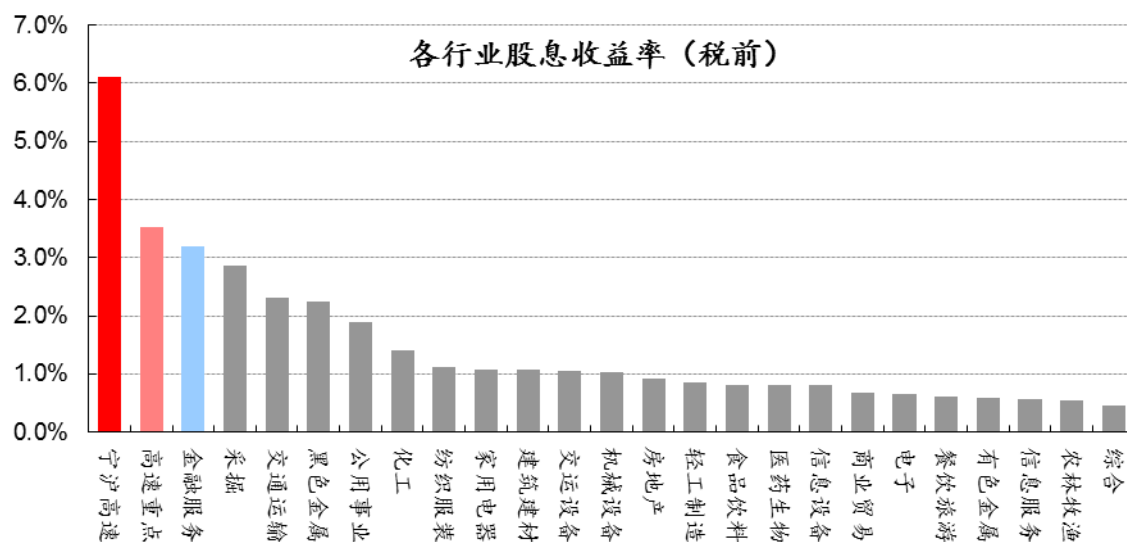
图 1：宁沪高速股息收益率较高	4
图 2：宁沪在高速公路行业中股息率	4
图 3：公司资本开支较小	5
图 4：分红政策非常稳定	5
图 5：沪宁高速江苏 2010 年宁沪高速收入与营业利润占比	6
图 6：公司路产表	6
图 7：华东地区汽车保有量依然增长	7
图 8：宁沪高速折合全程日均车流量增长	7
图 9：宁沪高速小客车日均车流量保持增长	8
图 10：宁沪高速大货车也不差	8
图 11：宁沪二通道示意图	9
图 12：宁沪高速年度车流量	9
图 13：广靖高速折合全程日均车流量	10
图 14：锡澄高速折合全程日均车流量	10
图 15：昆山花桥“同城·虹桥映像”项目示意图	11
图 16：苏州“庆园”项目示意图	11
图 17：句容项目图	12
图 18：房地产项目盈利预测	12
图 19：横向比高速公路行业处于估值低端	13
图 20：纵向比高速公路行业处于估值低端	13
图 21：宁沪 A 股相比 H 股的溢价率很低，凸显其投资价值	13
图 22：整体业务盈利预测	14
图 23：同行业估值水平	15
图 24：DDM 估值与敏感性分析	15
图 25：此次高速公路清理的主要对象和任务	16
图 26：江苏交通控股集团财务	16
图 27：江苏省内高速公路清理情况	16
图 28：收费标准降低对宁沪业绩的影响	17
图 29：缩短收费年限对宁沪高速估值的影响	17
附图：相关上市公司近期资金流向	19

分红是最大的看点

公司拥有非常高的股息收益率

高股息收益率。按照 2010 年的股息收益率进行比较（税前数据，行业总分红/11 年 9 月 30 日总市值）。从数据中显示，金融业股息收益率为 **3.3%**、采掘行业股息收益率为 **2.7%**，高速公路行业股息收益率 3.5%；从公司看，宁沪高速 2010 年股息收益率高达 6.8%，市场中为的高股息率企业。

图 1：宁沪高速股息收益率较高



资料来源：Wind、公司资料、东方证券研究所

在行业中的股息收益率同样最高。我们整理了整体高速公路行业重点公司股息收益率，按照已经公布 10 年分配预案的口径。

图 2：宁沪在高速公路行业中股息率

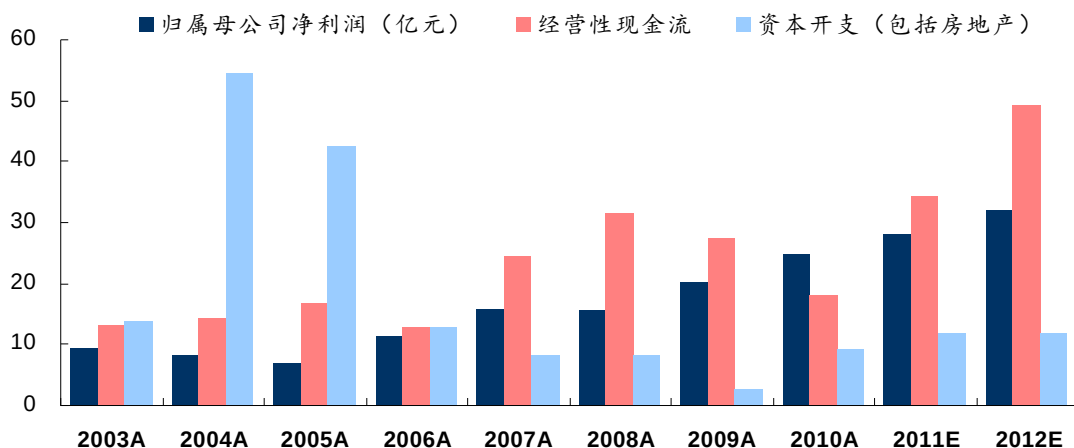
	EPS			分红			股利分配率			税前股息率	
	2008A	2009A	2010A	2008A	2009A	2010A	2008A	2009A	2010A	现价	2010A
宁沪高速	0.31	0.40	0.49	0.27	0.31	0.36	88%	78%	73%	5.82	6.2%
皖通高速	0.42	0.41	0.47	0.23	0.20	0.21	55%	49%	45%	4.34	4.8%
深高速	0.23	0.25	0.34	0.12	0.12	0.16	52%	48%	47%	3.91	4.1%
福建高速	0.53	0.45	0.19	0.15	0.10	0.10	28%	22%	53%	2.53	4.0%
东莞控股	0.18	0.28	0.34	0.13	0.16	0.18	73%	55%	53%	4.79	3.8%
中原高速	0.12	0.21	0.25	0.05	0.06	0.10	42%	29%	41%	2.74	3.6%
山东高速	0.37	0.31	0.37	0.17	0.09	0.10	45%	28%	28%	3.38	3.1%
粤高速	0.32	0.26	0.37	0.10	0.10	0.10	31%	38%	27%	3.41	2.9%
赣粤高速	0.94	0.53	0.54	0.23	0.10	0.10	24%	19%	19%	3.97	2.5%
华北高速	0.23	0.27	0.22	0.14	0.08	0.08	61%	30%	36%	3.40	2.4%
楚天高速	0.32	0.32	0.43	0.13	0.08	0.08	41%	25%	19%	3.58	2.2%
四川成渝		0.30	0.37		0.19	0.09		65%	24%	4.06	2.1%
五洲交通	0.21	0.28	0.38	0.06	0.08	0.11	29%	29%	29%	5.94	1.9%
现代投资	1.43	1.58	1.98	0.78	0.38	0.20	54%	24%	10%	15.69	1.3%

资料来源：Wind、公司资料、东方证券研究所

未来高股息率依然能够延续

宁沪高速未来的资本开支较小。2009 年的资本开支为 2.8 亿元，2010 年不包括房地产资本开支为 1.2 亿元。我们认为。未来几年包括房地产下的资本开支在 12 亿元，而公司的税后利润以及考虑房地产销售回款后的经营性现金流则更高，预计在 2011 年为 34 亿元，而到 12 年则能够达到 49 亿元。支付每年 15 亿元左右的股息支出是没有问题的。

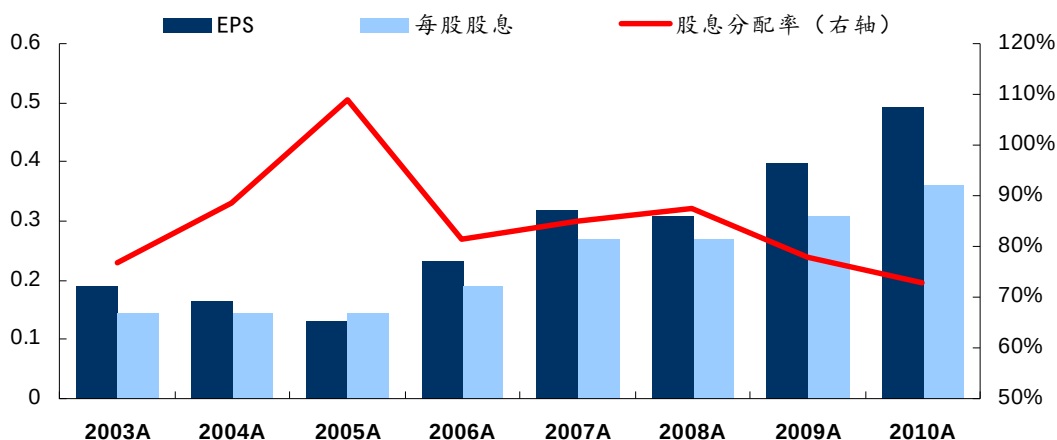
图 3：公司资本开支较小



资料来源：Wind、公司资料、东方证券研究所

较高的分红政策具备稳定性。从公司的历史上看，宁沪高速分红政策稳定，即便在 2003-2005 年沪宁高速江苏段扩建期间，业绩出现下滑，股息依然没有减少，股息分配率维持在 80% 以上。虽然最近几年股息分配率略有下滑，也能够维持在 75% 左右。

图 4：分红政策非常稳定



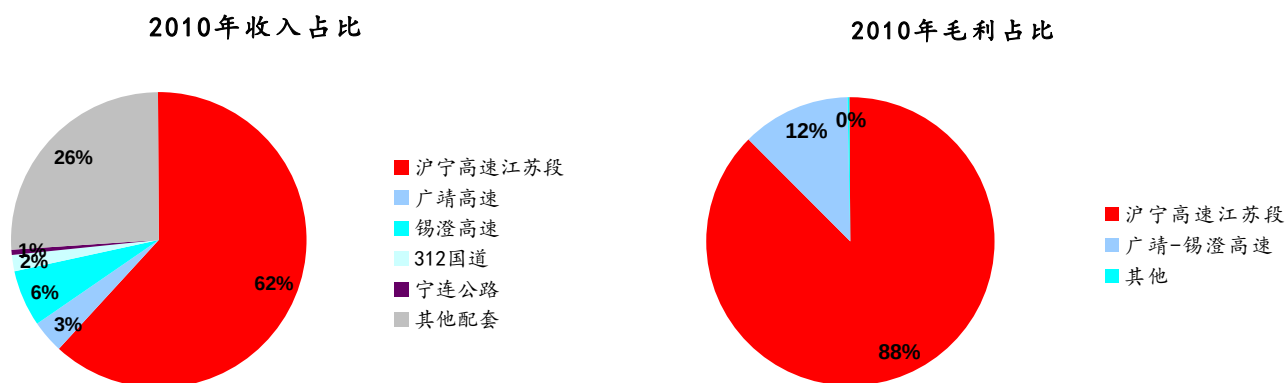
资料来源：Wind、公司资料、东方证券研究所

增长依然坚实

沪宁高速江苏段是公司主要利润来源

公司主营业务是高速公路运营，其盈利模式为收取通行费收入。根据 2010 年年报，沪宁高速江苏段整体通行费收入为 44.51 亿元，占收入之比为 62%；若按毛利口径计算，沪宁高速江苏段占比将 88%，是公司利润中占比最大的部分；其他广靖-锡澄高速的占比在 10% 左右。

图 5：沪宁高速江苏 2010 年宁沪高速收入与营业利润占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：公司路产表

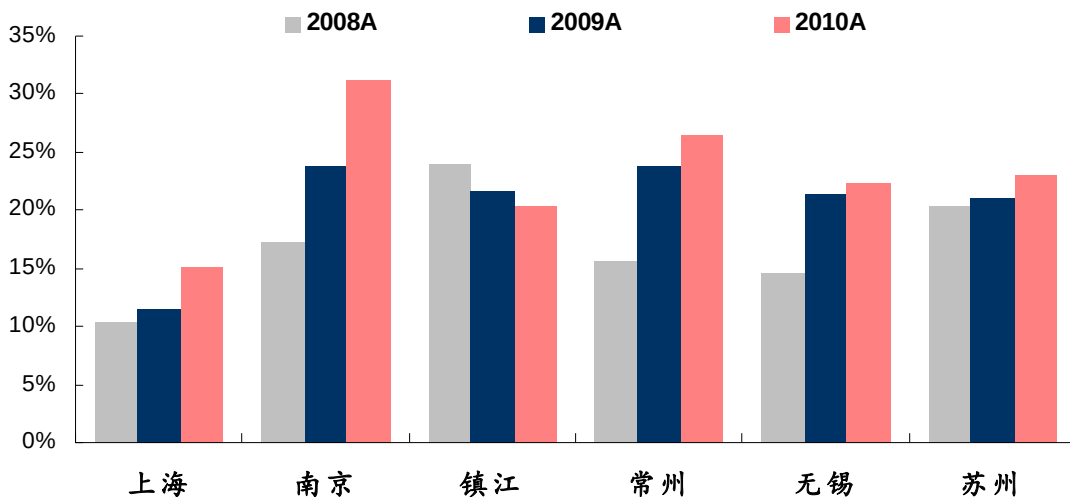
路桥名称	级别	起止点	权益比例	里程（公里）	车道	收费截止日期
宁沪高速江苏段	高速公路	南京马群-上海安亭	100%	248.2	8	Jun/32
312 国道沪宁段	一级公路	南京东杨防-上海安亭	100%	282.0	4	Jun/24
宁连公路南京段	一级公路	南京六合-安徽天长	100%	29.8	4	Dec/29
广靖高速公路	高速公路	广陵-江阴大桥北端	85%	17.2	6	Sep/29
锡澄高速公路	高速公路	江阴大桥南端-无锡钱巷	85%	35.0	6	Sep/29
江阴长江大桥	高速公路		27%	3.1	6	Sep/29
苏嘉杭高速江苏段	高速公路	常熟-吴江	33%	100.1	4	Dec/32

资料来源：公司资料、东方证券研究所

保有量增长推动小客车快速增长

汽车保有量是影响车流量增长的重要原因。直观的来讲就是经济增长/消费增加——物流/人流需求增长——产生购买汽车行为——行驶——车流量的逻辑。

汽车保有量增速依然较好。我们列举了与宁沪高速相关的华东地区各省市汽车保有量增速，可以看见，随着 08 年-10 年汽车销量的大幅增长，从而带来车流量增速较快，如南京 10 年汽车保有量为 88 万辆，增速超过 30%，苏锡常三地增速也超过 20%，上海则考虑到车牌拍卖以及高基数等因素，其汽车保有量增速仅为 15%，如果考虑到异地车牌的因素，实际保有量增长预计会接近 20%。

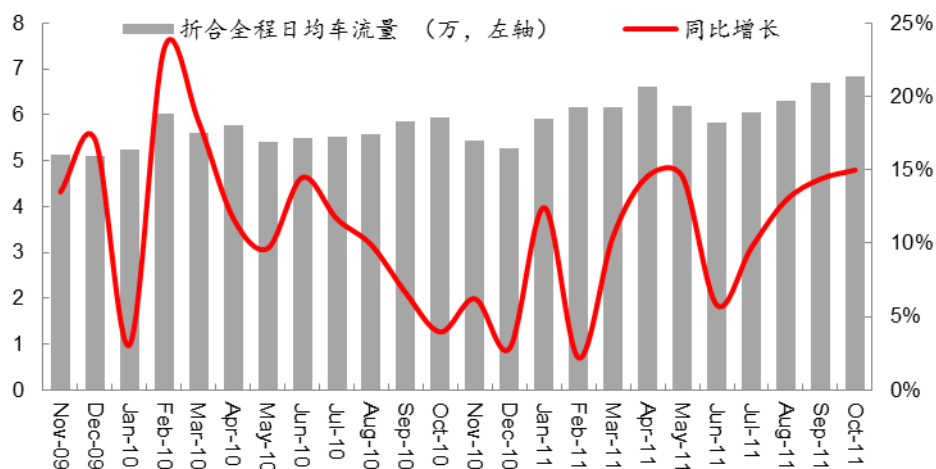
图 7：华东地区汽车保有量依然增长


资料来源：公司资料、东方证券研究所

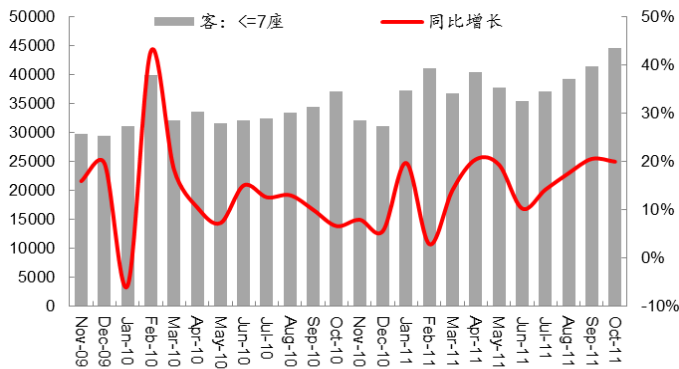
汽车保有量出现大幅增长，将能够有效推动小客车流量大幅增长：从 2009 年开始井喷的汽车销量，带动从 2009 年开始汽车保有量保持在 20%以上增速；由于驾龄较短的新司机对上高速的倾向并不高，使得从汽车保有量推动的高速车流量产生了 1-2 年左右的滞后周期。

从宁沪高速小客车流量在 2011 年大幅增长也正好验证了我们观点：去年世博车流量增量较多的时期，也就是 5 月-10 月，宁沪高速小客车流量增速仅仅在 5%-10%左右；而今年的宏观经济并不稳定，小客车流量增长却逆势增长到 15%以上。

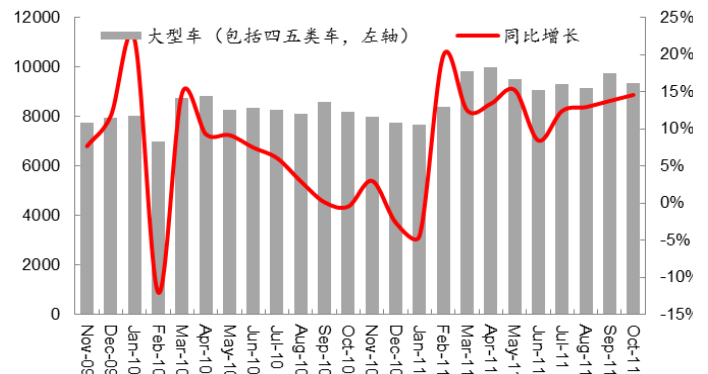
因此，我们预计在今年之后宁沪高速小客车车流量将能够保持在 15%左右的增速。

图 8：宁沪高速折合全程日均车流量增长


资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 9：宁沪高速小客车日均车流量保持增长


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 10：宁沪高速大货车也不差


资料来源：公司年报、东方证券研究所

未来分流影响不用担心

未来宁沪高速所面临的分流主要集中在高铁和宁沪二通道上面。

高铁分流不用担心。高速公路主要是吸引自驾、已经中长途的货车等需求，而高铁能够分流的主要是大巴、和部分自驾车流。考虑到自驾出行与高铁在出行体验、方便程度上有着比较大的区别，在区间短途车流较多的宁沪还是相对较难以被分流的。

沪宁二通道整体分流还需等到 2013 年之后。

目前宁沪高速所面临的分流风险主要是在与“宁沪二线”。宁沪二线的建设主要是解决宁沪高速部分路段日益拥挤问题。从规划来看，其走向是由南京江宁区出发，经句容、常州、无锡、苏州连接上海。其中南京-常州段为沿江高速西段，常州-苏州段需新建，苏州-上海段则由苏沪高速构成。

无锡绕城到常州绕城段已经开工建设，预计在 2013 年将建成，届时将会部分分流无锡-常州的车流。无锡-苏州段目前正处于前期，预计在 2015 年才能建成通车，届时才会对无锡-苏州之间的车流量形成冲击。

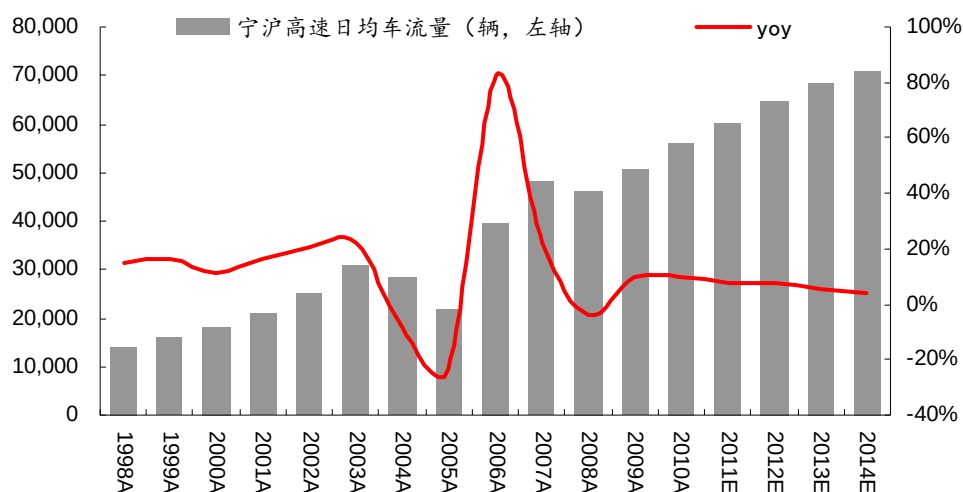
我们认为，宁沪二通道的走向与现有宁沪高速只是在局部路段存在重合，分流影响也只是在常州-苏州一段。而其分流影响预计将会在 2013 年-2015 年才会显现，而届时宁沪高速在常州-无锡段也接近饱和，所以二通道的影响其实很小。

图 11：宁沪二通道示意图


资料来源：公司资料、东方证券研究所、注：红色段尚未修通

预计宁沪高速车流量增速将能够达到 8%以上

考虑到经济的增长以及汽车保有量的快速增加带来的良好需求，加上我们对，我们预计今年沪宁高速江苏段整体增速在 9%，明年则会略微上浮到 10%左右。

图 12：宁沪高速年度车流量


资料来源：公司资料、东方证券研究所

广靖-锡澄高速以及其他资产

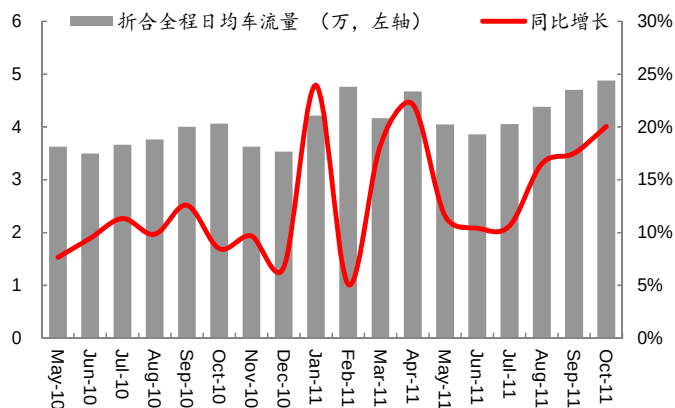
广靖高速为同江至三亚国道主干线的组成路段，起自江都至广陵高速公路经靖江，连接江阴长江公路大桥的北端，路线全长 17.2 公里，双向六车道封闭式收费公路；**锡澄高速**北起江阴长江公路大桥南端，经江阴向南，在无锡钱巷与沪宁高速公路相接，路线全长 35 公里，为双向六车道的封闭式收费公路，设计行车速度 120 公里/小时。考虑到未来泰州长江大桥的修建，以及苏通大桥的持续分流，合理预计广靖-锡澄高速、以及江阴大桥在 2011 年车流量增速为 8%、6%。

312 国道是连接上海与南京的重要通道，也是在宁沪高速建成前，上海去往南京的唯一通道。由于 312 国道街道化现象非常严重，开放式的道路导致其征费困难，形成了“车流不少，收费不多”的现象。我们预计其计费车流量 2010 年、2011 年下降 10% 左右。公司正在试图将 312 国道转让给地方政府，但目前实施起来上有难度。

宁连公路南京段受同行的宁淮高速分流的影响，其车流量预计在 2010 年下滑 8% 左右，但其收入占公司总收入的 1% 左右，因此对公司整体的影响微乎其微。

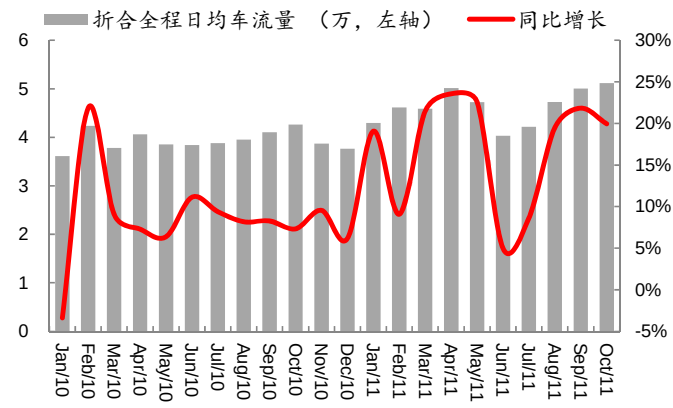
总体而言，由于宁沪高速的利润占比超过 85%，所以其他路段对于主业的稳步增长并未造成太大的影响。

图 13：广靖高速折合全程日均车流量



资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 14：锡澄高速折合全程日均车流量



资料来源：公司资料、东方证券研究所

房地产：多元化投资的第一步

我们认为，宁沪的房地产项目是公司作为其在主业多元化的首次大规模尝试。目前，公司共有 3 个房地产项目，分别是昆山花桥国际商务中心、苏州“庆园”、句容项目。

昆山花桥：进展顺利

公司于 2009 年 9 月份竞拍下昆山花桥 7 个地块，宗地总面积 12.91 万平米，成交总价 2.95 亿元，项目整体容积率不大于 3、目前已经开发或者有计划的是 C4、C7 和 C5 地块，其余四个地块等待未来滚动开发。

C4“同城·虹桥映像”为住宅项目，整体开发建筑面积 5.2 万平米，销售面积 4.2 万平米，于 2010 年 6 月开工建设，今年下半年开始预售，目前已经基本售完，明年将进入结算周期。C7“同城·浦江中心”

是一个商业地产项目，开发建设面积 7 万平米，销售面积约 5.4 万平米，目前已经开工建设，预计将在 2012 年建成销售。C5 地块为酒店项目，土地面积为 2.08 万平方米，该项目还处于规划阶段。

图 15：昆山花桥“同城·虹桥映像”项目示意图



资料来源：网络资料、东方证券研究所

苏州“庆园”：高档别墅的标杆

公司于 2009 年 11 月以 4.5 亿元拿下土地，占地面积 2.2 万平方米，是建设别墅，开发建筑面积约 2.8 万平方米。目前项目已经开工建设，预计今年底可以开始预售，2012 年开始将进入结算周期，考虑到今年房地产调控政策的加大，庆园项目的销售将可能会出现慢于预期。

图 16：苏州“庆园”项目示意图



资料来源：网络资料、东方证券研究所

宝华镇项目：高档社区

句容项目是 13 年之后的储备项目。公司在 09 年 9 月通过招拍挂的方式竞得句容市宝华镇鸿堰社区 A、B 两块地块，位于**宝华镇宝四路**，宗地总面积分别为 33.3 万平方米，成交总价为 6.865 亿元，项目为住宅，容积率不大于 3。目前该项目依然还在做规划，今年开工的概率较小，整体销售或者结算需等到 2013 年。我们按照整体建筑面积 50.336 万平方米，总投资 25 亿元计算。

图 17：句容项目图



资料来源：网络资料、东方证券研究所

房地产盈利预测

图 18：房地产项目盈利预测

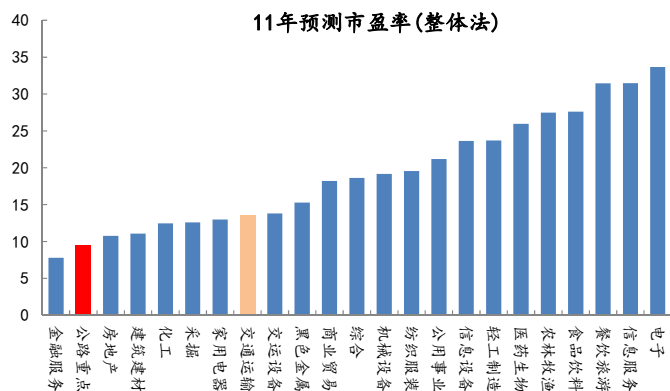
房地产	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
收入	515	530	2,244	2,311	2,251
句容项目	0	0	1,697	1,748	900
昆山花桥	315	324	334	344	1,216
苏州“庆园”	200	206	212	219	135
成本	278	278	1,378	1,378	1,162
句容项目	0	0	1,100	1,100	550
昆山花桥	158	158	158	158	540
苏州“庆园”	120	120	120	120	72
毛利	237	253	866	933	1,089
句容项目	0	0	597	648	350
昆山花桥	157	167	177	187	675
苏州“庆园”	80	86	92	99	63

资料来源：Wind、东方证券研究所

估值便宜，低迷市场上的良好标的

整体估值相对便宜。当前中小板或者创业板整体估值高达 30 倍以上，而以大盘股为主的沪深 300 整体估值为 11 倍左右，公路重点公司则相对更低，仅为 9 倍。按照我们 11 年 0.54 的盈利预测，目前价格对应 PE 仅为 10 倍，考虑到公司拥有非常高股息收益率，现在估值还是非常有吸引力的。

图 19：横向比高速公路行业处于估值低端



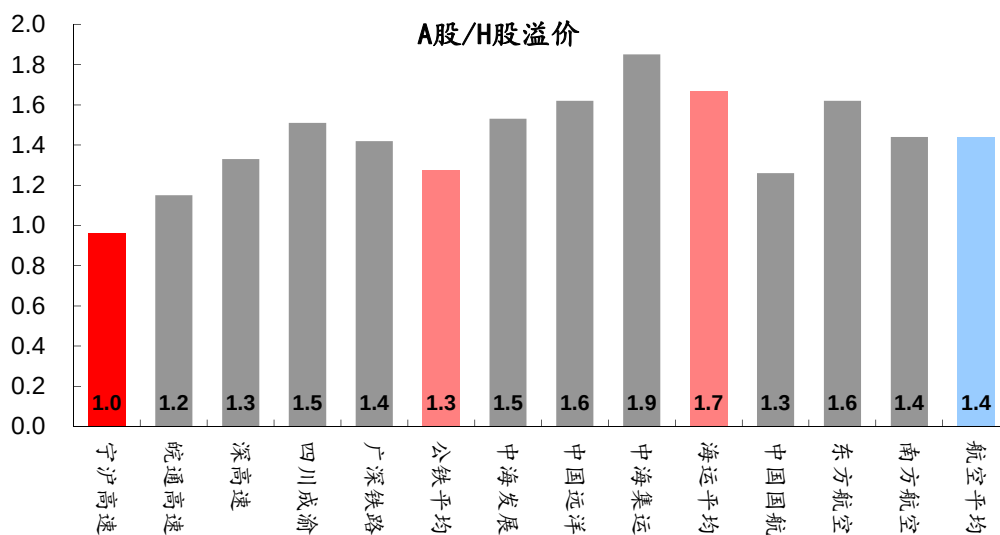
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 20：纵向比高速公路行业处于估值低端



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 21：宁沪 A 股相比 H 股的溢价率很低，凸显其投资价值



资料来源：Wind、公司资料、东方证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

我们基于上述的分析与假设，我们预计 11 年整体收入为 70.88 亿元，同比增长 5.1%，整体成本为 30.35 亿元，毛利率为 57%。

图 22：整体业务盈利预测

收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
高速公路收费	4,007	4,307	4,999	5,331	5,728	6,032
高速公路配套	1,232	1,212	1,657	1,657	1,657	1,657
房地产	0	0	0	0	515	530
其他业务	38	22	100	100	100	100
整体收入	5,277	5,541	6,756	7,088	8,000	8,320
成本						
高速公路收费	1,252	1,183	1,311	1,394	1,482	1,567
高速公路配套	1,209	1,167	1,605	1,599	1,599	1,599
房地产	0	0	0	0	278	278
其他业务	14	14	43	43	43	43
整体成本	2,474	2,364	2,959	3,035	3,402	3,486
毛利						
高速公路收费	2,755	3,124	3,688	3,937	4,245	4,466
高速公路配套	23	45	52	58	58	58
房地产	0	0	0	0	237	253
其他业务	25	8	57	57	57	57
整体毛利	2,803	3,177	3,797	4,053	4,598	4,834
毛利率						
高速公路收费	69%	73%	74%	74%	74%	74%
高速公路配套	2%	4%	3%	4%	4%	4%
房地产					46%	48%
其他业务	64%	35%	57%	57%	57%	57%
整体毛利率	53%	57%	56%	57%	57%	58%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

相对估值

目前，公司估值略低于处于行业平均水平

图 23：同行业估值水平

公司	最新价格	EPS				PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
现代投资	15.69	1.99	2.01	2.12	2.14	7.9	7.8	7.4	7.3
五洲交通	5.94	0.38	0.60	0.68	0.73	15.6	9.9	8.7	8.2
皖通高速	4.34	0.47	0.58	0.64	0.68	9.2	7.5	6.7	6.3
赣粤高速	3.97	0.54	0.53	0.56	0.49	7.4	7.4	7.1	8.1
楚天高速	3.58	0.43	0.38	0.40	0.37	8.3	9.4	9.1	9.6
东莞控股	4.79	0.34	0.45	0.52	0.60	14.1	10.7	9.2	7.9
四川成渝	4.06	0.37	0.44	0.52	0.58	10.8	9.2	7.8	7.0
山东高速	3.38	0.37	0.36	0.40	0.40	9.1	9.3	8.5	8.5
深高速	3.91	0.34	0.42	0.52	0.59	11.4	9.3	7.5	6.6
行业平均						10.4	8.9	8.0	7.7
宁沪高速	5.82	0.49	0.54	0.62	0.66	11.8	10.7	9.4	8.8

资料来源：Wind 一致预期、东方证券研究所、注：标*为东方证券研究所预测

绝对估值

图 24：DDM 估值与敏感性分析

DDM 估值				主要假设			
显性预测	1,802,852			无风险利率	3.5%		
永续价值	1,308,740			风险溢价	7.5%		
权益价值	3,111,592			β 系数	0.9		
总股本	503,775			Ke	10.3%		
每股权益价值	6.2						
每股货币末期价值	1.1						
Ke 股息分配率							
7.26	60.0%	70.0%	75.0%	80.0%	85.0%	90.0%	
12.0%	5.44	5.85	6.05	6.25	6.44	6.63	
11.0%	5.98	6.40	6.60	6.80	6.99	7.19	
10.0%	6.62	7.03	7.23	7.43	7.62	7.82	
9.0%	7.35	7.76	7.96	8.16	8.35	8.54	
8.0%	8.21	8.61	8.80	8.99	9.18	9.37	
7.0%	9.22	9.60	9.78	9.97	10.14	10.32	
6.0%	10.40	10.75	10.92	11.09	11.26	11.43	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

风险因素

目前，与其他高速公路企业相同，宁沪高速主要面临着五部委清理收费公路所带来的政策风险。

首先，此次清理的重要是非法、违规设立的高速公路，以及收费标准过高的收费高速公路，而作为上市公司的宁沪高速，其经营完全符合法律规定，并且其收费标准也和省内其他路段相一致，并不存在过高的问题。

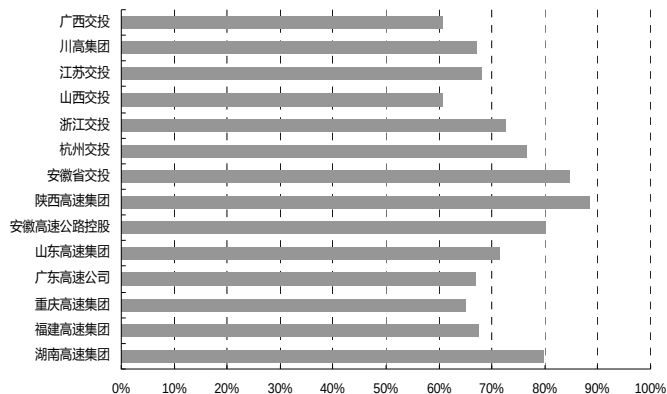
图 25：此次高速公路清理的主要对象和任务

措施	内容
停止收费	违规设立的收费公路；超限收费的高速公路；已经还清贷款的政府收费还贷公路；
整顿	未正式通车先收费的；与非公路收费项目捆绑收费的；违规挤占挪用和超范围使用政府还贷公路通行费收入
在11年改正	合法批注，但期限不符合：东部政府还贷公路收费期限不超过15年、经营性公路不超过25年，中西部政府还贷不超过20年、经营性期限不超过30年。 经政府依法批准，转让政府还贷公路收费权延长收费期限超过5年，或累计收费期限的总和超过20年(中西部地区25年)；转让经营性公路收费权延长收费期限，或累计收费期限的总和超过25年(中西部地区省份超过30年)

资料来源：公司公告、东方证券研究所

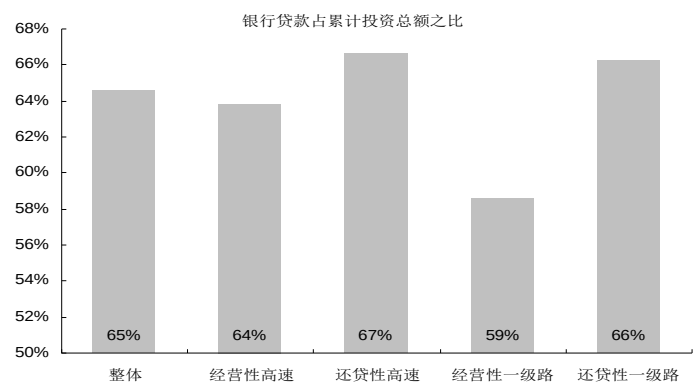
第二，江苏省内高速公路债务依然角度，省交通控股集团目前的资产负债率不容乐观，需要类似于宁沪高速、京沪高速等路段来贡献现金流，一旦投资资金紧张，将不可避免出现地方融资平台财务危机，这也是市场都不愿意见到的。

图 26：江苏交通控股集团财务



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 27：江苏省内高速公路清理情况

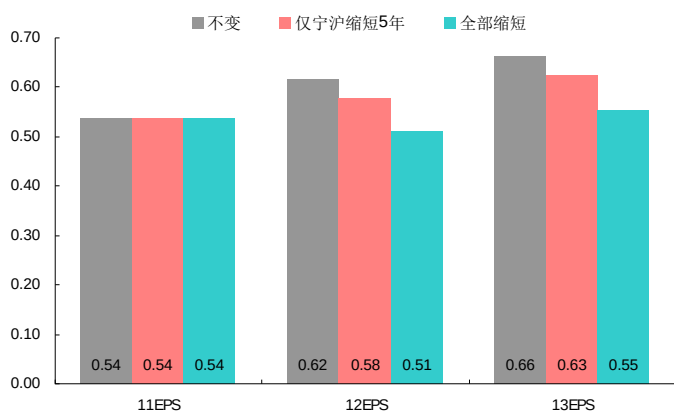


资料来源：公司年报、东方证券研究所

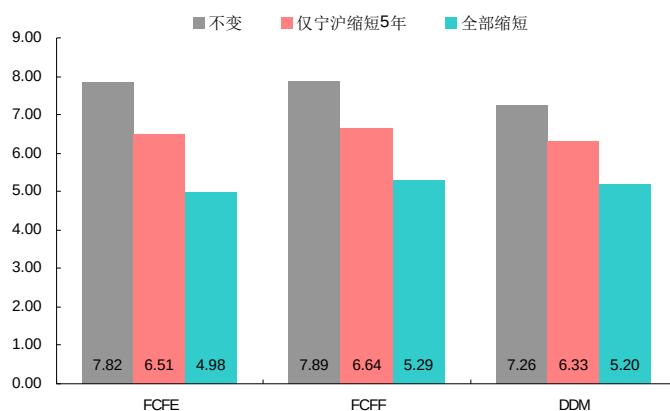
对于收费公路收费期限的规定是在 2004 年《收费公路管理条例》中，其规定东部地区经营性公路收费年限为 25 年，中西部地区经营性收费公路收费年限为 30 年。而宁沪高速所属路段（沪宁路江苏段、广靖、锡澄、江阴大桥），其通车时间均早于 2004 年，当时政府批准的法定收费年限为 30 年，但 2004 年的条例中也没有对新老路段进行划断。另一方面，宁沪高速在 05-07 年进行“4 改 8”的扩建，其收费年限根据江苏省政府批准从 2027 年延长到 2032 年。

由于本次五部委开展的收费公路清理，并没有对 2004 年前建成路段的收费年限以及扩建形成的收费年限延长进行界定和解释。因此，宁沪高速相关路段的收费年限，的确有缩短的可能。不多，上市公司经政府批准的高速公路缩短其收费年限，还牵涉到诸多法律、补偿等问题，具体方案还难以确定。我们对可能出现的年限缩短情况进行分析量化分析。

- 首先，假设宁沪高速 07 年扩建所形成的 5 年延期取消：在这种情况下，需重估宁沪高速的单位车流量的折旧和其整体估值，与收费年限不变的情景相比，2011-2013 年的经历利润将下调 0%、6%、6%，平均绝对估值将下调 15%。
- 第二，最坏假设下，我们家丁宁沪高速下属的所有路段，均将在 04 年之前制定的 30 年收费期调整成 25 年，扩建所形成的 5 年延期也一并取消。在这种极端情况下，重新估计宁沪高速下属所有路段的单位折旧和公司估值，与不变相比，2011-2013 年净利润将下调 0%、17%、17%，平均绝对估值将下调 33%。

图 28：收费标准降低对宁沪业绩的影响


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 29：缩短收费年限对宁沪高速估值的影响


资料来源：公司年报、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,226	2,758	3,562	5,537	营业收入	6,756	7,088	8,000	8,320
现金	475	500	525	1,507	营业成本	2,959	3,035	3,402	3,486
应收账款	77	80	91	94	营业税金及附加	179	187	212	220
其它应收款	47	39	44	46	营业费用	5	0	41	42
预付账款	693	416	47	10	管理费用	164	172	194	202
存货	873	1,663	2,796	3,820	财务费用	362	297	256	181
其他	62	60	60	60	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	22,671	22,076	21,437	20,753	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	2,036	2,036	2,036	2,036	投资净收益	243	234	263	295
固定资产	1,235	1,266	1,288	1,299	营业利润	3,332	3,630	4,158	4,484
在建工程	14	14	14	14	营业外收入	28	28	28	28
无形资产	19,365	18,738	18,079	17,383	营业外支出	27	27	27	27
其他	22	22	22	22	利润总额	3,332	3,631	4,159	4,484
资产总计	24,897	24,834	25,000	26,290	所得税	793	864	989	1,067
流动负债	3,795	3,131	2,607	3,155	净利润	2,540	2,767	3,169	3,418
短期借款	1,890	1,947	654	0	少数股东损益	55	60	69	74
应付账款	108	111	125	128	归属于母公司净利润	2,484	2,707	3,101	3,344
其他	1,797	1,073	1,828	3,027	EBITDA	3,694	4,648	5,185	5,487
非流动负债	3,078	3,078	3,078	3,078	EPS (元)	0.49	0.54	0.62	0.66
长期借款	3,078	3,078	3,078	3,078	主要财务比率				
其他	0	0	0	0	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	6,873	6,209	5,685	6,233	成长能力				
少数股东权益	460	520	589	663	营业收入	17.7%	4.9%	12.9%	4.0%
股本	5,038	5,038	5,038	5,038	营业利润	16.9%	6.7%	13.5%	5.1%
资本公积	7,577	7,577	7,577	7,577	归属于母公司净利润	23.5%	9.0%	14.5%	7.8%
留存收益	2,927	3,198	3,508	3,842	获利能力				
归属母公司股东权益合计	17,564	18,105	18,725	19,394	毛利率	56.2%	57.2%	57.5%	58.1%
负债和股东权益	24,897	24,834	25,000	26,290	净利率	37.6%	39.0%	39.6%	41.1%
现金流量表					ROE	14.2%	14.1%	15.0%	16.6%
单位:百万元					ROIC	11.6%	12.6%	14.5%	15.9%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	3,392	3,420	3,922	4,335	资产负债率	27.6%	25.0%	22.7%	23.7%
净利润	2,484	2,767	3,169	3,418	净负债比率				
折旧摊销	919	721	770	822	流动比率	58.7%	88.1%	136.6%	175.5%
财务费用	366	297	256	181	速动比率	35.7%	35.0%	29.4%	54.4%
投资损失	-243	-234	-263	-295	营运能力				
营运资金变动	-191	-131	-10	209	总资产周转率	0.27	0.29	0.32	0.32
其它	57	0	0	0	应收账款周转率	8.27	13.25	44.14	55.63
投资活动现金流	39	109	132	157	应付账款周转率	27.30	27.30	27.30	27.30
资本支出	-119	-125	-131	-138	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.49	0.54	0.62	0.66
其他	158	234	263	295	每股经营现金流	0.67	0.68	0.78	0.86
筹资活动现金流	-3,474	-2,405	-4,029	-3,509	每股净资产	3.49	3.59	3.72	3.85
债务融资	-3,474	-1,043	-1,293	-654	估值比率				
权益融资	0	0	0	0	P/E	11.8	10.8	9.5	8.8
其它	0	-1,362	-2,737	-2,855	P/B	1.7	1.6	1.6	1.5
现金净增加额	-43	25	25	982					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn