

宁沪高速 (600377.SH) 路桥行业

评级：买入首次评级

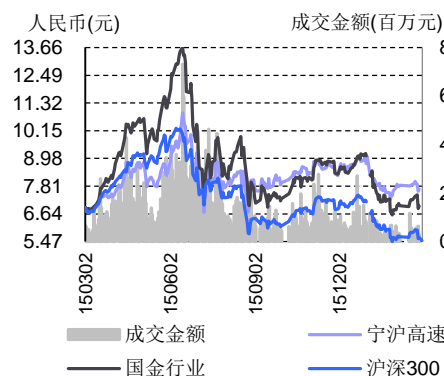
公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.62 元
目标价格 (人民币): 8.50-9.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,797.98
流通港股(百万股)	1,222.00
总市值(百万元)	38,387.64
年内股价最高最低(元)	10.91/6.70
沪深 300 指数	2877.47
上证指数	2687.98



业绩稳定增长，持续高股息率具有吸引力

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.537	0.511	0.525	0.562	0.596
每股净资产(元)	3.89	4.04	4.11	4.25	4.42
每股经营性现金流(元)	0.61	0.61	0.65	0.91	0.70
市盈率(倍)	10.38	14.28	14.51	13.56	12.79
行业优化市盈率(倍)	9.93	16.09	21.41	17.27	17.27
净利润增长率(%)	16.05%	-4.91%	2.78%	6.95%	6.08%
净资产收益率(%)	13.82%	12.65%	12.79%	13.22%	13.47%
总股本(百万股)	5,037.75	5,037.75	5,037.75	5,037.75	5,037.75

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“一主两辅”三大产业布局初步形成，核心路桥位于交通大动脉：**公司以公路收费业务为主，兼顾房地产开发与投资业务。公司控股及参股公路里程达到 820 公里。核心路产沪宁高速，位于中国北部，西部进入长江三角洲重要路段。
- **宏观经济放缓，分流影响导致原有路段业绩增长缓慢：**2015 年公司收购前原有路段年车流量增速达到 5.8%，由于货车比例下降，通行费收入下降 0.5%。货车比例下降原因是全国宏观经济增长速度放缓，同时宁常高速分流沪宁高速西段车流量，部分路段限行货车也对沪宁高速货车车流量造成负面影响。预计未来两年客车车流量增速保持稳定增长，达 10%，6%。货车分流影响逐渐被释放，未来两年车流量增速达-3%和 2%。
- **收购宁常高速将带动业绩稳定持续增长：**收购宁常高速将有效对冲沪宁高速分流负面影响，宁常高速及沪宁高速合并路段 2015 年车流量增速达 12%，通行费收入增速达 2%。截止 2015 年前三季度，宁常高速日均车流量同比增加 40.51%，预计该增速 2016 年仍维持在 20%。收购后将为原稳定的通行费收入带来增长动力。
- **低油价拉低配套服务收入，房产交付进入高峰：**快速增长的交通流量难抵油价降幅猛烈，导致 2015 年配套收入同比下降 17%。2015/16/17 公司迎来房地产竣工高峰，现有 43%的地产项目将在未来两年集中交付。预计未来两年房地产业务收入增幅将达到 100%-150%。
- **宁沪常年稳定高股息率使其成为具有吸引力熊市防御品种：**公司业绩增长稳定，现金流充沛，估值较低。以上公司经营特点使公司常年保持高股息率，且从上市以来分红水平从未下降。2015 年预计股息支付率将超过 70%，每股红利达 0.42 元。

投资建议

- 公司主业盈利稳定上升，现金流充沛，估值低，是动荡市场中防御选择。

估值

- 预计公司 15-17 年 EPS 为 0.525/0.562/0.596 元，对应当前股价 14.51X, 13.56X 和 12.79X。基于现金流贴现模型，目标价 9.43 元。

风险

- 分流风险，经济增长持续低迷

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人
(8621)61038200
daiyaxiong@gjzq.com.cn

内容目录

公司股权架构.....	4
“一主两辅”三大产业布局初步形成.....	4
核心路桥位居交通大动脉，资产整合带来规模效应.....	4
经营特点：低负债，高盈利，充沛现金流.....	5
股权结构.....	6
传统路段车流量增速明显，货车比例下降导致通行费收入放缓.....	7
客车流量维持平稳上身，货车流量出现负增长.....	7
经济发展促使车流量增长放缓，分流影响拉低货车流量.....	8
收购优质路段，实现主业提升.....	9
宁常高速分流压力得到释放.....	9
合并宁常高速，有效对冲分流影响.....	11
整合优质路段，提升业绩收入.....	12
低油价拉低配套业务收入，房产交付迎来高峰.....	13
车流量增速难抵低油价拉动配套服务收入下滑.....	13
地产业务蓄势待发，将迎来利润结转高峰.....	14
稳定收益，充沛现金流，成就高股息率.....	15
高股息率是成熟市场中的重要指标.....	15
业绩稳中有升，现金生成能力强.....	16
常年维持高股息具有吸引力.....	17
盈利预测.....	17
估值及投资评级.....	19
估值方法选择.....	19
PE 比较.....	19
估值及投资评级.....	20
风险.....	20
经济增长持续低迷.....	20
分流影响.....	20

图表目录

图表 1：公司 2015 营业收入分布.....	4
图表 2：公司收入结构.....	4
图表 3：公司资产分布.....	5
图表 4：公司各路段业务收入.....	5
图表 5：公司各路段业务毛利.....	5
图表 6：EPS 对比.....	6
图表 7：资产对比.....	6
图表 8：负债率对比.....	6

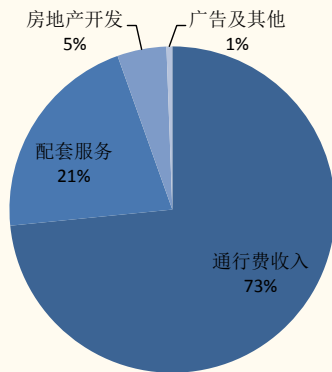
图表 9: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入对比	6
图表 10: 公司股权结构	7
图表 11: 2015 年公司各路段日均车流量同比增速	7
图表 12: 公司原路段车流量	7
图表 13: 2015 各路段通行费同比增速	8
图表 14: 货车比例	8
图表 15: 客车日均流量	8
图表 16: 货车日均流量	8
图表 17: 江苏省及全国 GDP 增速	8
图表 18: 江苏省公路旅客周转量	8
图表 19: 全国分产业 GDP 增速 (%)	9
图表 20: 江苏省公路货运量	9
图表 21: 沪宁西段货车流量降幅	10
图表 22: 沪宁公路各车种日均车流量增速	11
图表 23: 宁常高速日均车流量	11
图表 24: 宁常高速日均收入	11
图表 25: 合并路段表现	12
图表 26: 公司总日均车流量及增速	13
图表 27: 公司通行费收入增速	13
图表 28: 配套服务收入影响因素	14
图表 29: 公司累计房地产收入	14
图表 30: 公司房地产交付时间占比	15
图表 31: 公司地产项目列表	15
图表 32: 公司净利润累计值 (百万元)	16
图表 33: 公司经营性净现金流	17
图表 34: 2014 交通运输行业股息率对比 (%)	17
图表 35: 公司每股股利及股息支付率	17
图表 36: 各路段车流量增速预测	18
图表 37: A 股可比路桥公司 PE 值对比	19
图表 38: A 股可比上市公司	20

公司股权架构

“一主两辅”三大产业布局初步形成

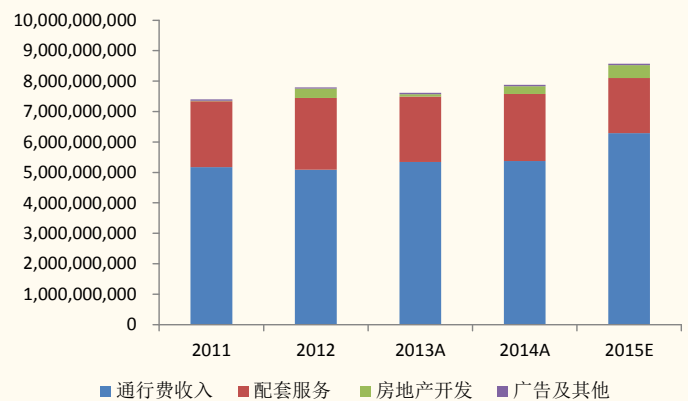
- 江苏宁沪高速公路股份有限公司成立于 1992 年，公司实施“一主两辅”战略，主要从事沪宁高速及其他江苏省境内收费路桥的收费业务和发展公路沿线的配套服务业务，同时辅助发展地产与投资业务，以减少对收费业务的依赖性，以多元的业务形式，寻找更多的商业机会。至 2015 年公司通行费收入占营业收入的 73%，确定了该业务的领导地位。房地产开发收入在公司营业收入中也逐渐产生影响，随着更多的房地产项目的交付，收入成本的结转，房产收入的重要性将得以体现。投资业务以宁沪投资为主，主要进行基础设施，实业与产业的投资，预计年贡献利润 8000 万元。

图表 1：公司 2015 营业收入分布



来源：国金证券研究所

图表 2：公司收入结构



来源：公司财报，国金证券研究所

核心路桥位居交通大动脉，资产整合带来规模效应

- 公司核心路产为沪宁高速公路，是连接上海，苏州，常州，无锡，镇江及南京的重要公路干线，是中国北部及西部进入长江三角洲地区的重要陆路通道。公司通过收购兼并其他公路，稳固在苏南路网中的主导地位。
- 公司控股及参股的收费公路运营里程增加至 820 公里。公司控股的路桥资产有沪宁高速，宁连公路南京段，宁常高速公路，等 9 条公路。公司参股的路段有江阴大桥及苏嘉杭高速。其中宁常高速公路，镇溧高速公路，锡宜高速公路和无锡环太湖公路是于 2015 年上半年被收购以减小宁常高速对沪宁高速分流的负面影响，同时积极稳固及拓展公司在高速收费主业上的盈利机会。另外于 2015 年 9 月 16 日，公司的 312 国道沪宁段提前终止收费经营权。该路段连年亏损，停止该路段的收费经营权有利于公司利润的提升，同时公司将一次性获得约 13 亿的补偿，给予公司进行其他优质公路资产进行投资的资金支持。

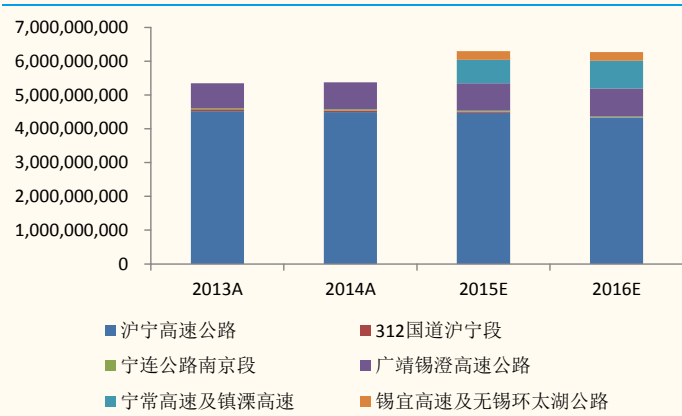
图表 3: 公司资产分布



来源: 公司官网, 国金证券研究所

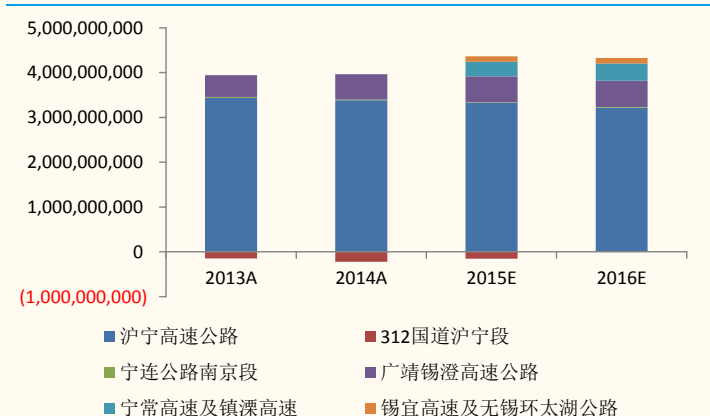
- 从通行费收入来看, 沪宁高速公路为公司最主要通行费收入来源, 约占总通行费收入来源的 70%, 占总通行费收入利润的 79%。由于 2015 年并购盈利路段, 312 国道亏损路段停止收费经营权, 公司在通行费收入及利润规模上将在未来进一步扩大。

图表 4: 公司各路段业务收入



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 5: 公司各路段业务毛利

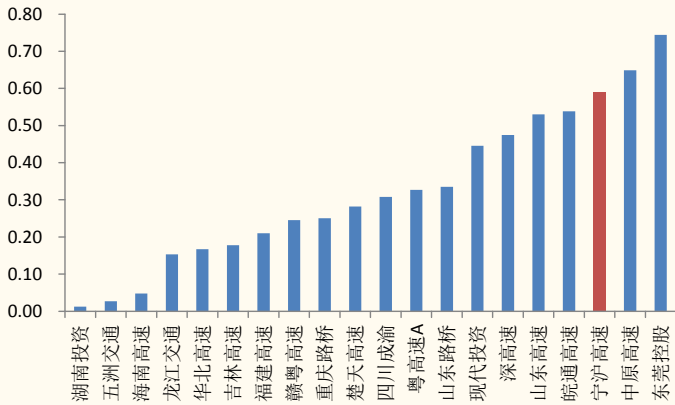


来源: 公司年报, 国金证券研究所

经营特点: 低负债, 高盈利, 充沛现金流

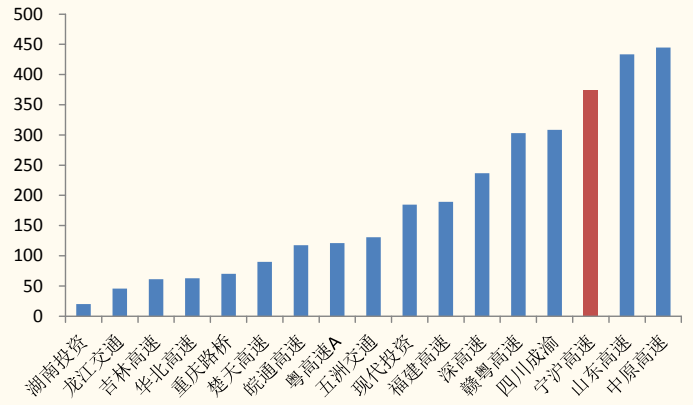
- 就资产规模, 宁沪高速 2015 年第三季度总资产达到 373.45 亿元, 位于公路行业前三甲, 同时资产负债率约为 44%, 处于行业较低水平。由于本期进行收购致使负债水平上升, 公司积极调整债务结构, 以降低融资成本。公司高资产, 低负债体现公司实力, 及较低的营运成本。
- 公司每股收益处行业前列, 2015 年预计达到 0.59 元每股, 反映公司财务稳健盈利能力良好。同时高现金流量净额/营业收入表示公司有充足的现金流, 为进一步发展或红利分提配供了有利的保障。

图表 6: EPS 对比



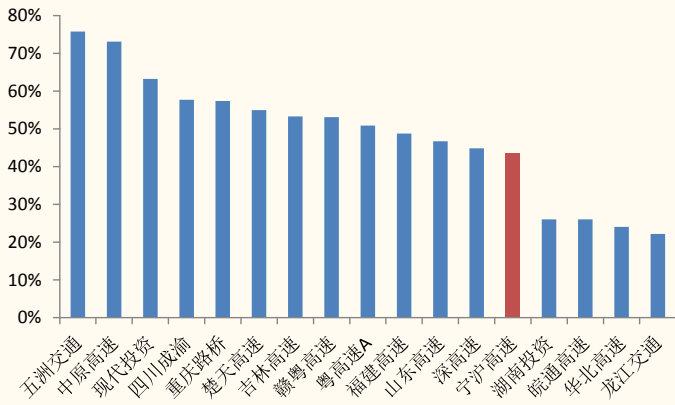
来源: 国金证券研究所

图表 7: 资产对比



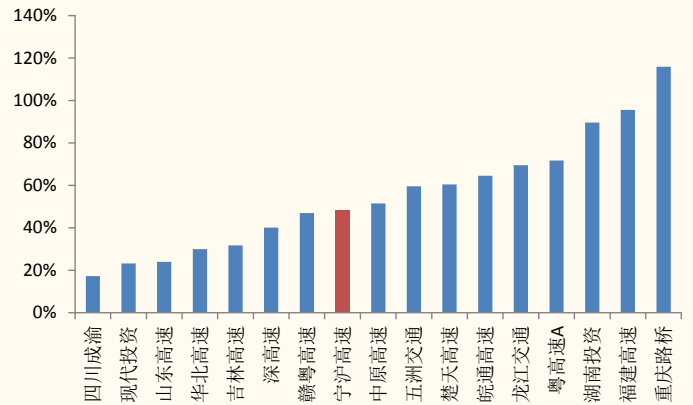
来源: 国金证券研究所

图表 8: 负债率对比



来源: 国金证券研究所

图表 9: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入对比

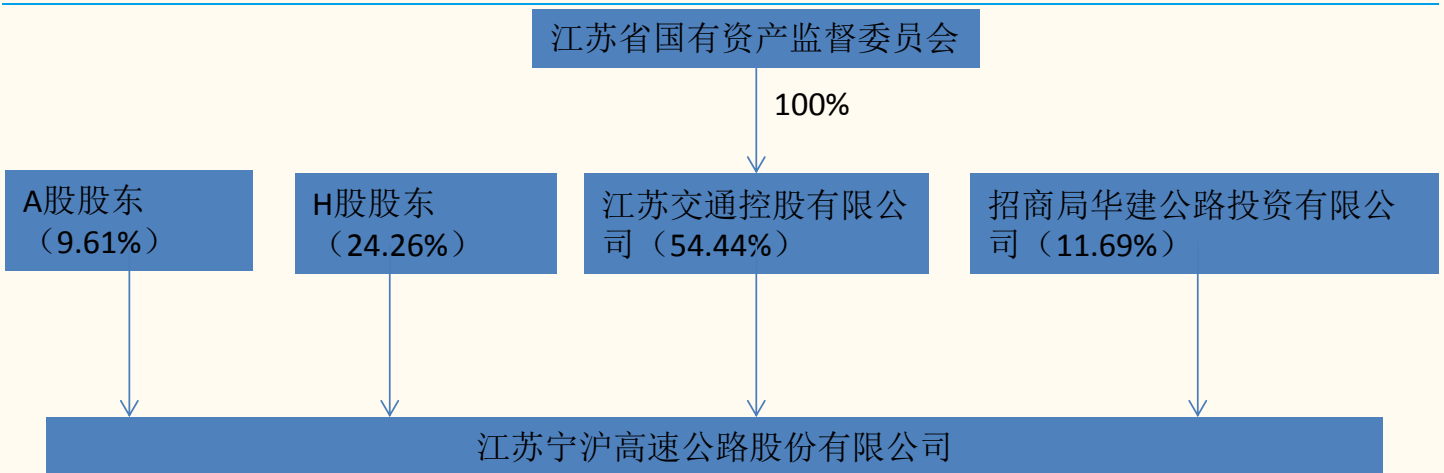


来源: 国金证券研究所

股权结构

- 江苏宁沪高速公路股份有限公司为江苏交通控股有限公司直属企业，实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会，是目前江苏省唯一在沪、港、美上市的交通基础设施类公司。第一大股东江苏交通控股有限公司持有 54.44% 股份。
- 公司于 1997 年 6 月在 H 股市上市，2000 年 12 月在 A 股上市。公司现有总股本 5,037,747,500 股，其中 A 股股本 38.15 亿股，H 股股本 12.22 亿股。其中 A 股股本中 37.97 亿股为流通股，1776.6 万股为限售流通股。

图表 10：公司股权结构



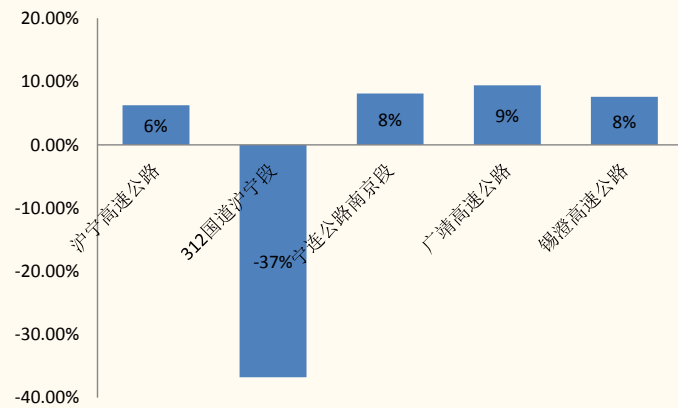
来源：公司 2014 年年报，国金证券研究所

传统路段车流量增速明显，货车比例下降导致通行费收入放缓

客车流量维持平稳上身，货车流量出现负增长

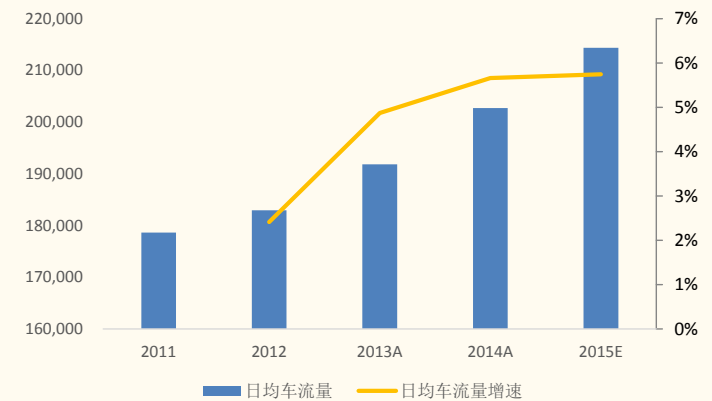
- 2015 年宁沪高速收购前原有收费公路路段车流量继续实现稳定增长。其中车流量比重占比较大的沪宁高速，广靖高速，及锡澄高速日均车流量同比增速均超过 5%。312 国道沪宁段日均车流量下降的原因是从 9 月 16 日开始停止公司对该路段的经营收费权，所以该路段全年日均收费流量下降。但根据公司车流量比重，2015 年公司整体车流量（除新收购路段）同比增长 5.8%。

图表 11：2015 年公司各路段日均车流量同比增速



来源：公司官网，国金证券研究所

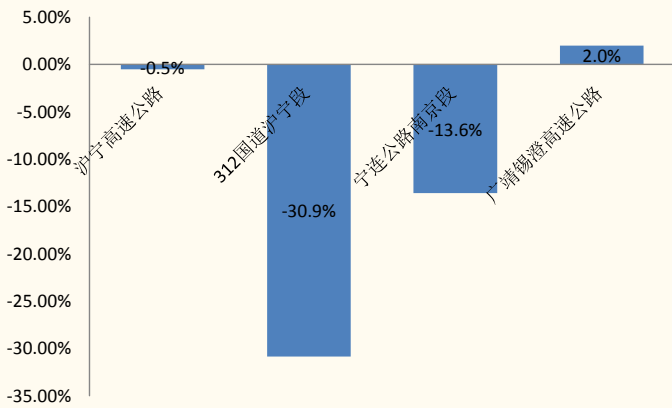
图表 12：公司原路段车流量



来源：公司官网，国金证券研究所

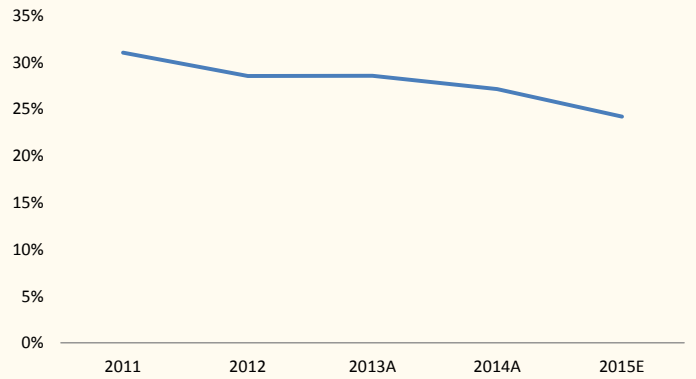
- 但由于车流结构的变化，使公司原路段通行费收入有所下降。预计 2015 年公司各原路段通行费收入增速均低于日均车流量增速。其中大部分路段通行费收入均出现了负增长。2015 年公司整体通行费收入（除新收购路段）同比下降约 0.5%。
- 公司原路段出现流量稳定增长，通行费收入增长缓慢主要原因是货车比例下降。2015 年原路段上货车比例由 2014 年 27% 下降至 24%。其中客车日均流量增速保持高速增长 2015 年增速达到 10%。货车日均流量则呈现负增长。

图表 13: 2015 各路段通行费同比增速



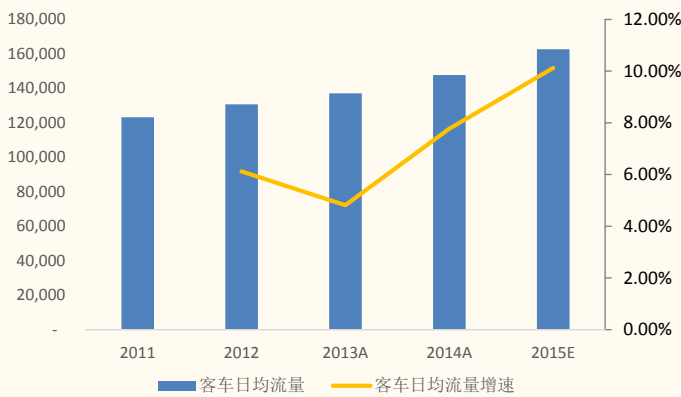
来源: 国金证券研究所

图表 14: 货车比例



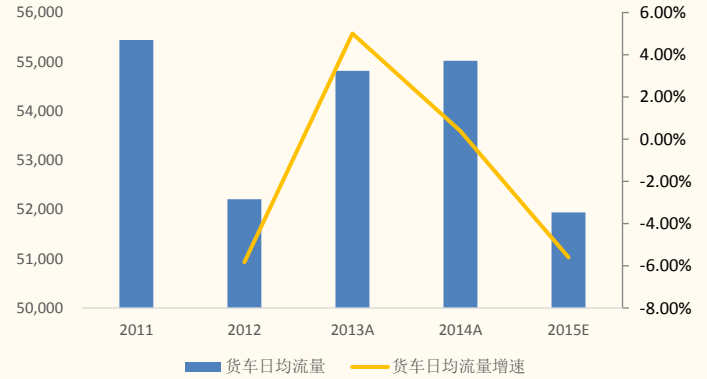
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 15: 客车日均流量



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 16: 货车日均流量

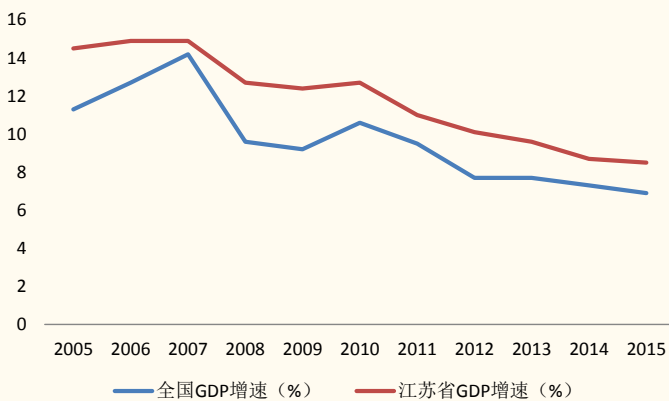


来源: 公司年报, 国金证券研究所

经济发展促使车流量增长放缓, 分流影响拉低货车流量

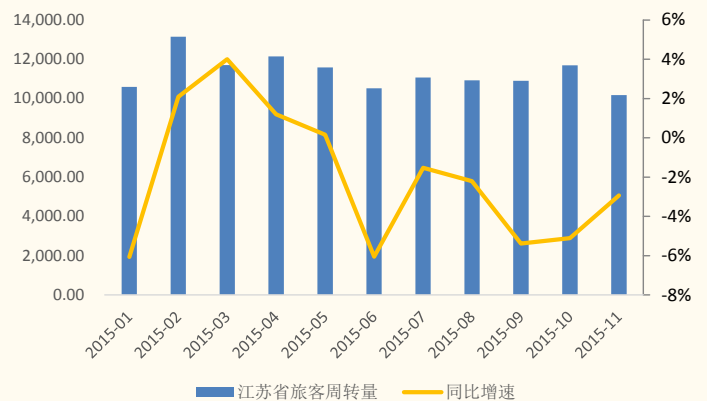
- 客车车流量的高增长主要是得益于江苏省人均 GDP 的上升, 居民可支配收入的提高, 致使汽车保有量及居民出行次数上升。2015 年江苏省 GDP 同比增速 8.5%, 虽较历年有所下降, 但在全国属于较高水平。在保持高速增长的同时, 居民人均可支配收入及居民人均消费支出均呈现高速增长, 2015 年前 3 季度分别达到 8.8%和 8%, 致使江苏省汽车保有量有较快增长, 及出行频率也随之上升。宏观经济发展良好, 带动了客运交通需求的上升。

图表 17: 江苏省及全国 GDP 增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 18: 江苏省公路旅客周转量

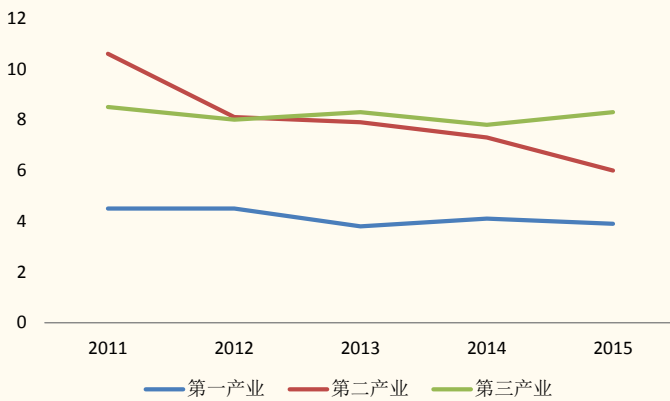


来源: wind, 国金证券研究所

- 货车车流量的变化受到宏观经济增速减缓影响明显，虽然宏观经济仍呈正增长，但是增长速度明显放缓，尤其是第一，第二产业发展速度减缓严重，2015年三大产业GDP增长率分别为3.9%，6%和8.3%，为货车车流量增速带来了严重负面影响。而且货车车流量在前两年经历了高速发展，结合近期宏观经济放缓，车流量才有微幅下降。同时货车车流量变化也受江苏省内其他公路及其他运输方式的竞争格局影响。公路方面，江苏省高速公路里程2015年末突破4570公里，新增约100公里。其中2013年通车的溧马高速将安徽到苏南地区的车辆从沪宁高速公路分流至宁常高速。同时货车限行也对货车车流量造成严重的负面影响。2015年南京绕城公路以内及南京二桥限行外地货车，导致以其相连的沪宁高速及宁连公路交通流量受到影响。但分流及限制货车对货车车流量的影响力度在2015年已经有所减缓，所以此两因素的影响已经逐步平稳。

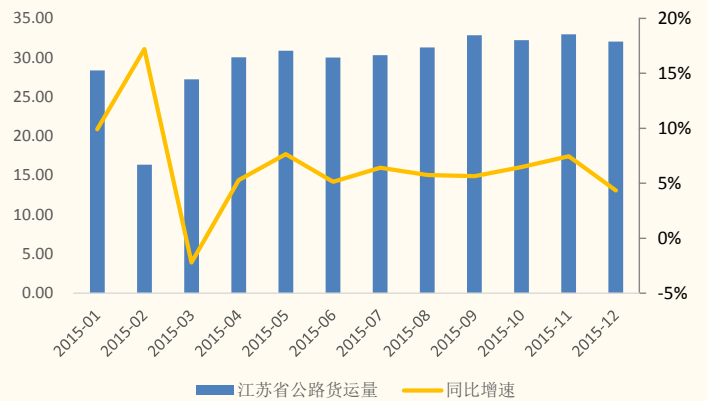
铁路竞争方面，公司经营区域内三条铁路包括京沪高铁，沪宁城际铁路及宁杭高铁已运营一段时间，与公司的竞争格局基本趋于稳定，对公司未来客货运分流影响将很微小。

图表 19：全国分产业 GDP 增速 (%)



来源：国金证券研究所

图表 20：江苏省公路货运量



来源：国金证券研究所

- 由于江苏省宏观经济平稳上升，汽车保有量及出行频率上升，致使公司客车车流量稳速上升，未来两年江苏省宏观经济情况将维持稳定发展，同时受益于16年6月迪士尼开园，作为上海周边省市进入上海的主要公路道路，公司客车流量将呈现短期剧烈上涨。预计2016-2017客车日均客车车流量上涨10%，6%。

江苏省主要公路干线于2015年基本建设完成，预计今后主要发展公路密度建设，分流及货车限行影响也将逐步减小，所以对货车车流量的负面影响将逐渐放缓。同时得益于近几年，快递业务发展，及周边地区宏观经济发展，货车车流量将在未来两年呈现回暖状态，预计2016-2017货车日均车流量上涨-3%，2%。

综合客车与货车车流量发展趋势，预计未来两年公司原有路段车流量总增长速度将达到5%-6%，虽然货车车流量下降速度将放缓，但其增长速度远低于客车流量，所以货车比例将进一步下降至22%-23%。所以原有路段通行费收入将保持稳定，或有微量上升。

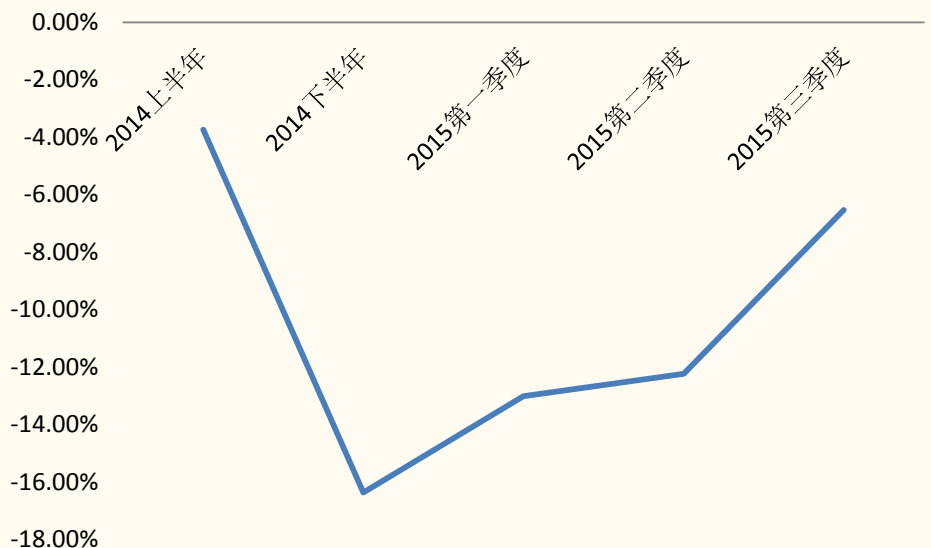
收购优质路段，实现主业提升

宁常高速分流压力得到释放

- 2015年，公司以现金5.02亿收购宁常镇溧公司100%股权，子公司广靖锡澄公司以现金6.62亿收购锡宜公司100%股权。两项收购均于2015年上半年完成，公司取得了对宁常高速公路，镇溧高速公路，锡宜高速公路及无锡环太湖公路的最终控制。

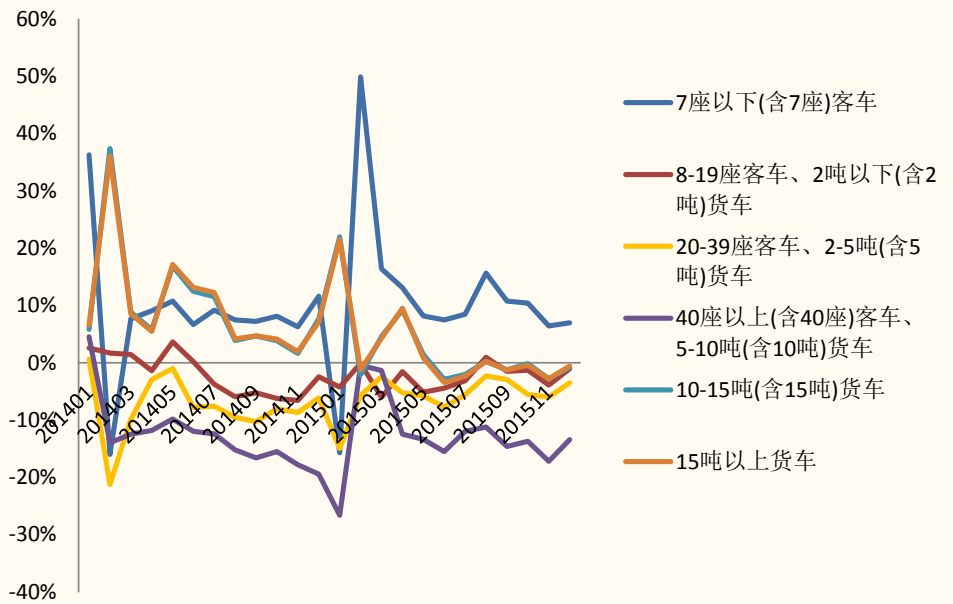
- 宁常高速公路连接南京与常州，全长 87.259 公里。2013 年年末，安徽溧马高速公路通车，该线路连接溧水与马鞍山，与宁常公路相交。该线路的开通，缩短了有安徽进入苏州南部地区的时间。同时也将大部分进入苏南地区的车辆分流至宁常公路。2014 年沪宁高速西段日均流量 57904 辆，其中货车同比下降 10.41%。且分流影响从 2014 年下半年开始显露，2014 年下半年沪宁高速西段货车降幅约为 16.38%。至 2015 年上半年，该路段货车流量同比减少 12.24%。2015 年第三季度，货车流量降幅放缓，至 6.54%。沪宁高速受宁常高速分流影响已经逐步趋于稳定。
- 受货车车流量下降影响，沪宁高速 2014 年日均车流量上升 3.73%，日均收费额下降 0.68%，通行费收入减少约 3000 万。2015 年前三季度，日均车流量同比增长 6.64%，货车流量同比下降 4.57%，日均收费额下降 0.04%。根据公司官网发布的沪宁高速日均车流量数据，从 2014 年开始，客车日均车流量一直保持稳定增速，2014 年开始货车车流量维持负增长。2014 年下降速度逐渐加快至 2015 年初，降幅逐步收窄，至 2015 年末部分种类货车流量同比保持稳定，可见宁常高速的分流影响至 2015 年末大部分已经被释放。
- 预计未来两年沪宁高速西段货车车流量将惯性持续小幅度下降。但从整体来看，客车车流量将维持稳定增长，其他路段货车流量将小幅增长，沪宁高速日均收费额将转为正增长，增长幅度约为 1%-2%。

图表 21：沪宁西段货车流量降幅



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 22：沪宁公路各车种日均车流量增速

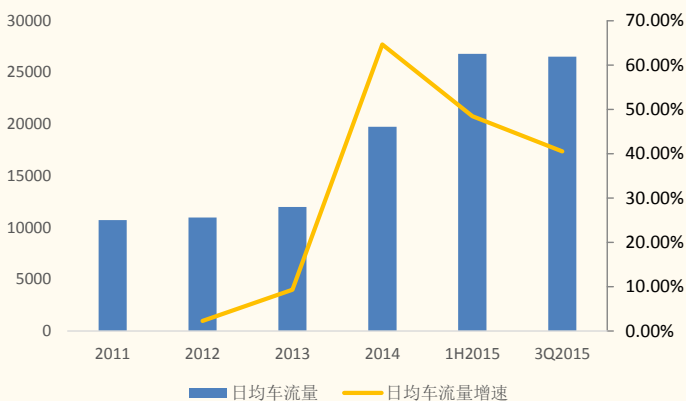


来源：公司官网，国金证券研究所

合并宁常高速，有效对冲分流影响

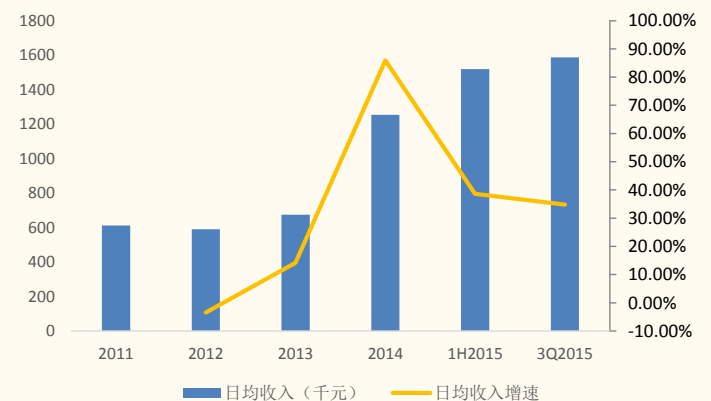
- 宁常高速受溧马高速分流影响，从 2014 年开始日均车流量及日均收入呈高速增长。仅 2014 年，日均车流量同比增速 65%，日均收入增速 85%，实现毛利 1.14 亿。2015 年虽然增速有所下降，但仍维持在较高水平，截止到 2015 年第三季度，宁常高速日均车流量增速 40.51%，日均收入同比增长 34.83%。预计未来两年，该路段车流量任然保持较高增速，预计 2016-17 年同比车流连增速保持在 20%。
- 合并沪宁高速西段与宁常高速形成的沪宁西部走廊弥补了宁常高速对沪宁高速的分流效应，同时吸收了宁常高速的高速增长的交通量。该两路段合并路段 2014 及 2015 年车流量增速均维持在 12%，收入增速也恢复了沪宁高速未受分流前影响的 2%-4%。所以收购宁常高速有效的减少了沪宁高速由于分流所造成的损失。

图表 23：宁常高速日均车流量



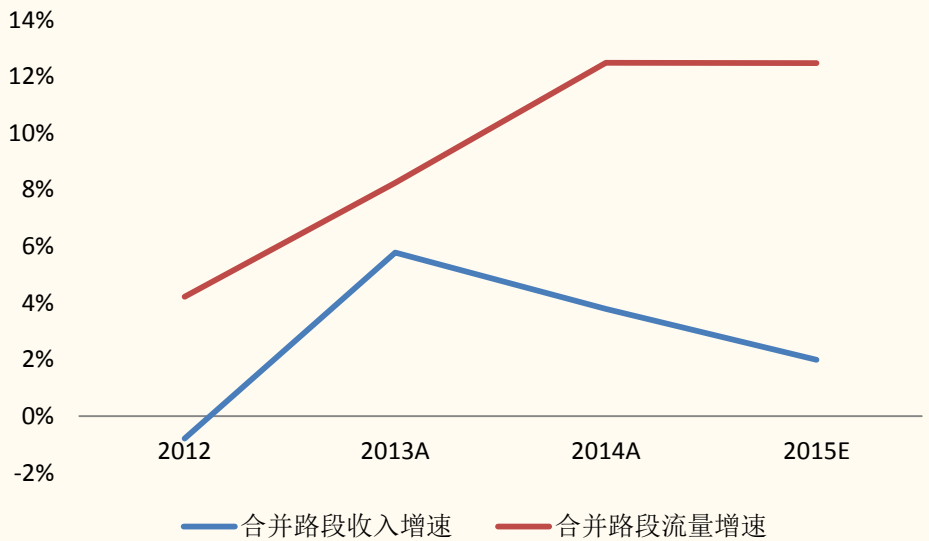
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 24：宁常高速日均收入



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 25：合并路段表现



来源：公司官网，国金证券研究所

整合优质路段，提升业绩收入

- 宁常镇溧公司主要从事宁常（S38）和镇溧（G4011）两条高速公路的建设，经营与管理。其中宁常高速起于宁杭高速桂庄枢纽，经溧水、句容、金坛和武进，与沿江高速相接，是江苏省“四纵四横四联”中“联三”的重要组成部分；镇溧高速北连润扬大桥，南经丹徒、金坛，至溧阳新昌枢纽，与宁杭高速相连，是江苏省“四纵四横四联”中“联二”的重要组成部分。

宁常镇溧公司主要业务为高速公路收费业务，占业务收入的 97.7%，几乎提供 100%毛利。2015 年，两条公路日均车流量为 33967 量/日，货车比例约为 26%，2015 年通行费收入约为 7.37 亿元，同比增加 12%，毛利率为 47%，创造毛利约 3.24 亿。

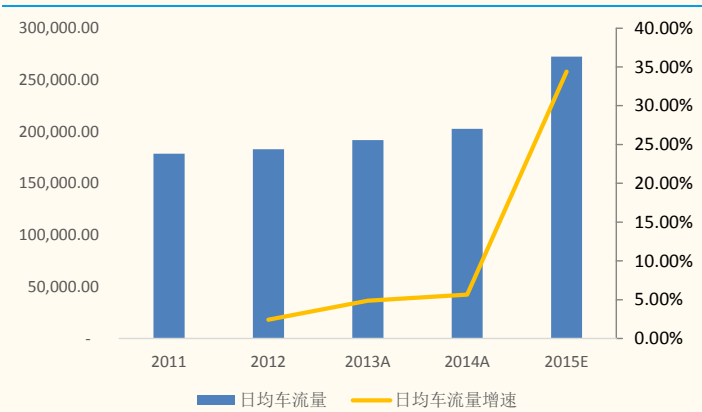
- 锡宜公司，主要负责锡宜高速公路、环太湖高速公路、陆马公路、苏锡连接线无锡段 4 条公路的营运管理及相关配套服务。锡宜高速公路是江苏“四纵四横四联”高速公路网络中的第四联，东接沪宁高速无锡北出口，西与宁杭高速公路相接，是长三角又一南北大通道，全长 63.787 公里。环太湖高速公路起自沪宁高速硕放枢纽，向南穿过沪宁铁路、京杭大运河，经新安镇、华庄镇至南泉。

锡宜公司高速公路收费业务占业务收入的 98.5%。2015 年两条公路日均车流量分别为 17453 量/日,6417 量/日，实现通行费收入约 2.55 亿，与上期收益保持稳定。

- 收购合并完成后，公司在江苏南部收费公路业务上稳固主导地位，也表示公司战略重心继续专注于区域内收费公路业务的运营与拓展。被收购公司近些年车流量增速增长迅速，将为公司提供客观的业绩贡献。

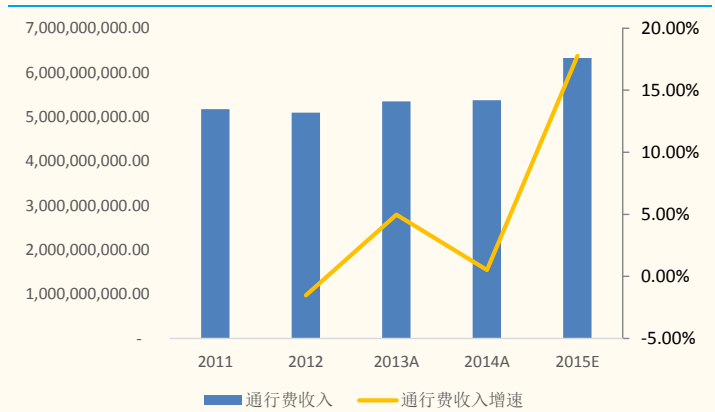
虽然宁常镇溧公司与锡宜公司体量较小，但其高速公路收费业务为主要业务，该业务毛利较高，合并后收费业务比例增大，使公司整体毛利水平上升 2%。同时由于新收费公路的注入，使公司 2015 年通行费收入快速上升。公司 2015 年通行费收入同比上涨 18%，总日均流量同比上涨 34%。（2014 年增速分别为 1%，10%）。

图表 26: 公司总日均车流量及增速



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 27: 公司通行费收入增速



来源: 公司年报, 国金证券研究所

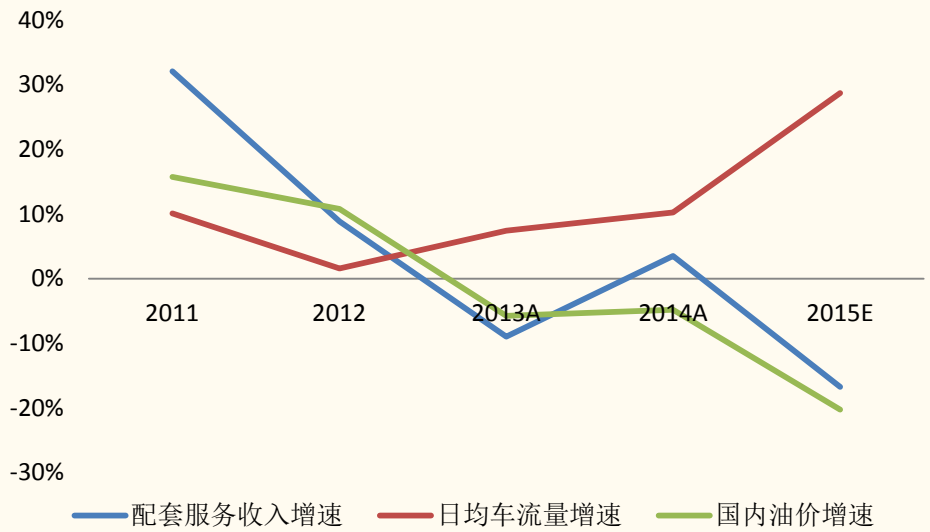
- 公司原有路段受经济增长速度放缓及货车分流影响, 日均车流量及日均收入均保持低速稳定增长。新收购宁常高速, 受益于近几年道路开通正面影响, 车流量及收入有较快增长, 预计成为公司未来几年业绩增长的主要贡献者。同时受益于本期递延所得税影响 (一次性减少所得税 3.1 亿元), 2015 年净利润将有大幅提升。其中宁常高速预计贡献 7000-8000 万净利润。

低油价拉低配套业务收入, 房产交付迎来高峰

车流量增速难抵低油价拉动配套服务收入下滑

- 公司配套业务主要是沪宁高速公路服务区的油品销售, 餐饮, 商品零售及其他服务, 配套收入主要与服务区的客流量变化有关, 所以间接与高速公路流量变化相关。
- 其中油品销售收入约占配套收入 90%。所以油品价格也直接影响配套收入与成本。2015 年由于收购新公路, 公司整体日均车流量呈现高增速, 达到 29%, 配套服务提供量随日均流量的增高而增高。但 2015 年, 配套服务主要提供产品汽油价格下降约 20%, 使配套服务收入与成本总体下降 17%。
- 未来两年国内汽油价格将维持在现有低价稳步下降至平稳, 日均车流量增速在当期收购影响释放后, 将归于平稳, 主要车流量增速将得益于宁常高速的增长, 其他路段将维持 5% 左右车流量上升。配套服务收入在 16 年预计继续受低油价影响, 产生 -5% 的负增长, 17 年油价平稳后, 配套服务收入应与 16 年持平或有微量上升。

图表 28: 配套服务收入影响因素

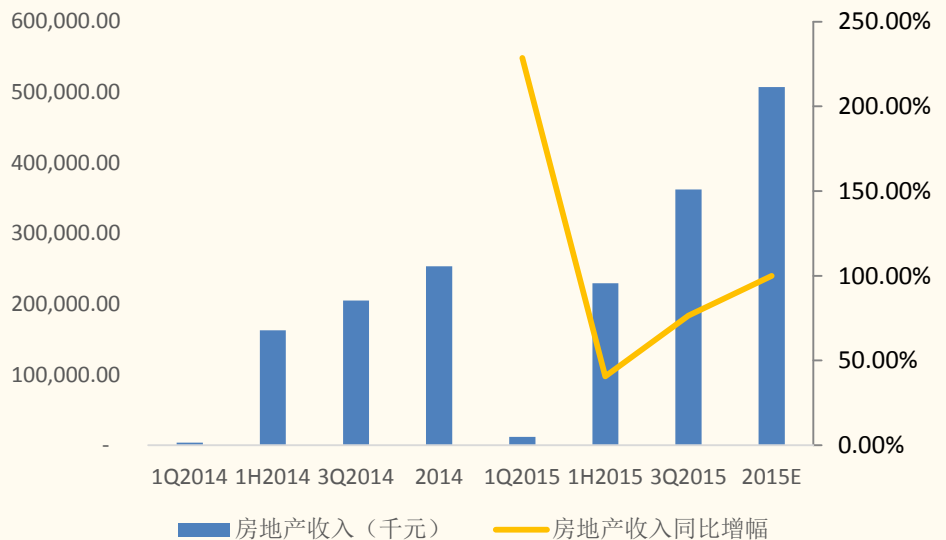


来源: wind, 国金证券研究所

地产业务蓄势待发, 将迎来利润结转高峰

- 公司于 2009 年起, 为开发多远业务, 开始进行房地产投资, 主要投资地块集中在苏州, 昆山, 句容及南京市。开发楼盘多为住宅, 仅花桥国际商务城 C5, C7 项目为酒店和办公楼。
- 截止 2015 年前三季度, 公司房地产销售收入达到 3.62 亿, 同比增长 76.53%。本年度房地产收入得以大幅上升主要原因: 1.2015 年降息 5 次, 降准 5 次, 营业税 5 改 2, 二套房首付比例下调, 房贷利率由 6.15% 降至 4.9%, 各种房产利好政策的出台, 刺激住宅销售量提升, 同时交易价格也较上年有所上升。2.2015 年 6 月, 花桥国际商务城 B4 同城光明捷座项目完工交付, 使得收入得以结转。
- 同时本期房地产业务毛利率将由上期 22% 升至约 29%, 主要得益于本期交付项目拿地成本较低。随着庆园及浦江大厦等高售价, 高利润项目的销售, 毛利有望进一步上升。得益于房产宽松政策, 房价也存在上升空间。为房地产业务的利润实现提供良好环境。

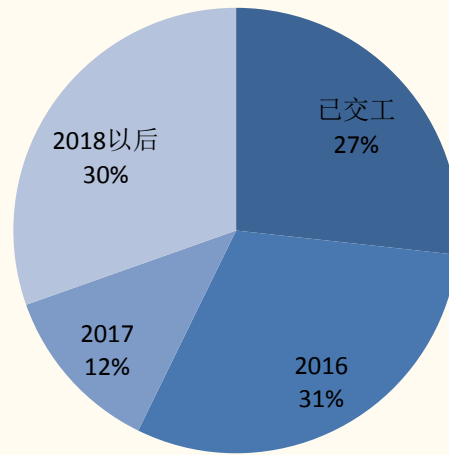
图表 29: 公司累计房地产收入



来源：公司年报，国金证券研究所

- 截止 2015 年，公司仅开发完成现有地块的 27%。剩余未竣工地块 31% 将于 2016 年竣工交付，17% 于 2017 年交付。同时已竣工项目截止 2015 年 6 月还有将近 13 亿房地产开发产品未销售，该产品销售预计将在未来 2-3 年内销售完成。考虑到近期国家房地产去库存决心，及公司房地产项目的竣工预期和销售预计，未来 2 年内是公司房地产业务的主要收获期。保守估计 2016 年，2017 年房地产销售业务收入将增长 100%-150%。随着各项目的销售逐步完成，前期单位销售成本也将得到稀释，毛利率将进一步提升，将在未来贡献较多利润。

图表 30：公司房地产交付时间占比



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 31：公司地产项目列表

地块	拿地时间	面积 (平方米)	成本 (千元)	项目	性质	开工时间	竣工时间
花桥国际商务城	2009.9.29	129,129.00	295,404.00	C4 同城虹桥公馆	住宅		2012年8月
				C7 浦江大厦	办公楼		2014年6月
				B4 同城光明捷座	住宅		2015年6月
				G5 御富豪	酒店		2016年4月
				C3	住宅		2017年12月
				B18	住宅		2017年3月
苏州新市路地块	2009.11.5	22,050.00	450,317.00	B19 光明馨座	住宅		2016年12月
				苏州庆园	住宅		2013年12月
苏州南门路 G25 地块	2013.6.21	30,664.50	551,960.00		住宅	2015年5月	2017年3月
句容宝华鸿堰	2009.9.9	333,088.00	686,500.00	B 地块 1 期 同城世家	住宅		2014年4月
				B 地块 2 期 同城世家	住宅		2016年6月
				A 地块 1 期 同城世家	住宅		2018年4月
				A 地块 2 期 同城世家	住宅		2019年4月
南京南部新城商业区 2 号地	2014年8月	17,595.02	500,000.00				

来源：公司年报，国金证券研究所

稳定收益，充沛现金流，成就高股息率

高股息率是成熟市场中的重要指标

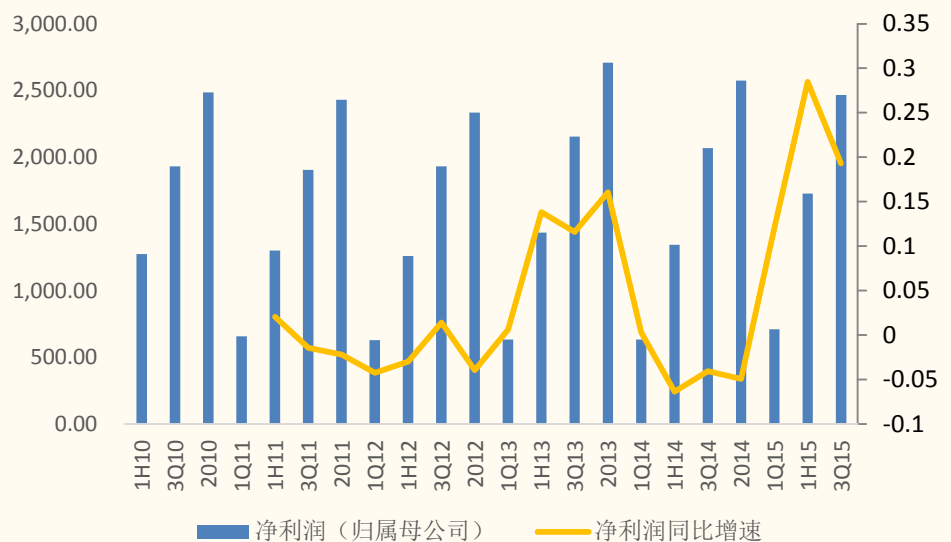
- 股息率是衡量上市公司是否有投资价值的重要参考指标。在现有宏观经济放缓的环境中，公司更倾向于发放股利而非进行再投资。同时持续高分红

也是公司实力的体现。持续高分红表现公司已进入到成熟阶段，业绩持续稳定，且现金流充沛。同时高股息股票通常体现估值低，且股票价格波动小，是熊市中防御选择。

业绩稳中有升，现金生成能力强

- 宁沪高速是高股息率股票的典型代表。公司业绩稳定，公司过去五年每年归属母公司净利润约 25 亿，年复合增长率为 5%。江苏省宏观经济表现一直处于全国各省市前列，随着江苏省经济水平的提升，高速公路的车流量将持续稳定上升。2016 年上海迪士尼的开幕也为公司通行费收入提供了巨大的增长空间。同时本期公司收购近两年受益于溧马公路的开通交通流量增速极快的宁常高速，结合原有路段稳中有升的盈利，预计公司未来几年业绩增速会持续稳定在 5%-6% 的增速，甚至在暂时性利好的刺激下，或有短暂的急速业绩上升。

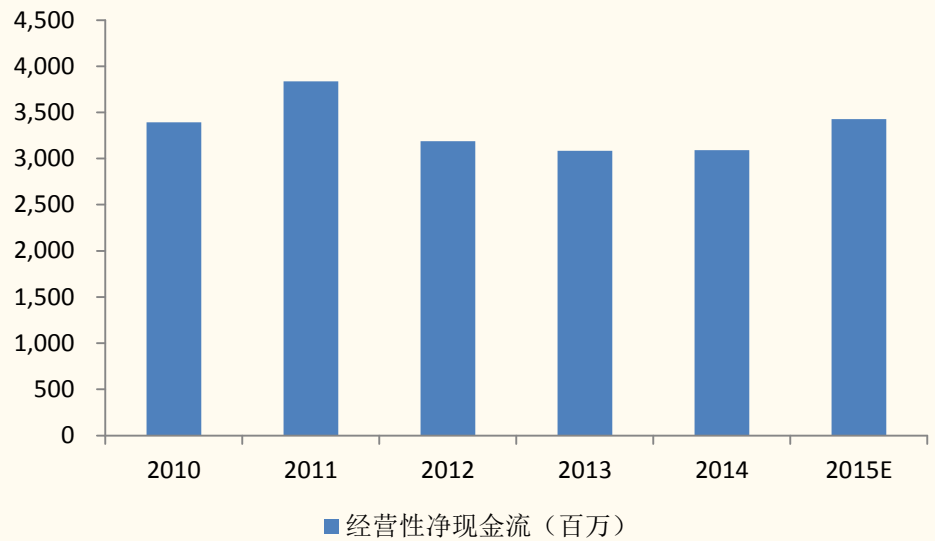
图表 32：公司净利润累计值（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

- 作为路桥公司，宁沪高速有很强的现金生成能力，现金流充沛。路桥公司典型特点是前期资本集中后期回流。现宁沪高速主要路段均很早就建设完成，处于资本回流阶段。近五年公司经营净现金流基本保持稳定在 30-35 亿之间。2015 年宁沪高速经营净现金流/营业收入达到 48%，体现公司强现金生成能力。

图表 33: 公司经营性净现金流

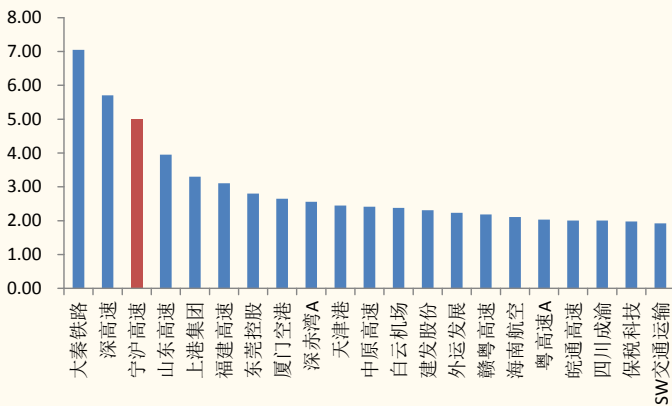


来源: wind, 国金证券研究所

常年维持高股息具有吸引力

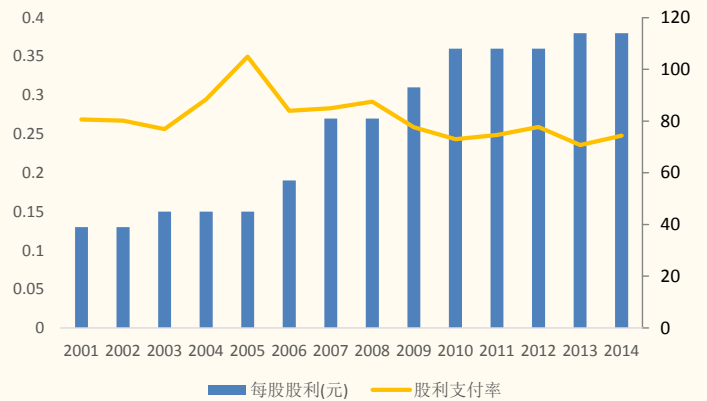
- 凭借平稳业绩, 充沛的现金流, 公司常年保持较高的股息率, 是唯一一家上市以来分红水平从未下降过的上市收费公路运营商。2014 年宁沪高速股息率位于交通运输板块第三位, 达到 4.99%。股息支付率达到 76.5%。由于本期公司不再需要提取 10%法定盈余公积, 预计本期股息支付率会继续维持在 70%以上, 每股收益预计达到每股 0.42 元。

图表 34: 2014 交通运输行业股息率对比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 35: 公司每股股利及股息支付率



来源: wind, 国金证券研究所

盈利预测

主营业务收入预测:

- 通行费收入: 客车部分, 江苏省汽车保有量保持高速增长, 受益于区域经济发展, 人均收入水平提高, 导致出行频率有所上升。客车客流量在未来三年将保持稳定高速发展。由于 2015 年合并 2 家公司, 所以 2015 年客车车流量上涨 40%, 16/17 年增速维持在 8%。

货车部分, 本年度货车车流量继续受宁常高速分流影响, 同时南京绕城公路以内及南京二桥限行外地货车, 导致以其相连的沪宁高速及宁连公路交通流量受到影响。全国宏观经济发展速度放缓, 也导致货车车流量整体下

降。收购完成后，为整体货车车流两增速注入新的活力，预计 2015/16/17 货车流量增速为 18%，-1%和 4%。

由于客车车流量增速较货车快，所以货车占比连年减少，导致通行费收入增速降低。预计 2015/16/17 通行费收入同比增加 18%，3%和 2%。

图表 36：各路段车流量增速预测

车流量增长率	2014A	2015E	2016E	2017E
沪宁高速公路	4%	4%	4%	5%
客车	7%	10%	7%	7%
货车	-4%	-14%	-7%	-4%
312国道沪宁段	-5%	-37%	-100%	
客车	-6%	-37%	-100%	
货车	-4%	-37%	-100%	
宁连公路南京段	-12%	-2%	1%	3%
客车	-3%	15%	7%	7%
货车	-22%	-24%	-10%	-5%
广靖高速公路	9%	12%	9%	8%
客车	10%	15%	10%	9%
货车	6%	3%	4%	3%
锡澄高速公路	9%	10%	9%	8%
客车	10%	11%	10%	8%
货车	6%	6%	7%	8%
宁常高速公路	n/a	n/a	24%	15%
客车	n/a	n/a	27%	17%
货车	n/a	n/a	15%	10%
镇溧高速公路	n/a	n/a	7%	6%
客车	n/a	n/a	7%	6%
货车	n/a	n/a	7%	6%
锡宜高速公路	n/a	n/a	5%	4%
客车	n/a	n/a	5%	4%
货车	n/a	n/a	5%	4%
无锡环太湖公路	n/a	n/a	4%	2%
客车	n/a	n/a	4%	2%
货车	n/a	n/a	4%	2%
总日均车流量	6%	34%	6%	7%
客车	8%	40%	8%	8%
货车	0%	18%	-1%	4%

来源：国金证券研究所

- 配套服务收入：收入水平取决于车流量增速及国内油价涨幅。车流量增速 2015/16/17 年预计为 29%/7%/8%。国内油价增速预计为-20%，-15%，0%。预计 2015/16/17 配套服务增速为-18%，-5%和 0%。
- 房地产收入：2015，16，17 年为公司房地产项目交付的集中年份，也是完工项目销售释放的主要期间，所以结转收入将大幅度上升。预计增速达到 110%，100%和 80%。

成本预测

- 通行费收入业务成本主要为：折旧与摊销与交通流量相关，预计 2015-17 年增速为 31%，6%和 7%。养护成本，一般按定额计算，公司路产质量较好，单位养护成本波动不大，15 年新增 4 条公路，需养护路段增长，预计 2015-17 年增速为 25%，2%和 2%。征收成本，主要与收费站与人员数量有关，预计 2015-17 增速为 28%，6%和 6%。

- 财务费用：本期由于新收购 2 家公司，吸收债务约 93 日，公司为降低财务费用进行债务结构调整，减少长期借款，新发行 20 亿中期票据。预计 2015-17 年财务费用为 7.9 亿，6.6 亿和 5.3 亿。
- 2015 年年末确定 312 国道停止经营收费权提前补偿 13 亿，根据 312 国道资产账面价值，处置资产损失近 6.2 亿。
- 我们预计未来三年公司收入增速分别为 10.9%、6.94%、11%，净利润增速分别为 2.78%、7%、6. %。

估值及投资评级

估值方法选择

■ 相对估值法

目前市场持续在低位震荡，前景不明朗；路桥企业周期性不明显，收益稳定。使用 PE 估值方法较为妥当。

EV/EBITDA 估值法波动较小，特别是路桥公司净利润出现亏损时可采用，宁沪高速常年盈利，所以该方法不适用。

PB 估值主要用于周期性较强的企业，并且在熊市或行业不景气时，通过对于重置成本判定来确定公司的估值底线。该方法主要依据账面价值进行定价，弊端在于对盈利能力反映不足。相对而言，路桥行业周期性较弱，使用 PB 估值法不妥当。

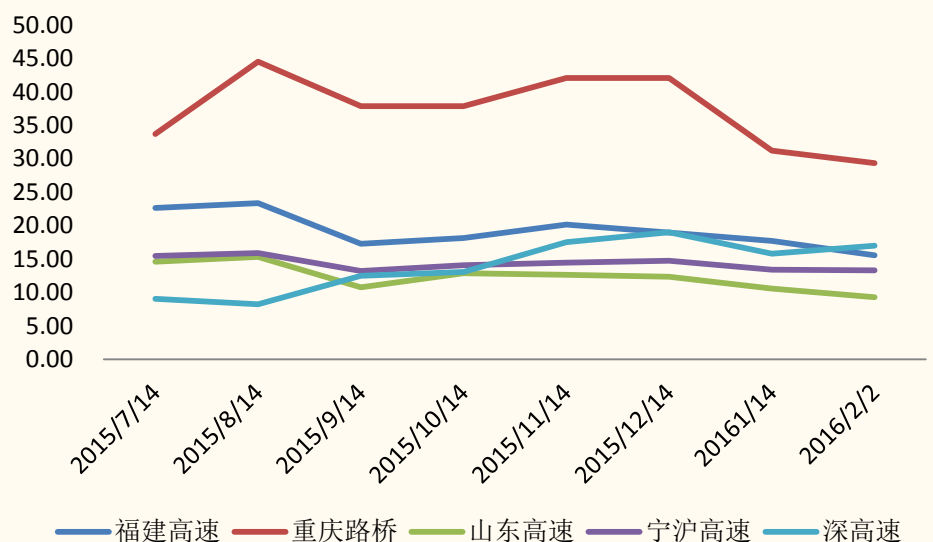
■ 绝对估值法

路桥企业线路经营期有限制，所以适合用 DCF 估值。

PE 比较

- 纵向比较自 2015 年 6 月开始宁沪高速平均 PE 为 14.33 倍，当前为 12.9 倍，处于历史低位。
- 横向比较，自 2015 年 6 月，宁沪高速市盈率一直低于可比 A 股路桥公司。目前 A 股路桥板块主要上市公司 PE 平均为 14.61。

图表 37：A 股可比路桥公司 PE 值对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 38: A 股可比上市公司

排名	代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
1	600350	山东高速	4.82	0.54	0.57	0.64	0.71	8.93	8.46	7.53	6.79
2	600548	深高速	8.21	1.00	0.81	0.55	0.62	8.21	10.14	14.93	13.24
3	600106	重庆路桥	7.29	0.27	0.28	0.29	0.31	27.00	26.04	25.14	23.52
4	600033	福建高速	3.15	0.22	0.24	0.24	0.25	14.32	13.13	13.13	12.60
平均								14.61	14.44	15.18	14.04

来源: wind, 国金证券研究所 (股价为 2016 年 2 月 29 日收盘价)

估值及投资评级

- 预计宁沪高速 2015/16/17 年 EPS 为 0.525/0.562/0.596 元/股, 当前股价对应的 PE 为 13.51/14.56/12.79 倍, 我们认为 PE 处于历史低位, 同时宁沪高速整体盈利水平及经营情况好于同板块其他公司, 估值水平有望进一步修复, 给予宁沪 16.5X PE 估值, 对应目标价为 8.66 元。由于路桥板块整体 PE 偏低, 所以我们更偏向使用现金流贴现模型, 得到目标价 9.43 元。当前股价为 7.62 元, 评级为“买入”。

风险

经济增长持续低迷

- 宏观经济增长速度直接关系到货车车流的变化, 若宏观经济持续低迷, 货车车流量, 及货车占比将直接下降, 负面影响通行费收入。其次间接影响人均消费水平, 导致汽车保有量及人们出行频率下降, 导致客车流量下降。

分流影响

- 平行公路或铁路网可能会对现有公路交通方式进行替代, 影响公司路桥车流量。同时部分路段货车限行政策, 也可导致公司相邻路段货车流量间接受到影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	7,796	7,614	7,879	8,738	9,343	10,387	货币资金	686	409	598	900	967	967
增长率		-2.3%	3.5%	10.9%	6.9%	11.2%	应收款项	1,240	1,279	1,321	2,033	1,457	1,619
主营业务成本	-4,055	-3,694	-4,020	-4,290	-4,697	-5,547	存货	1,945	2,845	3,091	3,174	3,474	4,104
%销售收入	52.0%	48.5%	51.0%	49.1%	50.3%	53.4%	其他流动资产	368	221	542	327	344	371
毛利	3,741	3,920	3,859	4,447	4,647	4,839	流动资产	4,240	4,754	5,552	6,433	6,242	7,061
%销售收入	48.0%	51.5%	49.0%	50.9%	49.7%	46.6%	%总资产	16.4%	17.7%	20.2%	17.0%	17.0%	19.2%
营业税金及附加	-209	-202	-241	-262	-280	-312	长期投资	3,800	5,114	5,500	5,772	5,874	5,976
%销售收入	2.7%	2.7%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	固定资产	1,159	1,227	1,445	1,438	1,249	1,075
营业费用	-9	-10	-14	-10	-10	-11	%总资产	4.5%	4.6%	5.3%	3.8%	3.4%	2.9%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	16,638	15,723	14,898	23,606	22,790	22,116
管理费用	-178	-176	-180	-192	-206	-229	非流动资产	21,610	22,080	21,893	31,516	30,563	29,767
%销售收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	83.6%	82.3%	79.8%	83.0%	83.0%	80.8%
息税前利润 (EBIT)	3,346	3,532	3,424	3,983	4,151	4,288	资产总计	25,849	26,834	27,445	37,949	36,805	36,828
%销售收入	42.9%	46.4%	43.5%	45.6%	44.4%	41.3%	短期借款	3,752	3,222	3,861	7,783	5,734	4,563
财务费用	-333	-293	-312	-762	-672	-574	应付款项	581	960	1,139	1,334	1,445	1,661
%销售收入	4.3%	3.8%	4.0%	8.7%	7.2%	5.5%	其他流动负债	1,412	1,291	743	2,298	2,304	2,315
资产减值损失	1	1	0	0	0	0	流动负债	5,744	5,472	5,743	11,414	9,483	8,538
公允价值变动收益	-1	2	3	-2	0	0	长期贷款	453	271	270	2,670	2,670	2,671
投资收益	161	315	352	600	400	400	其他长期负债	496	992	496	2,505	2,500	2,497
%税前利润	5.1%	8.7%	10.2%	18.7%	10.3%	9.7%	负债	6,694	6,736	6,508	16,589	14,652	13,706
营业利润	3,173	3,557	3,467	3,820	3,878	4,114	普通股股东权益	18,689	19,596	20,348	20,690	21,404	22,290
%利润率	40.7%	46.7%	44.0%	43.7%	41.5%	39.6%	少数股东权益	467	502	588	670	749	832
营业外收支	-28	70	-12	-610	0	0	负债股东权益合计	25,849	26,834	27,445	37,949	36,805	36,828
税前利润	3,146	3,627	3,455	3,210	3,878	4,114	比率分析						
利润率	40.4%	47.6%	43.9%	36.7%	41.5%	39.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-764	-852	-808	-481	-970	-1,028	每股指标						
所得税率	24.3%	23.5%	23.4%	15.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.463	0.537	0.511	0.525	0.562	0.596
净利润	2,381	2,776	2,647	2,728	2,909	3,085	每股净资产	3.710	3.890	4.039	4.107	4.249	4.425
少数股东损益	48	68	73	82	79	83	每股经营现金净流	0.633	0.612	0.614	0.647	0.906	0.699
归属于母公司的净利润	2,333	2,708	2,575	2,646	2,830	3,002	每股股利	0.360	0.380	0.380	0.420	0.420	0.420
净利率	29.9%	35.6%	32.7%	30.3%	30.3%	28.9%	回报率						
							净资产收益率	12.49%	13.82%	12.65%	12.79%	13.22%	13.47%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.03%	10.09%	9.38%	6.97%	7.69%	8.15%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	10.62%	10.99%	10.26%	9.87%	9.42%	9.79%
净利润	2,381	2,776	2,647	2,728	2,909	3,085	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.33%	-2.33%	3.48%	10.90%	6.94%	11.16%
非现金支出	977	964	998	968	945	788	EBIT增长率	-1.20%	5.56%	-3.05%	16.33%	4.20%	3.30%
非经营收益	193	-102	-75	448	337	241	净利润增长率	-3.97%	16.05%	-4.91%	2.78%	6.95%	6.08%
营运资金变动	-362	-553	-479	-885	374	-592	总资产增长率	1.87%	3.81%	2.28%	38.27%	-3.01%	0.06%
经营活动现金净流	3,189	3,084	3,092	3,260	4,565	3,522	资产管理能力						
资本开支	-120	-156	-342	-10,579	60	60	应收账款周转天数	3.1	3.2	3.4	4.8	4.8	4.8
投资	-1,330	-967	-180	-264	-101	-102	存货周转天数	173.9	236.6	269.4	270.0	270.0	270.0
其他	139	158	161	598	400	400	应付账款周转天数	29.5	35.6	49.6	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-1,310	-965	-361	-10,245	359	358	固定资产周转天数	52.8	52.7	55.0	27.5	17.2	8.3
股权募资	0	0	60	0	0	0	偿债能力						
债权募资	173	-212	-361	8,322	-2,049	-1,170	净负债/股东权益	20.87%	20.17%	19.05%	56.25%	44.69%	37.76%
其他	-2,172	-2,185	-2,258	-1,035	-2,808	-2,710	EBIT利息保障倍数	10.0	12.1	11.0	5.2	6.2	7.5
筹资活动现金净流	-1,999	-2,397	-2,560	7,287	-4,857	-3,880	资产负债率	25.90%	25.10%	23.71%	43.71%	39.81%	37.22%
现金净流量	-120	-277	171	302	67	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD