

宁沪高速（600377）：车流量稳健增长带动扣非后净利润提升

——宁沪高速（600377）2019 年半年报点评

2019 年 08 月 26 日

推荐/首次

宁沪高速 公司报告

报告摘要：

事件：报告期内，公司实现营收 48.35 亿元（-5.96%），营业成本 19.55 亿元（-13.33%）；归母净利润 22.82 亿元（-8.3%），扣非后归母净利润 22.66 亿元（+9.78%）；经营净现金流净额 29.3 亿元（+9.94%）。EPS 为 0.453 元，业绩符合预期。

去年同期非经常性损益较高是净利润同比下滑的主因：公司扣非净利润同比增长但归母净利润同比下滑主要是由于去年同期合并瀚威公司确认了约 4.3 亿元的评估增值收益，导致去年净利润基数较高。

通行费收入稳健增长：上半年公司实现道路通行费收入约 37.79 亿元（+5.18%）。如果不考虑去年下半年才开通的镇丹高速带来的增量，则剩余路产营收同比增长约 4.2%。其中主干道沪宁高速营收同比增长 4.84%。其余路产除环太湖公路（非主力路产）营收小幅下滑外皆实现正增长。展望下半年，公司自 7 月 1 日起严格实行对 ETC 用户 5% 的车辆通行费优惠，对下半年收入呈现小幅负面影响，但不影响成车流量增长的趋势。

通行费成本增长符合预期：占比最高的折旧摊销成本同比增长约 6100 万元（+9.28%），考虑到车流量折旧法下折旧随车流量增长而增长，加上新增的镇丹高速带来的折旧，增长基本符合预期。人工成本方面，公司管控一向较为严格，报告期内同比增长仅 0.97%。征收成本增长约 1870 万元（+34.4%），主要系为满足 ETC 普及的需求，对沿线收费站区的房建设施进行改造。养护成本方面，锡澄高速大修导致养护费用同比增长约 930 万元（+12.4%）。道路成本合计 11.86 亿元，同比增长 7.68%。

联营路产投资收益大幅提升：上半年公司直接参股的联营公司贡献投资收益约 3.55 亿元，同比增长约 24.70%。其中苏嘉杭高速、江阴长江大桥以及沿江高速在车流量增长的带动下都实现盈利明显提升，分别贡献投资收益 1.17、1.26 和 1.03 亿元。此外，报告期江苏租赁与江苏银行分别贡献投资收益 4680 万元与 6800 万元。上半年实现投资收益共计 4.78 亿元。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,455.68	9,969.01	10,363.7	11,139.7	12,160.7
增长率（%）	2.76%	5.43%	3.96%	7.49%	9.17%
净利润（百万元）	3,684.82	4,475.71	4,290.07	4,487.59	4,801.43
增长率（%）	7.21%	21.46%	-4.15%	4.60%	6.99%
净资产收益率（%）	15.25%	16.74%	14.76%	14.27%	14.14%
每股收益（元）	0.71	0.87	0.83	0.87	0.93
PE	14.04	11.51	12.04	11.51	10.77
PB	2.14	1.93	1.78	1.64	1.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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，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。

交易数据

52 周股价区间（元）	10.68-8.59
总市值（亿元）	503.77
流通市值（亿元）	379.98
总股本/流通 A 股（万股）	503775/379977
流通 B 股/H 股（万股）	/122200
52 周日均换手率	0.13

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

地产销售同比下滑是公司报告期营收下滑的最主要原因：目前公司地产收入主要来自于宁沪置业。上半年由于地产项目交付结转规模下降，地产销售 4.12 亿元，同比减少 48.4%。但由于结转项目平均单价较高，毛利率整体提升 10.9 个百分点，故宁沪置业实现税后净利润约 1.07 亿元，仅同比下降约 5.7%。

在建项目稳步推进：公司在建的三个项目总投资近 200 亿元，五峰山长江大桥、常宜高速一期以及宜长高速投资进度分别为 64%、58%和 39%。重点项目五峰山长江大桥的通车时间预计在 2020 年三季度，道路通车初期折旧成本的迅速提升预计对公司盈利造成影响，但考虑到大桥较强的区位优势，我们预计项目可以在较短的时间内实现盈利。

综合来看，上半年公司扣非后净利润增长主要来自车流量提升带来的直接收入增长以及合营路产投资收益的增长；外加江苏租赁以及江苏银行分红的提升。成本端增长总体符合预期，人工成本管控略超预期。

盈利预测与评级：

我们预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.83 元，0.87 元以及 0.93 元，对应现有股价 PE 分别为 12.0X，11.5X 和 10.8X。预测较万得一致预期略低主要是由于在建项目收益存在不确定性，出于谨慎考虑给予了较为保守的收入估计。公司分红持续增长，预计 2019 年每股分红 0.48 元，对应当前股价分红率 4.8%，具有较强的吸引力。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新建路产车流量不及预期，ETC 优惠影响收入，宏观经济下滑，地产销售不及预期

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4602	5899	6193	6935	7949	营业收入	9456	9969	10364	11140	12161
货币资金	269	650	622	668	730	营业成本	4334	4574	4766	5234	5896
应收账款	306	321	334	359	392	营业税金及附加	88	169	176	189	206
其他应收款	21	33	34	37	40	营业费用	12	38	39	42	46
预付款项	10	29	49	70	95	管理费用	188	212	220	237	258
存货	3011	4046	4215	4629	5215	财务费用	480	525	516	587	547
其他流动资产	558	131	249	482	788	资产减值损失	217.72	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	37930	42264	45974	48034	45971	公允价值变动收益	5.66	158.30	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5123	5702	5702	5702	5702	投资净收益	586.87	1056.80	791.73	838.11	879.53
固定资产	1740	1814	1842	13374	19709	营业利润	4724	5661	5439	5689	6086
无形资产	19963	20280	18963	17556	15937	营业外收入	14.18	21.94	21.94	21.94	21.94
其他非流动资产	200	14	14	14	14	营业外支出	24.72	30.24	30.24	30.24	30.24
资产总计	42532	48163	52167	54969	53920	利润总额	4714	5653	5430	5680	6078
流动负债合计	8724	6845	8520	11642	10730	所得税	1029	1177	1140	1193	1276
短期借款	3599	1580	3854	7294	6570	净利润	3685	4476	4290	4488	4801
应付账款	921	1091	1121	1231	1387	少数股东损益	97	99	105	112	122
预收款项	840	73	73	73	73	归属母公司净利润	3588	4377	4185	4376	4679
一年内到期的非流动	624	382	305	244	195	EBITDA	6622	7650	7444	8416	9896
非流动负债合计	7914	11964	11963	9231	6550	主要财务比率					
长期借款	3874	7689	7689	6151	4306		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	3970	3981	3981	2786	1950	成长能力					
负债合计	16638	18809	20483	20873	17280	营业收入增长	2.76%	5.43%	3.96%	7.49%	9.17%
少数股东权益	2375	3217	3321	3433	3555	营业利润增长	7.30%	19.82%	-3.92%	4.60%	6.98%
实收资本（或股本）	5038	5038	5038	5038	5038	归属于母公司净利	-4.37%	4.55%	-4.37%	4.55%	6.93%
资本公积	10428	10428	10428	10428	10428	获利能力					
未分配利润	4400	6422	7964	9577	11302	毛利率(%)	54.16%	54.11%	54.01%	53.02%	51.51%
归属母公司股东权益	23520	26137	28362	30663	33085	净利率(%)	38.97%	44.90%	41.40%	40.28%	39.48%
负债和所有者权益	42532	48163	52167	54969	53920	总资产净利润(%)			8.44%	9.09%	8.02%
现金流量表			单位：百万元			ROE(%)	15.25%	16.74%	14.76%	14.27%	14.14%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	5232	5715	4753	5423	6641	资产负债率(%)	39%	39%	39%	38%	
净利润	3685	4476	4290	4488	4801	流动比率					0.74
折旧摊销	1416.79	1464.50	0.00	733.24	1644.22	速动比率					0.25
财务费用	480	525	516	587	547	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-13	-25	-33	总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.21	0.22
预收账款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	42	32	32	32	32
投资活动现金流	-7583	-4774	-3858	-2811	230	应付账款周转率	9.90	9.91	9.37	9.47	9.29
公允价值变动收益	6	158	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.71	0.87	0.83	0.87	0.93
投资收益	587	1057	792	838	880	每股净现金流(最新	0.01	0.05	-0.01	0.01	0.01
筹资活动现金流	2419	-690	-923	-2565	-6810	每股净资产(最新摊	4.67	5.19	5.63	6.09	6.57
应付债券增加	0	0	0	-1194	-836	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	-1538	-1845	P/E	14.04	11.51	12.04	11.51	10.77
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.14	1.93	1.78	1.64	1.52
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.39	8.28	7.17	7.86	6.33
现金净增加额	68	252	-28	47	61						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。