

宁沪高速（600377）：一季度亏损低于预期，静待免费期结束

2020年04月27日

推荐/维持

宁沪高速

公司报告

事件：公司发布一季报，一季度公司营收 9.63 亿（-59.2%），扣非后归母净利润-3759 万，较上年度盈利 10.3 亿元大幅下滑，主要系疫情期间高速公路免费政策。

一季度营收大幅下滑，但在预期之内：一季度公司实现通行费收入，5.59 亿元，仅为去年同期的 30.1%；主力路产沪宁高速收入为去年同期的 30.3%，收入下滑主要系新冠疫情期间高速公路免费所致。此外，新路网收费模式下，高速公路由计重收费转为按车型收费，预计导致通行费收入小幅下降。

成本低于预期，导致亏损金额低于预期：营业成本低于预期。一季度营业成本 7.43 亿元，同比下降近 2 亿元，高速公路折旧摊销成本下降是主要原因。一方面，疫情期间车流量下降，导致车流量折旧法下摊销金额下降；另一方面，2020 路网收费模式发生变化，公司按新车型分类标准折算的标准小客车流量作为公路经营权摊销依据，新准则较原准则减少一季度经营权摊销约 3700 万元。

预计公司将通过提升分红率的方式维持较高的分红金额：公司自上市以来分红金额从未下降，即使是因为沪宁改扩建盈利明显下滑的 2005 年，公司也依靠大幅提高分红率至 105%，保证了当年分红金额与上年持平。我们认为虽然今年公司盈利由于疫情影响大幅下滑，但按照惯例，公司很可能会通过大幅提升分红率的方式保证较高的分红金额。

盈利预测与评级：我们预计公司 20-22 年的净利润分别为 24.1 亿、47.7 亿和 50.7 亿，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.95 元及 1.01 元，对应现有股价 PE 分别为 20.7X、10.5X 和 9.9X。公司长期维持较高的分红水平，股息率接近 5%，具备吸引力，维持“推荐”评级。

风险提示：新建路产车流量不及预期，新收费模式对收入影响超预期，宏观经济增速下滑

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,969.01	10,078.18	8,248.01	12,251.74	12,983.09
增长率（%）	5.43%	1.10%	-18.16%	48.54%	5.97%
归母净利润（百万元）	4,376.60	4,199.70	2,408.78	4,766.93	5,065.66
增长率（%）	21.98%	-4.04%	-42.64%	97.90%	6.27%
净资产收益率（%）	16.74%	14.71%	8.24%	14.97%	14.65%
每股收益（元）	0.87	0.83	0.48	0.95	1.01
PE	11.41	11.89	20.73	10.47	9.86
PB	1.91	1.75	1.71	1.57	1.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

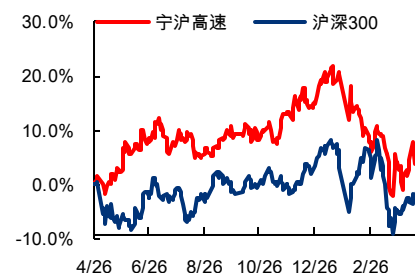
公司简介：

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）	11.59-9.3
总市值（亿元）	499.24
流通市值（亿元）	376.56
总股本/流通 A 股（万股）	503,775/379,977
流通 B 股/H 股（万股）	/122,200
52 周日均换手率	0.16

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

研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

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	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	5899	6027	5924	7278	7636	营业收入	9969	10078	8248	12252	12983
货币资金	650	503	412	613	649	营业成本	4574	4576	4620	5772	6108
应收账款	321	224	184	273	289	营业税金及附加	169	127	104	154	164
其他应收款	33	46	38	56	60	营业费用	38	36	29	44	46
预付款项	29	27	25	22	19	管理费用	212	228	186	277	293
存货	4046	4165	4205	5253	5558	财务费用	525	464	580	691	709
其他流动资产	131	379	379	379	379	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	42264	49598	52094	53171	54055	资产减值损失	158.3	71.30	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5702	6939	6939	6939	6939	公允价值变动收益	1056.	886.31	557.61	972.56	1013.6
固定资产	1814	1907	2480	2768	2913	投资净收益	5661	5542	3286	6287	6677
无形资产	20280	18928	28919	34487	32527	加:其他收益	21.94	32.34	32.34	32.34	32.34
其他非流动资产	14	15	15	15	15	营业利润	30.24	52.53	52.53	52.53	52.53
资产总计	48163	55625	58018	60449	61691	营业外收入	5653	5522	3265	6266	6657
流动负债合计	6845	13121	11780	10790	9382	营业外支出	1177	1221	816	1379	1465
短期借款	1580	1973	2370	2490	2149	利润总额	4476	4300	2449	4888	5193
应付账款	1091	1262	1257	1571	1662	所得税	99	101	40	121	127
预收款项	73	11	-41	-117	-198	净利润	4377	4200	2409	4767	5066
一年内到期的非流动负债	382	3161	2529	2023	1619	少数股东损益	7650	7566	5569	9099	9701
非流动负债合计	11964	9821	12821	13522	13312	归属母公司净利润	8.22	8.44	9.81	7.35	6.79
长期借款	7689	8335	11335	12335	12335	主要财务比率					
应付债券	3981	997	997	698	489		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	18809	22942	24600	24311	22694	成长能力					
少数股东权益	3217	4136	4176	4297	4424	营业收入增长	5.43%	1.10%	-18.16	48.54%	5.97%
实收资本(或股本)	5038	5038	5038	5038	5038	营业利润增长	19.82	-2.10%	-40.71	91.34%	6.22%
资本公积	10428	10502	10502	10502	10502	归属于母公司净利润增长	-42.6	97.90%	-42.64	97.90%	6.27%
未分配利润	6422	8164	8325	10311	12422	获利能力					
归属母公司股东权益合计	26137	28547	29241	31840	34573	毛利率(%)	54.11	54.59%	43.99%	52.89%	52.96%
负债和所有者权益	48163	55625	58018	60449	61691	净利率(%)	44.90	42.67%	29.69%	39.90%	40.00%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.09%	7.55%	4.15%	7.89%	8.21%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.74	14.71%	8.24%	14.97%	14.65%
经营活动现金流	5715	5763	3081	4972	6219	偿债能力					
净利润	4476	4300	2449	4888	5193	资产负债率(%)	39%	41%	42%	40%	
折旧摊销	1464.5	1560.3	0.00	300.51	354.96	流动比率	0.86	0.46	0.50	0.67	0.81
财务费用	525	464	580	691	709	速动比率	0.27	0.14	0.15	0.19	0.22
应收帐款减少	0	0	41	-89	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-51	-76	-81	总资产周转率	0.22	0.19	0.15	0.21	0.21
投资活动现金流	-4774	-7392	-3189	-1774	-1733	应收账款周转率	32	37	40	54	46
公允价值变动收益	158	71	0	0	0	应付账款周转率	9.91	8.57	6.55	8.67	8.03
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1057	886	558	973	1014	每股收益(最新摊薄)	0.87	0.83	0.48	0.95	1.01
筹资活动现金流	-690	1563	17	-2998	-4450	每股净现金流(最新摊薄)	0.05	-0.01	-0.02	0.04	0.01
应付债券增加	0	0	0	-299	-209	每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.67	5.80	6.32	6.86
长期借款增加	0	0	3000	1000	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.41	11.89	20.73	10.47	9.86
资本公积增加	0	74	0	0	0	P/B	1.91	1.75	1.71	1.57	1.44
现金净增加额	252	-66	-91	200	37	EV/EBITDA	8.22	8.44	9.81	7.35	6.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司事件点评报告	粤高速 A（000429）：业绩符合预期，佛开扩建完成进入增长期	2020-04-13
公司事件点评报告	皖通高速（600012）：合宁高速收入重回增长,改扩建成本低于预期	2020-03-30
公司深度报告	皖通高速（600012）：短期关注合宁收费年限延长，长期看断头路贯通效应	2019-12-11
公司事件点评报告	深高速（600548）中报点评：公路主业营收符合预期，一次性收益导致利润大幅增长	2019-08-27
公司事件点评报告	宁沪高速（600377）半年报点评：车流量稳健增长带动扣非后净利润提升	2019-08-27
行业深度报告	高速公路行业：高分红率背后的投资逻辑	2019-07-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

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

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526