

宁沪高速 (600377.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收购苏锡常南部高速 路产区位优势优

业绩简评

2024年1月28日,宁沪高速发布公告,公司拟收购苏锡常南部高速公路公司65%股权,交易对手方为公司控股股东江苏交控,交易对价为52.0065亿元。此外,公司与无锡交通签订意向书以期收购其持有苏锡常南部高速22.8%的股权,若完成两次收购,公司将也有苏锡常南部高速87.8%的绝对控股权。

经营分析

收购标的区位优势显著,车流量处于快速增长期。标的公司主营业务是苏锡常南部高速的经营管理,苏锡常南部高速收费里程约43.9公里,双向6车道,收费站数目为6个,于2021年12月30日正式通车。苏锡常南部高速位于苏南地区,起点位于常州,与公司常宜高速联通;终点位于无锡,于公司环太湖高速联通。路产中途包含贤山隧道和太湖隧道两处隧道。苏南地区横向通道在无锡境内主要有沿江高速、沪宁高速及苏锡常南部高速。2017年至今,除2020-2022年特殊年份外,苏南横向通道流量均保持增长,其中沪宁高速、沿江高速平均增长率分别为4.1%、5.5%。苏锡常南部高速开通时间至今较短,其车流量处于快速增长期。

目标公司净资产74.6亿元,收购PB显著低于公司自身PB。根据公司公告,目标公司2022年营收3.8亿元,综合利润-3.2亿元。2023年1-10月营收5.0亿元,综合利润-1.7亿元,利润有较大提升。截至2023年10月,目标公司净资产为74.6亿元,以65%股权对应交易对价计算的收购总价为80.01亿元,收购PB为1.07。当前公司动态PB为1.70,标的公司收购PB显著低于公司自身PB。

2024年标的公司业绩有望大幅改善。标的的路产含太湖隧道,其收费标准为一类客车45元/车次,2021年开通后一类客车实行优惠收费,对ETC套装一类客车收费标准为15元/车次,2年后优惠到期。我们认为2024年优惠到期后,公司业绩有望大幅改善。此外,本次收购进一步完善了公司苏南路网布局,把握标的的路产车流量快速增长趋势。在未来8年间,苏锡常南部高速周边公路路网集中改扩建,沿江高速预计2024-2027年改扩建,沪宁高速2027-2031年改扩建,标的的路产将承接改扩建时期溢出车流量。

盈利预测、估值与评级

不考虑本次收购带来的利润影响,维持公司2023-2025年净利润预测44.1亿元、51.0亿元、55.6亿元,维持“买入”评级。

风险提示

收购失败风险、经济修复不及预期、在建工程进度不及预期、高速公路收费政策变化、市场风格转换风险

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

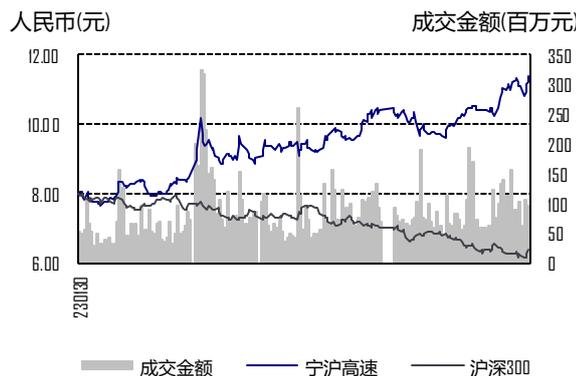
联系人:霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.39元

相关报告:

- 《宁沪高速公司点评:车流量大幅提升 Q3业绩同比高增》,2023.10.30
- 《宁沪高速公司深度研究:区位优势显著 股息分红上乘》,2023.10.22



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,793 | 13,256 | 16,662 | 19,790 | 21,112 |
| 营业收入增长率 | 71.71% | -3.89% | 25.69% | 18.78% | 6.68% |
| 归母净利润(百万元) | 4,179 | 3,724 | 4,409 | 5,104 | 5,561 |
| 归母净利润增长率 | 69.58% | -10.88% | 18.39% | 15.77% | 8.96% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.829 | 0.739 | 0.875 | 1.013 | 1.104 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.09 | 1.10 | 1.00 | 1.52 | 1.65 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.82% | 11.66% | 12.97% | 14.02% | 14.25% |
| P/E | 10.39 | 11.12 | 11.48 | 9.92 | 9.10 |
| P/B | 1.44 | 1.30 | 1.49 | 1.39 | 1.30 |

来源:公司年报、国金证券研究所

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) | | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 主营业务收入 | 8,032 | 13,793 | 13,256 | 16,662 | 19,790 | 21,112 | 货币资金 | 387 | 496 | 933 | 968 | 1,056 | 1,214 | |
| 增长率 | | 71.7% | -3.9% | 25.7% | 18.8% | 6.7% | 应收款项 | 394 | 530 | 1,191 | 1,097 | 1,301 | 1,388 | |
| 主营业务成本 | -4,687 | -8,782 | -8,841 | -10,645 | -12,741 | -13,399 | 存货 | 4,148 | 3,889 | 2,585 | 3,237 | 3,875 | 4,075 | |
| %销售收入 | 58.3% | 63.7% | 66.7% | 63.9% | 64.4% | 63.5% | 其他流动资产 | 2,608 | 3,532 | 4,676 | 4,637 | 4,639 | 4,640 | |
| 毛利 | 3,346 | 5,011 | 4,414 | 6,016 | 7,049 | 7,713 | 流动资产 | 7,537 | 8,448 | 9,386 | 9,940 | 10,871 | 11,317 | |
| %销售收入 | 41.7% | 36.3% | 33.3% | 36.1% | 35.6% | 36.5% | %总资产 | 12.3% | 12.5% | 12.0% | 12.1% | 12.5% | 12.6% | |
| 营业税金及附加 | -126 | -266 | -169 | -212 | -247 | -268 | 长期投资 | 14,658 | 18,554 | 21,377 | 21,817 | 21,817 | 21,817 | |
| %销售收入 | 1.6% | 1.9% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 固定资产 | 17,329 | 2,938 | 8,235 | 10,683 | 15,320 | 7,003 | |
| 销售费用 | -25 | -26 | -15 | -18 | -22 | -23 | %总资产 | 28.4% | 4.3% | 10.5% | 13.0% | 17.6% | 7.8% | |
| %销售收入 | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 无形资产 | 21,303 | 37,070 | 39,179 | 39,453 | 38,773 | 49,113 | |
| 管理费用 | -197 | -220 | -294 | -400 | -465 | -570 | 非流动资产 | 53,558 | 59,214 | 69,073 | 72,255 | 76,210 | 78,231 | |
| %销售收入 | 2.5% | 1.6% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.7% | %总资产 | 87.7% | 87.5% | 88.0% | 87.9% | 87.5% | 87.4% | |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产总计 | 61,096 | 67,662 | 78,458 | 82,195 | 87,081 | 89,548 | |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 短期借款 | 2,579 | 1,755 | 4,249 | 5,640 | 5,883 | 4,347 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,998 | 4,499 | 3,937 | 5,386 | 6,315 | 6,852 | 应付款项 | 1,980 | 2,682 | 3,467 | 3,693 | 4,419 | 4,650 | |
| %销售收入 | 37.3% | 32.6% | 29.7% | 32.3% | 31.9% | 32.5% | 其他流动负债 | 9,474 | 8,532 | 5,928 | 5,290 | 6,418 | 7,107 | |
| 财务费用 | -444 | -787 | -1,094 | -1,272 | -1,350 | -1,322 | 流动负债 | 14,033 | 12,969 | 13,645 | 14,623 | 16,720 | 16,103 | |
| %销售收入 | 5.5% | 5.7% | 8.3% | 7.6% | 6.8% | 6.3% | 长期贷款 | 11,545 | 13,029 | 16,054 | 16,544 | 16,544 | 16,544 | |
| 资产减值损失 | 0 | -5 | -5 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 2,468 | 6,304 | 10,810 | 10,687 | 10,683 | 10,680 | |
| 公允价值变动收益 | 34 | 490 | -143 | -150 | -150 | -150 | 负债 | 28,046 | 32,302 | 40,508 | 41,853 | 43,946 | 43,327 | |
| 投资收益 | 618 | 1,202 | 1,868 | 1,887 | 1,981 | 2,080 | 普通股股东权益 | 28,210 | 30,230 | 31,941 | 34,003 | 36,401 | 39,015 | |
| %税前利润 | 19.1% | 22.2% | 40.8% | 32.1% | 29.0% | 27.8% | 其中：股本 | 5,038 | 5,038 | 5,038 | 5,038 | 5,038 | 5,038 | |
| 营业利润 | 3,239 | 5,435 | 4,620 | 5,886 | 6,831 | 7,495 | 未分配利润 | 8,209 | 9,919 | 11,344 | 13,416 | 15,815 | 18,429 | |
| 营业利润率 | 40.3% | 39.4% | 34.9% | 35.3% | 34.5% | 35.5% | 少数股东权益 | 4,839 | 5,130 | 6,010 | 6,339 | 6,734 | 7,206 | |
| 营业外收支 | -5 | -16 | -39 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 61,096 | 67,662 | 78,458 | 82,195 | 87,081 | 89,548 | |
| 税前利润 | 3,234 | 5,420 | 4,581 | 5,886 | 6,831 | 7,495 | 比率分析 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润率 | 40.3% | 39.3% | 34.6% | 35.3% | 34.5% | 35.5% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -715 | -1,287 | -833 | -1,148 | -1,332 | -1,462 | 每股收益 | 0.489 | 0.829 | 0.739 | 0.875 | 1.013 | 1.104 | |
| 所得税率 | 22.1% | 23.7% | 18.2% | 19.5% | 19.5% | 19.5% | 每股净资产 | 5.600 | 6.001 | 6.340 | 6.750 | 7.226 | 7.745 | |
| 净利润 | 2,519 | 4,133 | 3,748 | 4,738 | 5,499 | 6,034 | 每股经营现金净流 | 0.623 | 1.085 | 1.103 | 1.002 | 1.520 | 1.649 | |
| 少数股东损益 | 55 | -46 | 24 | 329 | 395 | 472 | 每股股利 | 0.460 | 0.460 | 0.460 | 0.464 | 0.537 | 0.585 | |
| 归属于母公司的净利润 | 2,464 | 4,179 | 3,724 | 4,409 | 5,104 | 5,561 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 30.7% | 30.3% | 28.1% | 26.5% | 25.8% | 26.3% | 净资产收益率 | 8.74% | 13.82% | 11.66% | 12.97% | 14.02% | 14.25% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 4.03% | 6.18% | 4.75% | 5.36% | 5.86% | 6.21% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 4.72% | 6.09% | 4.68% | 5.92% | 6.67% | 7.09% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | -20.30% | 71.71% | -3.89% | 25.69% | 18.78% | 6.68% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -41.35% | 50.07% | -12.48% | 36.81% | 17.24% | 8.50% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | -41.32% | 69.58% | -10.88% | 18.39% | 15.77% | 8.96% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 9.83% | 10.75% | 15.96% | 4.76% | 5.95% | 2.83% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 12.1 | 9.9 | 21.6 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 323.7 | 167.0 | 133.6 | 111.0 | 111.0 | 111.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 115.4 | 83.8 | 106.1 | 106.1 | 106.1 | 106.1 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 93.1 | 70.8 | 221.6 | 145.6 | 97.8 | 238.6 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 42.93% | 49.26% | 68.16% | 68.70% | 64.61% | 56.63% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 6.7 | 5.7 | 3.6 | 4.2 | 4.7 | 5.2 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 45.91% | 47.74% | 51.63% | 50.92% | 50.47% | 48.38% | |
| | | | | | | | | | | | | | | |

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 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2023-10-22 | 买入 | 10.05 | 12.16~12.16 |
| 2 | 2023-10-30 | 买入 | 10.06 | N/A |

来源：国金证券研究所

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



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 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%以上。

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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|---|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |