

宁沪高速 (600377)

买入 (维持)

收购增厚未来业绩，维持买入评级

2015年1月8日

相关报告

《梅有暗香、凌寒自开——高速公路投资价值分析》2014-06-25
《高速公路行业存在估值修复机会，重申“推荐”评级》2014-04-11

分析师:

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn
S0190511020003

研究助理:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

投资要点

事件:

2014年12月31日公司公告拟以现金50,200万元收购宁常镇溧公路100%股权，以现金66,200万元收购锡宜公司100%股权。为详细了解此收购事项，2015年1月8日前往公司调研。

点评:

- **宁常镇溧项目:** 宁沪高速以现金50,200万元收购大股东交通控股持有的宁常镇溧100%股权，同时承接宁常镇溧截至交割日的全部有息负债（不超过75亿元），并以此形成的债权对宁常镇溧进行债转股；

路段名称	起自	止于	公里数	车道数	收费年限
宁常高速	溧水桂庄枢纽	常州南互通	87.26	全线六车道	2007年9月至2032年9月
镇溧高速	丹徒枢纽	溧阳前马枢纽	65.658	全线六车道	2007年9月至2032年9月

- **锡宜项目:** 宁沪高速控股子公司广靖锡澄以现金66,200万元收购交通控股、常州高投、无锡高投合计持有的锡宜公司100%股权，同时对锡宜公司进行吸收合并，承接其所有资产、负债、业务和人员。

路段名称	起自	止于	公里数	车道数	收费年限
锡宜高速公路	无锡北枢纽	宜兴西坞枢纽	69.3	全线四车道	2003年9月至2028年9月
陆马公路	陆区互通	马山	10	全线四车道	2005年1月至2028年9月
无锡环太湖公路	无锡硕放枢纽	无锡南泉互通	20	全线六车道	2006年10月至2031年10月

- **收购项目回报率约10%，已属于目前高速公路较好收购标的:** 两个标的价值评估采用了收益现值法，使用的折现率为10.3%。因此我们可以换个角度认为两个项目未来的回报率约为10%。根据我们对行业的了解，目前高速公路行业收购标的回报率约为8%-10%左右，超过10%的标的已经属

请阅读最后一页信息披露和重要声明

于较优的投资项目，例如：2014年1月深圳市政府收购梅观高速项目评估折现率为8.4%。因此从项目的收购价格以及未来的回报来看，我们认为此项目优于行业平均水平。

- **2015年对业绩略有负面影响，但长期看增厚业绩：**根据测算，2015年锡宜公司可实现盈利，开始对宁沪公司有正贡献；而宁常镇溧项目2015年可实现现金流回正，但是预计利润亏损约为1亿作用，约影响宁沪高速整体利润约3%左右，影响较小。预计2016年项目开始给宁沪高速带来正收益。长期看，公司主要路产沪宁高速路面临东段饱和、西段分流的情况，未来车流增速堪忧，收购宁常路可有效弥补沪宁高速受到分流影响。同时镇溧高速属于未来国家高速南北干线中的一段，一旦南北大动脉联通，镇溧高速的会拥有可观增速。长期看，收购项目可以增厚公司未来业绩，延长生命周期，弥补现有路产面临的负面影响。
- **期待车流量超预期带来的超额回报：**项目收购评估书使用的未来预测车流量增速约为3%-10%左右，我们认为两个项目都处于苏南经济发达地区，未来长三角地区经济依然可维持良好增速，小汽车保有量依然快速增加。就目前情况判断，我们认为项目评估书中使用的增速预测可能略有保守，未来车流量存在超预期可能性。2014年，宁常高速车流增速同比增长65%，收入同比增长85%，我们认为2015年上半年可能会依然维持较高的增长趋势。
- **收购不会影响分红率，收购后负债水平依然低于行业平均：**收购完成后，公司资产负债率达到46.6%，依然低于行业平均47.5%的负债水平，我们认为公司原有资产现金流回报丰厚，收购对公司现金流影响不大，公司有能力承担收购带来的债务负担。同时，我们预计大概率公司分红率不会受到收购影响，依然可以保持70%的高分红率；根据我们测算2015年受收购减少的利润可控制在3%-5%以内，因此对分红额影响较小。
- **预计收购后宁沪公司享受税盾优惠每年1亿元：**2015年宁常镇溧在债转股完成后即可实现盈利，可利用所得税法中公司税前利润可以优先用于弥补过去五年时间内的累计亏损后再行缴纳企业所得税的相关政策，因此可减少公司所得税；另一方面，宁沪高速承接宁常镇溧的全部有息债务将增加宁沪高速的财务费用，该部分新增的财务费用可以起到抵减宁沪高速所得税费用的目的，目前收购项目财务费用将近4.5亿元，因此可减少所得税收入1.1亿元。
- **收购后可降低收购标的债务成本：**根据测算，宁常镇溧公司目前财务成本约为6.3%左右，锡宜高速约为5.8%左右，而宁沪高速目前的债务平均成本只有4.5%-5.1%左右。因此，未来通过债务置换可降低宁常镇溧、锡宜高速的财务费用。假设债务成本下降1%，则宁常镇溧可减少财务费用约5000万元/年左右；锡宜高速减少1200万元/年左右。
- **投资策略：**我们认为此次收购虽然短期对宁沪高速业绩略有负面影响（影

响较小、几乎可维持业绩持平)。但是长期看,有利于公司在高速公路行业的可持续发展,预计 2016 年开始将会贡献公司利润。我们认为收购标 10% 的收益率已高于行业平均水平,同时收购会带来一定税收优惠,且公司通过降低财务成本未来可提高收购项目收益水平。另外,未来需要密切跟踪拟收购项目车流量,我们判断车流量存在超预期可能。因此,综合公司 ROE 水平以及目前估值情况,我们维持对公司“买入”评级。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.53 元、0.52 元、0.55 元,对应 PE 为 13.9X、14.15X、13.4X。

- **风险提示:** 收费政策变化、车流量受不可预期分流影响

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					