证券研究报告

高速公路

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

宁沪高速

600377

审慎增持 （维持）

公路业务受疫情影响大，收购云杉清能进军新能源行业

——宁沪高速 2022 年半年报点评

2022 年 08 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2022-08-29
收盘价（元）	7.61
总股本（百万股）	5037.75
流通股本(百万股)	3802.18
总市值（百万元）	38337.26
流通市值(百万元)	28934.61
净资产（百万元）	35503.76
总资产（百万元）	70067.36
每股净资产（元）	6.03

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《高速公路行业逐渐涉足新能源运营》2022-08-03

《宁沪高速 2021 年报点评：新通多个路桥，投资收益亮眼》2022-04-03

《宁沪高速：2019 分红额稳健、2020Q1 业绩好于同行》2020-04-26

分析师：

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13793	13018	13658	13472
同比增长	71.7%	-5.6%	4.9%	-1.4%
归母净利润(百万元)	4179	3558	4209	4304
同比增长	69.6%	-14.8%	18.3%	2.2%
毛利率	36.3%	39.2%	44.9%	46.8%
净利率	30.0%	28.2%	32.0%	33.3%
净资产收益率	13.8%	11.3%	12.6%	12.2%
每股收益(元)	0.83	0.71	0.84	0.85
每股经营现金流(元)	1.09	0.98	1.36	1.39

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

事件：宁沪高速发布 2022 年半年报：2022H1 公司实现营业收入 45.54 亿元，同比下降 10.04%，扣除特许经营安排下建造服务收入（PPP 工程相关会计准则变更影响）后，实现营业收入 41.28 亿元，同比下降 18.45%；实现归母净利润 17.48 亿元，同比下降 34.75%；实现扣非归母净利润 16.29 亿元，同比下降 31.85%；基本每股收益 0.35 元/股。公司 2022H1 各项盈利指标相较 2021H1 均有所下降，系报告期内上海及苏南多地出现疫情，公司所辖路桥通行费收入与配套业务收入同比减少所致。

点评：

- **收费公路业务受疫情影响大，五峰山大桥等新开路桥提供业绩支撑：**收费公路业务是公司核心主业，截至 2022H1，公司控制或参股的收费路桥项目已达 17 个，核心路桥资产均为江苏省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量优秀。报告期内，集团实现通行费收入约 33.33 亿元，同比下降约 17.71%。其中，公司核心路产沪宁高速日均通行费收入约 1050 万元，同比下降约 26.09%，日均车流量同比下降约 36.84%。公司通行费收入同比下降主要是由于 2022 年上半年上海及苏南出现疫情，降低大众出行需求。毛利率方面，公司 2022H1 收费公路业务板块毛利率为 56.12%，同比减少 7.19 个百分点，除前述因素外，还得加锡澄高速公路大修，道路养护成本增加。相比去年同期，2022H1 增加了五

风险提示：经济下行、疫情等导致车流量下降，金融资产公允价值变动损益的不确定性风险等。

峰山大桥通行费收入，五峰山大桥于 2021 年 6 月 30 日开通运行，2022H1 贡献营业收入 1.79 亿元；此外常宜高速、宜长高速也均为 2021 年开通路桥，车流量处于培育期，营业收入在疫情下保持同比增长。

- **收购云杉清能，正式进军新能源行业：**宁沪高速致力于多元化发展，在坚定聚焦主业发展的前提下，分散产业风险，多元化业务共同发展、互促互进。为了提升在手资金效率，充分利用主业带来的充沛现金流开辟新的增长曲线，宁沪高速于 2022 年 4 月 29 日公告，以人民币 24.57 亿元向江苏交控协议收购其持有的云杉清能公司 100%股权，正式进军新能源行业。云杉清能主营业务为光伏、海上等清洁能源发电，自成立以来，资产规模、营收规模、盈利水平均持续增长。集团进军新能源行业可以实现与路桥业务的业务协同，提升集团资源利用效率，增强集团可持续发展能力和抗风险能力，给集团带来更高业绩弹性。我们预测，宁沪高速收购云杉清能后，清洁能源板块每年会贡献 7-8 亿的营业收入，超越了公司广告板块的收入，预计在 2025 年超过公司现有的第三大板块——房地产销售板块的收入；归母净利润方面，2022-2025 年云杉清能预计每年将会贡献 2-3 亿的归母净利润，占宁沪高速总归母净利润的 5%左右。

表 1、宁沪高速各业务板块历史与预测情况表（亿元）

业务板块	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**100.78**	**80.32**	**137.93**	**130.18**	**136.58**	**134.72**
路桥业务	78.33	60.16	82.63	84.00	87.67	91.33
配套服务	13.48	13.11	14.37	11.75	14.37	15.14
房地产销售	8.25	6.22	10.29	15.67	16.89	9.77
广告及其它	0.72	0.83	1.15	1.45	1.00	1.03
建造期收入			29.49	10.00	8.50	9.30
新能源				7.31	8.16	8.15
毛利润	**55.02**	**33.46**	**50.11**	**50.23**	**52.41**	**53.19**
路桥业务	49.57	29.21	46.23	44.16	45.91	48.48
配套服务	1.06	1.33	0.57	-0.94	-0.03	0.13
房地产销售	3.93	2.70	2.96	4.12	4.31	2.94
广告及其它	0.47	0.23	0.35	1.19	0.20	0.22
建造期			0.00	0.00	0.00	0.00
新能源				3.73	4.57	4.57
归母净利润	**42.00**	**24.64**	**41.79**	**35.58**	**42.09**	**43.04**
其他业务	42.00	24.64	41.79	33.56	39.33	40.53
新能源				2.02	2.76	2.51

资料来源：公司公告、WIND，兴业证券与金融研究院整理

- **配套服务业务以油品销售收入为主，受油价及油品销量影响，收入与毛利率水平均显著下降：**2022H1 公司配套服务业务实现营业收入约 4.48 亿元，同比下降 36.26%，毛利率为-13.29%，同比减少 26.91pcts。在油品销售子版块中，2022H1 实现收入约 3.90 亿元，同比下降 32.08%，贡献了配套服务板块收入的 87.18%，营业毛利润同比下降 73.58%。业绩下滑主要系油品销量受疫

情影响下降，以及成品油价格波动影响，成品油成交价差减少所致；在服务区租赁子版块中，2022H1 实现营业收入 0.49 亿元，同比下降 57.03%，主要原因是疫情导致部分服务区终止原租赁合同以及根据国家相关政策减免租金。在两子版块营业收入与毛利润均同比下降的影响下，配套服务业务板块营业收入与毛利润水平显著下降。

- **房地产板块收入贡献稳定：**房地产板块，公司有序推进在建项目建设，2022H1 结转销售收入 2.74 亿元，同比增长 9%，稳定贡献营业收入。
- **金融资产投资收益提升显著，填补疫情带来的收费公路主业的业绩缺口：**2022H1 子公司持有的其他非流动金融资产等确认公允价值变动收益约 0.35 亿元，以及银行短期理财等收益约 0.87 亿元，合计确认约 1.3 亿非经常性损益。投资收益方面，2022H1，公司收到其他权益工具及其他非流动金融资产分红约 3.98 亿元，同比增长 55.16%，主要是公司投资的金融类公司分红增加；集团参股联营路桥公司实现投资收益约 2.36 亿元，同比下降 41.47%，主要系疫情影响。公司对金融资产的投资，填补了参股路桥公司因疫情带来的投资收益缺口。
- **投资策略：**公司核心路产区位优越，长期经营趋势稳定，新通车多个路桥项目增厚收入和利润，预计收费公路主业将随疫情恢复逐步修复；公司进军新能源行业，未来将贡献更高业绩弹性；同时公司增强金融资产投资力度，给公司带来可观收益。我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 35.58、42.09、43.04 亿元，EPS 为 0.71、0.84、0.85 元，对应 2022 年 8 月 29 日收盘价 7.61 元，PE 为 10.8、9.1、8.9，假设未来几年分红率稳定在 55%，股息率分别为 5.13%、6.07%、6.14%。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**经济下行、疫情等导致车流量下降，金融资产公允价值变动损益的不确定性风险等。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	**8448**	**9995**	**12140**	**16293**
货币资金	496	1010	3367	7299
交易性金融资产	2647	2800	3200	3500
应收票据及应收账款	454	460	471	468
预付款项	9	24	20	18
存货	3889	4679	4080	3999
其他	954	1022	1002	1009
非流动资产	**59214**	**59302**	**59410**	**57599**
长期股权投资	9687	8835	9119	9024
固定资产	2676	2379	2081	1784
在建工程	262	3762	5638	6515
无形资产	37068	35310	33465	31277
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	3	-6	-15	-23
其他	9518	9023	9121	9022
资产总计	**67662**	**69297**	**71549**	**73892**
流动负债	**12969**	**14165**	**13524**	**13446**
短期借款	1077	1508	1354	1313
应付票据及应付账款	2429	2359	2161	2082
其他	9463	10298	10009	10051
非流动负债	**19333**	**18459**	**19289**	**19542**
长期借款	13029	13429	13829	14229
其他	6304	5030	5460	5313
负债合计	**32302**	**32624**	**32812**	**32988**
股本	5038	5038	5038	5038
资本公积	10503	10503	10503	10503
未分配利润	9919	11013	12738	14563
少数股东权益	5130	5246	5403	5588
股东权益合计	**35360**	**36673**	**38737**	**40904**
负债及权益合计	**67662**	**69297**	**71549**	**73892**

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4179	3558	4209	4304
折旧和摊销	1960	2061	2148	2491
资产减值准备	5	-5	-0	0
资产处置损失	-8	0	0	0
公允价值变动损失	-490	-200	-200	-200
财务费用	799	906	900	949
投资损失	-1202	-886	-768	-802
少数股东损益	-46	117	157	185
营运资金的变动	107	-782	388	19
经营活动产生现金流量	**5467**	**4934**	**6847**	**7009**
投资活动产生现金流量	**-6388**	**-1274**	**-1747**	**-36**
融资活动产生现金流量	**1060**	**-3146**	**-2743**	**-3041**
现金净变动	139	514	2357	3932
现金的期初余额	351	496	1010	3367
现金的期末余额	490	1010	3367	7299

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**13793**	**13018**	**13658**	**13472**
营业成本	8782	7921	7532	7167
税金及附加	266	235	252	247
销售费用	26	32	30	31
管理费用	220	234	232	236
研发费用	0	0	0	0
财务费用	787	906	900	949
其他收益	30	0	0	0
投资收益	1202	886	768	802
公允价值变动收益	490	200	200	200
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0
资产处置收益	8	0	0	0
营业利润	**5435**	**4775**	**5680**	**5843**
营业外收入	13	33	37	40
营业外支出	29	56	58	48
利润总额	**5420**	**4752**	**5658**	**5835**
所得税	1287	1077	1292	1347
净利润	4133	3675	4366	4489
少数股东损益	-46	117	157	185
归属母公司净利润	**4179**	**3558**	**4209**	**4304**
EPS(元)	**0.83**	**0.71**	**0.84**	**0.85**

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	71.7%	-5.6%	4.9%	-1.4%
营业利润增长率	67.8%	-12.1%	18.9%	2.9%
归母净利润增长率	69.6%	-14.8%	18.3%	2.2%
盈利能力				
毛利率	36.3%	39.2%	44.9%	46.8%
净利率	30.0%	28.2%	32.0%	33.3%
ROE	13.8%	11.3%	12.6%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	47.7%	47.1%	45.9%	44.6%
流动比率	0.65	0.71	0.90	1.21
速动比率	0.35	0.38	0.60	0.91
营运能力				
资产周转率	21.4%	19.0%	19.4%	18.5%
应收账款周转率	3670.6%	2933.5%	3025.7%	2954.6%
存货周转率	218.4%	184.8%	172.0%	177.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.83	0.71	0.84	0.85
每股经营现金	1.09	0.98	1.36	1.39
每股净资产	6.00	6.24	6.62	7.01
估值比率(倍)				
PE	9.2	10.8	9.1	8.9
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn