

宁沪高速 (600377.SH)

车流量恢复，基本面和估值有望迎来双重修复

优质公路路产，受益于车流量恢复及增长，公司基本面修复，业绩确定性较强。高股息+低估值形成吸引。

- 优质核心路产，车流量迎来修复及增长。公司经营区域位于中国经济最具活力的长江三角洲地区，拥有或参股路桥项目是连接江苏省东西及南北陆路交通大走廊，区域经济活跃，交通繁忙。截至 2022 年底，公司控股、参股路桥项目共计 17 个，已开通路桥里程已超过 910 公里。受益于疫情缓解，公司 2023Q1 迎来车流量恢复及增长，核心路产沪宁高速车流量达到日均 115764 辆，较 2019 年同期增长 4.69%。中长期看，在进行或计划的改扩建项目将有助于公司车流量稳健增长。目前公司在建项目两个，且公司还启动了沪宁高速公路江苏段改扩建工程的前期研究。
- 高股息+低估值形成吸引。1) 公司实行积极的分红政策，投资价值不断凸显。自 2018 年以来，公司连续五年维持高水平现金股利派发，每股股利均为 0.46 元，派息率分别达到 52.9%、55.4%、93.9%、55.4%、62.2%，股息率处于 5% 左右。尽管近三年公司业绩由于疫情原因遭受冲击，依然维持分红数额的不变绝对值，体现了公司对股东回报的高度重视。2) 从估值角度看，目前宁沪高速估值低于历史均值水平。当前公司 P/B (MRQ) 估值约为 1.5 倍，低于过去五年历史均值 (1.7 倍)；公司 P/E (TTM) 估值约为 12.1 倍，低于过去五年历史均值 (12.9 倍)。考虑到公司基本面正处于修复中，公司估值有望获得修复。此外，“中特估”有望为公司带来进一步估值提升。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为宁沪高速：1) 今年受益于车流量恢复及增长，基本面改善确定性较高；2) 中长期改扩建及计划稳步进行，长期业绩稳健增长可期；3) 作为低估值+高派息个股，形成吸引，同时有望受益于“中特估”主题。预计 2023-25 年公司实现归母净利润 43/47/50 亿元，对应 P/E 为 11.6/10.6/9.9 倍，对应 P/B 为 1.5/1.4/1.3 倍。股息率：假设 2023 年维持 0.46 元/股派息，则派息率为 54%，股息率为 4.7%。维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：车流量不及预期、收费政策变化。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13793	13256	15376	15985	16651
同比增长	72%	-4%	16%	4%	4%
营业利润(百万元)	5435	4620	5447	5934	6357
同比增长	68%	-15%	18%	9%	7%
归母净利润(百万元)	4179	3724	4294	4704	5029
同比增长	70%	-11%	15%	10%	7%
每股收益(元)	0.83	0.74	0.85	0.93	1.00
PE	11.9	13.4	11.6	10.6	9.9
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/交通运输

目标估值：NA

当前股价：9.88 元

基础数据

总股本 (万股)	503775
已上市流通股 (万股)	380218
总市值 (亿元)	498
流通市值 (亿元)	376
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	12.6
资产负债率	50.8%
主要股东	江苏交通控股有限公司
主要股东持股比例	54.44%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 苏宝亮 S1090519010004
✉ subaoliang@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
✉ weiyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、 基本面修复，高股息+低估值形成吸引	4
1、 优质核心路产，车流量迎来修复及增长	4
2、 公司长期维持高派息	6
3、 估值有望修复，中特估值重塑注入新动能	7
二、 盈利预测与投资建议.....	9
1、 盈利预测	9
2、 投资建议	10
3、 风险提示	11
附录： 公司资料	11
1、 公司简介	11
2、 历史业绩分析	12

图表目录

图 1： 公司总车流量（万辆/日）	5
图 2： 收费公路业务收入构成（2023Q1）	5
图 3： 宁沪高速车流量（万辆/日）	5
图 4： 收费公路业务毛利构成（2022 年）	5
图 5： 控股路产毛利率情况对比（2019-2022）	5
图 6： 经营活动现金净流量（亿元）	6
图 7： 经营活动现金流量净额/营业收入	6
图 8： 公司 P/E（TTM）	9
图 9： 公司 P/B（MRQ）	9
图 10： 宁沪高速历史 PE Band	11
图 11： 宁沪高速历史 PB Band	11
图 12： 总资产在高速板块中位列第三（单位： 亿元）	11
图 13： 归母净资产在高速板块中位列第三（单位： 亿元）	11
图 14： 宁沪高速发展历史	12
图 15： ： 公司股权结构	12
图 16： 宁沪高速历史营业收入（亿元， %）	13

图 17: 宁沪高速历史归母净利润 (亿元, %)	13
图 18: 宁沪高速历史毛利率/净利率	13
图 19: 2022 年宁沪高速收入构成	13
图 20: 2022 年高速板块归母净利润 (亿元)	14
表 1: 宁沪高速参控股路桥详细情况汇总	4
表 2: 宁沪高速在建路桥情况	4
表 3: 高速公路上市公司分红情况	6
表 4: 高速公路行业发展及趋势相关政策梳理	7
表 5: 新一代国家交通控制网和智慧公路试点工程情况	8
表 6: 公司各板块收入预测 (单位: 百万元)	10
表 7: 盈利预测表	10
附: 财务预测表	15

一、基本面修复，高股息+低估值形成吸引

1、优质核心路产，车流量迎来修复及增长

公司经营区域位于中国经济最具活力的长江三角洲地区，拥有或参股路桥项目是连接江苏省东西及南北陆路交通大走廊，区域经济活跃，交通繁忙。截至 2022 年底，公司控股、参股路桥项目共计 17 个，已开通路桥里程已超过 910 公里。除去正在建的龙潭大桥及北连线，绝大部分路桥剩余收费年限都在 9 年以上。2020 及 2021 年，新建项目常宜高速、宜长高速、五峰山大桥投入运营，并且归属经营性高速公路进行运营管理，收费期限均为 25 年。

表 1：宁沪高速参控股路桥详细情况汇总

	收费路桥	里程(km)	车道	来源	持股比	收费期限止	剩余年限
沪宁高速	南京至上海高速公路江苏段	248	8	投资建设	100%	2032.06	9.5
宁常高速	溧水桂庄枢纽至常州南互通	87	6	收购	100%	2032.09	9.75
镇溧高速	丹徒枢纽至溧阳前马枢纽	66	6	收购	100%	2032.09	9.75
广靖高速	江阴大桥北接线，广陵至靖江段	17	6	投资建设	85%	2029.09	6.75
锡澄高速	江阴大桥南接线，江阴至无锡段	35	6	投资建设	85%	2029.09	6.75
锡宜高速	无锡北枢纽至宜兴西坞枢纽	69	4	合并	85%	2028.09	5.75
无锡环太湖公路	无锡硕放枢纽至无锡南泉互通	20	6	合并	85%	2031.01	8
镇丹高速	镇江至丹阳	22	4	合并	70%	2043.09	20.75
江阴大桥	江阴长江公路大桥	3	6	投资建设	26.66%	2029.09	6.75
苏嘉杭	苏州至嘉兴、杭州高速公路江苏段	100	4/6	参股	23.86%	2032.12	10
沿江高速	常州至太仓	135	4/6	参股	25.15%	2034.08	11.67
常嘉高速	常熟至嘉兴高速公路昆山至吴川	28	6	参股	23.86%	2041.12	19
常宜高速一期	常州至宜兴	18	6	参股	60%	2045.12	23
宜长高速	宜兴至长兴高速公路江苏段	26	6	投资建设	60%	2046.01	23
五峰山大桥及南北接线	正谊枢纽至大港枢纽	36	8	投资建设	64.5%	2046.06	23.5

资料来源：公司资料、招商证券

公司目前有两个在建项目，分别是龙潭大桥及北连线、锡宜高速公路南段扩建项目。龙潭大桥是江苏省高速公路网规划的仪征至禄口机场高速公路的重要组成部分，是宁镇扬一体化的重要交通设施，对推动跨江融合发展、促进扬子江城市群建设、加快推进宁镇扬一体化进程、进一步提升南京首位度等具有重要作用；项目预计 2024 年底前完工并实现通车。锡宜高速南段扩建项目于 2023 年年初开工，预计工期 3.5 年。本次改扩建能够极大地提高锡宜高速的通行能力，缓解交通压力、提升服务水平，创造经济和社会效益。

表 2：宁沪高速在建路桥情况

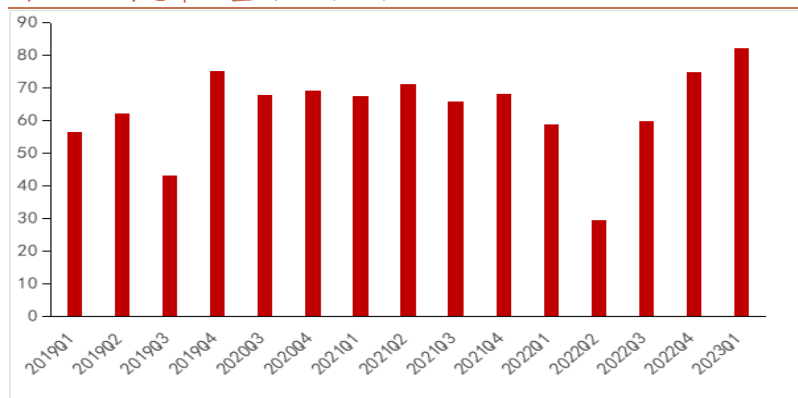
	收费路桥	里程(km)	车道	持股比例	完成投资 (亿元)	完成投资 占比	预计收费时间
龙潭大桥及北接线项目	江北长江大堤至 S338 省道	5	6	53.62%	31.36	50.14%	2024.12
锡宜高速公路南段扩建项目	雪堰枢纽北侧至西坞枢纽	38	8	85%	5.56	7.17%	2026.06

资料来源：公司资料、招商证券

此外，公司还启动了沪宁高速公路江苏段改扩建工程的前期研究。沪宁高速超饱和大流量常态化运行，公司董事会批准启动了再次扩容前期工作，已于 2022 年内完成了总体规划方案的编制工作，沪宁高速扩建有助于提升国家通道通行能力、助力苏南五市都市圈集聚发展，率先打造全国交通运输现代化示范区。

自 2022 年底疫情防控政策放开后，公司控制及参股路产的车流量迅速恢复并正向增长。2023 年一季度，宁沪高速控制及参股的 15 个在运营收费路桥项目日均车流量达到了 82 万辆/日，较 2019 年同期的 56 万辆/日增长了 45.88%，除去 2020 年后新运营的宜长高速、常宜高速以及五峰山大桥，增长率也到了 18.13%。

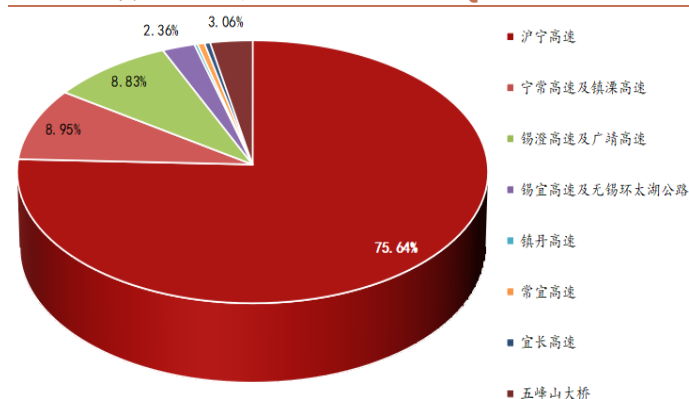
图 1: 公司总车流量 (万辆/日)



资料来源: 公司年报、招商证券

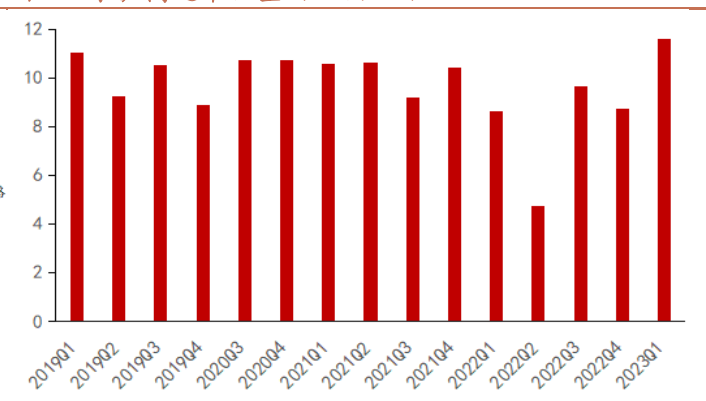
作为公司核心路产, 2023 年一季度, 沪宁高速江苏段在公司收费公路的营业收入中占比达到 75.64%。沪宁高速连接上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京 6 个大中城市, 全线为国家高速公路网 G42 国道 (沪蓉高速) 的组成部分, 无锡枢纽以东也是国家高速公路网 G2 国道 (京沪高速) 的组成部分, 是国内最繁忙的高速公路之一。2019 年至今, 沪宁高速车流量基本稳定, 仅 2022 年二季度受上海及苏南多地疫情影响, 车流量出现大幅下降。疫情防控政策放开后, 车流量迅速恢复并增长, 2023 年一季度沪宁高速车流量达到日均 115764 辆, 较 2019 年同期增长 4.69%。

图 2: 收费公路业务收入构成 (2023Q1)



资料来源: 公司财报、招商证券

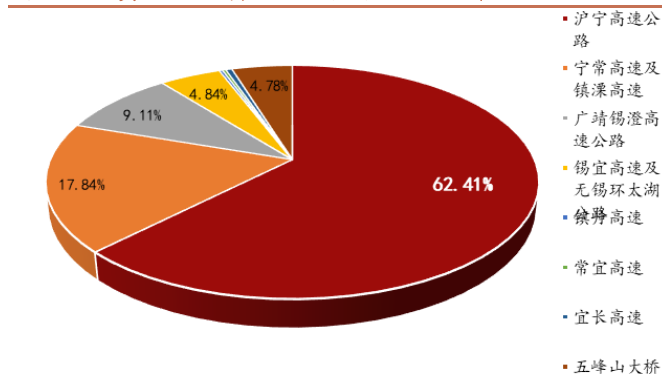
图 3: 宁沪高速车流量 (万辆/日)



资料来源: 公司财报、招商证券

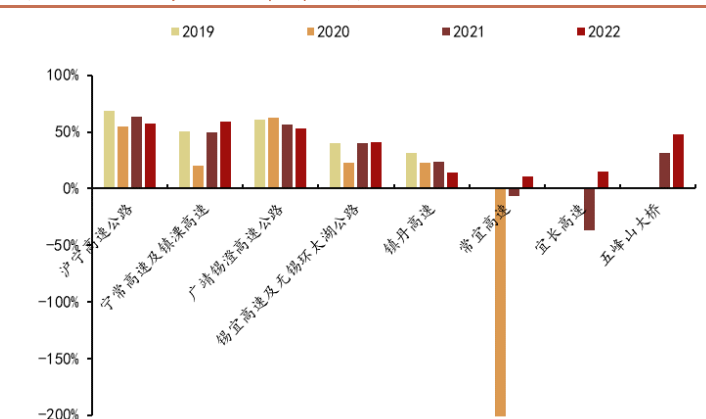
从盈利能力看, 沪宁高速 2019-22 年平均毛利率约为 60%, 贡献了超过 60% 的毛利润。此外, 2020 及 2021 年的新建项目常宜高速、宜长高速、五峰山大桥, 呈现毛利率逐年上升趋势, 有望随着未来车流量增长而对利润做出更大贡献。

图 4: 收费公路业务毛利构成 (2022 年)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 5: 控股路产毛利率情况对比 (2019-2022)



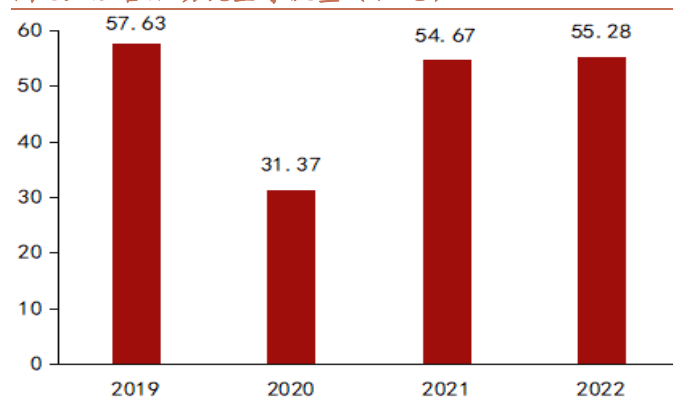
资料来源: 公司年报、招商证券

2、公司长期维持高派息

由于收费公路业务是公司收入占比最大的业务，成本变动幅度小，因此稳定增长的车流量为公司带来了稳定的现金流、营业收入、以及净利润，为可持续的分红政策打下坚实基础。

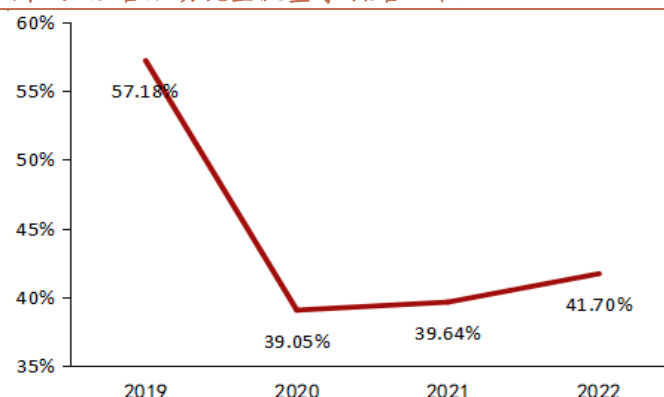
公司实行积极的分红政策，投资价值不断凸显。自 2018 年以来，公司连续五年维持高水平现金股利派发，每股股利均为 0.46 元，派息率分别达到 52.9%、55.4%、93.9%、55.4%、62.2%。尽管近三年公司业绩由于疫情原因遭受冲击，依然维持分红数额的不变绝对值，体现了公司对股东回报的高度重视。

图 6：经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 7：经营活动现金流量净额/营业收入



资料来源：公司年报、招商证券

表 3：高速公路上市公司分红情况

		2017	2018	2019	2020	2021	2022
宁沪高速	每股股利	0.44	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
	派息率	61.97%	52.87%	55.42%	93.88%	55.42%	62.16%
	股息率	4.47%	4.69%	4.10%	4.99%	5.34%	5.60%
山东高速	每股股利	0.178	0.221	0.38	0.38	0.4	0.4
	派息率	32.36%	36.23%	60.32%	95.00%	66.67%	80.00%
	股息率	2.97%	4.85%	9.07%	6.15%	7.75%	7.03%
招商公路	每股股利	0.219	0.254	0.28	0.177	0.346	0.414
	派息率	36.50%	40.32%	40.00%	50.57%	44.94%	55.20%
	股息率	1.58%	3.16%	3.19%	2.54%	4.51%	5.33%
福建高速	每股股利	0.12	0.15	0.05	0.1	0.15	0.15
	派息率	50.00%	55.56%	16.67%	62.50%	50.00%	48.39%
	股息率	3.29%	5.05%	1.63%	3.80%	5.32%	5.17%
深高速	每股股利	0.3	0.71	0.52	0.43	0.62	0.462
	派息率	46.15%	44.94%	45.22%	45.74%	55.86%	55.00%
	股息率	3.34%	6.17%	4.52%	4.84%	6.21%	5.14%
皖通高速	每股股利	0.23	0.25	0.23	0.23	0.55	0.55
	派息率	34.85%	36.76%	34.85%	41.82%	60.44%	63.22%
	股息率	2.09%	4.15%	3.91%	3.72%	7.77%	7.52%
赣粤高速	每股股利	0.17	0.1	0.15	0.2	0.12	0.1
	派息率	40.48%	20.00%	31.25%	86.96%	31.58%	33.33%
	股息率	3.32%	2.56%	3.63%	5.85%	3.50%	2.95%
四川成渝	每股股利	0.1	0.1	0.11	0.08	0.11	0.1
	派息率	34.48%	35.71%	31.43%	36.36%	18.03%	40.00%
	股息率		2.87%	2.61%	2.52%	2.04%	2.63%
中原高速	每股股利	0.168	0.109	0.058	0.035	0.1	0.019

派息率	42.00%	51.90%	10.18%	58.33%	34.48%	95.00%
股息率	3.46%	2.97%	1.32%	1.03%	3.06%	0.64%

资料来源：Wind、招商证券*每年股息率=当年派息/当年最后一日收盘价

3、估值有望修复，中特估值重塑注入新动能

由于重资产及高负债属性，民营企业逐步退出，高速公路行业形成寡头垄断格局。寡头垄断的行业格局加快了高速公路行业国有企业重组整合进程，通过兼并重组和对外投资等方式寻求高质量发展。高速公路企业兼并重组有利于发挥企业的生产经营规模经济效应，提高企业所在领域的进入壁垒和差异化优势。随着高速公路行业优势企业不断整合行业及产业链资源，产业发展的规模化、集约化水平将持续提高。2014 年，宁沪高速收购宁常镇溧公司的 100% 股权、附属子公司广靖锡澄公司吸收合并锡宜公司，获得宁常高速和镇溧高速、锡宜高速和陆马一级公路 100%、85% 的股权，实现了集团收费公路主业的规模扩张、消除了平行道路宁常高速公路对沪宁高速公路无锡以西路段的分流影响，提升了广靖锡澄公司管理规模效益。

政策强调 5G 应用赋能及绿色交通，驱动高速公路行业高质量发展转型。政策持续强调 5G、绿色发展与交通基础设施结合的趋势，提出加快部署 5G+车联网、光伏+高速公路、新能源充电桩在服务区铺设等举措，长期来看我国高速公路行业将持续向高质量、多元化方向转型。

表 4：高速公路行业发展及趋势相关政策梳理

时间	政策法规	内容
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	以西部地区为重点，进一步加大项目和支持力度，加快补齐发展短板，加快国家高速公路待贯通路段、普通国道低等级路段等建设，大力实施川藏铁路、西部陆海新通道、出疆入藏等综合运输大通道建设
2021 年 7 月	《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》	赋能 5G 应用重点领域，推动 5G+互联网融合深化应用，推动车联网基础设施与 5G 网络协同规划建设，选择重点城市典型区域、合适路段以及高速公路重点路段等，加快 5G+车联网部署
2021 年 10 月	《2030 年前碳达峰行动方案》	提出将绿色低碳理念贯穿于交通基础设施规划、建设、运营和维护全过程
2021 年 12 月	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	提升国家高速公路网络质量，实施京沪、京港澳、京昆、长深、沪昆、连霍、包茂、福银、泉南、广昆等国家高速公路主线繁忙拥挤路段扩容改造，加快推进并行线、联络线以及待贯通路段建设
2022 年 1 月	《公路“十四五”发展规划》	提升基础设施供给能力和质量；提升公路养护效能；提升路网管理运行和服务水平；提升道路运输服务品质；增强创新发展能力，促进公路交通数字化、智能化；增强安全应急保障能力；推进公路绿色发展；推进行业治理能力提升

时间	政策法规	内容
2022 年 8 月	《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划的通知》	推动光伏在新能源汽车充电站、高速公路服务区等交通领域应用

资料来源：交通运输部、中国政府网、工业和信息化部、招商证券

我们认为高速公路行业长期具有以下发展趋势：

（1）高速公路里程继续保持增长态势

根据《国家公路网规划》显示，到 2030 年，还有 2.6 万公里国家高速公路待建，还有 10 万公里普通国省干线公路需要改造升级。未来仍将以西部地区为重点，进一步加大项目、资金的支持力度，加快补齐发展短板，加快国家高速公路待贯通路段、普通国道低等级路段等建设，加密西部地区机场，大力实施川藏铁路、西部陆海新通道、出疆入藏等综合运输大通道建设。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，至“十四五”期末，全国高速公路建成里程有望达到 19 万公里，国内高速公路路网建设布局逐步完善。前瞻初步预测到 2027 年，中国高速公路里程有望突破 20 万公里。

（2）高速公路智能化进程加快

2022 年 3 月，国家交通运输部、科技部颁发的《“十四五”交通领域科技创新规划》，提出十四五期间要大力发展智慧交通，推动云计算、大数据、物联网、移动互联网、区块链、人工智能等新一代信息技术与交通运输融合，加快研发基于北斗短报文通信系统的交通运输领域应用关键技术和装备，突破面向多应用场景的高精度定位导航技术，推动北斗在交通运输等领域的创新应用，实现地面网络与卫星网络资源的互联互通，为铁路客货运输、高速公路运行等提供安全、可靠、互备的通信链路。作为交通基础设施中的重要组成部分，高速公路智慧化迎来发展契机。

（3）投融资模式亟待创新，收费渠道有望拓展

我国的高速公路投融资传统模式包括政府投资、发行股票、公司债券、银行信贷等，新兴模式包括 PPP 模式、BOT 模式及公募 REITS 项目融资模式。目前融资中存在过度依赖银行信贷融资等问题，高速公路投融资模式仍有待创新，包括创新高速公路收费模式、完善高速公路建设金融投资制度、增加多种经营收入渠道等。

表 5：新一代国家交通控制网和智慧公路试点工程情况

试点方向	试点省份	试点路段	建设思路
基础设施数字化	北京、河北、河南、浙江	延崇高速（北京）、京雄高速（河北）、机西高速（河南）、杭州绕城西复线（浙江）	公路设施资产动态管理系统；基础设施智能检测传感网
路运一体化车路协同	北京、河北、广东	延崇高速（北京）、京雄高速（河北）、广乐高速（广东）	路测系统智能化升级；5G/5.8G 无线通信技术；探索路测智能基站应用
北斗高精度定位综合应用	江西、河北、广东	昌九高速（江西）、京雄高速（河北）、广乐高速（广东）	建设北斗高精度基础设施；高速公路收费应用研究；应急救援一体化管理统计
基于大数据的路网综合管理	福建、河南、浙江、江西	大数据中心（福建）、机西高速（河南）、杭州绕城西复线（浙江）、昌九高速（江西）	智能化管理决策平台；运行监测和应急响应能力；互动式现场信息采集；路网运行监测系统建设
互联网+路网综合服务	吉林、广东	珲乌高速（吉林）、广乐高速（广东）	不停车移动支付技术；服务区增值服务；高速公路动态充电示范；精准气象感知及预测

试点方向	试点省份	试点路段	建设思路
新一代国家交通控制网	江苏、浙江	常州城市路（江苏）、杭州绕城西复线（浙江）	城市公共交通及复杂交通；安全辅助驾驶、车路协同；封闭测试区和开放测试区

资料来源：交通运输部、政府网、招商证券

从估值角度看，目前宁沪高速估值低于历史均值水平。过去三年受到疫情等因素影响，公司基本面和估值均受到负面影响。当前公司 P/B（MRQ）估值约为 1.5 倍，低于过去五年历史均值（1.7 倍）；公司 P/E（TTM）估值约为 12.1 倍，低于过去五年历史均值（12.9 倍）。考虑到公司基本面正处于修复中，公司估值有望获得修复。

进入 2023 年，新一轮国企改革持续深化，新的考核标准以及新的估值有助于上市央企国企体系获得健康发展并提升企业价值。公路行业关系国计民生，据国家统计局出具的《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2022 年公路运输承担了我国 63.51% 的旅客运输量和 73.35% 的货物运输量，在综合交通运输体系中具有不可替代的作用。作为国企，在追求经济效益之外，还承担着稳增长、稳就业、稳投资等社会责任，但现行估值体系无法体现这部分价值。如 2020 疫情爆发以来，高速公路自 2 月 17 日零时至 5 月 5 日 24 时持续免费通行；2022 年四季度收费公路货车通行费减免 10%。

图 8：公司 P/E（TTM）



资料来源：IFND、招商证券

图 9：公司 P/B（MRQ）



资料来源：IFND、招商证券

二、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

我们预计公司 2023-25 年收入分别同比为 154/160/167 亿元。1) 收费公路板块：考虑到去年受疫情影响的低基数和车流量的增长，预计 2023 年公路板块收入同比增长 16%，增幅相对明显，预计 2024-25 年维持 5% 的年均复合增长；

2) 配套服务板块: 去年该板块受疫情影响严重, 预计今年伴随公路车流量的恢复和油价上涨, 板块收入将有明显恢复; 3) 地产板块: 公司地产业务规模较小, 预计维持稳定; 4) 电力销售: 2022 年公司收购云杉清能, 新增清洁能源发电业务, 2022 年电力销售业务实现收入 6.5 亿元, 占收入规模比例约为 5%, 我们预计该板块维持年均 10% 的稳健增长。

表 6: 公司各板块收入预测 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收费公路	8,263	7,323	9,416	9,888	10,406
配套服务	1,437	1,124	1,461	1,534	1,611
地产销售	1,029	674	674	674	674
电力销售		652	717	789	867
建造期收入/成本	2,949	3,340	3,340	3,340	3,340
其他业务	115	142	171	205	246

资料来源: 公司年报、招商证券*建造期收入/成本互相抵消, 因此不对此项增速做额外假设

我们预计 2023-25 年公司实现归母净利润 43/47/50 亿元。2023 年受益于车流量恢复及增长, 公路主业毛利率将呈现增长, 此后预计整体保持稳定; 预计其他费用率保持稳定。

股息率: 假设 2023 年维持 0.46 元/股派息, 则派息率为 54%, 股息率为 4.7%。

表 7: 盈利预测表

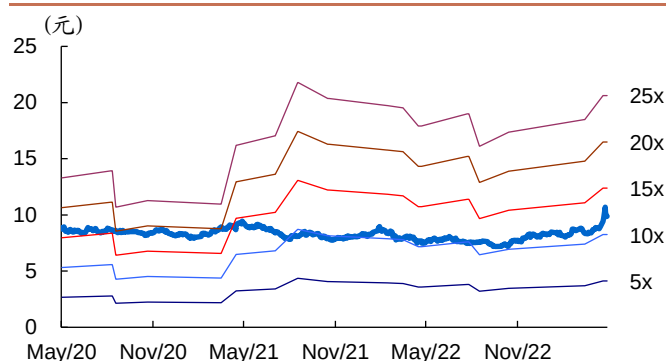
单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13793	13256	15376	15985	16651
营业成本	8782	8841	9307	9609	9940
营业税金及附加	266	169	196	204	212
营业费用	26	15	17	17	18
管理费用	220	294	340	354	369
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	787	1094	1341	1354	1309
资产减值损失	2	20	0	0	0
公允价值变动收益	490	(143)	(143)	(143)	(143)
其他收益	30	32	32	32	32
投资收益	1202	1868	1384	1599	1665
营业利润	5435	4620	5447	5934	6357
营业外收入	13	11	11	11	11
营业外支出	29	50	50	50	50
利润总额	5420	4581	5408	5895	6317
所得税	1287	833	1086	1160	1256
少数股东损益	(46)	24	28	30	32
归属于母公司净利润	4179	3724	4294	4704	5029

资料来源: 公司数据、招商证券

2、投资建议

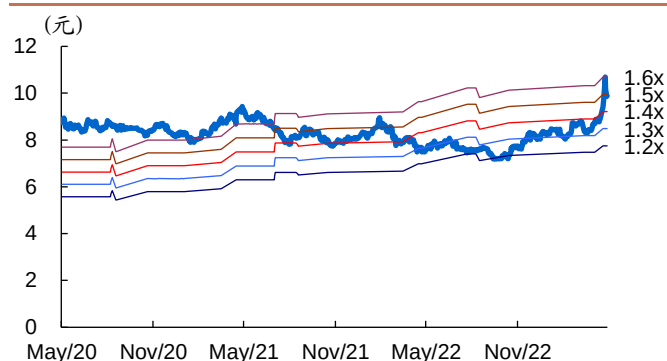
我们认为宁沪高速: 1) 今年受益于车流量恢复及增长, 基本面改善确定性较高; 2) 中长期改扩建及计划稳步进行, 长期业绩稳健增长可期; 3) 作为低估值+高派息个股, 形成吸引, 同时有望受益于“中特估”主题。预计 2023-25 年公司实现归母净利润 43/47/50 亿元。维持公司“强烈推荐”评级。

图 10: 宁沪高速历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 11: 宁沪高速历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

3、风险提示

车流量不及预期：收费公路板块为公司最重要业务板块，如果车流量不及预期，直接影响公司盈利表现。

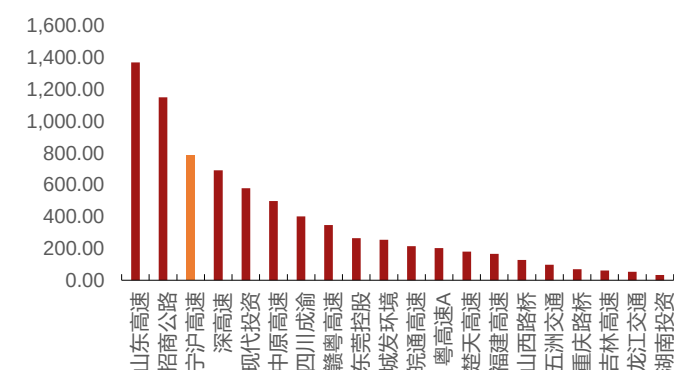
收费政策变化：如果收费政策变化，将直接影响公司主营业务表现。

附录：公司资料

1、公司简介

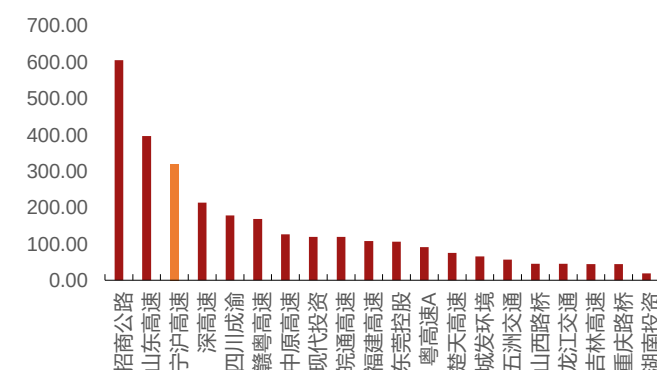
江苏宁沪高速公路股份有限公司成立于 1992 年 8 月，是江苏省唯一的交通基建类上市公司，也是国内公路行业中资产规模最大的上市公司之一，截至 2022 年底，本集团直接拥有七家全资子公司、四家控股子公司，总资产规模约人民币 784.58 亿元，净资产约人民币 379.50 亿元，截止 2022 年底，宁沪高速在高速公路板块上市公司的资产规模中的位列第 3。

图 12: 总资产在高速板块中位列第三（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 13: 归母净资产在高速板块中位列第三（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

其经营区域位于中国经济最具活力的长江三角洲地区，主营业务为江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理，并开发高速公路沿线的服务区配套经营业务。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，初步形成了服务区餐饮、加油、汽修、广告、住宿、商品零售等业务发展体系。

集团所拥有或参股路桥项目是连接江苏省东西及南北陆路交通大走廊，区域经济活跃，交通繁忙。本集团核心资产沪

宁高速公路江苏段连接上海、苏州、南京等 6 个大中城市，是苏南地区最重要的交通干道，是国内流量最大、效益最好的高速公路之一。除此之外，集团还拥有宁常高速、镇溧高速、广靖高速、锡澄高速以及五峰山大桥等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。截止 2022 年底宁沪高速直接参与经营和投资的路桥项目达到 17 个，拥有或参股的已开通路桥里程已超过 910 公里。

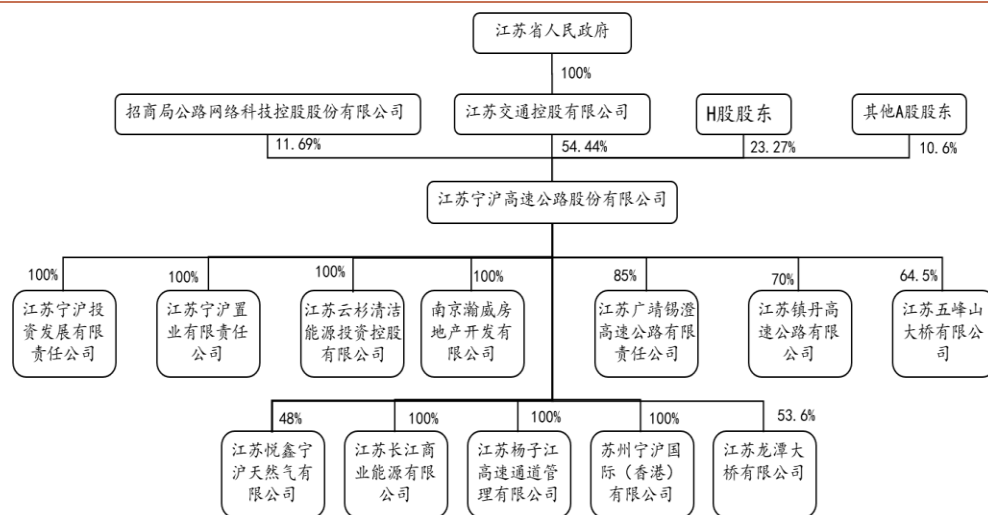
图 14：宁沪高速发展历史



资料来源：公司资料、招商证券

江苏宁沪高速公路股份有限公司于 1997 年、2001 年先后在香港联交所、上交所上市。公司控股股东为江苏交通控股有限公司，持股比例 54.44%，实际控制人是江苏省人民政府。

图 15：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

2、历史业绩分析

疫情前五年，宁沪高速营业收入、归母净利润保持相对稳定，小幅增长。2016-2019 年，宁沪高速营业收入同比增长率分别为 5.02%、2.76%、5.43%、1.10%，2019 年实现营业收入 100.78 亿元，2015-2019 年营业收入年均复合增长率为 3.56%；2018 年之前，归母净利润也持续正向增长，2016-2018 年同比增长率分别为 33.49%、7.23%、21.98%，疫情前 5 年 CAGR 达到 13.77%。

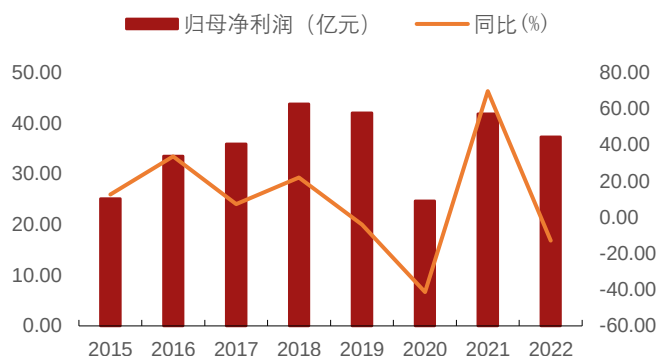
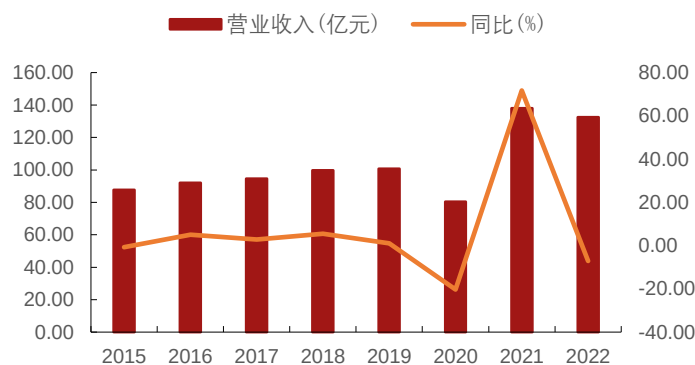
2020 年受疫情及免费通行政策影响，公司短期通行收入大幅减少，公司收入和盈利水平均遭受严重打击。2020 年，

公司营业收入同比下降 20.30%至 80.32 亿元，归母净利润同比下降 41.32%至 24.64 亿元。受经营路网通行量下降和国家租金、通行费等减免政策的影响，公司租赁、油品销售等配套服务业务营业毛利润也大幅下降。

2021 年、2022 年随车流量特别是货车流量逐渐恢复，通行费收入逐渐恢复至疫情前水平。这两年营收激增主要源于以 PPP 形式参与公共基础设施建设业务（五峰山大桥、龙潭大桥项目等）按照履约进度进行收入确认。

图 16：宁沪高速历史营业收入（亿元，%）

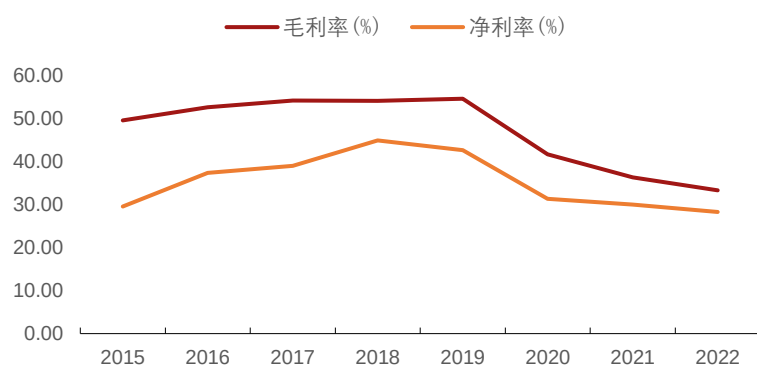
图 17：宁沪高速历史归母净利润（亿元，%）



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

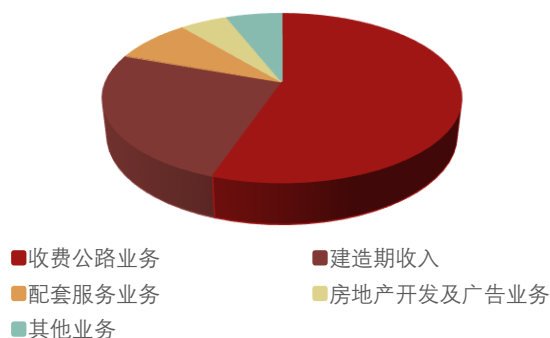
图 18：宁沪高速历史毛利率/净利率



资料来源：公司年报、招商证券

公司主要业务包括收费公路业务、建造期收入、配套服务业务、房地产开发及广告业务、其他业务。收费公路业务是公司主要的收入的来源，2022 年贡献营收 73.23 亿元，占比 55.24%。其他板块营收占比分别为 25.20%、8.48%，5.08%、5.99%。

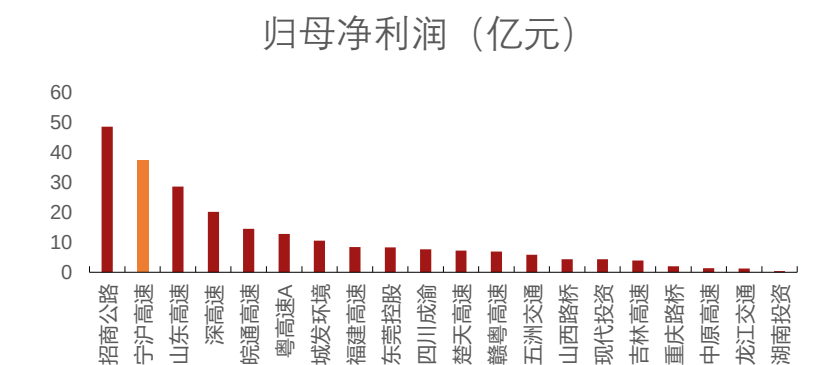
图 19：2022 年宁沪高速收入构成



资料来源：公司年报、招商证券

横向对比来看，基于 2022 年财报数据，宁沪高速归母净利润在高速板块中排名第二，盈利能力较强。

图 20：2022 年高速板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8448	9386	10060	10124	10538
现金	496	933	1120	987	1185
交易性投资	2647	3475	3475	3475	3475
应收票据	12	1	1	1	1
应收款项	442	1128	1285	1336	1392
其它应收款	76	5	6	6	6
存货	3889	2585	2713	2801	2897
其他	886	1260	1460	1518	1581
非流动资产	59214	69073	71920	73944	75740
长期股权投资	9687	11090	11644	12227	12838
固定资产	2676	8046	11648	14354	16761
无形资产商誉	37068	39161	37856	36594	35374
其他	9783	10776	10772	10769	10767
资产总计	67662	78458	81980	84068	86277
流动负债	12969	13645	15163	14833	14299
短期借款	1077	2434	3309	2681	1820
应付账款	2429	3179	3347	3456	3575
预收账款	443	178	187	194	200
其他	9020	7853	8320	8503	8704
长期负债	19333	26863	26863	26863	26863
长期借款	13029	16054	16054	16054	16054
其他	6304	10810	10810	10810	10810
负债合计	32302	40508	42026	41696	41162
股本	5038	5038	5038	5038	5038
资本公积金	10503	9776	9776	9776	9776
留存收益	14690	17127	19103	21490	24202
少数股东权益	5130	6010	6037	6067	6099
归属于母公司所有者权益	30230	31941	33917	36304	39016
负债及权益合计	67662	78458	81980	84068	86277

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5467	5528	6569	7261	7742
净利润	4133	3748	4321	4735	5061
折旧摊销	1960	2030	2199	2554	2810
财务费用	799	1107	1341	1354	1309
投资收益	(1202)	(1868)	(1273)	(1488)	(1554)
营运资金变动	(353)	546	(31)	100	109
其它	130	(36)	11	7	6
投资活动现金流	(6388)	(6427)	(3782)	(3095)	(3057)
资本支出	(3319)	(4039)	(4500)	(4000)	(4000)
其他投资	(3069)	(2388)	718	905	943
筹资活动现金流	1060	1206	(2600)	(4299)	(4488)
借款变动	442	1091	1059	(628)	(861)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(727)	0	0	0
股利分配	(2317)	(2317)	(2317)	(2317)	(2317)
其他	2935	3159	(1341)	(1354)	(1309)
现金净增加额	139	308	187	(133)	197

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13793	13256	15376	15985	16651
营业成本	8782	8841	9307	9609	9940
营业税金及附加	266	169	196	204	212
营业费用	26	15	17	17	18
管理费用	220	294	340	354	369
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	787	1094	1341	1354	1309
资产减值损失	2	20	0	0	0
公允价值变动收益	490	(143)	(143)	(143)	(143)
其他收益	30	32	32	32	32
投资收益	1202	1868	1384	1599	1665
营业利润	5435	4620	5447	5934	6357
营业外收入	13	11	11	11	11
营业外支出	29	50	50	50	50
利润总额	5420	4581	5408	5895	6317
所得税	1287	833	1086	1160	1256
少数股东损益	(46)	24	28	30	32
归属于母公司净利润	4179	3724	4294	4704	5029

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	72%	-4%	16%	4%	4%
营业利润	68%	-15%	18%	9%	7%
归母净利润	70%	-11%	15%	10%	7%
获利能力					
毛利率	36.3%	33.3%	39.5%	39.9%	40.3%
净利率	30.3%	28.1%	27.9%	29.4%	30.2%
ROE	14.3%	12.0%	13.0%	13.4%	13.4%
ROIC	8.9%	7.3%	8.3%	8.6%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	51.6%	51.3%	49.6%	47.7%
净负债比率	21.8%	25.9%	26.1%	24.7%	23.0%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.2	2.7	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	35.6	16.8	12.7	12.2	12.2
应付账款周转率	4.2	3.2	2.9	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.83	0.74	0.85	0.93	1.00
每股经营净现金	1.09	1.10	1.30	1.44	1.54
每股净资产	6.00	6.34	6.73	7.21	7.74
每股股利	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
估值比率					
PE	11.9	13.4	11.6	10.6	9.9
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.7	15.1	10.6	9.7	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。