

宁沪高速(600377)

2020年归母净利润24.6亿元，关注高股息稳健价值  
——宁沪高速2020年报点评

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003  
☎️：021-80106013  
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

宁沪高速发布2020年报，全年实现营业收入80.32亿元，同比下降20.3%；实现归母净利润24.64亿元，同比下降41.32%；扣非归母净利润23.40亿元，同比下降44.10%。DPS（含税）同比持平于0.46元，股利支付率高达94.04%。

投资要点

□ 疫情期间免费通行致使全年业绩受损

1) **营收端**，受疫情及高速公路免费通行政策拖累，公司2020年营业收入同比下降20.30%至80.32亿元，但分拆单季度看逐步好转，20Q1-20Q4营业收入分别9.64亿元、17.05亿元、26.84亿元、26.80亿元，同比分别-59.21%、-31.07%、+0.88%、+3.79%。

2) **成本端**，一方面免费通行期间运营开支依然计入成本，另一方面疫情影响地产结转进度以及竞价机制压降油品采购成本，公司2020年实现营业成本46.87亿元，同比微增2.42%。

3) **投资收益端**，公司2020年投资收益同比下降30.22%至6.18亿元，但参股路企车流逐季恢复，分拆单季度看，20Q1-20Q4投资收益分别-0.50亿元、1.98亿元、2.86亿元、1.85亿元，同比分别-134.58%、-40.58%、+1.75%、+45.34%。

4) **利润端**，最终公司实现归母净利润24.64亿元，同比下降41.32%，整体业绩基本符合预期。

□ 通行费收入稳步恢复

**存量端**，全年通行费收入60.16亿元，同比下降23.19%，但逐季度稳健恢复。20Q1-20Q4公司通行费收入分别5.60亿元、12.18亿元、21.85亿元、20.54亿元，同比分别-52.97%、-69.91%、+3.46%、+5.80%，整体呈现稳健恢复态势。

**增量端**，新建路产项目及海外并购项目积极推进。国内方面，常宜高速及宜长高速已分别于2020年12月28日及2021年1月通车；五峰山大桥累计完工进度87.40%，预计2021年7月通车；龙潭大桥累计完工进度21.40%，预计2024年通车。国际方面，公司参股土耳其ICA收费路桥项目也积极推进，正在办理相关审批手续。

□ 油品销售业务盈利能力持续提升

**竞价机制为争取油品销售业务争取更大利润空间**。公司2020年油品业务毛利率同比提升6.09pts至20.31%，带动配套业务毛利率同比提升2.27pts至10.11%，服务区经营效率有所提高，最终配套业务毛利润1.33亿元，同比增长25.48%。

□ 房地产业务交付仍能续航

**疫情影响房屋交付，但Q4有所加速**。2020全年，公司商品房销售面积2.10万平方米，实现预售收入5.04亿元，结转销售收入6.22亿元，税后净利润同比减少46.74%至7651万元。从交付进度看逐季度加速，20Q1-20Q4公司房地产收入分别0.96亿元、1.43亿元、1.28亿元、2.54亿元，同比分别-48.93%、-35.82%、

评级

增持

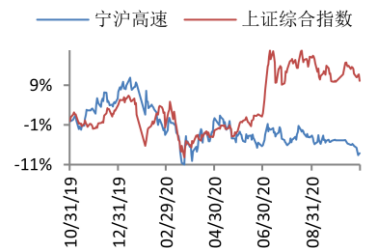
上次评级 增持

当前价格 ¥9.80

单季度业绩

元/股

|         |       |
|---------|-------|
| 4Q/2020 | 0.11  |
| 3Q/2020 | 0.28  |
| 2Q/2020 | 0.10  |
| 1Q/2020 | -0.01 |



公司简介

江苏省国资委旗下高速公路投资运营平台，主营江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理，并开发沿线的服务区配套经营业务。

相关报告

- 1《宁沪高速2020年三季报点评：Q3归母净利润同比稳增10%，关注房地产交付进度》2020.10.31
- 2《宁沪高速2020年中报点评：Q2归母净利润5.18亿元，龙头稳健价值凸显》2020.08.30
- 3《宁沪高速19年报及20一季报点评：2019年扣非利润稳增长，分红稳健建议底部配置》2020.04.26

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

-28.12%、+7.99%。建议继续关注未来交房进展，存量预收款结转仍能为房地产销售业务续航。

#### □ 每股分红维持 0.46 元，依然重视股东回报

尽管疫情拖累业绩，但公司 2020 年每股派息（含税）维持 0.46 元，与 2019 年持平，股利支付率同比大增 38.86pts 至 94.04%，对应当前股价股息率 4.7%。公司长期坚持高分红，彰显对股东回馈的重视。

#### □ 龙头区位优势明显，服务区业务空间广阔，静待业绩回归

**价值与成长属性兼备。**宁沪高速路产区位优势明显，未来车流量自然增长，收费路产与在建路产存量增量双保险，同时油品销售等配套业务与房地产业务多元布局。我们重点看好未来公司“江苏模式”服务区的业态升级，进一步提升优质客流变现能力、优化利益机制，从全国千亿服务区市场中持续分享消费红利。整体看疫情仅带来短期扰动，中长期看公司龙头仍然具备稳健投资价值。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 47.20 亿元、50.70 亿元、54.56 亿元，对应现股价 PE 分别 10.5 倍、9.7 倍、9.1 倍。公司业绩稳健恢复，具有稳健分红特性，维持“增持”评级。

□ **风险提示：高速公路补偿措施不及预期；车流量增长不及预期；路产建设不及预期。**

#### 财务摘要

| (百万元)   | 2020A   | 2021E  | 2022E | 2023E |
|---------|---------|--------|-------|-------|
| 主营收入    | 8032    | 12004  | 12455 | 13108 |
| (+/-)   | -20.30% | 49.45% | 3.76% | 5.24% |
| 净利润     | 2464    | 4720   | 5070  | 5456  |
| (+/-)   | -41.33% | 91.56% | 7.40% | 7.62% |
| 每股收益(元) | 0.49    | 0.94   | 1.01  | 1.08  |
| P/E     | 20.03   | 10.46  | 9.74  | 9.05  |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 7537   | 8506   | 11387  | 15181  |
| 现金             | 387    | 1444   | 3776   | 7519   |
| 交易性金融资产        | 1534   | 1105   | 1320   | 1212   |
| 应收账款           | 320    | 378    | 388    | 448    |
| 其它应收款          | 69     | 104    | 108    | 113    |
| 预付账款           | 22     | 30     | 29     | 30     |
| 存货             | 4148   | 4725   | 4877   | 5053   |
| 其他             | 1057   | 721    | 889    | 805    |
| <b>非流动资产</b>   | 53558  | 54183  | 54774  | 53709  |
| 金额资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 7131   | 6591   | 6887   | 6869   |
| 固定资产           | 2048   | 7892   | 12167  | 15044  |
| 无形资产           | 21299  | 19958  | 18591  | 17219  |
| 在建工程           | 15281  | 12187  | 9458   | 6972   |
| 其他             | 7800   | 7556   | 7671   | 7604   |
| <b>资产总计</b>    | 61096  | 62690  | 66161  | 68889  |
| <b>流动负债</b>    | 14033  | 12409  | 13680  | 13066  |
| 短期借款           | 1475   | 1000   | 1000   | 1000   |
| 应付款项           | 1740   | 1562   | 1710   | 1853   |
| 预收账款           | 9      | 31     | 17     | 19     |
| 其他             | 10809  | 9817   | 10954  | 10194  |
| <b>非流动负债</b>   | 14013  | 14825  | 14362  | 14747  |
| 长期借款           | 11545  | 12045  | 12145  | 12245  |
| 其他             | 2468   | 2779   | 2216   | 2502   |
| <b>负债合计</b>    | 28046  | 27234  | 28042  | 27813  |
| 少数股东权益         | 4839   | 4944   | 5056   | 5177   |
| 归属母公司股东权       | 28210  | 30512  | 33063  | 35899  |
| <b>负债和股东权益</b> | 61096  | 62690  | 66161  | 68889  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |
| 单位: 百万元        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 3137   | 4734   | 7327   | 7075   |
| 净利润            | 2519   | 4825   | 5182   | 5577   |
| 折旧摊销           | 1633   | 1596   | 1827   | 1987   |
| 财务费用           | 444    | 677    | 682    | 696    |
| 投资损失           | (618)  | (618)  | (806)  | (914)  |
| 营运资金变动         | 2779   | (1462) | 736    | (177)  |
| 其它             | (3620) | (284)  | (295)  | (94)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (5700) | (1419) | (1711) | 32     |
| 资本支出           | (920)  | (3000) | (2000) | (1000) |
| 长期投资           | (190)  | 539    | (296)  | 18     |
| 其他             | (4590) | 1042   | 585    | 1015   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2464   | (2258) | (3285) | (3364) |
| 短期借款           | (498)  | (475)  | 0      | 0      |
| 长期借款           | 3210   | 500    | 100    | 100    |
| 其他             | (248)  | (2282) | (3385) | (3464) |
| <b>现金净增加额</b>  | (98)   | 1057   | 2332   | 3744   |

| <b>利润表</b>        |         |        |        |        |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元           | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>营业收入</b>       | 8032    | 12004  | 12455  | 13108  |
| 营业成本              | 4687    | 5290   | 5443   | 5668   |
| 营业税金及附加           | 126     | 170    | 186    | 190    |
| 营业费用              | 25      | 37     | 38     | 40     |
| 管理费用              | 197     | 258    | 265    | 279    |
| 研发费用              | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用              | 444     | 677    | 682    | 696    |
| 资产减值损失            | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动损益          | 34      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益             | 618     | 618    | 806    | 914    |
| 其他经营收益            | 33      | 14     | 18     | 22     |
| <b>营业利润</b>       | 3239    | 6205   | 6665   | 7169   |
| 营业外收支             | (5)     | (11)   | (12)   | (10)   |
| <b>利润总额</b>       | 3234    | 6194   | 6653   | 7160   |
| 所得税               | 715     | 1369   | 1471   | 1583   |
| <b>净利润</b>        | 2519    | 4825   | 5182   | 5577   |
| 少数股东损益            | 55      | 104    | 112    | 121    |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 2464    | 4720   | 5070   | 5456   |
| <b>EBITDA</b>     | 5249    | 8303   | 8956   | 9572   |
| <b>EPS (最新摊薄)</b> | 0.49    | 0.94   | 1.01   | 1.08   |
| <b>主要财务比率</b>     |         |        |        |        |
|                   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 营业收入              | -20.30% | 49.45% | 3.76%  | 5.24%  |
| 营业利润              | -41.56% | 91.60% | 7.40%  | 7.57%  |
| 归属母公司净利润          | -41.33% | 91.56% | 7.40%  | 7.62%  |
| <b>获利能力</b>       |         |        |        |        |
| 毛利率               | 41.65%  | 55.93% | 56.30% | 56.75% |
| 净利率               | 31.36%  | 40.19% | 41.60% | 42.55% |
| ROE               | 7.50%   | 13.78% | 13.78% | 13.78% |
| ROIC              | 6.65%   | 11.58% | 11.53% | 11.66% |
| <b>偿债能力</b>       |         |        |        |        |
| 资产负债率             | 45.91%  | 43.44% | 42.38% | 40.37% |
| 净负债比率             | 50.36%  | 53.59% | 53.79% | 53.12% |
| 流动比率              | 0.54    | 0.69   | 0.83   | 1.16   |
| 速动比率              | 0.24    | 0.30   | 0.48   | 0.78   |
| <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
| 总资产周转率            | 0.14    | 0.19   | 0.19   | 0.19   |
| 应收帐款周转率           | 30.12   | 35.26  | 33.09  | 32.05  |
| 应付帐款周转率           | 3.16    | 3.26   | 3.36   | 3.23   |
| <b>每股指标(元)</b>    |         |        |        |        |
| 每股收益              | 0.49    | 0.94   | 1.01   | 1.08   |
| 每股经营现金            | 0.62    | 0.94   | 1.45   | 1.40   |
| 每股净资产             | 5.60    | 6.06   | 6.56   | 7.13   |
| <b>估值比率</b>       |         |        |        |        |
| P/E               | 20.03   | 10.46  | 9.74   | 9.05   |
| P/B               | 1.75    | 1.62   | 1.49   | 1.38   |
| EV/EBITDA         | 11.64   | 7.99   | 7.19   | 6.33   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>