

公司研究

路产区位优势明显，长三角一体化推动公司盈利增长

——宁沪高速（600377.SH）2021年中报点评

要点

◆**事件：公司发布2021年上半年业绩。**公司21年上半年实现营业收入约50.6亿元，同比增长90%；实现归母净利润约26.8亿元，同比增长452%；实现扣非归母净利润约23.9亿元，同比增长470%。公司2021年半年度不分红派息。

◆**需求恢复，收费公路业务重归增长。**国内疫情防控效果较好，国内宏观经济复苏并进入平稳，公司的收费公路业务已基本恢复正常。2021年上半年，公司控股的收费公路（剔除常宜高速、宜长高速、五峰山大桥）的日均合计车流量较19年同期增长9.7%，日均路费收入较19年同期增长4.4%，其中沪宁高速（江苏段）的日均车流量较19年同期增长4.5%，日均路费收入较19年同期增长1.2%。另外加上2020年12月通车的常宜高速、2021年1月通车的宜长高速以及2021年6月通车的五峰山大桥，公司2021年上半年收费公路业务实现营业收入40.5亿元，较19年同期增加7.2%。

◆**收费公路业务毛利率同比快速恢复。**公司21年上半年收费公路业务毛利率为63.1%，较20年同期增加30.7pct，但较19年同期下降5.3pct，主要原因是刚开通运营的常宜高速、宜长高速和五峰山大桥车流量处于培育期（还未实现盈利），以及收费计费标准调整变化带来负面影响。

◆**新建收费公路项目稳步推进。**公司主要投资的常宜高速、宜长高速、五峰山大桥已在近期通车；截至21年6月底，龙潭大桥项目（预计2024年通车）累计投入建设资金15.82亿元，占项目总投资的25.3%。随着新建收费公路项目的通车，公司路网将进一步融入长三角一体化经济圈，打开公司未来成长空间。

◆**配套服务、房地产业务收入同比增长。**21年上半年公司配套服务业务实现收入7.0亿，较20年同期上涨14.8%，较19年同期上涨15%，主要是由受服务区外包规模扩大以及油品销售量增长的带动，21年上半年公司配套服务业务毛利率为13.6%，同比减少0.6pct；21年上半年公司房地产业务实现收入2.5亿元，同比上涨4.98%，毛利率为64.5%，主要原因是公司积极去化、盘活库存资产。

◆**收费公路生产经营恢复推动公司投资收益重回正增长。**21年上半年公司实现投资收益7.1亿元，较20年同期增长382%，较19年同期增长48.9%，主要原因是联营公司中占比较大的路桥板块企业生产经营恢复，21年上半年联营路桥公司实现投资收益约4.0亿元，较20年同期（亏损0.3亿元）扭亏为盈。

◆**投资建议：**公司经营的路产区位优势明显，受益于长三角一体化的发展，公司长期盈利能力有强力保障；同时公司持续探索服务区升级改造，未来有望成为公路流量变现的成熟模式。考虑公路收费政策的调整，我们下调公司21-22年EPS 7%/2%至0.88/0.95元，新增23年EPS为1.00元，维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**区域内新建路网对公司收费公路业务产生分流；收费公路收费标准下降；公司大环保等业务营收不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,078	8,032	10,817	11,570	12,233
营业收入增长率	1.10%	-20.30%	34.66%	6.96%	5.73%
净利润（百万元）	4,200	2,464	4,437	4,790	5,032
净利润增长率	-4.04%	-41.32%	80.05%	7.95%	5.05%
EPS（元）	0.83	0.49	0.88	0.95	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.71%	8.74%	14.55%	14.48%	14.15%
P/E	10	18	10	9	9
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

增持（维持）

当前价：8.58元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

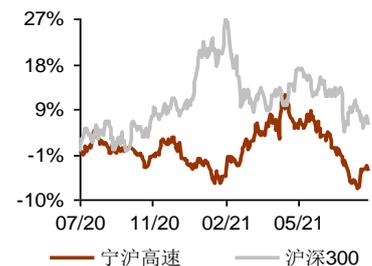
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	50.38
总市值(亿元)	432.24
一年最低/最高(元)	9.01/11.10
近3月换手率	8.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.10	10.58	1.65
绝对	1.30	1.30	1.30

资料来源：Wind

相关研报

收费公路业务恢复增长，收购湾区发展提升盈利能力——深高速（600548.SH）2021年中报点评（2021-08-26）

国内疫情防控措施逐步升级，暑运需求恢复受负面冲击——交通运输行业周报 20210808（2021-08-08）

钢筋筋骨，依然如故——交通运输行业 2021 年中期投资策略（2021-07-15）

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述（2021-05-05）

收费公路需求恢复，新建路产稳步推进——宁沪高速（600377.SH）2020 年三季度报点评（2020-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,078	8,032	10,817	11,570	12,233
营业成本	4,576	4,687	4,987	5,314	5,670
折旧和摊销	1,560	1,625	1,849	2,259	2,270
税金及附加	127	126	141	150	159
销售费用	36	25	38	40	43
管理费用	228	197	216	231	245
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	464	444	592	641	715
投资收益	886	618	975	1,087	1,194
营业利润	5,542	3,239	5,824	6,286	6,602
利润总额	5,522	3,234	5,804	6,266	6,582
所得税	1,221	715	1,277	1,378	1,448
净利润	4,300	2,519	4,527	4,887	5,134
少数股东损益	101	55	91	98	103
归属母公司净利润	4,200	2,464	4,437	4,790	5,032
EPS(按最新股本计)	0.83	0.49	0.88	0.95	1.00

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,763	3,137	4,483	6,531	6,716
净利润	4,200	2,464	4,437	4,790	5,032
折旧摊销	1,560	1,625	1,849	2,259	2,270
净营运资金增加	-2,802	-3,106	1,792	317	333
其他	2,805	2,154	-3,595	-835	-918
投资活动产生现金流	-7,392	-5,700	-14,659	-1,938	-1,806
净资本支出	-4,842	-4,245	-15,634	-3,000	-3,000
长期投资变化	6,939	7,131	0	0	0
其他资产变化	-9,488	-8,585	975	1,062	1,194
融资活动现金流	1,563	2,464	11,953	-4,442	-4,778
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	836	1,642	14,694	-1,585	-1,531
无息负债变化	3,298	3,462	-1,138	162	149
净现金流	-66	-98	1,777	151	133

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	54.6%	41.7%	53.9%	54.1%	53.7%
EBITDA 率	66.3%	58.1%	67.4%	70.0%	68.6%
EBIT 率	50.8%	37.7%	50.3%	50.5%	50.1%
税前净利润率	54.8%	40.3%	53.7%	54.2%	53.8%
归母净利润率	41.7%	30.7%	41.0%	41.4%	41.1%
ROA	7.7%	4.1%	5.9%	6.2%	6.5%
ROE (摊薄)	14.7%	8.7%	14.5%	14.5%	14.1%
经营性 ROIC	11.8%	6.9%	8.5%	8.9%	9.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	46%	54%	51%	49%
流动比率	0.46	0.54	0.35	0.39	0.43
速动比率	0.14	0.24	0.19	0.21	0.23
归母权益/有息债务	1.97	1.75	0.99	1.13	1.28
有形资产/有息债务	2.52	2.46	1.38	1.50	1.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	55,625	61,096	77,030	78,277	79,497
货币资金	503	387	2,163	2,314	2,447
交易性金融资产	677	1,534	1,534	1,534	1,534
应收帐款	224	309	417	446	471
应收票据	0	11	15	16	17
其他应收款 (合计)	51	74	98	105	111
存货	4,165	4,148	4,414	4,703	5,018
其他流动资产	379	1,052	1,052	1,052	1,052
流动资产合计	6,027	7,537	9,716	10,195	10,676
其他权益工具	5,655	5,471	5,471	5,471	5,471
长期股权投资	6,939	7,131	7,131	7,131	7,131
固定资产	1,907	2,048	2,597	2,835	3,067
在建工程	14,502	15,281	15,467	15,643	15,811
无形资产	18,928	21,299	34,250	34,176	34,107
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16	34	34	34	34
非流动资产合计	49,598	53,558	67,314	68,083	68,821
总负债	22,942	28,046	41,602	40,179	38,797
短期借款	1,973	1,475	15,724	13,750	12,627
应付账款	1,262	1,702	1,810	1,929	2,058
应付票据	0	38	41	44	46
预收账款	11	9	12	12	13
其他流动负债	5,062	8,274	8,274	8,274	8,274
流动负债合计	13,121	14,033	27,894	26,471	25,089
长期借款	8,335	11,545	11,545	11,545	11,545
应付债券	997	1,985	1,985	1,985	1,985
其他非流动负债	71	178	178	178	178
非流动负债合计	9,821	14,013	13,708	13,708	13,708
股东权益	32,683	33,049	35,428	38,098	40,700
股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
公积金	14,053	14,153	14,153	14,153	14,153
未分配利润	8,164	8,209	10,328	12,854	15,442
归属母公司权益	28,547	28,210	30,498	33,071	35,570
少数股东权益	4,136	4,839	4,930	5,028	5,130

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.36%	0.31%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	2.26%	2.46%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	4.61%	5.53%	5.47%	5.54%	5.84%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	22%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.46	0.46	0.45	0.49	0.51
每股经营现金流	1.14	0.62	0.89	1.30	1.33
每股净资产	5.67	5.60	6.05	6.56	7.06
每股销售收入	2.00	1.59	2.15	2.30	2.43

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10	18	10	9	9
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.0	13.2	10.3	9.1	8.6
股息率	5.4%	5.4%	5.2%	5.7%	5.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE