

## 宁沪高速

600377

审慎增持 (维持)

三季度并表云杉清能，收费公路环比回暖

2022年10月27日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-27
收盘价(元)	7.39
总股本(百万股)	5037.75
流通股本(百万股)	3802.18
总市值(百万元)	34504.58
流通市值(百万元)	28098.13
净资产(百万元)	37238.06
总资产(百万元)	76676.95
每股净资产(元)	6.23

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13793	13273	13965	13996
同比增长	71.7%	-3.8%	5.2%	0.2%
归母净利润(百万元)	4179	3840	4405	4606
同比增长	69.6%	-8.1%	14.7%	4.6%
毛利率	36.3%	41.2%	46.0%	48.3%
净利率	30.0%	29.8%	32.9%	34.6%
净资产收益率	13.8%	12.1%	13.0%	12.8%
每股收益(元)	0.83	0.76	0.87	0.91
每股经营现金流(元)	1.09	1.04	1.39	1.45

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《宁沪高速 2022 年半年报点评: 公路业务受疫情影响大, 收购云杉清能进军新能源行业》  
2022-08-30

《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

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

## 投资要点

**事件:** 宁沪高速发布 2022 年第三季度报告: 2022 年前三季度实现营业收入 94.85 亿元, 同比增长 19.23% (调整后, 扣除本期确认的 PPP 建造收入 17.18 亿元同比下滑 2.37%), 归母净利润 31.09 亿元, 同比下滑 19.11% (调整后), 扣非归母净利润 29.65 亿元, 同比下滑 14.99% (调整后), 主要系: 受上半年疫情影响, 通行费及配套业务收入受影响, 路桥板块联营企业经营业绩下滑, 贡献的投资收益同比减少, 且五峰山大桥通车后, 借款利息费用化等因素综合影响。2022 年三季度, 单季度实现营业收入 46.08 亿元, 同比增长 70.06% (调整后, 扣除 PPP 建造收入同比增长 6.66%), 归母净利润 12.54 亿元, 同比增长 11.60% (调整后), 扣非归母净利润 12.29 亿元, 同比增长 16.25% (调整后), 营收及业绩同比增长主要系: 报告期内通行费收入略有回暖, 地产项目交付规模大, 且云杉清能并表, 增厚公司业绩。

## 点评:

- 前三季度业绩受上半年疫情拖累, 三季度收费公路板块回暖, 并表云杉清能、地产销售收入增加增厚业绩。分板块收入来看, 收费公路业务, Q1-Q3 实现营业收入 55.33 亿元, 同比下滑 9.76%, Q3 实现营业收入 22.00 亿元, 同比增长 5.73%, 相较 2020 年同期增长 0.67%。Q1-Q3 同比下滑主要由于上半年上海及苏南各地疫情影响较大, 通行费收入同比下降 17.71%。三季度录得同比增长, 主要由于车流量随着疫情的缓解逐步回升, 且 2021 年 7 月受南京疫情影响, 基数较低。聚焦公司核心资产沪宁高速, 1-9 月日均车流量实现 7.69 万辆, 同比下滑 23.99%, 实现日均通行费收入 1181.86

**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。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

万元，同比下滑 15.68%（2020 年包含免费期间）。配套业务，Q1-Q3 实现收入 7.70 亿元，同比下滑 24.96%，主要系疫情和成品油价格波动影响，Q3 实现收入 3.22 亿元，与去年同期基本持平。房地产业务，Q1-Q3 累计结转销售收入 4.73 亿元，同比增长 13.09%，其中 Q3 实现结转收入 1.98 亿元，同比增长 19.27%，有力填补了收费公路业务的空缺。电力销售（新并表的云杉清能），Q1-Q3 实现收入 4.67 亿元，同比增长约 58.30%，其中 Q3 实现收入 1.45 亿元，同比增长 30.15%，主要得益于子公司如东 H5 海上风电项目于 2021 年第四季度全容量并网投运；其他业务，Q1-Q3 实现收入 0.98 亿元，同比增长 15.84%，Q3 实现收入 0.24 亿元，同比下降 12.20%，主要系保理业务和受托经营管理服务收入的增加，Q3 同比下降系广告业务收入减少。

- **投资锡宜高速公路南段扩建项目，持续深化收费公路主业发展。**锡宜高速是公司的优质路产，由控股子公司广靖锡澄公司管辖，全长 69.3 公里，双向四车道，连接无锡和宜兴。随着周围路产的扩容改造，区域路网格局有较大变化，锡宜高速南段的双向四车道将成为路网上的瓶颈路段，故进行改扩建项目。改扩建项目概况：起于雪堰枢纽北侧，止于西坞枢纽，路线全长 35.735 公里。拟采用“双侧拓宽为主、局部路段分离加宽”的扩建方案，全线扩建至双向八车道，设计时速 120 公里/小时，路基宽度为 42 米。计划于 2023 年 1 月开始建设，2026 年 6 月底建成通车，总建设工期约为 3.5 年。项目出资情况：项目概算为 77.5491 亿元，其中资本金约为 31.0196 亿元，由控股子公司广靖锡澄自有资金投资，占总投资的 40%，资本金以外部分通过国内银行贷款和地方出资共同筹措，宜兴市人民政府出资 0.52 亿元，其余部分通过国内银行贷款筹集。改扩建项目完成后，能提高路段通行能力，更好地发挥路网协同能力，同时能提高公司长期盈利能力，实现收入的可持续性发展。
- **投资策略：**公司核心路产区位优势，长期经营趋势稳定，近期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 38.40、44.05、46.06 亿元，EPS 为 0.76、0.87、0.91 元，对应 2022 年 10 月 27 日收盘价 7.39 元，PE 为 9.7、8.5、8.1，假设未来几年分红率稳定在 0.46 元/股，股息率为 6.22%。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
<b>流动资产</b>	<b>8448</b>	<b>10241</b>	<b>12647</b>	<b>17164</b>
货币资金	496	1316	3854	8112
交易性金融资产	2647	2800	3200	3500
应收票据及应收账款	454	469	481	487
预付款项	9	24	20	18
存货	3889	4610	4088	4035
其他	954	1024	1004	1013
<b>非流动资产</b>	<b>59214</b>	<b>59302</b>	<b>59410</b>	<b>57599</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>67662</b>	<b>69544</b>	<b>72057</b>	<b>74763</b>
<b>流动负债</b>	<b>12969</b>	<b>14130</b>	<b>13528</b>	<b>13466</b>
短期借款	1077	1508	1354	1313
应付票据及应付账款	2429	2324	2166	2101
其他	9463	10298	10009	10051
<b>非流动负债</b>	<b>19333</b>	<b>18459</b>	<b>19289</b>	<b>19542</b>
长期借款	13029	13429	13829	14229
其他	6304	5030	5460	5313
<b>负债合计</b>	<b>32302</b>	<b>32589</b>	<b>32817</b>	<b>33008</b>
股本	5038	5038	5038	5038
资本公积	10503	10503	10503	10503
未分配利润	9919	11283	13196	15311
少数股东权益	5130	5246	5429	5660
<b>股东权益合计</b>	<b>35360</b>	<b>36954</b>	<b>39240</b>	<b>41755</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>67662</b>	<b>69544</b>	<b>72057</b>	<b>74763</b>

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4179	3840	4405	4606
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	903	892	936
投资损失	-1202	-885	-768	-802
少数股东损益	-46	116	183	231
营运资金的变动	107	-758	348	-3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>5467</b>	<b>5237</b>	<b>7020</b>	<b>7321</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-6388</b>	<b>-1275</b>	<b>-1747</b>	<b>-36</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1060</b>	<b>-3142</b>	<b>-2735</b>	<b>-3028</b>
现金净变动	139	819	2539	4257
现金的期初余额	351	496	1316	3854
现金的期末余额	490	1316	3854	8112

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>13793</b>	<b>13273</b>	<b>13965</b>	<b>13996</b>
营业成本	8782	7804	7547	7232
税金及附加	266	240	258	257
销售费用	26	33	31	33
管理费用	220	239	237	245
研发费用	0	0	0	0
财务费用	787	903	892	936
其他收益	30	0	0	0
投资收益	1202	885	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
<b>营业利润</b>	<b>5435</b>	<b>5139</b>	<b>5967</b>	<b>6296</b>
营业外收入	13	33	37	40
营业外支出	29	56	58	48
<b>利润总额</b>	<b>5420</b>	<b>5115</b>	<b>5946</b>	<b>6288</b>
所得税	1287	1159	1358	1451
净利润	4133	3956	4588	4837
少数股东损益	-46	116	183	231
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4179</b>	<b>3840</b>	<b>4405</b>	<b>4606</b>
<b>BPS(元)</b>	<b>0.83</b>	<b>0.76</b>	<b>0.87</b>	<b>0.91</b>

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	71.7%	-3.8%	5.2%	0.2%
营业利润增长率	67.8%	-5.5%	16.1%	5.5%
归母净利润增长率	69.6%	-8.1%	14.7%	4.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.3%	41.2%	46.0%	48.3%
净利率	30.0%	29.8%	32.9%	34.6%
ROE	13.8%	12.1%	13.0%	12.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.7%	46.9%	45.5%	44.2%
流动比率	0.65	0.72	0.93	1.27
速动比率	0.35	0.40	0.63	0.97
<b>营运能力</b>				
资产周转率	21.4%	19.3%	19.7%	19.1%
应收帐款周转率	3670.6%	2961.8%	3029.9%	2978.4%
存货周转率	218.4%	183.5%	173.5%	178.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.83	0.76	0.87	0.91
每股经营现金	1.09	1.04	1.39	1.45
每股净资产	6.00	6.29	6.71	7.16
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	8.9	9.7	8.5	8.1
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

**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