



# 宁沪高速 (600377.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 区位优势显著 股息分红上乘

### 投资逻辑

**防御能力显著，收费公路为主营业务。**公司是公路行业核心标的，上市以来股价（含分红）年复合收益率达 6.9%。公司的核心优势在于其防御性，上市以来的 11 次大盘下跌年份中，公司跑赢大盘 10 次，平均超额收益率为 20%，胜率 A 股前 6。1H2023 公司公路业务营收占比为 63%，毛利占比高达 91%。受益于疫后车流量复苏，1H2023 公司营收同比增长 46%，归母净利润同比增长 36%。

**区位优势赋能车流增长，股息确保绝对收益。**(1) 苏南区位优势支撑车流量增长。公司路产集中在江苏南部地区，2022 年江苏省 GDP 排名全国第二，民用车保有量全国第三，为车流量提供良好支撑。江苏省有 6 个城市入选国家物流枢纽承载城市，多集中在苏南地区；且长三角城市群之间关联度高，是城际商务出行的主要来源。

(2) 高分红、高股息保障了投资人最低回报。公司过往 10 年每股股利维持增长或持平，即使疫情期间股利也未下滑。2022 年每股股利为 0.46 元，分红比例为 62.2%。当前股息率为 4.6%，当前 10 年期国债收益率下行至 2.7%，公司股息率高于国债收益率。

**公路主业量价齐升，单车折旧成本减少。**(1) 车流量：预计下半年货车流量边际改善。1H2023 车流量恢复主要由客车拉动，公司参控股路产客车流量同比+105%，货车流量同比+4%。国庆前三周货车通行量连续环比增长，达到年内最高值，且下半年是货运旺季，预计货车流量同比增幅较上半年有所改善。(2) 单车收入：2020 年起江苏省高速公路采用新收费标准，新标准下建造成本更高的公路客车收费费率上升，且大型货车收费费率提高。2021 年江苏省制定改扩建项目收费标准，公司改扩建路产收费费率可提高。(3) 成本：预计 2023 年单车折旧成本减少。公司使用车流量法进行折旧，即基于预期的车流量确定单车折旧，以当期的车流量计算具体折旧额。2022 年公司改变车流量法折旧的会计估计，1H2023，我们测算的公司控股路产单车折旧同比下降 14.8%。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.1 亿元、51.0 亿元、55.6 亿元，对应 PE 分别为 11.5x、9.9x、9.1x。参考公司过往 10 年平均 PE 倍数 13.4x 以及 2024 年行业平均 PE 倍数 8.9x，考虑到宁沪高速作为行业龙头具备估值溢价，给予 2024 年 12 倍估值，目标价格为 12.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

经济修复不及预期、在建工程进度不及预期、高速公路收费政策变化、市场风格转换风险

### 交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

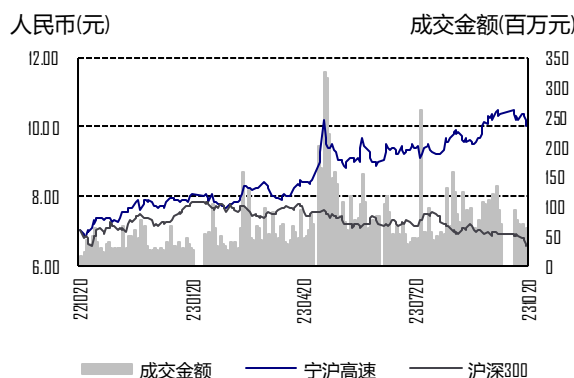
wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.05 元

目标价 (人民币)：12.16 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,793	13,256	16,662	19,790	21,112
营业收入增长率	71.71%	-3.89%	25.69%	18.78%	6.68%
归母净利润(百万元)	4,179	3,724	4,409	5,104	5,561
归母净利润增长率	69.58%	-10.88%	18.39%	15.77%	8.96%
摊薄每股收益(元)	0.829	0.739	0.875	1.013	1.104
每股经营性现金流净额	1.09	1.10	1.00	1.52	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.82%	11.66%	12.97%	14.02%	14.25%
P/E	10.39	11.12	11.48	9.92	9.10
P/B	1.44	1.30	1.49	1.39	1.30

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、宁沪高速：防御能力显著，收费公路为主营业务.....	5
1.1 公路行业核心标的，防御能力显著.....	5
1.2 江苏省唯一上市路桥公司，路产位于长三角核心区域.....	7
1.3 受益于车流量复苏，1H2023 公司业绩回升.....	8
二、区位优势赋能车流增长，高股息确保绝对收益.....	10
2.1 核心路产为沪宁高速，持续推进新建路产.....	10
2.2 苏南地区位置优越，支撑车流量增长.....	14
2.3 高股息确保绝对收益，利率低配置性价比提升.....	16
三、公路主业量价齐升，单车折旧成本减少.....	19
3.1 疫后修复叠加联通路产投产，公司车流量增长可期.....	19
3.2 收费标准提升，预计下半年单车收入环比上升.....	21
3.3 折旧摊销为路桥业务主要成本，会计估计变更致单车折旧减少.....	23
3.4 配套服务焕发新生，地产业务消化存量.....	24
四、盈利预测与投资建议.....	27
4.1 盈利预测.....	27
4.2 投资建议及估值.....	30
五、风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1： 宁沪高速上市以来前复权股价上涨 359.4%（含分红）.....	5
图表 2： 上市以来公司股价涨幅位居行业第二.....	5
图表 3： 公司不复权股价上涨更多源于盈利提升.....	5
图表 4： 2001 年以来大盘 11 次下跌年份中 A 股胜率前 10 位.....	6
图表 5： 宁沪高速在大盘下跌年份中录得较好超额收益率.....	6
图表 6： 2020 年前，公司业绩受 GDP 增速变化影响较小.....	7
图表 7： 公司主营业务可分为收费公路、配套服务、地产销售、电力销售等.....	7
图表 8： 1H2023 收费公路营收占比为 63%.....	8
图表 9： 1H2023 收费公路业务毛利占比为 91%.....	8
图表 10： 控股股东江苏交控持股比例为 54.44%（截至 1H2023）.....	8
图表 11： 1H2023 公司营业收入同比增长 46%.....	8
图表 12： 1H2023 公司归母净利润同比增长 36%.....	8
图表 13： 1H2023 公司营业收入位居可比公司第二.....	9



图表 14:	1H2023 公司归母净利润位居可比公司第二.....	9
图表 15:	1H2023 公司归母净利率提升至 35%.....	9
图表 16:	公司收费公路、电力销售业务毛利率较高.....	9
图表 17:	2022 年公司 ROE 位居可比公司第三.....	10
图表 18:	可比公司中粤高速、皖通高速更专注主业.....	10
图表 19:	公司拥有或参股的已开通路桥里程已超过 910 公里（截至 1H2023）.....	10
图表 20:	公司高速公路资产主要集中在苏南地区.....	11
图表 21:	沪宁高速贡献主要通行费收入.....	11
图表 22:	1H2023 公司日均车流量大幅增长.....	11
图表 23:	公司路产剩余收费年限在可比公司中处于中上水平.....	12
图表 24:	公司在建路产剩余投资需求为 140.62 亿元（截至 2022 年末）.....	12
图表 25:	公司路桥业务折旧摊销占通行费收入比更小.....	13
图表 26:	公司核心路产沪宁高速单公里建造成本更少.....	13
图表 27:	疫情前公司收费公路业务毛利率行业领先.....	14
图表 28:	公司新建路产常宜高速、宜长高速毛利率较低.....	14
图表 29:	2022 年江苏省 GDP 排名国内第二.....	14
图表 30:	2022 年江苏省运营物流园区总数排名全国第一.....	14
图表 31:	江苏省重点城市在国家物流枢纽布局中的规划情况.....	14
图表 32:	2021 年江苏省民用汽车拥有量位居全国第三.....	15
图表 33:	江苏省人均民用汽车拥有量超全国平均.....	15
图表 34:	长三角城市群之间关联度更高.....	15
图表 35:	宁常高速及镇溧高速对沪宁高速有分流作用.....	16
图表 36:	沪宁高速铁路客运分流早已基本完成.....	16
图表 37:	2018-2022 年公司税前每股股利为 0.46 元.....	17
图表 38:	2022 年公司现金分红比例为 62.2%.....	17
图表 39:	公司股息率排名行业第六.....	18
图表 40:	公司股息率为 4.6%.....	18
图表 41:	长期利率与 GDP 增速有一定相关性.....	18
图表 42:	目前 10 年期国债到期收益率较低.....	18
图表 43:	宁沪高速在利率下行阶段拥有较好的超额收益.....	18
图表 44:	公司分红融资比例在全部 A 股中排名第三.....	19
图表 45:	上半年车流量恢复主要由客车拉动.....	20
图表 46:	高速货车通行量出现边际改善.....	20
图表 47:	制造业 PMI 连续四个月环比上升.....	20
图表 48:	9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%.....	20



图表 49:	锡宜及环太湖高速与南部通道连接	21
图表 50:	1H2023 锡宜及环太湖高速车流量大幅增长	21
图表 51:	五峰山大桥连接京沪及沪宁高速	21
图表 52:	1H2023 五峰山大桥车流量同比增长 160.6%	21
图表 53:	江苏省高速公路客车新收费费率较原有费率提升	22
图表 54:	大型货车收费费率提升 (元/车公里)	22
图表 55:	2021 年江苏省制定高速公路改扩建项目收费标准	22
图表 56:	1H2023 沪宁高速江苏段单车收入同比-20.3%	23
图表 57:	1H2023 公司路产货车占比减少	23
图表 58:	1H2023 公司主要路产货车占比减少	23
图表 59:	1H2023 公司路桥业务成本同比增长 9.7%	24
图表 60:	1H2023 公司折旧摊销占路桥业务成本 59%	24
图表 61:	公司采用车流量法进行折旧	24
图表 62:	公司控股路产单车折旧较为稳定	24
图表 63:	龙潭过江通道工程各预测特征年路段交通量预测结果 (pcu/d)	24
图表 64:	1H2023 配套服务业务营业收入同比增长 101%	25
图表 65:	1H2023 配套服务业务毛利率转正	25
图表 66:	配套服务业务 80%以上营收来自油品销售	25
图表 67:	2023 年下半年成品油价格出现边际上升	26
图表 68:	2023 年下半年成品油价格价差缩小	26
图表 69:	1H2023 地产销售业务营业收入同比下降 10%	26
图表 70:	1H2023 地产销售毛利率为 31.2%	26
图表 71:	截至 2022 年末房地产在售项目情况 (万平方米、亿元)	26
图表 72:	花桥镇项目预计于 2025 年竣工 (亿元)	27
图表 73:	预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)	28
图表 74:	预测营业成本拆分 (百万元)	29
图表 75:	核心业绩指标	30
图表 76:	公司过往 10 年 PE 均值为 13.4 倍	30
图表 77:	可比公司估值比较 (市盈率法)	30



## 一、宁沪高速：防御能力显著，收费公路为主营业务

### 1.1 公路行业核心标的，防御能力显著

公路行业核心标的，上市以来年化收益率 6.9%。公司是公路行业中备受投资者青睐的标的，自公司上市以来至今，公司前复权股价上涨 359.4% (含分红)，年化收益率达到 6.9%。和大盘对比来看，2001 年公司上市以来至今，上证指数上涨 45.8%，年化收益率为 1.7%，公司年化收益率较上证指数高 5.2pct。2022 年 10 月起，疫情防控政策改善，高速公路车流量恢复预期加强，公司股价持续回升。

图表1：宁沪高速上市以来前复权股价上涨 359.4% (含分红)

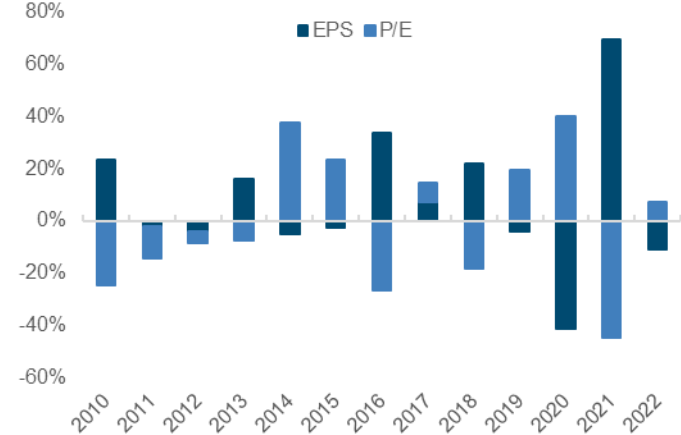
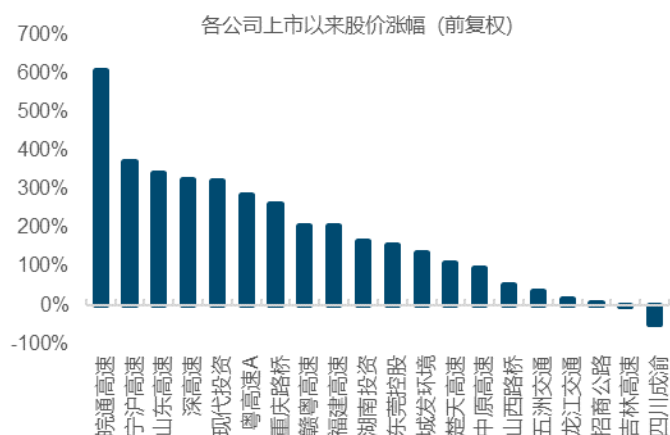


来源：Wind，国金证券研究所

公司股价上升主要源于高分红及盈利提升。回顾公司股价表现，我们认为其高涨幅的驱动因素主要在于高分红以及盈利的稳步提升。自公司上市以来，公司不复权股价（不含分红）上涨 35%，年化收益率为 1.3%；前复权股价（含分红）上涨 359%，年化收益率为 6.9%，可见绝对收益是公司股价上升的重要来源。对于不复权股价，其上升更多来源于公司盈利提升，2012-2022 年期间，公司 EPS 年复合增长率为 4.8%，PE 年复合增长率为 -0.1%。

图表2：上市以来公司股价涨幅位居行业第二

图表3：公司不复权股价上涨更多源于盈利提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

抗风险能力显著，优良防御性资产。观察公司上市以来超额收益情况，我们发现在大盘下跌年份中，公司往往表现出较好的防御属性，录得不错的超额收益。公司上市（2001 年）以来 A 股经历过 11 次大盘涨跌幅为负的年份，在这 11 年当中公司 10 次跑赢大盘，胜率仅次于全胜的格力电器，在 A 股中胜率排名前 6。在大盘下跌年份中公司往往录得不错的





超额收益，例如 2018 年上证指数下跌 24.6%，宁沪高速录得 4.4% 的正收益。在 11 次下跌年份中公司平均超额收益率为 20%。

图表4：2001 年以来大盘 11 次下跌年份中 A 股胜率前 10 位

序号	证券代码	证券简称	跑赢大盘次数	平均超额收益率
1	000651.SZ	格力电器	11	20%
2	000639.SZ	西王食品	10	24%
3	000895.SZ	双汇发展	10	26%
4	600085.SH	同仁堂	10	24%
5	000810.SZ	创维数字	10	25%
6	600377.SH	宁沪高速	10	20%
7	600132.SH	重庆啤酒	9	30%
8	000423.SZ	东阿阿胶	9	19%
9	000963.SZ	华东医药	9	22%
10	000876.SZ	新希望	9	14%

来源：Wind，国金证券研究所

注：相较于上证指数

图表5：宁沪高速在大盘下跌年份中录得较好超额收益率



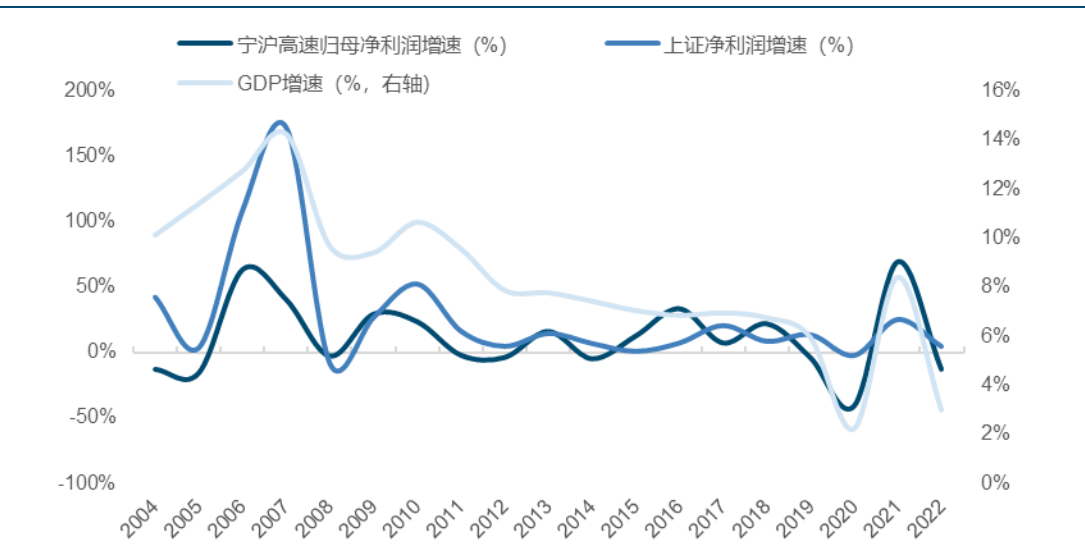
来源：Wind，国金证券研究所

注：相较于上证指数

强防御性来自于盈利韧性与股利的稳定性。公司股票具有较好的防御性，主要原因是高速公路车流量相对稳定，即使在经济承压的阶段盈利也能表现出较强的韧性。复盘来看，2004-2022 年，上市公司整体利润增速受国内 GDP 增速变化影响波动剧烈；反观公司，除疫情带来的归母净利润波动外，整体利润增速波动较小。股利方面，公司过往 10 年每股股利维持不下降，即使在 2020 年公司业绩大幅下滑时期，公司每股股利仍为 0.46 元，当年公司现金分红比例增长至 94%。



图表6：2020年前，公司业绩受GDP增速变化影响较小



来源：Wind，国金证券研究所

## 1.2 江苏省唯一上市路桥公司，路产位于长三角核心区域

江苏省唯一上市路桥公司，路产位于长三角核心区域。宁沪高速是江苏省唯一的交通基建类上市公司，成立于1992年，1997年发行H股在香港上市，2001年发行A股在上交所上市。公司经营路产区域位于中国经济最具活力的长江三角洲地区，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。截至1H2023，公司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。

收费公路为主要业务，毛利占比达91%。公司主营业务可分为收费公路、配套服务、地产销售、电力销售四个板块，其中收费公路主业在1H2023营收占比为63%，毛利占比为91%，营收由公司控股路产通行费收入贡献。2022年公司拓展新能源发电业务，1H2023业务毛利占比为6%。公司参与的PPP建设项目需进行会计处理，计入建造期收入与成本，该部分无毛利。

图表7：公司主营业务可分为收费公路、配套服务、地产销售、电力销售等

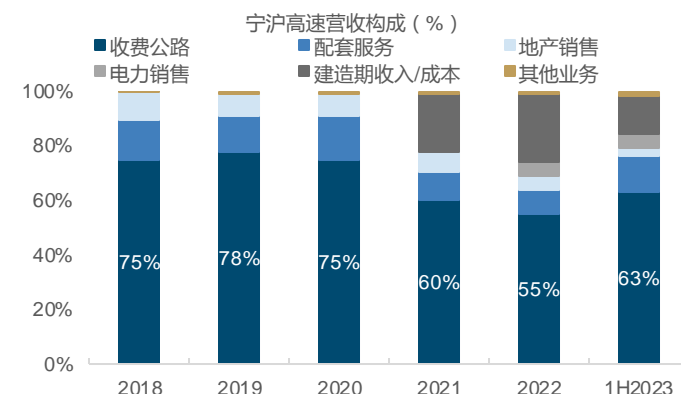
主营业务	业务介绍	1H2023 营收占比	1H2023 毛利占比
收费公路	主要业务为江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理。截至1H2023，本集团直接参与经营和投资的路桥项目达到17个，拥有或参股的已开通路桥里程已超过910公里。计入公司营收的主要是公司控股路产通行费收入。	63.4%	90.9%
配套服务	配套服务主要包括沪宁高速公路沿线六个服务区的油品销售、餐饮、商品零售及其他相关业务。	12.6%	0.2%
地产销售	房地产业务开发模式为设立专项项目公司开发为主，开发项目均取得相关批文，资本金充足，建设资金以自有资金及母公司委托贷款为主。	3.4%	2.4%
电力销售	主要经营光伏、海上风电等清洁能源发电。2022年，公司收购云杉清能公司100%股权，布局新能源产业。截至1H2023，云杉清能公司并网项目总装机容量达526.6兆瓦（含参股权益装机容量），所持电站均已投产。	4.9%	5.6%
建造期收入/成本	对于PPP形式参与公共基础设施建设业务，本集团于项目建造阶段，按照收入准则确定本集团身份是主要责任人进行会计处理。	14.1%	0.0%
其他业务	发行人其他业务主要包括子公司宁沪投资等公司的广告经营及宁沪置业的物业服务等。	1.6%	0.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

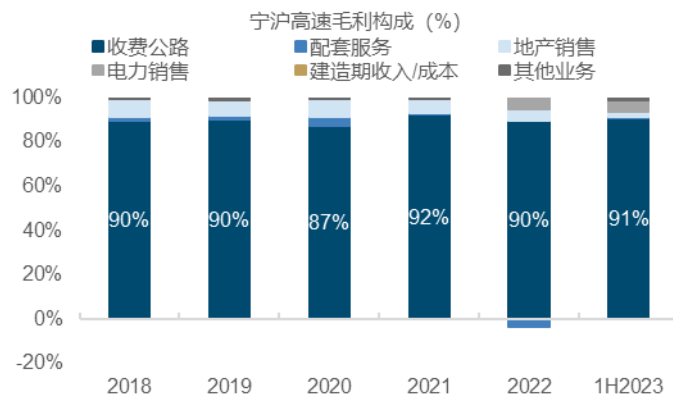


图表8: 1H2023 收费公路营收占比为 63%

图表9: 1H2023 收费公路业务毛利占比为 91%



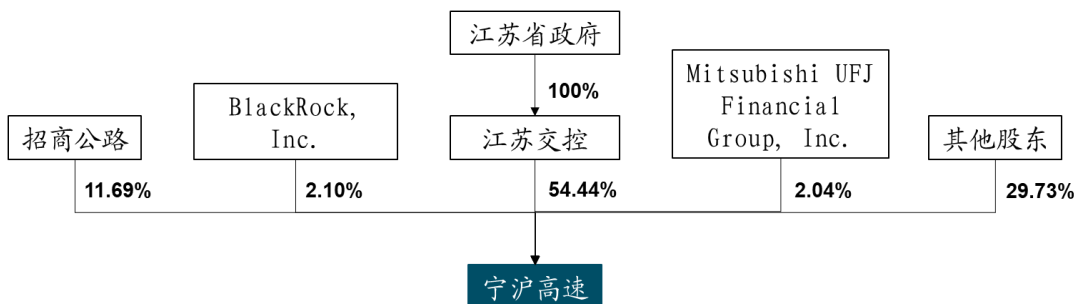
来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

控股股东为江苏交控, 大力支持公司发展。公司控股股东为江苏交通控股有限公司, 截至 1H2023, 江苏交控持股比例为 54.44%, 公司实际控制人为江苏省国资委。控股股东江苏交控在江苏省高速公路建设与运营业务中具有垄断地位。公司作为江苏交通控股体系内唯一的上市公司, 资产质量高, 盈利能力好, 在担保及资金拆借方面获得了江苏交控的大力支持。

图表10: 控股股东江苏交控持股比例为 54.44% (截至 1H2023)



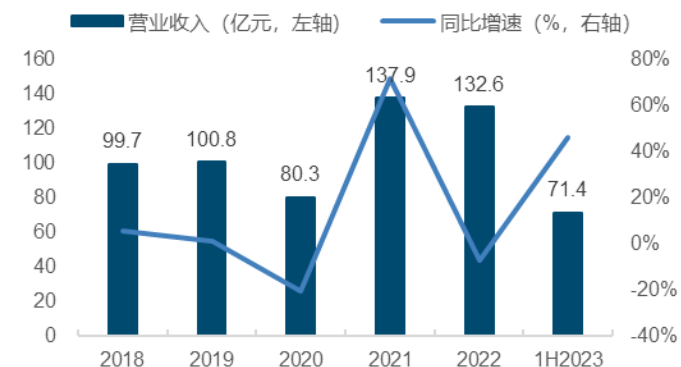
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 受益于车流量复苏, 1H2023 公司业绩回升

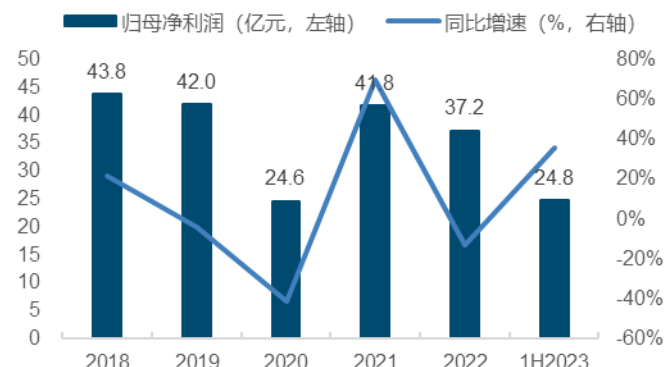
疫情拖累业绩增长, 1H2023 公司业绩回升。2020 年公司营收同比-20%, 归母净利润同比-41%; 2022 年公司营收同比-7%, 归母净利润同比-13%, 主要原因是疫情期间高速公路车流量下滑、2020 年及 2022 年高速公路有通行优惠政策。1H2023, 公司实现营业收入 71.4 亿元, 同比+46%, 较 2019 年同期+48%; 公司实现归母净利润 24.8 亿元, 同比+36%, 较 2019 年同期+9%, 主要原因是公司经营路网通行量同比上升, 其中公司核心路产沪宁高速通行量同比+71%。

图表11: 1H2023 公司营业收入同比增长 46%

图表12: 1H2023 公司归母净利润同比增长 36%



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

归母净利润可比公司第二, 1H2023 业绩增速领先。与可比公司对比来看, 1H2023 公司营

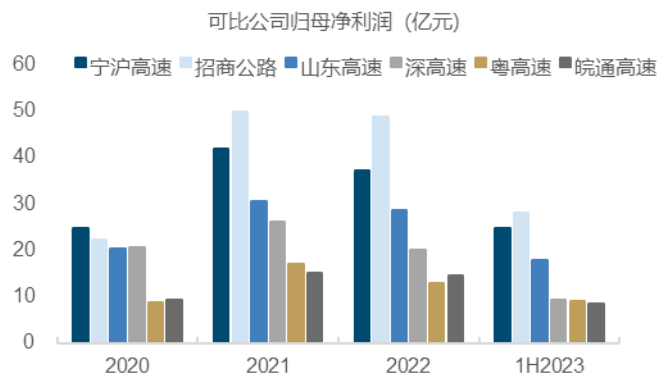
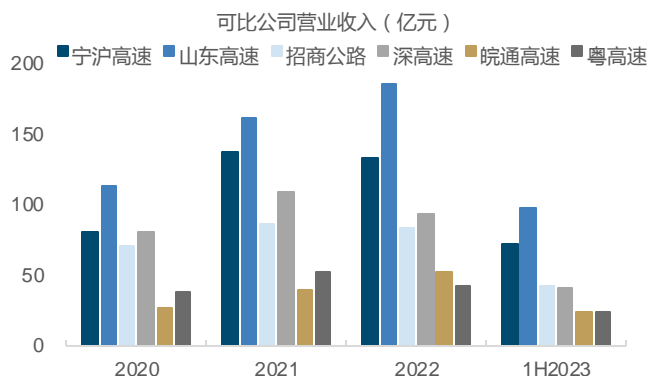




业收入排名可比公司第二，归母净利润排名可比公司第二。1H2023，公司归母净利润同比+36%，领先于同行（+19%、+15%、+10%、+15%、+26%）。我们认为，一方面 2022 年上海疫情对公司所经营路产的影响更大，公司上半年有较低的基数；另一方面，公司路产位于中国最具活力的长三角地区，核心路产车流量恢复较好，且公司 2021 年 6 月五峰山大桥新通车，疫情影响消散后盈利能力逐步体现。

图表13：1H2023 公司营业收入位居可比公司第二

图表14：1H2023 公司归母净利润位居可比公司第二



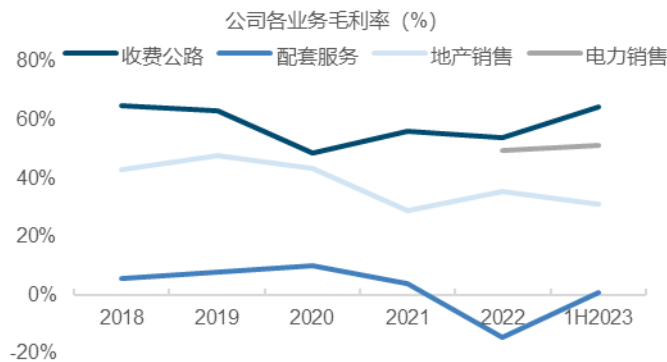
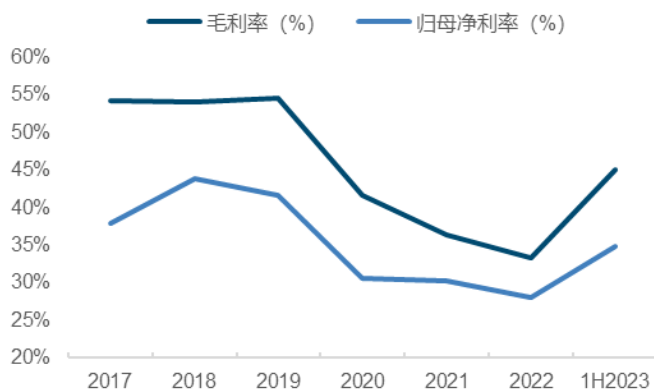
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

1H2023 公司归母净利率提升至 35%。1H2023，公司毛利率为 45%，同比+2.9pct；公司归母净利率为 35%，同比-3.6pct。公司毛利率同比上升的原因是：1）受益于车流量复苏，主业收费公路业务毛利率上升 8.4pct；2）新增的电力销售业务毛利率较高，1H2022 并未并入报表，并表后对毛利率提升有正面作用。公司净利率同比下滑的原因是参股公司分红时间较去年有所推迟，导致投资收益同比减少。分业务来看，1H2023 公司收费公路主业以及电力销售业务毛利率在 50%以上，地产销售毛利率为 31%，配套服务毛利率为 1%。配套服务毛利率较低的原因是其业务主要为服务区油品销售，油品批零价差较小。

图表15：1H2023 公司归母净利率提升至 35%

图表16：公司收费公路、电力销售业务毛利率较高



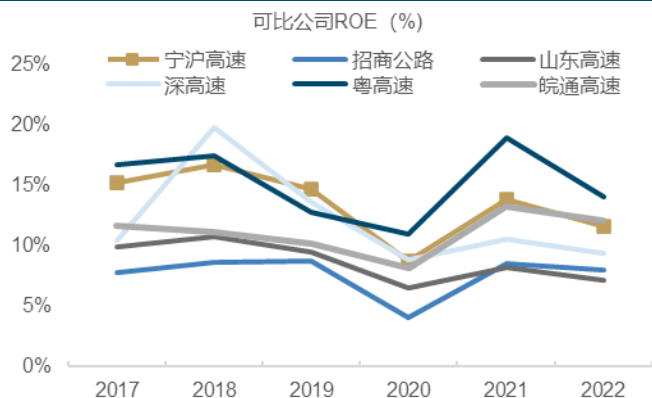
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2022 年公司 ROE 为 12%，预计今年增幅超可比公司。2022 年公司 ROE 为 12%，位居可比公司第三，主要原因为：1）排名靠前的粤高速和皖通高速专注于收费公路主业，并无其他副业，而一般收费公路业务毛利率高于副业。2）在有副业的高速企业中，公司 ROE 高于其他公司，主要原因是公司路产资源禀赋较好，且部分副业毛利率较高。1H2023，公司营收与归母净利润增速超可比公司，我们预计 2023 年公司 ROE 将有所提升，且增幅也将超可比公司。

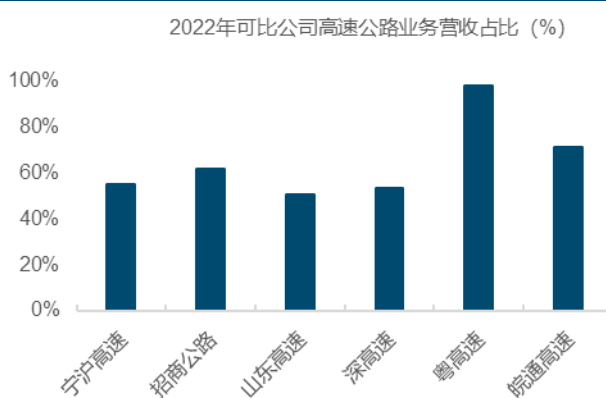


图表17: 2022 年公司 ROE 位居可比公司第三



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 可比公司中粤高速、皖通高速更专注主业



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

## 二、区位优势赋能车流增长, 高股息确保绝对收益

### 2.1 核心路产为沪宁高速, 持续推进新建路产

#### (1) 路产集中于苏南地区, 核心路产为沪宁高速

参控股路产里程超 910 公里, 核心路产为沪宁高速。截至 1H2023, 公司拥有或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。公司核心路产为沪宁高速江苏段, 拥有权益比例为 100%。沪宁高速是连接上海与江苏省南京市的重要高速公路干线, 路段全长 248.21 公里, 双向八车道。公司其他路产还包括广靖及锡澄高速、宁常及镇溧高速、锡宜及环太湖高速公路等。

图表19: 公司拥有或参股的已开通路桥里程已超过 910 公里 (截至 1H2023)

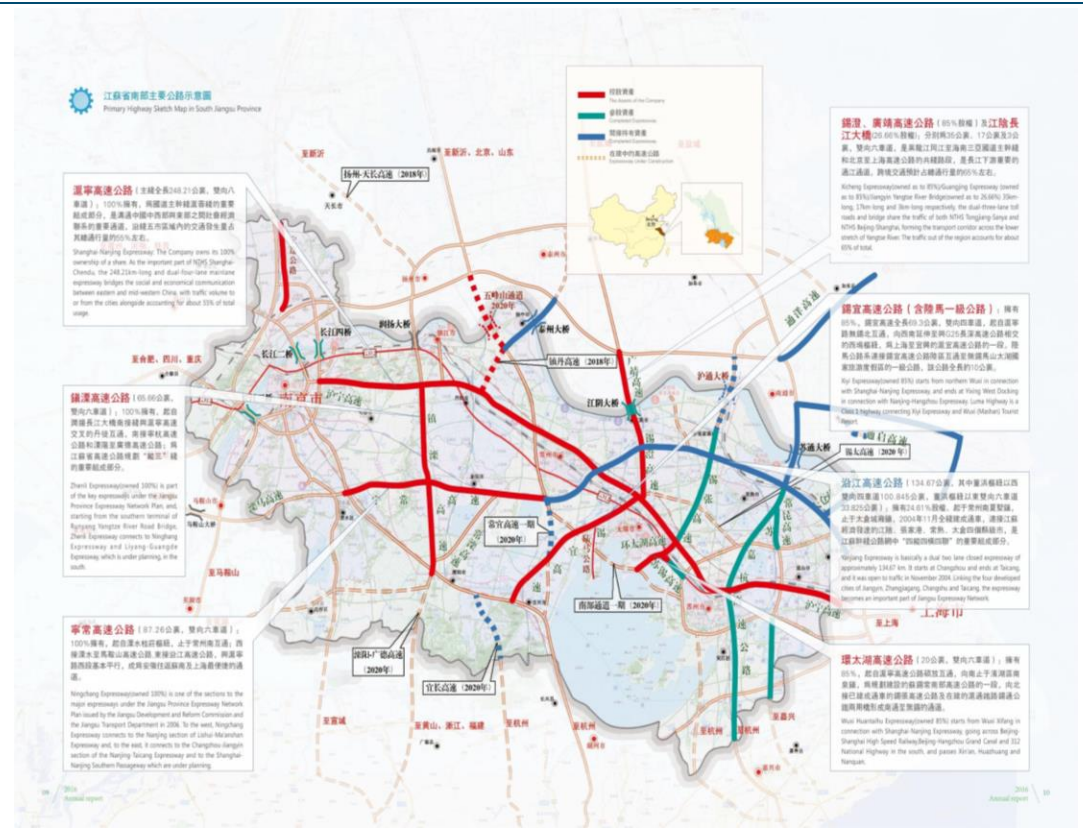
序号	路桥名称	起止点	拥有权益比例	里程 (km)	车道数目	收费经营起止日期	剩余年限	路产状态
1	沪宁高速公路江苏段	南京马群至上海安亭	100%	248.21	8	1996.09-2032.06	9	运营
2	宁常高速公路	溧水桂庄枢纽至常州南互通	100%	87.26	6	2007.09-2032.09	9	运营
3	镇溧高速公路	丹徒枢纽至溧阳前马	100%	65.66	6	2007.09-2032.09	9	运营
4	广靖高速公路	广陵至江阴大桥北端	85%	17.2	6	1999.09-2029.09	6	运营
5	锡澄高速公路	江阴大桥南端至无锡钱巷	85%	35	6	1999.09-2029.09	6	运营
6	锡宜高速公路	无锡北至宜兴西坞枢纽	85%	69.3	4	2003.09-2028.09	5	改扩建
7	环太湖高速公路	硕放枢纽至南泉互通	85%	20	6	2006.10-2031.10	8	运营
8	镇丹高速公路	镇江新区至丹阳	70%	21.6	4	2018.09-2043.09	20	运营
9	常宜高速一期	常州至宜兴	60%	17.71	6	2020.12-2045.12	22	运营
10	宜长高速公路	宜兴至长兴	60%	25.46	6	2021.01-2046.01	23	运营
11	五峰山公路大桥及南北接线	正仪枢纽至大港枢纽	64.5%	35.92	8	2021.06-2046.06	23	运营
12	苏嘉杭高速公路	常熟至吴江	23.86%	100.1	4	2002.12-2032.12	9	运营
13	沿江高速公路	常州南夏墅至太仓城厢	21.38%	134.6	4	2004.08-2034.08	11	运营
14	江阴长江公路大桥	-	26.66%	3.07	6	1999.09-2029.09	6	运营
15	常嘉高速公路	角直枢纽至苏浙省界	23.86%	28.44	6	2016.12-2041.12	18	运营

来源: 公司公告, 国金证券研究所



路产集中于苏南地区，形成路网规模效应。公司主要路产是长三角地区高速公路网的中枢干线，多集中在苏南地区。其中核心路产沪宁高速江苏段是江苏的交通主动脉，是国家放射线京沪高速（G2）和东西横线沪蓉高速（G42）的重要组成部分，在国家高速公路网中地位突出，为国内最繁忙的高速公路之一。公司其他控股或参股的路桥项目均处于连接江苏省东西及南北陆路的交通大走廊，延伸覆盖沪宁高速沿线，形成路网规模效应。

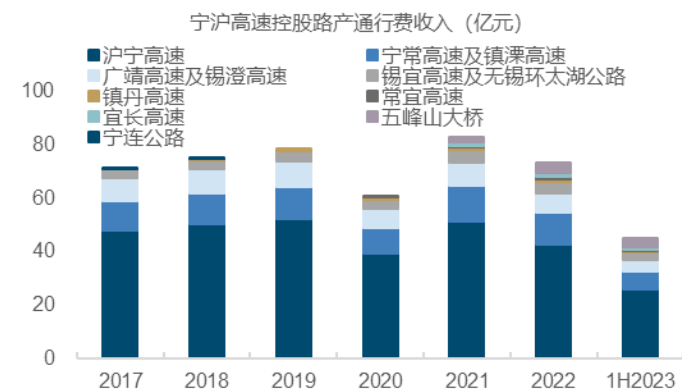
图表20：公司高速公路资产主要集中在苏南地区



来源：公司官网，国金证券研究所

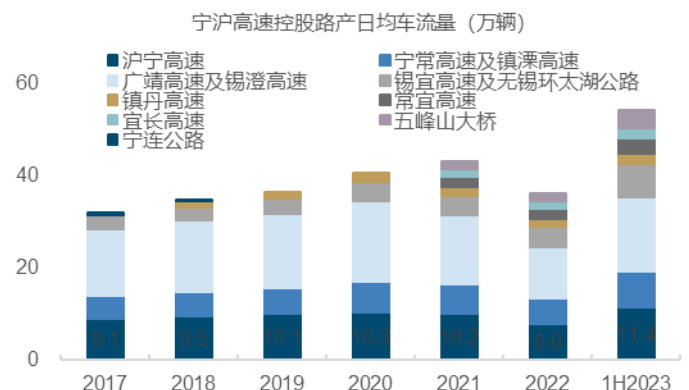
沪宁高速贡献主要收入，1H2023 路产车流量大幅增长。公司核心路产沪宁高速在收费公路业务中贡献主要收入，1H2023 其收入占比达到 57.2%，因为沪宁高速路产里程最长，且单条路产的日均车流量最多。1H2023，公司控股路产日均车流量为 54.1 万辆，同比增长 70.8%；其中沪宁高速日均车流量为 11.4 万辆，同比增长 70.7%。

图表21：沪宁高速贡献主要通行费收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表22：1H2023 公司日均车流量大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

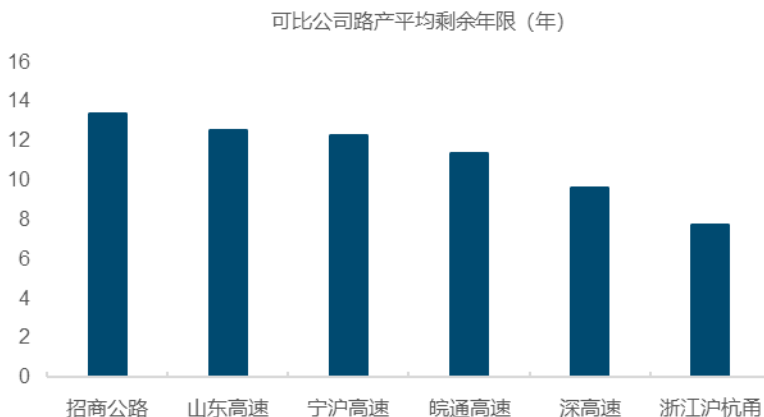
## (2) 路产剩余年限行业中上游，新建路产持续推进

路产剩余收费年限行业内处于中上游。根据《收费公路管理条例》，经营性高速公路收费时间最长不超过 25 年，中西部的部分地区收费公路期限不超过 30 年。目前公司参控股路产剩余平均收费年限约为 12.3 年，核心路段沪宁高速江苏段剩余年限为 9 年。同行业来看，公司剩余收费年限在可比公司中处于中上水平。此外，公司控股路产中有 4 条剩余年



限在 20 年以上的路产，路产尚在车流培育期，车流量增速会高于成熟路产。

图表23：公司路产剩余收费年限在可比公司中处于中上水平



来源：各公司公告，国金证券研究所

注：剩余期限取算数平均

新建路产持续推进，龙潭大桥项目预计 2024 年底建成。公司持续推进优质新建路产项目，截至 2022 年末，公司主要在建项目为龙潭过江通道、龙潭大桥北连接线和锡宜高速扩建项目，合计建设里程为 55.065 公里。龙潭大桥项目预计于 2024 年底建成，建成后将进一步提升收费里程和路产竞争力。

资金来源方面，龙潭过江通道由公司承担的项目资本金为公司自有资金和政府债，其余资本金由公路沿线地方政府负责；资本金外的剩余资金将依靠项目贷款解决。公司在建项目剩余投资需求为 140.62 亿元，2023 年计划投资 38.5 亿元。根据会计准则，PPP 项目投资将计入公司建造期收入/成本。

图表24：公司在建路产剩余投资需求为 140.62 亿元（截至 2022 年末）

项目名称	建设里程 (公里)	预算投资额 (亿元)	建设期	资本金 占比	公司承 担本金 比例	截至 2022 年末已投 资 (亿 元)	2023 年投 资计划 (亿元)	剩余投 资额 (亿 元)
龙潭过江通道	4.93	62.54	2019-2024	40%	53.60%	32.8	8	21.74
龙潭大桥北连接线	12.4	49.85	2022-2024	50%	60%	16.46	16.5	16.89
锡宜高速公路南段 扩建项目	37.735	77.55	2022-2026	40%	85%	0.06	14	63.49
合计	55.065	189.94	--	--	--	49.32	38.5	102.12

来源：公司公告，国金证券研究所

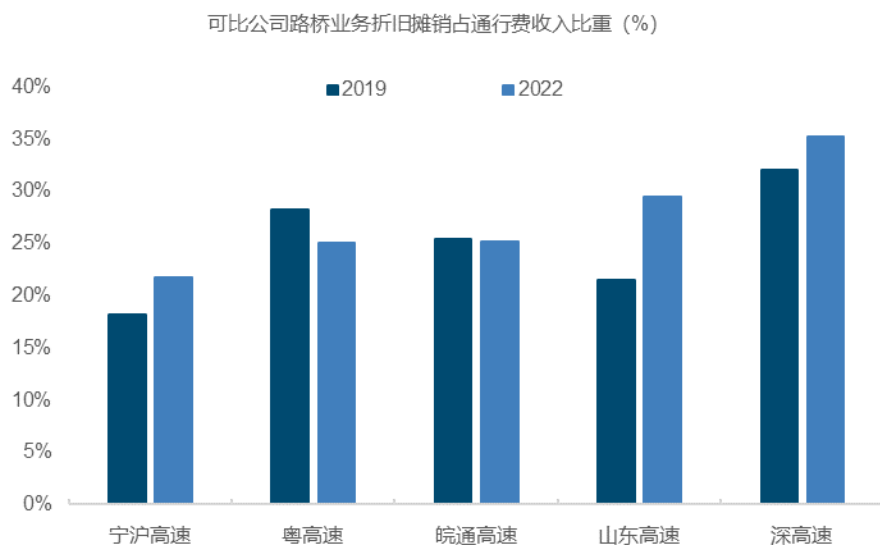
### （3）折旧摊销成本占通行费收入比重较小，路桥业务毛利率将迎修复

公司在成本方面的核心竞争力在于折旧摊销成本占通行费收入比重较小。和可比公司对比来看，疫情前的 2019 年公司路桥业务折旧摊销占通行费收入比为 18%，2022 年折旧摊销占比为 22%，均为可比公司中最低。核心成本占比较少可以为公司带来更大的毛利率，2020 年起由于新建路产的加入，公司毛利率行业排名下降，但在 2019 年前公司毛利率位居行业第一。我们认为公司在折旧成本方面优势来源于核心路产单公里成本更少，公司累计折旧摊销上限更低。





图表25：公司路桥业务折旧摊销占通行费收入比更小



来源：公司公告，国金证券研究所

核心路产沪宁高速单公里建设成本较低。随着土地、材料、人工成本上升，高速公路单公里建造成本日益上升。从 2010-2020 年通车的 4 个双向四车道项目来看，随着时间推移，单公里建造成本从 0.5 亿元上升至 0.97 亿元。公司核心路段宁沪高速新建和改扩建时间都较早，单公里建设成本更低。沪宁高速改扩建 2004 年开工，单公里建设成本为 0.42 元；可比公司山东高速核心路产济青高速改扩建 2016 年开工，单公里建设成本上升至 0.96 亿元。

图表26：公司核心路产沪宁高速单公里建造成本更少

新建路产	所属上市公司	建设总里程 (公里)	车道类型	开工年份	通车年份	投资额 (亿元)	单公里建筑成本 (亿元)
外环项目 (一至三期)	深高速	77	双向六车道	2014	2028	149.47	1.94
宜长高速	宁沪高速	26	双向六车道	2018	2020	39.8	1.53
怀芷高速	现代投资	33.5	双向四车道	2015	2020	32.4	0.97
镇丹高速	宁沪高速	21.6	双向四车道	2015	2018	17.3	0.80
东昌高速	赣粤高速	151.81	双向四车道	2015	2017	99.7	0.66
筋岑高速	五洲交通	38.574	双向四车道	2008	2010	19.16	0.50
沪宁高速江苏段	宁沪高速	248.2	双向四车道	1992	1996	62.1	0.25
改扩建路产	所属上市公司	建设总里程 (公里)	车道类型	开工年份	通车年份	投资额 (亿元)	单公里建筑成本 (亿元)
乐成高速	四川成渝	138.41	四改六/八	2018	2020	231.33	1.67
济青高速	山东高速	309.2	四改八	2016	2016	297.96	0.96
昌九高速	赣粤高速	87.82	四改八	2016	2019	65.24	0.72
福厦高速	福建高速	228.766	四改八	2007	2010	141.3	0.62
沪宁高速江苏段	宁沪高速	248.21	四改八	2004	2006	105.40	0.42

来源：各公司公告，国金证券研究所

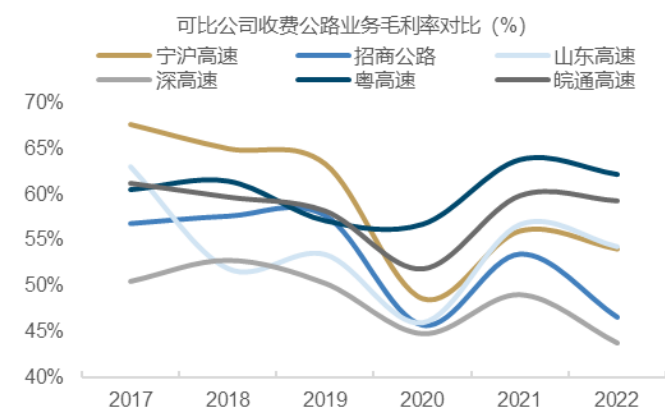
路桥业务行业领先，毛利率将迎修复。疫情前公司收费公路业务毛利率领先于行业，2019 年公司收费公路业务毛利率为 63.3%，领先第二名皖通高速 5.1pct。2020 年起公司毛利率下滑，主要原因是：1) 公司新建路产投入使用，新路产尚在车流培育期，毛利率较低。2022 年，常宜高速毛利率为 10.6%，宜长高速毛利率为 14.7%。2) 沪宁高速等成熟路产通行费收入受到疫情影响，而养护、人工等成本支出较为稳定，2022 年沪宁高速毛利率下滑至 57.6%。我们认为当前疫情影响消除，公司路桥业务毛利率将迎来修复。



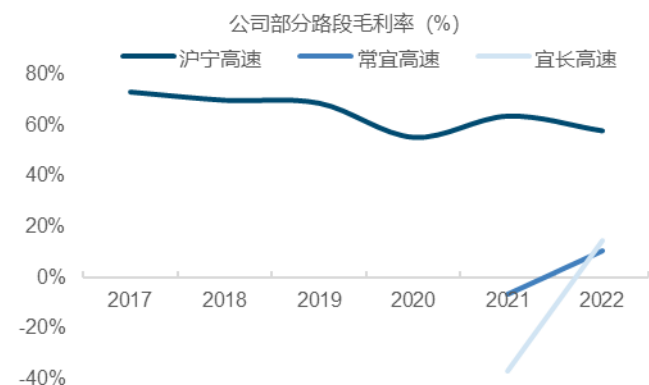


图表27: 疫情前公司收费公路业务毛利率行业领先

图表28: 公司新建路产常宜高速、宜长高速毛利率较低



来源: 各公司公告, 国金证券研究所



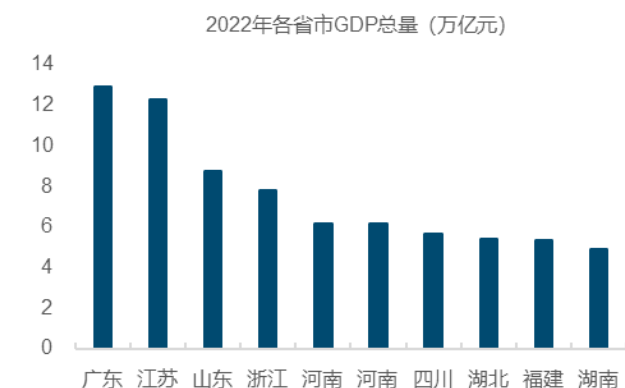
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2 苏南地区地理位置优越, 支撑车流量增长

江苏省经济发达, 支撑货车流量增长。货车流量增长主要由社会物流总量推动。2022 年, 江苏省 GDP 为 12.3 万亿元, 排名全国第二, 良好的地方经济实力保障货运需求体量。工业物流需求是物流园区的建设需求的基础, 2022 年江苏省在运营的物流园区总数为 165 个, 排名全国第一, 侧面反映了江苏省工业物流需求旺盛。同时, 物流园区的建设与运营也是货车流量的另一大保障。

图表29: 2022 年江苏省 GDP 排名国内第二

图表30: 2022 年江苏省运营物流园区总数排名全国第一



来源: iFind, 国金证券研究所



来源: 中国物流与采购联合会, 国金证券研究所

部分苏南地区重点城市入选国家物流枢纽。在国家发改委发布《国家物流枢纽布局和建设规划》中, 依据区域经济总量、产业空间布局、基础设施联通度和人口分布等, 选择 127 个具备一定基础条件的城市作为国家物流枢纽承载城市。其中江苏省有 6 个城市入选, 大多集中在苏南地区。公司路产主要集中于苏南地区, 物流枢纽的存在对公司路产的货车流量起到支撑作用。

图表31: 江苏省重点城市在国家物流枢纽布局中的规划情况

陆港型国家物流枢纽承载城市	南京、徐州
港口型国家物流枢纽承载城市	南京、苏州、南通、连云港
空港型国家物流枢纽承载城市	南京
生产服务型国家物流枢纽承载城市	南京、无锡、苏州
商贸服务型国家物流枢纽承载城市	南京、南通

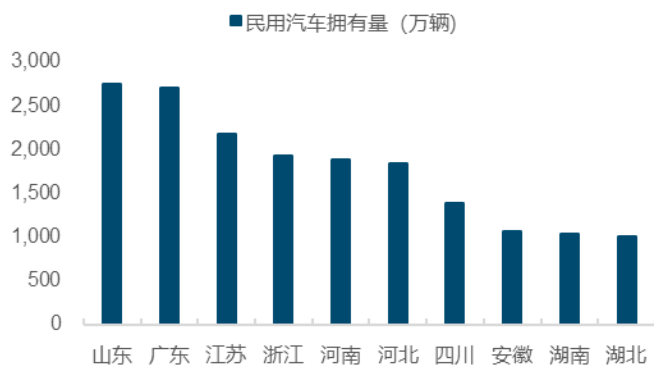
来源: 国家发改委, 国金证券研究所

民用汽车保有量全国第三, 保障客车流量。高速公路客车流量主要受民用汽车拥有量以及居民出行频次等因素影响。2021 年江苏省民用汽车拥有量为 2176 万辆, 排名全国第三。江苏省人均民用汽车拥有量从 2010 年起逐渐与全国平均拉开差距, 在 2021 年达到 0.24

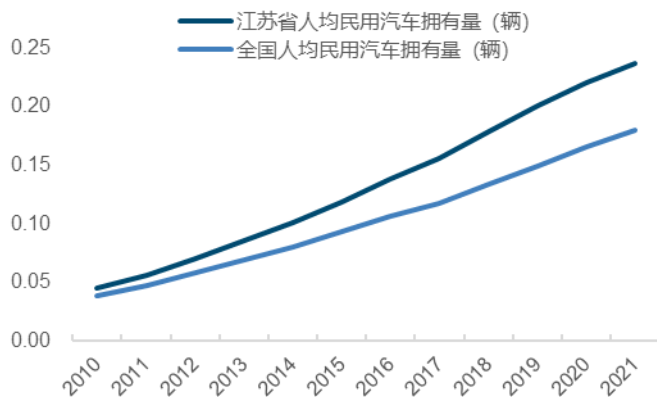


辆，较全国平均高出 32%。

图表32：2021 年江苏省民用汽车拥有量位居全国第三



图表33：江苏省人均民用汽车拥有量超全国平均



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

长三角城市群关联度高，支撑高速出行频次。根据《中国主要城市关联网络研究》，文章通过企业总部所在城市与企业分支机构所在城市来定义关联程度。长三角城市群之间的关联度要高于其他两个城市群。高关联度是长三角城市群城际商务出行主要来源，支撑长三角地区的高速公路的客车出行频次。

图表34：长三角城市群之间关联度更高

	主要城市	第一关联城市	第二关联城市	第三关联城市	第四关联城市
京津冀	北京	上海	深圳	广州	天津
	天津	北京	上海	深圳	广州
	石家庄	北京	上海	天津	深圳
	唐山	北京	天津	上海	石家庄
长三角	上海	北京	深圳	广州	苏州
	杭州	上海	北京	深圳	宁波
	南京	上海	北京	苏州	深圳
	苏州	上海	深圳	南京	北京
	宁波	上海	杭州	深圳	北京
	无锡	上海	苏州	北京	南京
	合肥	上海	北京	深圳	南京
珠三角	深圳	上海	广州	北京	成都
	广州	深圳	上海	北京	佛山
	佛山	广州	深圳	北京、上海	杭州

来源：《中国主要城市关联网络研究》，国金证券研究所

路产竞争环境稳定，无新增公路分流。分流方面，公司路产主要受周边平行高速路产以及铁路的竞争。公司运营路产里程在区域内占比较高，2022 年末公司收费路产占江苏省高速公路通车里程的比例为 17.9%，其中沪宁高速主要覆盖上海-南京方向的车流。由于宁常、镇溧高速公路对沪宁高速分流效果明显，公司于 2014 年底收购宁常、镇溧高速，收购完成后，公司对沪宁方向的车流覆盖度进一步提升。目前，宜长高速受 2022 年溧广高速溧阳至宁德江苏段通车分流影响，除此之外公司路产竞争环境稳定，且江苏省新增高速公路产主要集中在苏中和苏北地区，公司运营路产无新增路产分流压力。



图表35：宁常高速及镇溧高速对沪宁高速有分流作用



来源：公司官网，国金证券研究所

铁路对公司核心路产分流并不明显。公司周边平行铁路是宁沪城际铁路、京沪高铁和宁杭高铁，分别于2010年7月、2011年6月和2013年7月开通运行，但以上铁路线路开通后对公司核心路产的分流影响并不明显，我们认为可能的原因是：1) 宁沪铁路客运向来发达，在开通之前已有动车组运行，客运分流早已基本完成；2) 公路的优势里程为100公里以内的短途，高铁的优势里程为100-1000公里的中长途，公路旅客以短途旅客为主，二者有一定的不可替代性。

图表36：沪宁高速铁路客运分流早已基本完成



来源：新华社，国金证券研究所

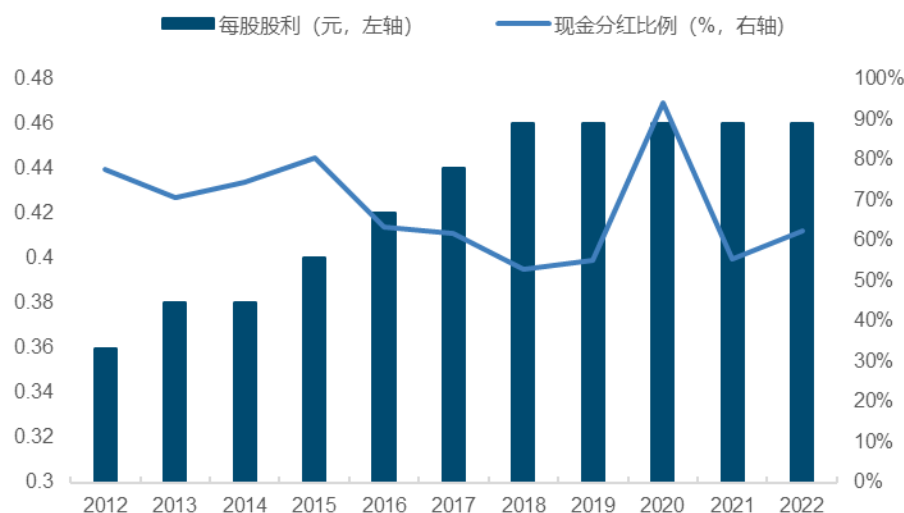
### 2.3 高股息确保绝对收益，利率低配置性价比提升

维持每股股利增长或持平，分红比例在50%以上。回顾公司过往10年每股股利，每股股利维持不下降，即使在2020年公司业绩大幅下滑时期，公司每股股利仍为0.46元，当年公司现金分红比例增长至94%。我们认为公司近几年维持每股股利不变的主要原因是疫情影响公司业绩释放，以及新建路产资本开支较大。过往10年公司现金分红比例在50%以上，2022年公司现金分红比例为62.2%，位居行业第四。





图表37：2018-2022 年公司税前每股股利为 0.46 元



来源：Wind，国金证券研究所

图表38：2022 年公司现金分红比例为 62.2%

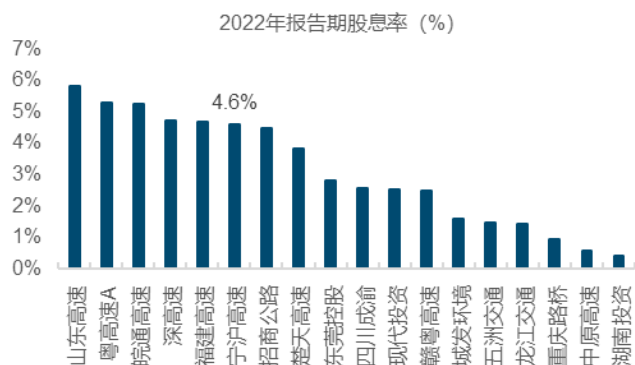
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
粤高速 A	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%
山东高速	32.4%	36.1%	60.1%	89.7%	63.1%	67.6%
皖通高速	35.0%	36.9%	34.8%	41.5%	60.2%	63.1%
宁沪高速	61.8%	52.9%	55.2%	94.0%	55.5%	62.2%
龙江交通	30.2%	30.1%	57.8%	30.3%	59.8%	60.3%
招商公路	40.2%	40.1%	40.0%	49.2%	43.0%	52.7%
深高速	45.9%	45.0%	45.4%	45.6%	51.9%	50.0%
福建高速	50.2%	56.1%	16.6%	60.7%	49.6%	49.0%
四川成渝	34.4%	36.0%	31.1%	36.3%	18.0%	40.1%
赣粤高速	40.4%	20.0%	31.5%	88.7%	31.4%	33.6%
东莞控股	29.3%	26.8%	29.0%	28.5%	30.2%	31.4%
楚天高速	39.1%	42.8%	42.5%	34.7%	30.5%	31.2%
中原高速	32.2%	30.7%	8.9%	32.4%	30.2%	30.4%
重庆路桥	30.3%	32.7%	32.4%	30.4%	30.1%	30.1%

来源：iFind，国金证券研究所

当前股息率为 4.6%，绝对收益吸引投资人。以 2022 年每股股利为基准，当前公司股息率为 4.6%，排名行业第六。公司过往股息率较为稳定，2015 年以后股息率维持在 3.95%-6.40%，波动较小。高分红保障了投资人最低回报，吸引绝对收益投资人。上市以来，公司不复权股价从 7.42 元增长至 10.05 元，涨幅为 35%；而前复权股价从 2.19 元增长至 10.05 元，涨幅为 359%，可见绝对分红收益是公司吸引投资者的重要因素。



图表39：公司股息率排名行业第六



图表40：公司股息率为 4.6%



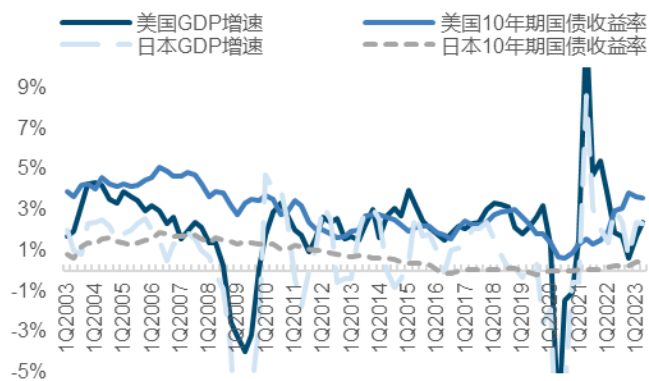
来源：Wind，国金证券研究所

股息率对应 2023 年 10 月 20 日股价

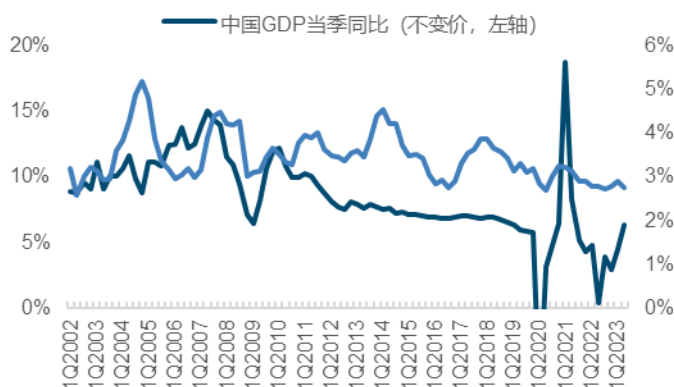
来源：Wind，国金证券研究所

10 年期国债收益率下行，当前时点配置性价比提升。疫后国内经济修复偏缓，利率处于下行区间，中债 10 年期国债收益率 2023 年 2 月均值为 2.9%，9 月均值为 2.65%，下降 25bp。根据国金宏观组观点，目前处于经济复苏初期，叠加融资环境修复需要流动性呵护，利率不具备收紧的宏观基础，预计下半年仍维持平稳宽松。目前公司股息率为 4.6%，高于当前国债收益率，配置性价比提升。由于公司高股息、强防御性的特征，在利率下行时期往往受到众多投资者青睐，拥有不错的超额收益。

图表41：长期利率与 GDP 增速有一定相关性



图表42：目前 10 年期国债到期收益率较低



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表43：宁沪高速在利率下行阶段拥有较好的超额收益



来源：Wind，国金证券研究所

注：相较于上证指数超额收益





分红融资比 A 股第三，具备长期投资价值。从分红融资比来看，公司上市以来融资总额为 6.3 亿元，分红总额为 363.73 亿元，分红融资比达到 57.73，在全部 A 股中排名第三。在全 A 分红融资比前二十的标的中，公司上市以来的分红率为 70%，仅次于重庆啤酒，反映其长期以分红回报股东的特质，具备长期投资价值。

**图表44：公司分红融资比例在全部A股中排名第三**

序号	股票代码	股票简称	融资总额 (亿元)	分红总额 (亿元)	分红融 资比	上市以来 分红率
1	600519.SH	贵州茅台	22.44	2086.53	92.97	56%
2	000333.SZ	美的集团	12.11	867.02	71.62	46%
3	600377.SH	宁沪高速	6.30	363.73	57.73	70%
4	600188.SH	兖矿能源	12.70	597.00	47.02	45%
5	600028.SH	中国石化	118.16	5404.64	45.74	51%
6	000550.SZ	江铃汽车	3.18	130.17	41.00	63%
7	600660.SH	福耀玻璃	7.13	252.44	35.41	63%
8	600809.SH	山西汾酒	3.42	116.01	33.92	42%
9	600650.SH	锦江在线	0.83	27.78	33.39	53%
10	002030.SZ	达安基因	1.61	47.47	29.56	37%
11	000651.SZ	格力电器	51.52	1121.56	21.77	50%
12	600548.SH	深高速	6.04	127.18	21.06	47%
13	000858.SZ	五粮液	38.15	760.12	19.93	44%
14	601939.SH	建设银行	602.88	10742.45	17.82	32%
15	000049.SZ	德赛电池	0.69	11.84	17.09	24%
16	601398.SH	工商银行	803.18	13063.12	16.26	33%
17	600132.SH	重庆啤酒	3.33	52.76	15.86	75%
18	002304.SZ	洋河股份	27.00	423.23	15.68	52%
19	600688.SH	上海石化	15.18	236.60	15.59	59%
20	600012.SH	皖通高速	5.50	81.60	14.84	47%

来源：Wind，国金证券研究所

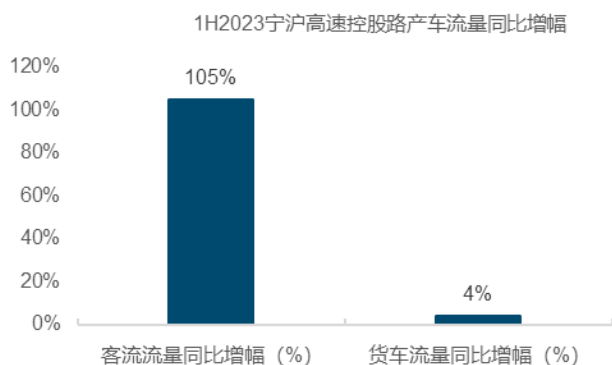
### 三、公路主业量价齐升，单车折旧成本减少

#### 3.1 疫后修复叠加联通路产投产，公司车流量增长可期

客车流量高增长，货车流量出现边际改善。伴随疫情防控政策优化，1H2023 车流量迎来复苏。上半年车流量恢复主要由客车拉动，公司参控股路桥项目 1H2023 客车通行量同比增长 105%，货车通行量同比增长 4%。目前货车流量出现边际改善，根据交通运输部数据，国庆前的三周高速货车流量呈现环比持续上升态势，国庆前一周（9.18-9.24）高速公路货车通行量 5895.7 万辆，达到年内最高值。同比增速来看，国庆前三周同比增速分别为 17.7%、13.3%、7.4%，较上半年增幅有所改善。

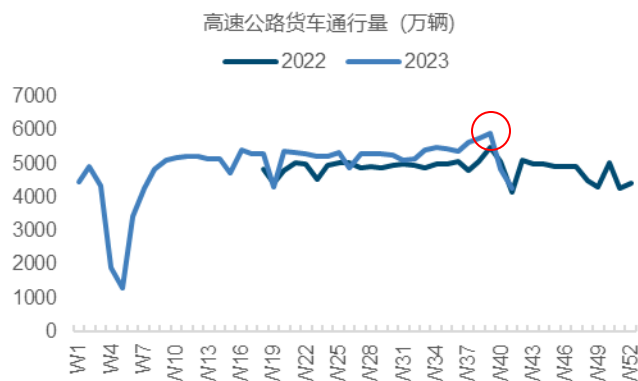


图表45：上半年车流量恢复主要由客车拉动



来源：公司公告，国金证券研究所

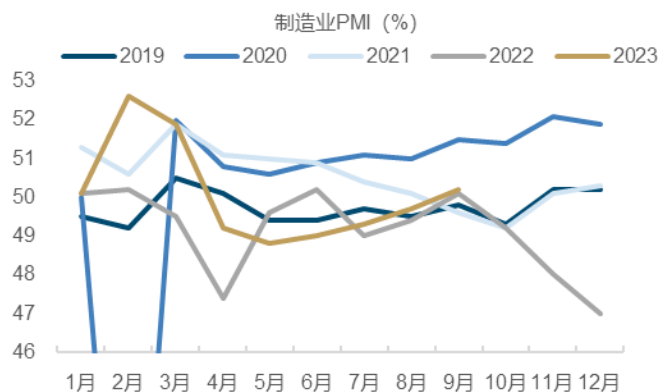
图表46：高速货车通行量出现边际改善



来源：交通运输部，国金证券研究所

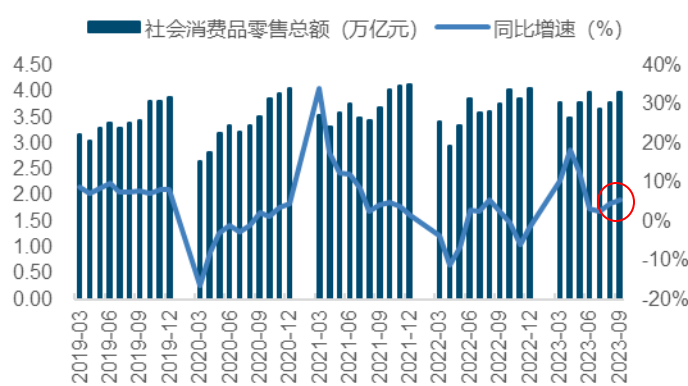
下半年货车流量有望实现较好增长。展望下半年，我们认为在疫后居民出行频次有较大改善情况下，高速公路客车流量有望延续上半年的较高的日均车流量。货车流量由社会物流总量推动，与工业活动、零售品消费密切相关。7月政治局会议以来政策端不断发力，制造业 PMI 连续四个月环比上升，9月 PMI 重返扩张区间；9月社会零售总额为 3.98 万亿元，同比增长 5.5%，好于市场预期。我们认为伴随经济持续修复、4Q2023 货运旺季到来，货车流量有望在下半年呈现较好增长。

图表47：制造业 PMI 连续四个月环比上升



来源：iFind，国金证券研究所

图表48：9月社会消费品零售总额同比增长 5.5%



来源：iFind，国金证券研究所

联通路产通车，锡宜及环太湖高速车流量大幅增长。锡宜高速、环太湖高速与苏锡常高速南部通道相连接，苏锡常南部通道于 2021 年 12 月底开通运行。开通后由于路网协同效应，环太湖高速 1H2022 日均车流量相较疫情前 1H2019 增长 99.1%。1H2023，锡宜高速日均车流量同比增长 66%，环太湖高速日均车流量同比增长 117%。一方面，2022 年车流量受到疫情影响，今年不利影响消除。另一方面，南部通道车流仍在培育，其车流增长可带动锡宜及环太湖车流量增长，预计其后续车流量增速会快于以往。

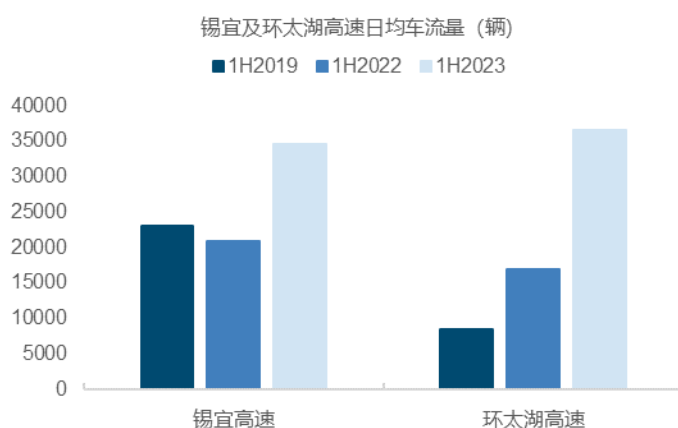


图表49：锡宜及环太湖高速与南部通道连接



来源：公司官网，国金证券研究所

图表50：1H2023 锡宜及环太湖高速车流量大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

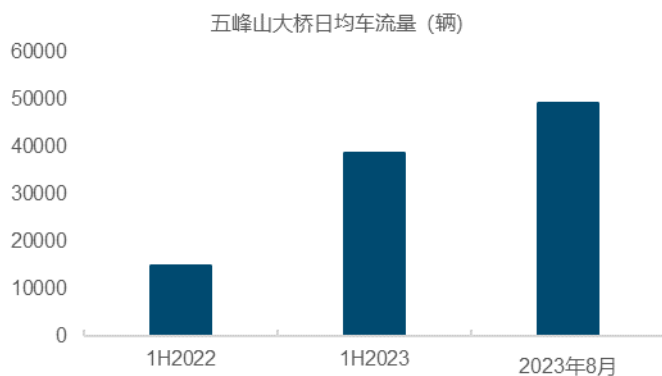
京沪高速改扩建提前完成，预计五峰山大桥车流快速增长。五峰山大桥及连接线区位优势显著，北接京沪高速，南连沪宁高速，是江苏的“南北中轴”。区位优势下，五峰山大桥车流培育迅速，大桥于2021年6月建成，同年毛利率达到31.5%，2022年全年毛利率为48.1%。受益于疫情后车流量复苏以及培育期车流快速增长，1H2023五峰山大桥车流量同比增长160.6%。2023年6月，京沪高速新沂至江都段改扩建提前完成，五峰山大桥8月日均车流较上半年日均车流增长27.5%，预计联通路段的通车可支撑五峰山大桥车流量快速增长。

图表51：五峰山大桥连接京沪及沪宁高速



来源：公司官网，国金证券研究所

图表52：1H2023 五峰山大桥车流量同比增长 160.6%



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 收费标准提升，预计下半年单车收入环比上升

#### (1) 新建高速公路收费标准提升

2020年起客车收费标准提高。根据江苏省交通运输厅，2020年起江苏执行新高速公路收费标准。新标准根据路产单位投资额划分为3类：以一型客车为例，单位投资6000万元以下执行0.45元/车公里，单位投资6000-8000万元执行0.5元/车公里，单位投资8000万元以上执行0.55元/车公里。费率2较原有收费标准提升11.1%，费率3较原有收费标准提升22.2%。在高速路产建造成本日益升高背景下，公司近几年的新建路产可以享受更高费率标准，相较疫情前单车收入提升。


**图表53：江苏省高速公路客车新收费费率较原有费率提升**

客车类别	旧收费标准（元/车公里）			新收费标准（元/车公里）			
	客车	收费费率	最低收费（元）	客车核定载人数	费率1	费率2	费率3
第一类	≤7座	0.45	5	≤9人	0.45	0.5	0.55
第二类	8-19座	0.675	10	10-19人	0.675	0.75	0.825
第三类	20-39座	0.9	20	20-39人	0.9	1	1.1
第四类	≥40座	0.9	10	≥40人	0.9	1	1.1

来源：公司公告，江苏省交通运输厅，国金证券研究所

大型货车收费费率提升。新收费标准下，货车由原先的按重量收费改为按轴收费，针对大型货车的最高费率有所提升。原有标准下，重量大于15吨的为最高一档，收费费率为1.575元/车公里；新标准下，6轴及以上货车收费费率为最高一档，收费费率为2.32元/车公里，最大型车辆的收费费率提升了47%。新收费标准下的3轴货车收费费率已接近旧有标准的最高费率，在货车车辆大型化的趋势下，我们认为货车整体单车收入将有所提升。

**图表54：大型货车收费费率提升（元/车公里）**

	货车重量	收费费率	最低收费（元）	货车轴数	收费费率
第一类	≤2吨	0.675	15	2，车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg	0.45
第二类	2吨-5吨（含5吨）	0.9	20	2，车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg	1.05
第三类	5吨-10吨（含10吨）	1.125	20	3	1.57
第四类	10吨-15吨（含15吨）或20英尺集装箱车	1.35	30	4	1.9
第五类	>15吨或40英尺集装箱车	1.575	30	5	1.94
第六类				6	2.32

来源：公司公告，江苏省交通运输厅，国金证券研究所

### （2）改扩建高速公路收费标准提升

2021年起改扩建项目收费标准提升。“十四五”期间，江苏省规划改扩建高速里程770公里以上，改扩建日益成为高速公路建设发展的重要途径。鉴于高速公路改扩建工程征地拆迁补偿费用、人工成本、建筑材料等成本持续攀升，2021年江苏省制定改扩建项目收费标准。对于单位投资0.8-1.2亿元/公里的改扩建路产，收费标准在改扩建之前费率标准基础上提高一档；对于单位投资1.2亿元/公里及以上的路产，执行最高档收费标准。

**图表55：2021年江苏省制定高速公路改扩建项目收费标准**

单位投资	0.8亿元/公里以下	0.8亿元/公里-1.2亿元/公里	1.2亿元/公里及以上
一型客车收费标准	继续执行现行费率标准	在改扩建之前费率标准基础上提高一档（最高不突破0.55元/车公里）	费率标准0.55元/车公里

来源：江苏省交通运输厅，国金证券研究所

### （3）1H2023 单车收入同比下降，预计 2H2023 单车收入环比提升

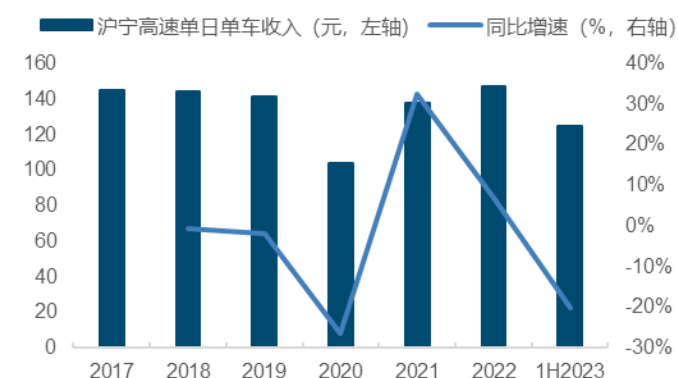
1H2023 公司路产单车收入同比下降。路产单车收入主要由收费标准以及路产车辆结构决定，收费标准通常由地方政府确定；由于同档货车收费标准一般要高于客车，所以客货车之间的比例也会影响单车收入。2020年沪宁高速单车收入同比下降26.5%，主要因为疫情防控期间（2.17-5.6）免收车辆通行费。1H2023 沪宁高速单车收入同比下降20.3%，主要因为公司客车恢复速度远高于货车，费率更高的货车在车辆结构中占比减少。



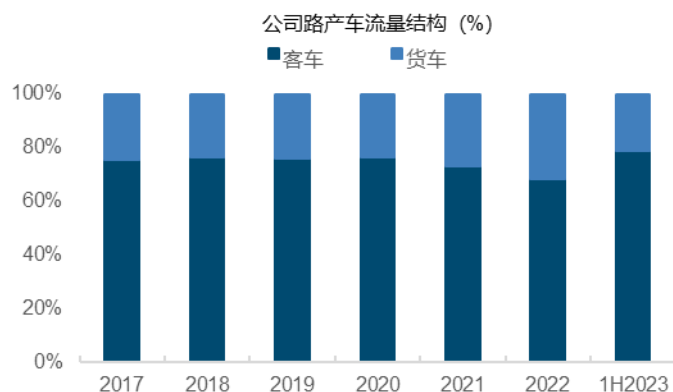


图表56: 1H2023 沪宁高速江苏段单车收入同比-20.3%

图表57: 1H2023 公司路产货车占比减少



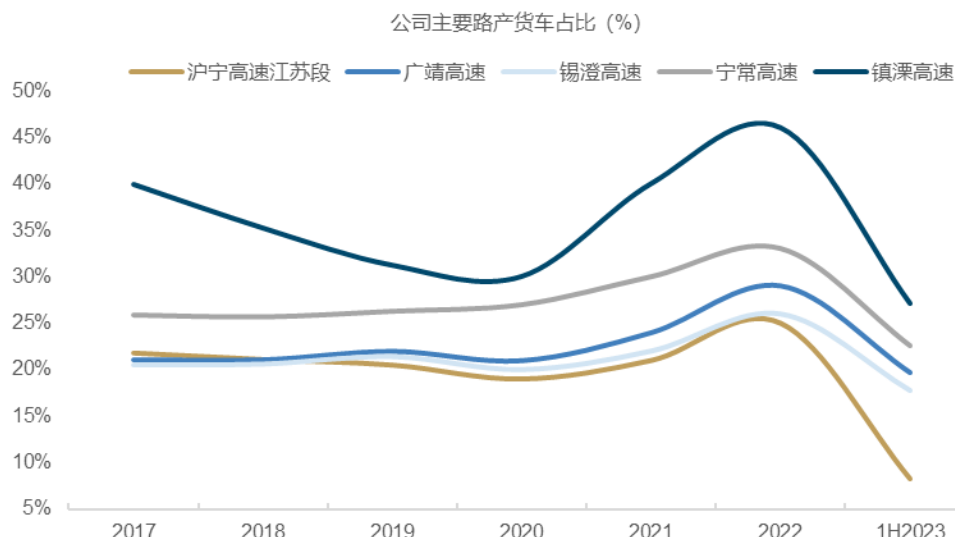
来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

预计 2H2023 单车收入环比提升。1H2023 公司主要路段货车占比下滑, 我们预计下半年货车流量占比将出现回升, 原因在于: 1) 受货运周期影响, 下半年货车流量会高于上半年。Q1 的春节前后货运车流量将变少, Q4 是传统货运旺季货运车流量更多。2) 上半年由于宏观经济影响, 货运车流呈现弱恢复。近期社零等消费指标出现复苏, 货车流量也呈现边际改善, 预计下半年货车同比恢复情况要好于上半年。下半年货车占比的提升将推动全年单车收入的上升。

图表58: 1H2023 公司主要路产货车占比减少



来源: 公司公告, 国金证券研究所

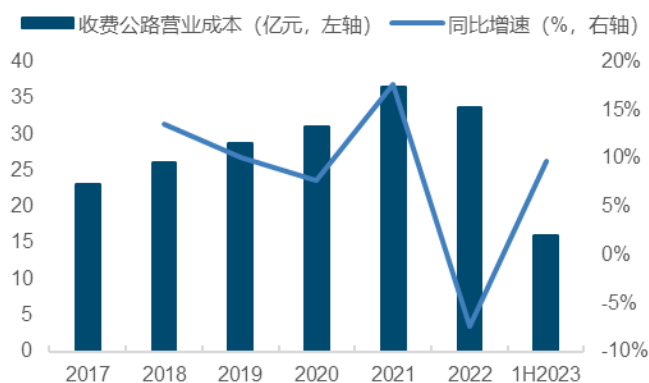
### 3.3 折旧摊销为路桥业务主要成本, 会计估计变更致单车折旧减少

折旧摊销为路桥业务主要成本。公司路桥业务成本主要由三部分构成, 分别是折旧摊销、人工成本和养护成本。其中主要构成部分是折旧摊销, 2022 年折旧摊销占路桥业务成本比例为 47%。由于公司使用车流量法进行折旧, 1H2023 车流量大幅增长下, 折旧摊销业务成本占比增长至 59%。1H2023, 公司路桥业务成本同比增长 9.7%, 主要因为车流量增长下公司折旧摊销变多。



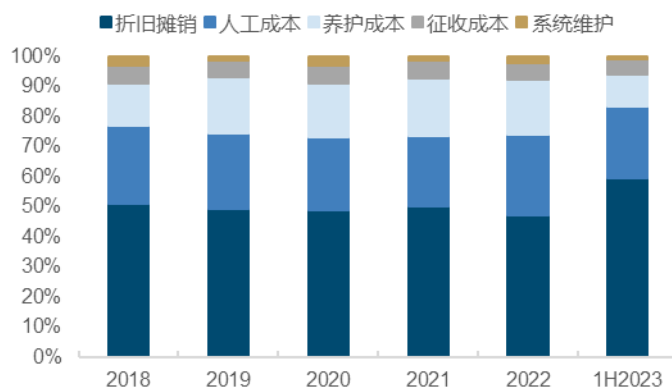


图表59: 1H2023 公司路桥业务成本同比增长 9.7%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表60: 1H2023 公司折旧摊销占路桥业务成本 59%

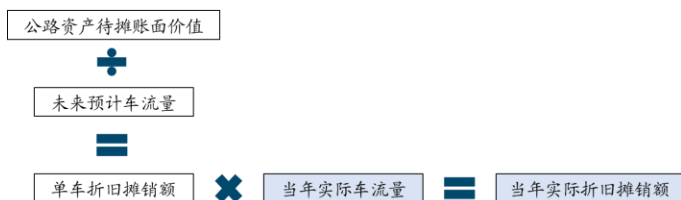


来源: 公司公告, 国金证券研究所

采用车流量法折旧, 每隔 3-5 年进行会计调整。公司采取车流量法进行折旧, 即由公路资产待摊账面价值除以未来预期车流量, 得到单车折旧摊销额, 再以当期实际车流量确定具体折旧。对于未来预期的车流量每隔 3-5 年进行调整, 带来会计估计变更。2016-2022 年期间, 公司控股路产单车折旧较为稳定, 折旧额在 10.2-12.1 元区间内波动。2021 年公司单车折旧同比增长 13%, 我们认为其主要原因是宜常高速、长宜高速、五峰山大桥三条路产在 2021 年左右开始折旧, 造成单车折旧波动。

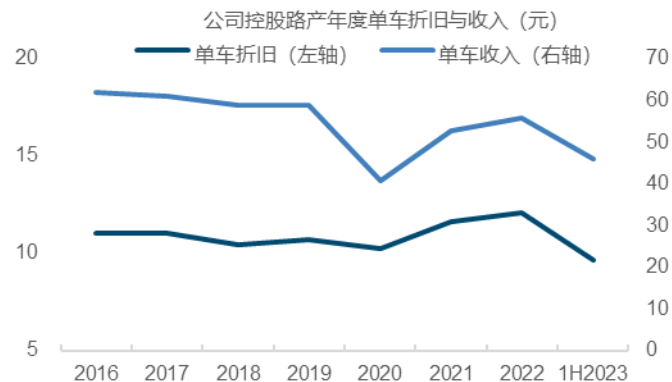
会计估计变更, 单车折旧下降。2022 年 4 月, 公司聘请独立专业交通研究机构对公路未来经营期内的车流量进行重新预测, 会计估计发生变更, 单车折旧下降。此次会计变更使公司 2022 年无形资产摊销额减少 2.45 亿元, 净利润增加 1.84 亿元。1H2023, 我们测算的公司控股路产单车折旧下降至 9.7 元, 同比下降 14.8%, 预计全年单车折旧同比下降, 带来折旧摊销成本的压减。

图表61: 公司采用车流量法进行折旧



来源: 企业会计准则, 国金证券研究所

图表62: 公司控股路产单车折旧较为稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

预计龙潭大桥项目建成第一年折旧额约 1.6 亿元。龙潭大桥项目公司预计于 2024 年底建成。根据公司环评报告对未来车流量的预计, 我们将其进行展开, 测算第一年车流量占 25 年总车流量比例约为 1.5%。龙潭过江通道及连接线项目总预算为 112.39 亿元, 根据车流量法进行折旧, 我们预计龙潭项目建成后第一年折旧额约为 1.6 亿元。

图表63: 龙潭过江通道工程各预测特征年路段交通量预测结果 (pcu/d)

起止桩号	2025 年	2031 年	2039 年	技术标准	对应的声敏感点编号
K7+565~K14+750	24603	49061	74816	双向六车道, 设计车速 100km/h	1~7

来源: 龙潭过江通道项目环境影响报告书, 国金证券研究所

### 3.4 配套服务焕发新生, 地产业务消化存量

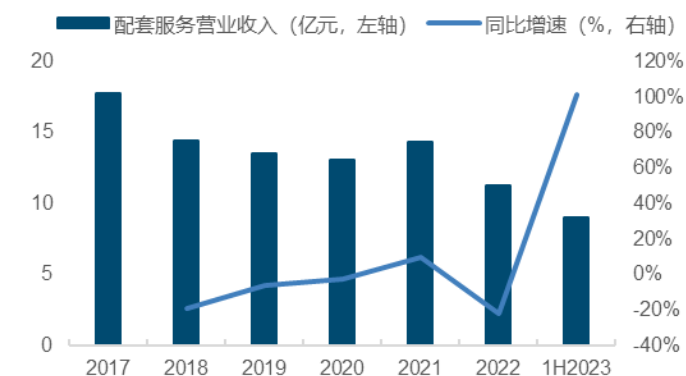
1H2023 配套服务业务营业收入同比增长 101%。配套服务业务主要包括沪宁高速公路沿线六个服务区的油品销售、餐饮、商品零售及其他相关业务, 其中油品销售业务在配套服务



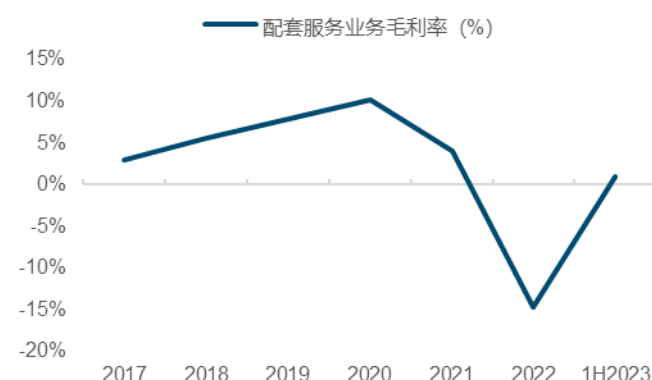
中占比 80%以上。2022 年，公司配套服务业务营收同比-22%，主要因为疫情导致车流量减少，油品销量及收入减少。1H2023 配套服务业务实现营收 9 亿元，同比+101%，毛利率转正至 0.9%，主要因为油品销量上升及成品油成交价差增加。

图表64：1H2023 配套服务业务营业收入同比增长 101%

图表65：1H2023 配套服务业务毛利率转正

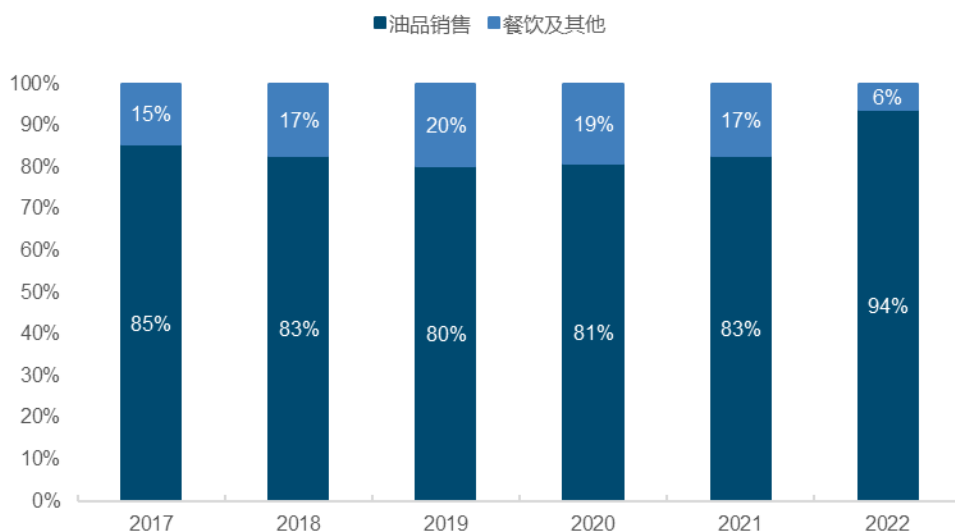


来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

图表66：配套服务业务 80%以上营收来自油品销售

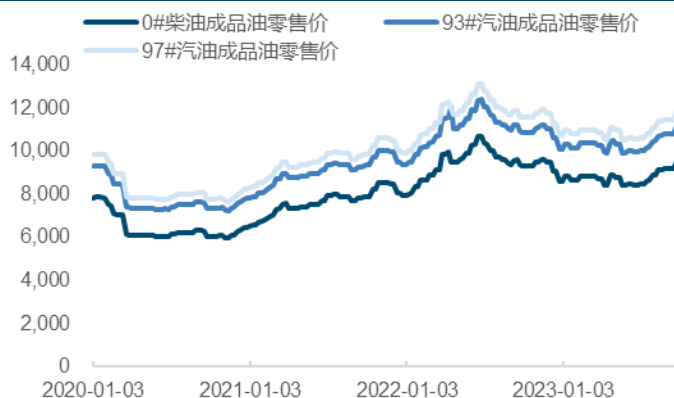


来源：公司公告，国金证券研究所

预计 2H2023 配套服务业务收入环比增长。我们预计 2H2023 公司配套服务业务环比 1H2023 会有所增长，主要因为：1) Q4 为货运旺季，下半年货车流量会较上半年有所增长，在客车流量保持较高的日均车流量下，预计下半年车流量环比增长，油品销售量有所增加。2) 下半年成品油售价出现边际上升。3Q2023，93#汽油成品油零售价格环比 Q2 增长 5%，环比 Q1 增长 21%。我们预计 2H2023 配套服务业务毛利率环比下降，主要因为 Q3 成品油批发零售价缩小。

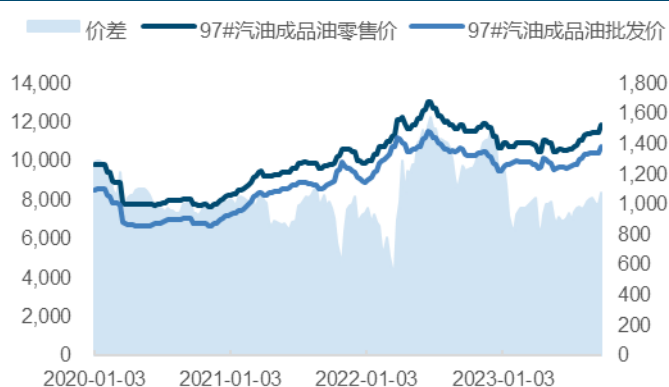


图表67: 2023年下半年成品油价格出现边际上升



来源: iFind, 国金证券研究所

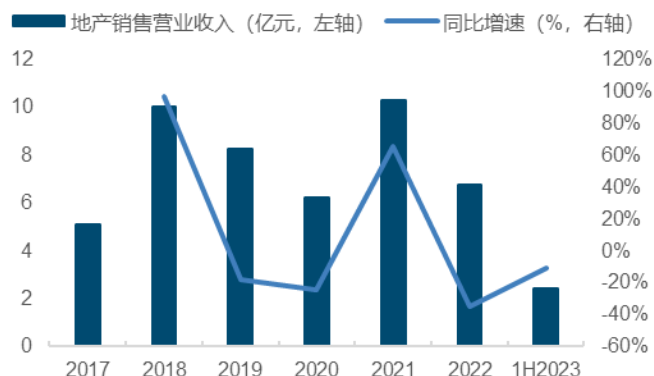
图表68: 2023年下半年成品油价格价差缩小



来源: iFind, 国金证券研究所

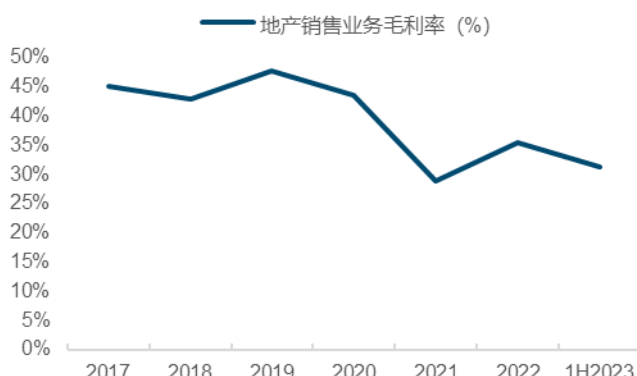
1H2023 地产销售业务营业收入同比下降 10%。公司房地产业务由子公司宁沪置业公司、瀚威公司负责, 主要进行房地产项目的开发及销售。2021 年, 公司房地产业务营收同比+65%, 主要因为瀚瑞中心项目于 2021 年 6 月竣工并交付。1H2023 房地产业务实现营收 2.5 亿元, 同比-10%, 主要原因是 2023 年期间无地产竣工项目, 收入主要来自存量房地产销售。

图表69: 1H2023 地产销售业务营业收入同比下降 10%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表70: 1H2023 地产销售毛利率为 31.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

预计公司地产业务 2025 年同比大幅增长。截至 2022 年末, 公司房地产板块待销售面积为 17.14 万平方米, 累计确认房地产销售收入 64.38 亿元, 根据公司规划, 2023-2024 年公司无竣工项目, 2025 年 12 月花桥镇核心区项目可竣工交付, 交付后即可确认收入。基于此, 我们认为公司地产业务 2025 年将同比大幅增长。

图表71: 截至 2022 年末房地产在售项目情况 (万平方米、亿元)

在售房地产项目名称	可销售面积	已销售面积	预售收入	已结转销售收入
同城世家花园 B 地块	15.17	13.51	16.66	16
庆园	2.27	1.68	4.37	3.42
南门世嘉华庭	5.99	5.84	15.17	14.56
同城虹桥公馆	4.22	4.08	3.94	3.94
同城光明捷座	3.9	3.32	3.63	3.62
同城光明馨座	3.82	3.54	4.41	4.37
浦江大厦	5.34	0.51	0.68	0.64
廊桥公馆	3.99	3.72	7.98	7.18
瀚瑞中心	13.38	4.74	10.83	10.65
合计	58.08	40.94	67.67	64.38

来源: 公司公告, 国金证券研究所


**图表72：花桥镇项目预计于2025年竣工（亿元）**

项目名称	最近一期开工 时间	预计下批竣工 时间	预计总 投资	2022年12 月31日	2023年6 月30日
宝华镇鸿堰社区A地块 项目	2018年9月	暂缓	24.56	3.74	3.85
花桥镇核心区项目	2012年12月	2025年12月	30.89	3.38	3.61
合计			55.45	4.08	4.21

来源：公司公告，国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

预计2023-2025年公司营业收入为167亿元、198亿元、211亿元，增速分别为26%、19%、7%。主要假设如下：

预计收费公路业务2023-2025年营业收入分别为94亿元、102亿元、111亿元，增速分别为29%、8%、9%。主要原因是：1H2023公司参控股路产客车流量同比增长105%，货车流量同比增长4%，我们预计全年客车流量维持上半年较高的日均车流量，由于下半年是货运旺季，且当前货车流量出现同比增幅的边际改善，故预计下半年客车日均流量较上半年有所增加。单车收入方面，预计下半年货车流量有所恢复，货车占比提升，单车收入环比上半年上升。龙潭大桥及连接线项目预计于2024年末竣工，完工之后可增加收入，故预计2025年通行费收入增速分别为9%。

预计配套服务业务2023-2025年营业收入分别为19亿元、20亿元、20亿元，增速分别为68%、5%、1%。主要原因是：1H2023在车流量复苏下，配套服务营收同比+101%；2H2023在量价齐升下营业收入预计环比1H2023有所上升。根据EIA等机构对油价的预测，2025年油价将迎来下跌，但由于车流量增长，预计2025年配套服务业务收入增速为1%。

预计房地产业务2023-2025年营业收入分别为6.0亿元、6.3亿元、9.8亿元，增速分别为-10%、3%、75%，主要原因是：公司2022年有地产项目交付，但2023年无地产项目交付，主要依靠存量房地产项目销售收入，故预计2023年营收增速为-10%。2025年公司花桥镇项目将竣工交付，确认收入后将带动营收大幅增长。尽管花桥镇项目投资体量大于2021年交付的瀚瑞中心项目，但由于近年来花桥镇房价处于下跌区间，故预计2025年营收不及2021年。

预计建造期收入/成本2023-2025年分别为39亿元、60亿元、60亿元，增速分别为15%、55%、0%。主要原因是：建造期收入/成本由公司PPP项目确认投资而来，公司2023年预计在龙潭大桥及连接线项目、锡宜高速改扩建项目中投资39亿元，故确认建造期收入/成本为39亿元，龙潭项目预计2024年竣工，剩余预算将于2024年全部投入，锡宜高速改扩建预计于2026年竣工，预计其预算均摊至2024-2026年，故计算得2024年建造期收入/成本为60亿元。由于公司锡宜、广靖、锡澄等高速路产剩余年份5-6年，若改扩建所需资本投入较大，故预计建造期收入不会下降。当公司PPP项目建成后，在建工程会转为固定资产与无形资产，公路收费权为无形资产，故预计2025年公司固定资产（内含在建工程）下降，无形资产提升。


**图表73：预测营业收入、营业成本、毛利率拆分（百万元）**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10078	8032	13793	13256	16,662	19,790	21,112
YOY（%）		-20%	72%	-7%	26%	19%	7%
营业成本（百万元）	4576	4687	8782	8841	10,645	12,741	13,399
YOY（%）		2%	87%	-2%	20%	20%	5%
毛利率	55%	42%	36%	36%	36%	36%	37%
<b>收费公路业务</b>							
营业收入（百万元）	7833	6016	8263	7323	9,419	10,215	11,108
YOY（%）		-23%	37%	-11%	29%	8%	9%
营业成本（百万元）	2876	3096	3641	3371	4,039	3,895	4,184
YOY（%）		8%	18%	-7%	20%	-4%	7%
毛利率	63%	49%	56%	54%	57%	62%	62%
<b>配套服务</b>							
营业收入（百万元）	1348	1311	1437	1124	1,891	1,985	2,005
YOY（%）		-3%	10%	-22%	68%	5%	1%
营业成本（百万元）	1242	1179	1380	1289	1,869	1,927	1,935
YOY（%）		-5%	17%	-7%	45%	3%	0%
毛利率	8%	10%	4%	-15%	1%	3%	3%
<b>地产销售</b>							
营业收入（百万元）	825	622	1029	674	600	630	980
YOY（%）		-25%	65%	-34%	-11%	5%	56%
营业成本（百万元）	432	352	733	435	370	390	720
YOY（%）		-19%	108%	-41%	-15%	5%	85%
毛利率	48%	43%	29%	35%	38%	38%	27%
<b>电力销售</b>							
营业收入（百万元）				652	684	731	731
YOY（%）				40%	5%	7%	0%
营业成本（百万元）				328	341	365	365
YOY（%）				52%	4%	7%	0%
毛利率				51%	50%	50%	50%
<b>建造期收入/成本</b>							
营业收入（百万元）			2949	3340	3,850	5,979	6,000
YOY（%）				13%	15%	55%	0%
营业成本（百万元）			2949	3340	3,850	5,979	6,000
YOY（%）				13%	15%	55%	0%
<b>其他业务</b>							
营业收入（百万元）	72	83	115	142	218	250	288
YOY（%）		15%	39%	24%	53%	15%	15%
营业成本（百万元）	25	60	80	78	176	185	194
YOY（%）		138%	33%	-2%	126%	5%	5%
毛利率	65%	28%	31%	33%	19%	26%	33%

来源：公司公告，国金证券研究所

预计 2023-2025 年收费公路业务营业成本分别为 40 亿元、39 亿元、42 亿元，同比增速分别为 20%、-4%、7%。主要原因是：预计 2023-2025 年折旧摊销成本分别为 20 亿元、20 亿元、23 亿元，同比增速分别为 24%、3%、13%，主要由于公司使用车流量法进行折旧，1H2023





车流量同比大幅增长；但由于会计估计改变，预计 2023 年全年折旧摊销成本增长 24%，不及车流量增速。根据公司养护计划，2023 年将对沪宁高速进行罩面大修，故预计养护成本同比增长 35%，后续逐步恢复至正常水平。预计 2023 年征收成本、人工成本增幅参照 1H2023 增幅，2024-2025 年征收成本、人工成本刚性上涨。2022-2023 年收费公路进行系统升级，完成后预计系统维护成本恢复至 2021 年正常水平左右。

预计 2023-2025 年配套服务业务营业成本分别为 19 亿元、19 亿元、19 亿元，同比增速分别为 45%、3%、0%。主要原因是：预计 2023 年原材料成本同比增长 63%，主要因为车流量增长带动销量增加，公司原材料采购量增加。预计 2025 年原材料成本同比下降 1%，根据 EIA 等机构对油价的预测，预计 2025 年油价下降。

**图表 74：预测营业成本拆分（百万元）**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>收费公路</b>							
营业成本	2876	3096	3641	3371	4039	3895	4184
YOY (%)		8%	18%	-7%	20%	-4%	7%
折旧及摊销	1420	1516	1823	1591	1,972	2,031	2,297
YOY (%)		7%	20%	-13%	24%	24%	3%
养护成本	531	552	696	610	822	620	570
YOY (%)		4%	26%	-12%	-13%	35%	-25%
系统维护成本	36	95	54	82	94	55	58
YOY (%)		167%	-44%	52%	7%	15%	-41%
征收成本	170	187	219	188	221	228	244
YOY (%)		10%	17%	-14%	18%	18%	3%
人工成本	719	747	850	901	930	961	1015
YOY (%)		4%	14%	6%	3%	3%	3%
<b>配套服务业务</b>							
营业成本	1242	1179	1380	1289	1869	1927	1935
YOY (%)		-5%	17%	-7%	45%	3%	0%
原材料	890	797	969	856	1396	1438	1424
YOY (%)		-10%	22%	-12%	100%	63%	3%
折旧及摊销	54	53	58	67	68	68	68
YOY (%)		-2%	9%	16%	1%	1%	0%
人工成本	202	200	230	254	262	271	286
YOY (%)		-1%	15%	10%	3%	3%	3%
其他成本	96	129	124	112	143	150	158
YOY (%)		35%	-5%	-9%	59%	28%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

综合以上假设，公司 2023-2025 年对应的归母净利润分别为 44.1 亿元、51.0 亿元、55.6 亿元，增幅分别为 18%、16%、9%。每股收益分别为 0.88 元/股、1.01 元/股、1.10 元/股。公司过往 5 年每股股利由于疫情及资本开支影响没有上升，预计在每股收益增长下，每股股利也将同比增加。我们以过往 10 年最低分红比例 53%来计算，预计 2023-2025 年每股股利分别为 0.46 元/股、0.54 元/股、0.59 元/股，对应股息率分别为 4.6%、5.3%、5.8%。

预计 2023-2025 年公司归母净利率为 26.5%、25.8%、26.3%，我们认为在公司资本支出增加下，无毛利的建造期收入/成本会增加，造成公司归母净利率较以往降低。同时，1H2023 公司毛利率为 45%，归母净利率为 35%，2H2023 较 1H2023 毛利率与净利率下降的原因是（1）根据公司过往公告，养护成本等重要营业成本主要发生在下半年；（2）预计无毛利的建造期收入/成本在下半年发生较多。



图表75：核心业绩指标

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润（百万元）	2,464	4,179	3,724	4,409	5,104	5,561
归母净利润增长率	-41.3%	69.6%	-10.9%	18.4%	15.8%	9.0%
归母净利率（%）	30.7%	30.3%	28.1%	26.5%	25.8%	26.3%
摊薄每股盈利（元）	0.489	0.829	0.739	0.875	1.013	1.104
每股股利（元）	0.46	0.46	0.46	0.464	0.537	0.585
股息率	5.0%	5.3%	5.6%	4.6%	5.3%	5.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.1 亿元、51.0 亿元、55.6 亿元，对应 PE 分别为 11.5x、9.9x、9.1x。由于公司为公路行业核心标的，区位优势显著，股息稳定防御性强，其估值高于行业平均。参考公司过往 10 年平均 PE 倍数 13.4x 以及 2024 年行业平均 PE 倍数 8.9x，考虑到宁沪高速作为行业龙头具备估值溢价，给予 2024 年 12 倍估值，目标价格为 12.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表76：公司过往 10 年 PE 均值为 13.4 倍



来源：Wind，国金证券研究所

图表77：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股 价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
000429	粤高速 A	8.11	0.81	0.72	0.78	0.84	0.89	10.38	11.69	10.38	9.60	9.12
001965	招商公路	9.28	0.82	0.78	0.89	0.98	1.08	11.97	12.65	10.40	9.48	8.61
600350	山东高速	6.88	0.65	0.67	0.72	0.77	0.84	11.01	10.68	9.57	8.88	8.17
600012	皖通高速	10.51	0.88	0.90	1.07	1.19	1.26	12.62	12.35	9.86	8.86	8.35
600548	深高速	9.81	1.21	1.24	1.10	1.27	1.45	8.29	8.09	8.91	7.74	6.79
平均值										9.82	8.91	8.21
600377	宁沪高速	10.05	0.83	0.74	0.88	1.01	1.11	10.39	11.12	11.48	9.92	9.10

来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2023 年 10 月 20 日。



## 五、风险提示

经济修复不及预期。车流量是影响公司业绩核心因素，若经济修复不及预期，会影响货运需求以及车流量，从而导致公司盈利不及预期。

在建工程进度不及预期。预计公司龙潭过江通道项目以及龙潭大桥连接线项目预计于2024年完工，若项目建设不及预期，则会导致公司2024-2025年营业收入减少。

高速公路收费政策变化。通行费费率由发改委或财政制定，若出现收费政策超预期下调，则会对公司盈利造成重大打击。

市场风格转换风险。当前市场偏好高股息资产，若经济复苏强劲，市场风格发生转变，则会导致股价下挫。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,032	13,793	13,256	16,662	19,790	21,112
增长率		71.7%	-3.9%	25.7%	18.8%	6.7%
主营业务成本	-4,687	-8,782	-8,841	-10,645	-12,741	-13,399
%销售收入	58.3%	63.7%	66.7%	63.9%	64.4%	63.5%
毛利	3,346	5,011	4,414	6,016	7,049	7,713
%销售收入	41.7%	36.3%	33.3%	36.1%	35.6%	36.5%
营业税金及附加	-126	-266	-169	-212	-247	-268
%销售收入	1.6%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-25	-26	-15	-18	-22	-23
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-197	-220	-294	-400	-465	-570
%销售收入	2.5%	1.6%	2.2%	2.4%	2.4%	2.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	2,998	4,499	3,937	5,386	6,315	6,852
%销售收入	37.3%	32.6%	29.7%	32.3%	31.9%	32.5%
财务费用	-444	-787	-1,094	-1,272	-1,350	-1,322
%销售收入	5.5%	5.7%	8.3%	7.6%	6.8%	6.3%
资产减值损失	0	-5	-5	0	0	0
公允价值变动收益	34	490	-143	-150	-150	-150
投资收益	618	1,202	1,868	1,887	1,981	2,080
%税前利润	19.1%	22.2%	40.8%	32.1%	29.0%	27.8%
营业利润	3,239	5,435	4,620	5,886	6,831	7,495
营业利润率	40.3%	39.4%	34.9%	35.3%	34.5%	35.5%
营业外收支	-5	-16	-39	0	0	0
税前利润	3,234	5,420	4,581	5,886	6,831	7,495
利润率	40.3%	39.3%	34.6%	35.3%	34.5%	35.5%
所得税	-715	-1,287	-833	-1,148	-1,332	-1,462
所得税率	22.1%	23.7%	18.2%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	2,519	4,133	3,748	4,738	5,499	6,034
少数股东损益	55	-46	24	329	395	472
归属于母公司的净利润	2,464	4,179	3,724	4,409	5,104	5,561
净利率	30.7%	30.3%	28.1%	26.5%	25.8%	26.3%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,519	4,133	3,748	4,738	5,499	6,034
少数股东损益	55	-46	24	329	395	472
非现金支出	1,636	1,973	2,054	1,673	1,612	2,232
非经营收益	-210	-764	-676	-431	-465	-589
营运资金变动	-807	125	429	-932	1,011	632
经营活动现金净流	3,137	5,467	5,555	5,047	7,657	8,308
资本开支	-4,245	-3,309	-3,987	-4,401	-5,562	-4,248
投资	-1,877	-3,692	-3,355	-590	-150	-150
其他	422	612	916	1,887	1,981	2,080
投资活动现金净流	-5,700	-6,388	-6,427	-3,104	-3,731	-2,318
股权募资	647	355	511	0	0	0
债权募资	-14,172	3,766	4,124	1,736	243	-1,537
其他	15,988	-3,060	-3,428	-3,639	-4,076	-4,293
筹资活动现金净流	2,464	1,060	1,206	-1,903	-3,834	-5,829
现金净流量	-98	139	335	41	92	161

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	387	496	933	968	1,056	1,214
应收款项	394	530	1,191	1,097	1,301	1,388
存货	4,148	3,889	2,585	3,237	3,875	4,075
其他流动资产	2,608	3,532	4,676	4,637	4,639	4,640
流动资产	7,537	8,448	9,386	9,940	10,871	11,317
%总资产	12.3%	12.5%	12.0%	12.1%	12.5%	12.6%
长期投资	14,658	18,554	21,377	21,817	21,817	21,817
固定资产	17,329	2,938	8,235	10,683	15,320	7,003
%总资产	28.4%	4.3%	10.5%	13.0%	17.6%	7.8%
无形资产	21,303	37,070	39,179	39,453	38,773	49,113
非流动资产	53,558	59,214	69,073	72,255	76,210	78,231
%总资产	87.7%	87.5%	88.0%	87.9%	87.5%	87.4%
资产总计	61,096	67,662	78,458	82,195	87,081	89,548
短期借款	2,579	1,755	4,249	5,640	5,883	4,347
应付款项	1,980	2,682	3,467	3,693	4,419	4,650
其他流动负债	9,474	8,532	5,928	5,290	6,418	7,107
流动负债	14,033	12,969	13,645	14,623	16,720	16,103
长期贷款	11,545	13,029	16,054	16,544	16,544	16,544
其他长期负债	2,468	6,304	10,810	10,687	10,683	10,680
负债	28,046	32,302	40,508	41,853	43,946	43,327
普通股股东权益	28,210	30,230	31,941	34,003	36,401	39,015
其中：股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
未分配利润	8,209	9,919	11,344	13,416	15,815	18,429
少数股东权益	4,839	5,130	6,010	6,339	6,734	7,206
负债股东权益合计	61,096	67,662	78,458	82,195	87,081	89,548

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.489	0.829	0.739	0.875	1.013	1.104
每股净资产	5.600	6.001	6.340	6.750	7.226	7.745
每股经营现金净流	0.623	1.085	1.103	1.002	1.520	1.649
每股股利	0.460	0.460	0.460	0.464	0.537	0.585
回报率						
净资产收益率	8.74%	13.82%	11.66%	12.97%	14.02%	14.25%
总资产收益率	4.03%	6.18%	4.75%	5.36%	5.86%	6.21%
投入资本收益率	4.72%	6.09%	4.68%	5.92%	6.67%	7.09%
增长率						
主营业务收入增长率	-20.30%	71.71%	-3.89%	25.69%	18.78%	6.68%
EBIT 增长率	-41.35%	50.07%	-12.48%	36.81%	17.24%	8.50%
净利润增长率	-41.32%	69.58%	-10.88%	18.39%	15.77%	8.96%
总资产增长率	9.83%	10.75%	15.96%	4.76%	5.95%	2.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	9.9	21.6	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	323.7	167.0	133.6	111.0	111.0	111.0
应付账款周转天数	115.4	83.8	106.1	106.1	106.1	106.1
固定资产周转天数	93.1	70.8	221.6	145.6	97.8	238.6
偿债能力						
净负债/股东权益	42.93%	49.26%	68.16%	68.70%	64.61%	56.63%
EBIT 利息保障倍数	6.7	5.7	3.6	4.2	4.7	5.2
资产负债率	45.91%	47.74%	51.63%	50.92%	50.47%	48.38%

来源：公司年报、国金证券研究所





### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究