

宁沪高速 (600377.SH)

增持 (维持)

成本管控效果显著, 24 年业绩及分红均超预期

宁沪高速发布 2024 年业绩公告, 全年实现营业收入 232 亿元, 同比增长 52.7%, 其中 Q4 营业收入为 91.4 亿元, 同比增长 155.1%; 实现归母净利润 49.5 亿元, 同比增长 12.1%, 其中 Q4 归母为 8.3 亿元, 同比增长 119.7%。

□ **核心路产表现稳健, 主业经营稳定。** 2024 年实现营业收入 232 亿元, 同比增长 52.7%, 剔除建造期收入, 公司营业收入为 123.3 亿元, 同比下降 2.9%。分板块看: 1) 收费公路: 2024 年实现通行费收入 95.3 亿元, 同比增长 0.2%, 公司控股路网加权日均车流量为 70996 辆/日, 同比增长 4.2%, 主业经营保持稳健; 2) 配套业务: 2024 年实现营收 17.4 亿元, 同比下降 5.7%, 其中服务区新一轮招商工作陆续完成, 租赁收入增长 76.4%, 油品销售收入受销量下滑影响同比下降 11.4%; 3) 电力销售: 2024 年实现营收 7.2 亿元, 同比增长 12.1%, 受益于海上风电项目上网电量增长; 4) 房地产业务: 2024 年实现营收 1.4 亿元, 同比下降 71.1%, 主要由于项目交付规模同比下降; 5) 其他业务: 2024 年实现营收 2.1 亿元, 同比下降 7%, 主要为保理业务剥离影响。

□ **主业成本管控效果显著, 剔除建造期收入成本毛利率实现增长。** 2024 年营业成本为 171 亿元, 同比+78.5%, 剔除建造期成本, 公司营业成本 62.4 亿元, 同比-12%。2024 年实现毛利润 61 亿元, 同比+8.7%, 实现毛利率 26.3%, 同比-10.7pcts, 剔除建造收入及成本影响, 实现毛利率 49.4%, 同比+5.2pcts。分板块看: 1) 收费公路: 2024 年成本同比-9.4%, 主要受益于路面养护等支出减少, 实现毛利润 56.1 亿元, 同比+8.1%, 毛利率为 58.9%, 同比+4.3pcts; 2) 配套业务: 2024 年实现毛利润 0.1 亿元, 同比+129%, 毛利率为 0.7%, 同比+3.1pcts, 受益于成品油进销价差增加, 油品业务毛利率同比上升; 3) 电力销售: 2024 年实现毛利润 3.6 亿元, 同比+21.3%, 毛利率为 50.7%, 同比+3.9pcts; 4) 房地产业务: 2024 年实现毛利润 0.7 亿元, 同比-39.6%, 毛利率为 50.3%, 同比+26pcts; 5) 其他业务: 2024 年实现毛利润 0.4 亿元, 同比-21.8%, 毛利率为 20.6%, 同比-4pcts。

□ **财务费用持续降低, 江苏银行分红款确认增加投资收益。** 2024 年公司管理费用为 3 亿元, 同比+5.3%, 主要受人工成本上涨影响; 财务费用为 9.6 亿元, 同比-15.1%, 受益于融资成本下降。2024 年公司投资收益为 17.8 亿元, 同比+21.5%, 一方面受益于参股联营企业投资收益增加, 另一方面受益于其他权益工具分红, 据我们测算, 24Q4 江苏银行中期分红款确认约 2.4 亿元, 是 Q4 业绩增长较多的因素之一, 全年合计确认 6.1 亿元, 同比增长 58.2%。

□ **投资建议。** 公司核心路产区位优势强, 长期经营趋势稳定, 公司积极推进改扩建及新建项目, 锡宜高速公路南段改扩建预计 26 年 6 月完成, 预计通车后将持续贡献车流量。公司 24 年派发每股现金红利 0.49 元, 同比提升 0.02 元, 分红提升幅度超预期, 注重投资者回报。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 50.3、51.7、53.9 亿元, 按最新收盘价及 0.49 元/股分红测算, A 股股息率为 3.4%, H 股股息率为 5.7%, 维持“增持”评级。

□ **风险提示:** 宏观经济不及预期导致车流量下降、收费政策变化等。

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 14.43 元

基础数据

总股本 (百万股)	5038
已上市流通股 (百万股)	3802
总市值 (十亿元)	72.7
流通市值 (十亿元)	54.9
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	12.8
资产负债率	44.7%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	5	28
相对表现	-2	-6	17



相关报告

- 《宁沪高速 (600377) — 投资收益错期影响 Q3 业绩, 主业经营保持稳健》2024-10-30
- 《宁沪高速 (600377) — 业绩符合行业中枢, 投资收益同比提升》2024-08-28
- 《宁沪高速 (600377) — 归母净利润同比+18.5%, 每股派息小幅提升》2024-03-29

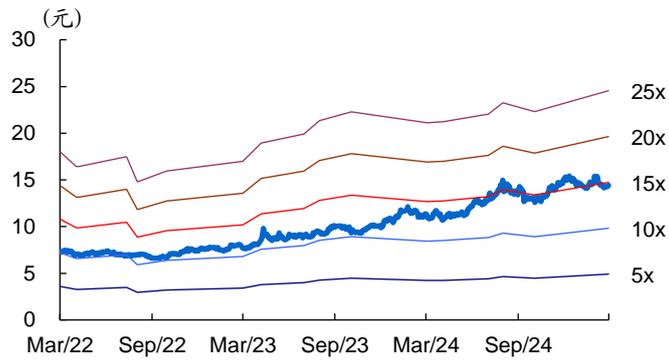
王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15192	23198	22479	22003	21953
同比增长	15%	53%	-3%	-2%	-0%
营业利润(百万元)	5698	6340	6452	6631	6936
同比增长	23%	11%	2%	3%	5%
归母净利润(百万元)	4413	4947	5033	5167	5391
同比增长	19%	12%	2%	3%	4%
每股收益(元)	0.88	0.98	1.00	1.03	1.07
PE	16.5	14.7	14.4	14.1	13.5
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6

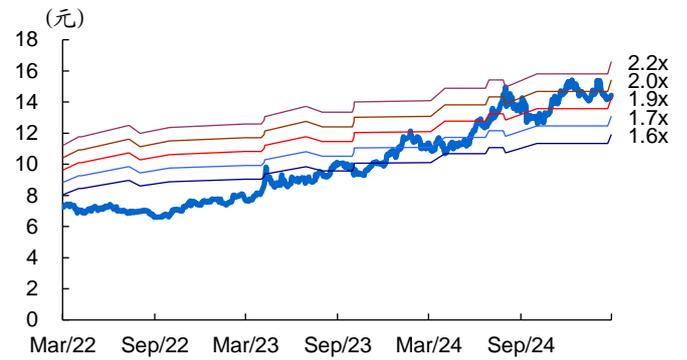
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 宁沪高速历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 宁沪高速历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8737	8394	9145	8660	8899
现金	862	864	1770	1395	1674
交易性投资	3664	3122	3122	3122	3122
应收票据	9	13	13	12	12
应收款项	1650	1863	1806	1767	1763
其它应收款	62	312	302	296	295
存货	2238	2000	1920	1859	1825
其他	252	219	212	208	207
非流动资产	69925	81492	81601	81824	82054
长期股权投资	11883	12757	12757	12757	12757
固定资产	7595	7276	6986	6723	6484
无形资产商誉	39862	47988	48389	48876	49346
其他	10585	13472	13470	13468	13467
资产总计	78661	89886	90746	90483	90953
流动负债	9549	16187	14754	14159	14163
短期借款	1004	400	1412	1012	1126
应付账款	2948	2320	2228	2157	2117
预收账款	61	51	49	47	46
其他	5537	13416	11066	10943	10874
长期负债	28223	23966	23466	20866	18166
长期借款	19449	19358	16858	14258	11558
其他	8774	4608	6608	6608	6608
负债合计	37773	40152	38220	35026	32329
股本	5038	5038	5038	5038	5038
资本公积金	9801	9822	9822	9822	9822
留存收益	19148	23737	26301	28999	31922
少数股东权益	6901	11137	11365	11598	11842
归属于母公司所有者权益	33987	38597	41161	43859	46782
负债及权益合计	78661	89886	90746	90483	90953

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7392	6316	6621	6639	6821
净利润	4610	5170	5261	5400	5635
折旧摊销	2514	2529	2267	2254	2246
财务费用	1154	974	864	766	734
投资收益	(1465)	(1780)	(1671)	(1696)	(1722)
营运资金变动	573	(532)	(98)	(84)	(70)
其它	7	(46)	(2)	(1)	(1)
投资活动现金流	(2879)	(9388)	(705)	(780)	(753)
资本支出	(3804)	(10802)	(2376)	(2476)	(2476)
其他投资	926	1415	1671	1696	1722
筹资活动现金流	(4605)	3081	(5011)	(6234)	(5789)
借款变动	817	11165	(3679)	(3000)	(2586)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	25	21	0	0	0
股利分配	(2317)	(2368)	(2468)	(2468)	(2468)
其他	(3130)	(5737)	1137	(766)	(734)
现金净增加额	(91)	10	905	(375)	279

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15192	23198	22479	22003	21953
营业成本	9581	17101	16423	15901	15605
营业税金及附加	53	119	116	113	113
营业费用	10	6	6	6	6
管理费用	284	299	289	283	283
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1126	957	864	766	734
资产减值损失	(22)	(22)	0	0	0
公允价值变动收益	86	(150)	(150)	(150)	(150)
其他收益	31	16	16	16	16
投资收益	1465	1780	1805	1830	1856
营业利润	5698	6340	6452	6631	6936
营业外收入	14	12	12	12	12
营业外支出	39	35	35	35	35
利润总额	5672	6317	6429	6607	6912
所得税	1063	1146	1169	1207	1278
少数股东损益	196	224	228	234	244
归属于母公司净利润	4413	4947	5033	5167	5391

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	53%	-3%	-2%	-0%
营业利润	23%	11%	2%	3%	5%
归母净利润	19%	12%	2%	3%	4%
获利能力					
毛利率	36.9%	26.3%	26.9%	27.7%	28.9%
净利率	29.0%	21.3%	22.4%	23.5%	24.6%
ROE	13.4%	13.6%	12.6%	12.2%	11.9%
ROIC	8.3%	7.7%	7.0%	7.2%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	44.7%	42.1%	38.7%	35.5%
净负债比率	29.9%	31.6%	27.3%	24.1%	21.1%
流动比率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
存货周转率	4.0	8.1	8.4	8.4	8.5
应收账款周转率	10.9	13.1	12.2	12.2	12.3
应付账款周转率	3.1	6.5	7.2	7.3	7.3
每股资料(元)					
EPS	0.88	0.98	1.00	1.03	1.07
每股经营净现金	1.47	1.25	1.31	1.32	1.35
每股净资产	6.75	7.66	8.17	8.71	9.29
每股股利	0.47	0.49	0.49	0.49	0.49
估值比率					
PE	16.5	14.7	14.4	14.1	13.5
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.0	15.0	12.5	12.4	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

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。