

交通运输

2025 年 04 月 23 日

浙江沪杭甬 (00576)

——区域经济赋能车流量长期增长,改扩建重塑资产久期

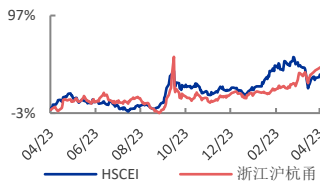
报告原因: 首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据: 2025 年 04 月 23 日

收盘价 (港币)	6.77
恒生中国企业指数	8116.28
52 周最高/最低 (港币)	7.34/4.56
H 股市值 (亿港元)	405.78
流通 H 股 (百万股)	1,979.02
汇率 (人民币/港币)	1.0758

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
范晨轩 A0230123070006
fancx@swsresearch.com

联系人

严天鹏
(8621)23297818x
yantp@swsresearch.com

- **浙江省区域经济繁荣, 收费公路管理条例有望推进。**浙江省人均 GDP 及高速公路密度均位于全国前列, 2023 年浙江省人均 GDP 排名全国第五, 民用汽车拥有量超 2000 万辆, 2015-2023 年民用汽车拥有量 8 年 CAGR 为 8.5%, 保障高速公路车流量增长。2024 年 3 月, 最新出台的《基础事业和公用事业特许经营管理办法》提出基础设施和公用事业特许经营期限原则上不超过 40 年, 新《收费公路管理条例》有望推进, 有望对高速公路运营企业的资产久期产生影响。
- **区位优势奠定公司路产质量, 存量与增量兼备。**浙江沪杭甬成立于 1996 年, 核心业务为高速路产的特许经营, 主要经营区域位于浙江省, 地理位置优越, 实控人为浙江省国资委。截至 2024 年报, 公司直接拥有 5 家全资子公司、6 家控股子公司、9 家参股联营及合营企业; 覆盖路产、证券、酒店及餐饮等多领域, 总资产规模约 2172 亿元。公司控股路产众多且地理位置优越, 剩余特许经营年限较长。截至 2024 年 12 月 31 日, 公司控股路产 11 条, 营业里程共 1143 公里; 所辖路段包括穿越浙江地区的过境国道主干线, 区位优势明显。
- **车流量增长驱动业绩高增, 盈利能力行业领先。**受益于区域经济复苏和持续外延并购, 公司控股路产车流量和通行费收入整体呈上升趋势。区域赋能+高速公路里程建设拉动车流量提升, 沪杭甬高速贡献主要路产收入; 舟山产业园区发展+甬舟高速复线施工, 利好舟山跨海大桥货车流量增长; 上三高速路产成熟, 营收稳健, 2014-2024 年上三高速日均车流量、通行费收入复合增速达 3.5%、0.7%。**对比同业头部公司, 公司 ROE 始终位于行业前列, 拆分来看, 公司净利率水平行业领先, 盈利能力优异。**
- **首次覆盖, 给予“买入”评级。**我们预计公司 2025E-2027E 归母净利润分别为 56.71/58.87/61.49 亿元, 分别同比增长 3.08%/3.81%/4.45%, 对应 PE 分别为 7x/6x/6x。考虑到宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 主营业务均为高速公路收费业务, 与浙江沪杭甬主营业务类似, 我们选取宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 为可比公司, 2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 9x, 高于浙江沪杭甬 25 年估值倍数, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**收费标准降低风险、不可抗力、竞争性线位导致车流转移。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16965	18065	19101	20236	21372
同比增长率 (%)	13.87%	6.48%	5.74%	5.94%	5.62%
归母净利润 (百万元)	5224	5502	5671	5887	6149
同比增长率 (%)	-2.89%	5.32%	3.08%	3.81%	4.45%
每股收益 (元/股)	0.87	0.92	0.95	0.98	1.03
净资产收益率 (%)	13.13%	11.95%	10.67%	9.73%	9.02%
市盈率	7.13	6.77	6.56	6.32	6.05
市净率	0.94	0.81	0.70	0.62	0.55

注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025E-2027E 归母净利润分别为 56.71/58.87/61.49 亿元，分别同比增长 3.08%/3.81%/4.45%，对应 PE 分别为 7x/6x/6x。考虑到宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 主营业务均为高速公路收费业务，与浙江沪杭甬主营业务类似，我们选取宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 9x，高于浙江沪杭甬 25 年估值倍数，给予“买入”评级。

关键假设点

高速公路收费板块营业收入：公司主要收入来源为高速公路收费，中长期看核心路产沪杭高速车流量稳健提升，上三及徽杭高速有望高增，其他路产保持稳健态势，预计 25-27 年高速车流量及单车收入保持稳步增长态势，预计收费公路板块收入同比增速分别为 10.53%/9.76%/8.86%。

高速公路收费板块营业成本：公司现有收费公路经营状况稳定，考虑到未来几年改扩建项目持续推进，成本端主要受到日常运营维保等因素影响，预计未来三年营业成本随车流量趋势波动，预计 25-26 年公司营业成本同比增速分别为 10%/9%/8%。

有别于大众的认识

市场认为公司路产特许经营权年限压力较大。

我们认为公司已经开始推动重点路产改扩建工作，未来几年公司路产特许经营权年限有望逐渐优化。

股价表现的催化剂

高速公路政策优化；优质资产收购；路网格局优化。

核心假设风险

收费标准降低风险、不可抗力、竞争性线位导致车流转移。

目录

1. 浙江省区域经济繁荣，收费公路管理条例有望推进.....	6
1.1 全国高速公路里程稳健增长，路网密度尚有提升空间.....	6
1.2 生产+消费端需求持续释放，客货流步入上行轨道.....	6
1.3 浙江省区域经济繁荣，保障车流量稳定增长.....	7
1.4 收费公路管理条例有望推进.....	8
2. 区位优势奠定路产质量，存量与增量兼备.....	9
2.1 国资匠心之道，深耕收费公路运营.....	9
2.2 核心路产立足长三角，路产权益年限较长.....	10
2.3 增量项目有序推进，协同效应有望强化.....	11
3. 车流量增长驱动业绩高增，盈利能力行业领先.....	12
3.1 营收与利润以公路业务为主，多业务协同发展.....	12
3.2 主要路产历年车流量情况.....	13
3.3 盈利能力行业领先，分红比例有望提升.....	15
4. 盈利预测及估值.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 估值.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：全国高速公路里程（万公里）及同比增速	6
图 2：全国高速公路路网密度（公里/万平方公里）	6
图 3：浙江省高速公路收费里程（公里）	6
图 4：浙江省收费高速公路单公里收入（万元/公里）	6
图 5：中国货运运输生产指数稳步上行	7
图 6：2018-2024 年全国公路货运周转量（亿吨公里）及同比增速	7
图 7：2010-2024 年快递业务量（亿件）及同比增速	7
图 8：2018-2023 年全国民用汽车拥有量（万辆）及同比增速（%）	7
图 9：2016-2024 年浙江省人均 GDP（万元）及同比增速	7
图 10：2010-2023 年浙江省民用汽车拥有量（万辆）及同比增速	7
图 11：浙江省人均 GDP 及高速公路密度均位于全国前列	8
图 12：浙江沪杭甬发展历程	9
图 13：截至 2024 年 12 月 31 日浙江沪杭甬股权结构图	9
图 14：公司路产分布状况（截至 2024 年）	10
图 15：2018-2024 年公司营收（亿元）及同比增速	12
图 16：2024 年公司各业务营业收入占比	12
图 17：2018-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比增速	12
图 18：2024 年公司各业务净利润占比	12
图 19：公司控股路产日均车流量（辆）	13
图 20：公司控股路产通行费收入情况（亿元）	13
图 21：2013-2024 年沪杭甬高速日均车流量（辆）及同比增速（%）	13
图 22：2013-2024 年沪杭甬高速通行费收入（亿元）及同比增速（%）	13
图 23：甬舟复线施工，舟山跨海大桥物流增重	14
图 24：2019-2024 年舟山跨海大桥日均车流量（辆）及同比增速（%）	14
图 25：2019-2024 年舟山跨海大桥通行费收入（亿元）及同比增速（%）	14
图 26：2013-2024 年上三高速日均车流量（辆）及同比增速（%）	15
图 27：2013-2024 年上三甬高速通行费收入（亿元）及同比增速（%）	15
图 28：2018-2023 年公司现金分红总额（亿元）及股利支付率（%）	16
图：- 年公司股息率	

表 1：关于收费公路管理条例相关文件梳理	8
表 2：浙江沪杭甬控股路产基本情况（截至 2024 年 12 月 31 日）	10
表 3：浙江沪杭甬新投产路段及改扩建项目情况	11
表 4：港股高速公路公司 ROE 分析.....	15
表 5：浙江沪杭甬盈利预测.....	17
表 6：估值表.....	17
合并损益表	19
合并资产负债表	19
合并现金流量表	19

1. 浙江省区域经济繁荣，收费公路管理条例有望推进

1.1 全国高速公路里程稳健增长，路网密度尚有提升空间

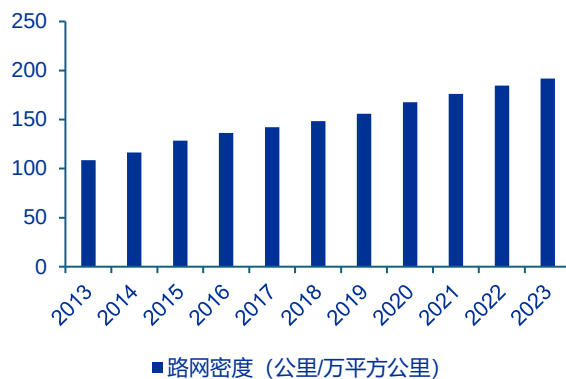
全国高速公路里程稳健增长，路网密度仍有提升空间。2023 年受全国高速公路新增投资的影响，整体增速略有放缓，2024 年整体投资节奏延续，2025 年预计整体增速仍有修复。截至 2023 年全国高速公路路网密度达到 192 公里/万平方公里。

图 1：全国高速公路里程（万公里）及同比增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

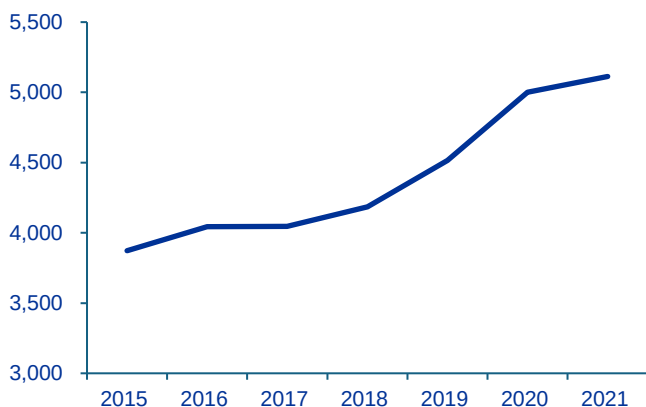
图 2：全国高速公路路网密度（公里/万平方公里）



资料来源：iFind，申万宏源研究

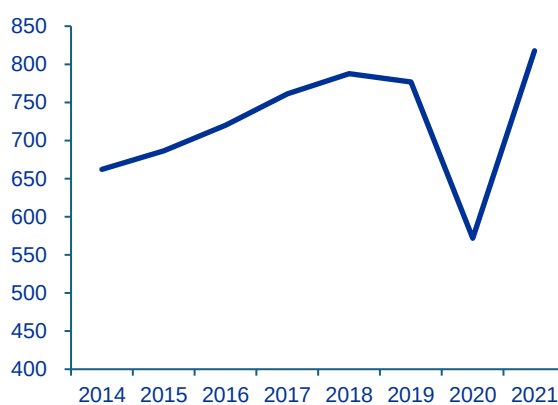
浙江省高速公路里程逐年增长，单公里收入整体呈上行趋势。20 年受疫情期间政策的影响，浙江省单公里收入大幅下滑，21 年浙江省流量及收入均恢复常态化增长水平。

图 3：浙江省高速公路收费里程（公里）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 4：浙江省收费高速公路单公里收入（万元/公里）



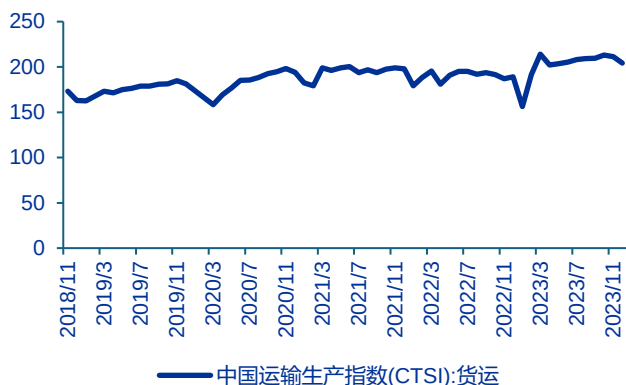
资料来源：iFind，申万宏源研究

1.2 生产+消费端需求持续释放，客货流步入上行轨道

生产+消费端需求持续释放驱动货流提升，汽车保有量稳定增长赋能客流上行。从生产端看，伴随供应链上下游复苏，公路货运流量稳步攀升，2023 年 3 月以来，中国货运运输生产指数稳居 200 以上；根据交通运输部数据，2024 年全国公路货运周转量同比增长 3.9%。从消费端看，快递快运业务持续增长，年快递业务量增速达到 %。客流方面，客车流

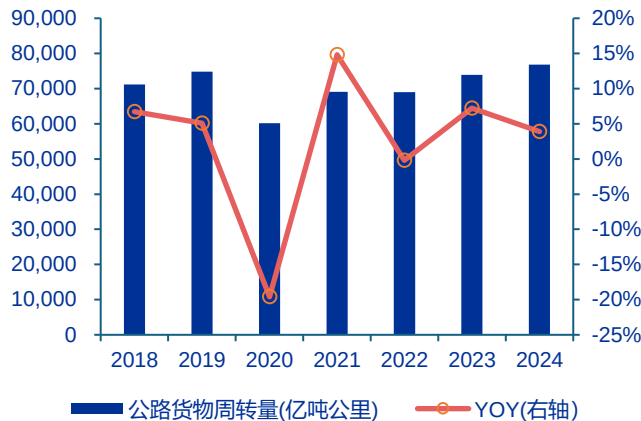
量对宏观经济周期敏感度相对较低，增长驱动主要来自私人汽车保有量，过去 5 年（2018-2023 年）全国民用汽车拥有量复合增速达 8%。

图 5：中国货运运输生产指数稳步上行



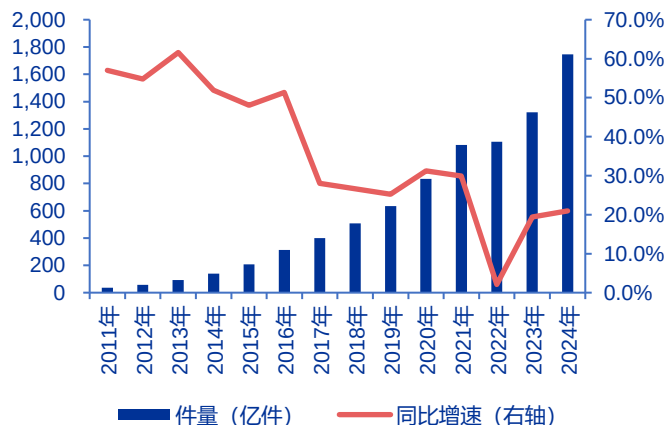
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 6：2018-2024 年全国公路货运周转量（亿吨公里）及同比增速



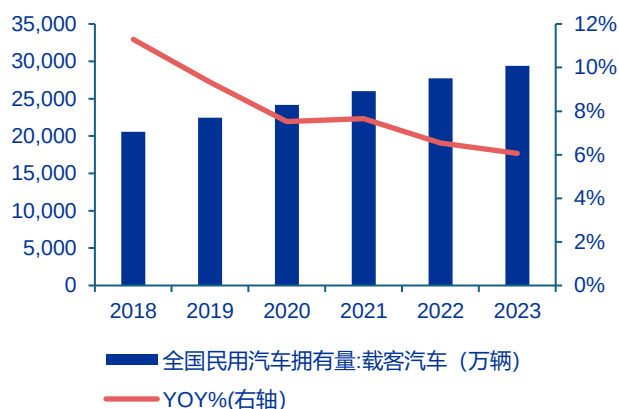
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 7：2010-2024 年快递业务量（亿件）及同比增速



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

图 8：2018-2023 年全国民用汽车拥有量（万辆）及同比增速（%）



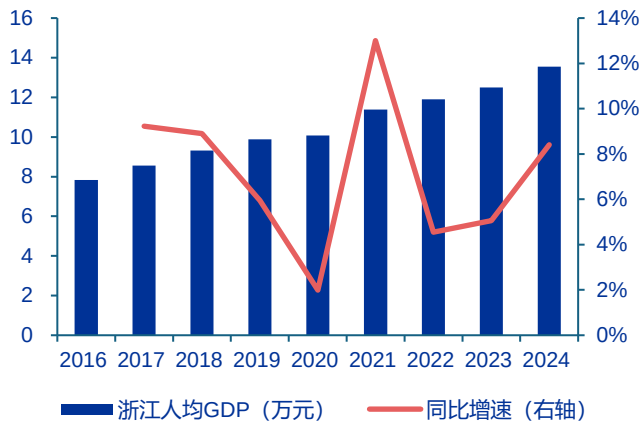
资料来源：iFind，申万宏源研究

1.3 浙江省区域经济繁荣，保障车流量稳定增长

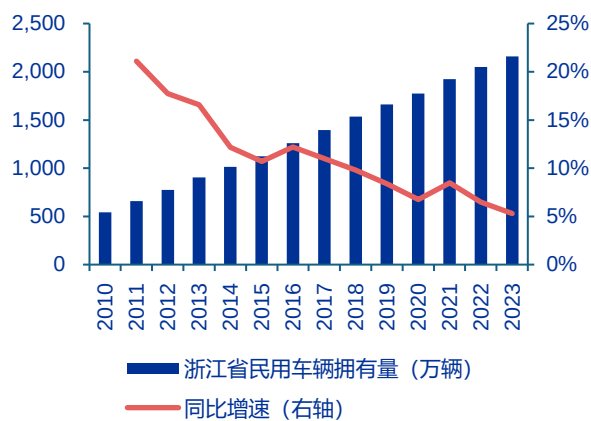
浙江省人均 GDP 及高速公路密度均位于全国前列，保障高速公路车流量增长。2023 年浙江省人均 GDP 排名全国第五，民用汽车拥有量超 2000 万辆，2015-2023 年民用汽车拥有量 8 年 CAGR 为 8.5%，促进浙江省车流量增长。

图 9：2016-2024 年浙江省人均 GDP（万元）及同比增速

图 10：2010-2023 年浙江省民用汽车拥有量（万辆）及同比增速

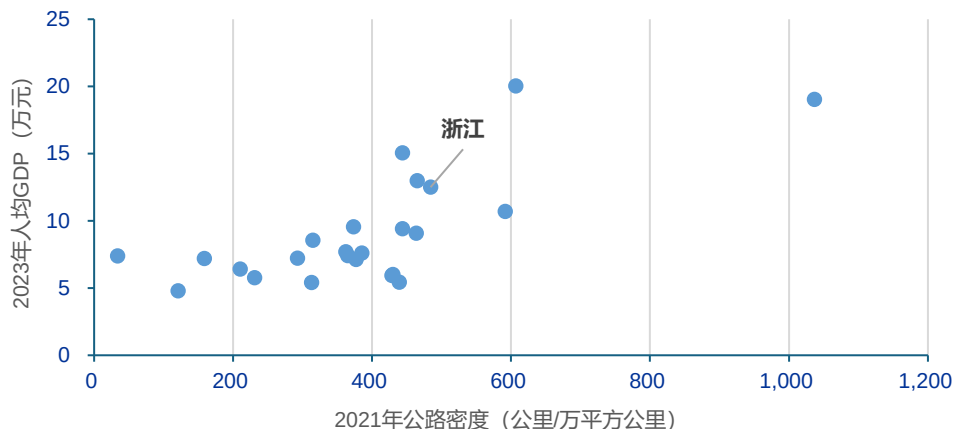


资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：浙江省人均 GDP 及高速公路密度均位于全国前列



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 收费公路管理条例有望推进

收费年限有望延长，公路行业或迎来政策催化。2024 年 3 月，最新出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》提出基础设施和公用事业特许经营权期限原则上不超过 40 年，新《收费公路管理条例》有望推进，有望对高速公路运营企业的资产久期产生影响。

表 1：关于收费公路管理条例相关文件梳理

日期	规定文件	收费期限相关规定
2004 年	《收费公路管理条例》	经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。
2013 年	《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》	经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。

2015 年 《收费公路管理条例》（修订征求意见稿）

2018 年 《收费公路管理条例（修订草案）》

2024 年 《基础事业和公用事业特许经营管理办法》

高速公路的经营期限一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以约定超过 30 年的特许经营期限。高速公路以外一级公路及桥隧的经营期限，维持现行《条例》最长不超过 25 年、中西部最长不得超过 30 年的规定。

经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。

特许经营期限原则上不超过 40 年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长，法律法规另有规定的除外

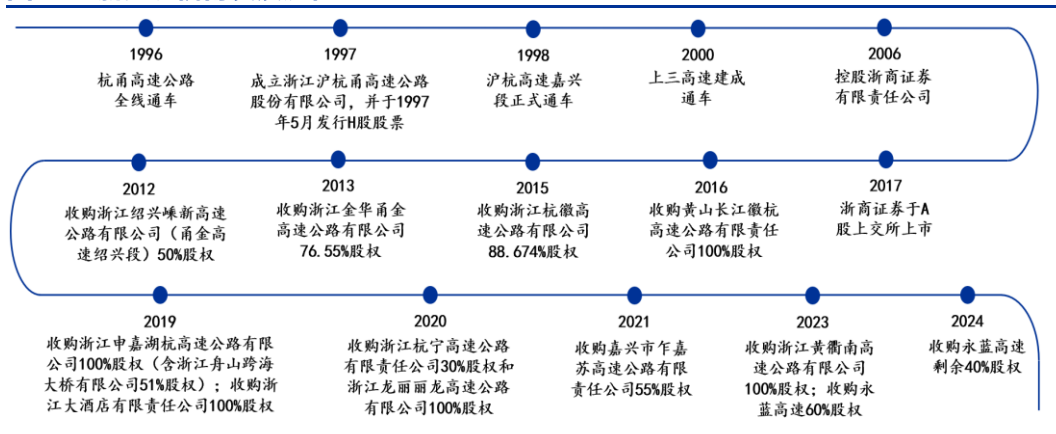
资料来源：中国政府网，交通运输部，申万宏源研究

2. 区位优势奠定路产质量，存量与增量兼备

2.1 国资匠心之道，深耕收费公路运营

浙江沪杭甬成立于 1996 年，次年发行 H 股在香港联交所上市，核心业务为高速路产的特许经营，主要经营区域位于浙江省，地理位置优越。

图 12：浙江沪杭甬发展历程

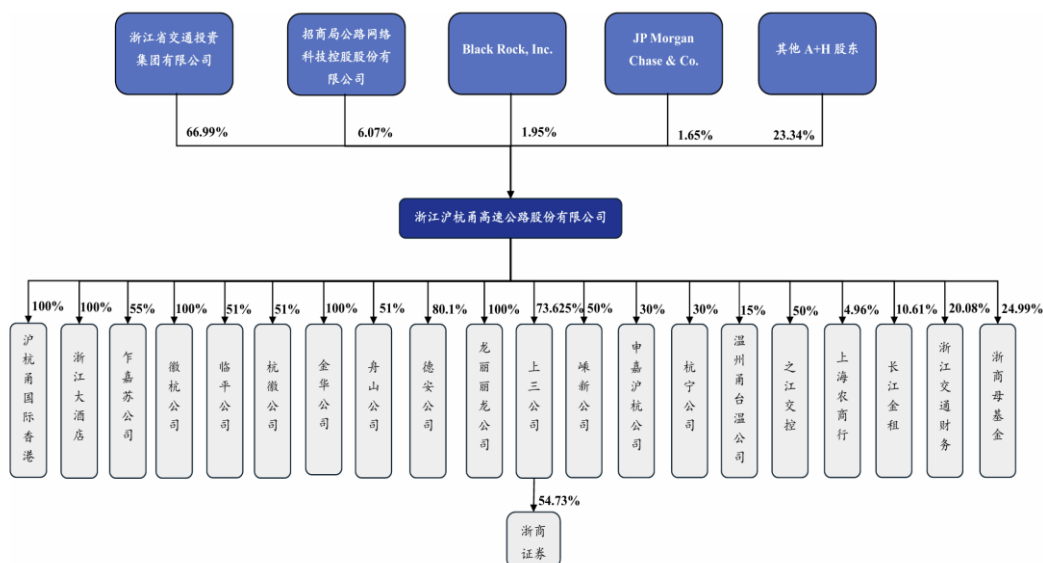


资料来源：公司官网，申万宏源研究

实控人为浙江省国资委，股权结构稳定。截至 2024 年，公司控股股东为浙江省交通投资集团有限公司，持有 66.99%股份，实控人为浙江省国资委；第二大股东为招商公路，持股 6.07%，股权结构稳定。

多元业态延展，资产规模雄厚。截至 2024 年报，公司直接拥有 5 家全资子公司、6 家控股子公司、9 家参股联营及合营企业；覆盖路产、证券、酒店及餐饮等多领域，总资产规模约 2172 亿元。

图 13：截至 2024 年 12 月 31 日浙江沪杭甬股权结构图



资料来源: iFind, 公司官网, 申万宏源研究

2.2 核心路产立足长三角，路产权益年限较长

公司控股路产众多且地理位置优越，剩余特许经营权年限较长。截至 2024 年 12 月 31 日，公司控股路产 11 条，营业里程共 1143 公里；所辖路段包括穿越浙江地区的过境国道主干线，区位优势明显。平均特许经营权剩余年期 6.17 年。

图 14: 公司路产分布状况 (截至 2024 年)



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

表 2: 浙江沪杭甬控股路产基本情况 (截至 2024 年 12 月 31 日)

项目名称	权益比例	线位 (始发地-终止地)	营业里程 (公里)	车道数目 (条)	特许经营权剩余年期
沪杭高速公路		上海莘庄-杭州东郊彭埠街道			

—嘉兴段	100%		88.1	8	4
—临平段	51%		11.1	6	4
—杭州段	100%		3.4	4	4
杭甬高速公路		杭州萧山-宁波大朱家			
—杭州至红垦段	100%		15.7	4	3
—红垦至段塘段	100%		123.4	8	3
—段塘至大朱家段	100%		6.2	4	3
上三高速公路	73.625%	绍兴市上虞区沽渚镇-台州市三门县珠岙镇吴岙村	141.4	4	6
甬金高速公路金华段		金华东阳市白峰岭隧道-金华市金东区傅村枢纽			
	100%		69.7	4	6
杭徽高速公路		杭州留下-安徽黄山（浙皖界）			
—昌昱段	51%		36.7	4	5
—昌杭段	51%		85.6	4	7
徽杭高速公路	100%	昱岭关-安徽省黄山市屯溪区	81.6	4	9
舟山跨海大桥	51%	舟山本岛 329 国道-宁波镇海	46.3	4	10
龙丽高速公路	100%	杭州建德市八亩丘枢纽-丽水市北埠枢纽	119.8	4	7
丽龙高速公路		浙江省丽水市区富岭-龙泉出口			
—莲都段	100%		22.97	4	8
—其他路段	100%		79.47	4	7
乍嘉苏高速公路	55%	浙江省嘉兴平湖市东南乍浦港-苏浙省界	50.28	4	6
黄衢南高速公路		开化县西坑口（皖浙界）-江山市廿八都镇浙闽交界处			
—衢南段	100%		87.26	4	8
—衢黄段	100%		73.745	4	11

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 增量项目有序推进，协同效应有望强化

公司改扩建、新建两手抓，有望进一步发挥路网协同作用，提升规模效益，助力中长期成长性。改扩建方面，考虑到公司主要路产已进入成熟期，车流量逐渐饱和，甬金高速绍兴段、金华段、乍嘉苏高速南湖互通至浙苏界段改扩建陆续开展，预计 2027 年实现通车，届时通行量有望大幅提升。新建方面，杭甬高速复线宁波段全面开工，建成后将进一步优化北仑片区高速路网结构，完善宁波舟山港集疏运网络。

表 3：浙江沪杭甬新投产路段及改扩建项目情况

类型	路段	持股比例	通车时间	里程 (km)	设计参数	项目概算 (亿元)	实际投资 (亿元)	单公里造价 (亿元)
改扩建路段	甬金高速公路（绍兴段）	100%	2027.02	73.32	四车道改八车道	138.9	-	1.89
	乍嘉苏高速公路（南湖互通至浙苏界段）	55%	2027.03	20.856	四车道改八车道	81.34	-	3.90
	甬金高速公路（金华段）	100%	2027.09	66.136	四车道改八车道	194.186	-	2.48
新投产	镇海至安吉公路德清	-	.	.	双向四车道	.	.	.

路段 对河口至矮部里段
(PPP 项目)

杭甬高速复线宁波段
三期

100%

2027 年
底

26.15

双向六车道

218.6

-

8.36

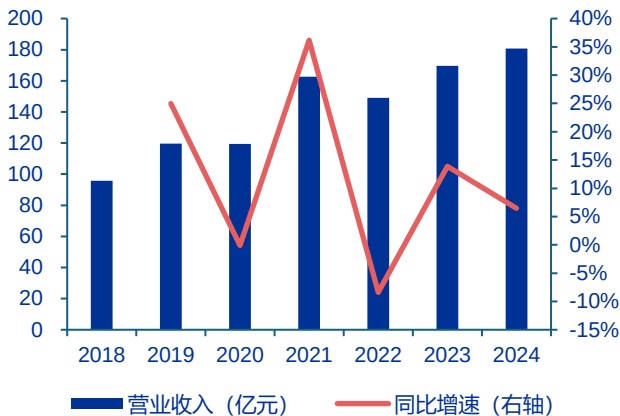
资料来源：公司公告，浙江省交通运输厅，申万宏源研究

3. 车流量增长驱动业绩高增，盈利能力行业领先

3.1 营收与利润以公路业务为主，多业务协同发展

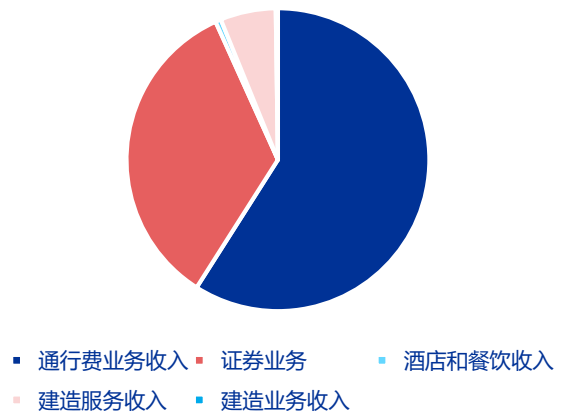
营收与利润以公路业务为主，保持稳健增长态势。从收入端看，2019-2024 年公司营业收入复合增速达 9%。2022 年，受疫情反复影响，营收同比下降 8.4%，其中通行费收入下降 9.9%；伴随出行复苏叠加低基数反转修复，2024 年实现营业收入 180.65 亿元，其中，通行费业务、证券业务分别占比 59%、34%。2018-2022 年公司利润与营收变化基本一致。2023 年伴随永蓝高速收购完成，甬金、乍嘉苏高速改扩建陆续实施，整体业绩有望增长。

图 15：2018-2024 年公司营收（亿元）及同比增速



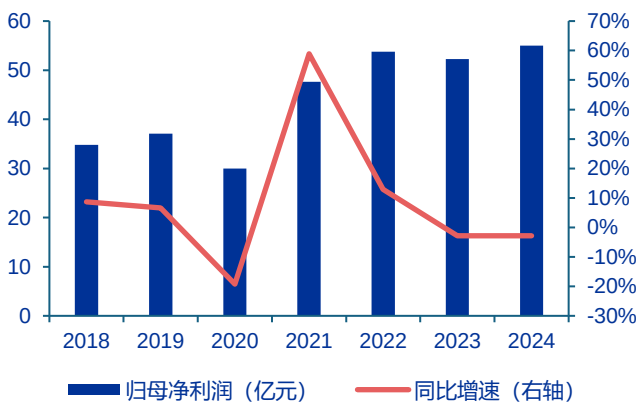
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：2024 年公司各业务营业收入占比



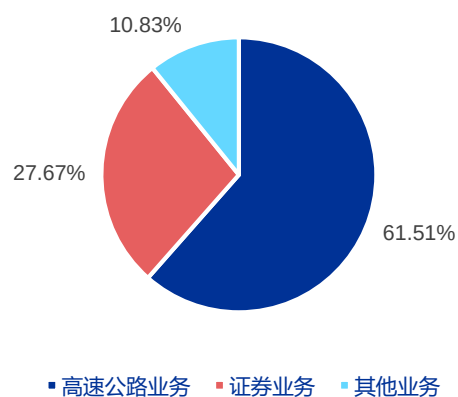
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：2018-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：2024 年公司各业务净利润占比

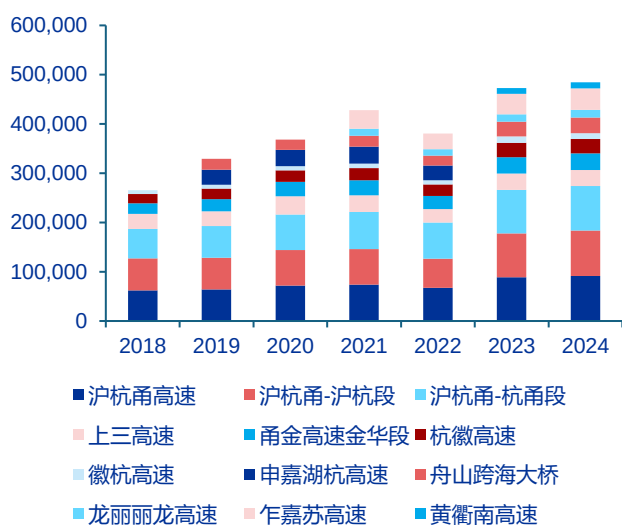


资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 主要路产历年车流量情况

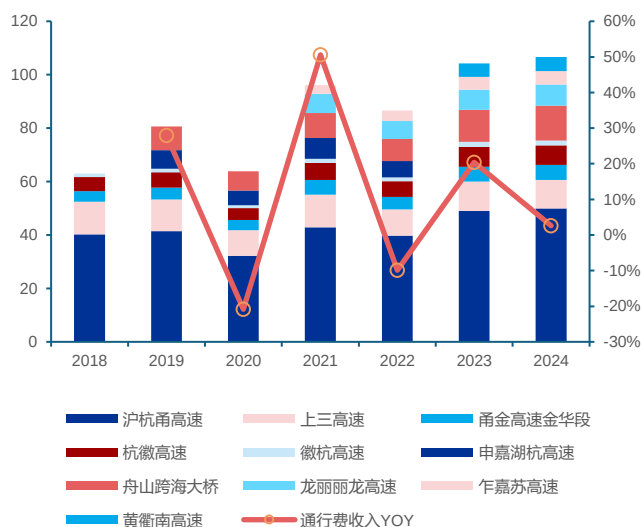
受益于区域经济复苏和持续外延并购，公司控股路产车流量和通行费收入整体呈上升趋势。2022 年受疫情影响车流量基数较低，2023 年疫情防控政策放开后同比增长 32%，2024 年路产流量及通行费收入较 2023 年略有增幅。货流方面，2025 年 3 月浙江省规模以上工业增加值同比增长近 9%，货物进出口总额同比增长超 7%，进而拉动物流运输需求，助力货流增速恢复常态。此外，并购+新投路产带来新车流量。如 2021 年以 0.77 亿收购乍嘉苏高速 55%的股权，2021-2024 年乍嘉苏高速平均车流量达 38533 辆，占总车流 13.65%，助力公司主业持续性；2024 年完成永蓝高速收购，进一步拓展高速公路主业区位战略布局。

图 19：公司控股路产日均车流量（辆）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：公司控股路产通行费收入情况（亿元）

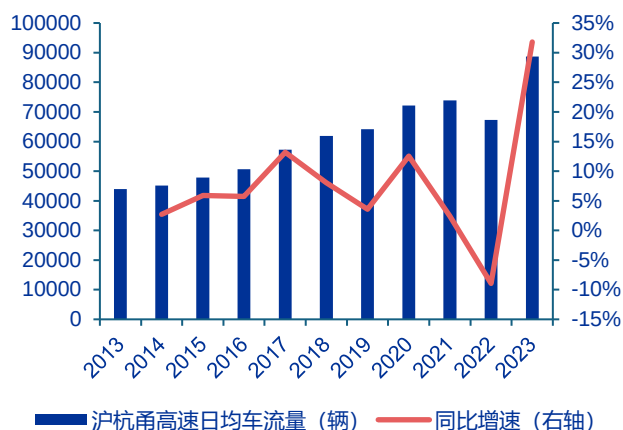


资料来源：Wind，申万宏源研究

区域赋能+高速公路里程建设拉动车流量提升，沪杭甬高速贡献主要路产收入。路产车流量与所在区域经济发展水平、高速公路里程数具有较高相关性。沪杭甬高速全长 284 公里，连接上海、嘉兴、杭州、绍兴、宁波，充分利用区域经济优势，2014-2021 年，沪杭甬高速车流量稳步攀升；2022 年受疫情影响车流量同比下降 8.9%。2023 年，随疫情管控政策放开，公众出行需求反弹，沪杭甬高速日均通行量达 88721 车次，同比+31.8%，贡献 47%的路产收入；2024 年沪杭甬高速日均通行量达到 91239 车次，同比 23 年微增，预计未来收入保持平稳增长。

图 21：2013-2024 年沪杭甬高速日均车流量（辆）及同比增速（%）

图 22：2013-2024 年沪杭甬高速通行费收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

舟山产业园区发展+甬舟高速复线施工, 利好舟山跨海大桥货车流量增长。舟山跨海大桥, 受益于周边产业园区的发展, 通行量稳健增长, 2024 年日均通行量 31897 车次, 同比增长 5.6%; 通行费收入 12.99 亿元, 是公司主营业务第二大收入来源。此外, 甬舟高速复线建设施工带动货运需求增加, 预计未来舟山跨海大桥通行量有望增长。

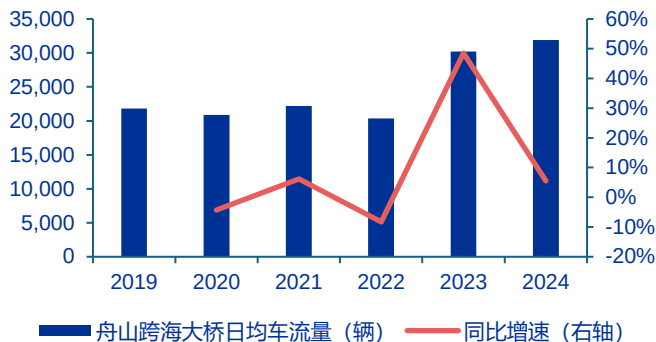
图 23: 甬舟复线施工, 舟山跨海大桥物流增重



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 24: 2019-2024 年舟山跨海大桥日均车流量 (辆) 及同比增速 (%)

图 25: 2019-2024 年舟山跨海大桥通行费收入 (亿元) 及同比增速 (%)



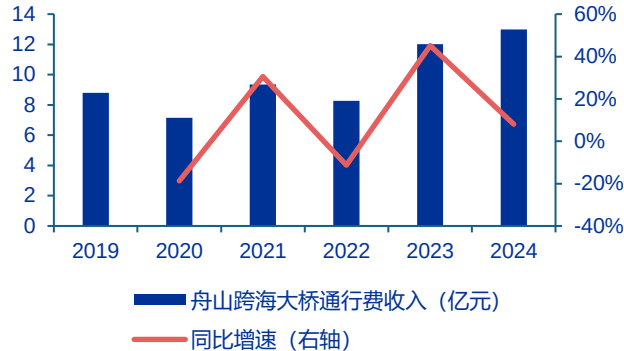
资料来源: Wind, 申万宏源研究

上三高速路产成熟，营收稳健。上三高速北起上虞沽渚连接杭甬高速，南至三门县互通甬台温高速，全长 142 公里，纵贯浙江省中东部，是连接绍兴、台州二市的大动脉。目前，该路产是公司主要的通行费收入来源之一。2014-2024 年上三高速日均车流量、通行费收入复合增速达 3.5%、0.7%。

图 26: 2013-2024 年上三高速日均车流量 (辆) 及同比增速 (%)

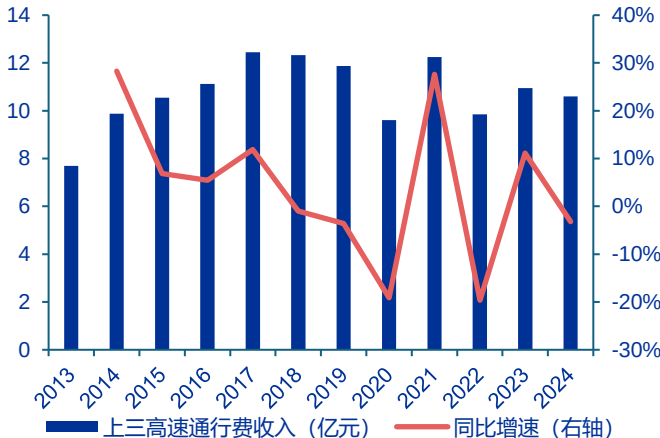


资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 27: 2013-2024 年上三高速通行费收入 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.3 盈利能力行业领先，分红比例有望提升

净资产收益率及净利率保持行业领先水平。2018-2019 年公司平均 ROE 维持在 16% 以上；受疫情影响，2020 年 ROE 下降至 13.11%；2021 年受益于通行费优惠政策，ROE 显著提升至 18.58%；2022 年浙商期货发行 70 亿可转债助力公司 ROE 达 18.53%；受甬金、乍嘉苏高速改扩建等因素影响，2023-2024 年公司 ROE 有所下降。对比同业头部公司，公司 ROE 始终位于行业前列，拆分来看，公司净利率水平行业领先，盈利能力优异。

表 4: 港股高速公路公司 ROE 分析

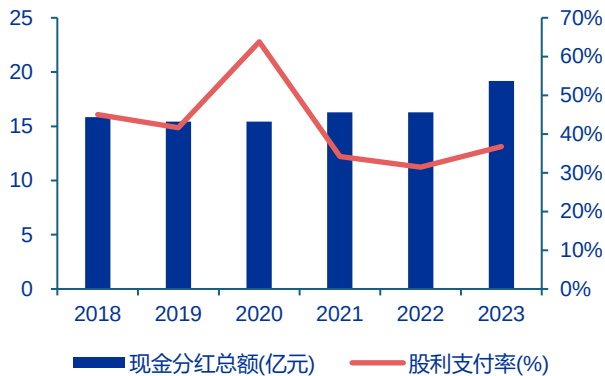
	2020	2021	2022	2023	2024
	ROE(%)				
浙江沪杭甬	13.11	18.58	18.53	14.77	12.82
宁沪高速 H	8.68	14.30	11.98	13.39	13.63
四川成渝 H	.	.	.	.	.

深高速 H	9.92	10.93	8.76	10.65	5.17
净利率(%)					
浙江沪杭甬	24.70	28.88	35.62	30.40	30.45
宁沪高速 H	30.68	30.30	28.09	29.05	21.31
四川成渝 H	8.22	21.17	7.83	10.27	14.14
深高速 H	25.58	23.97	21.48	25.04	12.38
总资产周转率(次)					
浙江沪杭甬	0.10	0.11	0.08	0.09	0.09
宁沪高速 H	0.14	0.21	0.18	0.19	0.28
四川成渝 H	0.21	0.22	0.24	0.24	0.17
深高速 H	0.16	0.19	0.14	0.14	0.14
权益乘数					
浙江沪杭甬	5.13	5.98	6.25	5.57	4.95
宁沪高速 H	2.06	2.20	2.35	2.38	2.32
四川成渝 H	2.54	2.46	2.30	2.92	3.48
深高速 H	2.42	2.43	2.82	3.13	3.05

资料来源：Wind，申万宏源研究

分红派息稳健，低利率时代下高股息有配置价值。根据公司年报，2024 年公司派息额约占当年实现的可分配利润的 89.4%，根据公司《未来三年（2023-2025 年）股东回报规划》，2023 至 2025 年度公司分红不低于当年实现的可分配利润的 75%，未来分红派息仍将保持稳健。

图 28：2018-2023 年公司现金分红总额（亿元）及股利支付率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：2016-2023 年公司股息率



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

核心假设-营收

高速公路收费板块：公司主要收入来源为高速公路收费，中长期看核心路产沪杭高速车流量稳健提升，上三及徽杭高速有望高增，其他路产保持稳健态势，预计 - 年高速

车流量及单车收入保持稳步增长态势，预计收费公路板块收入同比增速分别为 5.20%/6.48%/6.37%。

核心假设-成本

高速公路收费板块：公司现有收费公路经营状况稳定，考虑到未来几年改扩建项目持续推进，成本端主要受到日常运营维保等因素影响，预计未来三年营业成本随车流量趋势波动，预计 25-26 年公司营业成本同比增速分别为 8%/7%/6%。

盈利预测

预计公司 25-27E 归母净利润分别为 56.71/58.87/61.49 亿元，分别同比增长 3.08%/3.81%/4.45%。

表 5：浙江沪杭甬盈利预测

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	120	119	163	149	170	181	191	202	214
yoy		-0.10%	36.17%	-8.39%	13.87%	6.48%	5.74%	5.94%	5.62%
收费公路业务营业收入	81	64	96	87	104	107	112	119	127
yoy		-20.86%	50.59%	-9.86%	20.36%	2.29%	5.20%	6.48%	6.37%
营业成本	67	73	95	89	98	108	117	125	132
yoy		9.32%	30.37%	-6.97%	10.25%	10.72%	8.00%	7.00%	6.00%
归母净利润	37	30	48	54	52	55	57	59	61
yoy		-19.23%	58.89%	12.94%	-2.89%	5.32%	3.08%	3.81%	4.45%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025E-2027E 归母净利润分别为 56.71/58.87/61.49 亿元，分别同比增长 3.08%/3.81%/4.45%，对应 PE 分别为 7x/6x/6x。考虑到宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 主营业务均为高速公路收费业务，与浙江沪杭甬主营业务类似，我们选取宁沪高速 H、深高速 H、四川成渝 H 为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 9x，高于浙江沪杭甬 25 年估值倍数，给予“买入”评级。

表 6：估值表

证券代码	证券简称	2025/4/23		申万预测归母净利润（亿元）			PE		
		收盘价(元或港元)	总市值（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
0177.HK	宁沪高速 H	9.66	452.34	54.47	57.90	60.49	8	8	7
0548.HK	深高速 H	6.46	152.39	17.56	19.04	17.45	9	8	9
0107.HK	四川成渝 H	4.28	121.66	14.24	14.99	15.80	9	8	8
	平均						9	8	8
0576.HK	浙江沪杭甬	6.77	377.17	56.71	58.87	61.49	7	6	6

注：宁沪高速 H 预测归母净利润使用申万预测数据，深高速 H 及四川成渝 H 预测归母净利润使用 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

- **收费标准降低风险：**结合过往经验，地方政府有时会将降低高速公路收费标准作为降低区域物流成本的手段之一，该类政策对公司盈利预测有影响。
- **不可抗力：**若发生自然灾害、疫情等不可抗力，将对公司业绩产生影响。
- **竞争性线位导致车流转移：**公司下辖路产周边如有新建平行线位路产，并对公司既有路产车流量带来分流效应，对公司盈利预测有影响。

合并损益表

百万人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14899	16965	18065	19101	20236	21372
营业总成本	8858	9766	10812	11677	12495	13244
销售、行政及一般费用	173	184	161	170	180	190
其他支出	120	125	167	137	143	149
其他收益	2774	1933	2624	2624	2624	2624
投资收益	802	1163	1070	1012	1082	1055
资产减值损失	-12	-31	-19	-19	-19	-19
营业利润	7542	7852	8858	8861	9198	9608
利润总额	7542	7852	8858	8861	9198	9608
所得税	1039	1229	1701	1772	1840	1922
归母净利润	5379	5224	5502	5671	5887	6149

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	146129	152862	145924	148777	151718	154132
货币资金	24191	28200	23393	25732	28305	31136
应收款项	554	831	1051	812	898	920
存货净额	606	1306	1235	1049	1197	1160
固定资产	5420	6202	5718	10473	12717	13786
无形资产及其他资产	34857	48669	67249	60105	61422	62356
资产总计	186406	207734	217182	219355	225857	230274
流动负债	101299	103306	108266	110325	110149	109677
短期借款	4915	4593	2508	4005	3702	3405
应付款项	1160	1265	1143	1189	1199	1177
其它流动负债	95224	97448	104615	105130	105247	105095
非流动负债	34897	44022	35218	27292	22649	15712
负债合计	136196	147329	143484	137617	132798	125390
归属于母公司的所有者权益	30918	39792	46041	53130	60488	68175
少数股东权益	19291	20613	27657	28608	32571	36709
负债和股东权益合计	186406	207734	217182	219355	225857	230274

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5379	5224	5502	5671	5887	6149
加：折旧与摊销	3385	3705	3812	3022	3152	3239
营运资本变动	1415	953	-1021	5097	2618	1979
其他非现金调整	-2538	-67	789	1745	1781	1820
经营活动产生的现金流量净额	7641	9814	9082	15535	13437	13187
投资活动：						
出售固定资产收到的现金	8	10	1	0	0	0
减：资本性支出	1600	1413	924	6208	3845	2565
其他投资活动产生的现金流量净额	-	-	-	-	-	-

投资活动产生的现金流量净额	2947	-16616	-15330	-5196	-2763	-1510
筹资活动：						
债务净增加	-2634	2936	5958	-7926	-4642	-6937
其他筹资活动产生的现金流量净额	-1213	-2396	-2614	-3858	-3968	-3994
筹资活动产生的现金流量净额	-3847	6638	3344	-7812	-4486	-6623
现金及现金等价物净增加额						
现金及现金等价物期初余额	17154	23990	23830	20932	23470	29666
现金及现金等价物期末余额	23917	23830	20932	23470	29666	34727

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。