

交通运输

2025 年 06 月 24 日

江苏宁沪高速(00177)
公路

——业绩稳步增长，大力回报股东

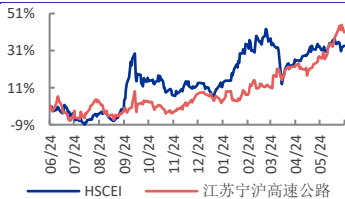
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 06 月 23 日

收盘价 (港币)	11.14
恒生中国企业指数	8597.36
52 周最高/最低 (港币)	11.66/7.28
H 股市值 (亿港元)	561.21
流通 H 股 (百万股)	1,222.00
汇率 (人民币/港币)	1.0947

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

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

投资要点：

- 宁沪高速为江苏省内唯一的上市路桥公司，两地上市三地交易，直接参与经营和投资的路桥项目达到 18 个，截至 2024 年，公司直接参与经营和投资的路桥项目达到 18 个，控制或参股的已开通路桥里程已超过 910 公里。公司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，核心资产沪宁高速江苏段连接上海、苏州、无锡、常州、镇江和南京 6 个大中城市，是国内最繁忙的高速公路之一。
- 公司整体收入利润稳中有增，收费公路业务贡献主要的收入及毛利来源。24 年公司归母净利润实现 12% 的同比增速。收入结构看，排除建造期收入影响，收费公路业务收入占比始终保持 70% 以上，配套业务收入占比稳中有增，24 年收费公路业务、配套服务业务、电力销售业务收入占比分别为 77%、14%、6%。毛利端，收费公路业务占比达 90% 以上。
- 分红稳健，分红绝对值维持上涨。2015 年至今宁沪高速现金分红金额维持 20 亿元以上，预计未来公司分红政策仍将保持稳健增长态势。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 25-27E 归母净利润分别为 54.47、57.90、60.49 亿元，分别同比增长 10%、6%、4%，对应 PE 分别为 9x/9x/8x。考虑到深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 均为区域内公路铁路核心资产，选取深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 为公司可比公司，前文提到宁沪高速资产优质，区位优势明显，主要经营区域位于中国最具经济活力的长三角地区，所控制或参股路桥项目是江苏南部沿江和沿沪宁两个重要产业带陆路交通走廊的核心组成部分。结合公司盈利能力位居行业前列，具备较强的稳定性，我们认为公司具备一定的估值优势，2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 12x，高于宁沪高速 H2025 年 PE，因此给予“买入”评级。
- 风险提示：车流量下行风险；重大项目收并购潜在风险；日常运营安全生产事故风险；利率波动风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,192.01	23,198.20	23,935.07	24,730.13	25,435.91
同比增长率 (%)	14.61	52.70	3.18	3.32	2.85
归母净利润 (百万元)	4,413.27	4,946.69	5,446.80	5,789.90	6,049.26
同比增长率 (%)	18.51	12.09	10.11	6.30	4.48
每股收益 (元/股)	0.88	0.98	1.08	1.15	1.20
毛利率	36.94	26.28	27.12	28.16	28.78
ROE	12.99	12.82	12.37	11.62	10.82
PE	11.62	10.37	9.42	8.86	8.48

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

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 25-27E 归母净利润分别为 54.47、57.90、60.49 亿元，分别同比增长 10%、6%、4%，对应 PE 分别为 9x/9x/8x。考虑到深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 均为区域内公路铁路核心资产，选取深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 为公司可比公司，前文提到宁沪高速资产优质，区位优势明显，主要经营区域位于中国最具经济活力的长三角地区，所控制或参股路桥项目是江苏南部沿江和沿沪宁两个重要产业带陆路交通走廊的核心组成部分。结合公司盈利能力位居行业前列，具备较强的稳定性，我们认为公司具备一定的估值优势，2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 12x，高于宁沪高速 H2025 年 PE，因此给予“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，核心路产沪宁高速车流量逐年高增，其他路产经营稳健，新增路产龙潭大桥及北接线项目、锡宜高速扩建项目、锡太项目及广靖高速扩建项目预计均能为公司带来可观的收益，伴随公司路网的扩张，车流量有望继续提升。预计 25-27 年车流量小幅增长，预计收费公路板块收入同比增速分别为 6%、6%、5%。

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 25-27 年收费公路板块营业成本同比增速分别为 2%、2%、2%。

投资收益：公司主要的投资收益主要来源于四家参股公司：扬子大桥公司（持股比例 26.66%）、苏州高速公司（持股比例 23.86%）、紫金信托公司（持股比例 20.00%）和沿江公司（持股比例 25.15%）及其他权益工具、子公司广告经营及管理服务等业务收益，预计 25-27 年投资收益同比增速分别为 2%、2%、1%。

有别于大众的认识

市场认为，高速公路资产一般基于股息率定价。

我们认为股息率定价方式低估了该类资产中长期的成长价值。

股价表现的催化剂

收费公路管理条例优化；公司收并购；分红水平提升。

核心假设风险

车流量下行风险；重大项目收并购潜在风险；日常运营安全生产事故风险；利率波动风险。

1. 核心路产位于长三角区域，业绩稳健增长

宁沪高速为江苏省内唯一的上市路桥公司，两地上市三地交易，直接参与经营和投资的路桥项目达到 18 个，截至 2024 年，公司直接参与经营和投资的路桥项目达到 18 个，控制或参股的已开通路桥里程已超过 910 公里。公司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，核心资产沪宁高速江苏段连接上海、苏州、无锡、常州、镇江和南京 6 个大中城市，是国内最繁忙的高速公路之一。

表 1：宁沪高速控股路产信息（截至 2024 年 12 月 31 日）

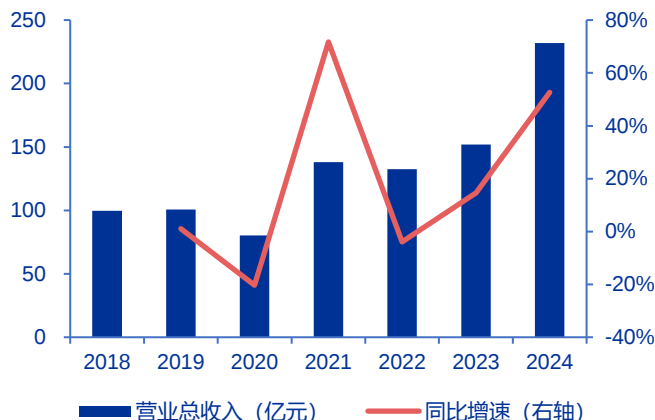
路桥名称	起点	终点	权益	里程（千米）	车道数	到期年限	剩余经营年限
沪宁高速	南京马群	上海安亭	100%	248.21	6	2032 年 6 月	6.95
宁常高速	溧水桂庄	常州南互通	100%	89.97	6	2032 年 9 月	7.20
镇溧高速	丹徒枢纽	溧阳前马	100%	65.64	6	2032 年 9 月	7.20
广靖高速	广陵	江阴大桥北端	85%	17.2	6	2029 年 9 月	4.20
锡澄高速	江阴大桥南端	无锡钱巷	85%	34.98	6	2029 年 9 月	4.20
锡宜高速	无锡北	宜兴西坞枢纽	85%	69	4	2028 年 9 月	3.20
环太湖高速	硕放枢纽	南泉互通	85%	19.36	6	2031 年 10 月	6.28
五峰山大桥	连云港	镇江铁路	64.50%	35.92	8	2046 年 7 月	21.04
常宜高速	常州南夏	宜兴西坞枢纽	60%	18	6	2045 年 12 月	20.46
宜长高速	宜兴	长兴	60%	25.67	6	2046 年 1 月	20.54
镇丹高速	泰州大桥大港枢纽	丹阳新区枢纽	70%	21.6	4	2043 年 9 月	18.21
苏嘉杭高速	常熟	吴江	33%	100	4	2032 年 12 月	7.45
沿江高速	常州南夏	太仓城厢	21.38%	104	4	2034 年 8 月	9.12
江阴长江大桥			26.66%	3.07	6	2029 年 9 月	4.20
常嘉高速	甬直枢纽	摇篮圩	30.01%	28.5	6	2041 年 12 月	16.45

资料来源：公司公告，申万宏源研究

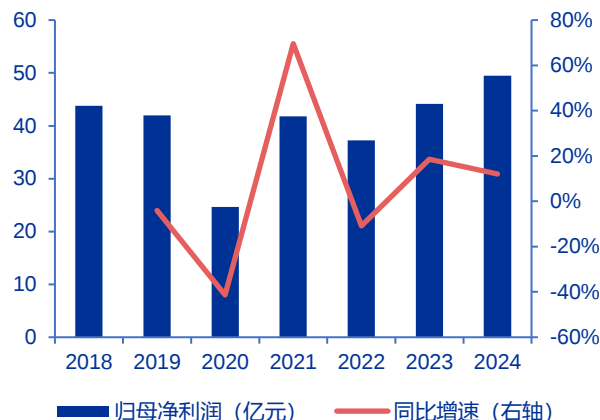
公司整体收入利润稳中有增。2018-2024 年公司整体营业收入及利润均处于稳步增长态势，其中 2020 年受疫情影响公司盈利能力受损，23 年已恢复至常态化增速，24 年公司营业收入达到 231.98 亿元，主要受益于对路桥项目的建设投入增加，若剔除建造收入的影响，则公司营收同比下降约 3%，与营收增速相反，24 年公司归母净利润实现 12% 的同比增速，主要得益于陆马一级公路停止收费确认资产处置收益，以及江苏银行公司分红时间性差异（较去年提前）等因素影响。

图 1：2018-2024 年宁沪高速营业收入（亿元）及同比增速

图 2：2018-2024 年宁沪高速归母净利润（亿元）及同比增速



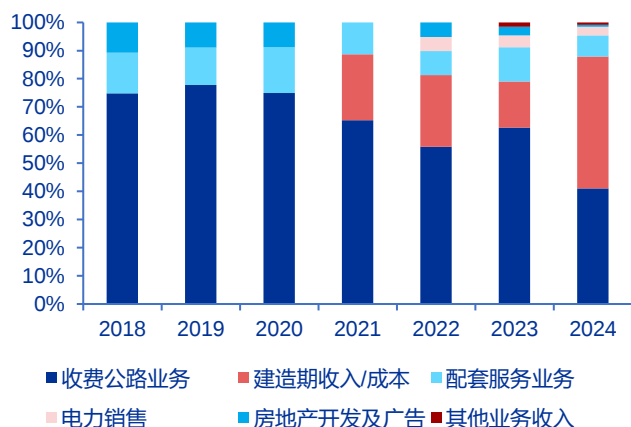
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

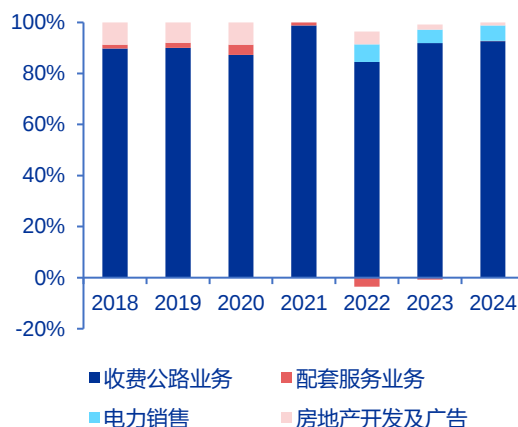
结构上看, 收费公路业务贡献主要的收入及毛利来源。收入端, 排除建造期收入影响, 收费公路业务收入占比始终保持 70% 以上, 配套业务收入占比稳中有增, 24 年收费公路业务、配套服务业务、电力销售业务收入占比分别为 77%、14%、6%。毛利端, 收费公路业务占比达 90% 以上, 24 年收费公路业务毛利为 60.97 亿元, 占比达 92%。

图 3: 2018-2024 年公司收入构成



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2018-2024 年公司毛利构成



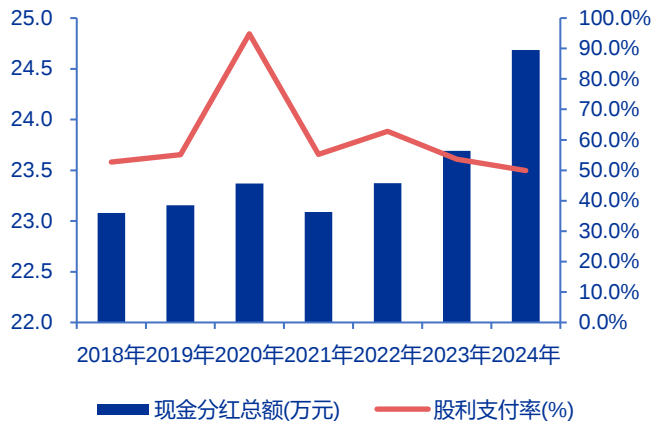
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 分红政策友好, 分红绝对值维持上涨

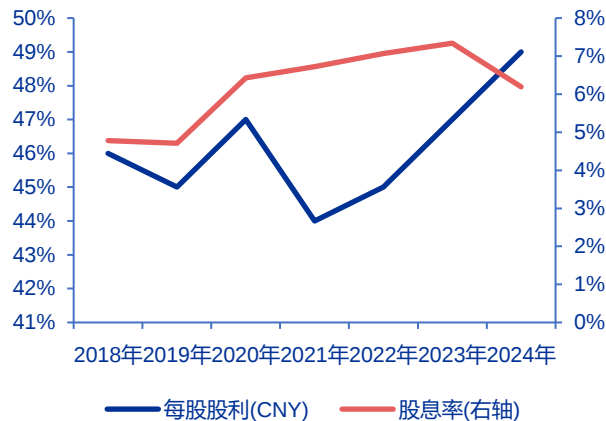
分红稳健, 分红绝对值维持上涨。2015 年至今宁沪高速现金分红金额维持 20 亿元以上, 2020 年受外部因素影响公司收入及利润均下滑严重, 但公司仍保持与 19 年相同的分红金额, 预计未来公司分红政策仍将保持稳健增长态势。

图 5: 2014-2024 年宁沪高速现金分红总额 (亿元) 及股利支付率

图 6: 2014-2024 年宁沪高速 H 每股股利 (元) 及股息率



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 盈利预测及估值

3.1 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，核心路产沪宁高速车流量逐年高增，其他路产经营稳健，新增路产龙潭大桥及北接线项目、锡宜高速扩建项目、锡太项目及广靖高速扩建项目预计均能为公司带来可观的收益，伴随公司路网的扩张，车流量有望继续提升。预计 25-27 年车流量小幅增长，预计收费公路板块收入同比增速分别为 6%、6%、5%。

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 25-27 年收费公路板块营业成本同比增速分别为 2%、2%、2%。

核心假设-投资收益

公司主要的投资收益主要来源于四家参股公司：扬子大桥公司（持股比例 26.66%）、苏州高速公司（持股比例 23.86%）、紫金信托公司（持股比例 20.00%）和沿江公司（持股比例 25.15%）及其他权益工具、子公司广告经营及管理服务等业务收益，预计 25-27 年投资收益同比增速分别为 2%、2%、1%。

盈利预测

预计公司 25-27E 归母净利润分别为 54.47、57.90、60.49 亿元，分别同比增长 10%、6%、4%。

表 2：宁沪高速 H 关键假设及盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,078	8,032	13,793	13,256	15,192	23,198	23,935	24,730	25,436
yoy		-%	%	-%	%	%	%	%	%
收费公路业务营业收入	7,833	6,016	8,263	7,323	9,511	9,528	10,086	10,703	11,255

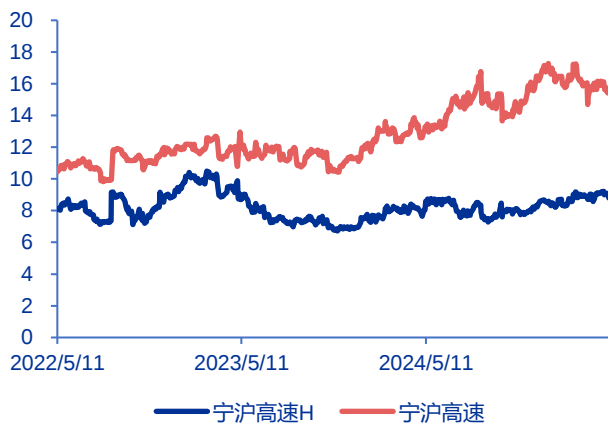
	yoy	-23%	37%	-11%	30%	0%	6%	6%	5%
营业成本	5,431	5,479	10,081	10,413	11,054	17,101	17,443	17,767	18,115
	yoy	1%	84%	3%	6%	55%	2%	2%	2%
收费公路业务营业成本	2868	3097	3641	3372	4325	3920	4117	4297	4522
	yoy	8%	18%	-7%	28%	-9%	5%	4%	5%
投资收益	886	618	1202	1868	1465	1780	1814	1842	1865
	yoy	-30%	94%	55%	-22%	22%	2%	2%	1%
归母净利润	4,200	2,464	4,179	3,724	4,413	4,947	5,447	5,790	6,049
	yoy	-41%	70%	-11%	19%	12%	10%	6%	4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 估值

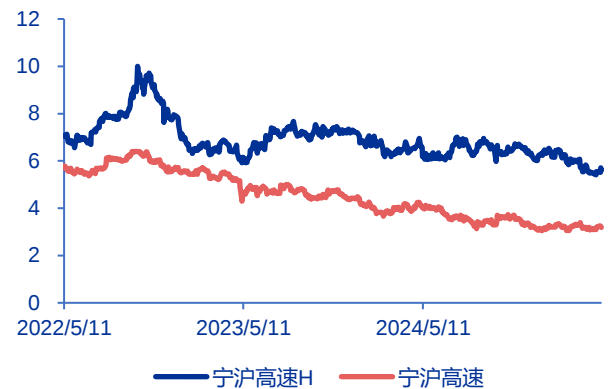
宁沪高速 H 股相对 A 股有明显折价，目前港股股息率具有吸引力。PE 维度看，宁沪高速 PE 估值倍数为 16x，而宁沪高速 H 的估值倍数为 9x，折价明显。股息率维度看，目前宁沪高速 H 的股息率为 5.61%，而宁沪高速股息率仅为 3.18%，港股的股息率具有较高的吸引力。

图 7：宁沪高速 H 与宁沪高速 PE 估值对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

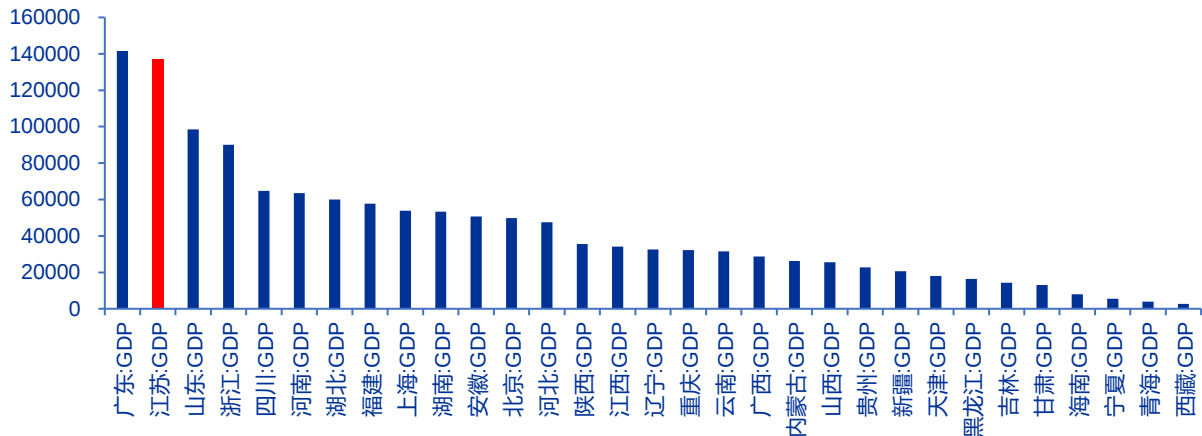
图 8：宁沪高速 H 与宁沪高速股息率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

宁沪高速资产优质，区位优势明显。宁沪高速主要经营区域位于中国最具经济活力的长三角地区，所控制或参股路桥项目是江苏南部沿江和沿沪宁两个重要产业带陆路交通走廊的核心组成部分，区域经济活跃，GDP 水平基本处于全国领先水平。

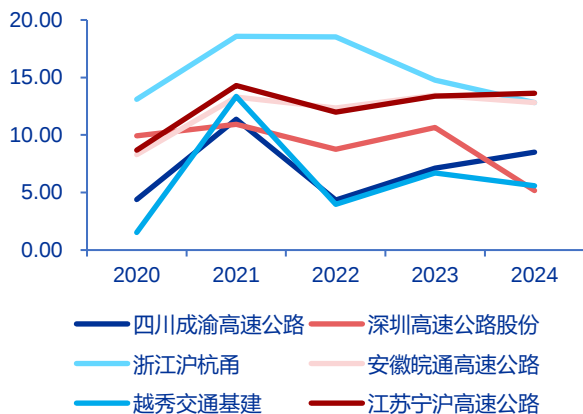
图 9：全国各省及直辖市 GDP 水平 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

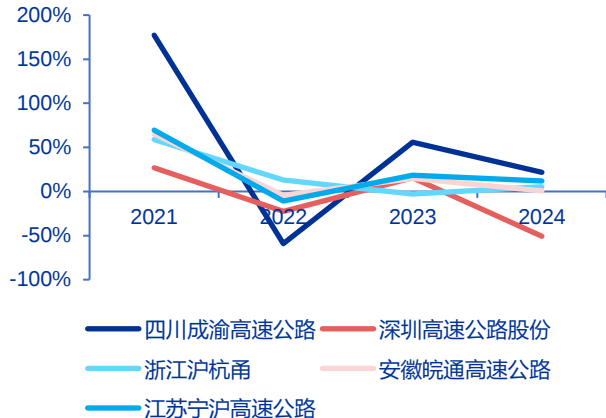
宁沪高速盈利能力高于行业，具备较强的稳定性。2024 年公司 ROE 为 13.63%，超过行业其他公司，20-24 年看公司 ROE 水平高于行业，盈利能力较强。2023-2024 年公司归母净利润实现同比正增长，且增速位于行业领先水平。

图 10：高速公路行业重点公司 ROE 水平 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：高速公路行业重点公司归母净利润增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 25-27E 归母净利润分别为 54.47、57.90、60.49 亿元，分别同比增长 10%、6%、4%，对应 PE 分别为 9x/9x/8x。考虑到深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 均为区域内公路铁路核心资产，选取深高速 H、皖通高速 H 及广深铁路 H 为公司可比公司，前文提到宁沪高速资产优质，区位优势明显，主要经营区域位于中国最具经济活力的长三角地区，所控制或参股路桥项目是江苏南部沿江和沿沪宁两个重要产业带陆路交通走廊的核心组成部分。结合公司盈利能力位居行业前列，具备较强的稳定性，我们认为公司具备一定的估值优势，2025 年可比公司平均 PE 估值倍数为 12x，高于宁沪高速 H2025 年 PE，因此给予“买入”评级。

表 3：估值表

代码	公司	2025/6/23	预测归母净利润 (亿元)			PE		
		市值 (亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
0995.HK	皖通高速 H	224.45	17.64	18.20	17.71	13	12	13
.HK	深高速 H	.	.	.	.	.	.	.

0525.HK	广深铁路 H	124.24	9.66	11.16	12.46	13	11	10
	平均					12	11	11
0177.HK	宁沪高速 H	512.67	54.47	57.90	60.49	9	9	8

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 风险提示

车流量下行风险;

重大项目收并购潜在风险;

日常运营安全生产事故风险;

利率波动风险。

合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,192.01	23,198.20	23,935.07	24,730.13	25,435.91
主营收入	15,192.01	23,198.20	23,935.07	24,730.13	25,435.91
营业成本	-9,580.68	-17,101.00	-17,442.96	-17,767.12	-18,115.19
销售及营销费用	-10.03	-5.94	-6.13	-6.34	-6.52
一般行政管理费用	-283.51	-298.60	-308.09	-318.32	-327.41
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-53.38	-119.44	-123.24	-127.33	-130.96
利息收入	28.99	20.90	24.32	28.28	27.98
利息支出	-1,076.09	-963.48	-1,034.07	-1,045.12	-1,108.34
投资收益	1,464.58	1,779.97	1,814.18	1,842.38	1,865.47
资产减值损失	-35.03	-33.72	0.00	0.00	0.00
其他非经常性损益	25.41	-160.05	-23.79	-31.56	-21.90
除税前利润	5,672.27	6,316.83	6,835.29	7,305.01	7,619.03
所得税	-1,062.65	-1,146.42	-1,240.51	-1,325.76	-1,382.75
净利润	4,609.63	5,170.41	5,594.78	5,979.25	6,236.28
少数股东损益及其他	196.35	223.72	147.98	189.35	187.02
归属普通股股东净利润	4,413.27	4,946.69	5,446.80	5,789.90	6,049.26

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