

宁沪高速（600377）：新路培育期业绩承压，一季度受疫情影响明显

2022年5月5日

推荐/维持

宁沪高速

公司报告

事件：2021年公司实现通行费收入82.6亿元（+37.3%），实现归母净利润41.8亿元（+69.6%），盈利大幅增长主要系去年免费政策导致低基数。21年公司盈利基本回到19年水平，考虑到疫情影响，盈利符合我们预期。

21年Q1公司实现通行费收入18.2亿元（-7.86%），实现归母净利润7.95亿元（-30.5%），收入与利润下降主要是由于疫情影响。由于上海疫情的影响主要表现在Q2，故预计公司Q2盈利依旧会处于较低水平。此外，公司公告从今年Q2起进行会计估计变更，预计增厚22年净利润1.84亿元。

新路集中通车导致短期业绩承压，主要表现在财务费用大幅提升：公司新建路产常宜高速及宜长高速先后于20年末及21年1月通车，五峰山大桥于2021年6月末通车。新路开通初期处于车流培育阶段，且财务压力较大，常宜公司、宜长公司及五峰山大桥公司21年分别亏损1.01、1.12和1.27亿元。

从收支结构看，常宜、宜长高速21年毛利为负，预计今年毛利回正；五峰山大桥毛利已经为正。三条路产的亏损主要体现在公司财务费用大幅提升。由于路产通车后财务费用资本化停止，公司财务费用从20年的每季度约1.1亿元提升至目前的每季度2.4亿元左右。预计今年全年财务费用不低于9亿元。

投资收益与公允价值变动收益有明显增长：公司21年实现投资收益共计12.0亿元（去年6.1亿元），高于19年的8.9亿元，一方面是由于公司参股路产去年收入情况良好，贡献投资收益6.6亿元；另一方面是由于投资的金融类公司分红增加，以及收到非流动金融资产（基金类产品）的分配增加。

21年公司实现公允价值变动收益4.9亿元，主要是由于子公司宁沪投资公司持有的其他非流动金融资产公允价值增加，以及子公司广靖锡澄公司认购的江苏租赁公司可转债公允价值增加。

去年存量路产收入恢复良好，但今年上半年受疫情较大影响：公司除常宜、宜长及五峰山大桥以外的存量路产21年收入恢复情况良好，在有疫情影响的情况下，收入超过了19年同期。

但今年Q1由于长三角地区受疫情影响非常严重，公司存量路产中，仅环太湖高速受益于贯通效应实现同比增长，其余路产收入都出现下滑。核心路产沪宁高速日均收入同比下降15.3%，预计Q2下滑幅度与Q1类似或更大。

盈利预测与投资建议：我们预计公司22-24年的净利润分别为39.1亿、46.7亿和49.6亿，对应EPS分别为0.78元、0.93元及0.98元，对应现有股价PE分别为10.5X、8.8X和8.3X。

短期看，公司本年度受疫情影响，利润大概率出现下滑；中长期看，公司新建路产区位优势明显，车流量增长较快，将为公司带来新的利润增长点，预计疫情后公司业绩会有明显抬升。因此我们维持公司的“推荐”评级。

风险提示：新建路产车流量不及预期、疫情影响、收费政策变化

公司简介：

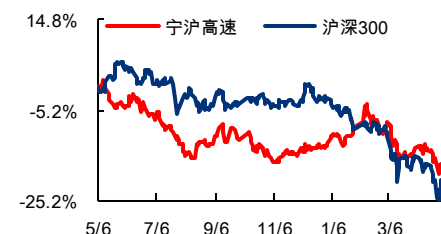
公司主要从事投资、建设、经营和管理沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥，并发展公路沿线的客运及其它辅助服务业，是国内公路行业中资产规模最大的上市公司之一。除收费路桥业务外，公司还积极拓展相关的多元化业务领域，作为公司非主营业务的重要组成部分。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52周股价区间（元）	10.53-7.95
总市值（亿元）	411.08
流通市值（亿元）	310.26
总股本/流通A股（万股）	503,775/381,575
流通B股/H股（万股）	-/122,200
52周日均换手率	1.53

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,032.5	13,792.6	10,249.7	11,387.2	11,811.4
增长率（%）	-20.30%	71.71%	-25.69%	11.10%	3.73%
归母净利润（百万元）	2,464.2	4,178.8	3,910.6	4,674.8	4,960.6
增长率（%）	-41.32%	69.58%	-6.42%	19.54%	6.11%
净资产收益率（%）	8.74%	13.82%	12.17%	13.59%	13.49%
每股收益(元)	0.49	0.83	0.78	0.93	0.98
PE	16.68	9.84	10.51	8.79	8.29
PB	1.46	1.36	1.28	1.20	1.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	7537	8448	6868	7055	7154	营业收入	8032	13793	10250	11387	11811
货币资金	387	496	512	569	591	营业成本	4687	8782	5500	5717	5876
应收账款	309	442	329	365	379	营业税金及附加	126	266	198	220	228
其他应收款	69	71	53	59	61	营业费用	25	26	19	22	22
预付款项	22	9	0	-8	-17	管理费用	197	220	225	251	260
存货	4148	3889	2436	2532	2602	财务费用	444	787	934	821	735
其他流动资产	1052	877	877	877	877	研发费用	0	-5	0	0	0
非流动资产合计	53558	59214	59339	59260	58548	资产减值损失	34	490	490	490	490
长期股权投资	7131	9687	9687	9687	9687	公允价值变动收益	618	1202	1081	1162	1199
固定资产	2048	2676	2884	3041	3101	投资净收益	3239	5435	4975	6039	6409
无形资产	21299	37068	35304	33368	36100	加:其他收益	83	13	13	13	13
其他非流动资产	15	463	463	463	463	营业利润	88	29	29	29	29
资产总计	61096	67662	66207	66315	65703	营业外收入	3234	5420	4959	6024	6393
流动负债合计	14033	12969	11279	11049	10122	营业外支出	715	1287	1141	1446	1534
短期借款	1475	1077	922	1127	605	利润总额	2519	4133	3818	4578	4859
应付账款	1702	2329	1439	1495	1537	所得税	55	-46	-92	-97	-102
预收款项	9	16	21	27	33	净利润	2464	4179	3911	4675	4961
一年内到期的非流动负债	1103	678	542	434	347	少数股东损益	5308	8178	7983	9140	9556
非流动负债合计	14013	19333	17747	15927	13959	归属母公司净利润	11	7	6	6	6
长期借款	11545	13029	12029	10729	9229	主要财务比率					
应付债券	1985	5777	5200	4680	4212		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	28046	32302	29026	26976	24081	成长能力					
少数股东权益	4839	5130	5037	4940	4839	营业收入增长	-20.3%	71.7%	-25.7%	11.1%	3.7%
实收资本(或股本)	5038	5038	5038	5038	5038	营业利润增长	-41.6%	67.8%	-8.5%	21.4%	6.1%
资本公积	10503	10503	10503	10503	10503	归属于母公司净利润增长	-6.4%	19.5%	-6.4%	19.5%	6.1%
未分配利润	8209	9919	11509	13409	15425	获利能力					
归属母公司股东权益合计	28210	30230	32135	34391	36775	毛利率(%)	41.7%	36.3%	46.3%	49.8%	50.3%
负债和所有者权益	61096	67662	66199	66307	65695	净利率(%)	31.4%	30.0%	37.3%	40.2%	41.1%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	4.0%	6.2%	5.9%	7.0%	7.6%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	8.7%	13.8%	12.2%	13.6%	13.5%
经营活动现金流	3137	5467	5453	5569	5921	偿债能力					
净利润	2519	4133	3818	4578	4859	资产负债率(%)	46%	48%	44%	41%	37%
折旧摊销	1625	1956	2074	2279	2412	流动比率	0.54	0.65	0.61	0.64	0.71
财务费用	444	787	934	821	735	速动比率	0.24	0.35	0.39	0.41	0.45
应收帐款减少	0	0	114	-36	-14	营运能力					
预收帐款增加	0	0	5	6	6	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
投资活动现金流	-5700	-6388	-477	-396	140	应收账款周转率	30.1	36.7	26.6	32.8	31.8
公允价值变动收益	34	490	490	490	490	应付账款周转率	5.4	6.8	5.4	7.8	7.8
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	618	1202	1081	1162	1199	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.83	0.78	0.93	0.98
筹资活动现金流	2464	1060	-4960	-5116	-6040	每股净现金流(最新摊薄)	-0.02	0.03	0.00	0.01	0.00
应付债券增加	0	0	-578	-520	-468	每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.00	6.38	6.83	7.30
长期借款增加	0	0	-1000	-1300	-1500	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.68	9.84	10.51	8.79	8.29
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	1.46	1.36	1.28	1.20	1.12
现金净增加额	-98	139	16	57	21	EV/EBITDA	10.71	7.48	6.18	6.29	5.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526