

宁沪高速 (600377.SH)

高速龙头，股息分红稳定上乘

路产覆盖国内经济领先城市群。公司是江苏唯一交通基建类上市公司，高速公路资产位于中国经济最具活力的长江三角洲地区，集中在苏南。所在江苏省 GDP 全国第二，民用汽车保有量十年 CAGR 14.88%，支撑公司路产业绩表现。2019 年公司营收 100.78 亿元，其中通行费收入 78.33 亿元，占比 77.72%。公司整体毛利率 2016-2019 年维持在 54% 高水平，通行费毛利率稳定在 70%，具备长期稳定的高收益。

沪宁高速为绝对核心路产，路网趋于完善，迸发新增长动力。沪宁高速江苏段贡献整个收费公路业务约 70% 的收入和毛利，沿线覆盖上海、苏州、南京等全国 GDP 头部城市，区域经济和汽车保有量稳定增长，为路产车流量源源不断地提供需求和支撑。客车具备消费属性，受经济刺激不断增长；货车受益于超限治理，有望稳步提升交通量。宁常、镇溧高速是安徽往返上海、浙江往返苏南的主要通道，2015 年并入后，车流量、通行费收入和毛利 5 年 CAGR 分别为 17.76%、10.95%、15.55%，远高于其他路产，贡献收费公路的利润增长。

看好服务区流量变现蓝图。沪宁高速沿线六个服务区“3+3”升级转型工作全面完成，消费型服务区正在起步。以阳澄湖服务区为例，测算改造后日人均消费 5.6 元。认为沪宁高速服务区具备高车流量和客流量通行储备，且区域经济发达，多高水平消费群群体，服务区软硬件升级将大大增强旅客消费意愿和消费水平，预计下一阶段外包周期迎来较大的收益跨度。参考日本服务区和浦东机场免税店销售等测算，2035 年总收入获 6 倍成长。

稳定高分红率、高股息率，防御属性显著。公司在同行业中具备较低资产负债率和较高净资产收益率，2019 年分别为 41.24% 和 14.71%。受业务属性影响，公司现金流充裕，且积极开展投资补充现金流，资金管理能力强。公司分红率稳定在 50% 以上，近四年平均 57.81%，行业领先；股息率维持在 4% 以上，处于行业较高水平，且稳定性显著，防御属性强，可长期持有。

投资策略：预测宁沪高速 2020-2022 年归母净利润分别为 30.92 / 47.05 / 49.64 亿元，同比分别 -26.4% / +52.2% / +5.5%。区域高经济和公司优质的路产稳定公司业绩增长，疫情后居民偏好私家车出行提高公司竞争力。根据相对估值法，给予宁沪高速 2021 年 13.02 元目标价，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：车流量恢复不及预期风险、政府补偿不及预期风险、替代交通分流风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,969	10,078	8,113	10,657	11,115
增长率 yoy (%)	5.4	1.1	-19.5	31.4	4.3
归母净利润（百万元）	4,377	4,200	3,092	4,705	4,964
增长率 yoy (%)	22.0	-4.0	-26.4	52.2	5.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.87	0.83	0.61	0.93	0.99
净资产收益率 (%)	15.2	13.2	9.4	13.3	13.1
P/E（倍）	11.5	11.9	16.2	10.7	10.1
P/B（倍）	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

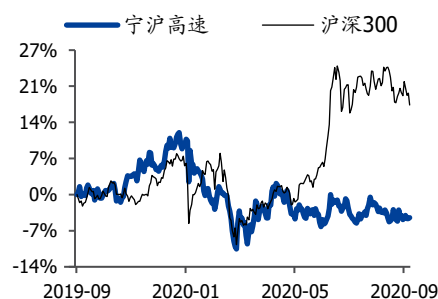
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	高速公路
最新收盘价	9.47
总市值(百万元)	47,707.47
总股本(百万股)	5,037.75
其中自由流通股(%)	75.43
30 日日均成交量(百万股)	2.82

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号：S0680520040003

邮箱：zhengshuming@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5899	6027	6182	9266	7417
现金	650	503	2028	2664	2779
应收票据及应收账款	323	224	216	362	241
其他应收款	38	51	20	74	25
预付账款	29	27	18	41	21
存货	4046	4165	2843	5069	3296
其他流动资产	814	1056	1056	1056	1056
非流动资产	42264	49598	55041	59617	63397
长期投资	5702	6939	8958	10537	12194
固定资产	1814	1907	5171	8466	11491
无形资产	20280	18928	18594	16952	15392
其他非流动资产	14467	21824	22318	23661	24319
资产总计	48163	55625	61224	68883	70814
流动负债	6845	13121	17003	21793	22538
短期借款	1580	1973	6587	10199	10878
应付票据及应付账款	1091	1262	1073	1529	1152
其他流动负债	4175	9886	9344	10065	10508
非流动负债	11964	9821	10693	11018	9447
长期借款	11669	9333	10205	10530	8959
其他非流动负债	294	488	488	488	488
负债合计	18809	22942	27697	32812	31985
少数股东权益	3217	4136	4205	4311	4423
股本	5038	5038	5038	5038	5038
资本公积	10428	10502	10502	10502	10502
留存收益	9833	11715	13034	15101	17341
归属母公司股东权益	26137	28547	29321	31760	34406
负债和股东权益	48163	55625	61224	68883	70814

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5715	5763	5322	3882	8009
净利润	4476	4300	3161	4811	5075
折旧摊销	1465	1566	1539	1934	2369
财务费用	525	464	486	603	639
投资损失	-1057	-886	-1053	-1419	-1625
营运资金变动	427	174	1247	-1989	1604
其他经营现金流	-120	145	-59	-57	-53
投资活动现金流	-4774	-7392	-5870	-5032	-4470
资本支出	3545	4850	3424	2996	2123
长期投资	-1313	-2987	-2019	-1579	-1657
其他投资现金流	-2542	-5529	-4466	-3615	-4004
筹资活动现金流	-690	1563	-1949	-1313	-4719
短期借款	-2019	393	592	513	-615
长期借款	3825	-2336	872	325	-1572
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	74	0	0	0
其他筹资现金流	-2496	3433	-3413	-2151	-2532
现金净增加额	252	-66	-2498	-2463	-1180

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9969	10078	8113	10657	11115
营业成本	4574	4576	4541	5060	5213
营业税金及附加	169	127	73	117	145
营业费用	38	36	16	37	42
管理费用	212	228	162	234	256
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	525	464	486	603	639
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	2	7	6	8	8
公允价值变动收益	158	71	68	64	61
投资净收益	1057	886	1053	1419	1625
资产处置收益	-8	-70	-9	-7	-8
营业利润	5661	5542	3952	6090	6507
营业外收入	22	32	30	30	30
营业外支出	30	53	30	30	30
利润总额	5653	5522	3952	6090	6507
所得税	1177	1221	790	1279	1431
净利润	4476	4300	3161	4811	5075
少数股东损益	99	101	70	106	112
归属母公司净利润	4377	4200	3092	4705	4964
EBITDA	7965	7808	6034	8804	9754
EPS (元/股)	0.87	0.83	0.61	0.93	0.99

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	5.4	1.1	-19.5	31.4	4.3
营业利润 (%)	19.8	-2.1	-28.7	54.1	6.8
归属母公司净利润 (%)	22.0	-4.0	-26.4	52.2	5.5
获利能力					
毛利率 (%)	54.1	54.6	44.0	52.5	53.1
净利率 (%)	43.9	41.7	38.1	44.2	44.7
ROE (%)	15.2	13.2	9.4	13.3	13.1
ROIC (%)	12.9	11.3	7.4	9.7	9.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.1	41.2	45.2	47.6	45.2
净负债比率 (%)	44.4	42.8	51.8	59.3	53.6
流动比率	0.9	0.5	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	31.5	36.8	36.8	36.8	36.8
应付账款周转率	4.5	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.87	0.83	0.61	0.93	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.13	1.14	1.06	0.77	1.59
每股净资产 (最新摊薄)	5.19	5.67	5.82	6.30	6.83
估值比率					
P/E	11.5	11.9	16.2	10.7	10.1
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	8.7	11.8	8.5	7.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、国内高速公路龙头，业绩稳步增长	6
1.1 江苏唯一交通基建类上市公司，实际控制人为江苏省国资委	6
1.2 深耕收费公路主营业务，稳定高毛利率	6
二、区位优势显著，享受江苏优质资源	8
2.1 坐落长三角，路产均为省中枢干线	8
2.2 区域经济发达，汽车保有量支撑路产车流量增长	10
三、收费质量同业上乘，路网趋于完善	14
3.1 路产表现高收益水平	14
3.2 核心路产沪宁高速：长三角同城化纽带	16
3.3 宁常镇溧贡献毛利增长，广靖锡澄收益稳定	19
3.4 在建路产稳定推进，加强路网协同	20
四、油品销售争取较高毛利，看好服务区流量变现蓝图	21
4.1 具备强势油品采购议价权	21
4.2 服务区：消费转型，流量储备巨大	22
4.2.1 服务区转型有望提高下一阶段租赁收益	22
4.2.2 诗画江南--阳澄湖服务区	24
4.2.3 服务区具备较大盈利空间	25
4.3 地产经营以去库存为基调	28
4.4 持续投资，服务主业	28
五、现金充沛分红高，优质防御性投资标的	29
5.1 较低资产负债，高资产利用	29
5.2 长期投资价值显著	31
六、盈利预测与估值分析	32
6.1 分业务盈利预测	32
6.2 估值分析	34
风险提示	34

图表目录

图表 1: 股权结构(2020H1)	6
图表 2: 业绩稳定增长	7
图表 3: 新增路产带来较大成本变动	7
图表 4: 保持较高毛利率和净利率	7
图表 5: 分业务营收占比	8
图表 6: 分业务毛利占比 (2019)	8
图表 7: 公司主要盈利指标五年复合增速 (单位: 亿元)	8
图表 8: 路产分布图	9
图表 9: 拥有和参股的主要路产 (2020H1)	9
图表 10: 路产信息汇总 (2019)	10
图表 11: 2019 年 GDP 前十省级行政区 (单位: 亿元)	11
图表 12: 2019 年人均 GDP 前十省级行政区 (单位: 万元)	11
图表 13: 江苏省 GDP 增速	11
图表 14: 江苏省人均 GDP 增速	11
图表 15: 江苏省民用汽车保有量持续增长 (单位: 万辆)	12
图表 16: 新增民用汽车保持较大基数	12

图表 17: 各省民用车保有量客车占比 (2018)	12
图表 18: 江苏省铁路对公路的旅客周转分流放缓 (单位: 亿人公里)	13
图表 19: 江苏省联网高速收费标准 (2019.12.25)	13
图表 20: 分路产日均车流量 (单位: 辆/日)	14
图表 21: 分路产通行费收入 (单位: 亿元)	15
图表 22: 分路产通行费毛利 (单位: 亿元)	15
图表 23: 宁沪高速主要路产单公里收费毛利 (2019, 单位: 百万元)	15
图表 24: 主要路产经营数据 5 年 CAGR	15
图表 25: 收费公路业务成本 (单位: 亿元)	16
图表 26: 单公里通行费毛利较高 (2019, 单位: 百万元)	16
图表 27: 通行费毛利率领先同行	16
图表 28: 沪宁高速通行费收入贡献近 70% (2019)	17
图表 29: 沪宁高速通行费毛利贡献超 70% (2019)	17
图表 30: 路产覆盖城市 GDP 地位 (2019)	17
图表 31: 路产覆盖城市 GDP 发展 (单位: 亿元)	17
图表 32: 区域经济和汽车保有量增长推动车流量增长	18
图表 33: 沪宁高速车流量与 GDP、民用车保有量高度相关	18
图表 34: 沪宁高速客车车流量稳定增长	18
图表 35: 沪宁高速小客车和大型货车占比提升	18
图表 36: 宁常、镇溧高速是安徽往返苏南和上海的最便捷通道	19
图表 37: 宁常、镇溧高速日均车流量 (单位: 辆/日)	19
图表 38: 宁常、镇溧高速业绩变化 (单位: 亿元)	19
图表 39: 广靖、锡澄高速分布	20
图表 40: 广靖、锡澄高速日均车流量稳步增长 (单位: 辆/日)	20
图表 41: 广靖、锡澄高速毛利短期受损 (单位: 亿元)	20
图表 42: 在建项目稳定推进	21
图表 43: 配套业务收入情况 (单位: 亿元)	21
图表 44: 配套业务成本情况 (单位: 亿元)	21
图表 45: 油品销售毛利率持续拉升	22
图表 46: 服务区租赁情况	23
图表 47: 中日本高速公路经营路产图	23
图表 48: 中日本高速公路服务区收入占通行费收入比例	24
图表 49: 阳澄湖服务区景观 (1)	24
图表 50: 阳澄湖服务区景观 (2)	24
图表 51: 中日本高速公路服务区功能	25
图表 52: 阳澄湖、羽生服务区人均消费水平对比	25
图表 53: 沪宁高速沿线 6 市人均 GDP (2019, 单位: 万元)	26
图表 54: 浦东国际机场免税店人均消费	26
图表 55: 浦东国际机场旅客吞吐量	26
图表 56: 服务区发展期模拟	26
图表 57: 服务区收入测算	27
图表 58: 房地产销售业绩 (单位: 亿元)	28
图表 59: 在建地产项目	28
图表 60: 近十年投资收益 (单位: 亿元)	29
图表 61: 主要参股公司投资收益 (2019)	29
图表 62: 并入路产大幅提高资产负债率	30
图表 63: ROE 稳中有升	30

图表 64: 高速公路板块重点公司资产负债率 (2019)	30
图表 65: 高速公路板块重点公司 ROE (摊薄) (2019)	30
图表 66: 保持充裕经营现金流	31
图表 67: 经营活动现金流/营业收入	31
图表 68: 高速公路行业重点公司分红率	31
图表 69: 高速公路行业重点公司股息率	32
图表 70: 宁沪高速涨幅领先大盘	32
图表 72: 宁沪高速收入预测 (单位: 亿元)	33
图表 72: 宁沪高速成本预测 (单位: 亿元)	33
图表 73: 宁沪高速费用率预测	34
图表 74: 宁沪高速相对估值法	34

一、国内高速公路龙头，业绩稳步增长

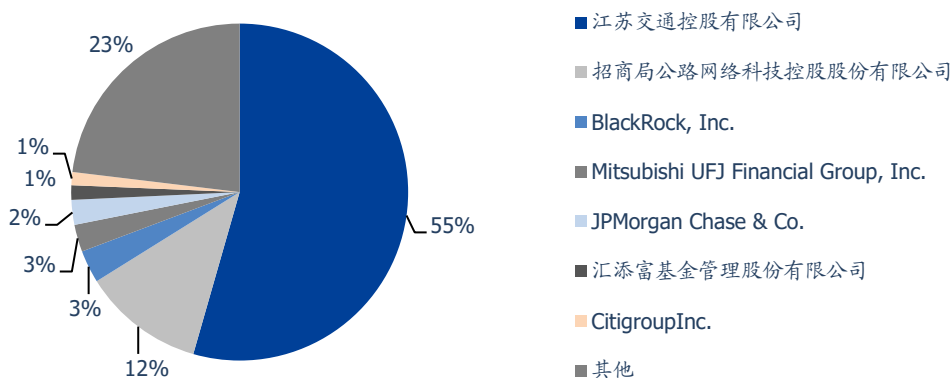
1.1 江苏唯一交通基建类上市公司，实际控制人为江苏省国资委

江苏宁沪高速公路股份有限公司成立于 1992 年 8 月，注册资本人民币 50.38 亿元，是江苏省唯一的交通基建类上市公司。主营业务为江苏省境内收费路桥的投资、建设、经营及管理，并开发高速公路沿线的服务区配套经营业务。公司深耕主业，多元化发展业务。

公司以 A+H 模式上市，两地上市、三地交易。1997 年 6 月 27 日集团发行的 12.22 亿股 H 股在联交所上市。2001 年 1 月 16 日集团发行的 1.5 亿股 A 股在上交所上市。2002 年 12 月 23 日集团建立一级美国预托证券凭证计划(ADR)，在美国场外市场进行买卖。在境内外拥有稳定的投资者基础和良好的市场形象，融资结构多元化，融资能力强。

公司控股股东为江苏交通控股有限公司，实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会。截至 2020 年半年报，江苏交通控股有限公司持股比例 54.44%，该公司由江苏省国资委 100%持有；第二大股东招商公路持股比例 11.69%，该公司从事经营性收费公路的投资及专业化运营管理。

图表 1: 股权结构(2020H1)

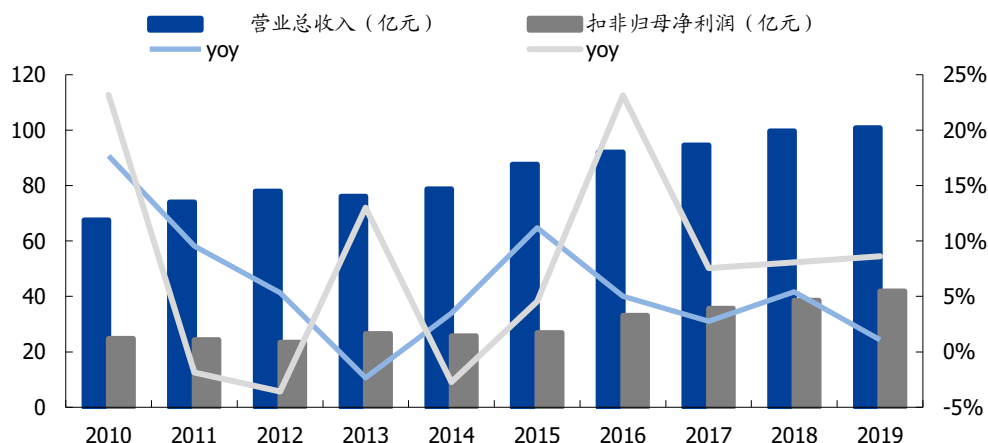


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 深耕收费公路主营业务，稳定高毛利率

利润增长高于营收。2019 年公司实现营收 100.78 亿元，同比增长 1.1%；实现扣非归母净利润 41.86 亿元，同比增长 8.63%。2015 年并入宁常、镇溧高速后，为公司引入新的利润增长，扣非归母净利润增速超过收入增长，前者 5 年 CAGR 11.66%，而营收对应为 3.56%。

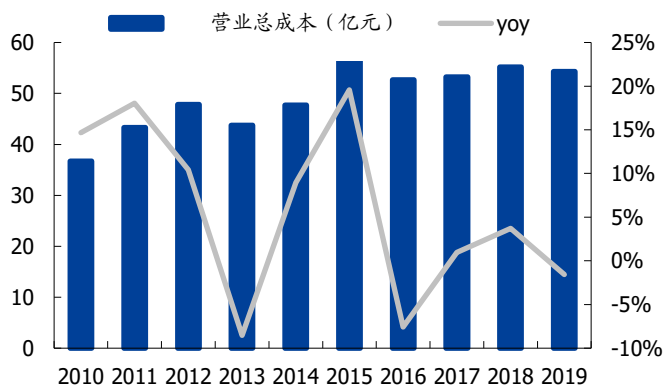
图表 2: 业绩稳定增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

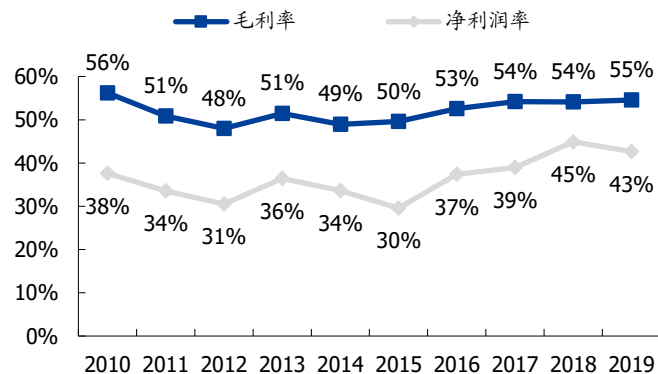
毛利率稳定高位, 2016-2019 年维持在 54% 上下。净利润率在 2015 年投入新路产后逐步提升, 2019 年达到 43%。除了依仗业绩的稳定增长外, 还得益于成本的控制, 5 年 CAGR 负增长。

图表 3: 新增路产带来较大成本变动



资料来源: wind, 国盛证券研究所

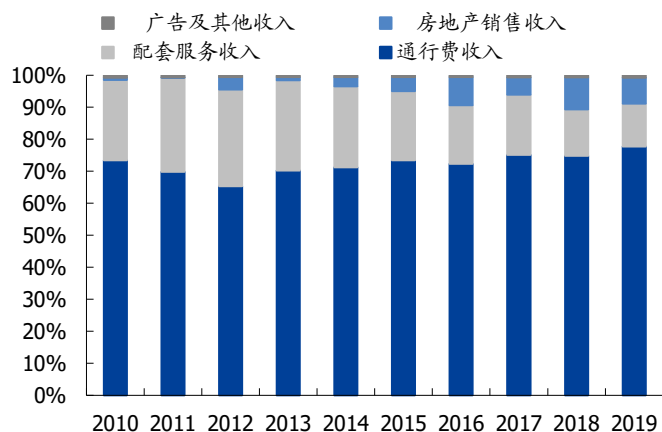
图表 4: 保持较高毛利率和净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

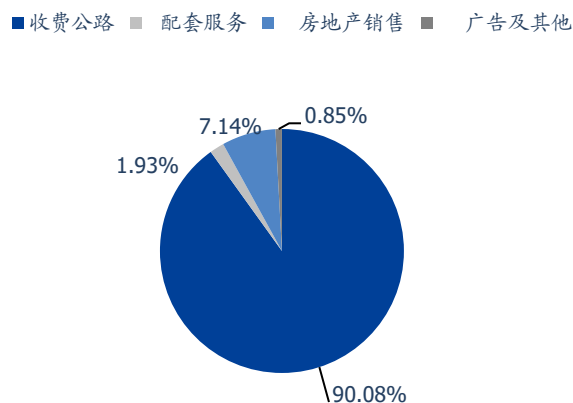
收费公路是公司核心业务, 通行费收入占总营收比例常年维持 70% 以上, 2019 年的毛利占比更是达 90%。配套服务收入占比呈下降趋势, 源于油品销售的下降。房地产收入受项目交付时间影响, 波动较大。

图表 5: 分业务营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 分业务毛利占比 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司主要盈利指标五年复合增速 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	五年 CAGR
营业总成本	57.00	52.69	53.20	55.17	54.31	-1.20%
营业总收入	87.61	92.01	94.56	99.69	100.78	3.56%
扣非归母净利润	26.93	33.16	35.66	38.54	41.86	11.66%
通行费收入	64.38	66.52	71.04	74.60	78.33	5.03%
配套服务收入	18.85	16.87	17.80	14.42	13.48	-8.05%
房地产销售收入	3.89	8.11	5.10	10.04	8.25	20.69%
广告及其他收入	0.49	0.51	0.61	0.62	0.72	10.08%
通行费毛利	41.61	45.25	48.03	48.46	49.57	4.47%
配套服务毛利	-0.07	0.13	0.51	0.80	1.06	24.00%
房地产销售毛利	1.61	2.71	2.30	4.31	3.93	24.90%
广告及其他业务毛利	0.30	0.28	0.38	0.37	0.47	11.54%
销售费用	0.16	0.27	0.12	0.38	0.36	22.47%
管理费用	2.13	1.82	1.88	2.12	2.28	1.72%
财务费用	7.79	5.02	4.8	5.25	4.64	-12.15%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

受疫情影响, 业绩短期严重下滑。2020年2月17日至5月6日, 受疫情影响全国收费公路车辆通行费施行免收政策, 对公司业绩造成重大影响。2020年上半年, 公司实现营收 26.68 亿元, 同比下降 44.82%; 实现归母净利润 4.86 亿元, 同比下降 78.72%。

二、区位优势显著, 享受江苏优质资源

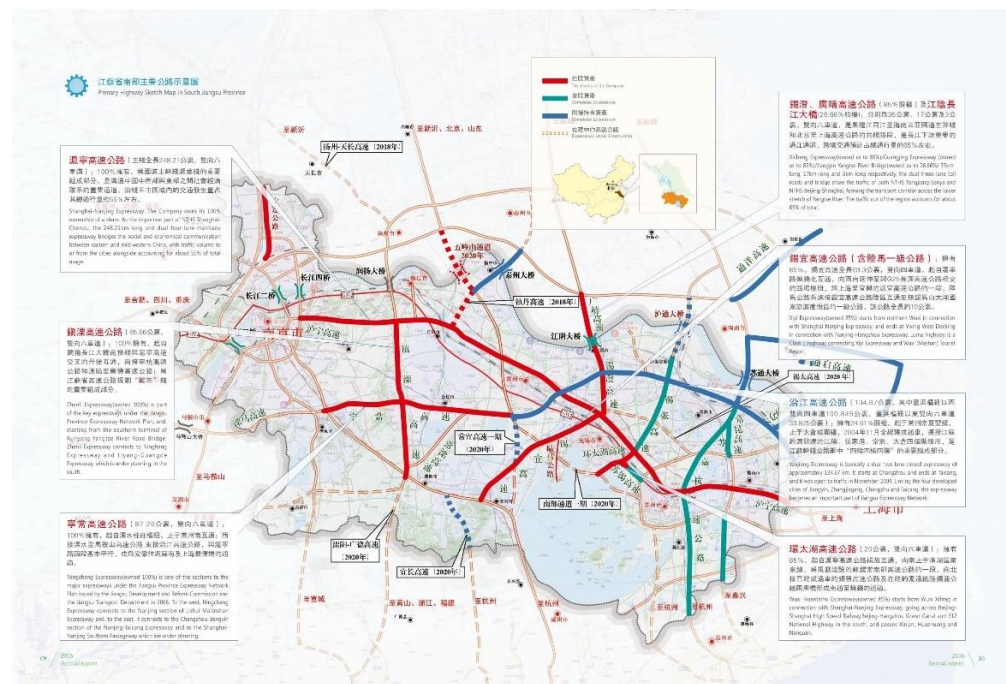
2.1 坐落长三角, 路产均为省中枢干线

公司高速公路资产位于中国经济最具活力的长江三角洲地区, 集中在苏南, 是连接江苏省东西及南北陆路交通大走廊。区域经济活跃, 人流密集, 交通繁忙, 为公司优质的路

网资源输送流量。除沪宁高速江苏段外，公司还拥有宁常高速、镇溧高速、广靖高速、锡澄高速、锡宜高速、镇丹高速、江阴大桥以及苏嘉杭等位于江苏省内的收费路桥全部或部分权益。

公司核心路产均为江苏省高速公路网的中枢干线。从分布上看，沪宁高速连接上海和南京，沿途覆盖苏州、无锡、常州、镇江，均为江苏省主要城市。而其余高速公路多呈网状以沪宁高速为主干道延展，对苏南地区进行覆盖形成规模效应和协同效应。

图表 8：路产分布图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

截至 2020 年半年报，公司控股路产 8 个，参股项目 4 个，合计路桥里程已超过 840 公里。各路产收费截止年限基本在 2030 年附近（常嘉高速为 2041 年），剩余年限较充足（东部高速公路经营年限最长为 25 年）。

图表 9：拥有和参股的主要路产（2020H1）

公司	权益比例	经营路产
归属母公司	100%	沪宁高速公路江苏段
江苏宁常镇溧高速公路有限公司	100%	宁常、镇溧高速
江苏广靖锡澄高速公路有限公司	85%	广靖、锡澄高速，锡宜高速及无锡环太湖公路
江苏镇丹高速公路有限公司	70%	镇丹高速
苏州苏嘉甬高速公路有限公司	22.77%	常嘉高速
苏州高速公司	30%	苏嘉杭高速
江苏扬子大桥股份有限公司	26.66%	江阴长江公路大桥
江苏沿江高速公路有限公司	25%	沿江高速

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 *2020 年公司吸收合并了下属全资子公司宁常镇溧公司

图表 10: 路产信息汇总 (2019)

路段	权益比例	路段范围	里程 (公里)	收费 站数	服务 区数	收费截止 时间
控股						
沪宁高速	100%	上海至 南京高速公路江苏段	248	24	6	2032/6
宁常高速	100%	溧水桂庄枢纽至 常州南互通	87	7	2	2032/9
镇溧高速	100%	丹徒枢纽至 溧阳前马枢纽	66	4	2	2032/9
广靖高速	85%	江阴长江公路大桥北接 线, 广陵至靖江段	17	1	1	2029/9
锡澄高速	85%	江阴长江公路大桥南接 线, 江阴至无锡段	35	4	1	2029/9
锡宜高速	85%	无锡北至宜兴西坞枢纽	69	5	1	2028/9
无锡环太湖 公路	85%	无锡硕放枢纽至 无锡南泉互通	20	5	0	2031/10
镇丹高速	70%	镇江至丹阳	50	3	1	2032/9
参股						
常嘉高速	23%	常熟至嘉兴高速, 昆山 至吴江段	28	4	1	2041/12
苏嘉杭高速	30%	苏州至嘉兴、杭州高速 公路江苏段	100	10	2	2032/12
江阴长江公 路大桥	27%		3	1	1	2029/9
沿江高速	25%	常州至太仓高速	135	12	3	2034/8

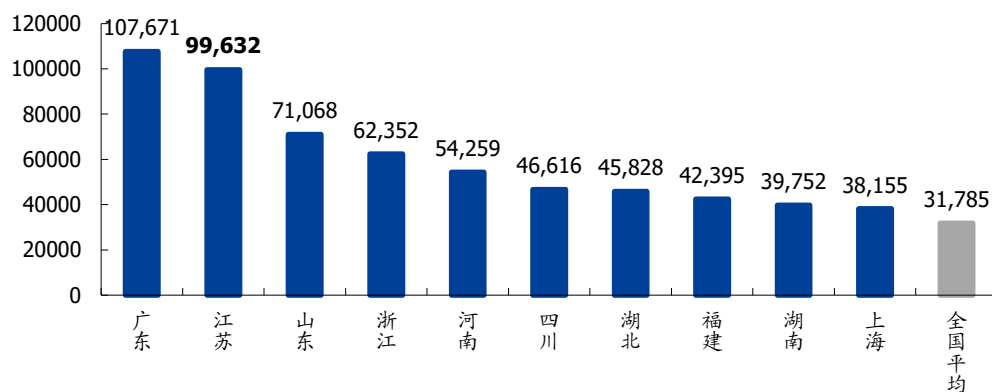
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 区域经济发达, 汽车保有量支撑路产车流量增长

江苏省 GDP 全国第二, 人均 GDP 领先全国。

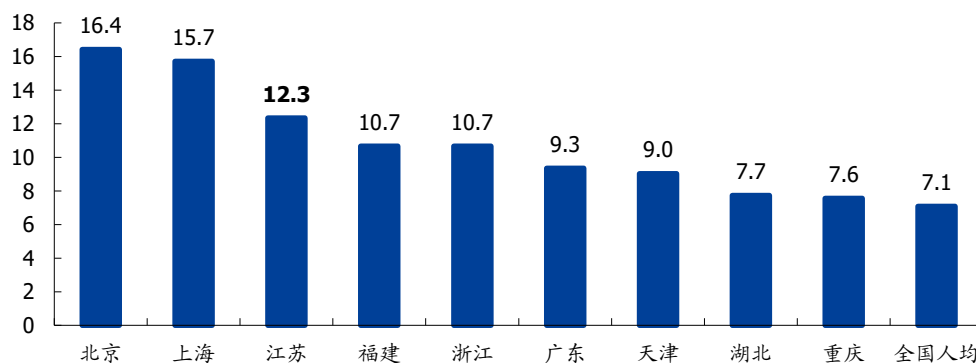
- 2019 年江苏省 GDP 99632 亿元, 是全国省级行政区 GDP 平均值的三倍多, 仅次于广东, 且远高于第三名山东。
- 从人均 GDP 看, 江苏省仅次于北京、上海两个超级都市, 在全国省份中排名第一。
- 从增速看, 在江苏省总体和人均 GDP 在处于高基数的基础上, 增速仍与全国保持一致, 2019 年同比增速分别为 6.89% 和 7.4%。预计未来江苏省的经济地位仍将保持高位。

图表 11: 2019 年 GDP 前十省级行政区 (单位: 亿元)



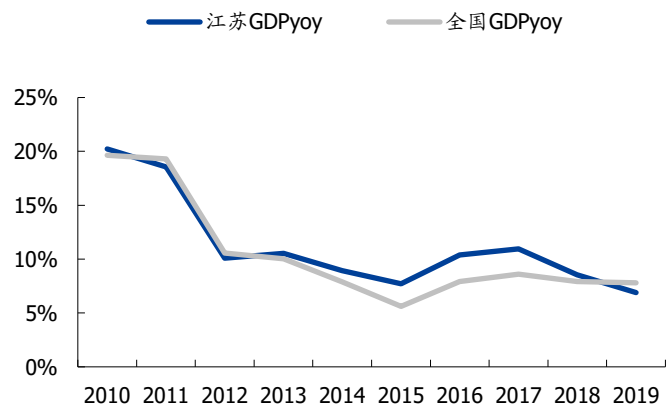
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2019 年人均 GDP 前十省级行政区 (单位: 万元)



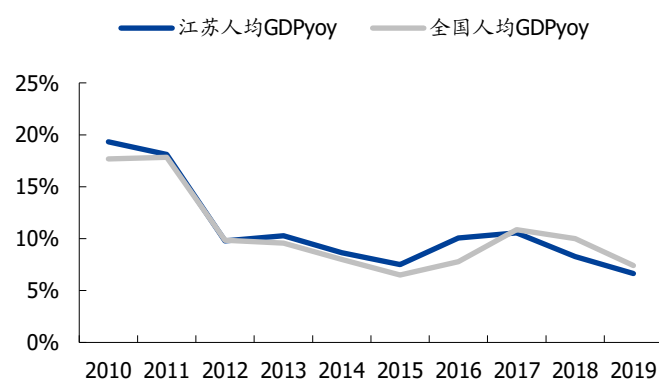
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 江苏省 GDP 增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

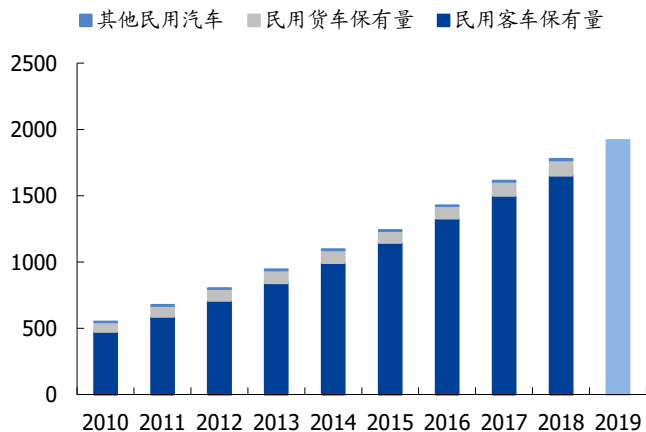
图表 14: 江苏省人均 GDP 增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

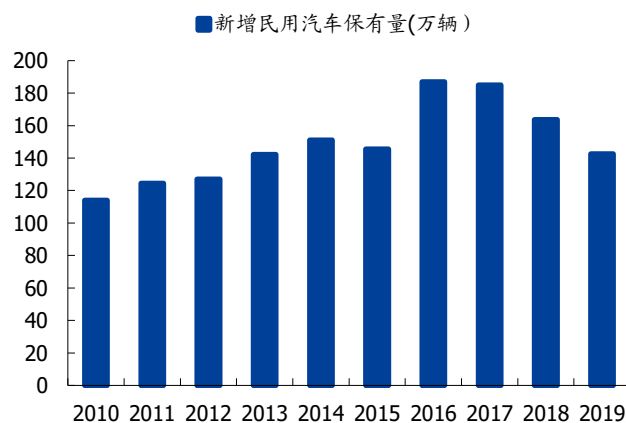
江苏省民用汽车保有量稳定增长，客车占比高。江苏省 2019 年民用汽车保有量 1919 万辆，同比增长 8.03%，十年 CAGR 14.88%。随着民用车持有基数不断扩大，增长速度趋缓，但民用车的新增数量仍保持在 150 万辆上下，需求仍较高。客车保有量占据绝对大比例，2018 年为 93%，在经济头部省份中第一，体现地区的高消费水平。区域内汽车保有量越高越能够发挥公路在中短途运输中的竞争优势，从而提高抵御其他交通方式分流影响的能力。

图表 15: 江苏省民用汽车保有量持续增长 (单位: 万辆)



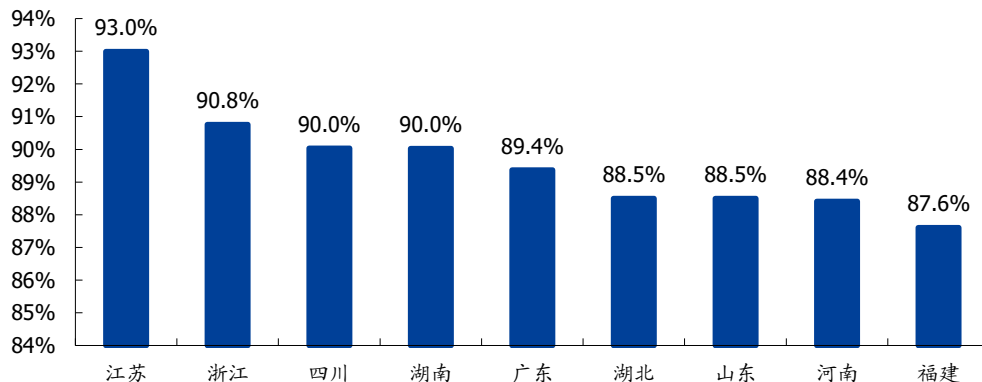
资料来源: 江苏省统计局, 国盛证券研究所 *2019 年暂无分车型数据

图表 16: 新增民用汽车保持较大基数



资料来源: 江苏省统计局, 国盛证券研究所

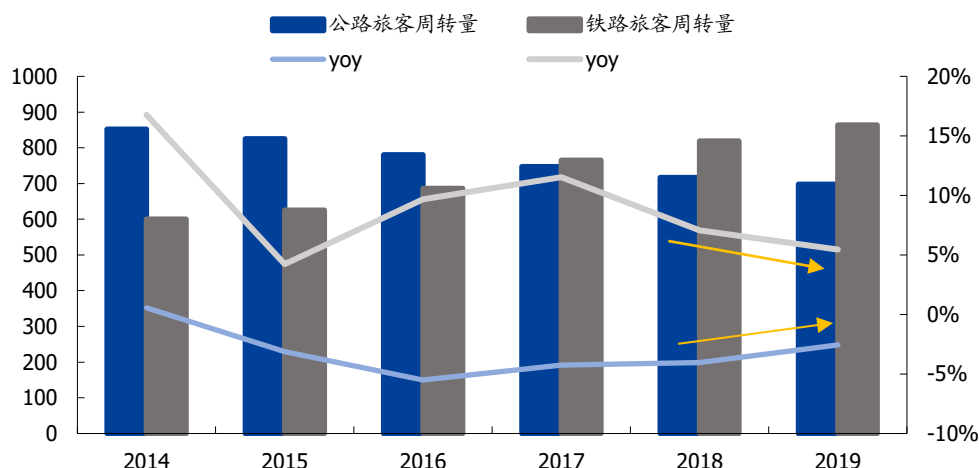
图表 17: 各省民用车保有量客车占比 (2018)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

铁路分流效应趋缓。以客运为主的高速公路主要的分流来自铁路，尤其是城际铁路的开通，对中短程为优势的高速公路产生较大冲击。对沪宁高速造成分流的铁路主要是京沪高铁，沪宁城际铁路和宁杭高速。2014 年开始江苏省公路旅客周转量维持负增长，2017 年被铁路超越。从增速趋势看，近三年公路旅客周转量下降收窄，一方面区域内汽车保有量基数的不断增长，抵御铁路分流；另一方面铁路市场增速放缓。受新冠疫情影响，预计未来私人交通工具出行偏好将增强，客车高速出行有望快速恢复。

图表 18: 江苏省铁路对公路的旅客周转分流放缓 (单位: 亿人公里)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

除受经济驱动的自然增长外, 刺激出行的政策和通行效率提高也是业绩的助力因素。

- 重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策、“运政苏通卡”的 ETC 货运车辆通行费优惠的政策、“港优车”查验政策持续执行; 2019 年 7 月 1 日起实行安装 ETC 车辆 95 折通行费优惠政策, 有效拉动通行量的增长。
- ETC 的全面使用有效缓解出入口车辆拥堵情况; 2019 年公司全线实施清障超 2 万起, 实现 20 分钟内到达率约 99%, 大流量保畅水平保持国内领先; 2020 年 1 月 1 日, 全国高速公路收费系统从封闭式切换成开放式, 高速正式进入自由流收费模式, 有利于降本提速, 提高通行效率。

2019 年末江苏省收费标准调整, 费率未上升, 取消最低收费, 货车按轴收费。

图表 19: 江苏省联网高速收费标准 (2019.12.25)

客车类别	核定载人数	收费标准 (元/公里)
1 类	≤ 9	0.45
2 类	10~19	0.675
3 类	20~39	0.9
4 类	≥ 40	0.9
货车类别	总轴数 (含悬浮轴)	
1 类	2	0.45
2 类	2	1.05
3 类	3	1.57
4 类	4	1.9
5 类	5	1.94
6 类	6	2.32

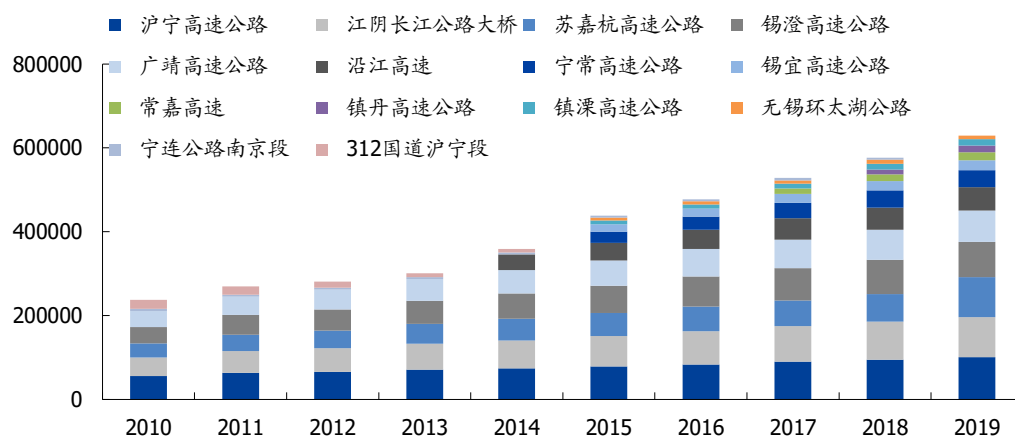
资料来源: 江苏省交通运输厅, 国盛证券研究所 *1 类货车车长小于 6 米且最大允许总质量小于 4.5 吨, 2 类货车车长不小于 6 米或最大允许总质量不小于 4.5 吨

三、收费质量同业上乘，路网趋于完善

3.1 路产表现高收益水平

区域经济发展和汽车保有量的增长为公司路产通行量提供保障，旗下路产 2019 年日均车流量约 63 万辆，5 年 CAGR 9.44%。分路产看，车流量在通行繁忙的路产中分布较均匀，体现了路网的协同效应。控股路产中，沪宁高速、锡澄高速、广靖高速、宁常高速车流量较多，2019 年日均车流量在 10 万左右。

图表 20: 分路产日均车流量 (单位: 辆/日)

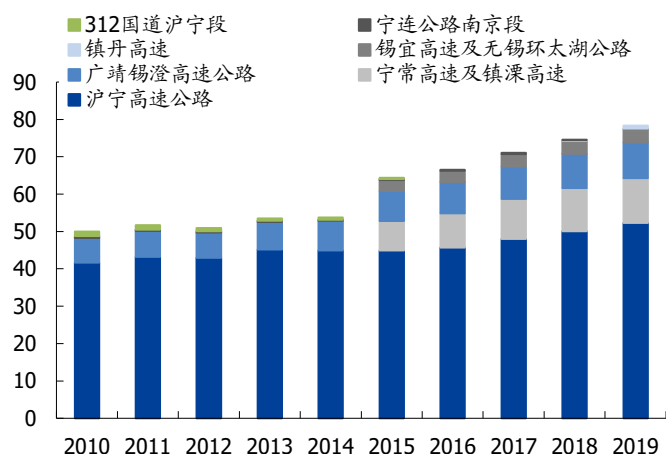


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

通行费收入随车流量水涨船高，毛利增长趋缓。2019 年宁沪高速通行费收入 78.33 亿元，同比增长 4.99%，5 年 CAGR 5.03%；通行费毛利为 49.57 亿元，同比增长 2.3%，5 年 CAGR 4.47%。通行费收入和毛利增长均低于车流量，系通行费减免政策的施行，单车收入略降，但收费公路成本却随车流量水涨船高，导致毛利增幅较小。分路产看，沪宁高速贡献绝对的通行费收入和毛利，沪宁高速和广靖、锡澄高速的单公里盈利水平远高于其他路产。

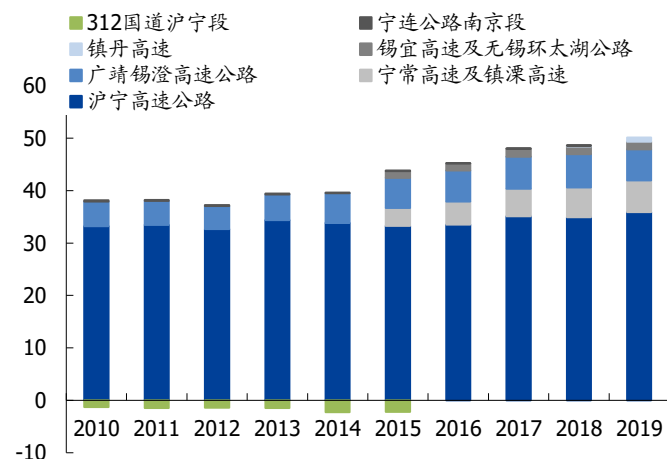
引入优质路产完善路网，持续注入增量。2015 年并入宁常、镇溧、锡宜高速后，整体车流量、通行费收入、通行费毛利分别同比增长 6.68%、19.84%和 11.29%，其中宁常和镇溧高速的三个指标近 5 年 CAGR 均处于 10%-20%，远高于其他路产，为路产带来持续利润增长。2018 年 9 月，江苏首条绿色循环低碳示范公路镇丹高速通车，当年完成并表。预计 2021 年五峰山大桥和常宜高速建成通车，为公司带来新的业绩增长。

图表 21: 分路产通行费收入 (单位: 亿元)



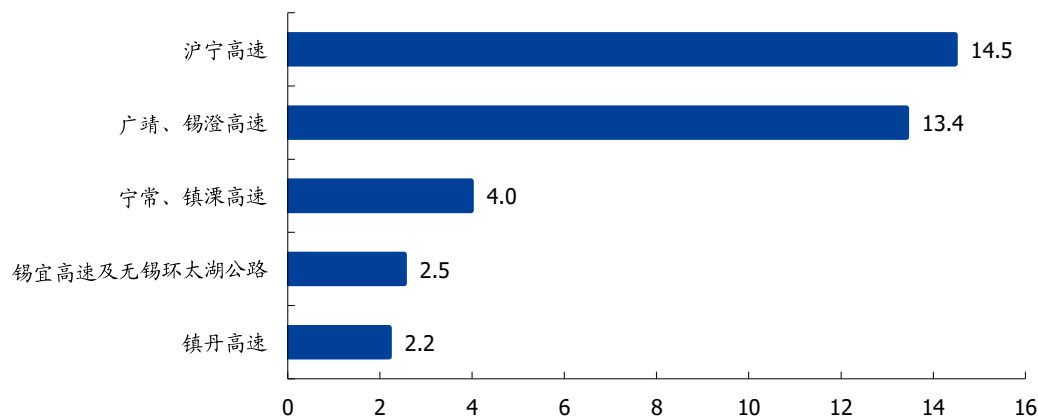
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 分路产通行费毛利 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 宁沪高速主要路产单公里收费毛利 (2019, 单位: 百万元)



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

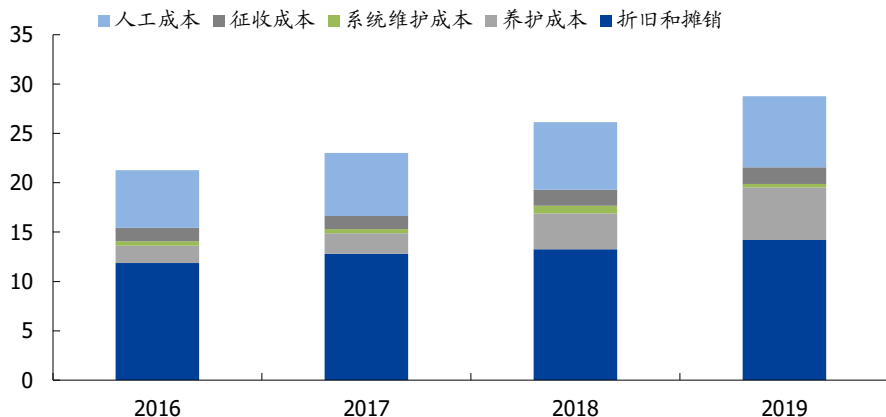
图表 24: 主要路产经营数据 5 年 CAGR

路产	日均车流量	通行费收入	通行费毛利
路产	9.44%	5.03%	4.47%
沪宁高速公路	6.51%	3.89%	1.89%
宁常高速及镇溧高速	17.76%	10.95%	15.55%
广靖锡澄高速公路	7.33%	4.46%	0.73%
锡宜高速及无锡环太湖公路	7.74%	6.08%	3.90%

资料来源: bloomberg, wind, 国盛证券研究所

2019 年收费公路业务成本 28.76 亿元, 同比增长 10%, 5 年 CAGR 6%。折旧摊销为收费公路主要成本, 2019 年占比 49.38%。折旧主要来自路产的投入, 未来随着五峰山大桥、常宜高速、宜长高速等完工, 折旧费用会显著提高。摊销成本、人工成本和养护成本随着车流量的增加也提升。在大车流量压力下, 公司集中养护以确保通行效率, 首次在不中断交通的情况下, 仅用时 6 个工作日完成了平时 28 个工作日的养护工作量, 2018 和 2019 年养护成本同比分别增长 76.44%和 46.39%。

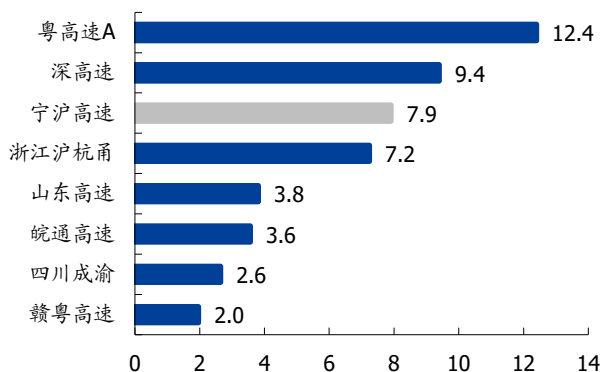
图表 25: 收费公路业务成本 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

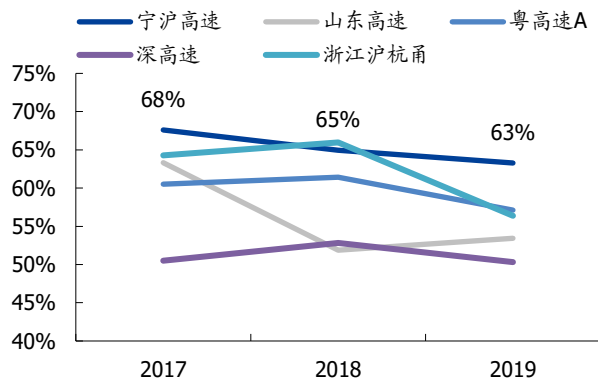
路产收益水平业内领先。与可比公司对比, 2019 年宁沪高速路产平均单公里毛利 7.9 亿元, 仅次于广东省的两家高速公司 (广东省高速收费标准较高)。通行费毛利率整体呈现下滑趋势, 而宁沪高速稳定于行业头部位置, 保持 60% 以上, 路产盈利水平较高。

图表 26: 单公里通行费毛利较高 (2019, 单位: 百万元)



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 通行费毛利率领先同行



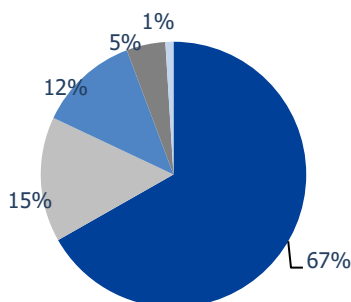
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 核心路产沪宁高速: 长三角同城化纽带

核心资产实至名归。沪宁高速江苏段为国道主干道沪蓉高速的重要组成部分, 连接上海和南京, 全线 248.21 公里, 双向八车道, 1996 年投入使用, 是江苏省第一条高速公路。沿线江苏五市区域内的交通发生量占其总交通量的 55% 左右, 是长三角地区同城化纽带。2019 年沪宁高速贡献收费公路业务 67% 的收入和 72% 的毛利。

图表 28: 沪宁高速通行费收入贡献近 70% (2019)

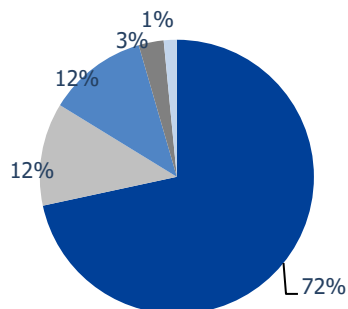
■ 沪宁高速公路
■ 宁常高速及镇溧高速
■ 广靖锡澄高速公路
■ 锡宜高速及无锡环太湖公路
■ 镇丹高速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 沪宁高速通行费毛利贡献超 70% (2019)

■ 沪宁高速公路
■ 宁常高速及镇溧高速
■ 广靖锡澄高速公路
■ 锡宜高速及无锡环太湖公路
■ 镇丹高速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

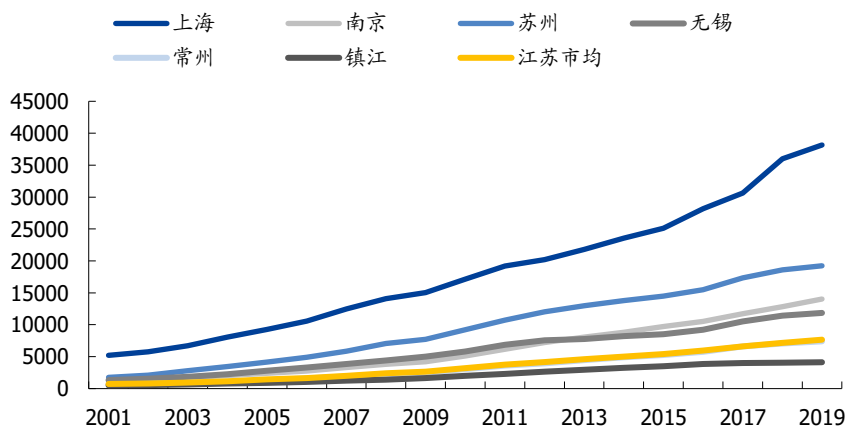
沪宁高速沿线城市带处于全国经济领先地位。2019 年沿线 6 市中上海市 GDP 全国第一; 苏州、南京、无锡列于全国前 20, 江苏前 3, GDP 超一万亿元, 高于江苏省均值。沿线江苏 5 个城市 GDP 总量占江苏省全部 13 市的 56.86%, 区域经济高度集中。从 GDP 增速看, 除镇江的五个城市均超过江苏省市均水平, 上海、苏州更是遥遥领先。

图表 30: 路产覆盖城市 GDP 地位 (2019)

	GDP (亿元)	全国排名	省内排名
上海市	38155	1	
苏州市	19236	6	1
南京市	14030	11	2
无锡市	11852	13	3
常州市	7401	26	5
镇江市	4127	55	10
江苏省均	7664		

资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 31: 路产覆盖城市 GDP 发展 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

区域经济和汽车保有量为车流量增长提供稳固支撑。沿线江苏五市民用汽车保有量占江苏省总量的 58.37%，和 GDP 占比高度一致。从增速看，区域汽车保有量和 GDP 5 年和 10 年 CAGR 保持在 10% 左右，支撑车流量 6% 以上的增速。

图表 32: 区域经济和汽车保有量增长推动车流量增长

	5 年 CAGR	10 年 CAGR
沪宁高速日均车流量	6.51%	6.81%
6 市 GDP	9.21%	9.37%
6 市民用车保有量	10.76%	12.85%
江苏 GDP	9.18%	10.24%
江苏民用车保有量	11.52%	14.88%

资料来源: 国家统计局, wind, 公司公告, 国盛证券研究所

相关系数测算显示，沪宁高速车流量变化和区域 GDP 和汽车保有量呈高度相关，相关系数接近 1。

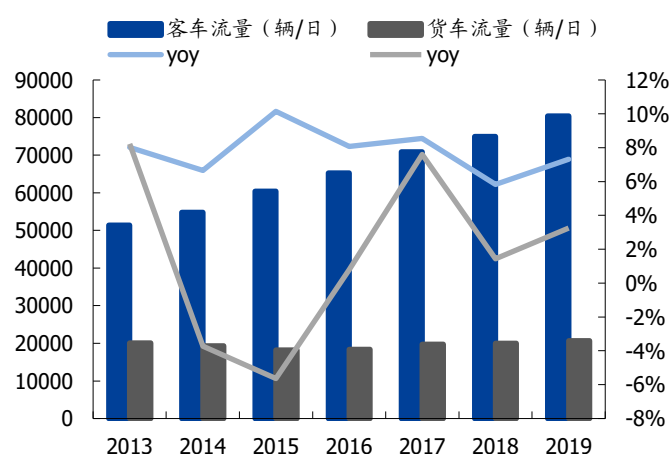
图表 33: 沪宁高速车流量与 GDP、民用车保有量高度相关

	相关系数
6 市 GDP	0.9972
6 市民用车保有量	0.9969
江苏 GDP	0.9991
江苏民用车保有量	0.9968

资料来源: 国家统计局, wind, 国盛证券研究所 *选取十年数据

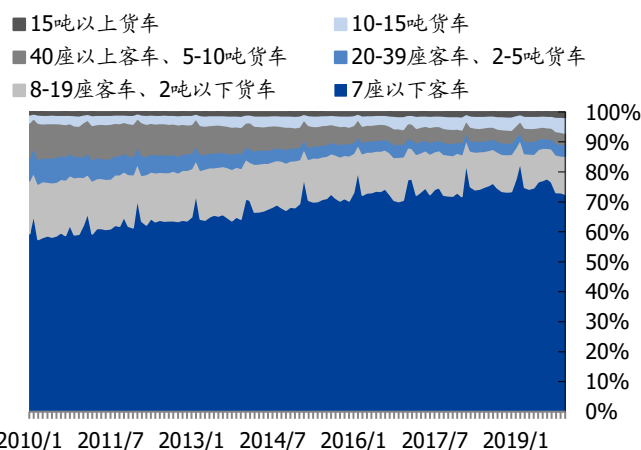
客车主力贡献车流量增长，货车较稳定。2013-2019 年沪宁高速客车增速维持在 5%-10%，2019 年客车流量占比 80%，货车基本维持在日均 2 万辆。

图表 34: 沪宁高速客车车流稳定增长



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 沪宁高速小客车和大型货车占比提升



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3 宁常镇溧贡献毛利增长，广靖锡澄收益稳定

宁常高速和镇溧高速由公司 100%控股，于 2015 年完成收购。

- 镇溧高速起自润扬长江大桥南线与沪宁高速交叉，向南延伸至广德高速，65.56 公里，双向六车道，是江苏省高速公路规划“纵三”线的重要组成部分，连接浙江省和苏南地区。
- 宁常高速起自溧水止于常州南，87.26 公里，双向六车道。宁常高速与镇溧高速十字交叉，与沪宁高速西端基本平行，是安徽往返苏南和上海的最便捷通道。

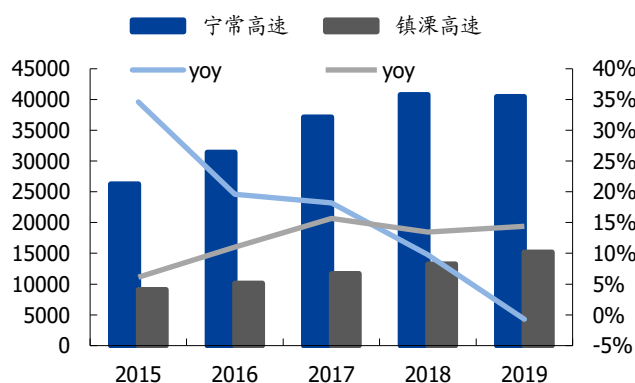
图表 36：宁常、镇溧高速是安徽往返苏南和上海的最便捷通道



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

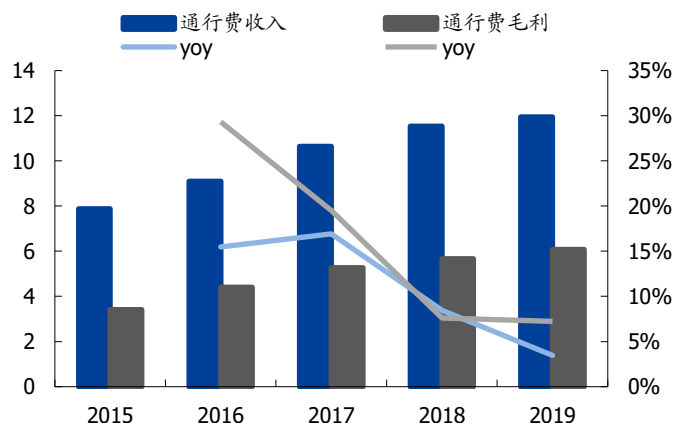
并入后车流量和通行费收入表现良好。合计车流量、通行费收入和毛利 5 年 CAGR 分别为 17.76%、10.95%、15.55%，远高于其他路产。2019 年贡献总体通行费收入和毛利分别 25.24%和 12.27%。宁常、镇溧高速作为安徽往返上海、浙江往返苏南的主要通道，进一步完善路网功能，效益正逐渐显现。

图表 37：宁常、镇溧高速日均车流量（单位：辆/日）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38：宁常、镇溧高速业绩变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

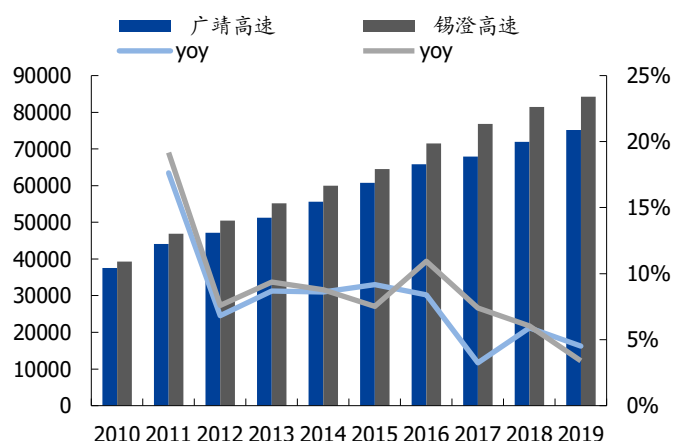
广靖、锡澄高速业绩稳定增长。广靖、锡澄高速是黑龙江至三亚国道主干线和北京至上海高速公路的共线路段，全长共计 52 公里，双向六车道。广靖、锡澄高速车流量和业绩增长在路产中处于中游水平。2019 年广靖、锡澄高速合计贡献通行费收入和毛利占比分别是 12.27%和 11.88%。日均车流量和通行费收入 5 年 CAGR 分别为 7.33%和 4.46%，2019 年广靖锡澄高速公路大修，道路养护成本大幅增加，导致毛利率同比减少 7.63 个百分点。工程结束后毛利有望回升。

图表 39: 广靖、锡澄高速分布



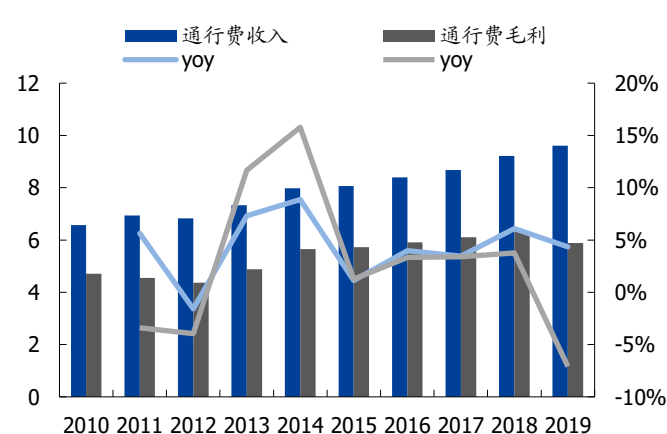
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 40: 广靖、锡澄高速日均车流量稳步增长 (单位: 辆/日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 广靖、锡澄高速毛利短期受损 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 在建路产稳定推进, 加强路网协同

持续完善路网, 五峰山大桥和常宜高速临近竣工。截至 2020 年上半年, 常宜高速和五峰山大桥投资进度分别完成 88% 和 78%, 预计 2022 年前内完工, 将贡献新的增长点。

- **五峰山公路大桥**是国家交通运输部规划的长江三角洲高速公路网和江苏省规划“五纵九横五联”高速公路网的组成部分, 也是京津地区与长江三角洲地区之间南北向交通最便捷的过江通道, 同时是江苏中部最直接的南北向高速公路通道。全长 2.88 公里, 双向八车道, 2017 年开工建设。
- **常宜高速**全长 18 公里, 起自常州西绕城高速公路, 止于宜兴境内与锡宜高速交叉, 于 2017 年开工建设。
- **宜长高速**是江苏省高速公路网规划中的“纵四”线路连云港经南京至宜兴高速公路的重要组成部分, 起点接宁杭高速公路, 向南至苏浙省界接已建成的浙江杭州至长

兴高速公路，是江苏省与浙江省之间的重要省际通道。全长 26 公里，2017 年开工建设。

- 2019 年公司建设龙潭过江通道项目，龙潭大桥串联起沪宁、沪陕等多条重要的高速公路，并连接龙潭港和南京禄口国际机场，项目区位优势较为明显。

图表 42: 在建项目稳定推进

	权益比例	收费里程 (公里)	车道	累计投资 (亿元)	投资进度 (2020H1)
五峰山大桥	64.5%	2.88	8	100.45	81.70%
常宜高速	60%	18.09	*	33.31	87.67%
宜长高速	60%	26	6	27.31	68.68%
龙潭大桥	53.62%	4.96	6	13.16	21.05%

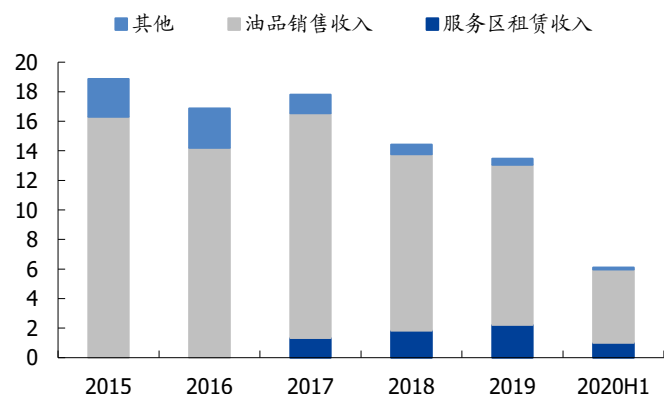
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 *7 公里八车道, 11 公里六车道

四、油品销售争取较高毛利，看好服务区流量变现蓝图

4.1 具备强势油品采购议价权

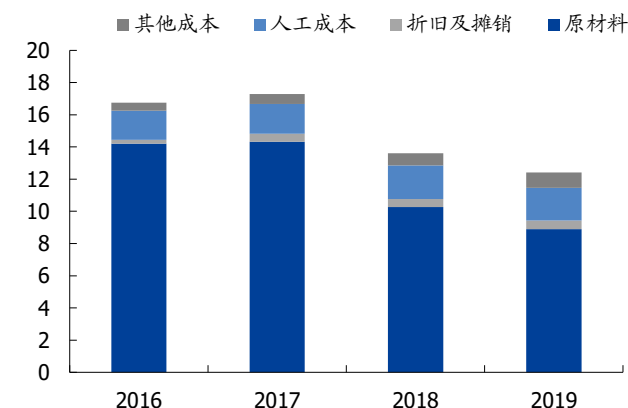
配套服务业务主要包括沪宁高速沿线六个服务区的租赁、油品销售及其他相关业务。2019 年配套服务收入 13.47 亿元，同比下降 6.53%，5 年 CAGR -8.05%。油品销售贡献主要收入，常年占比 80%以上。受加油站双层油罐改造工程施工等影响，2018、2019 油品销售收入分别同比下降 31.74%、9.4%，2019 年收入 10.82 亿元。2020 半年报显示油罐改造工作已经完成，预计下半年开始油品销售会有较大恢复。配套业务成本中，原材料成本占比最高（2019 年为 72%），主要为油品购买费用，与油品销售量趋势一致。

图表 43: 配套业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

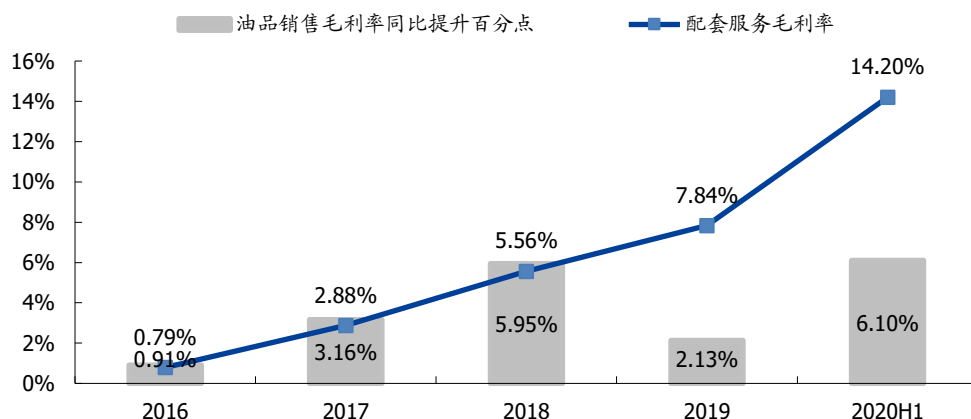
图表 44: 配套业务成本情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

带动配套服务业务毛利率增长，抵抗市场下行风险。公司不断加强油品采购竞价力度，积极与供油商谈判，争取更高利润，降低原材料购买成本。2016-2019 年，配套服务毛利率从 0.79% 稳健上升 7.84%，增加 7.05 个百分点，主要由油品销售毛利率的增长贡献，其毛利率累计增加 12.15 个百分点。即使是处于疫情期间的 2020 年上半年，油品销售毛利率仍同比上升了 6.1 个百分点，配套服务业务毛利率达到 14.2%。公司凭借较高的油品采购议价权，保证了毛利率的提升，使利润增长具有较大的弹性。

图表 45: 油品销售毛利率持续拉升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司其他业务主要包括子公司的广告经营, 扬子江管理公司的管理服务及宁沪置业公司的物业服务等。

4.2 服务区: 消费转型, 流量储备巨大

4.2.1 服务区转型有望提高下一阶段租赁收益

六大服务区升级完成, 流量变现是高速未来获取额外收益途径之一。截至 2019 年末, 沪宁高速沿线服务区“3+3”升级转型工作全面完成, 梅村、仙人山、黄栗墅服务区实行“外包+监管”, 阳澄湖、窦庄、芳茂山服务区实行“平台拓展”。投入运营后, 沪宁全线服务区日均进区人次同比增长 **26.09%**, 充裕的流量能够引出潜在的消费人群, 商业服务区产能将逐步释放。

年均租赁收入 **1.56 亿元**, 未来收租具备较大弹性。自 2018 年 9 月窦庄服务区完成租赁合同后, 沪宁高速线上的 6 个服务区均完成外包, 租赁期限 6-9 年, 年均租赁收益 1.56 亿元。截至 2019 年末 6 个服务区均完成升级改造, 软硬件升级助力高速公路车流量向服务区客流量转化, 从而提升消费客流量和可消费水平, 预计下一阶段的租赁收益会有所提高。

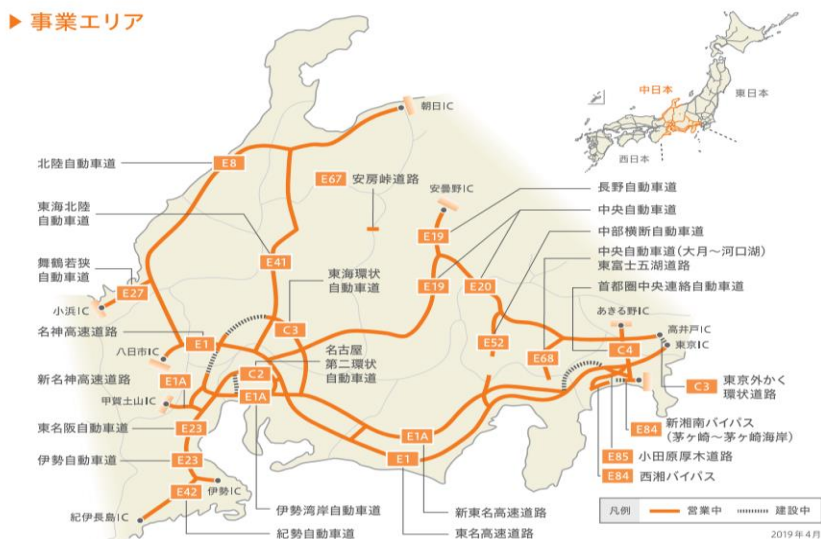
图表 46: 服务区租赁情况

服务区	租赁方	租赁起始	租赁终止	租赁收益 (亿元)	年均收益 (亿元)
梅村服务区	嘉兴市凯通投资有限公司	2017/1/10	2023/1/9	2.80	0.47
仙人山服务区	嘉兴市同辉高速公路服务区经营管理有限公司	2017/6/16	2023/6/15	1.44	0.24
黄栗墅服务区	桐乡市银通高速公路服务区经营管理有限公司	2017/7/1	2023/6/30	1.33	0.22
阳澄湖服务区	嘉兴市凯通投资有限公司	2018/5/15	2027/5/14	1.85	0.21
芳茂山服务区	龙城旅游控股集团有限公司	2018/5/11	2026/5/10	1.85	0.23
窦庄服务区	南京百盛商业管理有限公司	2018/9/21	2026/9/20	1.60	0.20

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

对标日本高速服务区，可期待服务区收入具备弹性成长空间。中日本高速公路是日本唯一一家高速公路上市公司，主要经营日本本州中部地区的高速公路和自动车道的管理运营。截至其 2018 财年（2017/4/1-2018/3/31），营业公路总长 2132 公里，通行费收入 6934 亿日元；设有服务区 181 处，服务区收入 326 亿日元，是通行费收入的 4.7%。而 2018 年江苏省高速公路通行费收入 411.85 亿元，服务区收入 5600 万元，仅仅是通行费收入的 0.14%，增长空间巨大。

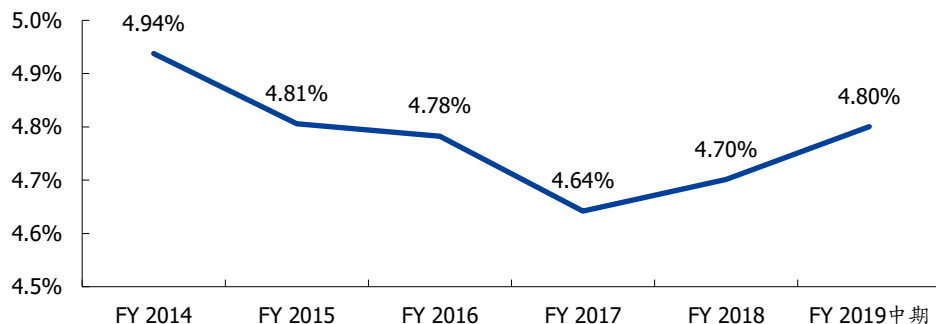
图表 47: 中日本高速公路经营路产图



资料来源：中日本高速公路官网，国盛证券研究所

高速公路通行费收费标准较固定，因此收入主要受车流量驱动，而出行需求又直接受区域 GDP 影响；高速公路服务区收入主要取决于消费客流量和消费水平，主要受服务区消费属性强弱、高速车流量和区域 GDP 影响。因此认为服务区收入与通行费收入的比值可以体现高速公路服务区将车流量转化消费客流量的能力和消费水平的高低。以中日本高速公路较成熟的服务区经营做参照，近五年服务区收入占通行费比例稳定在 4.5% 以上，五年平均值为 4.77%。以沪宁高速 2019 年通行费收入 52.31 亿元计算，在该水准上服务区收入将达到 2.5 亿元，考虑到沪宁高速服务区位于全国经济高度发达的长三角，沿线城市群经济全国领先，该服务区收入估计较保守。

图表 48：中日本高速公路服务区收入占通行费收入比例

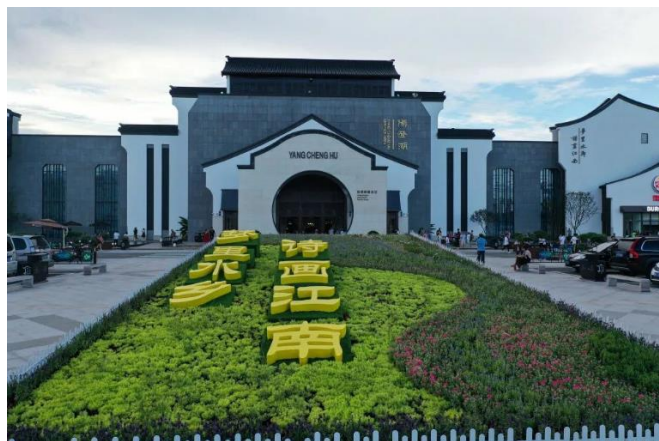


资料来源：中日本高速公路官网，国盛证券研究所

4.2.2 诗画江南--阳澄湖服务区

沪宁高速公路阳澄湖服务区位于江苏苏州工业园区唯亭镇，2019 年 5 月完成升级改造，通过大型水景、粉墙黛瓦、圆形拱门等元素还原“诗画江南”意境，被中国公路学会授予“最美园林文化服务区”称号。综合楼总建筑面积 3.9 万平方米，园林面积 1 万平方米，是目前全国体量最大的服务区。服务区以“一街三园”为操作路径，完美呈现了“梦里水乡诗画江南”的改造主题。

图表 49：阳澄湖服务区景观（1）



资料来源：图片来自网络，国盛证券研究所

图表 50：阳澄湖服务区景观（2）



资料来源：图片来自网络，国盛证券研究所

据新华日报，阳澄湖服务区 2019 年 7 月 18 日正式营业后，日均营业额同比增加近 70%，平均单车消费由约 13 元上升至约 28 元。据中国江苏网交汇点，5 月 19 日试营业以来，日营业额上升至 60 余万元。因此可以估算出营业后阳澄湖服务区日均入区车流量约

2.14 万辆，人均消费约 5.6 元。

日本自 2005 年开始实施道路公团民营化，按区域成立 4 家高速公路株式会社后，经营效益成为重点内容之一，高速公路的服务质量和经济效益获得了明显提升。服务区的经营民营化也大大提高服务水平，从经过停留点向旅游消费目的地转变，经济效益大大提高。据 2018 年服务区经理的采访报道，位于东北高速公路羽生的服务区年旅客流量达 400 万人次，营业额达 22 亿日元，仅 4 名职员管理。当年羽生服务区所在的东北高速公路日均车流量 325762 辆，服务区收入 416 亿日元。以此测算羽生服务区断面车流量向客流量的转化比例为 8.14%，人均消费 34 元人民币。

图表 51：中日本高速公路服务区功能

设备	购物	服务	医疗	车辆服务	儿童区	身障人士服务	货币服务	特别服务
platpark 停车场 (从一般道路也可以进入、使用)	美食餐厅	住宿、洗浴、自助洗衣	自动体外除颤器	加油站	出借婴儿车	无障碍停车场	ATM	温泉
进出 ETC	商店	化妆间		急速充电站	销售婴儿用品	无障碍洗手间	外币兑换机	游乐场
公园	免税店(截至 2019 年 4 月 33 家)	按摩		洗车	哺乳区	免费出借轮椅		
		旅游介绍						

资料来源：中日本高速公路官网，国盛证券研究所

图表 52：阳澄湖、羽生服务区人均消费水平对比

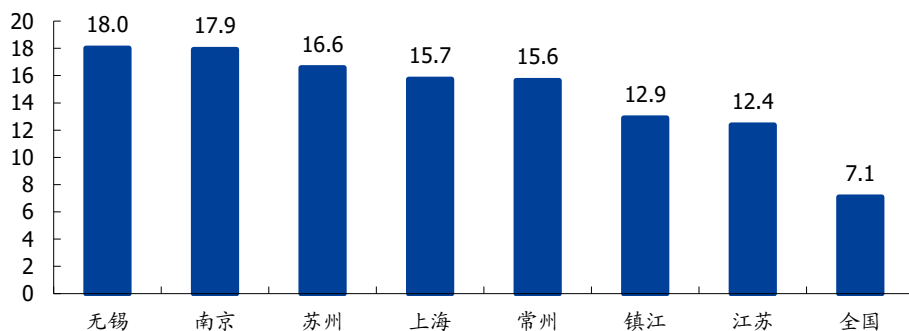
	日均客流量(万人)	日营业额(万元)	人均消费(元)
阳澄湖服务区	10.71	60.00	5.60
羽生服务区	1.10	37.73	34.43

资料来源：中国经济网，公司官网，国盛证券研究所

4.2.3 服务区具备较大盈利空间

沪宁高速沿线服务区所在区域经济发达，具备高客流储备和高水平消费群体。2019 年沪宁高速沿线除了镇江的 5 个城市人均 GDP 都超过 15 万元，是全国人均的两倍多，消费能力全国领先。因此如何提高服务，进而增强旅客消费意愿，将流量转化为实际收入是关键，这也是服务区转型的目的之一。

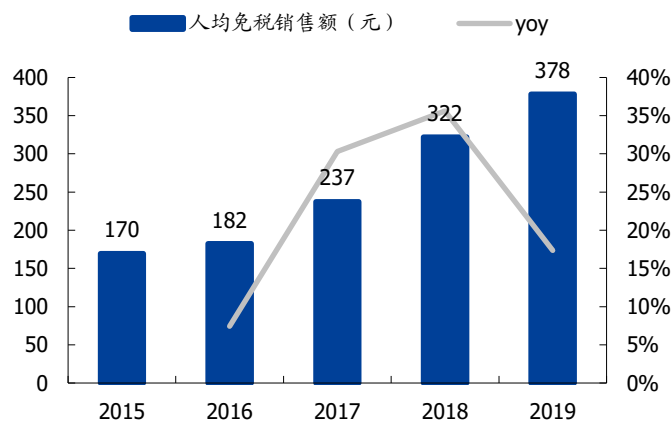
图表 53: 沪宁高速沿线 6 市人均 GDP (2019, 单位: 万元)



资料来源: 国家统计局, wind, 国盛证券研究所

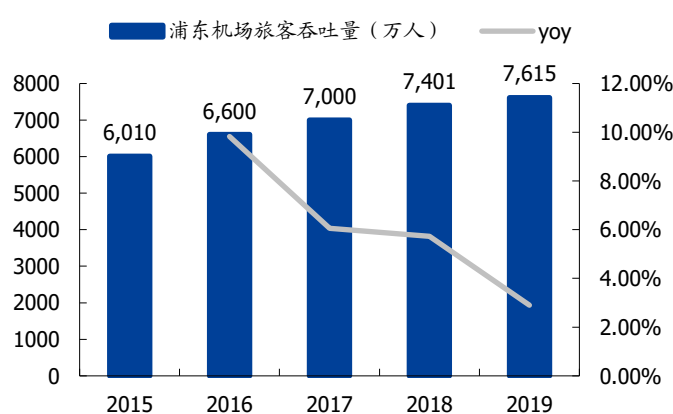
机场非航空性收入中的免税收入也是流量变现的典型, 以浦东国际机场作参照。2016 年浦东机场免税店改造后, 直接带动 2017 和 2018 免税店人均销售额超 30% 的同比增长, 2019 年为 377.96 元/人。而浦东机场近年的旅客吞吐量增速呈缓慢下降趋势, 与沪宁高速未来预计车流量趋势相近。

图表 54: 浦东国际机场免税店人均消费



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 浦东国际机场旅客吞吐量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从消费属性上看, 阳澄湖服务区和梅村服务区更具有综合商业区+旅游文化属性, 且接纳游客体量大, 将主要贡献服务区收入。日均客流量增长由现有客流量、沪宁高速车流量预测、所处服务区发展期测算; 人均消费由现有数值、城市人均 GDP 增速预测、浦东机场免税店人均消费趋势、所处服务区发展期测算。2020 年由于疫情, 收入不稳定, 对数据调整后以 2021 年作为发展周期的起点。

图表 56: 服务区发展期模拟

时间	成长期属性	日均客流量增速	人均消费增速
适应期 2021-2025	服务区品牌建设初期, 商业区、旅游、接待等服务水平提高, 吸引更多入区客流量, 消费客流量培养中。	15%	4%
成长期 2025-2030	服务区品牌建设完善, 软硬件设施进一步优化, 消费大众已适应高速服务区消费环境, 服务区由路过经停地点向目的地转变, 消费人群和消费水平较快增长。	8%	6%
成熟期 2030-2035	据转型已过 10 年, 服务区品牌建设成熟, 消费常态化, 受限服务区可接纳体量和消费品价值, 客流量和人均消费增速放缓。新一轮扩建改造和高消费商店如免税店的引进有望创造新的利润增长空间。	5%	4%

资料来源: 国家统计局, 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

相对测算显示至 2035 年，头部服务区人均消费超 10 元，服务区总体收入获 5 倍成长达到 32 亿元。潜在增长驱动还包括：

- 服务区为高速公路必经之地，停车场、餐饮、卫生间、加油站等服务又使其成为停留休憩的必须之地，因此有最低客流量和最低消费保障。
- 相对于机场实体店，高速服务区消费群体自备有交通工具，方便购买商品的运输；相对于市内实体店，沪宁高速服务区设施包括商店几乎 24 小时开放，且始终保持有客流量，使用效率更高。
- 服务区扩建和免税店投入提前施行。

测算风险包括：1、高速服务区售卖商品价格较市内实体店和网购竞争力较弱，销售业绩不及预期。2、24 小时营业的商业区经营成本高，利润增长受阻碍。

图表 57：服务区收入测算

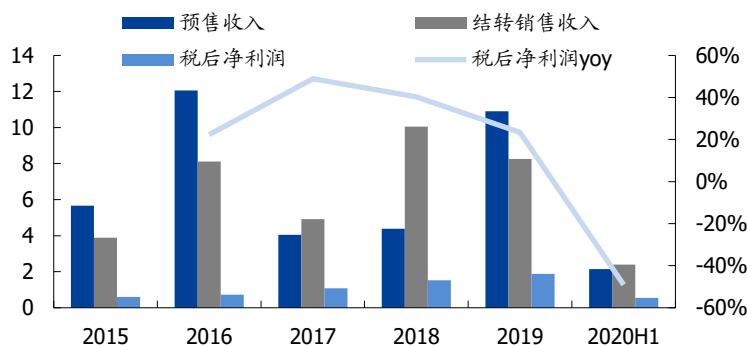
	2020E	2021E	2025E	2030E	2035E
阳澄湖服务区					
日均客流量(万人)	9.3	10.8	18.9	25.7	31.2
人均消费(元)	5.6	6.0	7.0	8.8	10.4
日均收入(万元)	52.1	64.7	132.4	227.4	323.4
梅村服务区					
日均客流量(万人)	10.0	11.0	19.2	26.2	31.8
人均消费(元)	5.6	6.0	7.0	8.8	10.4
日均收入(万元)	56.0	65.9	134.9	231.6	329.4
仙人山服务区					
日均客流量(万人)	4.7	5.1	8.9	12.1	14.8
人均消费(元)	2.1	2.2	2.6	3.3	3.9
日均收入(万元)	9.9	11.5	23.4	40.3	57.3
黄栗墅服务区					
日均客流量(万人)	4.0	4.4	7.7	10.5	12.7
人均消费(元)	2.1	2.2	2.6	3.3	3.9
日均收入(万元)	8.4	9.9	20.2	34.7	49.4
芳茂山服务区					
日均客流量(万人)	5.0	5.5	9.6	13.1	15.9
人均消费(元)	2.1	2.2	2.6	3.3	3.9
日均收入(万元)	10.5	12.4	25.3	43.4	61.8
窦庄服务区					
日均客流量(万人)	5.0	5.5	9.6	13.1	15.9
人均消费(元)	2.1	2.2	2.6	3.3	3.9
日均收入(万元)	10.5	12.4	25.3	43.4	61.8
年总收入(亿元)	5.4	6.4	13.2	22.7	32.2

资料来源：国家统计局，公司官网，公司公告，国盛证券研究所 *2020 年为剔除疫情影响的情形

4.3 地产经营以去库存为基调

积极去库存, 实现资金快速回笼。宁沪置业是公司经营地产销售的子公司, 2015-2020H1 累计结转销售收入 37.6 亿元。2018 年公司合并瀚威公司, 2019 -2020H1 累计预售销售收入 2.98 亿元。受房产项目竣工交付时间影响, 销售收入波动较大, 2020 上半年受疫情影响地产销售下滑明显。

图表 58: 房地产销售业绩 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 在建地产项目

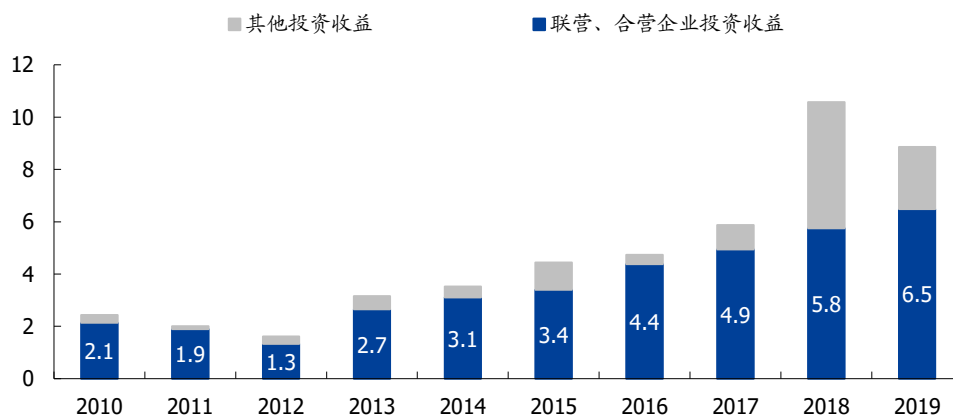
项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资 (亿元)
宝华镇鸿堰社区 A 地	2018/9	同城世家 1 期: 2022/12 同城世家 2 期: 2024/12	24.6
花桥镇核心区项目	2012/12	御富豪项目: 2021/10 B18 项目: 2014/7	30.9
苏州市南门路 G25 二期	2019/12	2021/6	11.5
瀚瑞中心	2016/10	2020/6	22.0
合计			88.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4 持续投资, 服务主业

2019 年公司投资收益 8.9 亿元, 各联营、合营公司贡献投资收益 6.5 亿元, 占总投资收益的 73%, 十年 CAGR 13%, 增长稳定。苏嘉甬公司收益为负系与苏嘉杭公司采用增资扩股、同股同权方式进行吸收合并, 原苏嘉甬公司资产并入存续的苏嘉杭公司。

图表 60: 近十年投资收益 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 主要参股公司投资收益 (2019)

公司名称	主要负责经营	投资成本 (亿元)	权益占 比 %	投资收益 (亿元)	占净利 润 %	同比增 减 %
苏州高速公司	苏嘉杭、常嘉高速	5.26	30.01	2.14	4.99	-
苏嘉甬公司	常嘉高速	4.32	22.77	-0.05	-	-
扬子大桥公司	江阴大桥	6.31	26.66	2.05	4.78	17.48
沿江公司	沿江高速	14.66	25.15	1.77	4.11	-5.94

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

金融投资稳健拓展。2019 年, 集团已出资洛德房地产母基金二期 3.00 亿元、国创开元基金二期近 1.23 亿元, 认购富安达资管计划 11.40 亿元, 投资规模稳健增长。增资入股财务公司, 保障主业获得长期稳定的低成本资金并创造新的利润增长点。

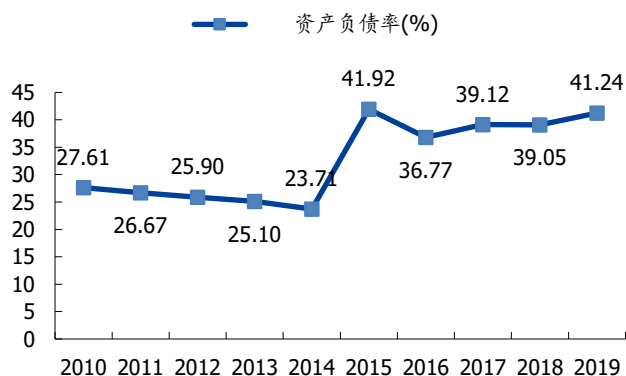
积极寻找优质路产, 项目投资延伸至海外。2019 年出资 0.5 亿元设立扬子江管理公司, 完成对扬子大桥公司等 5 家路桥公司的职能整合, 实行一体化管理, 降低了营运管理成本, 扩大区域规模优势。批准出资 1.3 亿美元在中华人民共和国香港特别行政区设立全资子公司宁沪国际公司, 参与中资联合体收购土耳其 ICA 公司收费路桥项目。

五、现金充沛分红高, 优质防御性投资标的

5.1 较低资产负债, 高资产利用

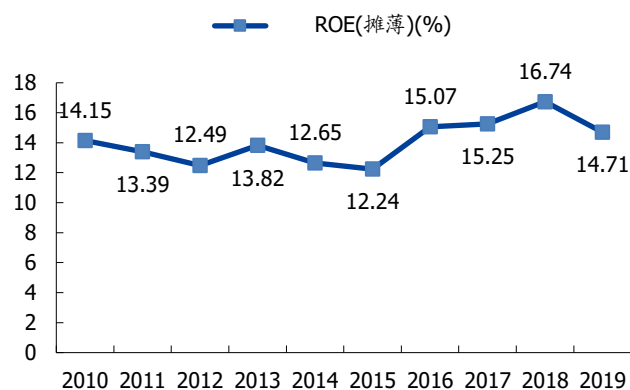
资产结构健康, 收益良好稳定。自 2015 年收购宁常、镇溧、锡宜高速后, 公司资产负债率稳定在 40%, 仍在同业中处于较低位置。净资产收益率近年维持在 15% 上下, 在同业中处于领先地位, 优质资产价值凸显。

图表 62: 并入路产大幅提高资产负债率



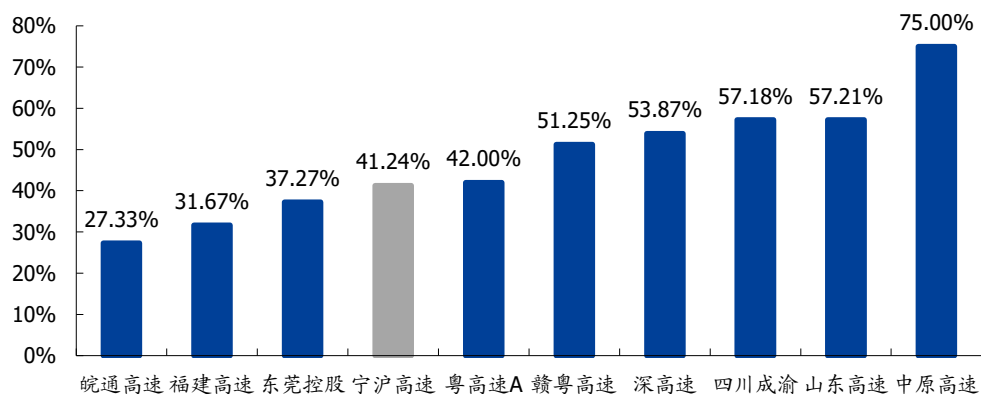
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 63: ROE 稳中有升



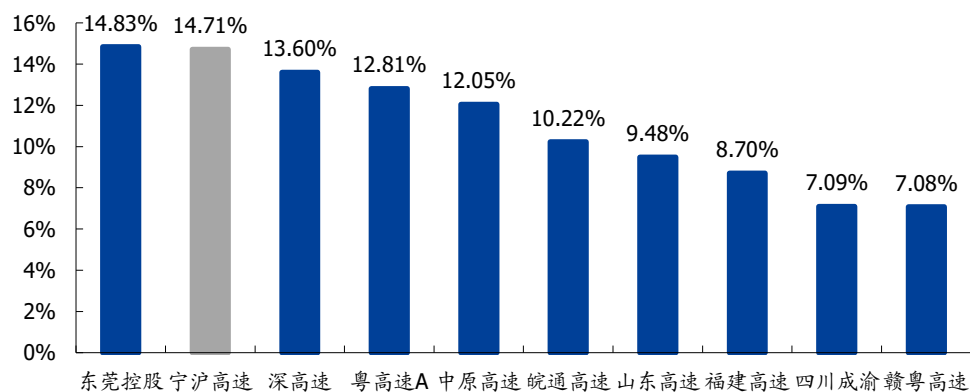
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 64: 高速公路板块重点公司资产负债率 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 65: 高速公路板块重点公司 ROE (摊薄) (2019)

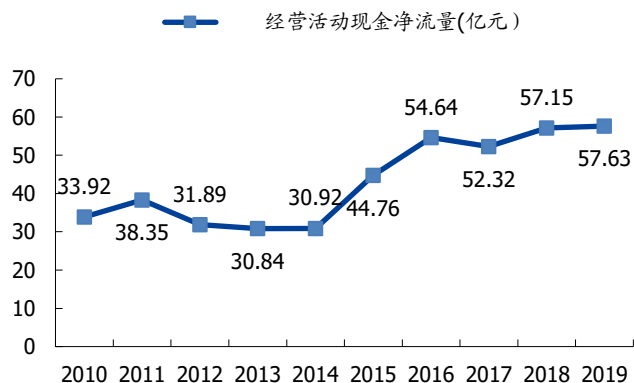


资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2 长期投资价值显著

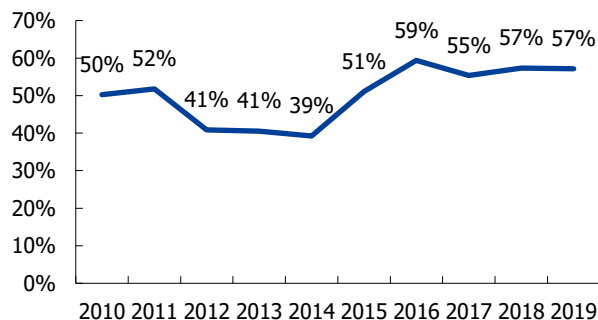
经营现金流充沛。收费公路的路费收入均以现金收取，成本大头路产折旧为非现金成本，故拥有良好稳定的现金流。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 57.63 亿元，十年 CAGR 6%，经营活动现金流/营收为 57%。充裕的现金流也得益于公司良好的融资及资金管理能力。

图表 66: 保持充裕经营现金流



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 经营活动现金流/营业收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

分红率稳定 50%以上，行业领先。从近四年分红表现看，宁沪高速分红率保持在行业头部水平，4 年平均值为 57.81%，仅次于粤高速 A，远高于其他可比公司。

图表 68: 高速公路行业重点公司分红率

股票简称	2016	2017	2018	2019	4 年平均
宁沪高速	63.23%	61.78%	52.95%	55.18%	57.81%
山东高速	30.53%	32.36%	36.11%	60.22%	40.04%
深高速	41.04%	45.87%	45.02%	45.38%	44.72%
粤高速 A	64.62%	70.28%	70.25%	70.33%	69.17%
四川成渝	32.13%	34.42%	36.01%	31.07%	33.21%
赣粤高速	34.09%	40.48%	20.00%	31.25%	30.98%
中原高速	42.11%	41.83%	53.12%	10.13%	30.47%
皖通高速	40.87%	34.95%	36.92%	34.76%	36.73%
东莞控股	37.62%	29.30%	26.76%	29.04%	30.33%
福建高速	61.32%	50.19%	56.12%	16.58%	44.65%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

股息率稳定 4%以上，极具防御属性。公司股息率始终处于行业较高水平，离散度分析得出其股息率在可比公司中也是最稳定的，具备类债券属性，防御属性优越，适合长期持有。

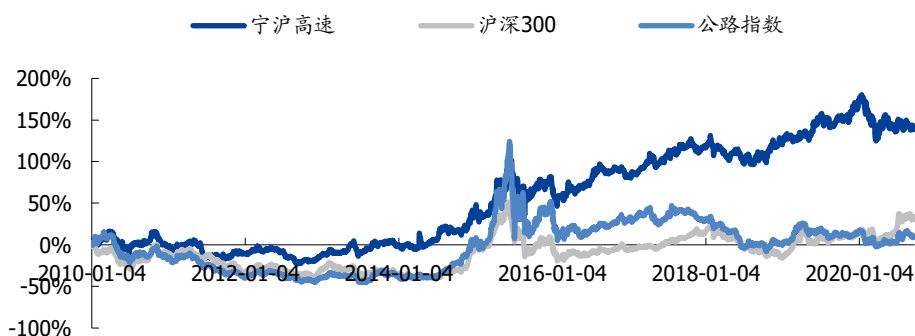
图表 69: 高速公路行业重点公司股息率

股票简称	2015	2016	2017	2018	2019
宁沪高速	4.57%	4.91%	4.47%	4.69%	4.10%
山东高速	2.52%	3.02%	2.97%	4.85%	7.74%
深高速	3.47%	2.59%	3.34%	7.91%	4.52%
粤高速 A	2.17%	4.91%	6.24%	6.70%	5.11%
四川成渝	1.34%	2.17%	2.43%	2.87%	2.61%
赣粤高速	2.64%	2.98%	3.32%	2.56%	3.63%
中原高速	2.34%	1.96%	3.46%	2.97%	1.32%
皖通高速	1.72%	1.39%	2.09%	4.15%	3.91%
东莞控股	2.36%	2.38%	2.25%	3.61%	3.64%
福建高速	2.35%	4.34%	3.29%	5.05%	1.63%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

股价表现具备超额收益。对比近十年宁沪高速和公路板块、沪深 300 指数涨幅，公司基本跑赢大盘，尤其是大盘下跌时期也依然表现稳定。2016 年之后公司股价表现稳健上升，与大盘差距逐步拉大，具备超额收益属性。

图表 70: 宁沪高速涨幅领先大盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截至 2020.9.22

六、盈利预测与估值分析

6.1 分业务盈利预测

根据宁沪高速往年交通据模拟正常状况下 2020 年车流量数据，并根据交通部披露的全国高速公路网车流量和公路旅客、货物运输数据假设疫情对车流量的影响。认为疫情下货车的恢复快于客车，2021 年整体恢复较正常水平。

预测宁沪高速 2020-2022 年营业总收入分别为 81.13 / 106.57 / 111.15 亿元，同比分别 -19.5% / +31.36% / 4.3%。2020 年疫情对公司业绩影响较大，2 月 17 日至 5 月 6 日免收高速通行费使公司通行费收入大幅度下降，疫情对房地产销售也冲击较大；加油站双层油罐改造工作完成帮助油品销售恢复增长。

图表 71: 宁沪高速收入预测 (单位: 亿元)

收入项	2018	2019	2020E	2021E	2022E
通行费收入	74.60	78.33	59.84	80.46	83.34
yoy		5.00%	-23.61%	34.45%	3.58%
配套服务	14.42	13.48	14.28	15.04	15.63
		-6.52%	5.97%	5.27%	3.96%
油品销售	11.94	10.82	11.69	12.39	12.88
Yoy		-9.38%	8.00%	6.00%	4.00%
服务区租赁	1.83	2.23	2.32	2.37	2.46
Yoy		21.86%	4.00%	2.00%	4.00%
其他	0.65	0.43	0.28	0.29	0.29
yoy		-33.85%	-35.00%	2.00%	2.00%
房地产销售	10.04	8.25	5.78	9.24	9.42
yoy		-17.83%	-30.00%	60.00%	2.00%
广告及其他	0.62	0.72	1.22	1.84	2.75
yoy		16.13%	70.00%	50.00%	50.00%
营业总收入	99.69	100.78	81.13	106.57	111.15
yoy		1.09%	-19.50%	31.36%	4.30%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

预测宁沪高速 2020-2022 年营业总成本分别为 45.41 / 50.60 / 52.13 亿元, 同比分别 -0.77%/+11.42%/+3.04%。

图表 72: 宁沪高速成本预测 (单位: 亿元)

成本项	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收费公路	26.14	28.76	29.75	30.61	31.37
yoy		10.03%	3.42%	2.91%	2.49%
折旧和摊销	13.27	14.20	13.84	15.06	14.75
养护成本	3.63	5.31	5.95	5.76	6.19
系统维护成本	0.79	0.36	0.38	0.42	0.54
征收成本	1.62	1.70	1.56	1.75	1.80
人工成本	6.83	7.19	8.02	7.63	8.09
配套服务	-	13.62	12.42	13.83	14.34
yoy		-8.79%	-5.39%	17.72%	3.65%
原材料	10.27	8.90	8.01	9.72	10.01
折旧及摊销	0.50	0.54	0.57	0.61	0.64
人工成本	2.09	2.02	2.08	2.12	2.17
其他成本	0.76	0.96	1.08	1.38	1.52
地产销售	5.73	4.32	3.42	5.55	5.66
yoy		-24.54%	-20.81%	61.93%	2.00%
其他	0.25	0.25	0.49	0.61	0.77
总成本	45.74	45.76	45.41	50.60	52.13
yoy		0.04%	-0.77%	11.42%	3.04%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

销售费用率和管理费用率保持稳定，财务费用率由于贷款利息增加而上升明显。预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 30.92 / 47.05 / 49.64 亿元，同比分别-26.4% / +52.2% / +5.5%。

图表 73: 宁沪高速费用率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.38%	0.36%	0.20%	0.35%	0.38%
管理费用率	2.13%	2.26%	2.00%	2.20%	2.30%
财务费用率	5.27%	4.60%	5.99%	5.66%	5.75%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6.2 估值分析

选取宁沪高速可比公司山东高速、深高速、粤高速 A，各公司经营模式类同，估值较稳定且接近。由于 2020 年受疫情影响净利润大幅下降，因此对 2021 年进行估值，可比公司 2021 年平均估值为 9 倍。考虑宁沪高速业绩受益区域经济率先恢复基本面，估值修复叠加明年大概率的新建路产投入，给予宁沪高速龙头溢价，2021 年目标价 13.02 元，对应 14 倍估值。

图表 74: 宁沪高速相对估值法

股票代码	公司简称	股价（元）	EPS					PE				
			18A	19A	20E	21E	22E	18A	19A	20E	21E	22E
600350.SH	山东高速	5.85	0.61	0.63	0.47	0.66	0.77	10	9	13	9	8
600548.SH	深高速	8.97	1.58	1.15	0.69	1.12	1.19	6	8	13	8	8
000429.SZ	粤高速 A	6.92	0.8	0.6	0.34	0.71	0.64	9	12	21	10	11
平均								8	10	15	9	9
600377.SH	宁沪高速	9.51	0.87	0.83	0.61	0.93	0.95	11	11	16	10	10

资料来源：wind，国盛证券研究所 注：截至 2020/9/22

风险提示

车流量恢复不及预期风险。当前国内疫情已经控制稳定，高速公路车流量持续恢复，但国外疫情依旧没有完全控制，仍然有疫情渗入风险，影响高速通行的恢复。

政府补偿不及预期风险。疫情期间高速免收通行费对公司收入产生重大影响，恢复收费后政府仍未推出相关补偿政策，补偿程度也未知。

替代交通分流风险。传统高速公路行业竞争激烈，市场规模增长空间有限，具有替代效应的路桥开通，可能降低市场份额及收入增长速度；随着江苏省内铁路网络的延伸，高铁出行方式的便捷，也会造成高速通行的分流。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com