

穿越周期的公路龙头，估值回归理性

华泰研究

深度研究

2025 年 2 月 24 日 | 中国内地/中国香港

路桥

我们对宁沪高速进行更新,给予 A/H 股目标价为 14.5 元/11.0 港元(股权 IRR 采用 6.6%/10.2%)。考虑公司未来资本开支较大,并且经历 2023-2024 年上涨后,公司 A 股股息率减去无风险利率的股息差已处于历史中枢附近,我们将 A 股由“增持”下调至“持有”;考虑公司 AH 溢价率处于历史高位,以及 H 股股息率对中资保险机构的吸引力,维持 H 股“买入”。

长三角优质路产，过往经营现金流稳健，但资本开支或迈入高峰

公司为高速公路龙头股,路产位于经济发达的苏南地区。2020-2023 年公司主要路段客车流量 CAGR 达到 5.3%,与同期江苏民用客车保有量 6.1%的 CAGR 相近,客车受经济周期影响较小。货车与工业生产景气度弱相关。由于公司客车/货车收入占比约为 55%/45% (2023 年),过往经营现金流表现稳健。2024 年末,公司路产按收入加权平均剩余收费期约为 8.5 年,主要路段或启动改扩建以延长收费期限,未来车流量与费率均有提升空间,但投资支出增大或使资产负债率上升、对外融资需求增加。

低利率环境下，A 股已重估至合理水平；H 股潜在重估空间更大

公司实施渐进式分红政策,分红金额稳定且可预期性强。“类债”使其估值与利率联动,股票呈现逆周期特征。受低利率驱动,公司 A 股 PE-TTM、PB-MRQ 已升至 2010 年至今 83%、70%分位数,2025E 股息率 3.2%减去 10 年期中国国债利率 1.7%的股息差 (150bp) 处于历史中枢附近,上行催化剂更多关注利率下行和风险偏好下降时点。由于中美利差走阔,公司 AH 溢价率处于历史高点, H 股 PE-TTM、PB-MRQ 仅为 2010 年至今 18%、13%分位数,2025E 股息率预计为 6.0%,对资金成本较低的中资保险机构有较强吸引力。随着南向持仓比例 (当前为 38%) 上升, H 股有望重估。

我们与市场观点不同之处

市场认为美联储降息预期降温,公司 H 股的股息率对外资缺少吸引力。但我们认为,市场可能低估了的中资保险的配置需求对公路股的支撑作用。公司 H 股南向持仓比例已由 2024 年初的 20%提升至 2025 年 2 月中旬的 38%。

盈利预测与估值

我们预测公司 2024/2025/2026 年归母净利为 45.8 亿/47.1 亿/46.9 亿元,分别同比变化+3.7%/+2.9%/-0.5%。我们基于 DCF 估值法, A/H 股 WACC 采用 4.6%/6.6% (其中股权 IRR 采用 6.6%/10.2%; 债权 IRR 采用 3%/3%), 给予 A/H 股目标价 14.5 元/11.0 港元。

风险提示: 出行意愿下降、路网变化超预期、资本开支超预期、收费标准不及预期、金融资产盈利下滑。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	13,256	15,192	25,710	27,206	25,769
+/-%	(3.89)	14.61	69.23	5.82	(5.28)
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,724	4,413	4,577	4,708	4,685
+/-%	(10.88)	18.51	3.72	2.87	(0.49)
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.74	0.88	0.91	0.93	0.93
ROE (%)	11.98	13.39	13.04	12.60	11.80
PE (倍)	19.79	16.70	16.10	15.65	15.73
PB (倍)	2.31	2.17	2.04	1.91	1.80
EV EBITDA (倍)	12.64	10.74	11.58	11.72	11.89

资料来源:公司公告、华泰研究预测

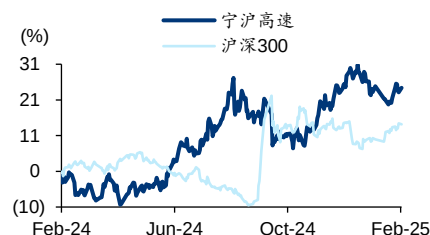
	177 HK	600377 CH
投资评级:	买入(维持)	持有(下调)
目标价:	港币: 11.00	人民币: 14.50

研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	林霞颖
SAC No. S0570518090003	linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	177 HK	600377 CH
目标价	11.00	14.50
收盘价 (截至 2 月 24 日)	8.48	14.63
市值 (百万)	42,720	73,702
6 个月平均日成交额 (百万)	43.39	188.08
52 周价格范围	7.28-8.77	11.07-15.42
BVPS	7.31	7.31

股价走势图



资料来源: Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,386	8,737	8,609	6,426	5,586
现金	932.93	862.16	769.47	886.67	766.95
应收账款	1,128	1,650	1,652	1,760	1,860
其他应收账款	62.76	61.59	61.68	65.68	69.42
预付账款	7.74	6.11	6.12	6.52	6.89
存货	2,585	2,238	2,201	2,388	2,564
其他流动资产	4,670	3,919	3,919	1,319	319.73
非流动资产	69,073	69,925	81,458	93,333	102,641
长期投资	11,090	11,883	12,751	13,528	14,279
固定投资	8,046	7,593	7,457	7,457	7,600
无形资产	39,161	39,862	40,047	41,646	44,698
其他非流动资产	10,776	10,587	21,203	30,703	36,065
资产总计	78,458	78,661	90,067	99,759	108,228
流动负债	13,645	9,549	7,844	8,476	9,016
短期借款	2,434	1,004	1,004	1,004	1,004
应付账款	2,813	2,695	2,650	2,875	3,086
其他流动负债	8,397	5,851	4,190	4,597	4,926
非流动负债	26,863	28,223	36,222	40,725	44,465
长期借款	16,054	19,449	26,248	31,550	35,091
其他非流动负债	10,810	8,774	9,974	9,174	9,374
负债合计	40,508	37,773	44,067	49,200	53,481
少数股东权益	6,010	6,901	9,804	12,021	13,891
股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
资本公积	9,776	9,801	9,801	9,801	9,801
留存公积	15,363	17,469	19,753	22,189	24,625
归属母公司股东权益	31,941	33,987	36,197	38,538	40,855
负债和股东权益	78,458	78,661	90,067	99,759	108,228

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	5,528	7,392	6,900	7,386	7,858
净利润	3,748	4,610	4,730	4,900	4,926
折旧摊销	2,048	2,532	2,642	3,043	3,351
财务费用	1,094	1,126	974.74	981.11	1,066
投资损失	(1,868)	(1,465)	(1,624)	(1,431)	(1,379)
营运资金变动	428.96	646.84	(0.44)	1.03	2.96
其他经营现金	76.23	(58.18)	178.12	(107.80)	(107.80)
投资活动现金	(6,427)	(2,879)	(12,749)	(10,800)	(10,192)
资本支出	(4,039)	(3,804)	(13,298)	(13,928)	(11,683)
长期投资	(898.30)	(138.05)	(868.75)	(776.27)	(751.65)
其他投资现金	(1,489)	1,064	1,418	3,903	2,243
筹资活动现金	1,206	(4,605)	5,756	3,531	2,214
短期借款	1,357	(1,430)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,025	3,396	6,799	5,302	3,540
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(726.52)	24.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,449)	(6,595)	(1,043)	(1,771)	(1,327)
现金净增加额	307.71	(91.41)	(92.69)	117.20	(119.72)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,256	15,192	25,710	27,206	25,769
营业成本	8,841	9,581	19,963	21,225	19,574
营业税金及附加	168.93	53.38	95.36	101.54	107.32
营业费用	14.50	10.03	6.67	7.74	9.40
管理费用	293.51	283.51	286.08	306.35	325.12
财务费用	1,094	1,126	974.74	981.11	1,066
资产减值损失	0.00	(14.59)	(14.59)	(14.59)	(14.59)
公允价值变动收益	(142.95)	85.94	(248.55)	87.37	87.37
投资净收益	1,868	1,465	1,624	1,431	1,379
营业利润	4,620	5,698	5,805	6,098	6,150
营业外收入	10.63	13.96	13.96	13.96	13.96
营业外支出	49.97	39.46	39.46	39.46	39.46
利润总额	4,581	5,672	5,780	6,072	6,125
所得税	833.03	1,063	1,049	1,172	1,198
净利润	3,748	4,610	4,730	4,900	4,926
少数股东损益	23.87	196.35	153.19	191.74	240.85
归属母公司净利润	3,724	4,413	4,577	4,708	4,685
EBITDA	7,705	9,252	9,388	10,088	10,532
EPS (人民币, 基本)	0.74	0.88	0.91	0.93	0.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(3.89)	14.61	69.23	5.82	(5.28)
营业利润	(15.00)	23.32	1.89	5.04	0.86
归属母公司净利润	(10.88)	18.51	3.72	2.87	(0.49)
获利能力 (%)					
毛利率	33.30	36.94	22.35	21.98	24.04
净利率	28.27	30.34	18.40	18.01	19.12
ROE	11.98	13.39	13.04	12.60	11.80
ROIC	8.43	10.31	8.93	8.05	7.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.63	48.02	48.93	49.32	49.42
净负债比率 (%)	77.70	75.17	80.82	82.91	84.12
流动比率	0.69	0.91	1.10	0.76	0.62
速动比率	0.41	0.65	0.78	0.45	0.31
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.19	0.30	0.29	0.25
应收账款周转率	16.89	10.94	15.57	15.95	14.24
应付账款周转率	3.44	3.48	7.47	7.68	6.57
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.88	0.91	0.93	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.47	1.37	1.47	1.56
每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.75	7.19	7.65	8.11
估值比率					
PE (倍)	19.79	16.70	16.10	15.65	15.73
PB (倍)	2.31	2.17	2.04	1.91	1.80
EV EBITDA (倍)	12.64	10.74	11.58	11.72	11.89

正文目录

投资要点	6
核心逻辑	6
股价催化剂	6
与市场观点不同之处	6
过往：长三角优质路产贡献稳健的经营现金流	7
路产位于经济发达地区，过往分红政策稳健	7
公路业务：剩余收费期较短，陆续启动改扩建	8
金融投资：过往收益率较高，但地产筑底阶段影响估值	10
清洁能源：应用前景广阔，仍需要持续投入	10
未来：迈入资本开支高峰，负债水平或逐步上升	12
近期路网变化对车流量的影响偏正面	12
新建与改扩建项目加码，资本开支将增大	13
资产负债率或将提升，财务资源足以维持分红	14
交易逻辑：公路盈利弱顺周期，但估值逆周期	16
类债股票，利率下行阶段获得超额收益	16
AH 价差处于历史高位，H 股较 A 股更有吸引力	17
全球比较：探寻公路股在低利率环境下的估值	19
Mundys (Atlantia)：全球最大收费公路运营商，已退市	20
Transurban：澳洲最大的收费公路运营商	20
Atlas Arteria：全球性的收费公路运营商	21
盈利预测与估值	22
关键假设	22
盈利预测	24
DCF 估值	25
沪宁高速改扩建情景分析	26
风险提示	27

图表目录

图表 1：宁沪高速：收入	7
图表 2：宁沪高速：毛利润	7
图表 3：宁沪高速：归母净利润构成（2H23-1H24）	7
图表 4：宁沪高速：股权结构图（2024 年三季报）	8
图表 5：宁沪高速：每股股利与分红比例	8
图表 6：宁沪高速：路产剩余收费期限（基期为 2024/12/31）	8
图表 7：宁沪高速：主要路产情况	9
图表 8：宁沪高速：主要路段平均每日客车流量	9

图表 9: 宁沪高速: 主要路段平均每日货车流量.....	9
图表 10: 江苏省载客汽车保有量及增速.....	10
图表 11: 江苏省公路货运量及增速.....	10
图表 12: 宁沪高速: 公司金融投资主要项目情况	10
图表 13: 云杉清能: 高速公路服务区分布式光伏项目示意图	11
图表 14: 云杉清能: 高速公路互通区分布式光伏项目示意图	11
图表 15: 宁沪高速: 主要路产位置图.....	12
图表 16: 宁沪高速: 新建与改扩建公路项目情况	13
图表 17: 江苏省城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量 (2023 年)	13
图表 18: 江苏省高速公路收费标准定价机制.....	14
图表 19: 宁沪高速: 资产负债率.....	14
图表 20: 宁沪高速: 经营性现金流 vs 资本开支与分红	14
图表 21: 中国高速公路上市公司运营指标总结	15
图表 22: 宁沪高速 A 股: 投资回报构成	16
图表 23: 宁沪高速 H 股: 投资回报构成	16
图表 24: 宁沪高速 A 股: 估值回报与中国国债利率变动	16
图表 25: 宁沪高速 H 股: 估值回报与美国国债利率变动	16
图表 26: 宁沪高速 A 股: 相对收益与沪深 300 涨跌幅	17
图表 27: 宁沪高速 H 股: 相对收益与恒生指数涨跌幅	17
图表 28: 宁沪高速估值分位数	17
图表 29: 中美无风险利率.....	17
图表 30: “类债”属性使 A 股公路板块的 Beta 降低.....	17
图表 31: 宁沪高速: AH 股价 (转换为人民币)	18
图表 32: 宁沪高速 AH 溢价率 vs 恒生沪深港通 AH 股溢价率	18
图表 33: 宁沪高速: 沪股通持股占比.....	18
图表 34: 宁沪高速: 港股通持股占比 vs 外资持股占比	18
图表 35: 高速公路海外可比公司估值表	19
图表 36: Atlantia 的累计回报率	20
图表 37: Atlantia 股息率与无风险利率	20
图表 38: Transurban 的累计回报率	20
图表 39: Transurban 股息率与无风险利率	20
图表 40: Atlas Arteria 的累计回报率	21
图表 41: Atlas Arteria 股息率与无风险利率	21
图表 42: 宁沪高速-主要路段通行费增速预测.....	22
图表 43: 宁沪高速-收费公路成本预测	23
图表 44: 宁沪高速-比率预测简表 (剔除建造收入口径)	23
图表 45: 宁沪高速-盈利预测简表.....	24
图表 47: 宁沪高速: 企业自由现金流测算	25
图表 48: 宁沪高速 A 股: 股息率减去 10 年期中国国债收益率.....	25
图表 49: 宁沪高速 H 股: 股息率减去 10 年期美国国债收益率	25
图表 50: 宁沪高速 A 股: PE	26
图表 51: 宁沪高速 H 股: PE	26
图表 52: 宁沪高速 A 股: PB vs ROE.....	26



图表 53: 宁沪高速 H 股: PB vs ROE.....	26
图表 54: 沪宁高速江苏段改扩建情景分析	27
图表 55: 宁沪高速 PE-Bands	27
图表 56: 宁沪高速 PB-Bands	27

投资要点

核心逻辑

宁沪高速公路产位于经济发达的江苏省长江以南地区，路产区位优势。由于私家车普及率较高，公司客车 vs 货车收入比例约为 55% vs 45%。近一年（23 年 H2 至 24 年 H1），公路主业、金融资产、新能源业务、公路配套服务（如服务区加油站及商业等）以及房地产的净利贡献占比达到 78%、19%、4%、-1%、0%。

从三张表透视：

- 1、利润表**稳健**：公司过往盈利受经济周期波动的影响较小，我们预计公司 2024-2026 年归母净利保持基本平稳。
- 2、资产负债表**变弱**：公司主要路产的剩余收费期较短（截至 24 年末按收入加权平均剩余收费期约 8.5 年），预计将陆续启动改扩建，未来资本开支增大或使资产负债率攀升。
- 3、现金流量表**转弱**：由于未来投资规模较大，公司外部融资需求或提升，但财务资源足以维持公司自上市以来执行的渐进式分红政策。

从估值视角看：

- 1、受低利率与“资产荒”催化，宁沪高速 A 股的 PE（TTM）、PB（MRQ）指标已升至近 15 年的 83%、70%分位数，处于较高水平。
- 2、公司 H 股较 A 股更有吸引力。宁沪高速 H 股的 PE（TTM）、PB（MRQ）指标仅为近 15 年的 18%、13%分位数，处于较低水平。公司 AH 溢价率处于历史高位，或因中美利差较大导致。

投资建议：

考虑公司未来资本开支较大，A 股 PE 和 PB 倍数已处于历史高位，而股息率减无风险利率的股息差仍处于历史中枢，我们将公司 A 股由“增持”调整为“持有”评级。考虑公司 AH 溢价处于历史高位，低利率环境下 H 股股息率具有吸引力，维持公司 H 股“买入”评级。

股价催化剂

- 1、对于宁沪高速 A 股，2025E 股息率 3.2%（2025/2/21 收盘价）减去中国 10 年期国债收益率 1.7%的息差为 150bp，股息差处于历史中枢附近。保险机构是配置 A 股公路的主要机构，交易思路“类债”。公路盈利波动性较小，股价上行催化剂更多关注利率下行和风险偏好下降的时点。
- 2、对于宁沪高速 H 股，2025E 股息率预计为 6.0%，对资金成本较低的中资保险机构有较强吸引力。公司南向持仓比例（港股通持股/香港股）已从 2024 年初的 20%提升至当前 38%左右。随着中资持仓比例继续提高，我们预计公司 AH 溢价率有望收窄。

与市场观点不同之处

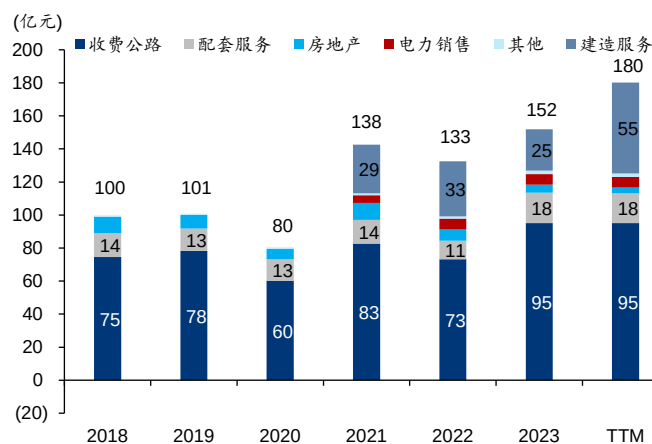
公路股上涨通常有四重驱动力：1）盈利改善；2）利率下行；3）风险偏好下降；4）“资产荒”驱动保险等长线资金增配。近期美联储降息预期降温，相较于美国 10 年期国债收益率（4.5%），市场认为宁沪高速 H 股的股息率（6.0%）缺少吸引力。但我们认为，中资保险机构的负债端压力较大，有望继续加仓港股高股息标的。随着资金成本较低的中资机构定价权提升，公司 H 股有望获得重估，AH 溢价率有望收窄。

过往：长三角优质路产贡献稳健的经营现金流

路产位于经济发达地区，过往分红政策稳健

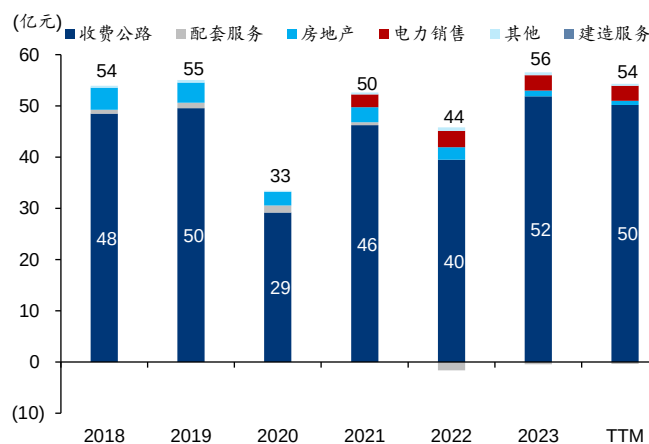
公司路产位于经济发达的江苏省长江以南地区，资产质地优良。宁沪高速持有 16 个已通车的控股和参股路桥项目，总里程约 914 公里，按权益比例折算里程约 649 公里、剩余收费期约 8.6 年（2024 年末为基期）。从公司利润来源看，近一年（23 年 H2 至 24 年 H1），公路主业、金融资产、新能源业务、公路配套服务（如服务区加油站及商业等）以及房地产的净利贡献占比达到 78%、19%、4%、-1%、0%。其中，公司核心路产沪宁高速江苏段的净利贡献占比高达 44%。公司路产位于经济发达地区，私家车普及率较高，客车 vs 货车收入比例约为 55% vs 45%。

图表1：宁沪高速：收入



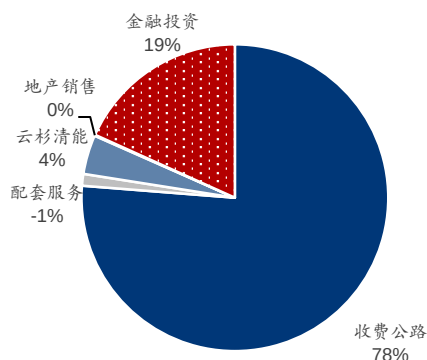
注：TTM 指 2H23-1H24；右同
资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：宁沪高速：毛利润



资料来源：公司公告、华泰研究

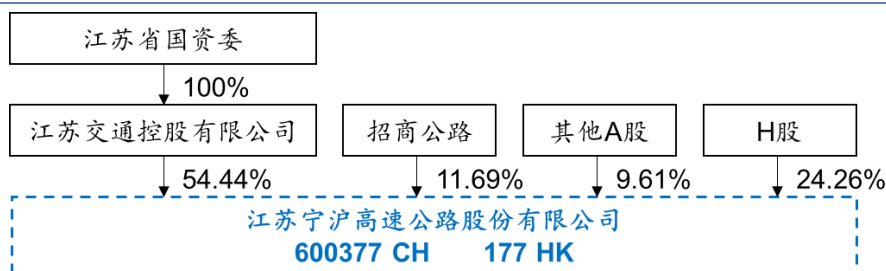
图表3：宁沪高速：归母净利润构成（2H23-1H24）



资料来源：公司公告、华泰研究

宁沪高速为 A+H 上市企业，大股东为江苏交控。公司 A 股(600377 CH)股数约占 75.74%，H 股（177 HK）股数约占 24.26%。公司控股股东为江苏交控，第二大股东为招商公路，实际控制人为江苏省国资委。大股东江苏交控为江苏省重点交通基础设施投融资“主渠道”和高速公路网运营管理“主平台”，现管理高速公路 5323 公里（约占江苏省高速里程 9 成），分别占股省铁路集团 95.12%、省港口集团 29.69%、东部机场集团 27.3%。除去江苏交控、招商公路的持股比例，公司其他 A 股股东约占 9.61%，其他 H 股股东约占 24.26%。在 A 股、H 股高速公路板块中，宁沪高速总市值分列第二、第一（2025/2/24 收盘价）。当前 H 股股价大幅低于 A 股 54%，显示估值吸引力。

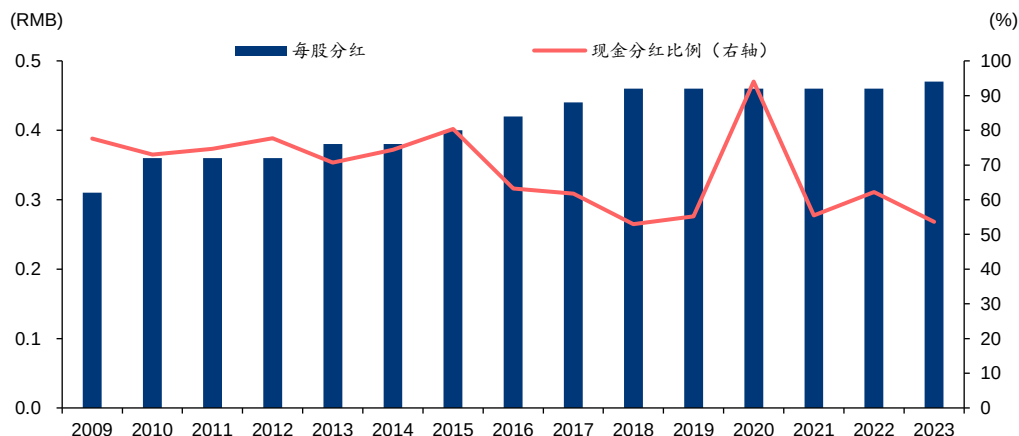
图表4：宁沪高速：股权结构图（2024年三季报）



资料来源：公司公告、华泰研究

公司自上市以来执行渐进式分红政策，即分红稳步增加或最少维持不变。2014-2023 年度，每股分红的复合增速为 2.1%，而同期每股盈利的复合增速为 5.0%。因新建公路项目、投资金融资产以及收购公路项目，公司的资本性支出较此前大幅增加。分红比例从 2013 年的 70.7% 逐步降低至 2023 年的 53.7%。渐进分红政策的特点是分红额稳定且可预期性较高，上述特征使公司的“类债”属性较强。

图表5：宁沪高速：每股股利与分红比例

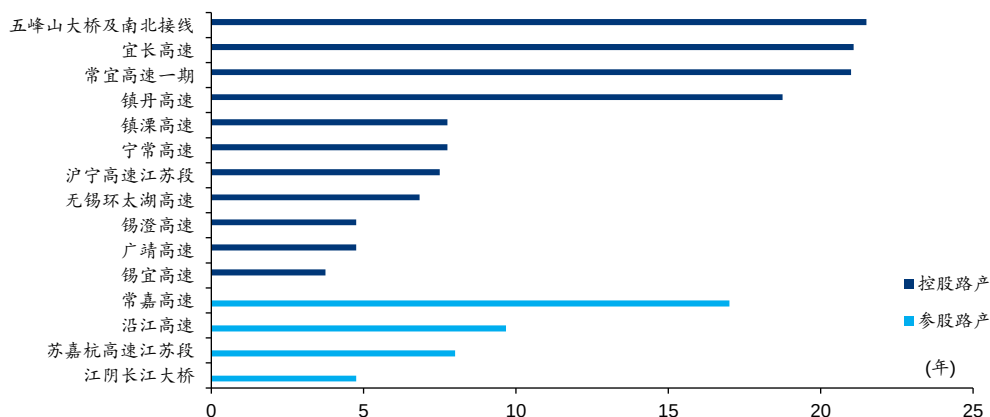


资料来源：Wind、华泰研究

公路业务：剩余收费期较短，陆续启动改扩建

公司主要路产的剩余收费期较短，预计将陆续启动改扩建。截至 2024/12/31，公司已通车路产的平均剩余收费期限约为 11.9 年，按权益里程加权的平均剩余收费期约为 8.6 年，按权益收入加权的平均剩余收费期约为 8.5 年。我们预计公司主要路产将陆续启动改扩建工程，借此有望实现收费期限的延长。

图表6：宁沪高速：路产剩余收费期限（基期为 2024/12/31）



注：广靖高速、锡宜高速、沿江高速正在改扩建，有望延长收费期；除上图路段外，公司运营的龙潭过江通道尚未获批正式期限
资料来源：公司公告、华泰研究

公司主要路产包括沪宁高速江苏段、宁常镇溧高速、五峰山大桥及南北接线、广靖锡澄高速等。近一年（23 年 H2 至 24 年 H1），上述路段的 EBIT 分别达到 25.4 亿元、8.8 亿元、6.8 亿元、6.2 亿元，占公路业务 EBIT 的比例分别为 51%、18%、14%、13%。截至 2024/12/31，沪宁高速江苏段的剩余收费期为 7.5 年，宁常镇溧高速的剩余收费期为 7.8 年，五峰山大桥及南北接线的剩余收费期为 21.5 年，广靖锡澄高速的剩余收费期为 4.8 年。

图表7：宁沪高速：主要路产情况

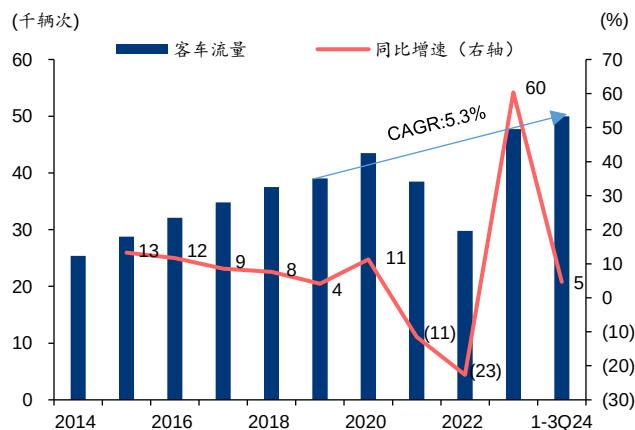
路桥名称	权益比例	里程 (km)	车道数量	收费期限	剩余年限 (年)	权益资本投资 (亿元)	收入-TTM (亿元)	EBIT-TTM (亿元)	日均车流量 (辆; 2024.1-9)	客车比例
沪宁高速江苏段	100%	248	8	1996.06-2032.06	7.5	91.09	51.4	25.4	115,024	83%
宁常高速	100%	87	6	2007.09-2032.09	7.8	5.0	14.2	8.8	59,769	76%
镇溧高速	100%	66	6	2007.09-2032.09	7.8				27,408	73%
广靖高速	85%	17	6	1999.09-2029.09	4.8	21.3	9.3	6.2	80,499	78%
锡澄高速	85%	35	6	1999.09-2029.09	4.8				89,224	80%
锡宜高速	85%	69	4	2003.09-2028.09	3.8	6.6	5.7	1.6	27,689	80%
无锡环太湖高速	85%	20	6	2006.10-2031.10	6.8				36,581	89%
镇丹高速	70%	22	4	2018.09-2043.09	18.8	4.24	1.0	0.2	24,453	87%
常宜高速一期	60%	18	6	2020.12-2045.12	21.0	7.75	1.4	0.2	31,466	73%
宜长高速	60%	25	6	2021.01-2046.01	21.1	8.12	1.2	0.2	24,397	79%
五峰山大桥及南北接线	65%	36	8	2021.06-2046.06	21.5	31.13	10.9	6.8	45,402	72%
沿江高速	21%	135	4	2004.08-2034.08	9.7	14.66				
苏嘉杭高速江苏段	24%	100	4	2002.12-2032.12	8.0	6.07				
常嘉高速	24%	28	6	2016.12-2041.12	17.0	6.07				
江阴长江大桥	27%	3.1	6	1999.09-2029.09	4.8	6.31				
龙潭过江通道	57%	4.9	6	建成通车 5 年后评估核定		34.36				
龙潭过江通道北接线	57%	12	6	建成通车 5 年后评估核定						

资料来源：公司公告、华泰研究

过去十年，公司车流量呈现稳健增长趋势（剔除疫情影响后）。这主要得益于：1）需求侧：苏南地区经济较为发达，汽车保有量提升驱动客车流量增长，而且客车受周期波动的影响较小；2）供给侧：公司持有苏南地区大部分路产，受单一路段路网变化的影响较小。2020 年至 2024 年 1-3Q，公司主要路段的客车流量 CAGR 达到 5.3%，与 2020-2023 年江苏省民用载客汽车保有量 6.1% 的 CAGR 相近。

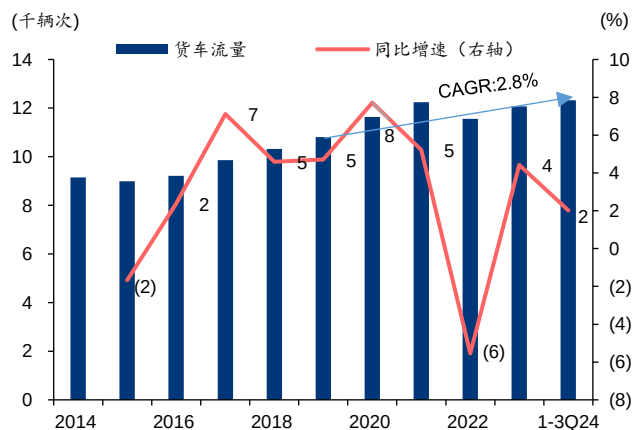
货运方面，投资者担心公司货车流量或受到潜在贸易摩擦的拖累。但我们看法与市场不同。我们回顾了 2015-2024 年主要路段的货车流量，发现苏南地区货车流量对贸易摩擦的敏感性小，而与中国经济周期的关联性更大。公司主要路段的货车流量在 2018-2019 年分别同比增长 4.6%、4.7%，而 2016-2017 年同比增幅分别为 2.4%、7.1%。

图表8：宁沪高速：主要路段平均每日客车流量



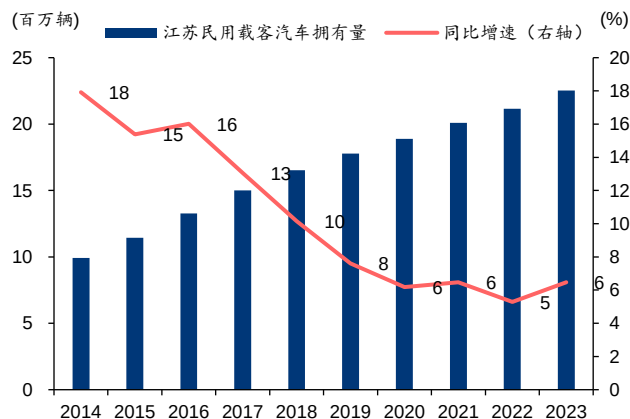
注：主要路段包括沪宁高速江苏段、广靖高速、锡澄高速、宁常高速、镇溧高速、锡宜高速、环太湖高速；右同
资料来源：Wind、华泰研究

图表9：宁沪高速：主要路段平均每日货车流量



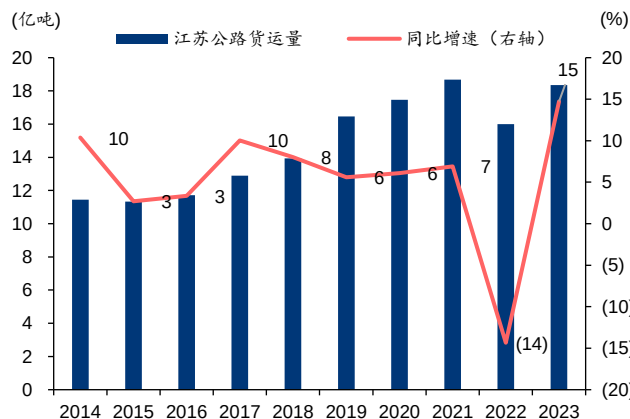
资料来源：Wind、华泰研究

图表10: 江苏省载客汽车保有量及增速



资料来源: Wind、华泰研究

图表11: 江苏省公路货运量及增速



资料来源: Wind、华泰研究

金融投资: 过往收益率较高, 但地产筑底阶段影响估值

公司金融资产投资时间较早、投资成本较低、历史收益率较高。公司主要投资于江苏省金融企业和项目, 如江苏银行、江苏金租、紫金信托、国创开元二期基金等。上述项目总投资成本约为 80 亿元, 2022-2023 年平均投资回报率约为 9%、平均投资收益约为 6.8 亿元/年, 金融资产投资收益对公司盈利形成了较好的补充。

不过, 投资者更关注地产筑底阶段金融资产投资收益的稳定性。资本市场对地产的看法进而影响到公司金融资产的估值水平。

图表12: 宁沪高速: 公司金融投资主要项目情况

项目名称	资产科目	投资时间	持股比例	截至 2023 年末 已投资 (亿元)	投资收益 (亿元)			近 2 年平均 投资回报率
					2021	2022	2023	
紫金信托	长期股权投资	2021 年 9 月	20%	19.90	0.06	1.68	1.94	9%
江苏银行	其他权益工具	2013-2022 年持续投资	4.27%	46.30	2.44	2.38	3.84	8%
江苏金租	其他权益工具	2003 年、2011 年	7.90%	2.71	0.70	0.82	0.82	30%
国创开元二期基金	其他非流动金融资产	2016-2022 年	na	11.13	0.49	1.36	0.69	10%
合计				80.04	3.69	6.24	7.29	9%

资料来源: 公司公告、华泰研究

清洁能源: 应用前景广阔, 仍需要持续投入

公司新能源业务由子公司云杉清能经营。宁沪高速于 2022 年 7 月以 24.57 亿元的交易对价完成了云杉清能 100% 股权的收购。近 1 年 (23 年 H2 至 24 年 H1), 云杉清能实现归母净利润约 1.8 亿元, 折合投资收益率约 7.4%。

云杉清能的主要业务包括光伏、海上风电等, 其项目均位于江苏省内。如东 H5# 海上风电项目是云杉清能最重要的海上风电项目。此外, 云杉清能还在江苏省内多个高速公路服务区、互通区等区域布局了分布式光伏项目。截至 2024 年中报, 云杉清能并网项目总装机容量达 561.6MW (含参股权益装机量), 其中风电项目 410MW、光伏项目 151.6MW, 所持电站均已投产, 2024 年上半年总发电量达到 5.1 亿度。此外, 云杉清能在建的互通光伏项目总装机容量约 6.31MW (2024 年中报)。

江苏省海上风电市场具有增长潜力。江苏省作为中国东部沿海的重要省份, 拥有丰富的海上风电资源。截至 2024 年 10 月底, 江苏省海上风电装机规模超 1180 万千瓦, 连续多年位居全国第一。江苏海上风电装机规模预计将进一步提升。2024/12/19 江苏省发改委发布《江苏省 2024 年度海上风电项目竞争性配置公告》, 配置范围为《江苏省海上风电发展规划 (2024-2030 年)》规划中 20 个、合计规模 765 万千瓦海上风电项目。

高速公路沿线光伏需求处于发展早期。过往,高速公路的用电负荷主要体现为隧道、服务区、收费站等沿线设施的用电需求。伴随新能源汽车的蓬勃发展,高速公路电动车充电需求在快速提升。截至 2024 年底,全国新能源汽车保有量达 3140 万辆,占汽车总量的 8.9%;其中纯电动汽车保有量 2209 万辆,占新能源汽车保有量的 70.3%(公安部)。

图表13: 云杉清能: 高速公路服务区分布式光伏项目示意图



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表14: 云杉清能: 高速公路互通区分布式光伏项目示意图



资料来源: 公司官网、华泰研究

未来：迈入资本开支高峰，负债水平或逐步上升

近期路网变化对车流量的影响偏正面

展望 2025-2026 年上半年，路网变化或对车流量有正面影响。2026 年下半年-2027 年，路网变化预计对车流量略有负面影响。

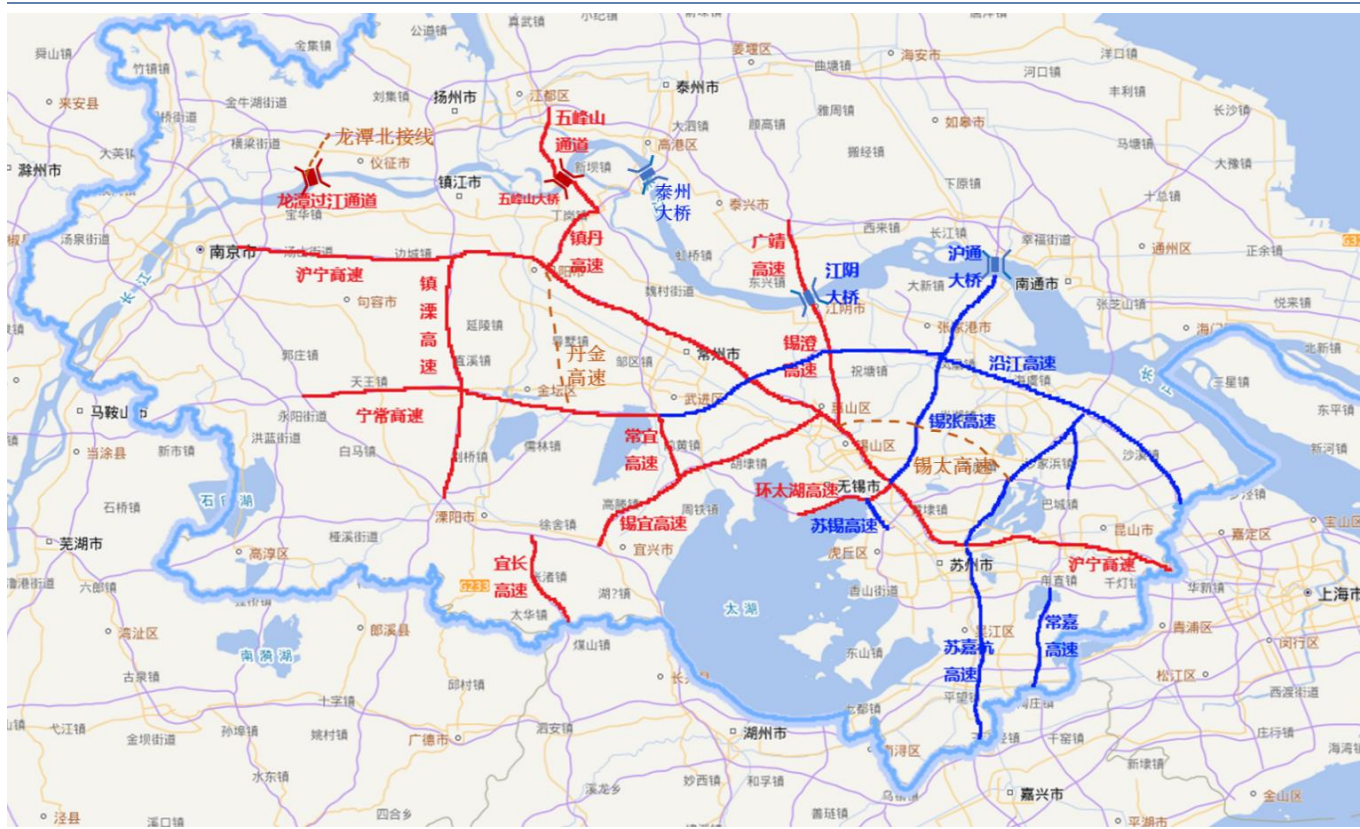
- (1) 沿江高速（公司持有 25.15% 股权）于 2024 年 11 月起实施改扩建工程，一期工程暂定 2026 年 1 月底完工。施工期间，南京往上海方向率先单向封闭施工；待南京往上海方向完工后，上海至南京方向预计也将封闭改扩建施工。正式施工期计划约 32 个月，项目预计完工时间为 2026 年下半年。

由于苏南地区车流量密度较高，沿江高速封闭半幅车道后，车辆预计分流至沪宁高速东段（公司持有 100% 股权）、沪常高速-环太湖高速（公司持有 85% 股权）-苏锡南部通道、沪苏浙高速等平行路段。

2026 年下半年，沿江高速改扩建全线完工后，原四车道（部分六车道）升级为八车道（部分十车道），其通行能力显著提升，预计对沪宁高速东段车辆有分流影响。

- (2) 锡太高速（公司持有 50% 股权）预计在 2028 年下半年建成，届时预计对沪宁高速东段（公司持有 100% 股权）与沿江高速（公司持有 25.15% 股权）的车辆有较小分流影响。江阴靖江长江隧道（江阴大桥上游约 5km）预计在 2025 年底建成，届时预计对江阴大桥（公司持有 26.66% 股权）、广靖锡澄高速（公司持有 85% 股权）有较大分流影响。张靖皋长江大桥（介于江阴大桥与沪通大桥之间）预计在 2028 年底建成通车，届时预计对江阴大桥、广靖锡澄高速有较小分流影响。

图表15：宁沪高速：主要路产位置图



注：红线为公司控股路段，蓝线为公司参股路段，橙色虚线为公司在建路段

资料来源：江苏省地理信息公共服务平台、华泰研究

新建与改扩建项目加码，资本开支将增大

公司有较多新建与改扩建项目，未来资本开支或将增大。截至 2024 年末，公司新建路产项目包括龙潭大桥北接线、锡太高速、丹金高速等。目前已立项的改扩建路产项目包括锡宜高速南段、广靖高速北段等。上述项目预计在 2025-2028 年陆续完工，总投资概算约为 553 亿元（截至 2024 年 6 月已投资 76 亿元），其中公司承担资本金支出约 159 亿元。公司未来仍面临一定的资本支出压力。根据公司 2023 年报，公司已启动核心路产沪宁高速江苏段改扩建项目的前期研究工作。此外，锡澄高速、宁常高速、镇溧高速将在 2029-2032 年到期，车流量水平较高，也可能通过改扩建延长收费期。

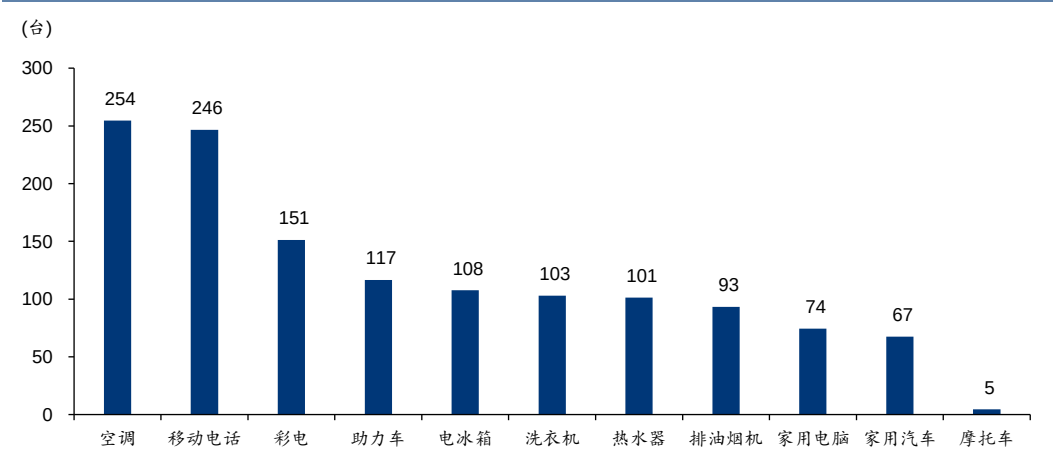
图表16：宁沪高速：新建与改扩建公路项目情况

项目名称	建设里程 (公里)	车道数量	预算投资额 (亿元)	截至 24 年 6 月已 投资额 (亿元)	建设期	资本金占比	公司承担 资本金比例	公司承担资本金 支出额 (亿元)
新建项目：								
龙潭大桥北连接线	12.4	6 车道	69.9	31.3	2022-2025	50%	57.33%	20.0
锡太高速	50.0	6 车道	242.0	28.2	2024-2028	50%	50%	60.5
丹金高速	41.4	6 车道	134.1	na	2024-2027	40%	74.6%	40.0
改扩建项目：								
锡宜高速南段改扩建	35.7	4 改 8 车道	77.5	16.7	2023-2026	40%	85%	26.4
广靖高速北段改扩建	10.5	6 改 10 车道	29.0	na	2024-2027	50%	85%	12.3
合计	150.1		552.5	76.1				159.2

资料来源：公司公告、华泰研究

路段改扩建完成后，车流量与收费标准均有提升空间。江苏省汽车保有量维持稳健增长趋势，2020-2024 年复合增速约为 5.8%。江苏省城镇居民平均家用汽车拥有量达到 67 辆/百户（2023 年），汽车渗透率仍有提升空间；参考电冰箱、洗衣机、热水器等普及率较高的家电产品，其拥有量已分别达到 108 台/百户、103 台/百户和 101 台/百户，基本实现了 1 户 1 台的合理配置。公司路段改扩建完成后，拥堵问题有望得到有效缓解，这将进一步提升道路通行能力，吸引周边车辆行驶高速公路。

图表17：江苏省城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量（2023 年）



资料来源：Wind、华泰研究

由于改扩建项目造价较高，公司可争取更高的收费标准以平衡建设成本。江苏省高速公路的收费标准是根据单位投资额分档确定的。公司已立项的2个路产改扩建项目的造价约2~3亿元/公里，按照《江苏省高速公路收费标准定价机制》，客车有望申请到0.55元/车公里的基础费率，较现行0.45元/车公里提高约22%；货车收费标准保持不变。公司计划新建的3个路产项目的造价约3~6亿元/公里，亦有望申请到最高一档收费标准。不过，由于收费标准的上升幅度远小于建造成本的增长幅度（改扩建成本大幅高于老路建造成本），路段改扩建后普遍面临ROE下滑的问题。

图表18：江苏省高速公路收费标准定价机制

高速公路现行收费标准：

单位投资	0.6亿元/公里以下	0.6-0.8亿元/公里	0.8亿元/公里及以上
一型客车收费标准	0.45元/车公里	0.5元/车公里	0.55元/车公里

改扩建项目收费标准：

单位投资	0.8亿元/公里以下	0.8-1.2亿元/公里	1.2亿元/公里及以上
一型客车收费标准	继续执行现行费率标准	在改扩建之前费率标准基础上提高一档（最高不突破0.55元/车公里）	0.55元/车公里

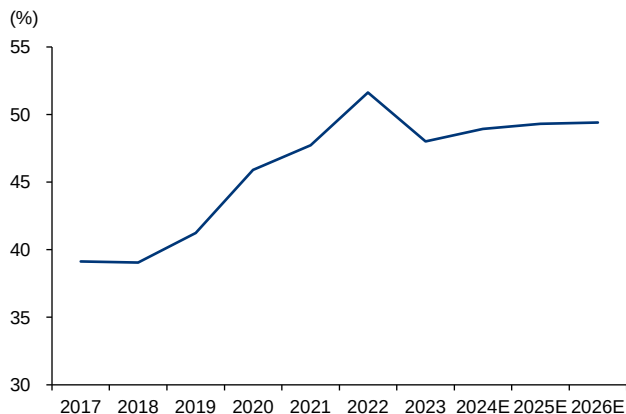
注：其他客车型收费标准按现行收费系数折算。货车收费标准保持不变。

资料来源：江苏省交通厅、华泰研究

资产负债率或将提升，财务资源足以维持分红

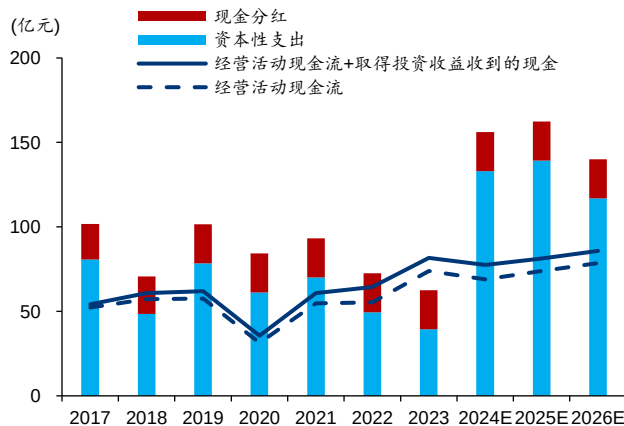
我们预计公司未来资产负债率将提高。截至2024年9月，公司资产负债率为44%，总资产达到840亿元，其中货币资金和理财存款约为50亿元、金融资产的账面净值约为108亿元，近一年（23Q4至24Q3）的经营活动现金流量约为73亿元。公司实施渐进式分红政策，2023年度分红额约为24亿元。综上投资与分红支出，公司目前财务资源较为充裕，已立项的5个新建与改扩建项目投资规模虽然较大，但可依靠银行贷款与自有资金解决。但若考虑未来沪宁高速江苏段的改扩建支出，财务资源可能相对紧张，融资方式或取决于改扩建方案设计与投资规模。

图表19：宁沪高速：资产负债率



资料来源：Wind、华泰研究预测

图表20：宁沪高速：经营性现金流 vs 资本开支与分红



资料来源：Wind、华泰研究预测

相较于可比公司，宁沪高速的平均剩余年限较短，未来面临的改扩建资本开支可能较大。截至 2024 年末，宁沪高速按收入加权平均剩余收费期约为 8.5 年（不含改扩建），略低于中国高速公路可比公司均值（10.9 年）。考虑已立项并公告的改扩建项目后（不含前期研究阶段项目），公司平均剩余收费期约为 10.7 年，仍低于可比公司均值（15.4 年）。上述数据显示，公司改扩建的进程略慢于行业水平，未来改扩建可能面临较大的资本开支。不过，公司的资产负债率（44%）低于可比公司均值（51%），较好的财务资源能够为近期资本开支提供支持。公司的分红比例（2023 年）达到 54%，略高于可比公司均值（52%）。

图表21：中国高速公路上市公司运营指标总结

	股票代码	公路权益里程 (km;含在建)	按收入加权平均剩余年限 (不含改扩建)	按收入加权平均剩余年限 (含改扩建)	归母净利润 (TTM;亿元)	公路利润占比 (2023 年报)	分红比例 (2023 年报)	资产负债率 (MRQ)
招商公路	001965 CH	*1,771	*11.5	13.3	65.6	95%	54%	45%
山东高速	600350 CH	1,293	16.6	18.8	32.3	57%	62%	65%
浙江沪杭甬	576 HK	1,155	4.9	7.7	52.7	71%	37%	69%
四川成渝	601107 CH/107 HK	891	11.4	14.5	11.9	91%	62%	72%
赣粤高速	600269 CH	699	16.0	20.2	12.5	73%	32%	44%
越秀交通基建	1052 HK	621	11.2	14.6	*6.5	100%	60%	59%
深高速	600548 CH/548 HK	547	8.5	17.3	21.6	68%	52%	58%
皖通高速	600012 CH/995 HK	497	8.1	21.0	15.3	100%	60%	37%
福建高速	600033 CH	293	10.7	10.7	9.0	95%	37%	18%
粤高速 A	000429 CH	291	10.0	15.9	16.3	95%	70%	42%
	平均值(不含宁沪)	806	10.9	15.4	24.4	85%	52%	51%
宁沪高速	600377 CH/177 HK	722	8.5	10.7	45.0	73%	54%	44%

注：1) 我们按 1H24 通行费收入和权益比例加权平均计算得出剩余年限；2) 仅考虑公司已立项并公告的改扩建项目，不含前期研究阶段的项目；3) 越秀交通基建的归母净利润 TTM 取 2H23-1H24 口径，其他公司的归母净利润 TTM 取 4Q23-3Q24 口径；4) 招商公路的权益里程仅考虑公司直接投资的公路项目，不含参股上市公司持有的公路里程，由于公司未披露各路段收入，我们采用按权益里程加权平均口径计算剩余年限

资料来源：公司公告、华泰研究

交易逻辑：公路盈利弱顺周期，但估值逆周期

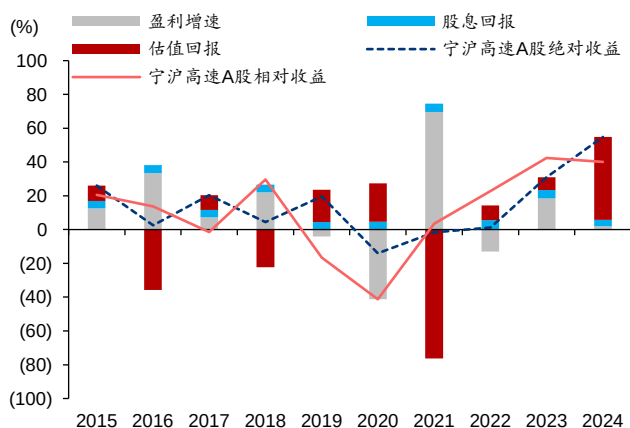
类债股票，利率下行阶段获得超额收益

公路股票具有“类债”属性，股价表现可能与传统股票略有不同。公路公司有较为稳定的经营现金流和较低的业绩波动性，在有的年份里公路估值更多地受到利率水平与市场风险偏好的影响。我们回顾过去 10 年宁沪高速 A 股与 H 股的股票回报，盈利与估值表现反向的年份约占 60% (A 股)、70% (H 股)，即盈利改善但估值下跌，或盈利下跌但估值提升；公司 A 股的估值回报与 10 年期中国国债利率变动呈反向的年份约占 80%，公司 H 股的估值回报与 10 年期美国国债利率变动呈反向的年份约占 60%，即利率下降驱动估值提升，或利率上涨驱动估值下降；公司 A 股的相对收益与沪深 300 变动呈反向的年份约占 80%，公司 H 股的相对收益与恒生指数变动呈反向的年份约占 80%，即熊市跑赢大盘。

A 股方面，2023 年宁沪高速 A 股上涨 31%，主因出行复苏驱动盈利增长（23 年归母净利润同比增长 19%）；但在 2024 年，宁沪高速 A 股上涨 55%，主因利率下行（10 年期国债利率从 2.56% 降低至 1.68%）以及市场风险偏好下降，24 年 1-9 月归母净利润仅同比增长 2%。

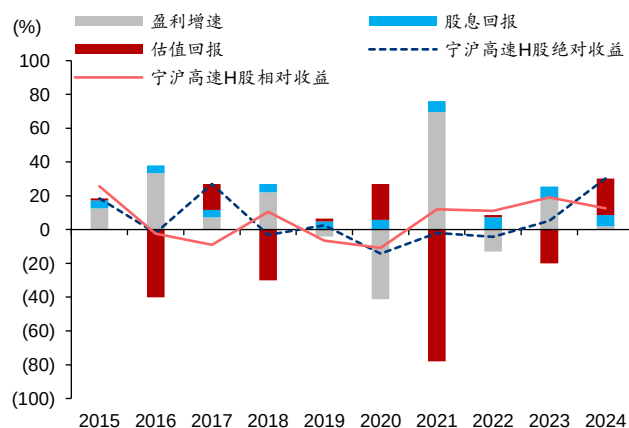
H 股方面，2023 年宁沪高速 H 股仅上涨 5%，远低于盈利增速（23 年归母净利润同比增长 19%），主因美联储加息（联邦基金基准利率从 4.3% 提高至 5.3%）；2024 年，宁沪高速 H 股上涨 30%，主因国内低利率与“资产荒”驱动南向资金加仓（港股通持股占宁沪高速香港股的比例从 20% 提升至 38%），尽管 10 年期美债利率从 3.88% 上升至 4.58% 驱动了外资机构卖出持仓以及公司盈利表现一般（24 年 1-9 月归母净利润仅同比增长 2%）。

图表22：宁沪高速 A 股：投资回报构成



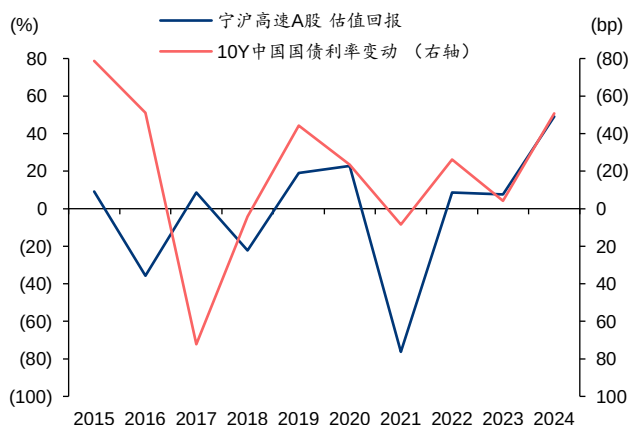
注：2024 盈利增速取 1-9 月归母净利润同比增速；右同
资料来源：Wind、华泰研究

图表23：宁沪高速 H 股：投资回报构成



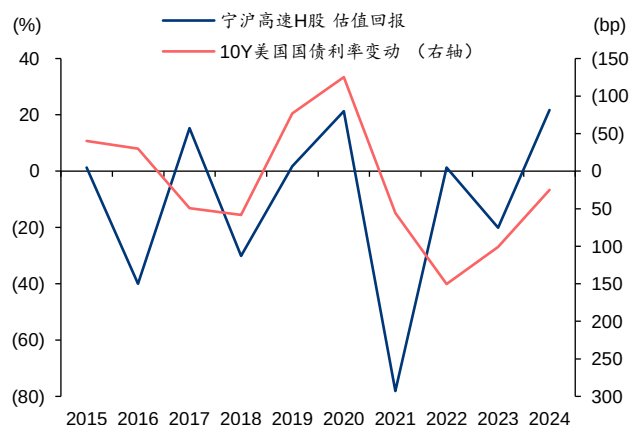
资料来源：Wind、华泰研究

图表24：宁沪高速 A 股：估值回报与中国国债利率变动



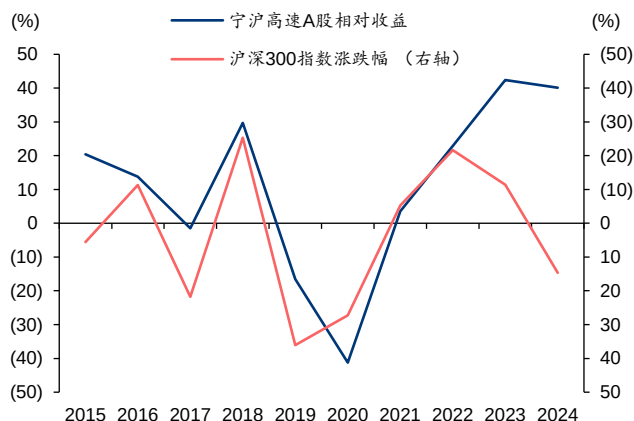
资料来源：Wind、华泰研究

图表25：宁沪高速 H 股：估值回报与美国国债利率变动



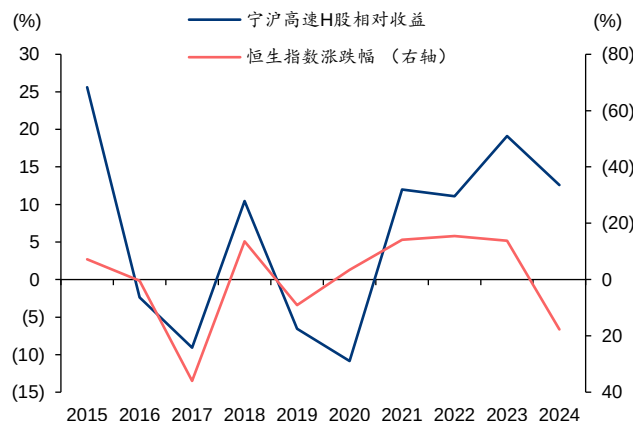
资料来源：Wind、华泰研究

图表26：宁沪高速 A 股：相对收益与沪深 300 涨跌幅



资料来源：Wind、华泰研究

图表27：宁沪高速 H 股：相对收益与恒生指数涨跌幅



资料来源：Wind、华泰研究

AH 价差处于历史高位，H 股较 A 股更有吸引力

宁沪高速 A 股的 PE (TTM)、PB (MRQ) 指标已达到近 15 年的 83%、70%分位数，处于较高水平。市场关心 A 股宁沪高速的高估值能否持续。拆分来看，影响公路估值的主要指标是期限、折现率、增长前景。相较于疫情前，未来车流量增长前景是下修的。在经济低谷时期，公路的“类债”属性使板块 beta 降低，使 A 股公路的折现率大幅下降，同时叠加中国无风险利率下行，共同驱动了 A 股公路估值提升。公司收费期限是逐年缩短的，但也取决于《收费公路管理条例》的修订，目前市场已计入改扩建可延长收费期的预期。展望后市，我们认为公司 A 股高估值的持续性取决于利率水平与市场风险偏好的持续性。

宁沪高速 H 股的 PE (TTM)、PB (MRQ) 指标仅为近 15 年的 18%、13%分位数，处于较低水平。AH 价差处于历史高位，我们认为这主要因为中美利差较大导致。公司 H 股较 A 股更有吸引力。

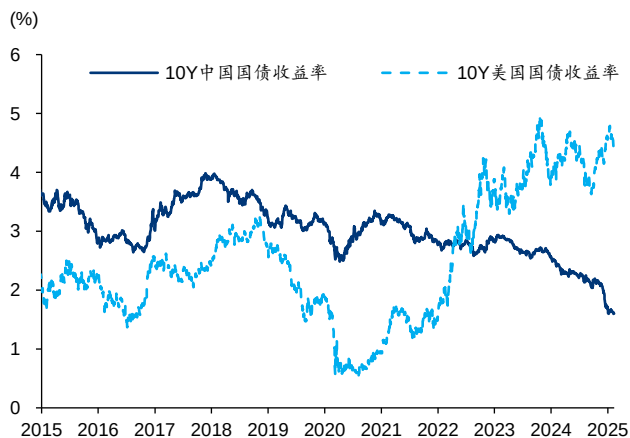
图表28：宁沪高速估值分位数

证券简称	收盘价分位数	市盈率分位数	市净率分位数	市销率分位数	市现率分位数
宁沪高速 A 股	99.1	83.0	69.7	40.7	72.0
宁沪高速 H 股	46.9	18.4	13.3	8.9	11.3

注：我们取 2025/2/21 作为收盘日，摘录各指标相较于 2010 年至今区间的分位数

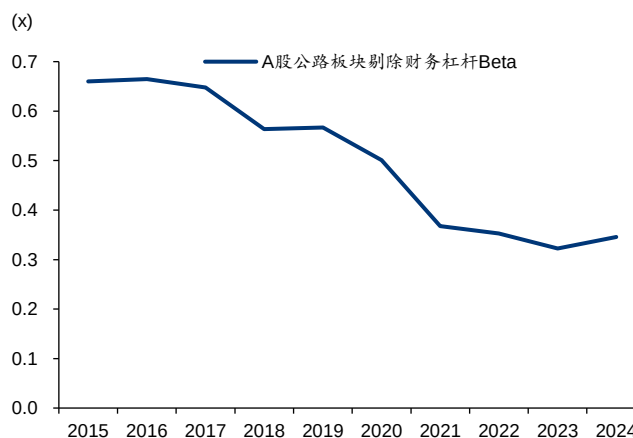
资料来源：Wind、华泰研究

图表29：中美无风险利率



资料来源：Wind、华泰研究

图表30：“类债”属性使 A 股公路板块的 Beta 降低

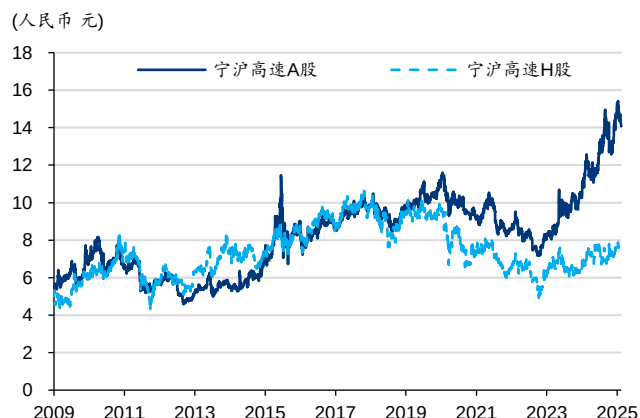


注：取过去 5 年区间数据计算剔除财务杠杆 Beta

资料来源：Wind、华泰研究

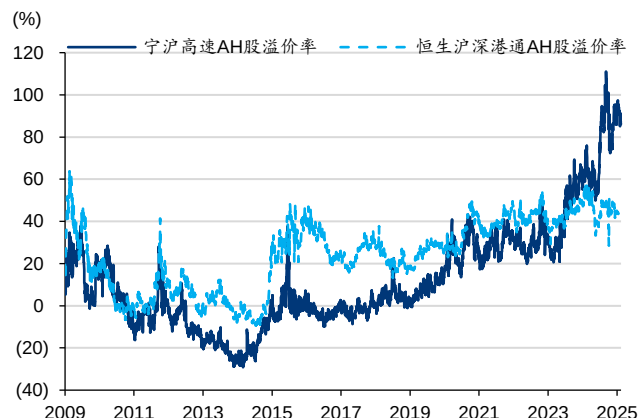
沪深港通开通后，2015年至2019年上半年，宁沪高速的AH溢价率在零附近。2019年下半年起，公司AH溢价率跟随恒生沪深港通AH溢价率走阔。2020-2022年期间，因疫情引起车流量下滑，公司AH溢价率维持在20-40%区间。2023-2024年，由于中美利差走阔，公司AH溢价率进一步上升，高点曾突破100%。我们认为，国内低利率与“资产荒”或驱动中资南向加仓港股高股息，公司未来AH溢价率有望收敛。公司南向持仓比例（港股通持股/香港股）已从2024年初的20%提升至当前38%左右。

图表31：宁沪高速：AH股价（转换为人民币）



资料来源：Wind、华泰研究

图表32：宁沪高速AH溢价率 vs 恒生沪深港通AH股溢价率



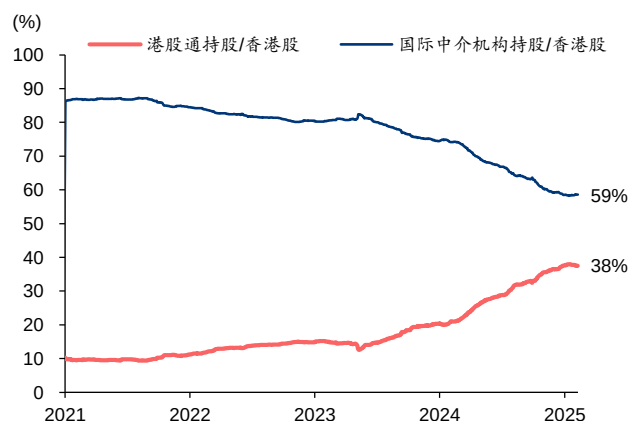
资料来源：Wind、华泰研究

图表33：宁沪高速：沪股通持股占比



资料来源：Wind、华泰研究

图表34：宁沪高速：港股通持股占比 vs 外资持股占比



资料来源：Wind、华泰研究

全球比较：探寻公路股在低利率环境下的估值

与海外可比公司相比，宁沪高速的 H 股凸显估值优势。根据彭博一致预期与 2025/2/21 收盘价计算，宁沪高速 H 股的 2025 年 PE、PB、EV/EBITDA、股息率为 8.1x、1.0x、8.5x、6.0%，而海外可比公司的 PE、PB、EV/EBITDA、股息率中位数为 13.1x、1.6x、10.6x、3.8%，宁沪高速 H 股较海外高速公路具有低估值优势。但是，宁沪高速 A 股 2025 年 PE、PB 和 EV/EBITDA 均略高于海外可比公司中位数，其股息率略低于后者。

相较于海外可比公司，宁沪高速的业绩成长性有一定劣势。根据彭博一致预期，宁沪高速 2025-2026 年的净利润复合增速约为 6%，而海外可比公司净利润复合增速中位数达到 13%，或因公司的车流量增长前景弱于海外可比公司，以及公司路产改扩建将增加成本开支。

公路股的估值核心逻辑类似于“套利”，与所在国利率水平有关。由于海外可比公司所在国的无风险利率有差异，各市场要求的股息率也基本不同。我们主要选取低利率环境下的海外高速公路进行研究。样本剔除了巴西的 Grupo CCR（巴西无风险利率 14.9%）、墨西哥的 Pinfra（墨西哥无风险利率 9.8%）、印尼的 Jasa Marga（印尼无风险利率 6.9%）。我们主要分析 Mundys（前称 Atlantia）、Transurban、Atlas Arteria 等大市值高速公路公司的历史成长性、在不同利率环境下的股息率以及股票投资回报来源。

海外公路股息率与无风险利率有较强的联动性。2015 年以来，Mundys、Transurban、Atlas Arteria 的股息率减去所在国 10 年期国债收益率的股息差平均值分别为 180bp、140bp、190bp。当所在国 10 年期国债利率达到 1%-2% 阶段，Mundys、Transurban、Atlas Arteria 的股息率区间分别为 3.5-4.3%、2.6-3.3%、1.7-4.1%。2015 年以来，宁沪高速 A 股减去中国 10 年期国债收益率的股息差中枢为 170bp，与上述三家海外可比公司相近。目前，中国 10 年期国债收益率为 1.7% 左右，宁沪高速 A 股股息率达到 3.2%，股息差处于历史中枢附近。宁沪高速 H 股股息率减去 10 年期美国国债收益率的股息差中枢为 320bp，显著高于三家海外可比公司。由于资金成本较低的南向持仓占比提高，宁沪高速 H 股的股息差正在收敛。目前，10 年期美国国债收益率为 4.5% 左右，宁沪高速 H 股股息率达到 6.0%，股息差为 150bp 左右。

图表35：高速公路海外可比公司估值表

公司名称	股票代码	PE (x)			PB (x)			股息率 (%)			EV/EBITDA (x)			净利润 CAGR
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
Transurban Group	TCL AU	69.5	60.3	51.1	4.0	4.5	5.3	4.9%	5.3%	5.5%	24.5	21.6	21.0	16.6
Salik Company	SALIK DB	12.2	12.1	11.5	57.4	43.8	41.3	2.8%	3.8%	4.2%	29.0	21.8	20.3	22.3
Atlas Arteria	ALX AU	14.4	13.1	11.2	1.1	1.1	1.0	7.9%	8.0%	8.4%	11.4	10.6	8.5	13.4
Pinfra	PINFRA	10.3	9.9	9.5	1.4	1.3	1.2	3.8%	4.4%	4.1%	7.0	6.6	6.1	3.8
	MM													
Grupo CCR	CCRO3 BZ	19.1	14.9	11.7	1.7	1.6	1.5	3.5%	2.8%	4.0%	6.3	5.3	4.9	27.5
Bangkok Exwy&Metro	BEM TB	25.6	23.5	22.5	2.5	2.4	2.3	2.3%	2.5%	2.7%	27.5	25.3	23.9	6.6
Jasa Marga	JSMR IJ	8.4	8.0	6.9	0.8	0.8	0.7	1.9%	3.2%	2.9%	7.6	7.0	6.4	10.0
	平均值	22.8	20.3	17.8	9.9	7.9	7.6	3.9%	4.3%	4.6%	16.2	14.0	13.0	14.3
	中位数	14.4	13.1	11.5	1.7	1.6	1.5	3.5%	3.8%	4.1%	11.4	10.6	8.5	13.4
宁沪高速 A 股	600377 CH	15.7	14.9	14.0	2.0	1.8	1.7	3.2%	3.2%	3.2%	12.6	11.8	10.9	6.3
宁沪高速 H 股	177 HK	8.4	8.1	7.5	1.1	1.0	0.9	6.0%	6.0%	6.0%	9.0	8.5	7.3	5.9

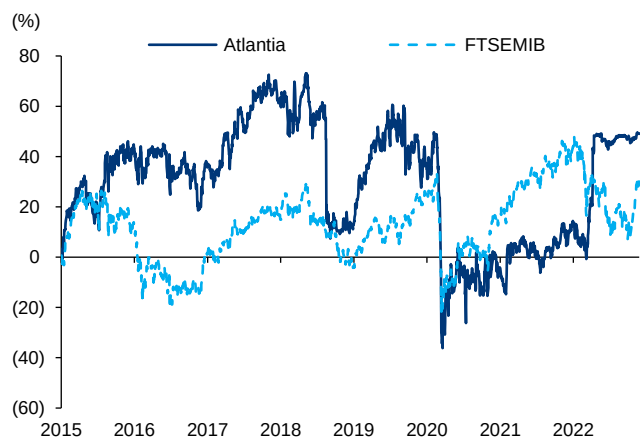
注：上述公司（包含宁沪高速）的预测期估值指标均取彭博一致预期测算，收盘日 2025/2/21；Transurban Group 是特殊的合订证券（类似于 REITs），其 EV/EBITDA 较 PE 更具有可比性；Salik Company 主要运营基于交通流量和时间段的动态收费系统，采用轻资产模式使其 PB 偏高，与其他海外公路公司的重资产模式不同
资料来源：彭博、华泰研究

Mundys (Atlantia): 全球最大收费公路运营商，已退市

Mundys(前称 Atlantia)是全球最大的收费公路运营商，主要运营路产位于欧洲的法国、西班牙、意大利，以及拉丁美洲的墨西哥、巴西、智利。公司在 11 个国家拥有约 8900 公里收费公路特许经营权。2022 年退市前，公司总市值平均为 186 亿美元。2015-2017 年，Atlantia 股票年化回报率为 17%，公司收入、EBITDA 复合增速达到 4%、9%。

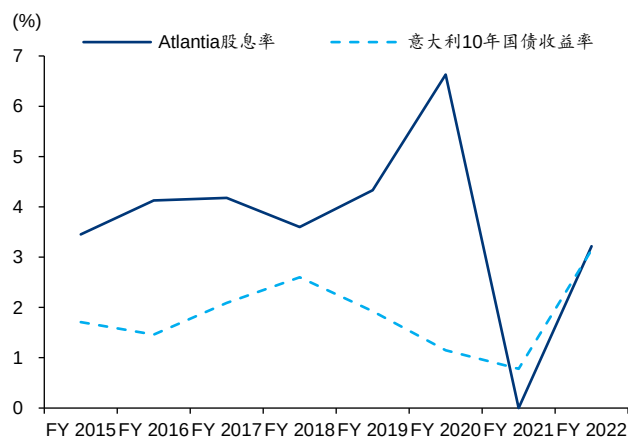
2018 年公司股价出现大幅下折，主因公司运营的意大利热那亚 A10 高速公路高架桥坍塌事故。2020 年股价出现大幅下折，主因车流量受到疫情冲击。2022 年 3 月起股价大幅上涨，主因公司大股东 Benetton 联合 Blackstone 实施联合邀约收购。Atlantia 已于 2022 年 12 月摘牌，并于 2023 年 3 月更名为 Mundys。2015-2022 年，Atlantia 的平均股息率为 3.7%，公司的股息率与无风险利率（意大利 10 年期国债收益率）的平均股息差约为 180bp。

图表36: Atlantia 的累计回报率



资料来源: Wind、华泰研究

图表37: Atlantia 股息率与无风险利率

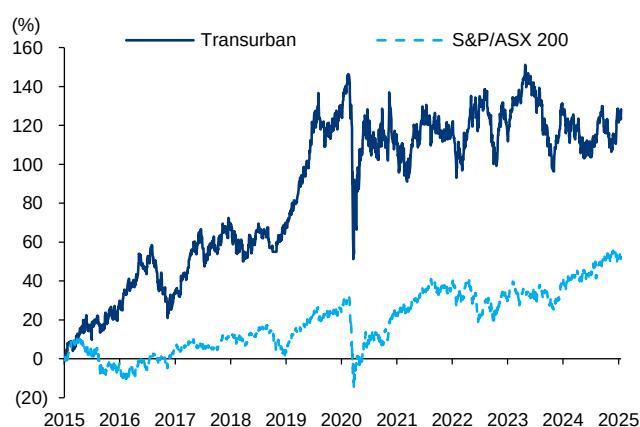


资料来源: Wind、华泰研究

Transurban: 澳洲最大的收费公路运营商

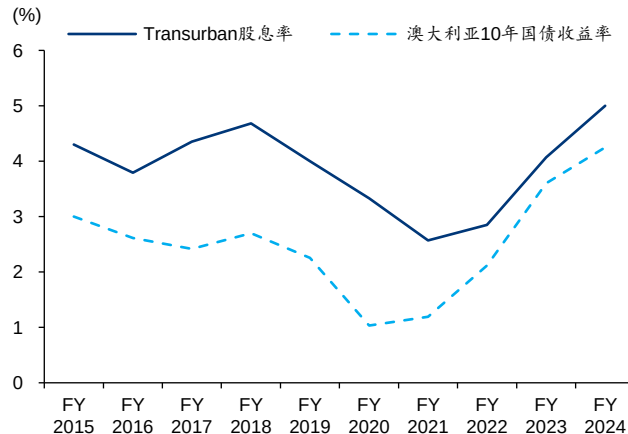
Transurban (TCLAU) 是澳洲最大的收费公路运营商，运营里程约为 380 公里，多数路产位于澳大利亚的悉尼、墨尔本、布里斯班，少数路产位于美国大华盛顿地区、加拿大蒙特利尔。2024 年，公司总市值平均约为 253 亿美元。2015-2024 年，Transurban 的年化回报率为 8%，公司收入、EBITDA 复合增速达到 14%、11%。受疫情影响，公司股价曾在 2020 年大幅下跌，随后逐步回升。2015-2024 年，Transurban 的平均股息率为 3.9%，公司的股息率与无风险利率（澳大利亚 10 年期国债收益率）的平均股息差约为 140bp。

图表38: Transurban 的累计回报率



资料来源: Wind、华泰研究

图表39: Transurban 股息率与无风险利率



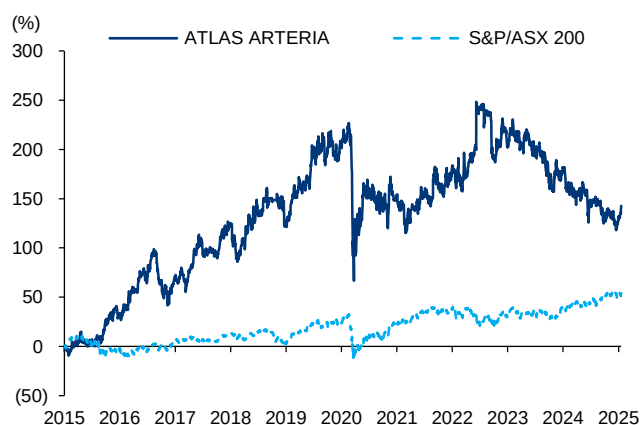
资料来源: Wind、华泰研究

Atlas Arteria: 全球性的收费公路运营商

Atlas Arteria (ALX AU) 是一家全球性的收费公路运营商，主要路产位于法国、美国、德国。Atlas Arteria 持有法国东部高速公路网 APRR 31.14% 股权，APRR 总里程达到 2300 多公里。APRR 连接法国主要城市巴黎和里昂，是西欧重要的交通走廊。2024 年，Atlas Arteria 公司总市值平均约为 31 亿美元。

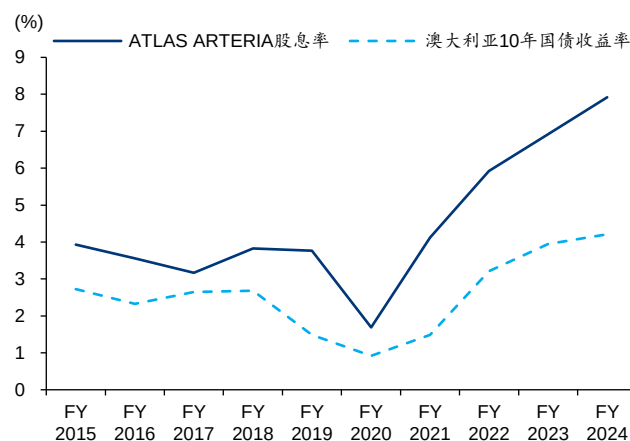
2015-2024 年，Atlas Arteria 的年化回报率为 9%。与 Atlantia、Transurban 不同的是，Atlas Arteria 的收入、EBITDA、净利润均有较大的波动性。**2015-2024 年，Atlas Arteria 的平均股息率为 4.5%，公司的股息率与无风险利率（澳大利亚 10 年期国债收益率）的平均股息差约为 190bp。**

图表40: Atlas Arteria 的累计回报率



资料来源: Wind、华泰研究

图表41: Atlas Arteria 股息率与无风险利率



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测与估值

关键假设

1) 通行费收入假设

我们预计公司 2024 年通行费收入同比增长 0.7%，其中三季报公告 1-3Q 通行费收入同比增长 0.4%，预计 4Q 通行费收入同比增长 1.6%，主要考虑沿江高速改扩建使车辆绕行至沪宁高速。我们预计公司 2025 年通行费收入同比增长 7.1%，主因龙潭大桥（25 年 1 月 1 日通车）及其北接线（预计 25 年下半年通车）贡献增量；剔除该路产后，25 年扣非通行费预计同比增长 3.0%。我们预计公司 2026 年通行费收入同比增长 6.1%，主因龙潭大桥北线接线贡献增量、锡宜高速改扩建后（预计 26 年下半年完工）车辆回流；剔除上述路产后，26 年扣非通行费预计同比增长 3.5%。

分路段看，

- 沪宁高速（23 年通行费占比 55%）2025 年通行费预计同比增长 5%，主要考虑平行路沿江高速改扩建期间封闭半幅车道，车辆绕行至沪宁高速东段；2026 年通行费预计同比增长 3%。同样受沿江高速改扩建影响，环太湖高速（23 年通行费占比 1%）2025 年通行费预计同比增长 11%；2026 年通行费预计同比增长 3%。
- 宁常&镇溧高速（23 年通行费合计占比 14%）2025-2026 年通行费预计分别同比增长 3%、3%，反映车流量的内生增长。
- 广靖&锡澄高速（23 年通行费合计占比 10%）2025-2026 年通行费预计分别同比下降 23%、22%，主要考虑广靖高速北段改扩建施工影响（预计工期 2024-2027 年）。施工期间，车辆或绕行至五峰山大桥（23 年通行费占比 10%），预计五峰山大桥 2025-2026 年通行费分别同比增长 20%、20%。
- 锡宜高速（23 年通行费占比 5%）南段改扩建施工或继续使车辆绕行，预计 2025 年通行费同比下降 10%；假设项目在 26 年下半年通车，届时车辆回流并且收费标准有望提高，预计 2026 年通行费同比增长 55%。

图表42：宁沪高速-主要路段通行费增速预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
通行费同比	30%	0.7%	7.1%	6.1%
沪宁高速	23%	0.1%	5.0%	3.0%
五峰山大桥	146%	12.0%	19.6%	20.0%
广靖高速	31%	2.7%	-23.2%	-22.0%
锡澄高速	37%	0.9%	-23.2%	-22.0%
宁常高速	20%	5.6%	3.2%	3.3%
镇溧高速	0%	17.8%	3.2%	3.3%
锡宜高速	33%	-32.1%	-10.3%	55.0%
环太湖高速	58%	-2.1%	11.3%	3.3%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

2) 收费公路成本假设

我们预计公司 2025-2026 年收费公路成本分别同比增长 10.9%、8.5%，主因龙潭大桥（25 年 1 月 1 日通车）、龙潭大桥北接线（预计 25 年下半年通车）、锡宜高速改扩建（预计 26 年下半年完工）在项目完工后开始计提折旧摊销费用。我们预计 2024 年公路付现成本同比降低 3.3%，主因 2023 年养护工程较多导致成本基数较高。我们预计 2025-2026 年公路付现成本同比增长 3.3%、4.4%，反映车流量增长以及物价变化。

图表43：宁沪高速-收费公路成本预测

单位：百万元 人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
收费公路成本	4,325	4,347	4,819	5,230
同比	28.3%	0.5%	10.9%	8.5%
折旧与摊销	2,036	2,132	2,531	2,842
同比	28.0%	4.7%	18.7%	12.3%
付现成本	2,290	2,215	2,287	2,388
同比	28.6%	-3.3%	3.3%	4.4%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

3) 期间费用率假设

公司改扩建与新建项目较多，或引起建造收入波动较大。由于建造收入占比高并且毛利率为零，我们认为剔除建造收入口径的毛利率、期间费用率和净利率更能真实反映企业的盈利情况。按照剔除建造收入后口径，我们预计 2024-2026 年管理费用率为 2.3%、2.3%、2.3%，较 2023 年的 2.2% 呈现小幅提升，主要考虑路产施工项目增多；我们预计 2024-2025 年财务费用率为 7.7%、7.2%，较 2023 年的 8.9% 小幅下降，主因市场利率下降，而与新建设&改扩建相关的债务利息资本化；我们预计 2026 年财务费用率提升至 7.4%，主要考虑龙潭大桥北接线与锡宜高速改扩建完工后利息费用化。

图表44：宁沪高速-比率预测简表（剔除建造收入口径）

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	44.2%	45.2%	44.2%	43.3%
期间费用率	11.2%	10.0%	9.6%	9.8%
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率	8.9%	7.7%	7.2%	7.4%
净利率	34.8%	36.0%	34.8%	32.7%

资料来源：Wind、华泰研究预测

4) 路产改扩建与经营权到期处置

保守起见，我们仅假设已立项的锡宜高速、广靖高速、沿江高速通过改扩建延长 30 年收费期（参照 2018 年《收费公路管理条例》修订征求意见稿）。对于未立项的路产，由于改扩建造价与时间尚不明确，我们假设其特许经营项目在到期后无偿归还给政府。我们模型不设永续增长率。

5) 多元化业务假设——清洁能源及金融投资

我们预计公司 2024 年电力销售收入同比增长 8.5%，受益于天气因素，海上风电项目的上网电量或同比上升；2024 年 1-9 月公司电力销售收入同比增长 8.5%。保守起见，我们假设 2025-2026 年电力销售收入均同比持平，暂不考虑潜在新建项目的影响。我们假设 2025-2026 年金融资产的投资收益与 2023 年基本持平。

盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年归母净利为 45.8 亿元、47.1 亿元、46.9 亿元，同比变化+3.7%、+2.9%、-0.5%。公司 2024 年 1-9 月归母净利同比增长 2.1%，我们预计 10-12 月盈利增长较高，主因 23 年同期养护工程规模结算较多导致 4Q 利润基数较低，以及沿江高速改扩建产生的利好。我们预计 2025 年盈利增速放缓，既纳入了沿江高速改扩建产生的利好，也考虑了龙潭大桥及其北接线开通初期或产生亏损。我们预计 2026 年盈利小幅下滑，主要考虑龙潭大桥北接线与锡宜高速南段改扩建完工后的折旧摊销增长较快以及贷款利息费用化，同时沿江高速下半年改扩建完工可能分流沪宁高速车辆。

图表45：宁沪高速-盈利预测简表

单位：百万元 人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入				
收费公路	9,511	9,581	10,259	10,888
配套服务	1,844	1,889	1,977	2,029
房地产	475	317	368	447
电力销售	642	697	696	695
广告及其他	224	231	239	251
建造服务	2,496	12,996	13,667	11,459
收入占比				
收费公路	63%	37%	38%	42%
配套服务	12%	7%	7%	8%
房地产	3%	1%	1%	2%
电力销售	4%	3%	3%	3%
广告及其他	1%	1%	1%	1%
建造服务	16%	51%	50%	44%
营业收入同比				
收费公路	30%	1%	7%	6%
配套服务	64%	2%	5%	3%
房地产	-30%	-33%	16%	21%
电力销售	-1%	9%	0%	0%
广告及其他	57%	3%	4%	5%
建造服务	-25%	421%	5%	-16%
毛利润				
收费公路	5,186	5,234	5,441	5,658
配套服务	(44)	30	48	58
房地产	114	78	86	84
电力销售	301	348	348	333
广告及其他	55	57	59	62
建造服务	-	-	-	-
毛利率				
收费公路	55%	55%	53%	52%
配套服务	-2%	2%	2%	3%
房地产	24%	25%	23%	19%
电力销售	47%	50%	50%	48%
广告及其他	25%	25%	25%	25%
建造服务	0%	0%	0%	0%
投资收益				
	1,465	1,624	1,431	1,379
同比	-21.6%	10.9%	-11.9%	-3.6%
归母净利润				
	4,413	4,577	4,708	4,685
同比	18.5%	3.7%	2.9%	-0.5%

资料来源：Wind、华泰研究预测

DCF 估值

我们基于 DCF 估值法，WACC 采用 4.6%/6.6%（股权 IRR 采用 6.6%/10.2%；债权 IRR 采用 3%/3%），给予宁沪高速 A 股/H 股目标价 14.5 元/11.0 港元。考虑公司未来资本开支较大，当前公司 A 股 PE 和 PB 倍数已处于历史高位，而股息率减无风险利率的股息差仍处于历史中枢，我们将公司 A 股由“增持”调整为“持有”评级；考虑公司 AH 溢价处于历史高位，低利率环境下 H 股股息率具有吸引力，维持公司 H 股“买入”评级。

图表46：宁沪高速：DCF 估值假设

指标	600377 CH	177 HK	备注
贝塔值(β)	0.44	0.57	在剔除财务杠杆的历史 β 基础上，通过调整公司目标杠杆率计算得出
无风险利率(%)	1.6%	4.5%	中国十年国债收益率/美国十年国债收益率
市场风险溢价(%)	11.4%	10.0%	Bloomberg 中国市场风险溢价/ Bloomberg 香港市场风险溢价
股权资本成本 Ke(%)	6.6%	10.2%	
债务成本 Kd(%)	3.0%	3.0%	
法定所得税税率(%)	25.0	25.0	
税后债务成本(%)	2.25%	2.25%	
债务比率 D/E(%)	85%	85%	2025E 有息负债占所有者权益比重
WACC	4.6%	6.6%	

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表47：宁沪高速：企业自由现金流测算

单位：百万元 人民币	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
息税前利润 EBIT	6,719	6,746	7,045	7,182	7,331	7,553
减：所得税	1,063	1,049	1,172	1,198	1,202	1,184
减：资本开支	3,804	13,298	13,928	11,683	10,814	4,706
加：折旧摊销	2,532	2,642	3,043	3,351	3,482	4,227
加：营运资本变动	647	(0)	1	3	14	21
加：减值损失	35	35	35	35	35	35
企业自由现金流 FCFF	5,067	(4,926)	(4,976)	(2,311)	(1,153)	5,946

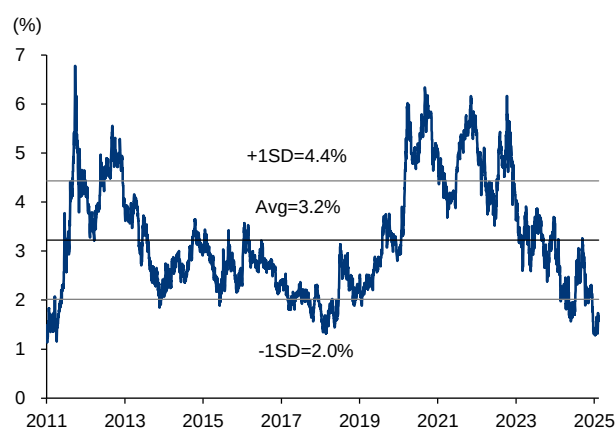
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表48：宁沪高速 A 股：股息率减去 10 年期中国国债收益率



资料来源：Wind、华泰研究

图表49：宁沪高速 H 股：股息率减去 10 年期美国国债收益率



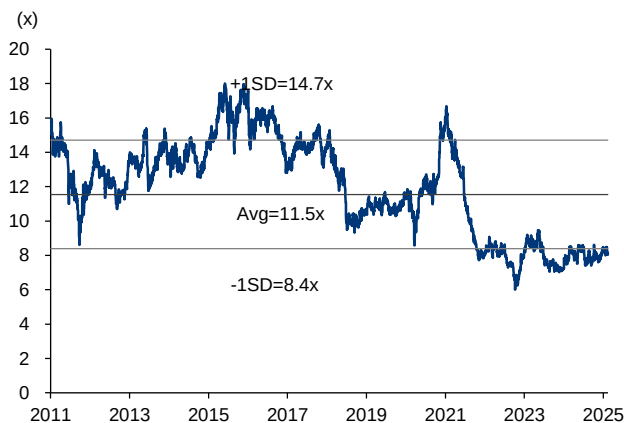
资料来源：Wind、华泰研究

图表50: 宁沪高速 A 股: PE



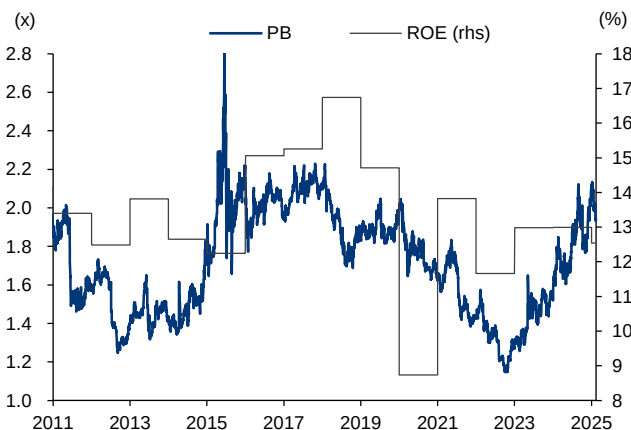
资料来源: Wind、华泰研究

图表51: 宁沪高速 H 股: PE



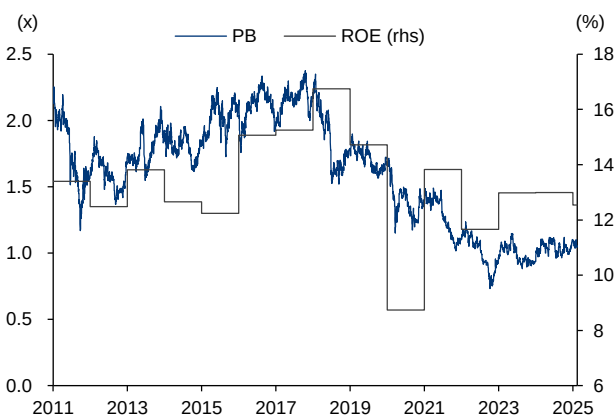
资料来源: Wind、华泰研究

图表52: 宁沪高速 A 股: PB vs ROE



资料来源: Wind、华泰研究

图表53: 宁沪高速 H 股: PB vs ROE



资料来源: Wind、华泰研究

沪宁高速改扩建情景分析

沪宁高速改扩建方案对公司估值有重要影响。公司核心路产沪宁高速江苏段将在 2032 年到期。据 2023 年报，公司已启动核心路产项目改扩建前期研究工作。目前，项目改扩建投资额、可延长的期限、收费标准尚不确定。保守起见，我们模型假设沪宁高速在到期后无偿归还政府，仅做以下情景分析。

在中性情景下，假设沪宁高速改扩建投资额为 800 亿元、资本金比例为 40%，贷款利率为 3%，改扩建后客车基准费率由 0.45 元/车公里上调至 0.65 元/车公里，货车基准费率由 0.45 元/车公里上调至 0.50 元/车公里。我们测算，若改扩建项目获得 30 年收费期，项目全投资 IRR、资本金 IRR 预计分别为 5.0%、6.7%；若改扩建项目获得 40 年收费期限，项目全投资 IRR、资本金 IRR 预计分别为 5.9%、7.8%。

图表54：沪宁高速江苏段改扩建情景分析

	方案 1	方案 2	方案 3
基本假设			
总投资金额（亿元）	450	800	1200
车道数量（条）	10	12	16
客车收费标准（元/标准车公里）	0.55	0.65	0.75
货车收费标准（元/标准车公里）	0.45	0.50	0.55
综合费率变化	13%	31%	49%
车流量内生增速	2.5%	2.5%	2.5%
付现成本增速	2.5%	2.5%	2.5%
资本金比例	40%	40%	40%
贷款利率	3%	3%	3%
情景分析			
1、假设改扩建项目获得 30 年收费期			
项目资本金 IRR	10.3%	6.7%	4.5%
项目全投资 IRR	7.0%	5.0%	3.8%
NAV（亿元）（股权贴现率=6.6%）	84	2	(105)
2、假设改扩建项目获得 40 年收费期			
项目资本金 IRR	10.8%	7.8%	6.2%
项目全投资 IRR	7.5%	5.9%	5.0%
NAV（亿元）（股权贴现率=6.6%）	117	59	(28)

资料来源：华泰研究预测

风险提示

1) 出行意愿下降

公司路产位于江苏省长江以南地区，客车流量占比较高。若经济增速放缓，可能使居民出行意愿下降，进而影响通行费收入表现。

2) 路网变化超预期

苏南地区基础设施建设进度加快，可能使周边高速公路项目提前建成通车，对公司路段车流量产生分流影响。

3) 资本开支超预期

公司未来有较多公路新建和改扩建项目，若资本开支超预期，可能对现金流产生负面影响。

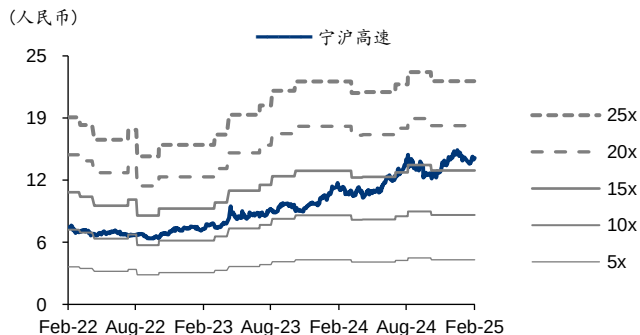
4) 收费标准不及预期

若江苏省实施高速公路差异化降费政策，可能对公司通行费收入产生负面影响。公司新建和改扩建项目实际执行的收费标准可能低于预期。

5) 金融资产盈利下滑

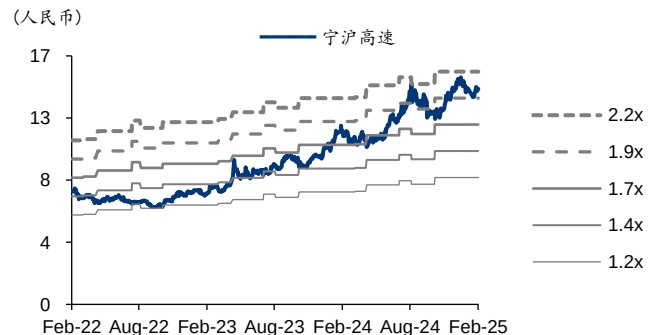
房地产市场下行可能引起金融资产的投资收益下滑。

图表55：宁沪高速 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表56：宁沪高速 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 宁沪高速（600377 CH）、江苏宁沪高速公路（177 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 宁沪高速（600377 CH）、江苏宁沪高速公路（177 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 宁沪高速（600377 CH）、江苏宁沪高速公路（177 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 宁沪高速（600377 CH）、江苏宁沪高速公路（177 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司