

拟收购六武高速，提高分红率至 70%

华泰研究

2023 年 4 月 18 日 | 中国内地/中国香港

公告点评

路桥

拟发行股份收购六武高速，提高分红比例彰显诚意

皖通高速拟通过发行 A 股股份及支付现金方式，向大股东安徽交控收购六武高速 100% 股权，并募集配套资金。六武高速的预估交易对价为不超过 40 亿元，85%/15% 为股份对价/现金对价，A 股发行价格为 7.19 元/股；同时公司拟募集配套资金不超过交易对价的 40%。为保障中小股东利益，公司将 2023-2025 年分红比例承诺提高至 70%（2021-2023 年承诺为 60%）。由于该收购尚待股东大会审议，我们模型暂未反映，仅做备考影响分析。我们暂时维持 2023/2024/2025 年归母净利润预测 17.9/19.7/18.4 亿元不变。我们使用 DDM 估值法，维持 600012CH/995HK 目标价人民币 9.23 元/8.95 港币不变，仍基于 CAPM 计算折现率 $Ke=8.9/10.3%$ 。维持“买入”评级。

六武高速位置优越，净利率与 ROA 效益较高

六武高速属于 G42 国道主干线沪蓉高速，是连接合肥至武汉的重要货运通道。项目收费里程 92.7 公里，起自安徽省六安市，接合六叶高速，止于安徽与湖北两省交界。项目运营期限至 2039 年底，剩余收费期约为 16.7 年。21/22 年，六武高速总收入达到 5.6/5.2 亿元，净利润达到 2.5/2.1 亿元；资产效益较高，净利率达到 45/41%，ROA 达到 9.6/8.2%，两项指标均高于皖通高速。22 年受到疫情影响，项目公司收入和利润同比下降。23 年以来 PMI 已连续 3 月高于荣枯线，有望驱动公路货运量上行。相邻路段合六叶高速于 22 年底完成改扩建，有望吸引周边货车回流六武高速。

项目收益率暂未披露，收费期限不同可能导致 PE 倒挂

六武高速评估值尚未确定，投资 IRR 也未披露。假设交易对价为 40 亿元（公告上限），按 21/22 年净利润测算收购 PE 为 16/19 倍，高于公司停牌前一日 PE 倍数（10/10 倍）。收费公路一二级市场存在价格倒挂，主因剩余收费期存在差异。收费公路转让通常参考收益法（现金流贴现）定价，六武高速剩余收费期长达 16.7 年，而上市公司按里程加权平均剩余收费期约为 11 年。

交易完成后，净利润或提升、EPS 或摊薄、DPS 受影响较小

假设股份对价为 $40 \times 85\% = 34$ 亿元、发行价格 7.19 元/股，则发行股份购买资产对股本摊薄影响约为 29%。配套融资规模与发行价格尚未确定，公告称拟用于支付现金对价等。假设配套融资为 $40 \times 15\% \times 2 = 12$ 亿元、发行价格 7.19 元/股，则配套融资对股本摊薄影响约为 10%。由于属于同一控制下合并，收购完成后，公司备考 21/22 年归母净利润或提高 2.5/2.1 亿元，提高幅度为 17/15%。考虑股本摊薄影响后，备考 21/22 年 EPS 或下降 16/17%。公司将分红率承诺从 60% 提高至 70%，提高幅度为 17%，DPS 或基本不变。

风险提示：出行意愿下降，路网变化超预期，资本开支超预期，费率下调。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	3,921	5,206	7,244	8,879	5,317
+/-%	48.94	32.78	39.14	22.57	(40.11)
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,514	1,445	1,794	1,969	1,839
+/-%	64.86	(4.57)	24.14	9.79	(6.61)
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.91	0.87	1.08	1.19	1.11
ROE (%)	13.36	12.40	14.51	14.86	13.11
PE (倍)	9.78	10.25	8.26	7.52	8.05
PB (倍)	1.30	1.24	1.16	1.08	1.03
EV EBITDA (倍)	4.86	5.73	5.25	5.56	5.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

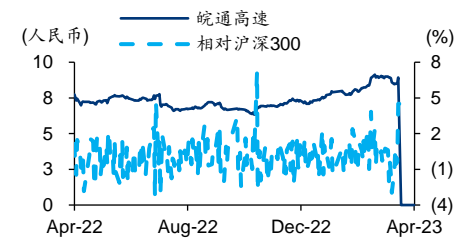
	995 HK	600012 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 8.95	人民币: 9.23

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)	995 HK	600012 CH
目标价	8.95	9.23
收盘价 (截至 4 月 17 日)	7.90	8.93
市值 (百万)	13,103	14,811
6 个月平均日成交额 (百万)	8.90	33.24
52 周价格范围	4.83-8.19	6.34-9.13
BVPS	7.21	7.19

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 股权资本成本测算表

指标	995 HK	600012 CH	备注
无风险收益率 Rf	3.6%	2.9%	美国/中国十年期国债收益率
个股 Beta (含杠杆)	0.65	0.59	在剔除杠杆的行业平均 beta 基础上, 通过调整公司杠杆计算得出
市场风险溢价 Rm-Rf	10.4%	10.1%	Bloomberg 香港/中国市场风险溢价
股权资本成本 Ke	10.3%	8.9%	CAPM 模型测算 $Ke = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf)$

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表2: DDM 测算结果-600012CH

单位: 人民币 百万元	2023E	2024E	2025E	2026E 至收费期末
上一年归母净利润(1)	1,445	1,794	1,969	
上一年分红率(2)	63%	60%	60%	
当年支付的分红(1)*(2)	912	1,076	1,182	
贴现率	0.979	0.899	0.826	
贴现后的分红	893	968	976	12,465
NPV	15,302			

资料来源: 华泰研究预测

图表3: DDM 测算结果-995 HK

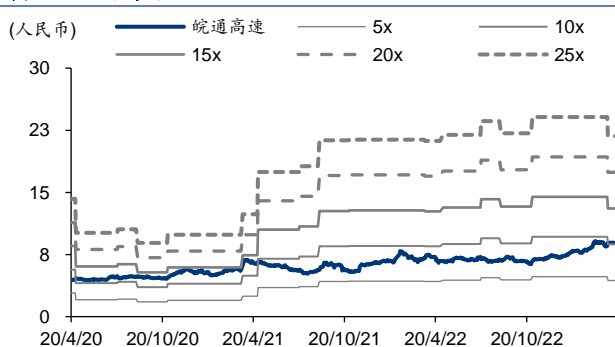
单位: 人民币百万元	2023E	2024E	2025E	2026E 至收费期末
上一年归母净利润(1)	1,445	1,794	1,969	
上一年分红率(2)	63%	60%	60%	
当年支付的分红(1)*(2)	912	1,076	1,182	
贴现率	0.976	0.884	0.801	
贴现后的分红	890	952	947	10,232
NPV	13,021			

资料来源: 华泰研究预测

风险提示

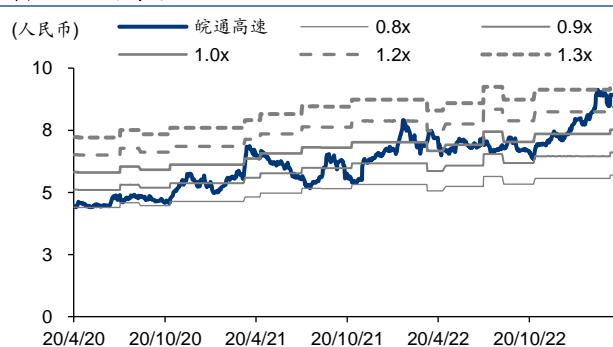
出行意愿下降, 路网变化超预期, 资本开支超预期, 费率下调。

图表4: 皖通高速 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 皖通高速 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,484	5,214	5,475	4,967	4,967
现金	4,318	4,731	4,938	4,407	4,353
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	143.91	472.07	526.57	550.12	602.63
预付账款	0.57	0.93	1.04	1.08	1.19
存货	5.39	4.71	4.79	4.83	5.77
其他流动资产	16.20	4.75	4.75	4.75	4.75
非流动资产	15,437	16,089	18,324	22,006	21,412
长期投资	136.89	146.63	149.88	153.16	156.47
固定投资	1,003	953.67	901.13	849.89	805.23
无形资产	13,155	13,452	15,700	19,395	18,807
其他非流动资产	1,142	1,537	1,573	1,608	1,643
资产总计	19,921	21,303	23,799	26,973	26,379
流动负债	2,797	1,378	1,761	2,109	2,175
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	743.33	605.44	615.67	621.48	742.96
其他流动负债	2,054	772.76	1,145	1,487	1,432
非流动负债	5,179	6,421	7,652	9,582	8,388
长期借款	4,726	6,202	7,483	9,463	8,320
其他非流动负债	452.56	218.62	168.62	118.62	68.62
负债合计	7,976	7,799	9,412	11,691	10,563
少数股东权益	555.90	1,580	1,580	1,583	1,459
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659
资本公积	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
留存公积	9,754	10,286	11,005	11,798	12,484
归属母公司股东权益	11,389	11,925	12,806	13,700	14,357
负债和股东权益	19,921	21,303	23,799	26,973	26,379

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,097	1,938	2,717	2,866	3,130
净利润	1,545	1,414	1,796	1,983	1,715
折旧摊销	930.84	942.42	934.96	934.78	1,228
财务费用	170.62	144.27	109.25	52.66	290.37
投资损失	(67.48)	(38.09)	(85.46)	(85.98)	(86.51)
营运资金变动	(520.09)	(565.92)	(7.30)	11.84	12.91
其他经营现金	37.86	41.02	(30.14)	(30.15)	(30.16)
投资活动现金	200.18	(2,477)	(3,054)	(4,500)	(518.00)
资本支出	(422.25)	(1,316)	(3,166)	(4,613)	(631.20)
长期投资	(33.21)	(413.27)	(3.26)	(3.28)	(3.31)
其他投资现金	655.64	(747.79)	115.46	115.98	116.51
筹资活动现金	(911.04)	83.27	543.41	1,104	(2,666)
短期借款	(295.28)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,084	1,476	1,281	1,980	(1,144)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(280.11)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,420)	(1,392)	(737.58)	(876.95)	(1,522)
现金净增加额	1,386	(456.07)	206.28	(531.21)	(53.97)

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,921	5,206	7,244	8,879	5,317
营业成本	1,581	2,955	4,581	6,041	2,367
营业税金及附加	30.54	30.17	33.65	35.16	38.52
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	136.79	164.25	173.27	181.03	198.30
财务费用	170.62	144.27	109.25	52.66	290.37
资产减值损失	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	42.72	0.61	30.00	30.00	30.00
投资净收益	67.48	38.09	85.46	85.98	86.51
营业利润	2,119	1,976	2,478	2,700	2,555
营业外收入	4.08	1.27	1.98	2.44	1.90
营业外支出	4.23	0.33	3.46	2.68	2.16
利润总额	2,119	1,977	2,477	2,700	2,555
所得税	573.81	562.93	680.81	717.38	839.57
净利润	1,545	1,414	1,796	1,983	1,715
少数股东损益	31.15	(31.01)	1.87	13.02	(123.83)
归属母公司净利润	1,514	1,445	1,794	1,969	1,839
EBITDA	3,220	3,066	3,605	3,901	4,073
EPS (人民币, 基本)	0.91	0.87	1.08	1.19	1.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	48.94	32.78	39.14	22.57	(40.11)
营业利润	68.97	(6.76)	25.41	8.96	(5.36)
归属母公司净利润	64.86	(4.57)	24.14	9.79	(6.61)
获利能力 (%)					
毛利率	59.69	43.24	36.76	31.96	55.49
净利率	39.41	27.16	24.79	22.33	32.26
ROE	13.36	12.40	14.51	14.86	13.11
ROIC	14.12	11.49	12.57	11.54	10.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.04	36.61	39.55	43.34	40.04
净负债比率 (%)	10.63	15.98	24.45	41.17	32.58
流动比率	1.60	3.78	3.11	2.36	2.28
速动比率	1.60	3.78	3.10	2.35	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.25	0.32	0.35	0.20
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.86	4.38	7.50	9.77	3.47
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.87	1.08	1.19	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.17	1.64	1.73	1.89
每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.19	7.72	8.26	8.66
估值比率					
PE (倍)	9.78	10.25	8.26	7.52	8.05
PB (倍)	1.30	1.24	1.16	1.08	1.03
EV EBITDA (倍)	4.86	5.73	5.25	5.56	5.02

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。
- 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。
- 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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司