

皖通高速 (600012)

买入 (上调)

持续注入核心资产，提高分红回报股东

2023年4月18日

投资要点

- **皖通高速向大股东定增 A 股及支付现金收购，交易对价不超过 40 亿元：**2023 年 4 月 17 日公司公告，拟向大股东安徽交控发行 A 股股份及支付现金购买其所持安徽省六武高速公路有限公司 100%的股权并募集配套资金。标的资产的预估价格为预计不超过 40 亿元，其中 85%的交易对价由上市公司以发行股份的方式支付，15%的交易对价由上市公司以现金支付。假设以 40 亿元交易对价计算，本次交易 PE 约为 15.87X、PB 约为 1.55X，以 DCF 计算，本次交易标的内在价值约为 47-60 亿元左右。
- **六武高速区位优势明显、盈利能力优秀、剩余期限较长，此次收购长期看有望实现公司可持续发展及利润增长：**六武高速公路是国家高速公路网 G42 沪蓉高速的重要组成部分，总收费里程为 92.7 公里，剩余收费期限约 16.75 年。2021 年六武高速实现通行费收入 5.77 亿元、单公里通行费收入 622 万元、净利润 2.52 亿元，盈利能力优秀，若本次收购完成，长期看有望增厚公司业绩。
- **宁宣杭高速全线通车，今年车流量有望超预期：**2022 年 9 月 10 日江苏宁宣段，同年 12 月 30 日浙江宁千段相继建成通车并实现全线贯通。全线贯通前，安徽段日车流量仅 4000 台次，全线贯通后日车流量已翻倍攀升至 8700 台次，2023 年春运期间日流量峰值约 1.8 万台次。考虑到 2023 年年初仍受到疫情扰动影响，今年全年车流量有望持续保持较快增长。
- **针对本次交易提升分红率至 70%，积极回报股东：**如本次交易得以实施，在符合现金分红的条件下，2023 年-2025 年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 70%。
- **投资策略：**皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，核心路产盈利能力强，通过改扩建及收购不断做强做大路产主业。针对原有路产，我们上调盈利预测，预计公司 2023 年-2025 年可实现归母净利润 17.97 亿元、19.04 亿元、20.83 亿元，EPS 为 1.08 元、1.15 元、1.26 元，对应停牌前 3 月 31 日收盘价，PE 估值为 8.2X、7.8X、7.1X；假设公司分红率维持 60%，2023 年-2025 年 A 股息率分别为 7.28%、7.71%、8.44%，H 股息率分别为 9.40%、9.95%、10.89%。
假设本次收购顺利完成，交易对价为 40 亿元、定增 4.73 亿股，预计公司 2023 年-2025 年可实现归母净利润 20.94 亿元、22.40 亿元、24.45 亿元，EPS 为 0.98 元、1.05 元、1.15 元；对应停牌前 3 月 31 日收盘价（考虑收购对价 40 亿元），PE 估值为 8.5X、8.0X、7.3X；交易实施后，公司分红率提升至 70%，2023 年-2025 年 A 股息率分别为 8.23%、8.80%、9.61%，H 股息率分别为 9.94%、10.63%、11.6%。综上，我们上调评级至“买入”。
- **风险提示：**局部地区疫情扰动、经济下行导致车流量下降、收费政策变化、本次交易股东大会不通过等。

市场数据

日期	2023/3/31
收盘价(元)	8.93
总股本(百万股)	1658.61
流通股本(百万股)	1165.60
净资产(百万元)	13504.56
总资产(百万元)	21303.37
每股净资产(元)	7.19

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《皖通高速 2022 年报点评：疫情期间表现坚挺，未来增长可期》2023-3-31

《皖通高速(600012.SH)：核心路段潜力释放，分红提升彰显信心》2022-12-21

分析师：

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn
S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn
S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5206	5651	5771	4892
同比增长	32.8%	8.5%	2.1%	-15.2%
归母净利润(百万元)	1445	1797	1904	2083
同比增长	-4.6%	24.4%	5.9%	9.4%
毛利率	43.2%	47.5%	48.5%	61.7%
ROE	12.1%	14.0%	12.9%	12.3%
每股收益(元)	0.87	1.08	1.15	1.26
市盈率	10.2	8.2	7.8	7.1

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

1、收购大股东优质资产，有望开辟新的利润增长曲线

皖通高速向大股东定增 A 股及支付现金收购，交易对价不超过 40 亿元：2023 年 4 月 17 日公司公告，拟向大股东安徽交控发行 A 股股份及支付现金购买其所持安徽省六武高速公路有限公司 100%的股权并募集配套资金。标的资产的预估价格为预计不超过 40 亿元，其中 85%的交易对价由上市公司以发行股份的方式支付（股份发行价格为 7.19 元/股），15%的交易对价由上市公司以现金支付。

假设以 40 亿元交易对价计算，本次交易 PE 约为 15.87X（为减少疫情影响，以 2021 年净利润计算）、PB 约为 1.55X（以 2022 年净资产计算）。以 DCF 计算，本次交易标的内在价值约为 47-60 亿元左右。

表 1、DCF 计算交易标的内在价值情况

WACC	交易标的内在价值（亿元）
6%	59.245
7%	54.873
8%	50.962
9%	47.455
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理	
注：由于公告数据较少，FCFF 未考虑税后利息费用、交易标的内在价值未考虑账面现金。	

六武高速区位优势显著，剩余收费期限较长，此次收购长期看有望实现公司可持续发展及利润增长：六武高速公路是国家高速公路网 G42 沪蓉高速的重要组成部分，起自六安市叶集区的大顾店，接合肥经六安至叶集高速公路，自东北向西南途经六安市叶集区姚李镇，金寨县白塔畈、梅山、槐树湾、古碑、南溪、斑竹园，止于皖鄂省界长岭关，接六安至武汉高速公路湖北段。六武高速总收费里程为 92.7 公里，若本次收购顺利完成，上市公司拥有运营里程将会增加至约 702 公里。

六武高速公路的运营期为 30 年，自 2009 年 12 月 28 日至 2039 年 12 月 27 日，剩余收费期限约 16.75 年。若本次交易顺利完成，将助力公司的可持续发展。

图 1、六武高速区位示意图



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理

路产盈利能力优秀，未来若成功收购，有望贡献增量业绩：

- 从收入贡献来看，六武高速 2021 年实现通行费收入 5.77 亿元，按 2021 年通行费收入贡献计算，处于安徽交控集团所辖 63 条路产第 15 位（若上市公司成功收购，按 2021 年通行费收入贡献计算，则处于上市公司体内第 4 位）。
- 从单公路收入来看，六武高速 2021 年单公里通行费收入 622 万元/年，处于安徽交控、皖通高速中上游水平。
- 从净利润来看，六武高速 2021 年实现盈利收入 56 亿元、净利润 2.52 亿元，盈利能力较强。

图 2、2021 年安徽交控主要路段通行费收入(亿元)

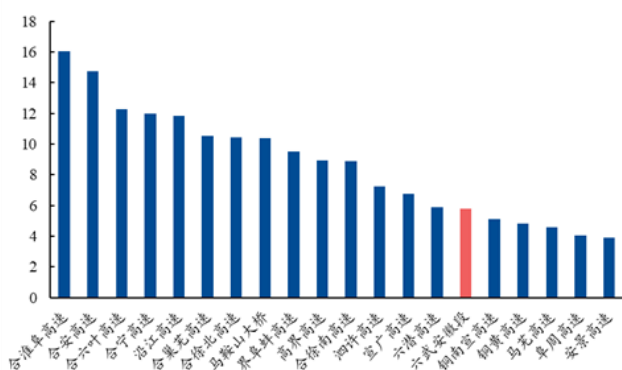
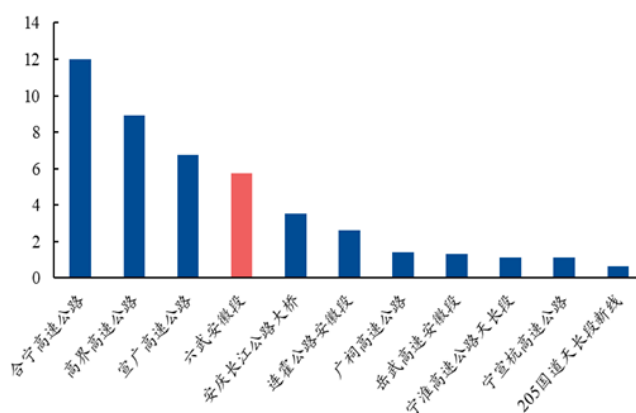


图 3、2021 年皖通高速各路段通行费收入(亿元)



资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：①左图取 2021 年安徽交控通行费收入排名前 20 的路段；②宁宣杭高速由宣宁高速、宁千高速、狸宣高速组成；③右图假设皖通高速成功收购六武高速安徽段。

图 4、2021 年安徽交控主要路段单公里通行费收入(万元/年)

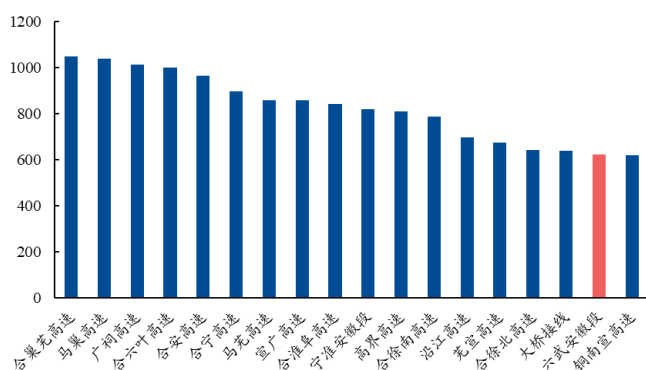
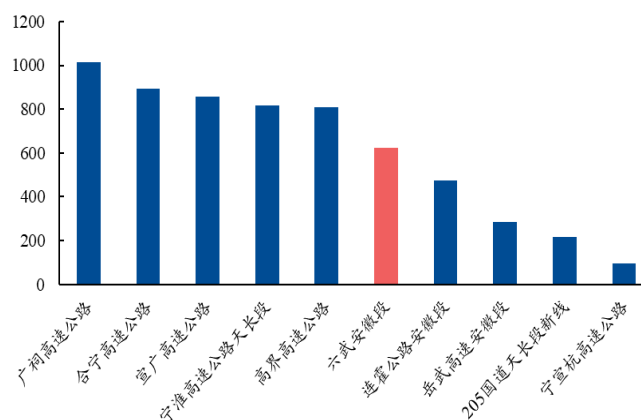


图 5、2021 年皖通高速各路段单公里通行费收入(万元/年)



资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：①左图取 2021 年安徽交控单公路通行费收入排名前 20 的路段；②宁宣杭高速由宣宁高速、宁千高速、狸宣高速组成；③右图假设皖通高速成功收购六武高速安徽段；④大桥按次收费，不考虑单公里通行费收入。

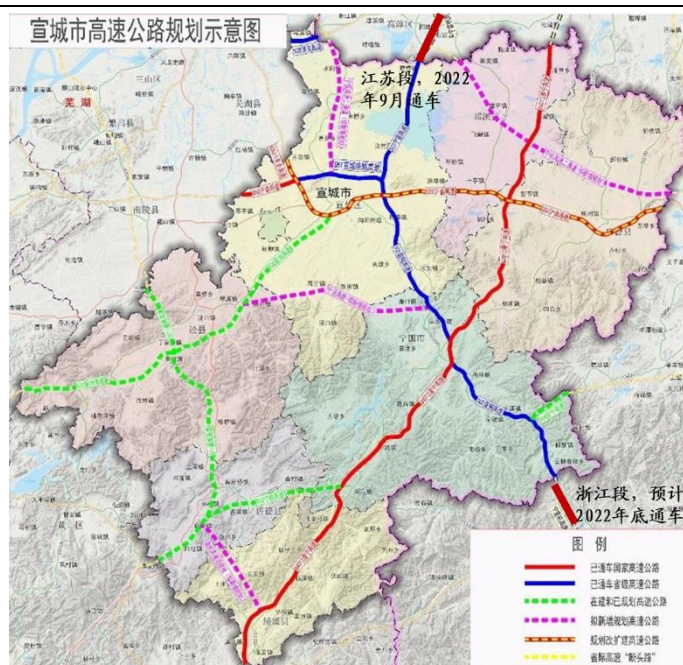
2、宁宣杭高速断头路打通，车流量有望超预期

宁宣杭高速总长 117 公里，分为安徽宣城段（101.78 公里）、江苏高淳段（19.4 公里）以及浙江临安段（24 公里）三段，是公司重要路产之一。但 2022 年 9 月之前，仅安徽段通车。2017 年 12 月 30 日宁宣杭高速安徽段率先建成通车，2022 年 9 月 10 日江苏宁宣段，同年 12 月 30 日浙江宁千段相继建成通车并实现全线贯通，公司所辖狸宣段车流量及效益稳步增长。

宁宣杭高速全线贯通前，安徽段日车流量仅 4000 台次，全线贯通后日车流量已翻倍攀升至 8700 台次，2023 年春运期间日流量峰值约 1.8 万台次。考虑到 2023 年年初仍受到疫情扰动影响，今年全年车流量有望持续保持较快增长，预计将显著增厚公司利润。

此外，预计 2023 年底，宁（国）至安（吉）高速安徽段将建成通车，届时宁宣杭高速将与申嘉湖高速相接，可直达上海浦东国际机场，不仅解决了目前宣城与浙江路网对接过程中的“断头路”问题，也将有效缓解春运期间 G50 沪渝高速部分交通压力。随着长三角一体化战略深入实施，路网结构优化将持续带动车流量快速增长，宁宣杭安徽段未来经济效益、社会效益均将大幅提升。

图 6、宁宣杭高速区位示意图



资料来源：宣城市交通局，兴业证券经济与金融研究院整理

3、针对本次交易提升分红率至 70%，积极回报股东

为建立对投资者科学、持续、稳定的分红回报机制，保护中小股东利益，针对本次收购六武高速的交易，公司发布未来现金分红特别安排：如本次交易得以实施，在符合现金分红的条件下，2023 年-2025 年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 70%。

本次上调分红率后，公司将成为 A 股高速上市公司板块中分红率最高的公司之一（粤高速 A 同为 70%）。同时，假设交易对价 40 亿元，公司将向大股东定增约 4.73 亿股，增发虽对 EPS 会有所摊薄，但由于公司提升分红率，每股分红并未下降。

表 2、交易前后每股派息对比

	交易前	交易后
拟交易对价	40 亿元	
拟发行股份数量	4.73 亿股	
2023 年 EPS (元)	1.08	0.98
分红率	60.00%	70.00%
每股股息 (元)	0.65	0.69
总市值 (亿元)	138.16	178.2
股息率	7.80%	8.23%
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理		

投资策略

皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，核心路产盈利能力强，通过改扩建及收购不断做强做大路产主业：核心路产合宁高速 2020 年完成改扩建通车、宣广高速计划于 2024 年完成改扩建、收购六武高速。同时，宁宣杭高速全线贯通后车流量增长超预期，有望增厚公司业绩。

此外，安徽省受益于长三角地区一体化和新兴产业发展，GDP 增速快，产业发展过程中将催生车流量、尤其是货车车流，有望为公司业绩提供支撑。

针对原有路产，我们上调盈利预测，预计公司 2023 年-2025 年可实现归母净利润 17.97 亿元、19.04 亿元、20.83 亿元，EPS 为 1.08 元、1.15 元、1.26 元，对应停牌前 3 月 31 日收盘价，PE 估值为 8.2X、7.8X、7.1X；假设公司分红率维持 60%，2023 年-2025 年 A 股息率分别为 7.28%、7.71%、8.44%，H 股股息率分别为 9.40%、9.95%、10.89%。

假设本次收购顺利完成，交易对价为 40 亿元、定增 4.73 亿股，预计公司 2023 年-2025 年可实现归母净利润 20.94 亿元、22.40 亿元、24.45 亿元，EPS 为 0.98 元、1.05 元、1.15 元；对应停牌前 3 月 31 日收盘价（考虑收购对价 40 亿元），PE 估值为 8.5X、8.0X、7.3X；交易实施后，公司分红率提升至 70%，2023 年-2025 年 A 股息率分别为 8.23%、8.80%、9.61%，H 股股息率分别为 9.94%、10.63%、11.6%。

综上，我们上调评级至“买入”。

风险提示：局部地区疫情扰动、经济下行导致车流量下降、收费政策变化、本次交易股东大会不通过等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5214	10019	11974	14895
货币资金	4731	9500	11447	14445
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	0	0	0	0
预付款项	1	0	0	0
存货	5	0	0	0
其他	477	519	526	450
非流动资产	16089	14631	14463	14299
长期股权投资	147	0	0	0
固定资产	954	937	842	707
在建工程	260	130	65	33
无形资产	13452	13452	13452	13452
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	1277	112	105	108
资产总计	21303	24650	26437	29194
流动负债	1378	2915	1837	1554
短期借款	0	1021	0	0
应付票据及应付账款	605	870.26	784.93	512.18
其他	773	1024	1052	1042
非流动负债	6421	7308	8308	9308
长期借款	6202	7202	8202	9202
其他	219	106	106	106
负债合计	7799	10223	10145	10862
股本	1659	1659	1659	1659
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	9875	11046	13101	15432
少数股东权益	1580	1543	1504	1461
股东权益合计	13505	14427	16292	18332
负债及权益合计	21303	24650	26437	29194

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1445	1797	1904	2083
折旧和摊销	924	147	161	168
资产减值准备	0	0	0	0
资产处置损失	-9	-9	-9	-9
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	166	199	206	190
投资损失	-38	-38	-72	-63
少数股东损益	-31	-37	-39	-43
营运资金的变动	-566	517	-74	-208
经营活动产生现金流量	1938	2450	2083	2115
投资活动产生现金流量	-2477	1373	81	72
融资活动产生现金流量	83	946	-217	811
现金净变动	-456	4769	1947	2998
现金的期初余额	3360	4731	9500	11447
现金的期末余额	2904	9500	11447	14445

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5206	5651	5771	4892
营业成本	2955	2967	2975	1871
税金及附加	30	37	36	31
销售费用	0	0	0	0
管理费用	164	164	166	168
研发费用	0	0	0	0
财务费用	144	199	206	190
其他收益	16	16	16	16
投资收益	38	38	72	63
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	9	9	9	9
营业利润	1976	2347	2485	2719
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1977	2348	2486	2720
所得税	563	587	622	680
净利润	1414	1761	1865	2040
少数股东损益	-31	-37	-39	-43
归属母公司净利润	1445	1797	1904	2083
EPS(元)	0.87	1.08	1.15	1.26

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	32.8%	8.5%	2.1%	-15.2%
营业利润增长率	-6.8%	18.8%	5.9%	9.4%
归母净利润增长率	-4.6%	24.4%	5.9%	9.4%
盈利能力				
毛利率	43.2%	47.5%	48.5%	61.7%
归母净利率	27.8%	31.8%	33.0%	42.6%
ROE	12.1%	14.0%	12.9%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	41.5%	38.4%	37.2%
流动比率	3.78	3.44	6.52	9.58
速动比率	3.78	3.44	6.52	9.58
营运能力				
资产周转率	25.3%	24.6%	22.6%	17.6%
应收帐款周转率	-	-	-	-
存货周转率	58510.1%	126084.3%	-	-
每股资料(元)				
每股收益	0.87	1.08	1.15	1.26
每股经营现金	1.17	1.48	1.26	1.28
每股净资产	7.19	7.77	8.92	10.17
估值比率(倍)				
PE	10.2	8.2	7.8	7.1
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn