

证券研究报告

高速公路



买入 (维持)

皖通高速 (600012)

改扩建效应持续释放, 断头路通车助力业绩增长

2023年4月27日

市场数据

日期	2023/4/27
收盘价(元)	9.61
总股本(百万股)	1658.61
流通股本(百万股)	1165.60
净资产(百万元)	12530.35
总资产(百万元)	19915.28
每股净资产(元)	7.55

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: 持续注入核心资产, 提高分红回报股东》2023-04-18

《皖通高速年报 2022 年报点评: 疫情期间表现坚挺, 未来增长可期》2023-03-31

《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

投资要点

事件: 皖通高速发布 2023 年一季报: 2023 年第一季度, 公司实现营业收入 11.45 亿元, 同比增长 18.51%; 归母净利润 4.59 亿元, 同比增长 13.15%; 扣非后归母净利润 4.69 亿元, 同比增长 14.89%; 2023 年第一季度基本 EPS 为 0.277 元/股。

点评:

- **专注高速公路运营管理, 路网经济效益凸显:** 皖通高速是安徽省内唯一的公路类上市公司, 截至 2022 年底所经营控股的收费公路项目共 10 个, 营运公路里程约 609 公里, 所属路段均为穿越安徽地区的过境国道主干线, 地理位置优越、区位优势明显。2023 年第一季度, 收费公路实现通行费收入 11.12 亿元, 同比增长 13.70%。
- **合宁高速改扩建效应持续兑现:** 合宁高速是公司核心路段, 于 2019 年年底改扩建结束通车, 车流量尚属于较快增长期, 且 2022 年 6 月底滁河大桥全线通车后利好车流量增长。2023 年第一季度, 合宁高速实现通行费收入 3.61 亿元, 同比增长 18.19%。
- **断头路通车带来增量车流:** 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。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。2023 年第一季度, 宁宣杭高速实现通行费收入 6058.9 万元, 同比增长 146.19%。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5206	5713	6059	5333
同比增长	32.8%	9.7%	6.1%	-12.0%
归母净利润(百万元)	1445	1794	1980	2194
同比增长	-4.6%	24.2%	10.4%	10.8%
毛利率	43.2%	48.1%	50.9%	64.9%
ROE	12.1%	14.0%	14.6%	15.3%
每股收益(元)	0.87	1.08	1.19	1.32
市盈率	11.0	8.9	8.0	7.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **宣广高速改扩建 PPP 项目顺利实施，助力公司可持续发展：**宣广高速是公司拥有的重要路段之一，但剩余收费期限较短，需要进行改扩建来保证公司的可持续发展。宣广高速改扩建项目全长 91.2 公里，其中广德北线新建六车道，其余路段进行“四改八”改扩建，预计 2024 年完工。项目完成后将提升宣广高速的通行能力及服务水平，并延长收费期限，预计收费年限将重新核定为 30 年。

- **拟向大股东定增 A 股及支付现金收购六武高速，有望实现公司可持续发展及利润增长：**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。

- **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。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。公司于 2021 年提升分红率至 60%，分红率和股息率在高速板块中名列前茅；若成功收购六武高速，公司 2023 年-2025 年分红率将提升至 70%。

不考虑六武高速收购情况下，我们预计公司 2023 年-2025 年可实现归母净利润 17.94 亿元、19.80 亿元、21.94 亿元，EPS 为 1.08 元、1.19 元、1.32 元，对应 4 月 27 日收盘价 9.61 元，PE 估值为 8.9X、8.0X、7.3X。假设公司分红率维持 60%，2023 年-2025 年 A 股息率分别为 6.75%、7.54%、8.26%，H 股息率分别为 9.12%、10.06%、11.15%。维持“买入”评级。

- **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、再投资风险等。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5214	10036	10627	12724
货币资金	4731	9500	10065	12229
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	2	1	1
存货	5	10	8	5
其他	477	525	552	490
非流动资产	16089	15697	14980	14526
长期股权投资	147	140	141	143
固定资产	954	937	842	707
在建工程	260	130	65	33
无形资产	13452	13463	12866	12517
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	1277	1027	1066	1127
资产总计	21303	25734	25607	27250
流动负债	1378	3881	1910	1626
短期借款	0	1923	0	0
应付票据及应付账款	605	870.26	784.93	512.18
其他	773	1087	1125	1114
非流动负债	6421	7412	8423	9419
长期借款	6202	7202	8202	9202
其他	219	210	221	217
负债合计	7799	11293	10332	11045
股本	1659	1659	1659	1659
资本公积	0.41	0.41	0.41	0.41
未分配利润	9875	11042	11924	12994
少数股东权益	1580	1635	1745	1866
股东权益合计	13505	14441	15275	16205
负债及权益合计	21303	25734	25607	27250

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1445	1794	1980	2194
折旧和摊销	924	898	911	921
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	-1	-1	-1
财务费用	166	178	183	262
投资损失	-38	-72	-63	-63
少数股东损益	-31	55	110	121
营运资金的变动	-566	564	-83	-219
经营活动产生现金流量	1938	3383	3046	3201
投资活动产生现金流量	-2477	-410	-128	-390
融资活动产生现金流量	83	1795	-2353	-647
现金净变动	-456	4769	565	2163
现金的期初余额	3360	4731	9500	10065
现金的期末余额	2904	9500	10065	12229

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5206	5713	6059	5333
营业成本	2955	2967	2975	1871
税金及附加	30	37	38	34
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	178	183	262
其他收益	16	16	16	16
投资收益	38	72	63	63
公允价值变动收益	1	1	1	1
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	2465	2786	3087
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1977	2466	2787	3088
所得税	563	616	697	772
净利润	1414	1849	2090	2316
少数股东损益	-31	55	110	121
归属母公司净利润	1445	1794	1980	2194
EPS(元)	0.87	1.08	1.19	1.32

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%	9.7%	6.1%	-12.0%
营业利润增长率	-6.8%	24.7%	13.0%	10.8%
归母净利润增长率	-4.6%	24.2%	10.4%	10.8%
盈利能力				
毛利率	43.2%	48.1%	50.9%	64.9%
归母净利率	27.8%	31.4%	32.7%	41.1%
ROE	12.1%	14.0%	14.6%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	43.9%	40.3%	40.5%
流动比率	3.78	2.59	5.56	7.83
速动比率	3.78	2.58	5.56	7.82
营运能力				
资产周转率	25.3%	24.3%	23.6%	20.2%
应收帐款周转率	-	-	-	-
存货周转率	58510.1%	41605.0%	33589.9%	29080.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.87	1.08	1.19	1.32
每股经营现金	1.17	2.04	1.84	1.93
每股净资产	7.19	7.72	8.16	8.64
估值比率(倍)				
PE	11.0	8.9	8.0	7.3
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

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.xyzq.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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn