

皖通高速 (600012): 短期关注合宁收费年限延长, 长期看断头路贯通效应

2019年12月11日

强烈推荐/首次

皖通高速 深度报告

报告摘要:

公司主营业务为安徽省内高速公路的运营与管理, 目前公司控股 7 条高速公路与 1 条国道, 营运公路里程 557 公里。通行费收入是公司最主要的收入来源, 且持续增长。

短期看点在于合宁高速续期: 公司股价处于低估状态很大程度上源于主力路产合宁高速的年限延长未能获批。但我们认为年限在近期获批是大概率事件, 因为通过改扩建延长公路收费年限有法可依且有大量案例可循。收费年限到底能够延长多久存在不确定性, 参考公司出具的可行性报告以及以往的改扩建案例, 我们认为收费期限有望延长至 2039 年以后。

中期看点在于宁宣杭高速断头路贯通: 公司控股 51% 的宁宣杭高速现阶段每年亏损超 3 亿元, 主要系该路段从安徽向北往南京以及从安徽向西往杭州的两个方向都是断头路。近期宁宣杭高速贯通工作开始加速, 我们认为江苏段有望于 21 年末贯通, 浙江段有望于 22 年末贯通, 将大幅提升该路段的收入水平, 帮助路产实现扭亏为盈。

相比于行业内其他可比公司, 我们认为皖通高速的优势体现在大型资本开支期依旧能够维持较低的杠杆率, 是公司经营现金流充沛的外在体现。有赖于此, 公司 DCF 估值水平即使在最悲观假设下 (合宁高速完全不延期) 也明显高于现在的市值。

盈利预测: 我们预计公司 19-21 年的归母净利润分别为 11.2、12.5 与 13.4 亿元, 对应 EPS 为 0.68 元、0.75 元、0.81 元, PE 分别为 8.4X、7.6X 与 7.0X。公司分红率根据自身资本开支压力不同而有所浮动, 近几年平均在 40% 左右, 以此计算公司未来 3 年股息率为 4.7%、5.3% 和 5.6%。考虑到公司资本开支期基本结束, 我们认为股息率还有进一步提升的空间。首次覆盖, 并给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 政策变动导致的负面影响; 合宁高速明年未能获得年限延长审批; 或收费年限的延长时间低于预期; 宁宣杭高速断头路贯通晚于预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,861.41	2,966.95	3,041.40	3,283.49	3,517.50
增长率 (%)	14.50%	3.69%	2.51%	7.96%	7.13%
净利润 (百万元)	1,091.34	1,123.04	1,124.85	1,252.08	1,344.28
增长率 (%)	16.94%	2.90%	0.16%	11.31%	7.36%
净资产收益率 (%)	11.64%	11.15%	10.56%	11.03%	11.11%
每股收益 (元)	0.66	0.68	0.68	0.75	0.81
PE	8.71	8.46	8.45	7.59	7.07
PB	1.01	0.94	0.89	0.84	0.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

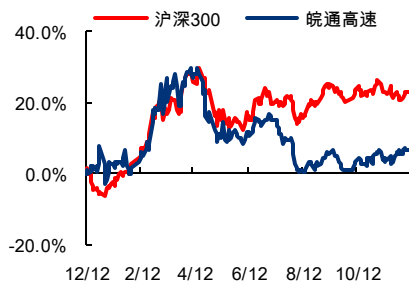
公司简介:

公司主要业务为持有、经营及开发安徽省境内收费高速公路及公路, 目前已经拥有七条高速公路和一条一级公路, 分别为合宁高速公路、高界高速公路、宣广高速公路、连霍公路安徽段、宁淮高速天长段、广祠高速、宁宣杭高速和 205 国道天长段新线。

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.07-5.15
总市值 (亿元)	95.04
流通市值 (亿元)	66.79
总股本/流通 A 股 (万股)	165861/116560
流通 B 股/H 股 (万股)	/49301
52 周日均换手率	0.36

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

研究助理: 李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 安徽省唯一高速公路上市平台，公路主业纯粹	4
2. 路产区位优势较强，修路成本管控严格	5
2.1 公司路产拥有较强的区位优势	5
2.2 公司路产建设成本合理，成本控制较严	7
3. 宁宣杭断头路打通有望显著提升收益水平	7
3.1 “两头断”是宁宣杭高速的面临主要问题	7
3.2 断头路打通将显著提升公路的收入水平，可以参考宁常高速	9
4. 收费年限问题压制估值，但不应过度悲观	10
4.1 通过改扩建延长收费年限有合理性，且有大量案例可循	12
4.2 “合理回报”如何界定决定了合宁高速具体能够延期多久	12
4.3 小概率事件（风险提示）：若收费年限在明年未获延长，则会严重拖累业绩	13
5. 盈利预测与 DCF 估值	14
6. 风险提示	15
相关报告汇总	17

表格目录

表 1：公司路产及收费年限一览	5
表 2：公司修路成本控制严格，单公里成本合理	7
表 3：A 股公司的现金流完全偿还倍数	11
表 4：通过改扩建延长收费年限有大量案例可循	12
表 5：“合理回报”问题可能是卡主合宁高速年限审批的主要问题	13

插图目录

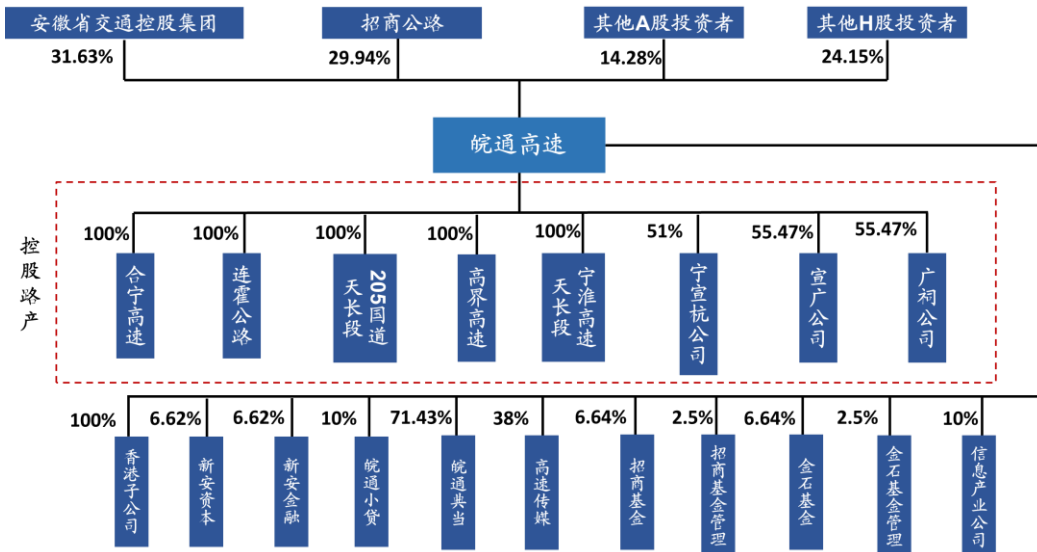
图 1：公司股权结构示意图	4
图 2：收费公路主业收入占比超 90%	4
图 3：通行费收入（亿元）稳定增长	4
图 4：2018 年公司控股路段通行费收入（亿元）	5
图 5：公司各路段毛利润与毛利率	5
图 6：皖通高速路网总览	6
图 7：宁宣杭高速单公里日均收入显著偏低（元/天公里）	8
图 8：宁宣杭高速亏损情况	8
图 9：宁宣杭高速两头断，但 22 年有望全线贯通	8
图 10：宁常高速断头路打通后实现收入快速增长	9
图 11：宁常镇溧高速 13 年之前亏损严重	10
图 12：宁常高速断头路打通之后实现收入持续增长（亿元）	10
图 13：公司经营净现金流（亿元）稳步增长	11

图 14：合宁高速收费权资产原值以及累计摊销估算	13
图 15：两种假设下皖通高速经营净现金流估算情况（亿元）	14

1. 安徽省唯一高速公路上市平台, 公路主业纯粹

皖通高速成立于 1996 年, 是安徽省内唯一公路类上市公司, 母公司安徽省交通控股集团由安徽省高速公路集团和安徽省交通投资集团于 2014 年末合并而成, 实际控制人为安徽省国资委。公司主营业务为安徽省内高速公路的运营与管理, 目前公司控股 7 条高速公路与 1 条国道, 营运公路里程 557 公里。

图 1: 公司股权结构示意图

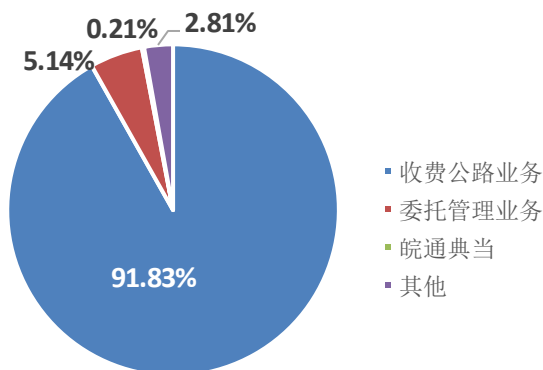


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

通行费收入是公司最主要的收入来源 (18 年占比 92%), 路费收入持续稳定增长。2018 年起至今, 受合宁高速改扩建影响, 通行费收入增速降至 2% 左右, 预计 2020 年合宁全线改扩建完成后将重回高增长。

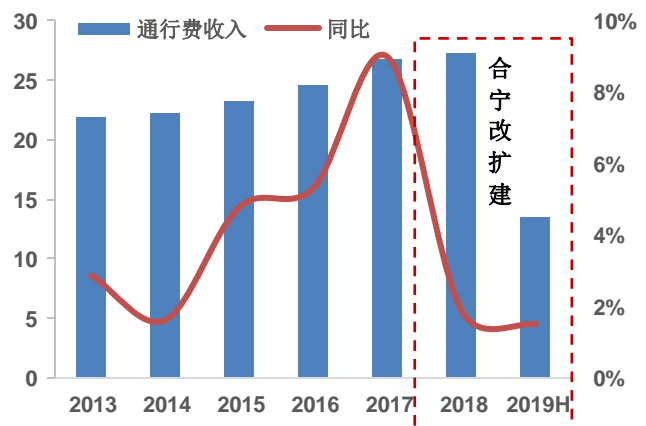
公司除通行费收入外的其他收入主要为委托管理业务, 内容为代管集团旗下 711 公里的路产, 营收占比约 5%。公司直接经营的类金融业务 (典当) 规模持续收缩, 收入占比仅 0.21%。以上业务利润率较低, 不对公司基本面产生重大影响。

图 2: 收费公路主业收入占比超 90%



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

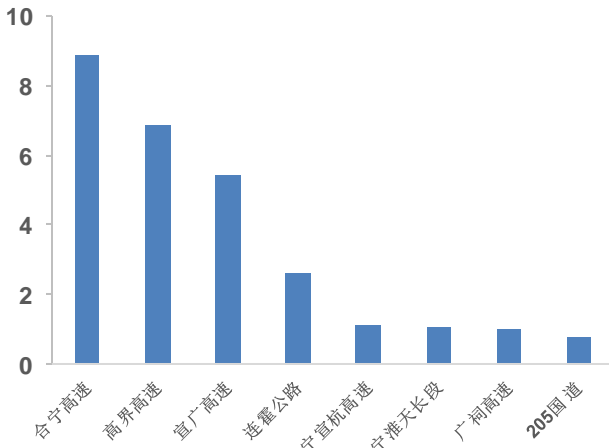
图 3: 通行费收入 (亿元) 稳定增长



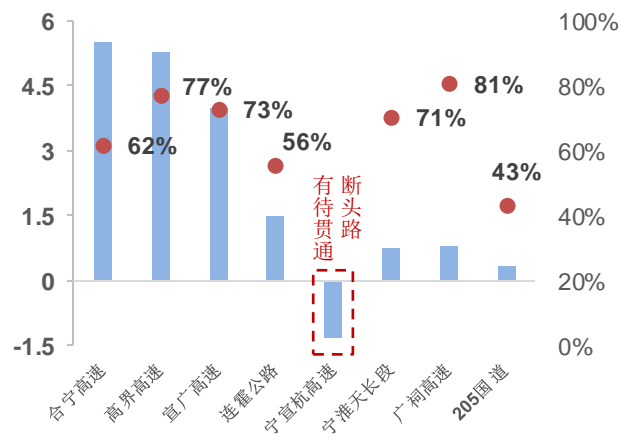
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

公司最主要的路产为合宁、高界以及宣广高速, 三段路产拥有较高的收入与毛利率, 贡献了公司大部分的盈利; 宁淮高速天长段以及广祠高速也拥有较高的利润率, 但由于里程较短, 故在收入中的比重较低。

宁宣杭高速处于大幅亏损状态, 主要是由于该路段向南京与杭州的方向皆未贯通, 导致车流量严重不足。但未来全线贯通后, 其收入的增长不失为公司一大看点。

图 4: 2018 年公司控股路段通行费收入 (亿元)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 5: 公司各路段毛利润与毛利率


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 路产区位优势较强, 修路成本管控严格

2.1 公司路产拥有较强的区位优势

公司下属的路产大部分属于省内或国家规划的重要纵横干道, 且连通省界, 因此具有较强的区位优势。

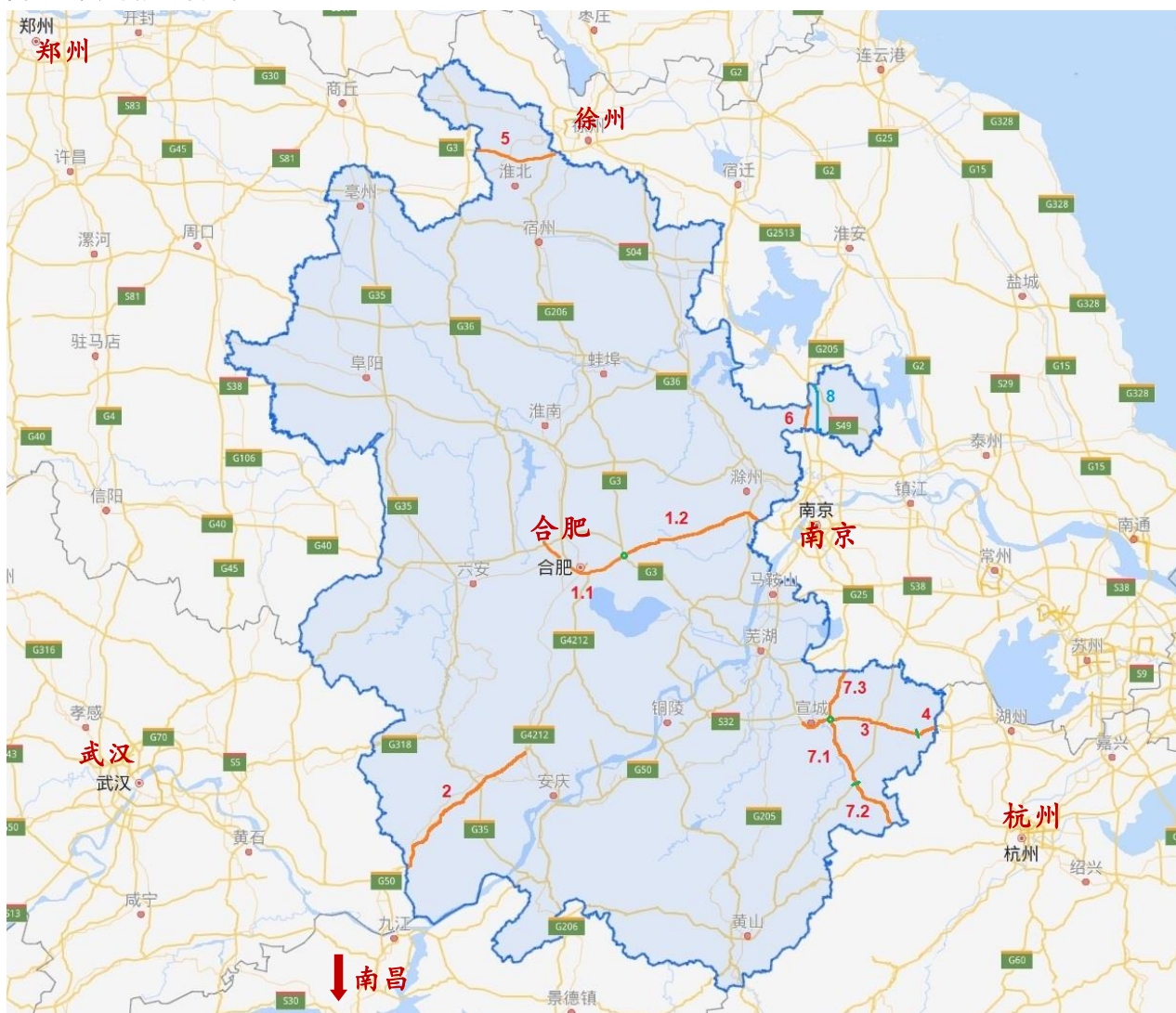
表 1: 公司路产及收费年限一览

经营路段(图 6 中标注)	公里数	车道类型	收费起始	收费到期	持股比例	备注
合宁高速(1.1)	43	双向八车道	1996.8.16	2026.8.15(待延长)	100.00%	2009.9.12 四改八完成
合宁高速(1.2)	89	双向八车道	1996.8.16	2026.8.15(待延长)	100.00%	2019Q4 四改八完成
高界高速(2)	110	双向四车道	1999.10.1	2028.12.31	100.00%	
宣广高速(3)	67	双向四车道	1999.1.1	2028.12.31	55.47%	
宣广高速南环段(3)	17	双向四车道	2003.9.1	2028.12.31	55.47%	
广祠高速(4)	14	双向四车道	2004.7.20	2029.7.20	55.47%	
连霍公路安徽段(5)	54	双向四车道	2003.1.1	2032.6.30	100.00%	
宁淮高速公路天长段(6)	14	双向六车道	2006.12.18	2032.12.31	100.00%	
宁宣杭高速公路(7.1)	46	双向四车道	2013.9.8	2043.9.7	51.00%	
宁宣杭高速公路(7.2)	40	双向四车道	2015.12	2020.12	51.00%	临时收费权 5 年, 现按照 30 年摊销
宁宣杭高速公路(7.3)	27	双向四车道	2017.12	2022.12	51.00%	
205 国道天长段(8)	30	双向四车道	1997.1.1	2026.12.31	100.00%	

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

公司最为主力的路产合宁高速收费年限到 2026 年，但已经基本完成改扩建，现有待延长收费年限。高界高速与宣广高速（以及广祠高速）收费年限还有不到 10 年，我们预计未来也会通过改扩建继续延长收费年限。其余的成熟路产中，除了 205 国道于 2026 年停止收费外，连霍公路与宁淮天长段都还具有十余年的收费年限，暂时不会涉及改扩建问题。

图 6：皖通高速路网总览



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

培育期路产主要为宁宣杭高速，由于安徽段车流量依赖宁宣杭江苏段与浙江段的贯通效应，我们预计路产扭亏要在 2022 年以后。

宁宣杭高速部分路段现在只有 5 年临时收费权，主要是因为安徽省在收费权审批流程上与其他省份存在差异：新建路产会先给予 5 年临时收费权，然后根据这五年的收入表现评估最终的收费年限，一般为 25 年或 30 年。目前宣城到宁国段已经给予 30 年收费权，我们认为剩余两段大概率也会给予 30 年的收费期限。

2.2 公司路产建设成本合理, 成本控制较严

公路的建设成本是影响路产盈利能力的重要指标。从公司项目实际投资占预算的比例, 以及最后实际的单公里成本来看, 公司路产的建设成本较为合理, 成本管控较为严格。

从下表可以看到, 一般情况下公司项目实际投资都会明显低于预算值, 且公司路产的单公里成本基本在 0.4-0.5 亿元/公里, 总体处于严格控制的状态。唯一的超预算发生在合宁高速“大蜀山 - 陇西立交”段, 我们认为这与经济危机前夕经济过热导致的建材价格与拆迁成本上行有关。

表 2: 公司修路成本控制严格, 单公里成本合理

主要经营路段	建设类型	完成时间	公里数	车道类型	项目 预算	实际 投资	单公里 成本
连霍公路安徽段(5)	收购+续建	2003.7	54	双向四车道	38.10 亿	约 23 亿	约 0.43 亿
宁淮高速天长段(6)	新建六车道	2006.12	14	双向六车道	5.59 亿	4.76 亿	0.34 亿
合宁高速(1.1)	四改八	2009.9	43	双向八车道	17.87 亿	19.64 亿	0.46 亿
宁宣杭高速公路(7.1)	新建四车道	2013.9	46	双向四车道	31.34 亿	20.10 亿	0.44 亿
宁宣杭高速公路(7.2)	新建四车道	2015.12	40	双向四车道	29.28 亿	20.87 亿	0.52 亿
宁宣杭高速公路(7.3)	新建四车道	2017.12	27	双向四车道	21.30 亿	13.30 亿	0.49 亿
合宁高速(1.2)	四改八	2019Q4	89	双向八车道	63.75 亿	按照 50 亿计算	约 0.56 亿

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

近期市场较为关注的合宁高速四改八项目, 预算 63.75 亿元, 但在 16 年 8 月发布的扩建工程公告中, 公司估算认为该项目实际投资额不超过人民币 50 亿元 (故我们之后的测算都以改扩建 50 亿元计算)。

但截至 19 年中报发布, 合宁高速改扩建累计投资为 24.28 亿元, 而改扩建项目已经接近尾声, 故我们认为实际投资金额会低于 50 亿元, 大概率控制在 40 亿左右, 对应单公里成本控制在约 0.45 亿元。

3. 宁宣杭断头路打通有望显著提升收益水平

3.1 “两头断”是宁宣杭高速的面临主要问题

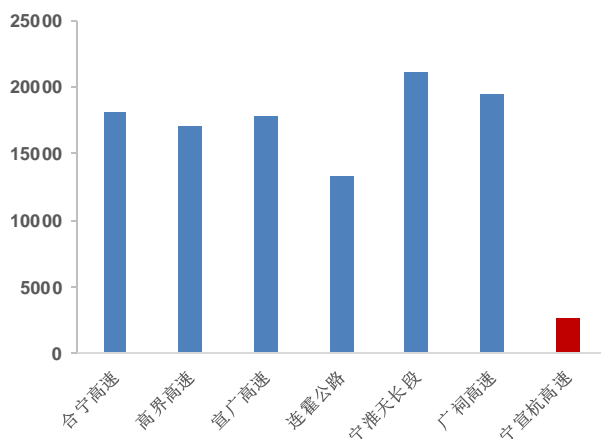
公司现阶段除宁宣杭高速外所有路产都实现盈利, 但控股 51% 的宁宣杭高速严重亏损。2018 年, 宁宣杭公司亏损 3.45 亿元, 2019 年上半年亏损 1.51 亿元。

宁宣杭公司亏损的主要原因是车流量低导致的收入不足。下图可以看到, 同样为四车道高速公路 (只有宁淮天长段为六车道), 公司大部分路产的单公里日均收入在 1.5 万元以上, 而宁宣杭高速的这一指标只有 2600 元左右, 严重低于正常水平。

另一方面, 与大部分高速公路公司采用的车流量折旧法不同, 公司采用平均折旧法对公路收费权进行计提, 导致路产前期培育期的成本较高。宁宣杭高速总投资合计 54.27 亿元, 按照平均折旧法以及 30 年收费年限进行折旧, 每年的折旧成本约 1.8 亿元, 去年宁宣杭高速营业成本共计 2.44 亿元, 折旧占到了大部分。

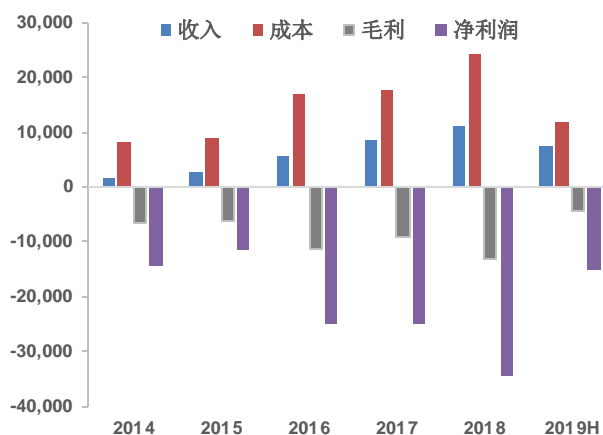
由于宁宣杭创收能力较弱, 导致债务偿还缓慢。2018 年宁宣杭毛利为-1.3 亿元, 净利润-3.45 亿元, 相当于每年还要支付 2 亿元左右的财务费用。

图 7: 宁宣杭高速单公里日均收入显著偏低 (元/天公里)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

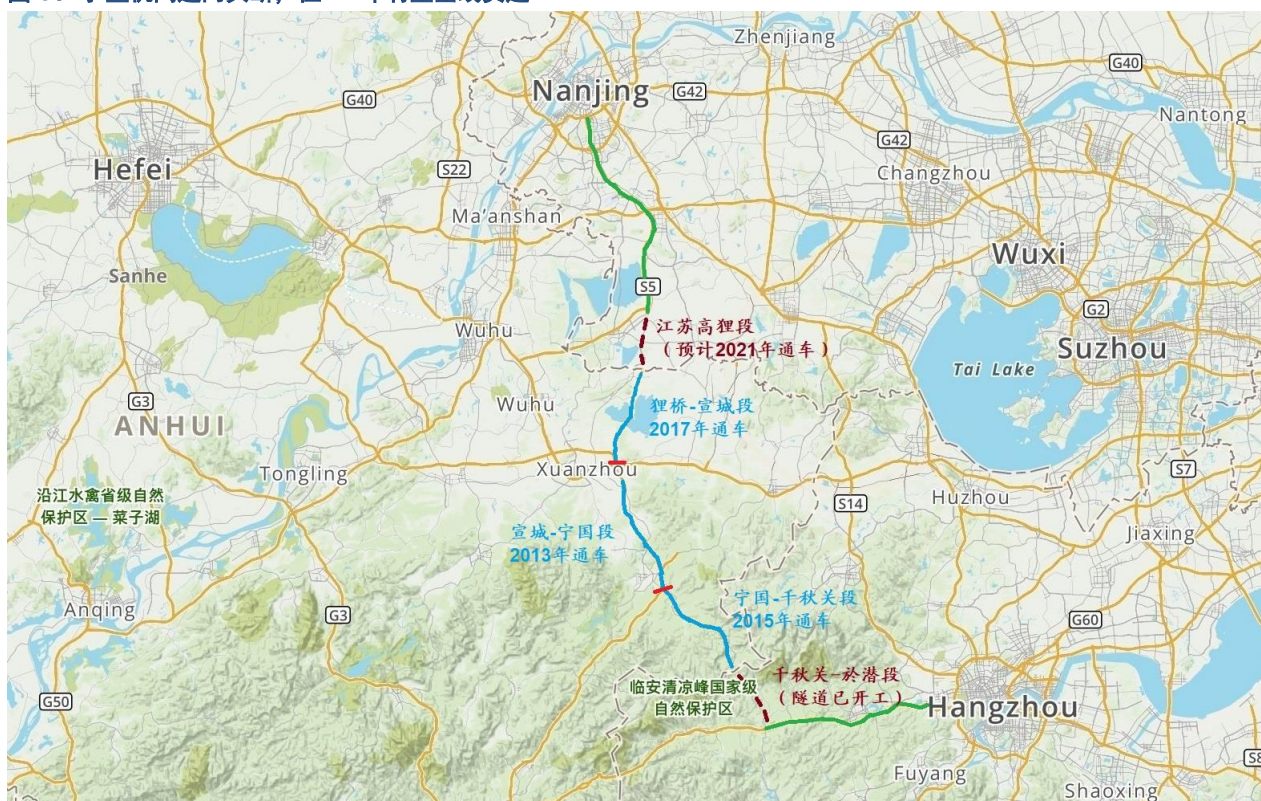
图 8: 宁宣杭高速亏损情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从本身的区位来讲, 宁宣杭高速是南京与杭州的连接线, 地理地位相当于长三角外环线, 不应该是一条严重亏损的公路。其主要的问题在于“两头断”, 即从安徽向北往南京以及从安徽向西往杭州的两个方向都是断头路。

图 9: 宁宣杭高速两头断, 但 22 年有望全线贯通



资料来源: 谷歌地图, 东兴证券研究所

2018年6月，沪苏浙皖签署《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》，宁宣杭高速贯通工作开始加速。现阶段，往江苏方向的19公里断头路已经开始施工，预计21年末或22年能够贯通。

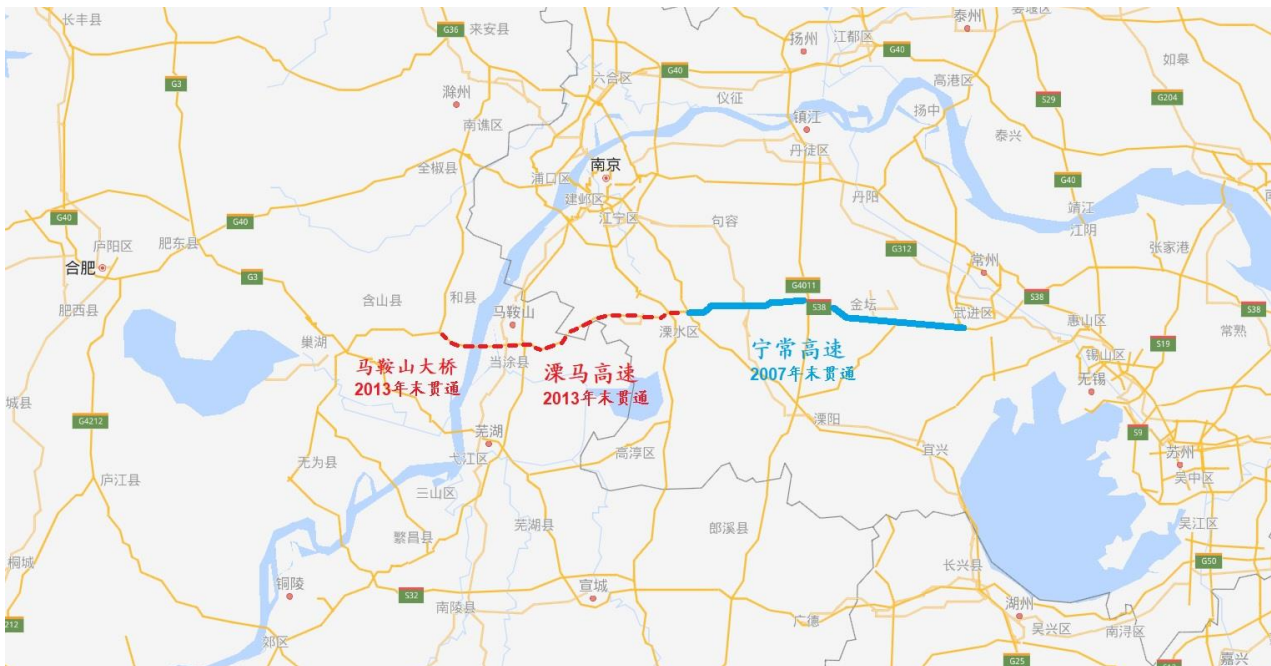
千秋关向南的约24公里断头路由于地形较为复杂，进展较为缓慢。浙江省交通投资集团披露，千秋关-於潜段隶属临建高速，北起浙皖交界的千秋关隧道，终于杭新景高速公路安仁互通处。临建高速路线全长约85.5公里，沿线穿越多山地带，共设置隧道29.5座，总长33.6公里，隧道占比路线长度的39%，施工难度大，导致总投资高达206亿元，折合单公里2.41亿元，成本很高导致盈利困难，迟迟没有动工可以理解。所幸千秋关地区的特长隧道——英公隧道已经开始施工，预示着工程开始加速建设，我们认为浙江段有望于2022年末或23年贯通。

3.2 断头路打通将显著提升公路的收入水平，可以参考宁常高速

断头路打通对车流量的提振效果非常显著，周边可以参考的就有宁常高速。

宁常高速刚建成通车时属于“一头断”，其向东往常州方向道路通畅，但向西过江往安徽马鞍山方向不通，导致车流量不足，严重亏损。2013年之前，宁常镇溧公司营业收入都低于营业成本，再算上财务费用则每年净亏损超过4亿元。

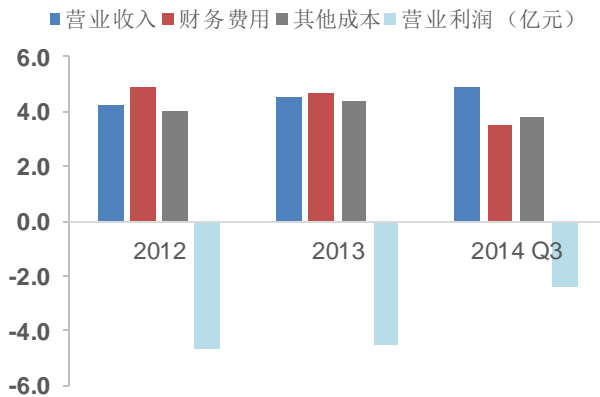
图 10：宁常高速断头路打通后实现收入快速增长



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

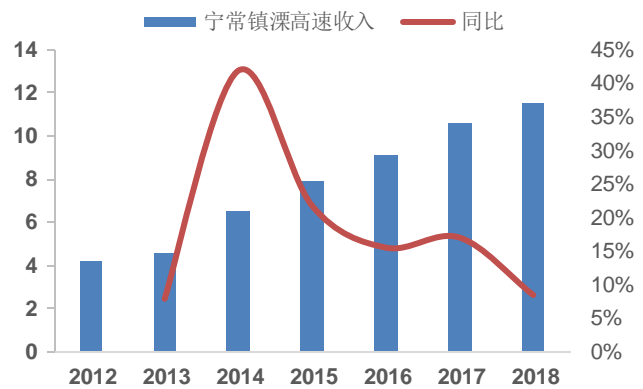
2013年底，溧马（溧水至马鞍山）高速公路及马鞍山大桥开通，安徽至苏南沿线地区的车辆汇入宁常高速公路，使得宁常高速收入快速增长。宁常镇溧公司2014年营收增幅超40%，之后又维持了三年20%左右的增速。到18年时，宁常镇溧公司的营收已经接近13年的3倍。

图 11：宁常镇溧高速 13 年之前亏损严重



资料来源：宁沪高速公告，东兴证券研究所

图 12：宁常高速断头路打通之后实现收入持续增长（亿元）



资料来源：宁沪高速年报，东兴证券研究所

注：宁常镇溧高速公司是宁沪高速旗下子公司，宁常与镇溧是两条高速，但收入并未拆分，故图中数据为两高速合并数据。由于公司主要收入由宁常高速贡献，故并不影响结论。

断头路的贯通对于高速公路收入有着巨大的拉动作用，像宁宣杭高速这种“两头断”的则会更加明显。贯通后，作为连通杭州与南京的主干道之一，宁宣杭的收入有巨大的成长空间。

4. 收费年限问题压制估值，但不应过度悲观

估值角度，我们认为公司的估值水平受到压制，在行业中处于较低的水平。

我们自建了一个指标： $(\text{现有市值} + \text{公司总负债} - \text{货币资金}) / \text{经营净现金流}$ 。这个指标的大概意思是：借入低利息贷款并以现有市值收购公司，依靠公司经营净现金流偿还债务，大概需要多少年才能完全偿清（包括公司自有债务和收购公司所借的债务）。我们姑且将之称为“现金流完全偿还倍数”。（该指标的本质是高度简化的 DCF 模型）

这个指标并不是说一定是越低越好，而是需要和公司路产的加权收费年限相比对。理论上，该计算值与公司路产整体收费年限的比值越低，说明公司受到低估越是严重（该比值低说明公司的路产在完全偿还债务之后还能收费很多年）。然而一家高速公路公司整体收费年限是难以精确测算的，因此这里只列出了 A 股高速公路板块重点公司的“现金流完全偿还倍数”供参考。

我们可以看到，不同公司由于经营杠杆的不同，其现金流完全偿还倍数会具有较大差异。比如刚刚完成济青高速改扩建的山东高速，完全偿还倍数较高，但相应的其路产收费年限也比较长。

注：根据公司的不同，经营净现金流指标可以表现稳定，也可能存在较大的波动性或趋势性，这里仅取 2018 年数值，但不一定完全表现公司现金流的实际情况。

表 3: A 股公司的现金流完全偿还倍数

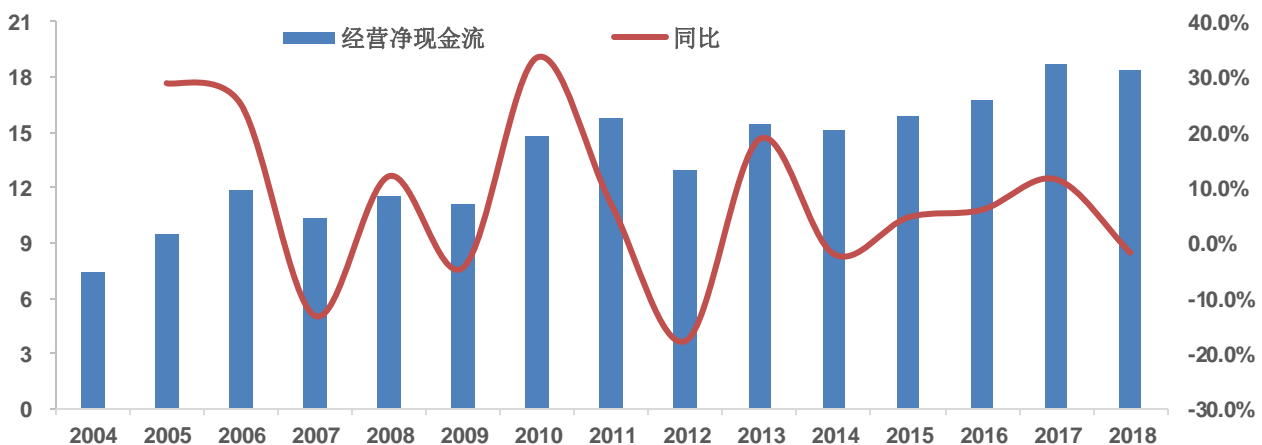
证券简称	总市值 最新交易日	负债合计 2019Q3	货币资金 2019Q3	经营净现金流 2018 年	现金流完全偿还倍数 (市值+负债-货币资金) / 经营净现金流
皖通高速	94.9	38.8	19.4	18.1	6.32
福建高速	82.9	59.6	10.2	19.1	6.92
中原高速	93.3	374.9	16.7	46.1	9.79
粤高速 A	166.8	69.9	26.1	19.2	10.99
四川成渝	117.4	213.6	39.5	26.2	11.13
现代投资	63.4	242.0	30.9	23.8	11.51
赣粤高速	94.1	183.8	24.4	19.4	13.09
深高速	244.0	230.1	47.8	32.2	13.23
宁沪高速	556.7	210.5	5.4	57.2	13.33
楚天高速	55.9	40.3	7.2	6.0	14.76
山东高速	228.5	449.0	16.7	38.9	16.99
招商公路	509.1	337.9	87.2	36.8	20.63

资料来源: WIND、公司年报、东兴证券研究所

我们认为皖通高速在估值上有明显低估的原因可以从两方面来看: 一方面, 其现金流完全偿还倍数仅为 6.3 倍, 的确处于行业最低水平; 另一方面, 公司路产除了合宁高速 (还有 6 年) 外收费年限大多在 10 年及以上, 而合宁高速刚刚完成改扩建, 收费年限有待延长。因此只要合宁高速能够实现收费年限的延长, 公司路产的整体收费年限会远高于 6.3。

从这个角度来讲, 合宁高速的收费年限的确严重影响着公司的估值水平。合宁高速收费是否延长, 延长多少年会较为明显的影响公司最后的估值水平。

图 13: 公司经营净现金流 (亿元) 稳步增长



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

4.1 通过改扩建延长收费年限有合理性, 且有大量案例可循

我们认为合宁高速的年限延长是大概率事件。

改扩建延长收费年限本身是有法可依, 有例可循的。2018年12月发布的《收费公路管理条例(修订草案)》第二章第十一条明确说明: 实施收费高速公路改扩建工程, 增加高速公路车道数量, 可重新核定偿债期限或者经营期限。

表 4: 通过改扩建延长收费年限有大量案例可循

项目名称	省份	投资金额	公里数	单公里投资	扩建完成	原收费期限	新收费期限	年限延长	从扩建完成到结束收费
沪宁高速	江苏	105.4 亿	248	0.43 亿	2006 年	2027 年 6 月	2032 年 6 月	5	26 年
泉厦高速	福建	54.86 亿	82	0.67 亿	2010 年	2029 年 6 月	2035 年 9 月	6	25 年
福泉高速	福建	71.95 亿	167	0.43 亿	2011 年	2031 年 10 月	2036 年 1 月	5	25 年
佛开高速	广东	48.4 亿	47	1.03 亿	2012 年	2026 年 12 月	2036 年 3 月	9	24 年
长平高速	吉林	51.97 亿	110	0.47 亿	2015 年	2029 年 7 月	2040 年 10 月	11	25 年
昌樟高速	江西	40.77 亿	103	0.40 亿	2015 年	2029 年 7 月	2044 年 3 月	15	29 年
济青高速	山东	约 230 亿	309	0.74 亿	2019 年	2029 年 11 月	预计 2044 年末	15	25 年
合宁高速	安徽	约 70 亿	134	0.52 亿	2019 年	2026 年 8 月	待定		

资料来源: 相关上市公司年报、东兴证券研究所

上市公司的核心路产普遍修建较早, 按照 25-30 年的收费年限, 现阶段很大一部分已经到了收费末期, 而其中很多路产早已通过改扩建完成了收费年限的延长。因此我们认为合宁高速也不会例外, 其收费年限的延长是非常确定性的事件。

4.2 “合理回报”如何界定决定了合宁高速具体能够延期多久

相比于收费年限延长的确定性, 到底能够延长多久这件事则存在一定不确定性。

同样是《收费公路管理条例(修订草案)》第二章第十一条规定: 经营性公路项目的经营期限, 按照收回投资并有合理回报的原则确定。然而, 对于“合理回报”如何界定, 实际上并没有一个非常明确的标准。

根据公司 16 年公布的合宁高速改扩建公告, 公司以项目通车后收费期限延长至 2043 年末为基础(在原收费期限基础上延长 17 年)进行测算, 本项目资本金财务内部收益率(税后)约为 12.57%; 在 6%折现率下, 净现值(税后)为 36.09 亿元, 投资回收期(含建设期)约为 18.85 年。考虑到公司改扩建工程的最终投资还会低于原始的项目预算, 在收费到 2043 年末的假设下, 项目内部收益率会高于 12.57%。

公司以项目完成后收费期限延长至 2043 年为估计的标准, 主要是考虑到大部分现有的改扩建案例都遵循类似的模式。从上表可以看到, 虽然各案例实际延长的年限各有不同, 但从改扩建完成算起到收费期结束的时间基本在 25 年左右。合宁高速预计 2019 年末全线贯通, 收费至 2043 年末相当于从改扩建完成起起的 24 年, 处于常规范围内。

但如果拆分开来看, 整体延期至 2043 年相当于陇西立交以东段(89 公里)在 19 年改扩建完成基础上延长 24 年收费年限, 但陇西立交以西段(43 公里)在 09 年扩建完工基础上向后延长了 34 年。因此如果从收益率角度, 整体收费至 2043 年的对应的收益率较高, 可能会超出“合理回报”的范畴。我们认为这是合宁高速改扩建年限迟迟未能批复的主要原因。

表 5：“合理回报”层面的争议可能是卡住合宁高速年限审批的主要原因

延期方式	方案优点	面临的问题
整体延长至 2043 年	操作简单	回报率较“合理回报”标准偏高
陇西立交以西以 09 年扩建完成为节点后延至 2033 年	有例可循	造成同一路段不同部分的收费年限差距过大
陇西立交以东以 19 年扩建完成为节点后延至 2043 年	回报水平合理	
按照“合理回报”标准拟定一个整体年限	审批阻力小	“合理回报”的具体标准并不清晰

资料来源：东兴证券研究所

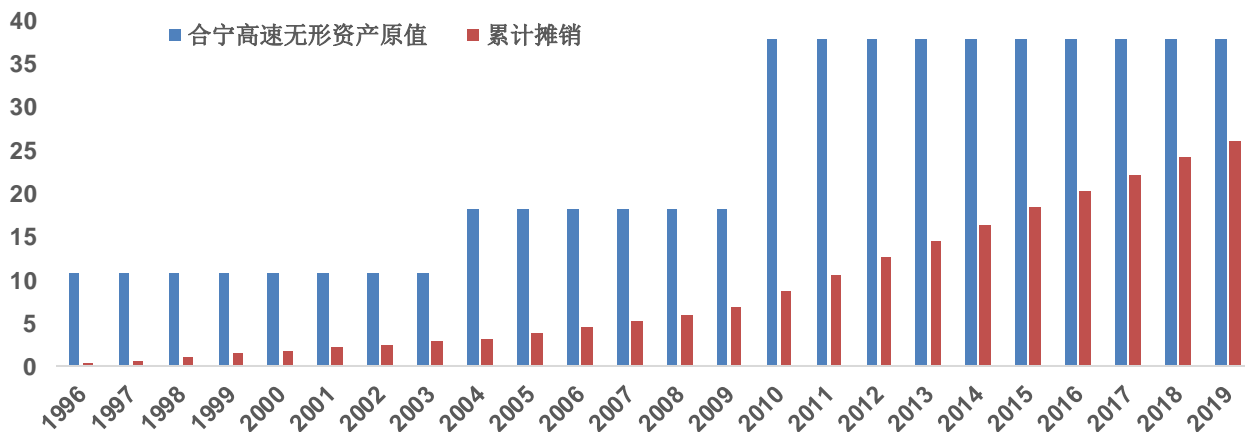
我们认为，如果将合宁高速以陇西立交为界拆成两段并给予不同的年限可以基本解决“合理回报”的问题，但会造成同一条主干道的不同部分收费年限差异过大，在未来的管理上可能造成不便，因此最有可能的年限延长模式是按照“合理回报”拟定一个整体的年限延长方案。我们预计合宁高速的收费终止期限会在 2039-2043 年之间（对应以 2019 年改扩建完成为节点向后延长 20-24 年）。

4.3 小概率事件（风险提示）：若收费年限在明年未获延长，则会严重拖累业绩

虽然我们认为合宁高速的收费年限延长是确定性事件，但不能否认的是其审批进度存在一定不可控性。若收费年限于明年未能获批，则会由于折旧大幅增长而严重拖累业绩。

除本次改扩建，合宁高速一共产生过三次重大资本开支，分别是：1995 年 11 月建成通车，总投资 10.89 亿元；2004 年 11 月沥青混凝土路面改建完成，总投资 7.4 亿元；2009 年 8 月四改八一期工程完成，总投资 19.65 亿元。

由于公司采用平均折旧法，我们可以比较方便的估算出合宁高速无形资产摊销的大致金额，以及其累计摊销。我们估计在合宁高速二期改扩建完成之前，合宁高速每年的摊销金额在 1.9 亿元左右，累计摊销约 26 亿元，收费权资产期末余额不到 12 亿元。

图 14：合宁高速收费权资产原值以及累计摊销估算


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们假设二期改扩建工程总投资 50 亿元，收费截止时间由 2026 年延长至 2039 年，则 2020 年起，合宁高速每年的摊销金额从 1.9 亿元提升至约 3.1 亿元，增加 1.2 亿元。但考虑到改扩建完成后车流量的增长，我们认为合宁改扩建本身对公司 2020 年的业绩大概率是正面影响而非负面影响。

但假设合宁高速收费年限延长未能在 2020 年年内获得审批，则摊销只能按照 2026 年到期进行计算，每年摊销金额将达到约 10.3 亿元，将严重影响公司当年净利润。

当然我们需要强调，**该事件属于小概率事件**，且路产改扩建完成而收费期限审批却未完成的情况此前并没有先例。

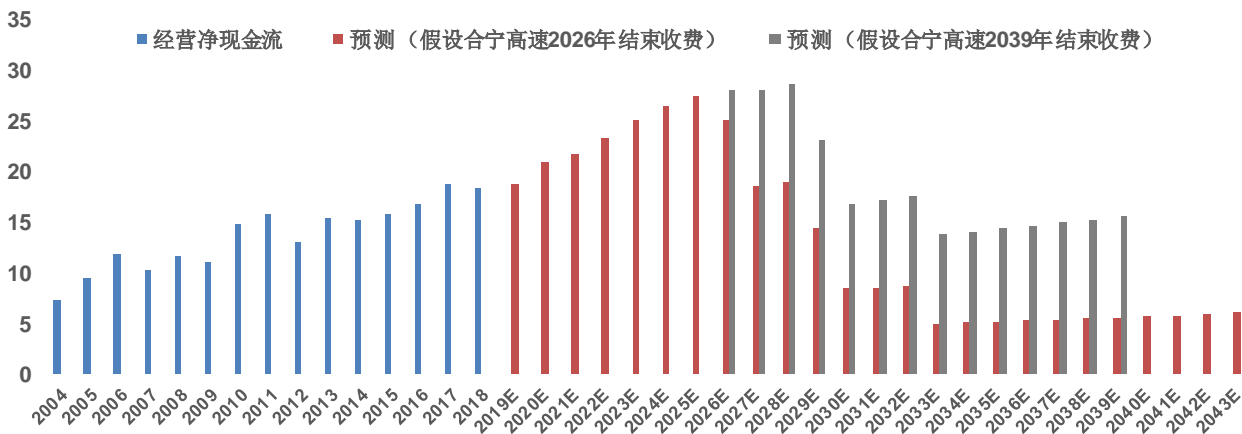
5. 盈利预测与 DCF 估值

考虑到高速公路行业本身的属性，以及公司主力路产收费年限的不确定性，我们认为 DCF 估值对于公司股价的参考性较强。

我们预计公司经营净现金流在 2020-2024 年间会有较明显的提升，主要基于两个假设：

1. 合宁高速四改八完成后车流量短期会有较块增长。
2. 宁宣杭高速江苏段与浙江段分别在 2022 年与 2023 年贯通，拉动宁宣杭安徽段的收入快速增长。

图 15：两种假设下皖通高速经营净现金流估算情况（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

根据 DCF 估值法计算，在最悲观假设下（即合宁高速年限完全不延长，不太可能的情况），基于 WACC=8%，测算得公司净现值为 8.11 元/股；如果假设合宁高速年限延长至 2039 年，给予 WACC=8%，则公司净现值将提升至 10.83 元/股。

相比于行业内其他可比公司，我们认为皖通高速的优势体现在大型资本开支期依旧能够维持较低的杠杆率，这是公司经营现金流非常充沛的外在体现。展望未来，公司短期（1 年内）的看点在于合宁高速的收费年限的延长，中期（2-3 年）的看点在于宁宣杭高速江苏段与浙江段贯通带来的收入大幅增长。

我们预计公司 19-21 年的归母净利润分别为 11.2、12.5 与 13.4 亿元，对应 EPS 为 0.68 元、0.75 元、0.81 元，PE 分别为 8.4X、7.6X 与 7.0X。公司分红率根据自身资本开支压力不同而有所浮动，近几年平均水平在 40%左右，以此计算公司未来 3 年股息率为 4.7%、5.3%和 5.6%。考虑到公司资本开支期基本结束，我们认为股息率还有进一步提升的空间。我们首次覆盖公司，并给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

1. 行业政策变动可能产生短期负面影响，重点关注今年新颁布的《收费公路车辆通行费车型分类标准》。
2. 合宁高速 2020 年内未能获得年限延长审批；或收费年限的延长时间低于预期。
3. 宁宣杭高速断头路（主要指建设难度较大的浙江段）贯通晚于预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2340	2694	1707	1861	3193	营业收入	2861	2967	3041	3283	3518
货币资金	1829	2513	1521	1661	2981	营业成本	1185	1283	1356	1416	1480
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	25	25	24	26	27
其他应收款	494	158	162	175	187	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	1	1	1	1	管理费用	83	84	85	91	96
存货	7	5	7	8	8	财务费用	30	53	62	69	43
其他流动资产	0	4	4	4	4	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	11836	12087	13442	12690	11938	资产减值损失	25.87	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	125	129	129	129	129	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	945	825	786	707	629	投资净收益	23.88	25.26	26.52	27.85	29.24
无形资产	9935	10246	11643	10920	10198	加: 其他收益	5.47	2.48	2.48	2.48	2.48
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1540	1547	1543	1713	1903
资产总计	14176	14780	15150	14551	15132	营业外收入	0.75	1.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1214	1432	1981	912	917	营业外支出	0.44	0.55	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	814	0	0	利润总额	1540	1548	1543	1713	1903
应付账款	765	630	371	116	122	所得税	455	451	446	490	538
预收款项	7	4	4	4	4	净利润	1086	1097	1097	1223	1364
一年内到期的非流动负	78	386	386	386	386	少数股东损益	-6	-26	-28	-29	20
非流动负债合计	2932	2768	1991	1791	1591	归属母公司净利润	1091	1123	1125	1252	1344
长期借款	1667	1563	1563	1563	1563	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4146	4199	3973	2704	2509	成长能力					
少数股东权益	651	511	483	454	474	营业收入增长	14.50%	3.69%	2.51%	7.96%	7.13%
实收资本 (或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	23.85%	0.45%	-0.25%	11.00%	11.09%
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润	16.94%	2.90%	0.16%	11.31%	7.36%
未分配利润	6497	7251	7926	8678	9484	获利能力					
归属母公司股东权益合	9379	10070	10648	11348	12103	毛利率 (%)	58.60%	56.76%	55.43%	56.88%	57.92%
负债和所有者权益	14176	14780	15150	14551	15132	净利率 (%)	37.94%	36.96%	36.07%	37.25%	38.79%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	7.70%	7.60%	7.42%	8.60%	8.88%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	11.64%	11.15%	10.56%	11.03%	11.11%
经营活动现金流	1883	1808	1445	1766	2141	偿债能力					
净利润	1086	1097	1097	1223	1364	资产负债率 (%)	29%	28%	26%	19%	17%
折旧摊销	687.45	722.65	715.69	831.06	820.02	流动比率	1.93	1.88	0.86	2.04	3.48
财务费用	30	53	62	69	43	速动比率	1.92	1.88	0.86	2.03	3.47
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款增加	1	-3	0	0	0	总资产周转率	0.21	0.20	0.20	0.22	0.24
投资活动现金流	-1477	-714	-2054	-42	-40	应收账款周转率					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.75	4.25	6.08	13.46	29.56
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	24	25	27	28	29	每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.68	0.68	0.75	0.81
筹资活动现金流	-477	-469	-384	-1584	-781	每股净现金流 (最新摊)	-0.04	0.38	-0.60	0.08	0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	5.65	6.07	6.42	6.84	7.30
长期借款增加	17	-104	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	8.71	8.46	8.45	7.59	7.07
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.01	0.94	0.89	0.84	0.79
现金净增加额	-71	624	-993	141	1319	EV/EBITDA	4.17	3.85	4.27	3.75	3.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	深高速 (600548.SH) 中报点评: 公路主业营收符合预期, 一次性收益导致利润大幅增长	2019-08-27
公司	宁沪高速 (600377.SH) 半年报点评: 车流量稳健增长带动扣非后净利润提升	2019-08-26
行业	高速公路行业: 高分红率背后的投资逻辑	2019-07-29

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。