

皖通高速（600012）：疫后复苏与路产贯通带动业绩增长，静待资产收购落地

2023年4月28日

强烈推荐/维持

皖通高速 公司报告

事件：公司2022年实现通行费收入36.76亿元，同比下降4.04%，归母净利润14.4亿元，同比下降4.57%。22年净利润下降主要系疫情影响及四季度货车收入减免。23年一季度公司实现营收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%。公司近期拟收购六武高速，并承诺收购完成后将分红比例提高至70%。

2022年业绩展现出较强韧性：在去年疫情影响与去年四季度货车收费减免的双重不利条件下，公司盈利依旧保持在相对较高的水平。其中合宁高速收入仅微降0.2%，顶住了疫情压力，滁河大桥全线通车为合宁高速带来了一定的贯通效应；高界高速收入逆势增长3.8%，主要系平行国道维修。宣广、广祠高速去年受上游芜合高速改扩建施工和重要桥梁维护等因素影响，收入下降近20%。芜合高速改扩建于去年年末完成，预计今年宣广高速收入情况将有明显修复。

一季度收入增长明显，宁宣杭高速受益于强贯通效应：一季度公司路产增收明显，合宁高速、高界高速收入分别同比提升18.2%和7.0%。宁宣杭高速方面，江苏段于去年9月通车，浙江段于去年年末通车，结束了宁宣杭高速断头路的历史，对公司盈利提升有巨大帮助。一季度宁宣杭高速收入同比提升146%。但目前宁宣杭高速刚刚全线贯通，车流量相较于周边路产还有明显差距，其流量还有很大的提升空间。受益于疫后复苏以及宁宣杭的高增长，公司一季度通行费收入提升13.7%，实现开门红。

收购六武高速估值合理，有望进一步增厚业绩：公司拟通过发行股份（占85%）及支付现金（占15%）方式，向大股东安徽交控收购六武高速100%股权。六武高速交易对价预计不超过40亿元，A股发行价格为7.19元/股；为保障中小股东利益，公司将2023-2025年分红比例承诺从60%提高至70%。

六武高速收费里程92.7公里，剩余收费年限16.7年。收购路段净资产约25亿元，且基本剥离了债务（22年项目总负债不到1000万元）。21与22年净利润分别为2.5与2.1亿，由于22年受疫情影响较大，实际上21年盈利参考意义较强。21年六武高速净利润率约45%，是较为优质的资产。

以40亿收购对价上限计算，资产对应PE上限为16倍。确实高于公司目前估值（PE-TTM约10倍），投资者普遍对此较为关注。我们综合考虑后认为收购价格合理。

一方面，高速公路估值除了看盈利，还需要考虑收费年限，如果不考虑改扩建完成的合宁高速（年限审批还在进行中），六武高速的收费年限较公司大部分路产更长，仅不及岳武高速和宁宣杭高速。

另一方面，由于采用平均折旧而非车流量折旧，六武高速在运营前中期的折旧占比较高，会一定程度上压低前中期的盈利水平，但后期盈利弹性会高于采用车流量折旧的路产（因为折旧固定，不会随车流量增长而增长）。因此如果要目前的盈利水平作为估值基准，那么就同时需要考虑路产后续较强的

公司简介：

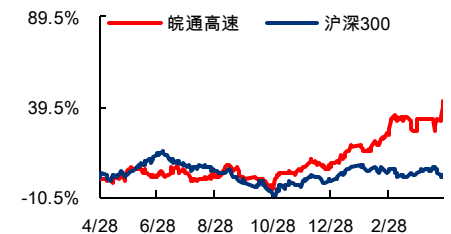
公司主要业务为持有、经营及开发安徽省境内收费高速公路及公路，目前持有并运营八条高速公路，一条高速公路桥梁以及一条一级公路，分别为合宁高速公路、高界高速公路、宣广高速公路、连霍公路安徽段、宁淮高速天长段、广祠高速、宁宣杭高速、岳武高速安徽段、安庆长江大桥和205国道天长段新线。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	9.61-6.34
总市值（亿元）	159.39
流通市值（亿元）	112.01
总股本/流通A股（万股）	165,861/116,560
流通B股/H股（万股）	-/49,301
52周日均换手率	2.25

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

盈利成长性。

最后，从获取成本角度考虑，40 亿上限的收购价格对应 93 公里路产的 16.7 年收费权，单公里成本不超过 0.43 亿元。六武高速位于连通合肥与武汉的最近路线上，地理位置优越，后续车流量还有较大提升潜力。相较于目前动辄近亿元的高速公路单公里建设成本，六武高速作为已经稳定盈利的优质资产，其定价实际上较为公允。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 18.1、20.0 和 21.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.20 和 1.31 元。公司近两年受益于路产贯通效应，具有较强的业绩弹性。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：合宁高速年限延长的不确定性；收购路产收入低于预期；宏观经济不景气等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,921.0	5,206.4	5,780.2	6,153.2	6,499.0
增长率(%)	48.94%	32.78%	11.02%	6.45%	5.62%
归母净利润(百万元)	1,514.2	1,445.0	1,805.1	1,996.9	2,174.5
增长率(%)	64.86%	-4.57%	24.92%	10.63%	8.90%
净资产收益率(%)	13.29%	12.12%	14.33%	14.91%	15.25%
每股收益(元)	0.91	0.87	1.09	1.20	1.31
PE	10.53	11.03	8.83	7.98	7.33
PB	1.40	1.34	1.27	1.19	1.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	4484	5214	5819	6583	7960	营业收入	3921	5206	5780	6153	6499
货币资金	4318	4731	4935	5664	7009	营业成本	1581	2955	3051	3165	3285
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	31	30	33	36	38
其他应收款	134	472	524	558	589	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	1	1	1	1	管理费用	137	164	177	182	186
存货	5	5	5	5	5	财务费用	171	144	120	111	90
其他流动资产	16	5	5	5	5	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	15437	16089	16233	16330	15890	资产减值损失	0	0	12	13	14
长期股权投资	137	147	147	147	147	公允价值变动收益	43	1	1	1	1
固定资产	1003	954	969	899	778	投资净收益	67	38	38	38	38
无形资产	13155	13452	13685	13905	13613	加:其他收益	10	16	18	19	20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	2119	1976	2452	2713	2955
资产总计	19921	21303	22052	22913	23850	营业外收入	4	1	1	1	1
流动负债合计	2797	1378	1389	1412	1437	营业外支出	4	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2119	1977	2453	2714	2956
应付账款	743	605	616	640	664	所得税	574	563	613	679	739
预收款项	47	41	41	41	41	净利润	1545	1414	1840	2036	2217
一年内到期的非流动负债	441	496	496	496	496	少数股东损益	31	-31	35	39	42
非流动负债合计	5179	6421	6421	6421	6421	归属母公司净利润	1514	1445	1805	1997	2175
长期借款	4726	6202	6202	6202	6202	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	7976	7799	7810	7833	7857	成长能力					
少数股东权益	556	1580	1615	1655	1698	营业收入增长	48.94%	32.78%	11.02%	6.45%	5.62%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	68.97%	-6.76%	24.10%	10.62%	8.90%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润增长	64.86%	-4.57%	21.51%	13.65%	8.90%
未分配利润	9342	9875	10577	11375	12245	获利能力					
归属母公司股东权益合计	11389	11925	12573	13371	14240	毛利率(%)	59.69%	43.24%	47.22%	48.56%	49.45%
负债和所有者权益	19921	21303	22052	22913	23850	净利率(%)	39.41%	27.16%	30.98%	33.08%	34.10%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.60%	6.78%	7.96%	8.71%	9.11%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	13.29%	12.12%	13.97%	14.92%	15.26%
经营活动现金流	2097	1938	2800	3112	3314	偿债能力					
净利润	1545	1414	1791	2035	2216	资产负债率(%)	40%	37%	35%	34%	33%
折旧摊销	931	942	957	1002	1040	流动比率	1.60	3.78	4.19	4.66	5.54
财务费用	171	144	120	111	90	速动比率	1.60	3.78	4.19	4.66	5.54
应收帐款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	36	-5	0	0	0	总资产周转率	0.22	0.25	0.27	0.27	0.28
投资活动现金流	2097	-2477	-1423	-1074	-575	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	43	1	1	1	1	应付账款周转率	4.62	7.72	9.46	9.80	9.97
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	67	38	38	38	38	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.87	1.06	1.20	1.31
筹资活动现金流	-911	83	-1174	-1308	-1394	每股净现金流(最新摊薄)	0.84	-0.27	0.12	0.44	0.81
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.19	7.58	8.06	8.59
长期借款增加	3084	1476	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	10.53	11.03	9.08	7.99	7.33
资本公积增加	-280	0	0	0	0	P/B	1.40	1.34	1.27	1.19	1.12
现金净增加额	3283	-456	203	730	1345	EV/EBITDA	5.21	5.85	3.67	4.44	3.83

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
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速：疫情影响导致二季度盈利下滑，下半年车流量恢复可期	2022-08-30
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速：分红大幅提升，新购路产迎来快速增长期	2022-03-30
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速：三季报符合预期，路产收购继续增厚业绩	2021-11-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):

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 (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):

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526