

皖通高速（600012）：合宁高速增收明显，摊销成本低于预期

2020 年 08 月 31 日

强烈推荐/维持

皖通高速 公司报告

事件：上半年公司实现营收 8.2 亿元（-44.2%），归母净利润 1.1 亿元（-80.0%），经营净现金流 3.2 亿元（-65.7%）。其中，二季度实现单季营收 5.5 亿元（-23.8%），归母净利为 1.36 亿元。上半年亏损原因主要系 2.17-5.6 全国收费公路实行免收通行费政策。

核心路产合宁高速收入恢复略超预期。2020 年上半年公司实现通行费收入 7.0 亿元，同比下降 48.1%。下滑幅度在预期内。其中主力路产合宁高速于 19 年四改八扩建结束，今年 5-6 月车流量有明显回升，通行费收入分别同比增长 23.9% 和 37.4%，略超预期。6 月份合宁路段路费实现收入 9259.9 万元，相当于年化收入 10.5 亿元左右，超过改扩建前最高水平。去年全年合宁高速收入 8.4 亿元，预计今年下半年合宁高速收入同比会有 20% 以上增长。

合宁摊销年限变化导致成本增幅低于预期。上半年公司营业成本为 6.6 亿元，同比增长 3.6%。其中合宁高速营业成本为 1.86 亿元（+8.8%），低于预期。合宁高速改扩建前收费年限仅剩余 6 年，由于改扩建收费年限一直未批复，此前普遍预期改扩建完成后路产每年摊销金额会有大幅增长。然而从 2020 年起，合宁高速确定了以 25 年并采用年限平均法进行摊销，摊销年限延长显著摊薄成本，预计现有摊销方式下每年摊销金额相比改扩建前仅略有增加。

预计下半年业绩持续改善，上调 2020 年盈利预测。上半年数据显示，公司路产在 5-6 月间车流量恢复良好，疫情影响逐步消退。考虑到合宁高速改扩建完成带来的车流量快速增长以及路产摊销金额低于预期，我们上调 2020 全年盈利预测至 6.96 亿元。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 6.96、13.31 和 14.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.80 和 0.90 元。公司通行费收入持续稳健增长，若宁宣杭高速能够打通断头路，那么还将带来可观的收入增量，故维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期；收费政策负面影响；合宁高速年限延长还存在不确定性；宁宣杭高速断头路贯通晚于预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,966.95	2,946.42	2,306.20	3,422.35	3,723.73
增长率（%）	3.69%	-0.69%	-21.73%	48.40%	8.81%
归母净利润（百万元）	1,123.04	1,097.55	695.60	1,331.24	1,485.35
增长率（%）	2.90%	-2.27%	-36.62%	91.38%	11.58%
净资产收益率（%）	11.15%	10.22%	6.25%	11.18%	11.62%
每股收益（元）	0.68	0.66	0.42	0.80	0.90
PE	7.96	8.15	12.85	6.72	6.02
PB	0.89	0.83	0.80	0.75	0.70

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。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

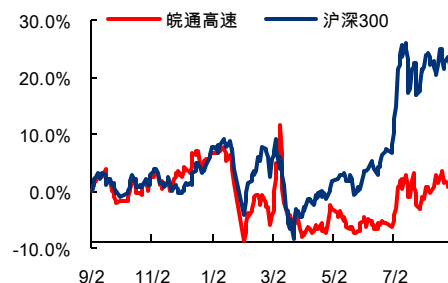
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	5.93-4.84
总市值（亿元）	90.23
流通市值（亿元）	63.41
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	0.3

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

执业证书编号：

S14801190500016

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		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2694	2744	2608	3364	4394	营业收入	2967	2946	2306	3422	3724
货币资金	2513	2114	2046	2740	3753	营业成本	1283	1272	1337	1394	1459
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	25	24	18	27	28
其他应收款	158	163	128	190	206	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	1	1	1	1	管理费用	84	98	65	95	102
存货	5	6	7	8	8	财务费用	53	52	51	33	10
其他流动资产	4	4	4	4	4	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	12087	13176	12520	11863	11190	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	129	136	136	136	136	公允价值变动收益	0.00	11.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	825	1051	973	872	768	投资净收益	25.26	38.27	38.27	15.31	42.10
无形资产	10246	11166	10551	9937	9318	加:其他收益	2.48	2.63	2.63	2.63	2.63
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1547	1556	876	1892	2169
资产总计	14780	15920	15128	15228	15585	营业外收入	1.10	4.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1432	2104	1485	1112	784	营业外支出	0.55	0.40	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1548	1560	876	1892	2169
应付账款	630	1210	733	458	200	所得税	451	501	253	541	614
预收款项	4	16	16	16	16	净利润	1097	1059	623	1351	1555
一年内到期的非流动负债	386	470	329	230	161	少数股东损益	-26	-38	-73	20	70
非流动负债合计	2768	2247	1710	1380	1118	归属母公司净利润	1123	1098	696	1331	1485
长期借款	1563	1813	1484	1253	1092	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4199	4350	3195	2491	1902	成长能力					
少数股东权益	511	832	759	779	849	营业收入增长	3.69%	-0.69%	-21.73%	48.40%	8.81%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	0.45%	0.57%	-43.70%	116.07%	14.62%
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润增长	2.90%	-2.27%	-36.62%	91.38%	11.58%
未分配利润	7251	7934	8386	9185	10076	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10070	10738	11129	11912	12787	毛利率(%)	56.76%	56.81%	42.03%	59.27%	60.82%
负债和所有者权益	14780	15920	15128	15228	15585	净利率(%)	36.96%	35.95%	27.00%	39.48%	41.77%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.60%	6.89%	4.60%	8.74%	9.53%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.15%	10.22%	6.25%	11.18%	11.62%
经营活动现金流	1808	1823	863	1707	1939	偿债能力					
净利润	1097	1059	623	1351	1555	资产负债率(%)	28%	27%	21%	16%	12%
折旧摊销	722.65	715.04	732.16	735.38	741.37	流动比率	1.88	1.30	1.76	3.03	5.60
财务费用	53	52	51	33	10	速动比率	1.88	1.30	1.75	3.02	5.59
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款增加	-3	12	0	0	0	总资产周转率	0.20	0.19	0.15	0.23	0.24
投资活动现金流	-714	-1717	27	-19	8	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	0	12	0	0	0	应付账款周转率	4.25	3.20	2.37	5.75	11.32
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	25	38	38	15	42	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.66	0.42	0.80	0.90
筹资活动现金流	-469	-654	-957	-994	-934	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	-0.33	-0.04	0.42	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.47	6.71	7.18	7.71
长期借款增加	-104	250	-329	-230	-161	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	7.96	8.15	12.85	6.72	6.02
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.89	0.83	0.80	0.75	0.70
现金净增加额	624	-548	-68	694	1013	EV/EBITDA	3.61	3.92	4.85	2.89	2.21

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	皖通高速（600012）：合宁高速收入重回增长,改扩建成本低于预期	2020-03-31
公司深度报告	【东兴交运】皖通高速：短期关注合宁收费年限延长，长期看断头路贯通效应	2019-12-11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

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

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。

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