

皖通高速（600012）：三季度报符合预期，路产收购继续增厚业绩

2021年11月1日

强烈推荐/维持

皖通高速 公司报告

事件：2021年Q3公司实现营收8.94亿元（-3.47%），归母净利润3.79亿元（+1.84%）。公司通行费收入报告期内小幅增长，营收下降主要系高速公路委托管理收入下降以及典当业务清算解散。

三季度业绩符合预期：报告期内公司三条核心路产合宁、高界、宣广三条高速分别实现收入增长4.2%，6.5%和9.8%，但其余路产收入有所下滑，整体看三季度单季公司通行费收入同比小幅增长1.2%。

三季度成本控制较好，公司三季度营业成本3.11亿元，较上年同期的3.58亿元有所下降，从而增厚了业绩。

报告期内南京出现疫情，由于南京紧邻安徽省，公司相关路产在疫情期间或受到一定负面影响，因此我们认为公司三季度业绩虽然增长并不明显，但符合预期。

全现金收购路产引发市场争议：公司公告以22.1亿元的价格收购大桥公司100%股权，增值率90.3%。大桥公司对应资产为安庆长江大桥与岳武高速安徽段，剩余收费年限分别为12年与24年。同时，公司斥资19.7亿元帮助大桥公司清偿对安徽省交通控股集团的负债。

本次收购引发了市场较大争议，且整体反馈偏负面，主要集中于以下几点：

1. 收购基本消耗完了公司现金储备，市场担心影响分红；
2. 收购估值明显高于公司市场PB估值，且收购并未附带业绩承诺；
3. 安庆长江大桥收费年限较短，且2026年海口长江大桥通车后或面临分流。收购披露后公司A股与港股股价都有较大幅度下跌。

我们认为公司本次收购思路比较清晰，不该被负面解读：公司收购的两条路产都将在无岳高速西段通车（预计2023年）后获得较强的贯通效应，目前盈利能力并未完全体现。收购标的以直线折旧法计算折旧，意味着当贯通效应体现，收入上涨时，折旧不会相应提升，故盈利弹性较大。

资产的收购估值较高主要是由于路产前期贯通性不足，车流量受限导致的持续亏损，净资产被不断压低，而收购时需要考虑路产未来的增长潜力，因此以收益法进行估值时会导致收购PB较高，这也是目前高速公路收购中较为常见的现象。我们认为公司出具的资产评估中对于路产收入的预测合理且偏保守，资产定价合理。

公司帮助大桥公司清偿债务的行为属于债务替换，且使用资金主要并非自有资金，而是银行借款。可以看到公司中报相比一季报货币资金与长期借款同时大幅增长，其中长期借款增加14亿，也就是公司已提前做好债务替换的准备。上市公司由于其强大的现金流保障能力，资金成本会明显低于省级交投平台。公司通过自有资金一次性替换项目原本相对高息的负债，有助于降低项目后续财务成本，加速收购项目的业绩释放。

对于市场疑虑较大的海口长江大桥分流的影响，公司在项目收入预测中已经有所体现，即对2027年及以后的车流量和车流量增速进行了明显的调降，即该项目在定价时已经考虑了分流的影响。此外，网络流传海口长江大桥为免费通行的市政桥，但该桥已被列入安徽高速公路网规划以及长江干线过江通

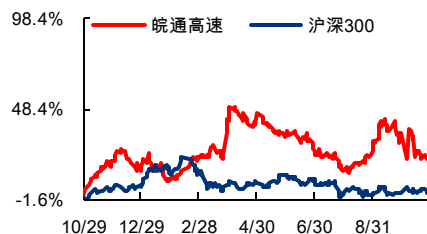
公司简介：

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。（资料来源：Wind）

交易数据

52周股价区间（元）	7.68-5.12
总市值（亿元）	98.52
流通市值（亿元）	69.24
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	2.74

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

道布局规划（2020-2035），路线编号 S2711，为收费高速公路。

我们并不认为公司本次收购会影响未来分红金额：高速公路公司的分红并不依赖于货币资金储备，因为高速公司的经营净现金流普遍明显高于净利润（折旧不占现金流），自然也就远高于每年分红的金额。因此，高速公路上市公司的分红主要取决于自身未来发展的规划与管理层的分红意愿。从公司去年的分红策略看，通行费大幅减免的情况下维持了 0.23 元/股的分红金额没有下降就已经代表着分红意愿的提升，因此我们认为公司分红有继续提升的空间。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 14.5、17.4 和 19.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.05 和 1.15 元。该预测考虑了本次资产收购的影响，并假设资产于 2022 年初并表。预计公司 2022 年 PE 降至 5.5 倍左右（港股约 3.6 倍），行业内横向比较也处于较低水平。同时公司分红有望继续提升，故维持“强烈推荐”评级。

风险提示：合宁高速年限延长的不确定性；宁宣杭断头路贯通晚于预期；收购路产收入低于预期

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,946.4	2,632.5	3,452.5	4,258.7	4,562.0
增长率（%）	-0.69%	-10.65%	31.15%	23.35%	7.12%
归母净利润（百万元）	1,097.5	918.5	1,451.2	1,743.4	1,901.7
增长率（%）	-2.27%	-16.32%	58.00%	20.13%	9.08%
净资产收益率（%）	10.22%	8.14%	11.99%	13.26%	13.31%
每股收益(元)	0.66	0.55	0.87	1.05	1.15
PE	8.78	10.49	6.64	5.53	5.07
PB	0.90	0.85	0.80	0.73	0.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 无岳高速的通车将为两条收购路产带来明显的贯通效应

公司之所以要购买岳武高速以及安庆长江大桥两条路产, 主要是看好 23 年将通车的无岳高速为相关路产带来的贯通效应。

如下图所示, 无岳高速贯通最大的受益者是岳武高速安徽段。岳武高速安徽段本来属于断头路, 连接上无岳高速后将获得显著的贯通效应。

同时, 安庆长江大桥也有望获益于无岳高速的通车。无岳高速通车以前, 车辆由安庆长江大桥过桥后主要的路线选择是沿合安高速北上合肥, 但无岳高速通车后, 过桥后向西往武汉方向, 以及向东北方巢湖方向都更加便捷, 贯通效应明显。

图1: 公司路产以及建设中的无岳高速具体区位



资料来源: 百度地图, 东兴证券研究所

目前收购的两条路产盈利能力并未完全体现, 但在无岳高速贯通后盈利会有明显改善。同时, 收购标的以直线折旧法计算折旧, 意味着当贯通效应体现, 收入上涨时, 折旧不会相应提升, 故盈利弹性大。

从大地图上看, 公司收购的岳武高速是沪武高速的一部分。沪武高速全线贯通后将是上海到武汉的最短路径, 而待贯通的部分正是无岳高速。

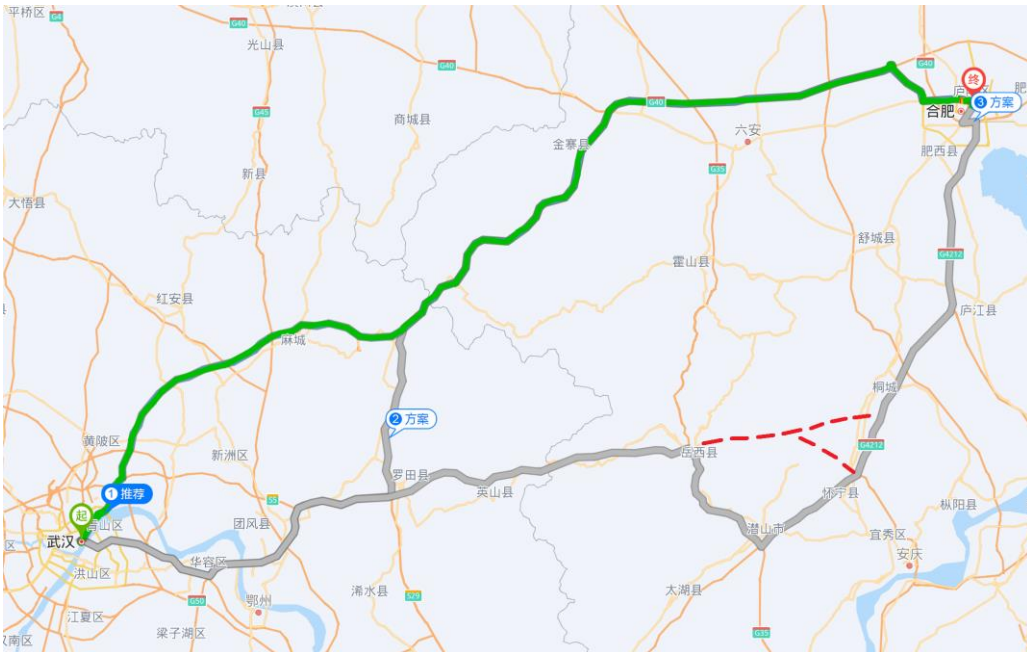
图2: 无岳高速全线贯通后将作为上海到武汉的最优方案, 并直接利好岳武高速



资料来源: 百度地图, 东兴证券研究所

同时, 无岳高速西段通车后, 从武汉经由岳武高速往合肥方向的路线也将得到优化。

图3: 无岳高速西段贯通后, 会优化合肥往武汉方向的可选路径



资料来源: 百度地图, 东兴证券研究所

2. 资产评估中对路产收入的预测较为谨慎

我们认为本次资产评估中对两条路产的收入预测较为谨慎, 实际收入有较大概率会高于评测值。

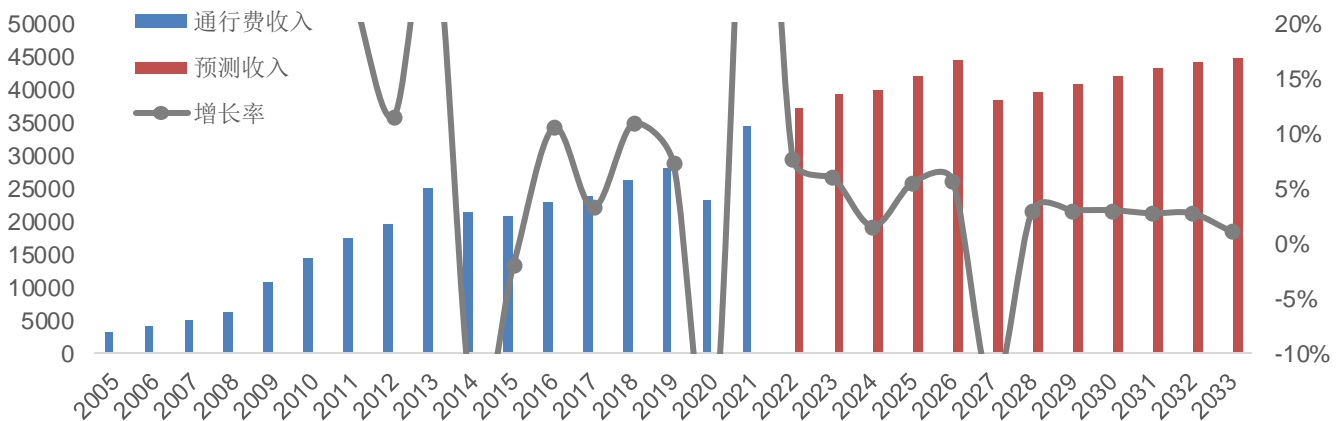
首先是安庆长江大桥。评估报告认为无岳高速对安庆长江大桥有分流影响, 导致 2024 年大桥车流量增速下降, 而我们的判断是无岳西段对大桥的贯通效应会大于分流效应。

同时, 评估预计 2027 年大桥收入同比下降 13.4%, 并将 28-33 年的增速设定在 3% 以下, 主要是考虑到海口长江大桥与池州长江公铁大桥贯通带来的分流效应。其中池州长江公铁大桥主要分流的是池州长江大桥的车流, 而海口长江大桥对安庆长江大桥的分流影响较大。

海口长江大桥并非网传免费通行的市政桥。该桥已被列入安徽高速公路网规划以及长江干线过江通道布局规划 (2020-2035), 路线编号 S2711, 为收费高速公路。从地理位置看, 海口大桥主要服务安庆城西的工业园区, 建成后, 将分流安庆大桥过桥后西行的车流, 但向北方与东北方向的车流预计还是以走安庆大桥为主。

总体来看我们认为对安庆大桥的收入评估合理。

图4: 资产评估中对安庆长江大桥的收入预测

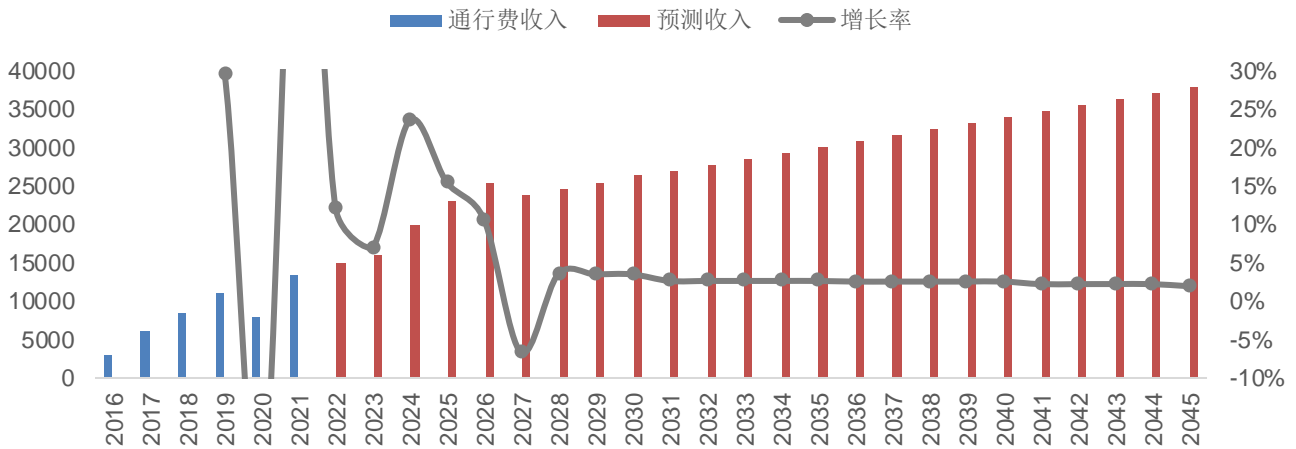


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

对于岳武高速安徽段的收入预测, 我们认为评估数据偏谨慎, 未来收入有概率超预期。

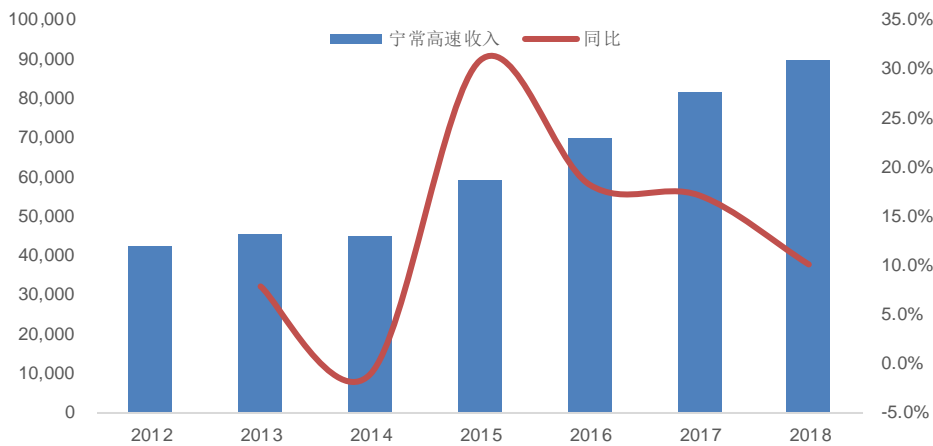
考虑到无岳高速通车带来的贯通效应, 评估中给予 24-26 年路产较高的收入增速, 2026 年收入较 2023 年增长 57%。但我们认为这一预估依旧略偏保守, 因为断头路贯通属于最显著的贯通效应, 增收非常明显。

同时, 预测中将路产 28-30 年的收入增速假设为 3.5%, 31-40 年为 2.6%, 此后降至 2.2%, 属于相当保守的增长估计。

图5: 资产评估中对岳武高速安徽段的收入预测


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

比较可比的案例是宁沪高速收购宁常高速的案例, 与本例较为类似。宁常高速同样是沪武高速的一部分, 其收购时, 南京往马鞍山方向为断头路, 导致收入受限。收购完成不久断头路打通, 路产 2015-2018 年收入大幅增长, 18 年收入较 14 年实现收入翻倍。

图6: 宁常高速断头路贯通后四年收入实现翻倍增长


资料来源: 宁沪高速公告, 东兴证券研究所

通过本次收购, 公司盈利将进一步提升, 特别是 2023 年无岳高速贯通后, 受益于相关路产的贯通效应, 公司盈利将具备较强的爆发力。

3. 风险提示

合宁高速年限延长的不确定性; 宁宣杭断头路贯通晚于预期; 收购路产收入低于预期

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				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2744	3564	5547	2801	4092	营业收入	2946	2633	3453	4259	4562
货币资金	2114	2292	5330	2535	3808	营业成本	1272	1303	1316	1594	1648
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	24	21	28	33	35
其他应收款	163	154	202	250	267	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	1	1	1	1	管理费用	98	104	110	132	141
存货	6	6	7	9	9	财务费用	52	87	95	114	106
其他流动资产	4	6	6	6	6	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	13176	12677	12027	15177	14313	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	136	137	137	137	137	公允价值变动收益	12	105	42	0	0
固定资产	1051	905	895	867	819	投资净收益	38	26	41	43	45
无形资产	11166	10564	9948	13130	12308	加:其他收益	3	6	6	6	6
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1556	1254	1989	2431	2681
资产总计	15920	16241	17574	17978	18404	营业外收入	5	1	0	0	0
流动负债合计	2104	2124	1558	1395	1134	营业外支出	0	6	0	0	0
短期借款	0	295	0	0	0	利润总额	1560	1249	1989	2431	2681
应付账款	1210	955	721	524	226	所得税	501	383	575	695	724
预收款项	16	11	11	11	11	净利润	1059	866	1414	1736	1957
一年内到期的非流动负债	470	377	339	373	411	少数股东损益	-38	-53	-37	-7	55
非流动负债合计	2247	2202	3266	2793	2283	归属母公司净利润	1098	918	1451	1743	1902
长期借款	1813	1642	3042	2669	2258	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4350	4326	4824	4188	3416	成长能力					
少数股东权益	832	638	601	594	649	营业收入增长	-0.7%	-10.7%	31.1%	23.3%	7.1%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	0.6%	-19.4%	58.6%	22.2%	10.3%
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润增长	-2.3%	-16.3%	58.0%	20.1%	9.1%
未分配利润	7934	8471	9342	10388	11529	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10738	11277	12103	13150	14293	毛利率(%)	56.8%	50.5%	61.9%	62.6%	63.9%
负债和所有者权益	15920	16241	17574	17978	18404	净利率(%)	35.9%	32.9%	41.0%	40.8%	42.9%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.9%	5.7%	8.3%	9.7%	10.3%
						ROE(%)	10.2%	8.1%	12.0%	13.3%	13.3%
经营活动现金流	1823	1704	1805	2435	2589	偿债能力					
净利润	1059	866	1414	1736	1957	资产负债率(%)	27%	27%	27%	23%	19%
折旧摊销	715	746	734	934	938	流动比率	1.30	1.68	3.56	2.01	3.61
财务费用	52	87	95	114	106	速动比率	1.30	1.67	3.56	2.00	3.60
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款增加	12	-5	0	0	0	总资产周转率	0.19	0.16	0.20	0.24	0.25
投资活动现金流	-1717	-1167	1165	-3979	23	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	12	105	42	0	0	应付账款周转率	3.20	2.43	4.12	6.84	12.17
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	38	26	41	43	45	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.55	0.87	1.05	1.15
筹资活动现金流	-654	-474	69	-1250	-1339	每股净现金流(最新摊薄)	-0.33	0.04	1.83	-1.69	0.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.47	6.80	7.30	7.93	8.62
长期借款增加	250	-171	1400	-373	-411	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	8.78	10.49	6.64	5.53	5.07
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.90	0.85	0.80	0.73	0.67
现金净增加额	-548	62	3039	-2795	1272	EV/EBITDA	4.22	4.63	2.42	2.92	2.28

资料来源：公司财报、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，5年投资研究经验，曾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。现担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/恒生指数为基准指数):

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/恒生指数为基准指数):

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