

增持 (维持)

稳收益高分红获青睐，改扩建带动车流增长

皖通高速 (600012) 深度报告

2024年2月28日

投资要点:

分析师: 邓升亮

SAC 执业证书编号:

S0340523050001

电话: 0769-22119410

邮箱:

dengshengliang@dgzq.com.cn

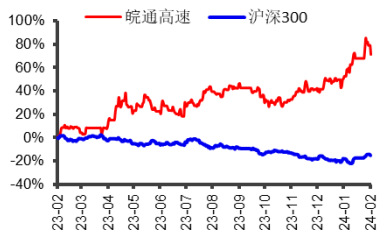
■ 公司是安徽省唯一公路类上市公司。皖通高速于1996年在香港联交所上市，2003年上交所上市，是安徽省内唯一的公路类上市公司。公司实控人为安徽省国资委，通过安徽省交通控股集团持有公司31.63%股份，第二大股东为招商公路，大股东均为央国企。公司主营业务为投资、建设、运营及管理安徽省境内的部分收费公路，2023年上半年通行费收入占总营收比重的88.61%。公司拥有合宁高速、宣广高速、高界高速等多条安徽省重要收费公路的部分或全部路段收费权，截至2023年6月30日，皖通高速拥有的营运公路里程已达609公里，管理的收费公路总里程达5,126公里。

主要数据 2024年2月27日

收盘价(元)	13.21
总市值(亿元)	219.10
总股本(亿股)	16.59
流通股本(亿股)	11.66
ROE(TTM)	13.14%
12月最高价(元)	14.43
12月最低价(元)	7.77

■ 稳收入高分红获资金青睐。近期皖通高速股价走势亮眼，我们认为或与其稳收益、高分红及稳定性有关。公司股息率高且业绩稳定，使其成为类债券性质的投资获得资金青睐。(1) 稳收益：公司以通行费收入为主，收入稳定，主要成本为折旧摊销和管理费用，直线法折旧下成本同样稳定，导致公司拥有稳定的收入和盈利能力。(2) 高分红：近年来，皖通高速逐步提升分红比例，2021年公司发布《股东回报规划（2021-2023年）》，提高公司2021年至2023年现金分红比例至不低于60%，使公司分红比例及股息率进入高速公路板块第一梯队。为推进收购六武高速项目通过，公司通过特别议案，提出收购事项通过后，2023年至2025年三年期间公司每年现金分红比例将不低于百分之七十。2023年7月21日，进一步提高收购成功后的分红比例至不少于75%。收购六武高速事项最终未能获得H股股东通过，我们认为后续若重启收购事项，公司需提高收购价格或进一步提高分红比例以提高投资者收益。(3) 确定性：截至2024年2月20日，公司收费公路平均剩余收费年限为10.97年。由于公司多个路产已完成或正处于改扩建中，预计改扩建完成重新评估后公司路产平均剩余收费年限将增加至17.12年，作为收入核心的合宁高速、宣广高速收费期限都将得到大幅延长。此外，公司拥有的高界高速公路、连霍高速（安徽段）及宁淮高速公路（天长段）等高速公路特许经营权将于2029年至2032年到期，有望通过改扩建延长收费期限。

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 投资建议：公司是安徽省唯一公路类上市公司，自身具有稳收益、高分红的特点，在目前低利率的环境下股息率远超十年期国债收益率而受到资金青睐。长期来看，公司持续受益于安徽省经济发展与改扩建带来的车流量提升，预计公司2023-2024年每股收益分别为1.02元和1.13元，对应估值分别为12.94倍和11.73倍，维持对公司的“增持”评级。
- 风险提示。路网加密竞争加剧、自然灾害、空铁水分流、宏观经济波动、改扩建推进不及预期等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 国资控股，安徽省唯一公路类上市公司	4
1.1 公司是安徽省收费公路上市平台	4
1.2 实控人为安徽省国资委	5
1.3 合宁、宣广、高界高速贡献主要收入	5
2. 低利率环境下，皖通高速稳收入高分红获资金青睐	7
2.1 稳收益	9
2.2 高分红	11
2.3 确定性	12
3. 安徽省区位优势优秀，改扩建完成有望带动车流增长	14
3.1 区位优势显著	14
3.2 改扩建陆续完成，车流量增长潜力大	16
4. 投资策略	18
5. 风险提示	18

插图目录

图 1：安徽省高速公路路网位置图	4
图 2：皖通高速股权结构（截至 2023 年半年报）	5
图 3：2023H1 皖通高速业绩构成	5
图 4：2023H1 皖通高速通行费收入结构	5
图 5：皖通高速分路段通行费收入（亿元）	6
图 6：国道主干线图	7
图 7：近十年高速公路对比沪深 300 收益率（%）	7
图 8：高速公路板块对比沪深 300 走势（截至 2024 年 2 月 27 日）	7
图 9：十年期国债到期收益率逐渐下降（截至 2024 年 2 月 27 日）	8
图 10：皖通高速近期走势对比上证指数（截至 2024 年 2 月 27 日）	9
图 11：皖通高速营业收入及同比（亿元，%）	9
图 12：皖通高速归母净利润及同比（亿元，%）	9
图 13：皖通高速营业成本及管理费用（亿元）	10
图 14：皖通高速 2023H1 营业成本及管理费用占比（%）	10
图 15：皖通高速毛利率（%）	10
图 16：皖通高速净利率（%）	10
图 17：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例对比	11
图 18：高速公路盈利模型	14
图 19：安徽省 GDP 及同比增速	15
图 20：安徽省常住人口数（万人）	15
图 21：安徽省民用汽车保有量（万辆）	15
图 22：安徽省私人汽车保有量（万辆）	15
图 23：安徽省旅客周转量（亿人公里）	16
图 24：安徽省货物周转量（亿吨公里）	16
图 25：安徽省高速公路里程	16
图 26：安徽省公路里程	16
图 27：宣广高速改扩建项目示意图	17
图 28：合宁高速折算全程日均车流量（架次）	17

图 29：合宁高速通行费收入（人民币千元）..... 17

表格目录

表 1：皖通高速 2023 年前三季度路产详细情况..... 6

表 2：高速公路板块 A 股上市公司股息率对比（计算基期为 2024 年 2 月 27 日）..... 11

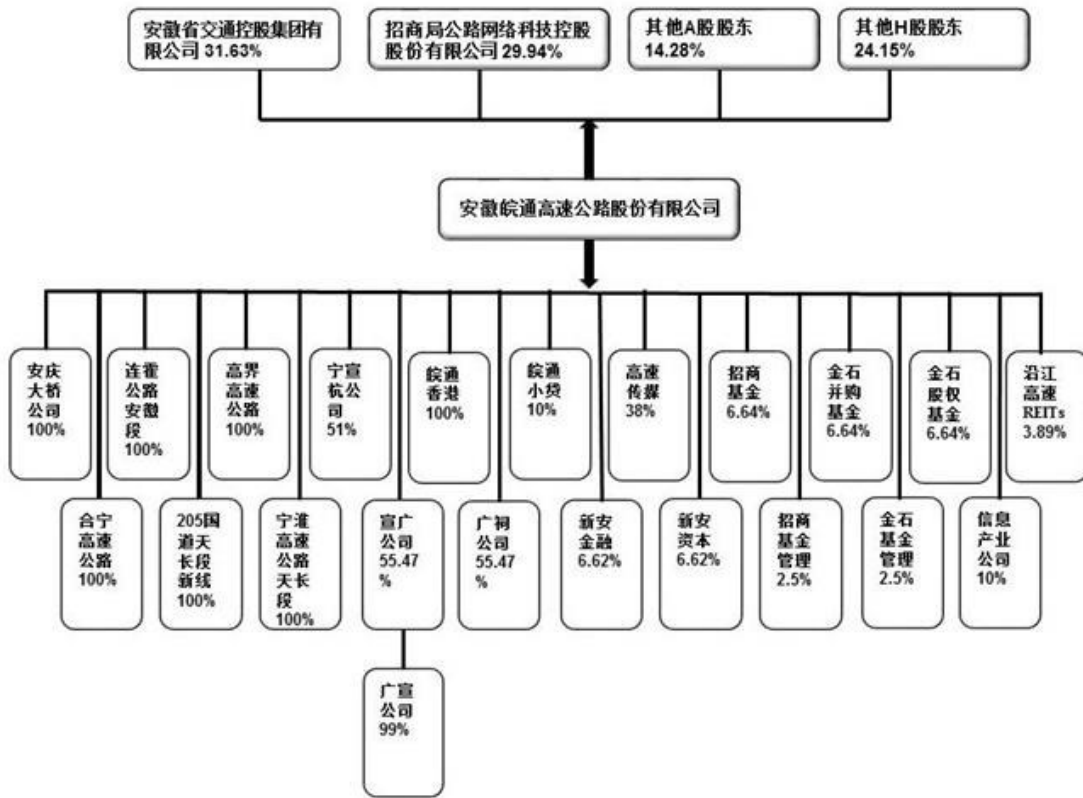
表 3：皖通高速路产剩余收费年限（计算基期为 2024 年 2 月 27 日）..... 13

表 4：公司盈利预测简表（2024/2/27）..... 18

1.2 实控人为安徽省国资委

央企持股超 60%。公司实控人为安徽省国资委，通过安徽省交通控股集团持有公司 31.63% 股份。公司第二大股东为招商局集团旗下二级企业招商公路，根据公司 2023 年半年报披露，招商公路合计持有公司 29.94% 股份，二者合计持有公司股份比例超 60%。公司其他 A 股股东共持有公司股份的 14.28%，其他 H 股股东共持有公司 24.15% 的股份。

图 2：皖通高速股权结构（截至 2023 年半年报）



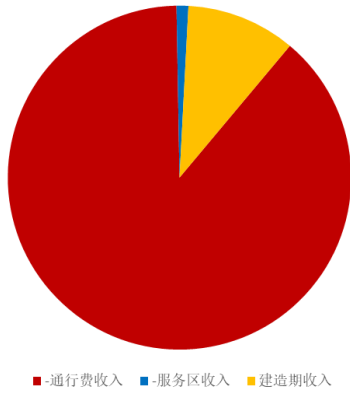
资料来源：皖通高速 2023 年半年报

1.3 合宁、宣广、高界高速贡献主要收入

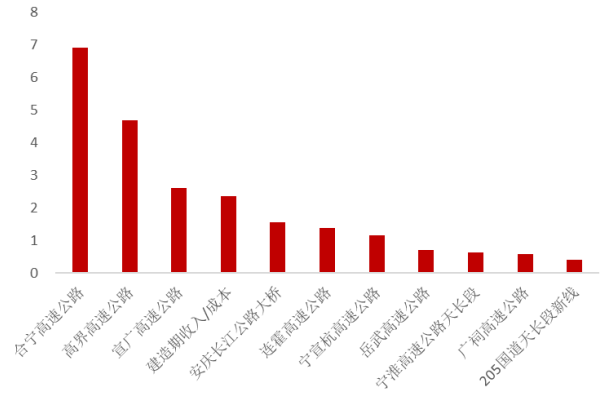
通行费收入为主，合宁、宣广、高界高速贡献主要收入。公司主要业务为收费公路的投资、建设、运营及管理，主要收入来源为公路通行费收入。截至 2023 年上半年，公司营业收入达 22.98 亿元，其中实现通行费收入 20.36 亿元，占总营收比重的 88.61%；其次为占比达 10.28% 的建造服务收入，约 2.36 亿元。具体来看，合宁高速、高界高速和宣广高速历来为公司主要通行费收入来源，2023 年上半年分别实现通行费收入 6.9 亿元、4.69 亿元和 2.61 亿元，是公司的核心路产资源。

图 3：2023H1 皖通高速业绩构成（%）

图 4：2023H1 皖通高速通行费收入结构



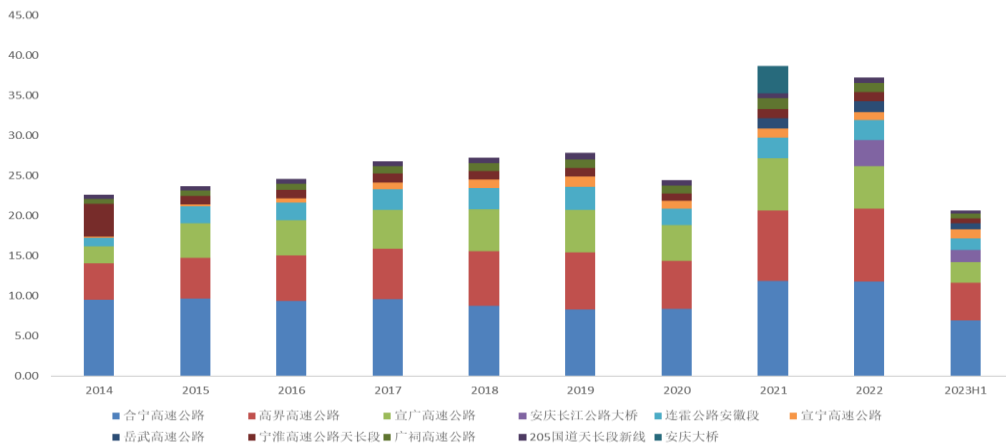
■-通行费收入 ■-服务区收入 ■-建造期收入



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5：皖通高速分路段通行费收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司路产连通周边多个重要经济区域，路产资源较为优质。截至 2023 年三季度，公司所拥有的路产包括合宁高速、205 国道天长段新线、高界高速、宣广高速、连霍高速安徽段、宁淮高速天长段、广祠高速、宁宣杭高速（宣城至宁国段、宁国至千秋关段、狸桥至宣城段）、安庆长江公路大桥、岳武高速安徽段。安徽省内共有三条国道主干线经过，其中，高界高速及合宁高速为全国“两纵两横”主干道之一的部分路段，宣广-广祠高速及宁宣杭高速为安徽省通往江浙沪的大动脉，宁淮公路则为连接江苏省南京市和苏北的重要通道，核心路产资源均为交通要道，车流量较大。2023 年前三季度，合宁高速折算全程日均车流量达 47507 架次，高界高速达 29270 架次，宣广高速达 24246 架次，分别实现通行费收入 10.88 亿元、7.16 亿元、3.63 亿元。

表 1：皖通高速 2023 年前三季度路产详细情况

路产	权益比例	收费里程（公里）	折算全程日均车流量（架次）	通行费收入（人民币千元）
合宁高速公路	100%	134	47,507	1,087,886
205 国道天长段新线	100%	30	7,054	65,189
高界高速公路	100%	110	29,270	715,536
宣广高速公路	55.47%	84	24,246	363,328

连霍高速公路安徽段	100%	14	23,297	221,123
宁淮高速公路天长段	100%	14	47,515	98,609
广祠高速公路	55.47%	54	32,761	81,958
宁宣杭高速公路	51%	113	10,173	201,391
安庆长江公路大桥	100%	6	32,799	239,516
岳武高速安徽段	100%	46	9,031	104,457

资料来源：皖通高速《2023年三季度报告》，东莞证券研究所

图 6：国道主干线图



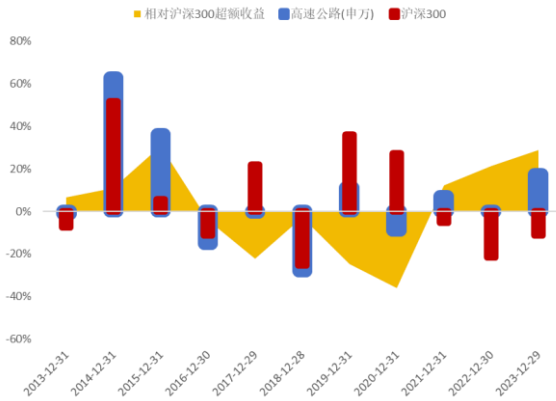
资料来源：皖通高速《2021年年度报告》，东莞证券研究所

2. 低利率环境下，皖通高速稳收入高分红获资金青睐

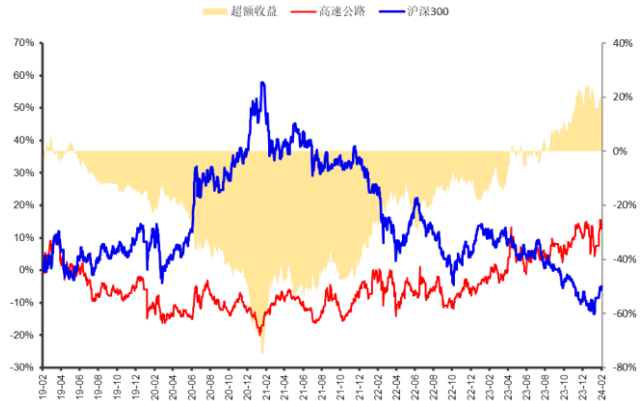
市场疲软时高速公路板块通常能跑赢大盘指数。从 2013 年至今，高速公路板块表现出明显的逆周期属性，市场整体下行阶段高速公路板块相对沪深 300 指数超额收益大幅提升。回顾近十年申万高速公路板块与沪深 300 板块收益率，我们发现当沪深 300 表现强劲时高速公路板块相对收益率往往较低，而当沪深 300 表现较弱时高速公路板块通常能实现较高的相对收益率。这或许与高速公路高股息、收益稳定有关，当市场整体下行时，资金更青睐于确定性的收益。

图 8：高速公路板块对比沪深 300 走势（截至 2024 年 2 月 27 日）

图 7：近十年高速公路对比沪深 300 收益率（%）



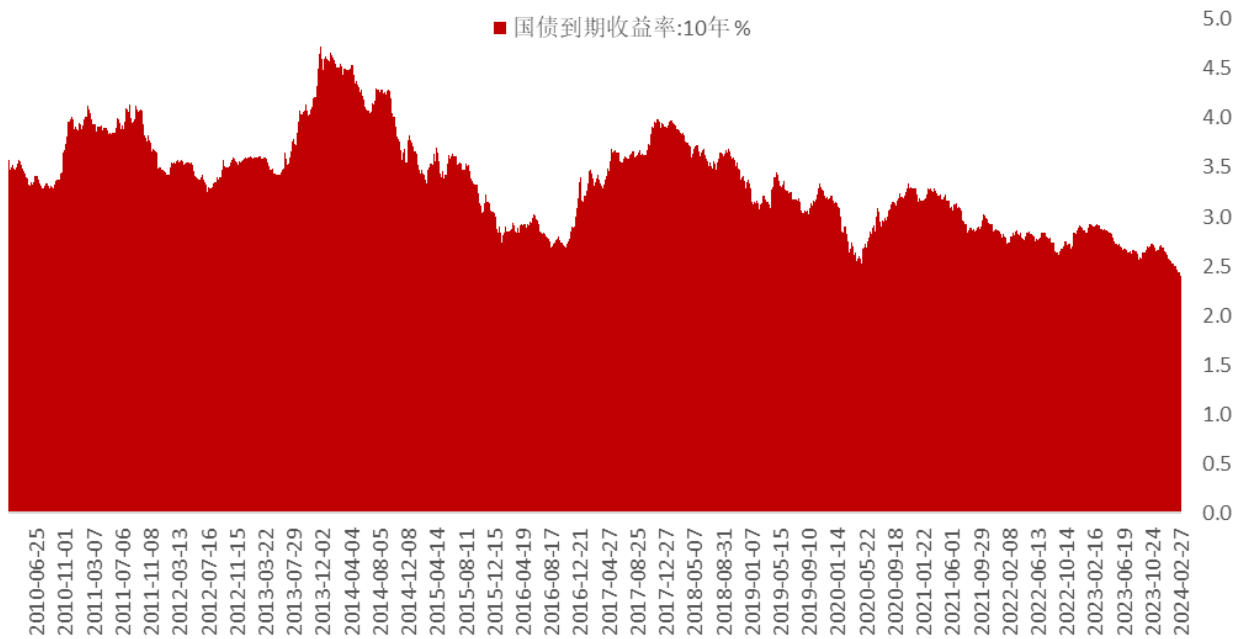
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：iFind，东莞证券研究所

低利率环境下高股息对长线资金吸引力提升。自 2013 年以来，中国十年期国债到期收益率逐渐下降，并于 2024 年 1 月 30 日起持续创下近十年新低。截至 2024 年 2 月 27 日，十年期国债到期收益率为 2.38%，经济弱复苏背景下我们预计短期内仍将保持低利率环境，而高股息标的投资收益预期较高、波动可控，在不确定性较高的市场环境中仍是优质的投资标的，高速公路行业高股息标的有望吸引长线资金。

图 9：十年期国债到期收益率逐渐下降（截至 2024 年 2 月 27 日）

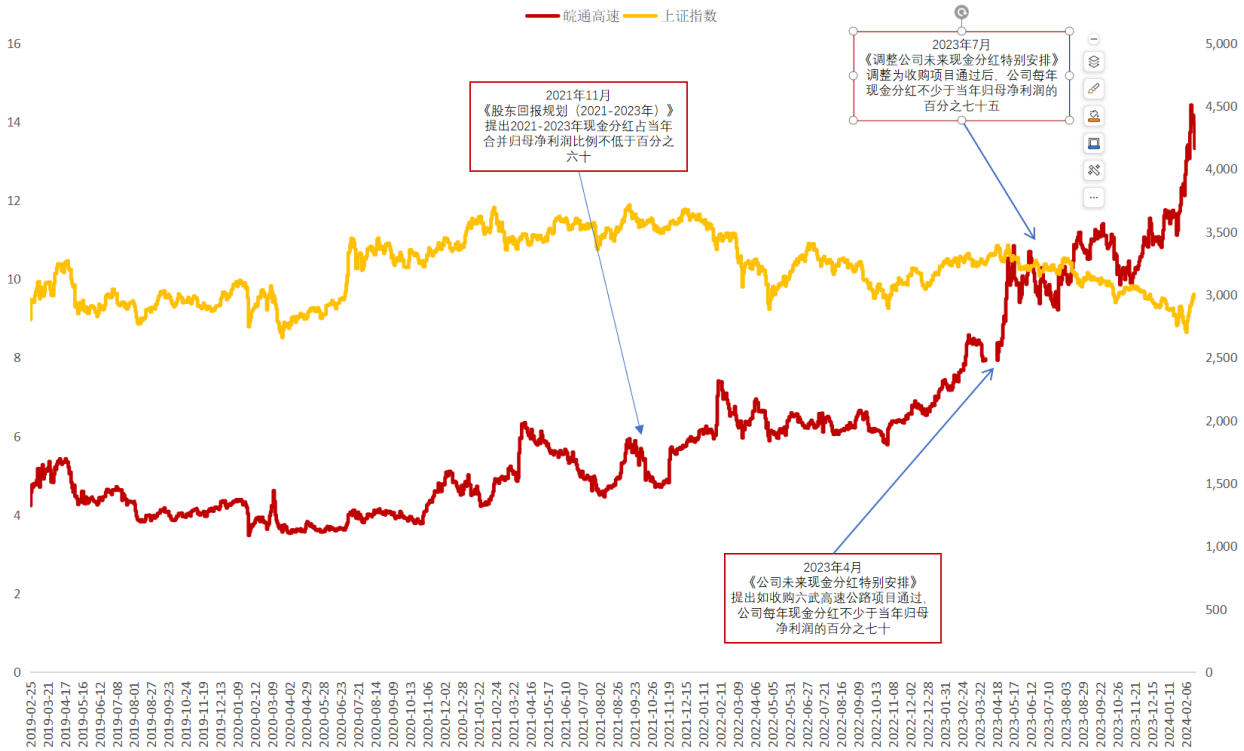


资料来源：Wind，东莞证券研究所

近期皖通高速股价走势亮眼，或与其突出的防御属性及高股息有关。回顾皖通高速近五年市场走势，我们发现其行情与上证指数的偏离始于 2021 年 11 月，彼时公司发布《安徽皖通高速公路股份有限公司股东回报规划（2021-2023 年）》，提高 2021 年至 2023 年现金分红比例至百分之六十以上，高股息回报带动市场偏好。2022 年末，新冠疫情防控措施快速放宽，客货车流量逐渐恢复正常，公司估值中枢逐渐上涨。2023 年 4 月，公司为推进收购六武高速项目通过，提出方案通过后将提高现金分红比例至不低于百分之七十，推动市场预期上行。而在 2023 年下半年以来，市场利率下行与大盘指数快速走弱

使得公司防御属性逐渐凸显。我们认为，近期皖通高速股价走势亮眼或与其稳收益、高分红及稳定性有关。公司股息率高且业绩稳定，使其成为类债券性质的投资获得资金青睐。

图 10：皖通高速近期走势对比上证指数（截至 2024 年 2 月 27 日）



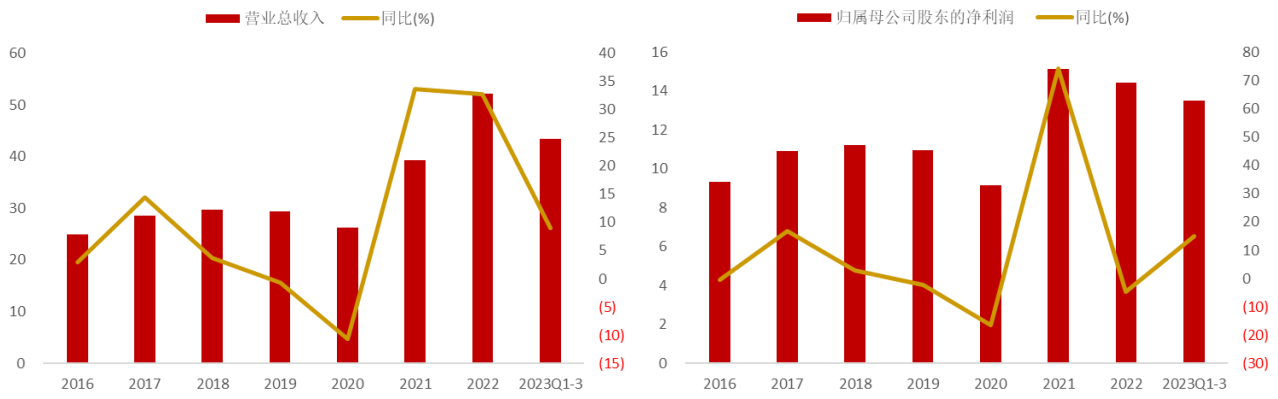
资料来源：Wind，皖通高速《股东回报规划（2021-2023 年）》、《关于未来现金分红特别安排的议案》、《关于调整公司未来现金分红特别安排的议案》，东莞证券研究所

2.1 稳收益

公司业绩较为稳定，收购路产及改扩建是业绩增长主要因素。公司业务中收费公路业务系核心业务，2023 年上半年收费公路业务收入占公司总收入的 88.73%。收费公路通行费收入波动较小，因此公司疫情前业绩较为稳定，2020 年受新冠疫情影响，公司营业总收入及归母净利润分别同比下降 10.65%、16.32%。2021 年公司完成收购安庆长江大桥和岳武高速安徽段，2019 年公司核心路产合宁高速安徽段改扩建完工，并于 2022 年实现全线改扩建完成通车，带动公司业绩快速增长。其中，2021 年公司实现营业总收入 39.21 亿元，同比上升 33.65%，归母净利润为 15.14 亿元，同比上升 74.19%；2022 年公司通行费收入同比下降 3.78%，归母净利润同比下降 4.57%，我们认为主要系 2022 年疫情加剧及四季度货车通行费减免政策所致。2023 年前三季度公司实现营业总收入 43.44 亿元，同比增长 9.01%，实现归母净利润 13.51 亿元，同比增长 15.13%，疫情结束后业绩增长较快。

图 11：皖通高速营业收入及同比（亿元，%）

图 12：皖通高速归母净利润及同比（亿元，%）



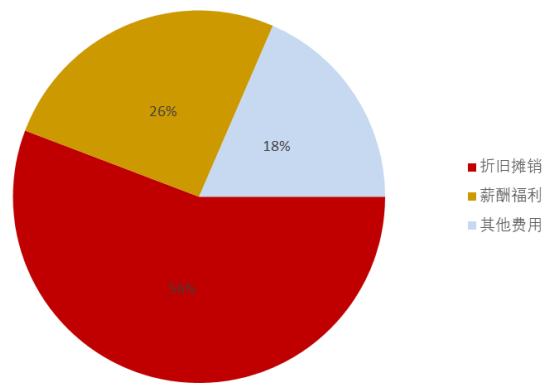
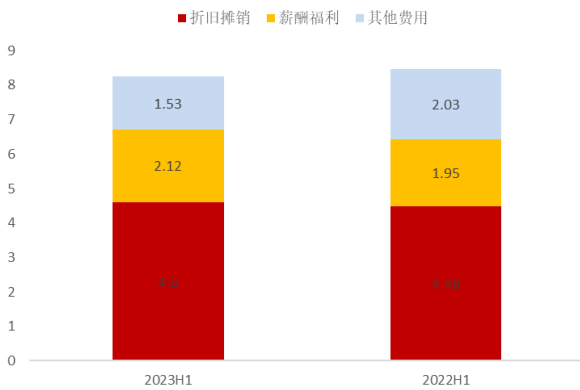
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司成本相对固定，盈利能力稳定。皖通高速营业成本主要由折旧摊销费用和薪酬福利支出构成。2023年上半年，公司折旧摊销费用、薪酬福利支出及其他费用分别为4.6亿元、2.12亿元、1.53亿元，在营业成本及管理费用中的比重分别为56%、26%、18%。由于公司采用直线法进行折旧，营业成本相对固定，盈利能力波动相对较小。2019年以前，公司毛利率和净利率较为稳定，疫情期间受到跨省车流审查限制及货车通行费减免影响而出现小幅波动。2023年前三季度，公司毛利率和净利率分别为46.81%、32.01%，较2022年已快速恢复。

图 13：皖通高速营业成本及管理费用（亿元）

图 14：皖通高速 2023H1 营业成本及管理费用占比（%）

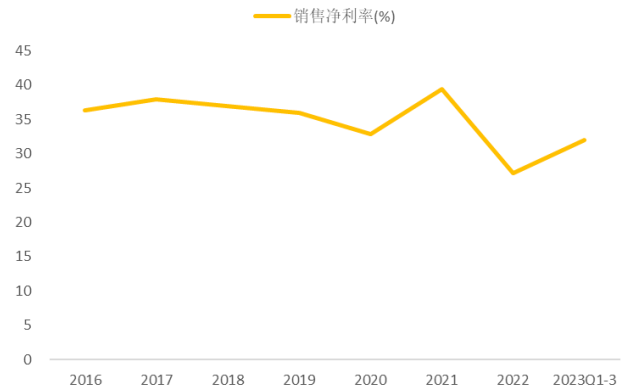
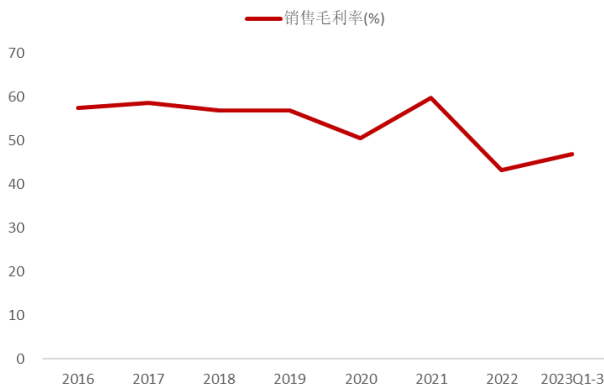


资料来源：皖通高速 2023 年半年报，东莞证券研究所

资料来源：皖通高速 2023 年半年报，东莞证券研究所

图 15：皖通高速毛利率（%）

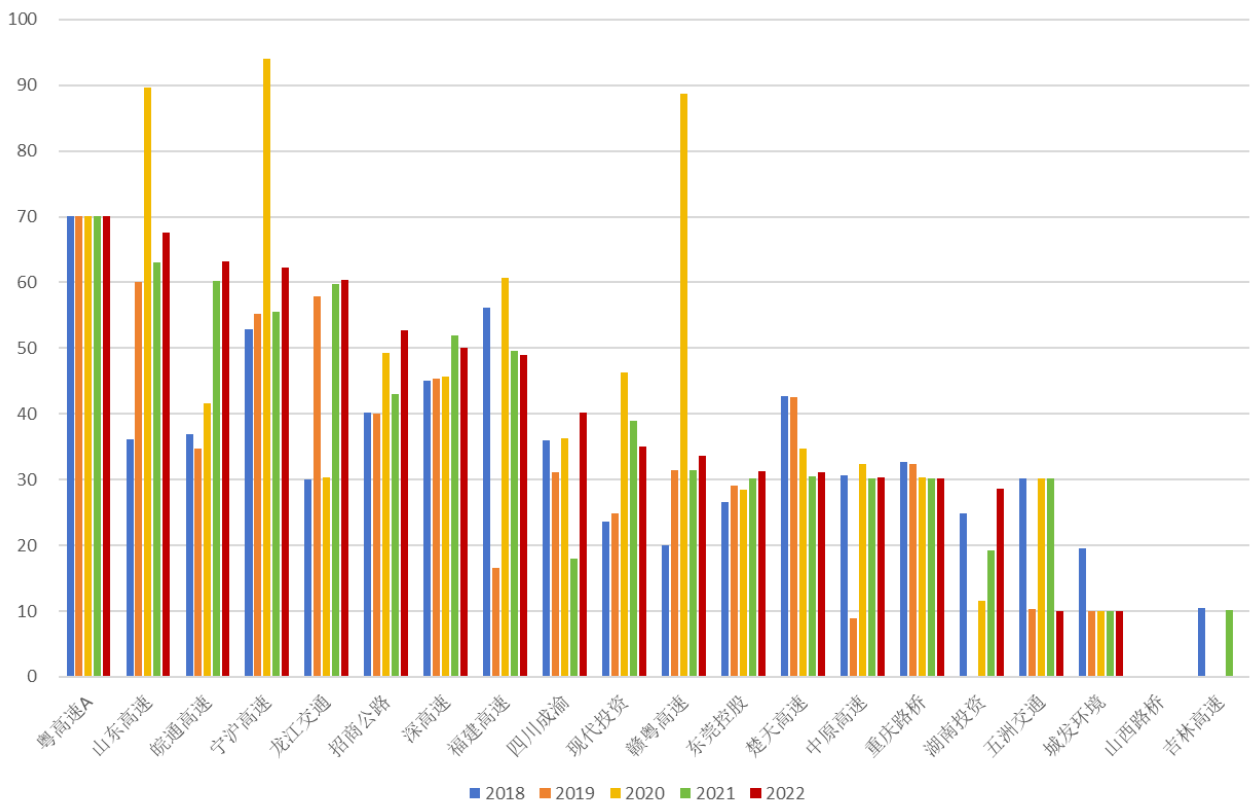
图 16：皖通高速净利率（%）



2.2 高分红

皖通高速历年分红比例逐渐提升。近年来，皖通高速逐步提升分红比例，提高股东回报。根据公司2021年制定的《安徽皖通高速公路股份有限公司股东回报规划(2021-2023年)》，公司2021年至2023年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。2021年及2022年，公司现金分红比例分别达到60.25%、63.13%，而2020年现金分红比例仅为41.53%。横向对比高速公路行业其他公司来看，仅粤高速A长期保持70%的分红比例，山东高速2019年起现金分红比例维持在60%以上，公司现金分红比例已进入高速公路板块第一梯队。

图 17：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例对比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

分红增长带动公司股息率提高。2021年提高分红率后，公司股息率大幅提高。按2024年2月27日收盘价计算，皖通高速2021、2022年股息率为4.16%，跑赢当年十年期国债平均收益率。目前公司股息率在高速公路行业中排名仅次于深高速、山东高速、福建高速和粤高速A，主要系公司股价自2023年下半年以来上涨超33%。

表 2：高速公路板块 A 股上市公司股息率对比（计算基期为 2024 年 2 月 27 日）

代码	简称	2018	2019	2020	2021	2022
600548.SH	深高速	7.8801	5.7714	4.7725	6.8812	5.1276
600350.SH	山东高速	2.7522	4.7323	4.7323	4.9813	4.9813

600033.SH	福建高速	4.6154	1.5385	3.0769	4.6154	4.6154
000429.SZ	粤高速 A	5.9034	4.4328	3.0567	5.9874	4.4958
600012.SH	皖通高速	1.8925	1.7411	1.7411	4.1635	4.1635
001965.SZ	招商公路	2.4030	2.6490	1.6746	3.2734	3.9167
600377.SH	宁沪高速	3.8819	3.8819	3.8819	3.8819	3.8819
600035.SH	楚天高速	2.7990	4.0712	1.7812	3.5623	3.5623
000900.SZ	现代投资	3.9683	4.2328	4.2328	4.2328	2.6455
000828.SZ	东莞控股	2.7383	3.0426	2.5355	2.7383	2.5355
600269.SH	赣粤高速	2.2272	3.3408	4.4543	2.6726	2.2272
601107.SH	四川成渝	1.9380	2.1318	1.5504	2.1318	1.9380
601188.SH	龙江交通	1.9382	4.4944	1.2921	2.1629	1.6011
000885.SZ	城发环境	1.9492	1.0678	0.8136	1.2712	1.3983
600368.SH	五洲交通	2.9457	2.0672	3.9018	4.8579	1.3437
600106.SH	重庆路桥	1.1552	1.1552	0.8966	1.0000	0.7931
600020.SH	中原高速	2.9459	1.5676	0.9459	2.7027	0.5135
000548.SZ	湖南投资	0.4464		0.4464	0.4464	0.4464
601518.SH	吉林高速	0.7851			0.9917	
000755.SZ	山西路桥					

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：标黄为股息率跑赢当年十年期国债平均收益率

六武高速项目推进受阻，未来分红比例有望进一步上升。为维护中小股东权益，推进收购六武高速项目通过，公司于 2023 年 4 月 17 日审议通过了《关于公司未来现金分红特别安排的议案》，同意如该交易方案得以实施，则 2023 年至 2025 年三年期间公司将在符合现金分红条件的情况下，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十。2023 年 7 月 21 日，公司召开董事会审议通过《关于调整公司未来现金分红特别安排的议案》，承诺如果收购六武高速事项能顺利完成，将进一步提高分红比例至不少于 75%，以实际行动持续加大对股东和广大投资者的回报力度。收购六武高速事项最终未能获得 H 股股东通过，或因原重组计划拟以 6.64 元每股发行股份支付 31.16 亿元对价，预计发行股份将占发行后公司总股本的 22.05%，导致 EPS 摊薄、影响中小股东利益有关。公司表示后续将审慎研究推进重组相关事宜，我们认为后续若重启收购事项，公司需提高收购价格或进一步提高分红比例以提高投资者收益。

2.3 确定性

改扩建延长核心路产收费期限，公司长期业绩具备较高确定性。公司通过改扩建提高高速公路路产收费年限，长期业绩可期。截至 2024 年 2 月 20 日，公司收费公路平均剩余收费年限为 10.97 年。其中：

合宁高速安徽段改扩建工程于 2019 年 12 月正式通车，安徽省审批特许经营权期限暂定为自原到期期限延长 5 年，正式延长期限需待临近到期后重新评估确定。按照公司预期和过往审批情况，我们预计正式特许经营权期限为 25 年。

宣广高速仍处于改扩建阶段，根据公司股东大会披露的议案，公司控股子公司宣广公司与控股股东安徽交控组成的联合体收到中标通知书，中标收费期限为 30 年，预计改扩建完成后宣广-广祠高速收费期限将得到适当延长。

我们预计重新评估后公司路产平均剩余收费年限将增加至 17.12 年，作为收入核心的合宁高速、宣广高速收费期限都将得到大幅延长。此外，公司拥有的高界高速公路、连霍高速（安徽段）及宁淮高速公路（天长段）等高速公路特许经营权将于 2029 年至 2032 年到期，预计公司将适时启动改扩建项目延长收费期限。

表 3：皖通高速路产剩余收费年限（计算基期为 2024 年 2 月 27 日）

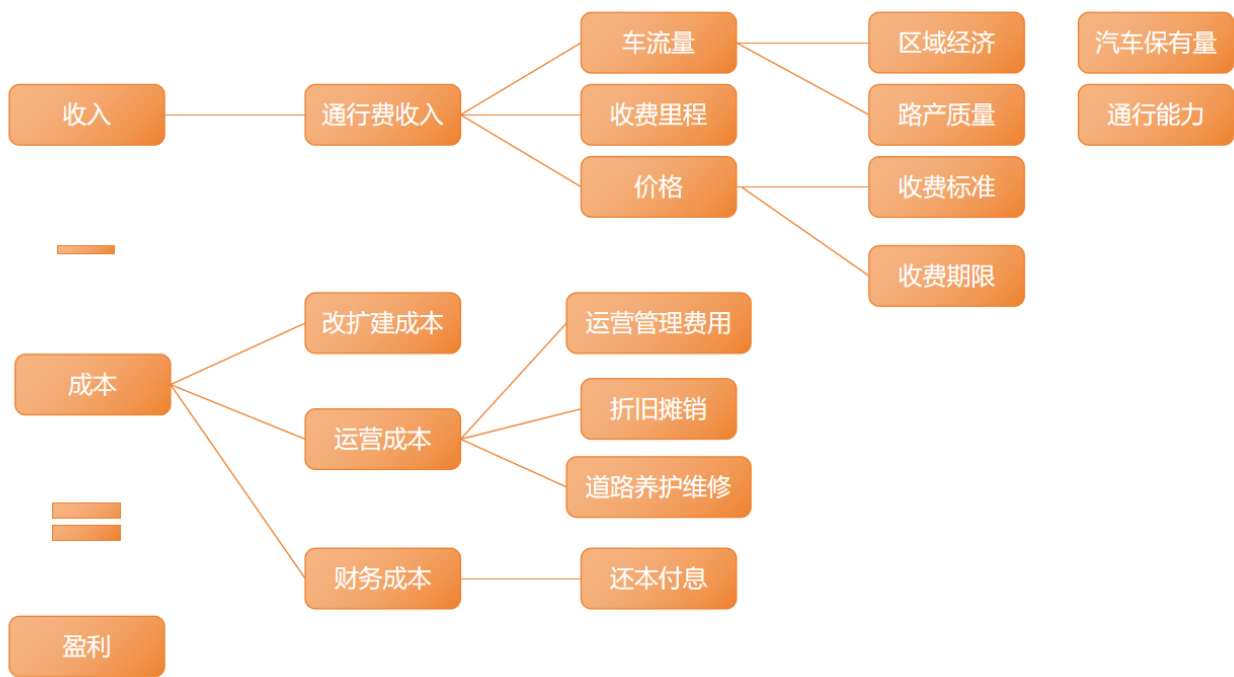
收费公路	公路全长（公里）	特许经营权期限	剩余收费期	预计重新评估后收费期限
合宁高速	134	1996.8.16-2031.8.15	7.46	27.46
205 国道天长段新线	30	1997.1.1-2026.12.31	2.84	2.84
宣广高速公路	67	1998.7.25-2028.7.24	4.40	34.40
宣广高速公路（南环段）	17	2002.3.27-2027.7.24	3.40	33.40
高界高速公路	110	1999.10.1-2029.9.30	5.59	5.59
连霍高速公路安徽段	54	2003.1.1-2032.6.30	8.34	8.34
宁淮高速公路天长段	14	2006.12.18-2032.6.17	8.30	8.30
广祠高速公路	14	2004.7.20-2029.7.20	5.39	5.39
宁宣杭高速公路（安徽段）之宣城至宁国段	46	2013.9.8-2043.9.7	19.53	19.53
宁宣杭高速公路（安徽段）之宁国至千秋关段	40	2015.12.19-2045.12.18	21.81	21.81
宁宣杭高速公路（安徽段）之狸桥至宣城段	27	2017.12.30-2047.12.29	23.84	23.84
岳武高速安徽段	46	2015.12.31-2045.12.30	21.84	21.84
安庆长江公路大桥	6	2004.12.26-2033.12.25	9.82	9.82

资料来源：皖通高速《2023 年半年度报告》，东莞证券研究所

3. 安徽省区位经济条件优秀，改扩建完成有望带动车流增长

高速公路收入主要受区位经济影响。高速公路盈利主要受到价格、流量、成本和政策影响。在收入端，影响高速公路的主要是价格、收费里程和车流量。在成本端，主要系运营及财务成本，以及在改扩建时产生的成本。

图 18：高速公路盈利模型



资料来源：东莞证券研究所

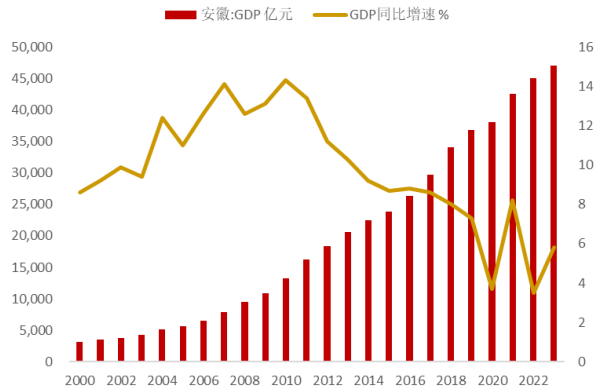
高速公路收入=客货车通行费费率*行驶里程*客货车流量。价格方面，由于高速公路具有民用属性，自身不具有定价权。根据 2019 年下半年实行的《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，鼓励减少空载，且近几年的政府工作报告均提出降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效的要求，高速公路通行费提价较为困难。由于收费标准和收费里程基本固定，高速公路收入主要由车流量决定。为了便于理解，我们把影响车流的因素简单划分为区域经济和路产质量。高速公路网络通常为连接数个经济区域或绕城高速网络，高速公路所在区位的经济因素在很大程度上决定了车流量的多少。公司为安徽省唯一上市高速公路公司，受安徽省区域经济发展带动，并通过改扩建持续提升车流量。

3.1 区位优势显著

安徽区位条件优秀，经济发展较快。安徽省毗邻江浙沪，自身幅员辽阔，平原地形占全省土地面积的 55%，受到江浙沪地区经济辐射与产业转移，经济发展前景较好。从 2014 年至 2023 年，安徽省 GDP 增加了 2.45 万亿元至 4.71 万亿元，复合增长率达 8.53%，安徽省 GDP 在全国 31 个省市的排名中从第十四位上升至第十二位。近十年来，安徽省经济发展逐渐从传统的重工业向新制造转型，持续吸引人口流入。截至 2022 年，安徽省

常住人口数达 6127 万人，自 2010 年以来持续保持常住人口正增长。

图 19：安徽省 GDP 及同比增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

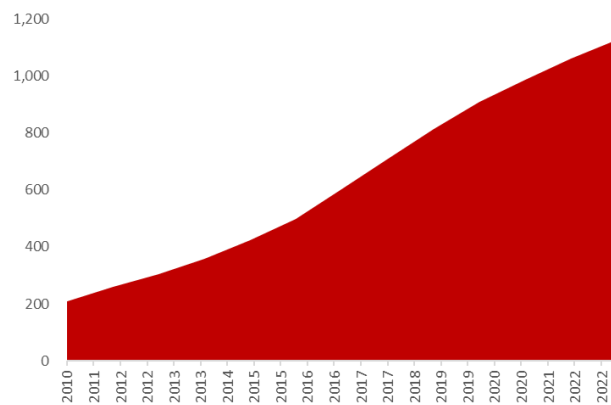
图 20：安徽省常住人口数（万人）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

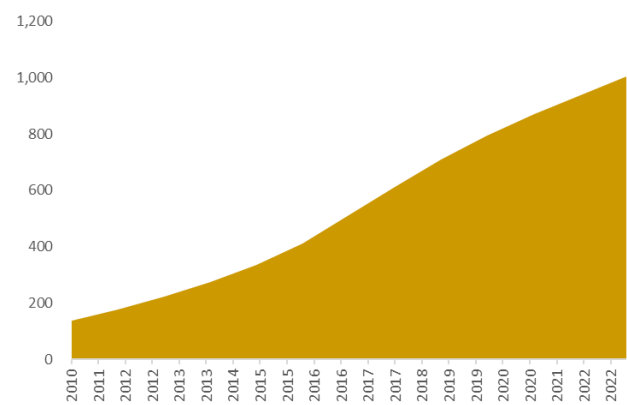
安徽汽车保有量快速增长，疫情后客货运周转量快速恢复。受益于安徽省经济的快速发展与人口的持续增长，安徽省汽车保有量近年来出现快速增长。截至 2022 年，安徽省民用口径汽车保有量为 1127.53 万辆，较 2012 年增长 272%，私人口径汽车保有量为 1002.12 万辆，较 2012 年增长 348.56%。考虑到安徽省经济发展较快，我们预计其汽车保有量将保持较快增长趋势。受新冠疫情影响，2020 年至 2022 年安徽省客货运周转量同比下滑，其中旅客运输受到影响最大。2022 年安徽省旅客周转量为 482.4 亿人公里，同比 2019 年下降 58.47%；货物周转量为 12053.1 亿吨公里，同比 2019 年下降 11.47%。新冠疫情防控政策放松后，客货运快速恢复。2023 年，安徽省旅客周转量与货物周转量分别为 1039.1 亿人公里和 12053.1 亿吨公里，同比分别增长 115.4%、7.27%，但较 2019 年仍有差距，我们预计短期内安徽省公路物流增长动能将持续。

图 21：安徽省民用汽车保有量（万辆）



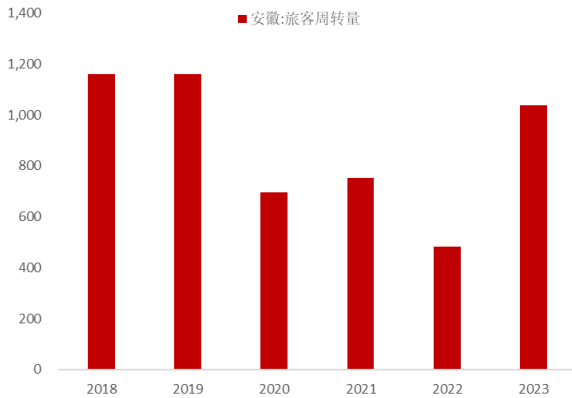
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：安徽省私人汽车保有量（万辆）



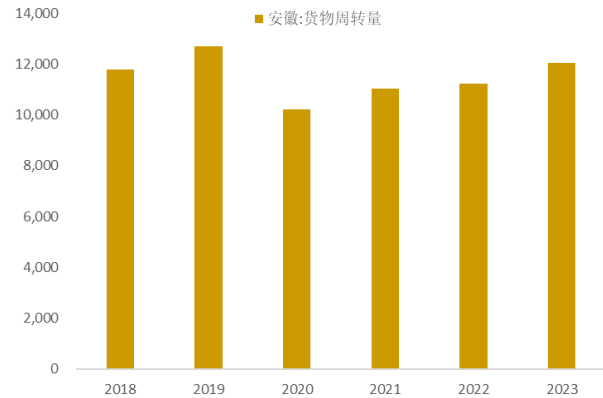
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 23：安徽省旅客周转量（亿人公里）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

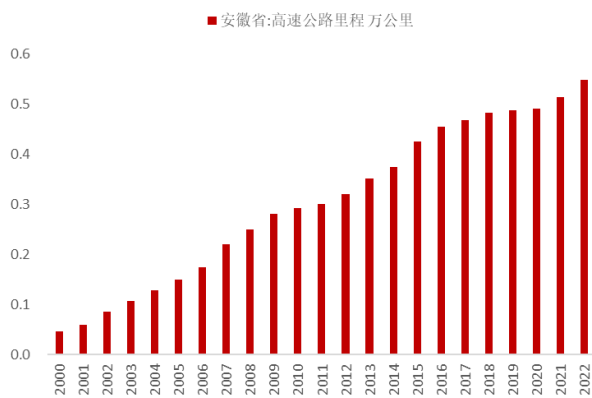
图 24：安徽省货物周转量（亿吨公里）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

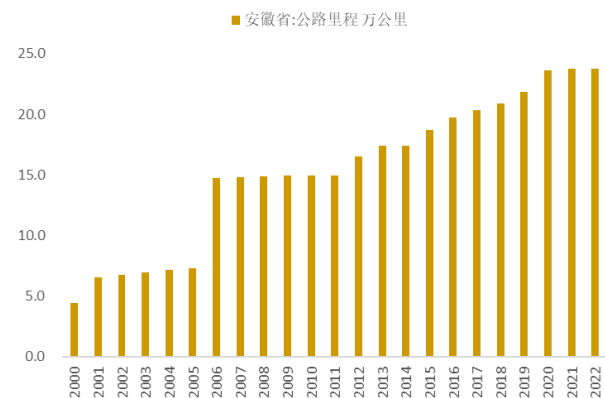
安徽地区路网仍处快速发展阶段。根据《安徽省高速公路网规划（2016-2030 年）》，到 2030 年底安徽高速公路将由 5 条纵线、9 条横线、32 条联络线（“五纵九横”）和 4 条远景展望线组成。截至 2022 年底，安徽省高速公路通车里程达 5477 公里，已基本形成横贯东西、直通南北的高速公路网络，但与长三角地区交通运输高质量网络相比仍有较大差距，且区域发展不平衡、与周边省份联通不足，预计安徽省将继续大力投入高速公路网络建设与主通道通行能力提升。《安徽省高速公路网规划修编（2020—2035 年）》新增规划线路 31 条、1935 公里；展望线路 4 条、300 公里。《修编》计划到 2025 年，安徽省高速公路通车总里程达到 6800 公里，六车道及以上高速公路里程达到 1100 公里；到 2035 年，规划总里程 10165 公里（含展望线路），将形成由 5 条纵线、10 条横线和 54 条联络线，组成的“五纵十横”高速公路网。

图 25：安徽省高速公路里程



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：安徽省公路里程



资料来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 改扩建陆续完成，车流量增长潜力大

公司多个路产改扩建完成或推进中，车流量释放仍有较大潜力。其中：

G50 沪渝国家高速公路安徽省广德至宣城段改扩建工程，于 2022 年初开工，据公司预计

将于 2024 年底完工，建设里程 92 公里，公司拥有宣广高速的权益比例为 55.47%。项目包括在广德市城区新建双向六车道的广德北段、改善原有双向四车道的广德南段路面及其余路段全面四车道拓宽至八车道，预计改扩建项目完成后宣广高速车辆通行能力将大幅提高。受 2022 年疫情等因素影响开工较晚，宣广高速仍处于半幅施工状态，通行能力下降或对通行费会产生一定影响，预计改扩建工程完成后车流量和通行费收入均会得到明显改善。

图 27：宣广高速改扩建项目示意图



资料来源：《G50 沪渝高速广德至宣城段改扩建工程环境影响报告书》，东莞证券研究所

合宁高速公路是国道主干线规划中的上海至西安、上海至成都公路的重要组成部分，是连接东、中、西部的重要交通纽带，是公司核心资产之一。合宁高速安徽段改扩建工程于 2019 年完成，直到 2022 年滁河大桥竣工通车标志着合宁高速改扩建项目全面完工，实现全线双向四车道改八车道，带动车流量增长。2023 年上半年，合宁高速折算全程日均车流量为 46848 架次，同比增长 42.53%，通行费收入为 7.01 亿元，同比增长 24.61%。

图 28：合宁高速折算全程日均车流量（架次）

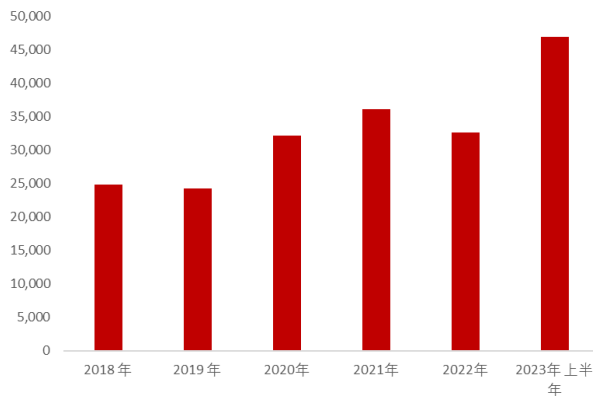
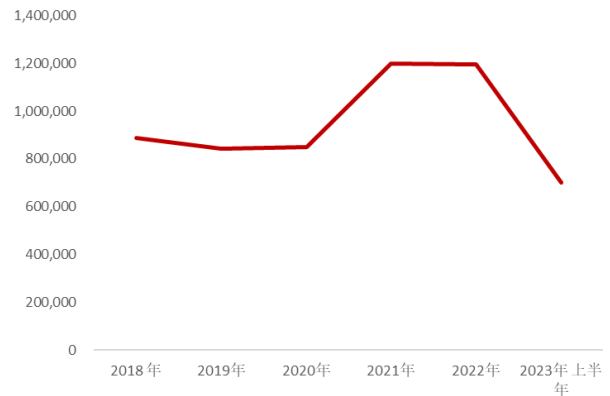


图 29：合宁高速通行费收入（人民币千元）



资料来源：皖通高速 2018-2023 年上半年定期报告，东莞证券研究所

公司拥有的路产中，高界高速公路、连霍高速（安徽段）及宁淮高速公路（天长段）等高速公路特许经营权将于 2029 年至 2032 年到期，后续改扩建项目有望大幅提升老旧路产通车能力，改善车流量。

4. 投资策略

维持对公司的“增持”评级。公司是安徽省唯一公路类上市公司，自身具有稳收益、高分红的特点，在目前低利率的环境下股息率远超十年期国债收益率而受到资金青睐。长期来看，公司持续受益于安徽省经济发展与改扩建带来的车流量提升，预计公司2023-2024年每股收益分别为1.02元和1.13元，对应估值分别为12.94倍和11.73倍，维持对公司的“增持”评级。

表 4：公司盈利预测简表（2024/2/27）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5206	6717	7212	5307
营业总成本	3294	4514	4742	2391
营业成本	2955	4090	4274	1961
营业税金及附加	30	54	58	42
销售费用	0	0	0	0
管理费用	164	188	216	228
财务费用	144	181	195	159
研发费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	1	30	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	1976	2283	2518	2964
加：营业外收入	1	6	6	6
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1977	2289	2524	2970
减：所得税	563	595	656	832
净利润	1414	1694	1868	2138
减：少数股东损益	(31)	0	0	43
归母公司所有者的净利润	1445	1694	1868	2096
摊薄每股收益(元)	0.87	1.02	1.13	1.26
PE（倍）	15.16	12.94	11.73	10.46

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

(1) **宏观经济波动风险**。收费公路行业具有民用属性，不具有调价能力，通行费收入与车流量挂钩。宏观经济波动可能影响路产所在地及连通区域客货车流量。

(2) **路网加密竞争风险**。公司路产可能受到路网加密出现平行路线分流的风险。

-
- (3) **空铁水分流风险。**民航、铁路、水运网络逐步发展，可能对公司路产产生分流作用。
- (4) **政策变化风险。**公司收入以通行费收入为主，存在客货车费用及节假日减免等政策风险。
- (5) **自然灾害风险。**新冠疫情等自然灾害可能影响客货车流量。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn