

皖通高速（600012.SH）：扣非净利符合预期，路网贯通利好后续增长

2024年4月3日

强烈推荐/维持

皖通高速

公司报告

事件：2023年公司实现通行费收入40.42亿元，同比增长9.94%，归母净利润16.60亿元，同比增长14.87%，略低于预期，主要系中金安徽交控REITs导致公允价值变动损失1.09亿元，导致非经常性损失高于预期。不考虑非经常性因素，公司扣非归母净利润17.36亿元，同比增长21.82%，符合预期。

公司营收共计66.31亿元，除通行费收入外还包含24.75亿的建造服务收入，但建造服务业务的收入与成本相互抵消，对公司盈利不产生影响。

22年基数较低，公司收入整体获得较快增长：2023年公司通行费收入整体提升9.94%，符合预期。收入整体增长较快需要考虑2022年基数偏低的影响。一方面22年同期疫情导致车流量下降；另一方面，22年四季度全国高速公路货车通行费减免10%。

路网变动对多条路产形成影响，后续仍需关注：

1. 无岳高速于23年10月贯通，对岳武高速带来强大的贯通效应，23年11-12月该路段通行费收入同比增长达82.39%，影响还将延续至2024年，并带来该路段全年的收入高增长。需要注意的是无岳高速贯通也对高界高速产生了少量的分流。但对公司整体来说属于利好。

2. 宁宣杭高速断头路于22年12月全线贯通，报告期内该路段收入同比增长202.6%。此外，宁宣杭南下连通的临安-金华高速于23年9月全线贯通，同样会为宁宣杭高速带来一定的贯通效应。因此我们预计该路段24年还会维持相对较高的增速。

3. 合宁高速受益于平行道路施工及相连高速的改扩建贯通，收入提升19.2%；高界高速受平行路段施工完毕以及无岳高速分流的影响，收入增长0.36%，低于公司增速均值。

宣广（以及广祠）高速改扩建预计年内贯通，收入增长则体现在25年：宣广及广祠高速受改扩建影响，通行费收入同比分别下降21.8%和14.7%，收入下降较大主要系23年5月起宣广高速逐步进入半幅封闭施工状态，而全面解除半幅封闭施工则需要等到今年9月。因此今年上半年宣广高速收入依旧会处于较低水平，但下半年随着部分路段封闭施工结束，收入有望逐步回升。宣广改扩建预计年内全线贯通，收入增长则主要体现在2025年。

盈利预测及投资评级：为避免建造服务收入对营收产生过大影响，我们在后续年份的假设预测中剔除了该项目，仅保留通行费收入。我们预计公司2024-2026年净利润分别为18.6、19.8和21.2亿元，对应EPS分别为1.12、1.19和1.28元。公司23年分红比例60%，预计后续也将维持，以24年盈利假设计算，股息率约4.86%。我们看好后续路网贯通效应为公司带来的业绩成长性，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：改扩建年限延长的不确定性；宏观经济不景气等。

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。

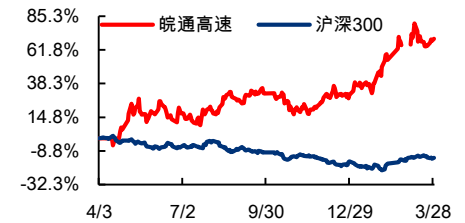
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	14.74-8.49
总市值（亿元）	229.88
流通市值（亿元）	161.55
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	3.32

资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

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

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,206.4	6,631.3	4,340.2	4,815.4	5,016.3
增长率 (%)	32.78%	27.37%	-34.55%	10.95%	4.17%
归母净利润 (百万元)	1,445.0	1,659.9	1,863.9	1,977.3	2,120.9
增长率 (%)	-4.57%	14.87%	12.29%	6.08%	7.26%
净资产收益率 (%)	12.12%	13.11%	13.96%	13.98%	14.15%
每股收益 (元)	0.87	1.00	1.12	1.19	1.28
PE	15.78	13.74	12.24	11.53	10.75
PB	1.91	1.80	1.71	1.61	1.52

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				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5214	4267	1576	1728	1792	营业收入	5206	6631	4340	4815	5016
货币资金	4731	3948	1302	1445	1505	营业成本	2955	4008	1557	1774	1822
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	30	26	17	19	20
其他应收款	472	125	82	91	95	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	3	3	3	3	管理费用	164	183	188	194	199
存货	5	4	2	2	2	财务费用	144	105	108	207	161
其他流动资产	5	187	187	187	187	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	16089	17472	22508	22229	21437	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	147	155	155	155	155	公允价值变动收益	1	-109	0	0	0
固定资产	954	1078	1011	900	760	投资净收益	38	58	61	64	68
无形资产	13452	15027	20170	20021	19379	加:其他收益	16	13	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1976	2274	2532	2686	2881
资产总计	21303	21739	24084	23956	23229	营业外收入	1	3	0	0	0
流动负债合计	1378	1461	2025	2070	1454	营业外支出	0	10	0	0	0
短期借款	0	0	955	965	342	利润总额	1977	2267	2532	2686	2881
应付账款	605	632	242	276	283	所得税	563	588	633	671	720
预收款项	41	39	39	39	39	净利润	1414	1678	1899	2014	2161
一年内到期的非流动负债	496	552	552	552	552	少数股东损益	-31	18	35	37	40
非流动负债合计	6421	6163	7163	6163	5163	归属母公司净利润	1445	1660	1864	1977	2121
长期借款	6202	5960	6960	5960	4960	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	7799	7624	9189	8233	6617	成长能力					
少数股东权益	1580	1458	1493	1530	1570	营业收入增长	32.78%	27.37%	-34.55%	10.95%	4.17%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	-6.76%	15.09%	11.34%	6.08%	7.26%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润增长	-4.57%	14.87%	12.29%	6.08%	7.26%
未分配利润	9875	10529	11274	12065	12913	获利能力					
归属母公司股东权益合计	11925	12657	13348	14139	14987	毛利率(%)	43.24%	39.55%	64.14%	63.16%	63.67%
负债和所有者权益	21303	21739	24084	23956	23229	净利率(%)	27.16%	25.31%	43.75%	41.83%	43.07%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2022A					
						2023A					
						2024E					
						2025E					
						2026E					
经营活动现金流	1938	2653	2665	3562	3650	偿债能力					
净利润	1414	1678	1899	2014	2161	资产负债率(%)	37%	35%	38%	34%	28%
折旧摊销	942	922	1063	1380	1392	流动比率	3.78	2.92	0.78	0.83	1.23
财务费用	144	105	108	207	161	速动比率	3.78	2.92	0.78	0.83	1.23
应收帐款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	-5	-2	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.31	0.19	0.20	0.21
投资活动现金流	1938	-3118	-6039	-1036	-532	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	1	-109	0	0	0	应付账款周转率	7.72	10.72	9.94	18.61	17.95
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	38	58	61	64	68	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.00	1.12	1.19	1.28
筹资活动现金流	83	-1477	728	-2383	-3057	每股净现金流(最新摊薄)	-0.27	-1.17	-1.59	0.09	0.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.19	7.63	8.05	8.52	9.04
长期借款增加	1476	-242	1000	-1000	-1000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.78	13.74	12.24	11.53	10.75
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.91	1.80	1.71	1.61	1.52
现金净增加额	3959	-1941	-2645	143	60	EV/EBITDA	8.09	7.69	6.26	6.75	6.12

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
行业深度报告	高速公路: 从板块的特殊性出发, 构建有效估值指标及选股框架	2024-03-21
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速: 收入符合预期, 分红率进一步提升	2023-09-01
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速: 疫后复苏与路产贯通带动业绩增长, 静待资产收购落地	2023-04-28

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, 8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