

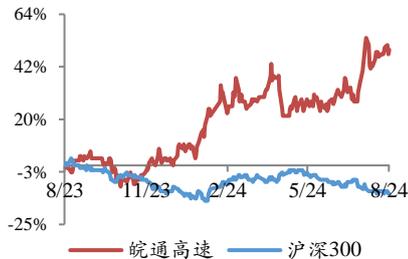
改扩建即将进入收获期，分红比例仍有提升空间

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2024-08-28

收盘价 (元)	15.37
近 12 个月最高/最低 (元)	16.10/9.71
总股本 (百万股)	1,659
流通股本 (百万股)	1,659
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	255
流通市值 (亿元)	255

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 安徽高速公路上市平台，交控集团赋能空间大

公司是安徽省内唯一的公路类上市企业，1996 年在香港联交所上市，2003 年在 A 股主板上市。截至 2023 年底，公司拥有营运公路里程约 609 公里，所辖路产多为连通省内省外的重要干线；此外还为安徽交控集团及省内其他高速公路产权主体提供委托代管服务，管理高速公路总里程达 5296 公里。截至 2023 年，大股东安徽交控持股比例为 31.63%，低于类似上市企业均值；皖通高速总资产为 217.39 亿元，较头部高速公路上市公司仍有差距，因此大股东有明确支持上市公司做大做强的动力。尽管 2023 年收购六武高速事项未能开始，预计未来皖通仍能获得其他优质路产资源，企业规模存在提升空间。

● 单公里创收快速提升，区域优势保障车流量增长

皖通高速经营区域主要位于安徽省内，区位优势明显，所属路段多为穿越安徽地区的过境国道主干线；随着“长三角一体化”战略深入实施，公司所辖路段的路网经济效益将更加凸显。目前公司所辖共 10 条路产，核心路产包括合宁高速、高界高速和宣广高速，2019 年以来三条路产营收合计占比均超过 65%；2021 年，安庆长江公路大桥和岳武高速纳入统计范围，通行费收入来源更加多元化。2023 年，皖通整体客车比例均值为 68%，同比增加 7 个百分点；受安庆长江公路大桥拉动作用，皖通整体每公里日通行费收入均值从 2019 年的 1.52 万元提升至 2023 年的 3.08 万元。2024Q1，受益于宁宣杭高速和岳武高速明显改善，公司日均车流量均值较此前有所提高，达到 2.7 万架次。

● 收费业务盈利能力修复，成熟路产综合成本占优

收费公路行业具备资金密集型特点，投资回收期长；建造成本每年以折旧和摊销的形式计入当年成本，在皖通收费公路业务成本中占比 50%-60%。2020 年以来，收费业务毛利率呈现逐年上升趋势，整体走势和收费业务的营收增速较为一致，呈现出规模效应的特点；2023 年，收费业务毛利率提升至 63.18%，回到历史高位水平。高速公路早期项目具备明显的成本优势，皖通所辖路产多为跨省的干线公路，具备明显的先发优势。同时公司强化拥堵综合治理，对路网堵点实施“一点一策”整治，畅通行动成效显著，2023 年中秋国庆假期安徽省路网运行拥堵指数在华东六省一市排名最低。

● 红利资产投资趋势，皖通分红仍有提升空间

根据此前股东回报规划（2021-2023 年），每年以现金形式分配的利润不少于当年归母净利润的百分之六十。2023 年年报披露，公司拟决定每股分红 0.601 元，现金分红比例达到 60.05%。根据皖通 2023 年 7 月公告显示，公司表示如果六武高速收购事项得以实施，将 2023-2025 年每年

现金分红不少于归母净利润的 70%，调整为 2023-2025 年每年现金分红不少于归母净利润的 75%。我们可看到公司在资产规模和利润规模能快速增加的基础上，有充分的意愿提高分红比例，延续对投资者的中长期投资回报。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.04 亿元、45.79 亿元、49.30 亿元，对应归母净利润为 16.20 亿元、18.07 亿元、20.05 亿元，对应动态市盈率为 15.73 倍、14.11 倍、12.71 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 极端天气对车流量不利风险；
- (2) 改扩建项目进度不及预期风险；
- (3) 分红比例不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6631	7604	4579	4930
收入同比 (%)	27.4%	14.7%	-39.8%	7.7%
归属母公司净利润	1660	1620	1807	2005
净利润同比 (%)	14.9%	-2.4%	11.5%	11.0%
毛利率 (%)	39.6%	32.3%	59.0%	60.0%
ROE (%)	13.1%	12.2%	12.0%	11.7%
每股收益 (元)	1.00	0.98	1.09	1.21
P/E	11.01	15.73	14.11	12.71
P/B	1.44	1.92	1.69	1.49
EV/EBITDA	6.22	9.14	7.99	6.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 安徽高速公路上市平台，交控集团赋能空间大	5
1.1 安徽高速公路投资运营平台，坐拥多条成熟路产	5
1.2 安徽交控赋能意愿明显，企业中长期空间较大	7
2 区域优势保障稳定车流，成熟路产综合成本占优	10
2.1 收入端：单公里创收快速提升，区域发展助力长期流量	10
2.1.1 通行费收入稳健增长，核心路产贡献超 6 成	10
2.1.2 长三角一体化战略，带动安徽高速公路长期发展	14
2.2 盈利端：成熟路产毛利率修复，路网畅通优化成本	16
2.2.1 收费业务盈利改善，现金流快速提升	16
2.2.2 路网畅通保障通行效率，降本增效优化养护成本	18
3 红利资产投资趋势，皖通分红仍有提升空间	20
4 投资建议	21
风险提示:	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

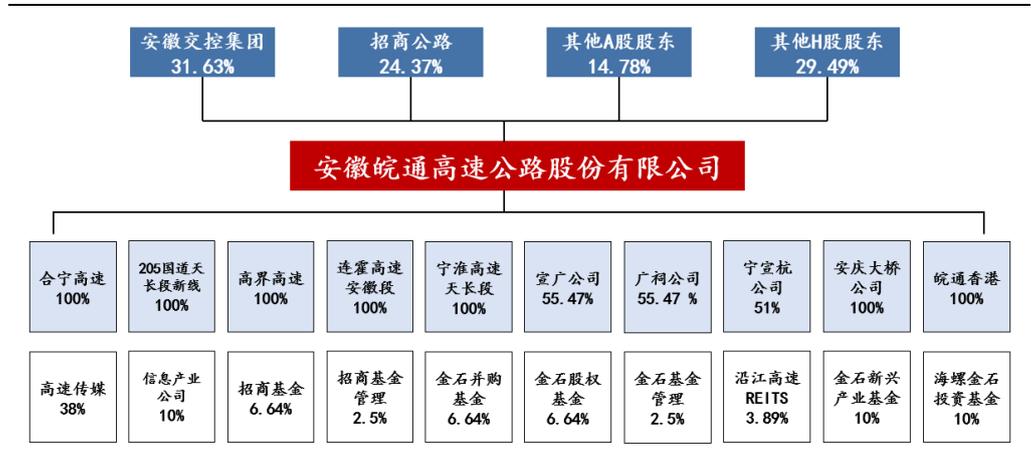
图表 1 皖通高速股东结构及主要参控股公司 (截至 2023 年年报)	5
图表 2 皖通主要路产简介 (截至 2023 年年报)	5
图表 3 皖通高速及安徽交控集团拥有路产示意图	7
图表 4 安徽交控集团营收及同比增速	8
图表 5 安徽交控集团总资产及资产负债率	8
图表 6 安徽交控集团主营构成 (2023 年)	8
图表 7 省级高速公路平台规模比较	9
图表 8 不考虑配套资金, 六武交易完成前后上市公司股权结构测算比较 (截至日期 2023 年 10 月 14 日)	10
图表 9 不考虑配套资金, 六武交易完成前后上市公司主要财务指标比较 (单位: 亿元)	10
图表 10 皖通高速营收及同比增速	11
图表 11 2016-2023 年皖通高速营收拆分	11
图表 12 皖通历年通行费收入中 10 条路产营收占比	11
图表 13 皖通历年 10 条路产毛利率	11
图表 14 公司所辖路产折算全程日均车流量 (架次)	12
图表 15 公司所辖路产折算全程日均车流量同比情况	12
图表 16 公司折算全程日均车流量平均值及同比	12
图表 17 公司所辖路产全年客车比例 (%)	13
图表 18 公司所辖路产每公里日通行费含税收入 (万元)	13
图表 19 2019-2024Q1 公司通行费各项减免金额 (亿元)	13
图表 20 2019-2024Q1 公司通行费减免总金额及同比	13
图表 21 2010-2023 年安徽省常住人口及增速	14
图表 22 2010-2023 年安徽省 GDP 及增速	14
图表 23 《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》主要内容	15
图表 24 安徽高速公路收费里程及增速	15
图表 25 2018-2022 年安徽交通固定资产投资各行业占比	15
图表 26 安徽省高速公路网规划图 (2020 年-2035 年)	16
图表 27 2016-2024Q1 皖通归母净利润及增速	17
图表 28 2016-2023 年皖通经营性净现金流及增速	17
图表 29 皖通销售毛利率、销售净利率	17
图表 30 皖通期间费用率情况	17
图表 31 皖通财务费用中的利息收入和利息支出明细	18
图表 32 皖通资产负债率和有息负债率	18
图表 33 皖通部分路产建设及改扩建投资情况	18
图表 34 2019-2023 年公司收费公路业务成本拆分	19
图表 35 2023 年公司收费公路业务成本占比	19
图表 36 安徽省高速公路通畅度 (%)	19
图表 37 2023 年以来公路板块指数和沪深 300 走势对比	20
图表 38 皖通历年分红及股息率数据	20
图表 39 高速公路上市公司 2023 年分红比例及股息率	20
图表 40 公司营收拆分表	21

1 安徽高速公路上市平台，交控集团赋能空间大

1.1 安徽高速公路投资运营平台，坐拥多条成熟路产

安徽省唯一公路类上市平台，大股东安徽交控持股稳定。公司是安徽省内唯一的公路类上市企业，1996年在香港联交所上市，股票简称“安徽皖通高速公路”；2003年在A股主板上市，股票简称“皖通高速”。公司通过投资建设、收购或合作经营等多种方式获得经营性公路资产，为过往车辆提供通行服务，按照收费标准收取车辆通行费；收费公路行业具备资金密集型特点，投资回收期长，收益较为稳定。截至2023年底，公司大股东安徽交控集团持股比例为31.63%，2014年以来未有变化；招商公路（001965.SZ）也是公司主要股东，截至2023年年报持股比例为24.37%。

图表1 皖通高速股东结构及主要参控股公司（截至2023年年报）



资料来源：公司2023年年报，华安证券研究所

坐拥多条成熟路产，改扩建有效延长经营时间。公司拥有合宁高速公路（G40沪陕高速合宁段）、205国道天长段新线、高界高速公路（G50沪渝高速高界段）、宣广高速公路（G50沪渝高速宣广段）、广祠高速公路（G50沪渝高速广祠段）、宁淮高速公路天长段、连霍高速公路安徽段（G30连霍高速安徽段）、宁宣杭高速公路、安庆长江公路大桥和岳武高速安徽段等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益，其中三条路产里程数超过100公里。从经营年限来看，公司拥有的收费权多为30年，其中合宁高速、205国道天长段、高界高速、宣广高速、广祠高速5条路产到期时间在2030年之前，通过提前改扩建方式，合宁高速和宣广高速收费期限将显著延长，高界高速改扩建前期工作也已正式启动。

图表2 皖通主要路产简介（截至2023年年报）

路产名称	里程数 (公里)	车道数目	收费权开始时间	收费权到期时间	路产简介
合宁高速公路	134	8	1996.8.16	2026.8.15	G40沪陕高速合宁段，连接大蜀山与周庄的一条双向八车道高速公路

205 国道天长段 新线	30	4	1997.1.1	2026.12.31	安徽省天长市境内的一条四线双程一级汽车专用公路
高界高速公路	110	4	1999.10.1	2029.9.30	G50 沪渝高速高界段, 双向四车道的高速公路
宣广高速公路	84	4	1999.1.1 (南环段 2003.9.1)	2028.12.31	G50 沪渝高速宣广段, 双向四车道的高速公路
连霍公路安徽段	54	4	2003.1.1	2032.6.30	G30 连霍高速安徽段, 双向四车道高速公路
广祠高速公路	14	4	2004.7.20	2029 年 7 月 20 日	G50 沪渝高速广祠段, 沟通合肥至杭州、上海等地的省际高速通道
宁淮高速公路 天长段	14	6	2006.12.18	2032 年 6 月 17 日	南起天长市宁淮公路江苏南京段终点, 终于宁淮公路江苏淮安段, 全线双向六车道高速公路
宁宣杭高速公路 安徽段	117	4	2013.9.8 (宣城至宁国段) 2015.12.19 (宁国至千秋关段) 2017.12.30 (狸桥至宣城段)	2043.9.7 (宣城至宁国段) 2045.12.18 (宁国至千秋关段) 2047.12.29 (狸桥至宣城段)	双向四车道高速公路, 是安徽省高速网的主要组成部分
安庆长江公路大桥	6	4	2004.12.26	2033.12.25	横跨长江水道, 双向四车道高速公路
岳武高速公路 安徽段	46	4	2015.12.31	2045.12.30	溧水至武汉高速的重要组成部分, 双向四车道高速公路

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

注: 合宁高速 2019 年扩建工程完成后, 收费期限暂定 5 年, 正式收费经营期限根据评估情况和有关规定确定; 广德至宣城段改扩建工程预计 2024 年底完成, 收费权将延长至 2058 年 12 月 31 日。

截至 2023 年底, 公司拥有营运公路里程约 609 公里, 如下图所示, 皖通所辖路产多为连通省内省外的重要干线; 此外公司还为安徽交控集团及省内其他高速公路产权主体提供委托代管服务, 管理的高速公路总里程达 5296 公里。

图表 3 皖通高速及安徽交控集团拥有路产示意图

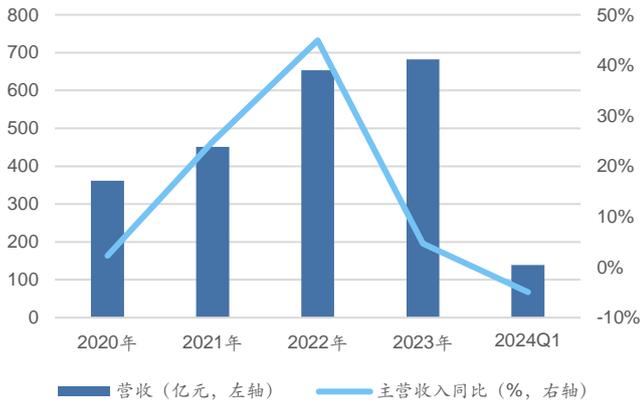


资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

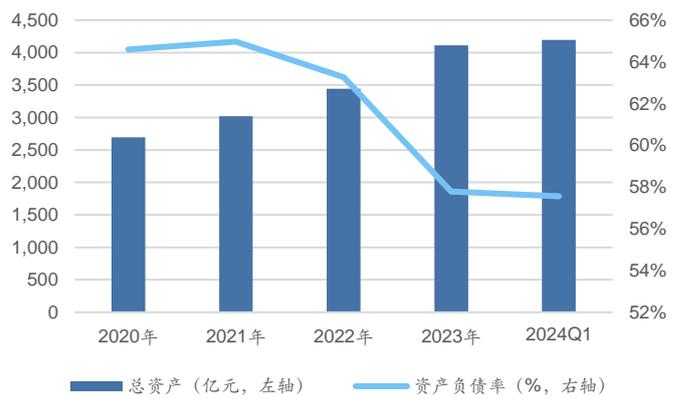
1.2 安徽交控赋能意愿明显，企业中长期空间较大

大股东安徽交控集团设立资产稳健增长目标。安徽交通控股集团是皖通高速的第一大股东，集团成立于 2014 年底，由原高速集团和原交投集团合并重组成立，是全省统一的高速公路投资运营管理平台。集团拥有交通运输、投资与资产管理、房地产和建筑三大主业，控股“皖通高速”“设计总院”两家上市公司。截至 2023 年，集团当年实现营收 682.55 亿元，总资产规模达到 4111.42 亿元，资产负债率快速降至 57.79%。安徽交控集团设立“5355”奋斗目标，到 2025 年，资产规模达到 5000 亿元，完成投资 3000 亿元，非路产利润贡献率超过 50%。

图表 4 安徽交控集团营收及同比增速



图表 5 安徽交控集团总资产及资产负债率

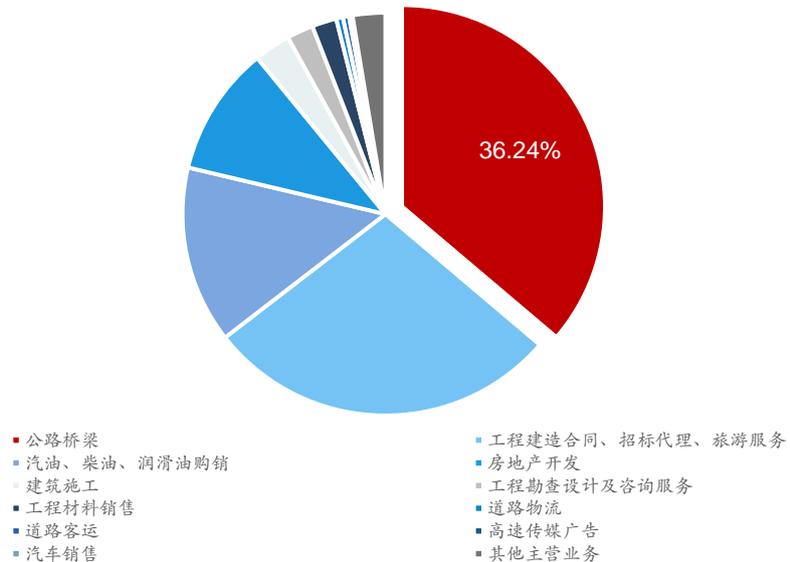


资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

多元化业务促进交控集团稳定发展。①**公路桥梁:**2023 年收入占比为 36.24%, 根据安徽交控官网介绍, 集团营运高速公路里程 4961 公里, 占全省 91%, 在建高速公路 1140 余公里。同时通过多种资本运营模式提高资产收益, 如 2022 年以沿江高速公路芜湖至安庆段位标的, 发行公募 REITS, 搭建新的高速公路资产上市平台。皖通高速 2023 年实现营收 66.31 亿元, 交控集团 2023 年公路桥梁业务收入为 247.36 亿元, 是皖通的 3.7 倍, 说明后续优质资产注入仍有较大想象空间。②**工程建设:**集团承接高速公路、桥梁、酒店地产等建设施工业务, 2023 年收入占比为 28.26%。③**房地产开发:**2023 年收入占比为 10.4%, 集团累计房地产开发面积 1500 余万平方, 在合肥、黄山等地运营 6 家酒店, 在京沪深等地拥有 11 万平方高端商办物业。

图表 6 安徽交控集团主营构成 (2023 年)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

交控集团支持皖通专注主业, 做大做强。路产资源是高速公路企业发展的根本, 目前皖通高速主要路产逐渐进入成熟期, 虽然部分路段通过改扩建形式延长了收费期限, 但仍面临收费期限逐年递减的问题。通过多种资本运作方式, 将集团现有有优

质路产纳入皖通平台，有利于延长所有路产的平均收费期限，并形成路网效应。根据皖通拟收购六武高速的公告中披露，“本次交易也是安徽交控集团承担控股股东责任，支持上市公司长期发展和提高持续经营能力的重要措施，有利于皖通高速建设成为行业领先、国内一流的高速公路运营管理平台的公司战略”，我们可看到交控集团对于皖通规模的提升是非常认可和支持的。

皖通大股东持股比例有提升空间。我们选取 12 家省级高速公路上市平台和皖通高速进行对比，可以看到所在省份的 GDP 全国排名相对靠前的上市公司，其资产及营收规模排名也较为靠前；皖通高速 2023 年营收与 13 省均值相近，但总资产较均值偏低。截至 2023 年底，皖通高速总资产为 217.39 亿元，较山东、四川等省高速公路上市公司存在一定差距。截至 2024 年 3 月 31 日，皖通大股东持股比例仅为 31.63%，低于均值 12.3 个百分点。

图表 7 省级高速公路平台规模比较

公司代码	公司名称	所在省份 2023 年 GDP 排名	2023 年总资产 (亿元)	2023 年总营收 (亿元)	24Q1 大股东持股比例
600350.SH	山东高速	3	1517.20	265.46	70.48%
600377.SH	宁沪高速	2	786.61	151.92	54.44%
601107.SH	四川成渝	5	576.59	116.52	39.86%
600020.SH	中原高速	6	500.61	57.03	45.09%
600269.SH	赣粤高速	15	358.69	74.92	47.52%
600012.SH	皖通高速	11	217.39	66.31	31.63%
000429.SZ	粤高速 A	1	213.69	48.79	24.56%
600035.SH	楚天高速	7	195.47	31.96	37.64%
600033.SH	福建高速	8	167.54	30.50	36.16%
000755.SZ	山西路桥	20	127.44	17.12	58.42%
600368.SH	五洲交通	19	94.63	16.33	36.45%
601518.SH	吉林高速	26	65.84	14.47	54.35%
601188.SH	龙江交通	25	53.58	6.52	33.47%
	平均值	11	375.02	69.07	43.85%

资料来源：Wind，华安证券研究所

2023 年公司拟收购六武高速，因未通过股东大会终止。公司于 2023 年 4 月发布停牌公告，拟筹划发行 A 股股份及支付现金购买安徽交控集团所持六武高速公路 100% 股权，并募集配套资金；根据此后交易报告书（草案）显示，六武高速 100% 股权评估值为 36.61 亿元，皖通高速拟按照每股价格 6.64 元发行股份支付 31.16 亿元，以及现金支付 5.50 亿元，此外拟募集配套资金不超过 14.66 亿元。不考虑配套资金的情况下，如完成六武高速收购事项，交控集团持股比例可提高至 46.71%，皖通总资产可达到近 250 亿元。而后根据公司 2023 年 11 月公告，本次交易未能获股东大会表决通过，后续审慎研究推进重组事项。

图表 8 不考虑配套资金，六武交易完成前后上市公司股权结构测算比较（截至日期 2023 年 10 月 14 日）

股东名称	六武高速重组前		六武高速重组后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
安徽交控集团	52464.42	31.63%	99393.69	46.71%
招商公路	49658.75	29.94%	49658.75	23.34%
其他股东	63737.83	38.43%	63737.83	29.95%
合计	165861.00	100%	212790.27	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 不考虑配套资金，六武交易完成前后上市公司主要财务指标比较（单位：亿元）

项目	2022 年度/2022 年 12 月 31 日		2023 年 1-6 月/2023 年 6 月 30 日	
	交易前	交易后(备考)	交易前	交易后(备考)
资产总计	213.03	240.66	219.27	248.62
归母所有者权益	119.25	141.12	118.36	141.56
营业收入	52.06	57.31	23.24	26.01
归母净利润	14.45	16.62	8.4	9.67

资料来源：公司公告，华安证券研究所

未来交控集团可持续为皖通高速赋能。高速公路上市公司的控股股东大部分为省属大型企业，在资产规模、资本实力等方面具备优势。近年来，多数地方国企战略中明确高速公路上市公司及其控股股东后续将进行股权激励、资产证券化、转型升级等改革措施，安徽省也有要求省属企业进一步深化国有企业改革。尽管公司收购六武高速事项未能开始，但按照当前的政策导向，预计未来皖通仍能获得其他优质路产资源，企业规模存在提升空间。

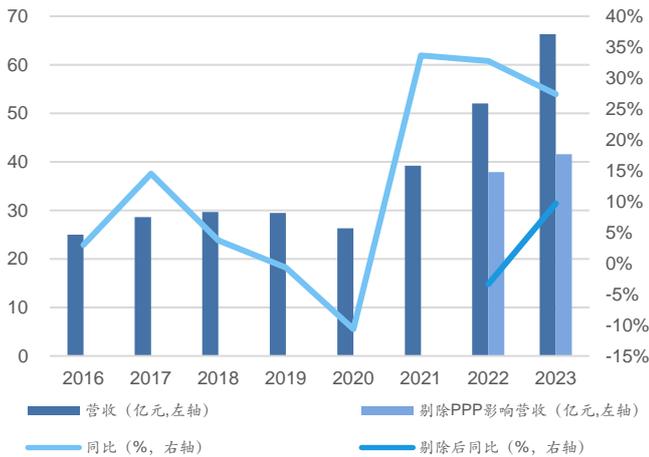
2 区域优势保障稳定车流，成熟路产综合成本占优

2.1 收入端：单公里创收快速提升，区域发展助力长期流量

2.1.1 通行费收入稳健增长，核心路产贡献超 6 成

公司主营业务 2023 年实现营收 66.31 亿元，同比增长 27.37%；其中通行费收入为 40.41 亿元，同比增长 9.94%；实现归母净利润 16.59 亿元，同比增长 14.87%。营收增长主要来源于宣广改扩建 PPP 项目建造服务收入 24.75 亿元，以及原有道路路的通行费收入增长。营收结构方面，剔除建造服务收入的影响以外，公司主营业务包括通行费收入（占比超 90%）和典当贷款利息收入；2022 年为优化产业结构、强化风险管控，皖通将典当公司清算解散，2021-2023 年通行费收入占主营业务收入比重稳定在 98%以上。

图表 10 皖通高速营收及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

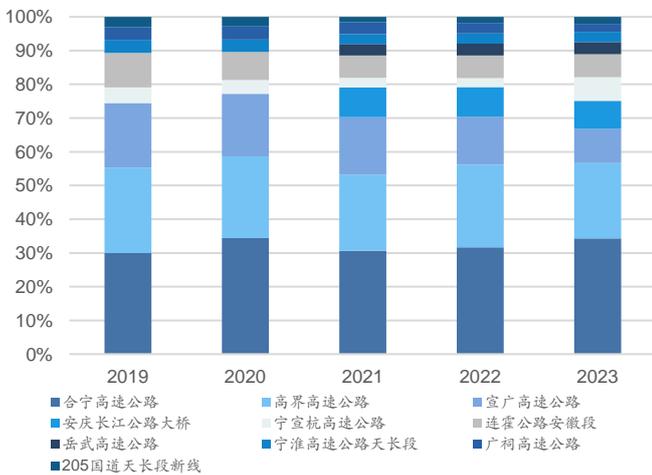
图表 11 2016-2023 年皖通高速营收拆分



资料来源: Wind, 华安证券研究所

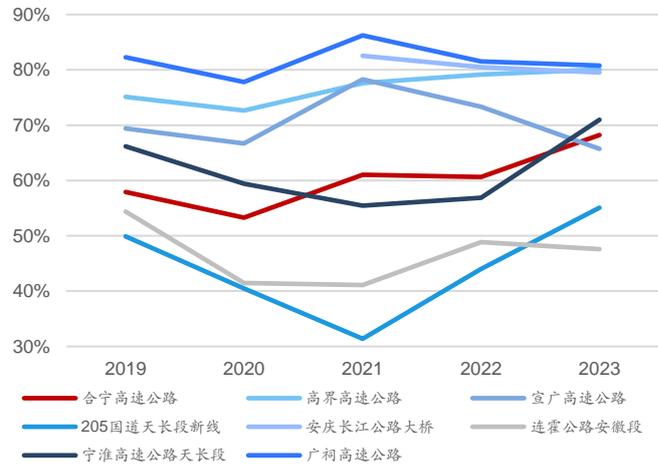
三条核心路产营收占比超 6 成，多数路产盈利能力持续提升。皖通核心路产主要包括合宁高速、高界高速和宣广高速，2019 年以来三条路产营收在通行费中合计占比均超过 65%。2021 年以来，安庆长江公路大桥和岳武高速纳入统计范围，公司通行费收入来源更加多元化。盈利能力方面，有三条路产 2023 年毛利率在 80% 左右，核心路产合宁高速、高界高速毛利率呈现上升趋势，宣广高速因改扩建毛利率 2022-2023 年出现下降；宁宣杭高速和岳武高速 2019-2022 年毛利率为负值，2023 年因为相连路网情况有所改善，两条公路毛利率分别转正为 1.07%、2.29%。

图表 12 皖通历年通行费收入中 10 条路产营收占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

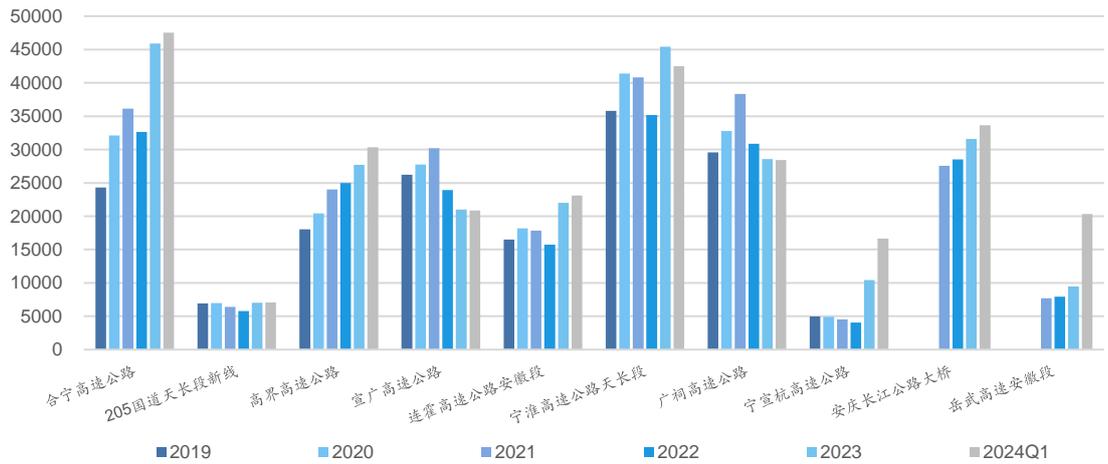
图表 13 皖通历年 10 条路产毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

多数路产车流量稳定增长。2023 年，公司路产日均车流量排名前三位的是合宁高速、宁淮高速天长段、安庆长江公路大桥，日均超过 3 万架次，日均车流量较少的是 205 国道天长段新线和宁宣杭高速。2023 年，宣广高速、广祠高速车流量均有不同程度下降，主要因为路段改扩建施工，且与之平行的国道 G318 升级改造后通行条件改善，导致部分车辆分流。

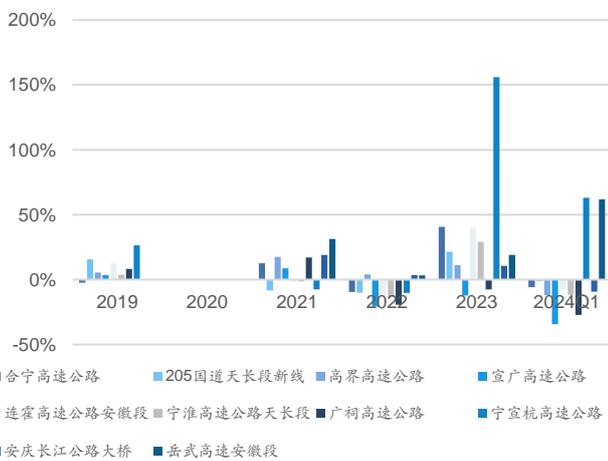
图表 14 公司所辖路产折算全程日均车流量 (架次)



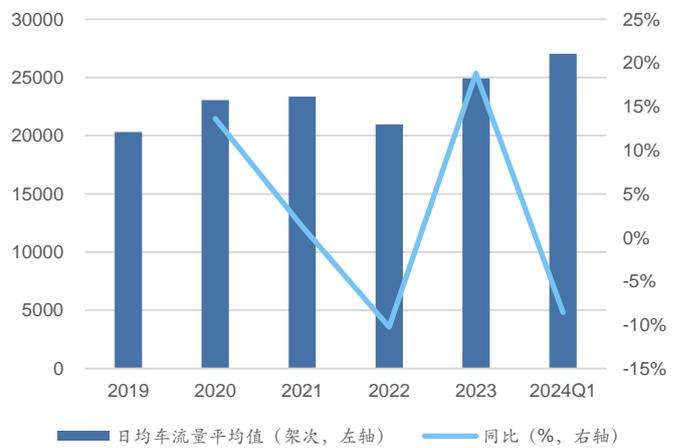
资料来源：2019-2023 年年报、2024 年一季报，华安证券研究所

从同比增速来看，2021、2023 年受益于管控政策的调整，大部分路产日均车流量同比增速均出现明显提高；宁宣杭高速两端对接路网通畅以来，2023-2024Q1 日均车流量有显著上升，预计全年仍将保持较好水平。2024Q1，受安徽省及周边省市雨雪天气影响，多数路产日均车流量同比均有不同程度的下降；但受益于宁宣杭高速和岳武高速更明显的改善，公司整体日均车流量均值仍较此前有所提高，达到 2.7 万架次。

图表 15 公司所辖路产折算全程日均车流量同比情况



图表 16 公司折算全程日均车流量平均值及同比



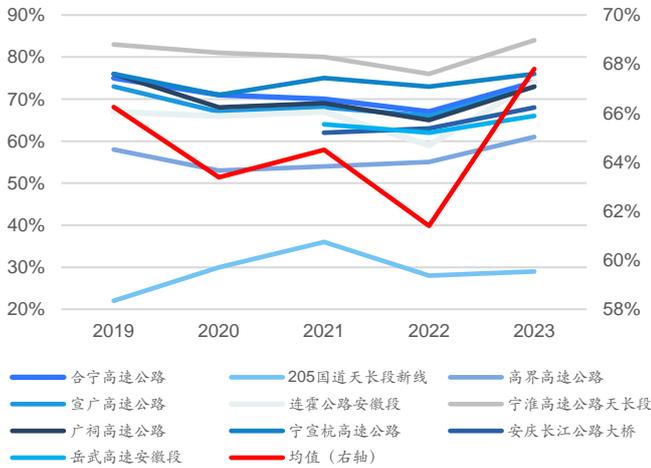
资料来源：2019-2023 年年报、2024 年一季报，华安证券研究所 资料来源：2019-2023 年年报、2024 年一季报，华安证券研究所

公司客货比重回高位，路产优化引领单公里收入显著提升。皖通不同路产的客货比差异较大，如 205 国道天长段新线近五年客车占比在 20-40%之间，其他 9 条路产客车占比多在 50%-85%之间；2023 年，皖通整体客车比例均值为 68%，受旅客集中出行影响，同比增加 7 个百分点。因货车平均收费标准通常高于客车，因此部分路段全年通行费增速低于车流量的增速。

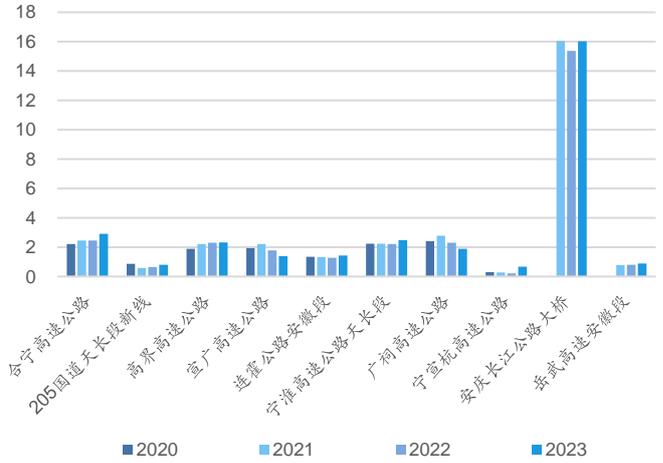
安庆长江公路大桥于 2021 年纳入公司合并报表，尽管日均车流量非首位，但其

建造成本较高，单车收费标准远高于普通高速公路和省级一级公路，因此该路产每公里日通行费含税收入近年均保持在 15 万元以上。受安庆公路拉动作用，皖通整体每公里日通行费收入均值从 2019 年的 1.52 万元提升至 2023 年的 3.08 万元。

图表 17 公司所辖路产全年客车比例 (%)



图表 18 公司所辖路产每公里日通行费含税收入 (万元)

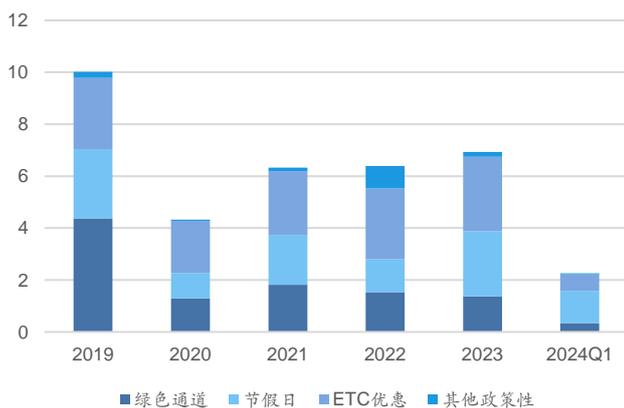


资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

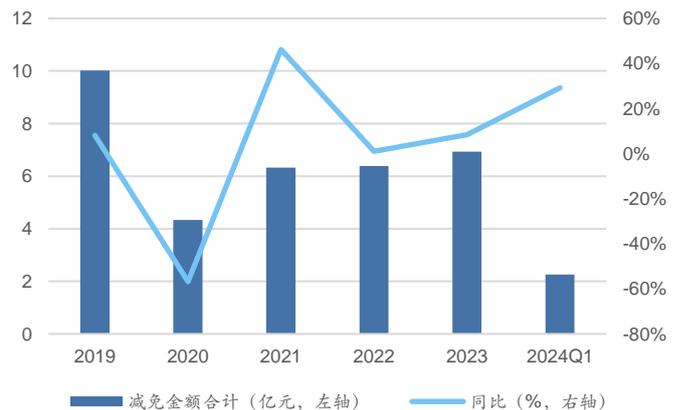
资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

减免金额年均占比稳定，主要来自节假日及 ETC 优惠。应国家“供给侧”改革需求，安徽省自 2016 年 7 月起对持安徽交通卡货车实行 85 折优惠政策，公司产生 ETC 优惠减免金额；春节及国庆等假期，公司所辖路段的出口小型客车（7 座以下）减免通行费。2019 年，公司通行费减免金额中绿色通道占比超过 40%；2020 年以来，节假日和 ETC 优惠占比明显上升。2023 年，公司减免金额合计 6.93 亿元，占当年通行费收入的 16.67%；2020-2023 年，该比值稳定在 16%-17%。

图表 19 2019-2024Q1 公司通行费各项减免金额 (亿元)



图表 20 2019-2024Q1 公司通行费减免总金额及同比



资料来源：公司 2019-2023 年年报、2024 年一季报，华安证券研究所

资料来源：公司 2019-2023 年年报、2024 年一季报，华安证券研究所

2.1.2 长三角一体化战略，带动安徽高速公路长期发展

①安徽省内：转型制造强省，经济活力有望持续。

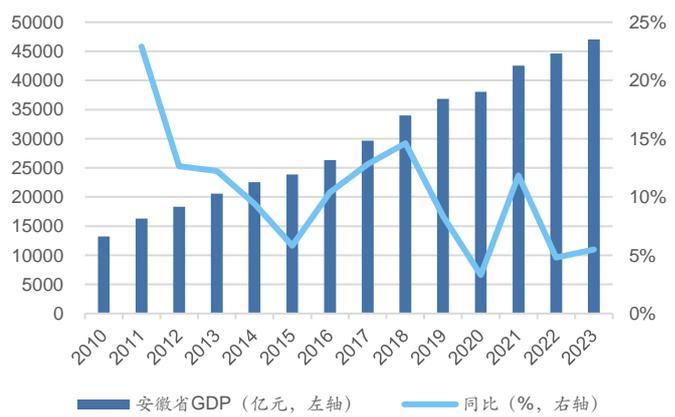
截至 2023 年末，安徽全省常住人口 6121 万人，在全国各省中排名第 9 名；2023 年，安徽省国内生产总值为 4.71 万亿元，同比增长 5.48%，在全国各省中排名第 13 位。目前安徽省已成功打造若干产业集群，截至 2024 年 6 月，全省汽车产量达 150.6 万辆，同比增长 46.7%，产量居全国第 2 位；2023 年，安徽光伏制造业实现营收 2967.4 亿元，居全国第 3 位；集成电路、显示面板、晶圆集成等行业营收均居全国前列。据中安在线报道，近 10 年安徽全省规模以上工业增加值平均增速 8.9%，居全国第 3 位，2023 年全省工业增加值 1.4 万亿元，居全国第 10 位，进入全国工业大省行列。

未来随着区域协调发展战略、新型城镇化的深入推进，经济和人口向大城市、城市群集中的趋势更加明显。高速公路主通道和城市群交通集聚效应不断增强，城市群城际间及都市圈区域客货运输更加繁忙，省内交通量预计将保持稳定增长。

图表 21 2010-2023 年安徽省常住人口及增速



图表 22 2010-2023 年安徽省 GDP 及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

②跨省流通：华东与中部的重要连接通道，区位优势明显

安徽省居中靠东，全省南北长约 570 公里，东西宽约 450 公里，东连江苏、浙江沿海发达省份，西接河南、湖北两个中部大省，是国内几大经济板块的对接地带。全省高等级公路密度居中部地区前列，承东启西、连南接北的区位优势较为明显。从长期发展来看，长三角区域仍然是我国经济增长的亮点。2019 年 12 月，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，规划范围包括上海市、江苏省、浙江省、安徽省全域，以 27 个城市为中心区辐射带动长三角地区高质量发展，规划期至 2025 年，展望到 2035 年。

皖通高速经营区域主要位于安徽省内，区位优势明显，所属路段多为穿越安徽地区的过境国道主干线；随着国家“长三角一体化”战略和“长江经济带”发展战略的深入实施，公司所辖路段的路网经济效益将更加凸显。

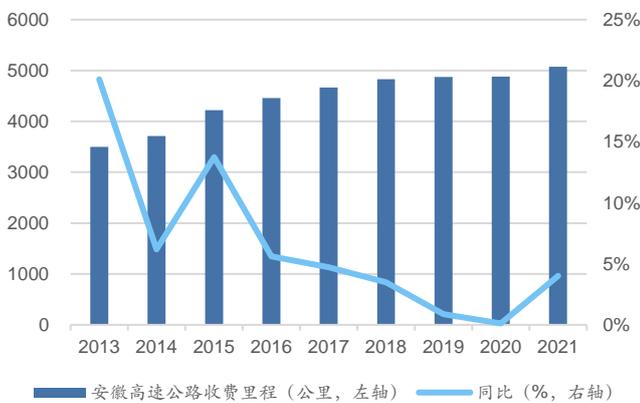
图表 23 《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》主要内容

重要章节	主要内容
总体目标	到 2025 年，长三角一体化发展取得实质性进展，常住人口城镇化率达到 70%，高速公路密度达到 5 公里/百平方公里。到 2035 年，长三角一体化发展达到较高水平。
推动形成区域协调发展新格局	提升上海服务功能，发挥苏浙皖比较优势，加强区域合作联动；提高城乡基础设施联通水平，全面推进人的城镇化。推动省际毗邻区域协同发展，共建省际产业合作园区。
加强协同创新产业体系建设	共同推动制造业高质量发展，引导产业合理布局。聚焦集成电路、新型显示、物联网、大数据、人工智能、新能源汽车、生命健康、大飞机、智能制造、前沿新材料十大重点领域。建设皖北承接产业转移集聚区，积极承接产业转移。
提升基础设施互联互通水平	提升省际公路通达能力。加快省际高速公路建设，对高峰时段拥堵严重的国道干线公路实施改扩建，形成便捷通达的公路网络。

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

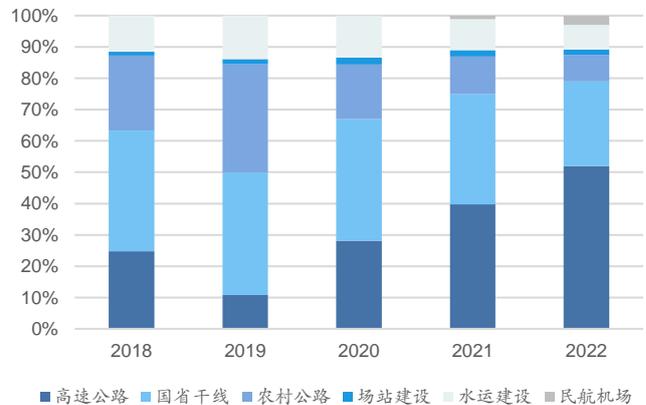
受益于省内外经济协同发展，路网需求日渐提升，安徽高速公路投资保持高速发展。截至 2021 年，安徽高速公路收费总里程为 5075 公里，保持稳健增长态势。根据安徽省交通厅发布的《安徽省 2022 年交通运输发展公报》，2022 年全省完成交通固定资产投资 1384.4 亿元，同比增长 46.5%，其中高速公路建设完成投资 720.2 亿元，同比增长 91.5%，在总投资中占比达到 52%。随着高速公路投资的快速推进，区域连通更加高效，对经济活动具有正向拉动作用，皖通现有路产车流量有望稳定增长，中长期可进行资本运作的路产规模更为可观。

图表 24 安徽高速公路收费里程及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

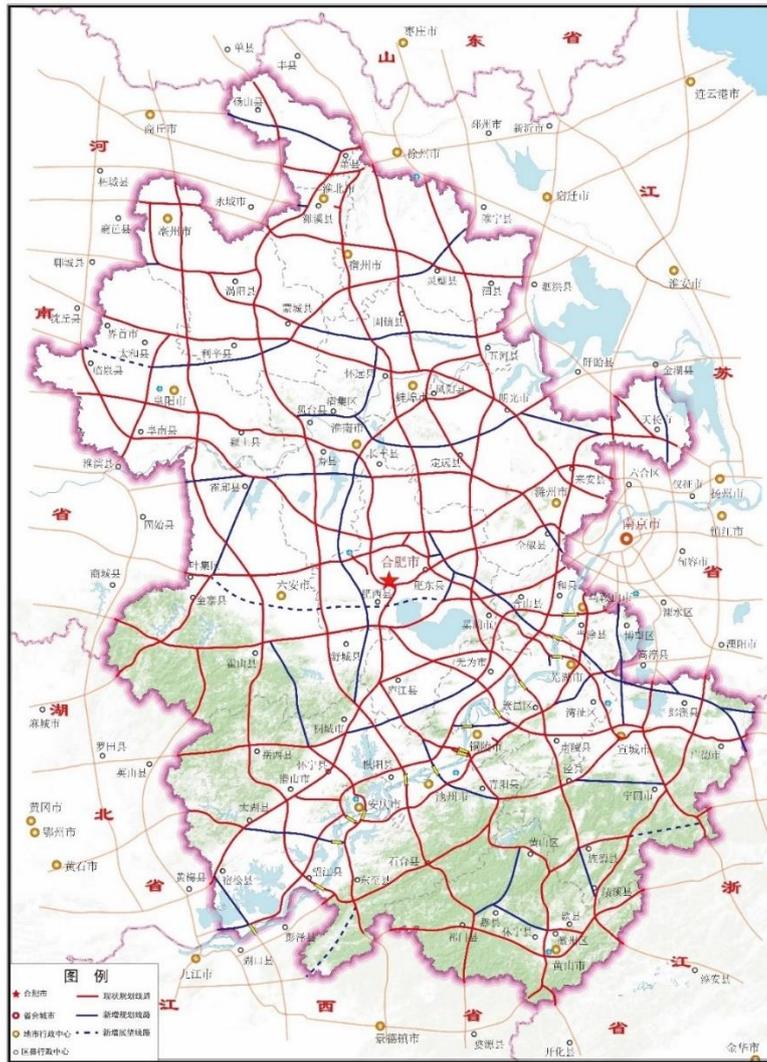
图表 25 2018-2022 年安徽交通固定资产投资各行业占比



资料来源：Wind，华安证券研究所

2035 年，安徽高速公路规划总里程数超 1 万公里。根据安徽省交通厅发布的《安徽省高速公路网规划修编 (2020 年-2035 年)》，到 2035 年全省高速公路规划总里程将达到 10165 公里 (含展望线路)，路网总体布局由 5 条纵线、10 条横线和 54 条联络线组成，构成“五纵十横”高速公路网；分阶段来看，2021-2025 年计划总投资约 4000 亿元，总里程数达到 6800 公里，到 2035 年总投资约 9000 亿元，路网密度达到 7.26 公里/百平方公里。

图表 26 安徽省高速公路网规划图 (2020 年-2035 年)



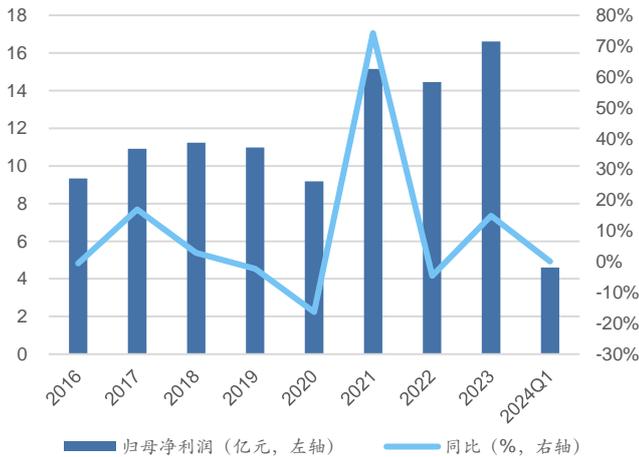
资料来源：安徽省交通规划总院，华安证券研究所

2.2 盈利端：成熟路产毛利率修复，路网畅通优化成本

2.2.1 收费业务盈利改善，现金流快速提升

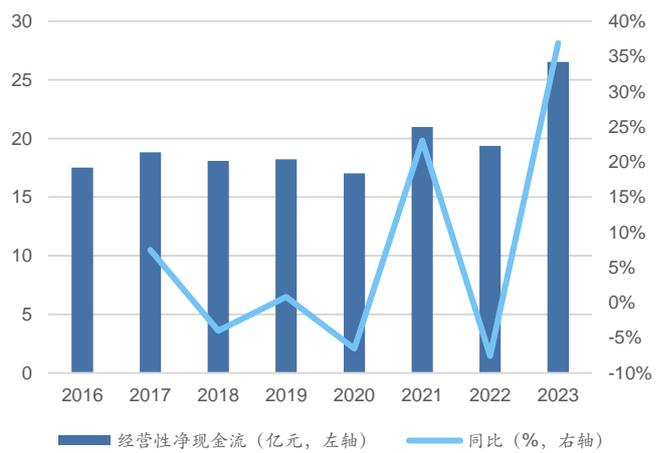
归母净利润保持稳定增长，经营性现金流改善明显。2023 年，公司实现归母净利润 16.59 亿元，同比增长 14.87%；2016-2023 年，归母净利润年均复合增速为 8.58%。2023 年，公司经营性净现金流实现 26.53 亿元，同比增加 7.15 亿元，主要来自通行费收入增长及多项费用支出有所减少。

图表 27 2016-2024Q1 皖通归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

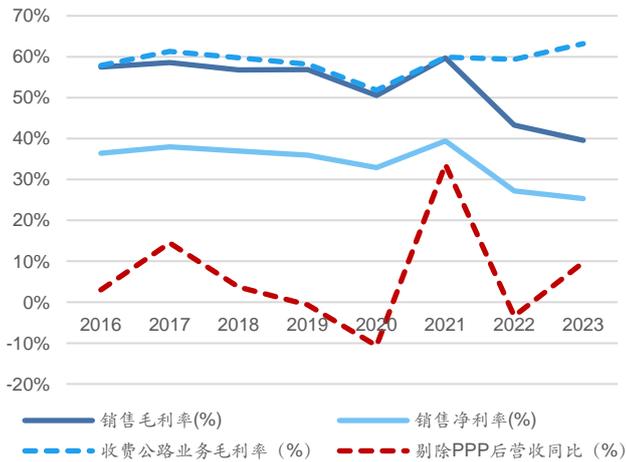
图表 28 2016-2023 年皖通经营性净现金流及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

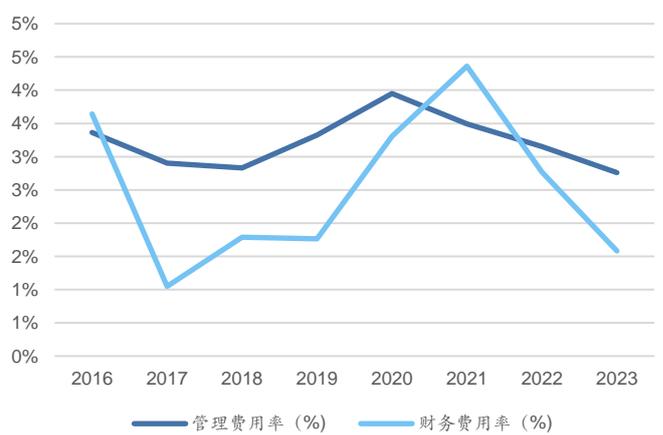
盈利能力逐渐改善, 费用支出占比下降明显。2022-2023 年, 宣广改扩建 PPP 项目建造收入及成本纳入报表, 公司毛利率和净利率均呈现明显下滑。收费公路业务毛利率更体现公司真实盈利情况, 从 2020 年以来, 收费业务毛利率呈现逐年上升的趋势, 整体走势和收费业务的营收增速较为一致, 呈现出规模效应的特点; 2023 年, 收费业务毛利率提升至 63.18%, 回到历史高位水平。三费方面, 公司没有销售费用和研发费用的支出, 财务费用和管理费用近年来有序下降; 2024Q1, 公司财务费用同比去年下降 39.80%, 主要因为 LPR 利率有所降低, 预计全年利率水平仍处在低位, 财务费用比例仍有降低空间。

图表 29 皖通销售毛利率、销售净利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 30 皖通期间费用率情况

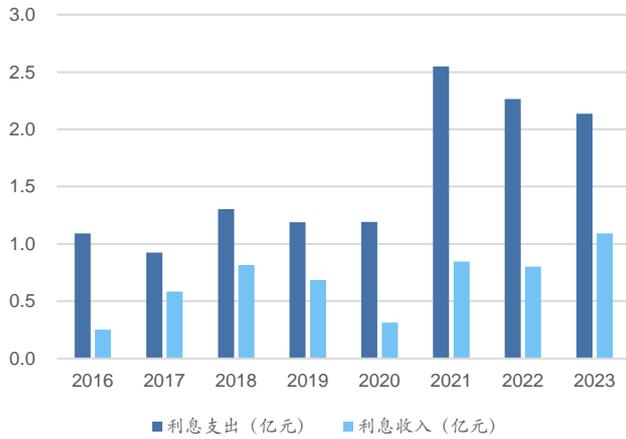


资料来源: Wind, 华安证券研究所

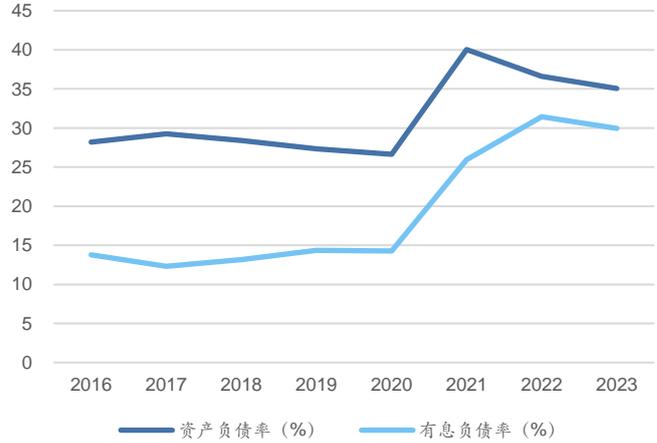
短期还款压力有限, 资产负债率缓慢下降。2016-2020 年, 公司资产负债率较为稳定, 处在 26%-30% 的较低水平; 2021 年, 公司从银行取得长期借款 37.78 亿元, 年利率为 1.2%-4.9% 之间, 主要为建造宁宣杭高速公路取得银行借款、合宁高速改扩建取得 4.6 亿国开行借款、收购安庆大桥公司股权及债券取得 18.37 亿银行借款, 本金于 2021-2040 年期间偿还。因此 2021 年, 公司资产负债率快速提升至 40.04%,

2022-2024H1 年皖通总资产规模逐渐增长，资产负债率逐年下降。今年 6 月，为拓宽融资渠道、降低融资成本，公司发布公告拟在证监会申请注册不超过 50 亿元公司债券，债券期限不超过 5 年；结合目前的资金需求情况，预计未来公司资产负债率仍会维持在 30% 以上。

图表 31 皖通财务费用中的利息收入和利息支出明细



图表 32 皖通资产负债率和有息负债率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.2.2 路网畅通保障通行效率，降本增效优化养护成本

高速公路建设成本较高，早期项目具备成本优势。收费公路行业具备资金密集型特点，投资回收期长。以皖通历次路产投资为例，高速公路每公里造价从几千万到上亿不等。一方面和具体的地理条件、路面宽度有关；一方面和建造时期密切相关，随着人工成本和建筑材料成本的上升，高速公路智能化的提出，早期项目的建造成本有非常明显的成本优势，如 2005 年开始建设的宁淮高速天长段每公里造价为 0.4 亿元，而 2022 年开始建设的宣广改扩建项目每公里造价达到 1.64 亿元。

图表 33 皖通部分路产建设及改扩建投资情况

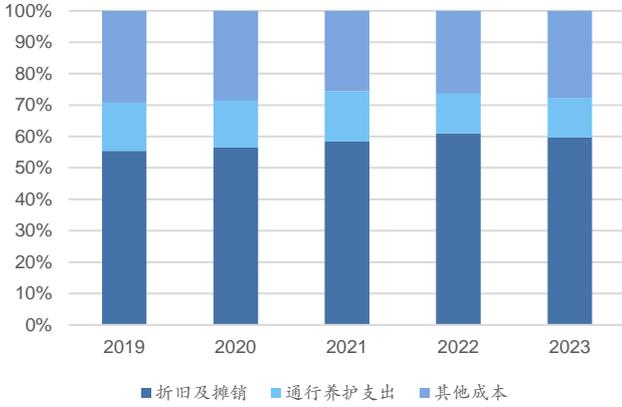
项目名称	项目里程 (公里)	概算金额 (亿元)	单位投资成本 (亿元/公里)	开工建设时间
宣广高速改扩建	84	137.78	1.64	2022 年 2 月
合宁高速改扩建	87	63.75	0.73	2016 年 11 月
宁宣杭高速公路狸桥至宣城段	31	21.33	0.69	2015 年 1 月
宁宣杭高速公路宁国至千秋关段	40	29.28	0.73	2011 年 3 月
合宁高速“四改八”扩建	42.1	19.64	0.47	2006 年 8 月
宁淮高速公路天长段	14	5.59	0.40	2005 年 1 月

资料来源: 公司 2006 年报、2015 年报、2016 年报、2021 年中标公告，华安证券研究所

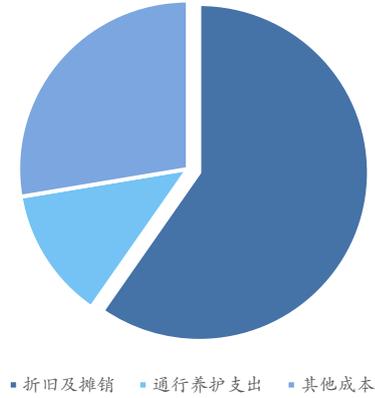
各项成本占比较为稳定，折旧摊销超 50%。建造成本每年以折旧和摊销的形式计入当年成本，通常按经营权年限采取直线折旧摊销法。2019-2023 年，公司折旧摊销在收费公路业务中占比 50%-60%，随着路产资源的增多，折旧摊销的占比缓慢提升。

公司大部分路段通车时间长，路面进入“老化期”，但养护成本受益于降本增效等考核措施，逐年占比有所下降。

图表 34 2019-2023 年公司收费公路业务成本拆分



图表 35 2023 年公司收费公路业务成本占比

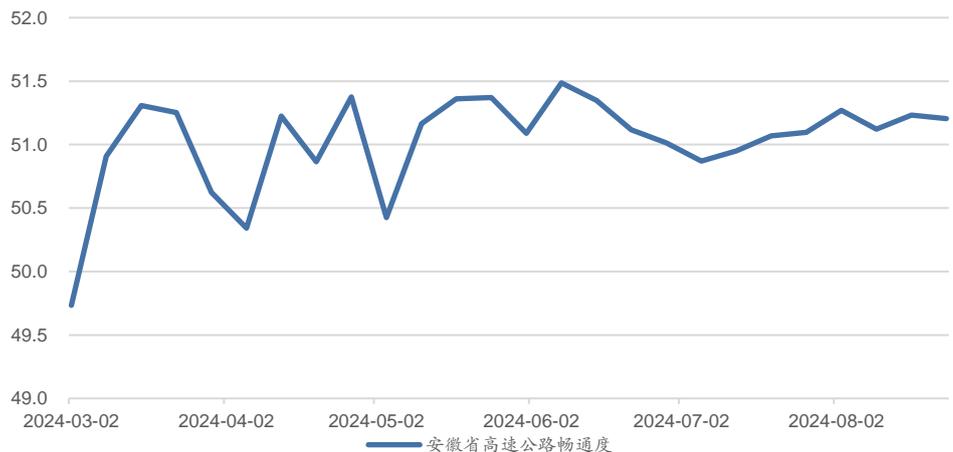


资料来源：公司 2019-2023 年年报，华安证券研究所

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

高速公路收费业务具有规模效应特点，高车流量可有效摊薄各项成本。①**皖通先发优势**：当前我国高速公路网骨架已基本形成，重点城市群区域拥有较为发达的高速公路网络，近年来高速公路建设任务已逐渐向偏远地区、支线和联络线转移，车流量较干线有较大差异，项目建设投资的边际效果逐渐下降。皖通所辖路产多为跨省的干线公路，具备明显的先发优势。②**优化通行效率**：公司强化拥堵综合治理，对路网堵点实施“一点一策”整治，全面排查不合理限速路段，畅通行动成效显著，2023 年中秋国庆假期安徽省路网运行拥堵指数在华东六省一市排名最低。同时主动对接主流导航平台和大型物流运输企业，开展路网车辆引流；全面推广 ETC 门架车型识别设备，试点稽核工单自动化处理机器人，提高收费环节的通行速度。

图表 36 安徽省高速公路畅通度 (%)

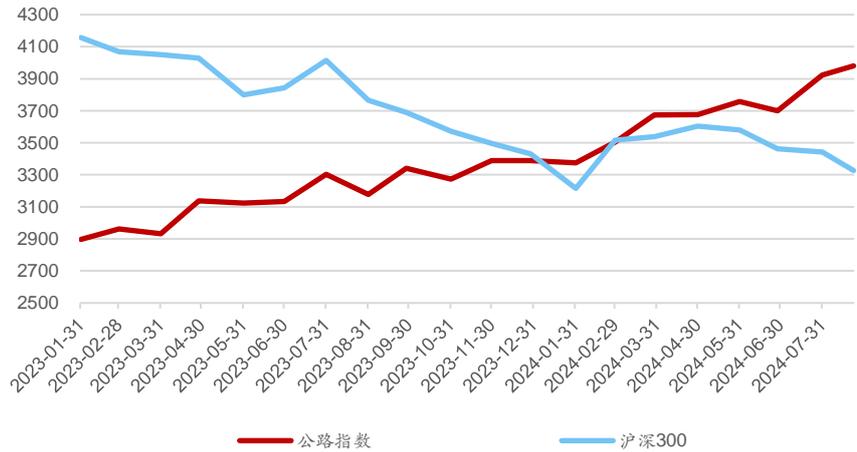


资料来源：Wind，华安证券研究所

3 红利资产投资趋势，皖通分红仍有提升空间

高速公路是红利型投资优选的资产方向。在权益市场不断调整，市场利率下行的背景下，红利型资产成为近两年来资金偏爱的方向；高速公路资产业绩普遍具有稳定性，且进入成熟期后资本开支少，分红比例较高，是红利资产中的代表领域。

图表 37 2023 年以来公路板块指数和沪深 300 走势对比



资料来源：Wind，华安证券研究所

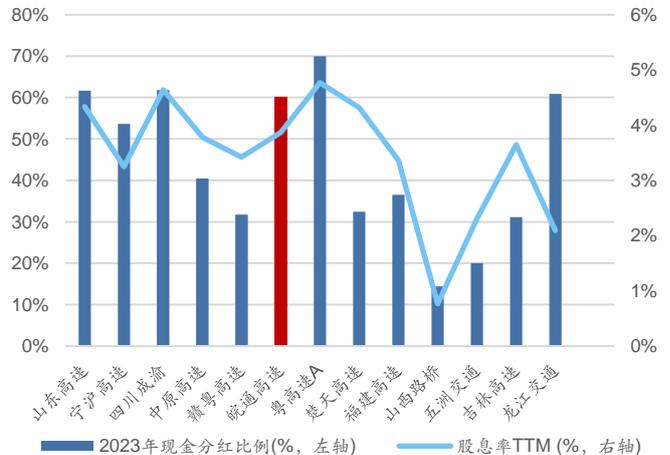
公司明确表示具有提高分红的意愿。根据公司此前股东回报规划（2021-2023 年），每年以现金形式分配的利润不少于当年归母净利润的百分之六十。2023 年年报披露，公司拟决定每股分红 0.601 元，现金分红比例达到 60.05%。此外，根据皖通 2023 年 7 月公告显示，公司表示如果六武高速收购事项得以实施，将 2023-2025 年每年现金分红不少于归母净利润的 70%，调整为 2023-2025 年每年现金分红不少于归母净利润的 75%。因此我们可看到公司在资产规模和利润规模能快速增加的基础上，有充分的意愿提高分红比例，延续对投资者的中长期投资回报。

图表 38 皖通历年分红及股息率数据



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 39 高速公路上市公司 2023 年分红比例及股息率



资料来源：Wind，华安证券研究所

4 投资建议

公司主要营收来自通行费收入，具体预测如下：①合宁高速：与之平行的 G36 宁洛高速滁州至蚌埠段改扩建施工，对合宁利好影响逐渐弱化，2024Q1 日均车流量同比下降 5.76%，结合客货比上升、客单价下降，预计 2024-2026 年合宁高速营收增速分别为-3.39%、4.49%、7.98%；②高界高速：2023 年改扩建工作前期工作正式启动，或于 2025、2026 年开始建设施工，车流量将受到影响，预计 2024-2026 年高界高速营收增速分别为-5.26%、3.62%、-8.57%；③宣广高速：改扩建工作预计 2024 年底结束，预计 2024 年车流量下滑明显，2025、2026 年迎来积极修复，预计 2024-2026 年宣广高速营收增速分别为-40.15%、49.30%、20.41%；④其他路产：宁宣杭和岳武高速连接路网畅通，2024Q1 车流量增速均超 60%，预计 2024、2025 年营收可保持较高增速。需要特别说明的是，宣广改扩建 PPP 项目预计 2024 年结束，2025-2026 年不再产生建造期收入，将影响公司 2025 年营收产生较为明显的下滑。

图表 40 公司营收拆分表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、合宁高速公路					
营收 (亿元)	11.79	14.04	13.56	14.17	15.30
同比 (%)	-0.25%	19.08%	-3.39%	4.49%	7.98%
2、高界高速公路					
营收 (亿元)	9.10	9.15	8.67	8.98	8.21
同比 (%)	3.64%	0.57%	-5.26%	3.62%	-8.57%
3、宣广高速公路					
营收 (亿元)	5.28	4.13	2.47	3.69	4.44
同比 (%)	16.00%	18.00%	-40.15%	49.30%	20.41%
4、其他路产					
营收 (亿元)	11.03	13.61	15.68	18.29	20.69
同比 (%)	-4.00%	23.43%	15.20%	16.63%	13.12%
通行费总收入 (亿元)	37.20	40.94	40.39	45.14	48.65
同比 (%)	-3.78%	10.04%	-1.34%	11.76%	7.78%
建造期收入 (亿元)	14.17	24.75	35.00	0.00	0.00
其他收入 (亿元)	0.69	0.62	0.65	0.65	0.65
总营收 (亿元)	52.06	66.31	76.04	45.79	49.30
同比 (%)	32.78%	27.36%	14.68%	-39.78%	7.67%
毛利率 (%)	43.24%	39.55%	32.29%	58.97%	60.01%

资料来源：Wind，华安证券研究所

皖通高速于 2023 年 11 月与交控资本、交控基金、金石投资、金石润泽签署《安徽交控金石新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》；新兴产业基金的总认缴出资额为 20 亿元，其中皖通高速出资额占比 10%。交控金石新兴产业基金于 2024 年 5 月 9 日，完成备案手续，预计短期对公司业绩暂无影响。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.04 亿元、45.79 亿元、49.30 亿元，对

应归母净利润为 16.20 亿元、18.07 亿元、20.05 亿元, 对应动态市盈率为 15.73 倍、14.11 倍、12.71 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示:

- (1) 极端天气对车流量不利风险;
- (2) 改扩建项目进度不及预期风险;
- (3) 分红比例不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4267	2719	4837	7899	营业收入	6631	7604	4579	4930
现金	3948	2355	4524	7566	营业成本	4008	5149	1879	1972
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	26	38	25	27
其他应收款	125	148	87	95	销售费用	0	0	0	0
预付账款	3	3	1	1	管理费用	183	213	129	138
存货	4	6	2	2	财务费用	105	106	160	147
其他流动资产	187	207	222	234	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17472	19661	19811	20084	公允价值变动收益	-109	0	0	0
长期投资	155	155	155	155	投资净收益	58	61	39	41
固定资产	1078	1150	1060	994	营业利润	2274	2191	2442	2707
无形资产	15027	17267	17487	17787	营业外收入	3	2	1	1
其他非流动资产	1211	1089	1108	1148	营业外支出	10	8	8	5
资产总计	21739	22380	24648	27982	利润总额	2267	2185	2436	2703
流动负债	1461	1713	1154	1261	所得税	588	546	609	676
短期借款	0	0	100	200	净利润	1678	1638	1827	2027
应付账款	632	815	308	318	少数股东损益	18	18	20	22
其他流动负债	829	898	746	744	归属母公司净利润	1660	1620	1807	2005
非流动负债	6163	5910	6910	8110	EBITDA	3349	3219	3546	3827
长期借款	5960	5710	6710	7910	EPS (元)	1.00	0.98	1.09	1.21
其他非流动负债	204	201	201	201					
负债合计	7624	7624	8065	9372					
少数股东权益	1458	1476	1496	1518					
股本	1659	1659	1659	1659					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	10998	11621	13428	15433					
归属母公司股东权益	12657	13280	15087	17092					
负债和股东权益	21739	22380	24648	27982					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	2653	2907	2352	3210	成长能力				
净利润	1678	1638	1827	2027	营业收入	27.4%	14.7%	-39.8%	7.7%
折旧摊销	922	929	950	977	营业利润	15.1%	-3.7%	11.4%	10.8%
财务费用	125	204	219	260	归属于母公司净利	14.9%	-2.4%	11.5%	11.0%
投资损失	-58	-61	-39	-41	获利能力				
营运资金变动	-95	191	-608	-13	毛利率 (%)	39.6%	32.3%	59.0%	60.0%
其他经营现金流	1856	1454	2438	2040	净利率 (%)	25.0%	21.3%	39.5%	40.7%
投资活动现金流	-3118	-3062	-1064	-1209	ROE (%)	13.1%	12.2%	12.0%	11.7%
资本支出	-2113	-3099	-1103	-1249	ROIC (%)	8.7%	8.2%	8.1%	7.8%
长期投资	13	20	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-1018	16	39	41	资产负债率 (%)	35.1%	34.1%	32.7%	33.5%
筹资活动现金流	-1477	-1437	881	1040	净负债比率 (%)	54.0%	51.7%	48.6%	50.4%
短期借款	0	0	100	100	流动比率	2.92	1.59	4.19	6.26
长期借款	-242	-250	1000	1200	速动比率	2.79	1.46	4.00	6.07
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.34	0.19	0.19
其他筹资现金流	-1235	-1187	-219	-260	应收账款周转率	—	—	—	—
现金净增加额	-1941	-1593	2169	3042	应付账款周转率	6.48	7.12	3.35	6.30
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.00	0.98	1.09	1.21
					每股经营现金流(薄)	1.60	1.75	1.42	1.94
					每股净资产	7.63	8.01	9.10	10.31
					估值比率				
					P/E	11.01	15.73	14.11	12.71
					P/B	1.44	1.92	1.69	1.49
					EV/EBITDA	6.22	9.14	7.99	6.95

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。