

交通运输

2024 年 09 月 19 日

皖通高速 (600012)

——核心路产改扩建快速推进, 政策优化利好优质路产运营商

报告原因: 首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据: 2024 年 09 月 18 日

收盘价 (元)	14.55
一年内最高/最低 (元)	16.25/9.71
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	4.13
流通 A 股市值 (百万元)	16,959
上证指数/深证成指	2,717.28/7,992.25

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	7.52
资产负债率%	40.30
总股本/流通 A 股 (百万)	1,659/1,166
流通 B 股/H 股 (百万)	-/493

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

严天鹏 A0230122090007
yantp@swsresearch.com

联系人

严天鹏
(8621)23297818×
yantp@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **汽车保有量稳健增长, 收费公路管理条例优化在即。**近年, 伴随我国居民收入水平的改善和全社会运输需求的增长, 我国汽车保有量持续增长, 新增路网投资增速阶段性承压, 中长期维度路网效应仍是重要变量。盘点近年《收费公路管理条例》关于经营性高速公路收费期限的变化历程, 整体趋势反映出政策端对于特许经营权年限约定放宽的趋势。
- **核心路产立足长三角, 国资股东协同赋能。**皖通高速实际控制人为安徽省国资委, 目前控股 10 个公路收费项目, 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有的营运公路里程约 609 公里, 管理的高速公路总里程达 5296 公里。
- **公司车流量增长与外延并购双轮驱动业绩高增。**公司主营业务收购扩容实现突破, 收费公路业务板块营业及利润有所改善, 资产负债率近年来有所提升, 但仍较低, 净资产收益率恢复增长。合宁高速已完成改扩建, 收入贡献明显, 车流量显著提升。高界高速网作为 G50 沪渝高速的组成部分, 是安徽省东西向的重要过境通道, 日均车流量维持增长态势, 毛利率保持较高水平, 预计未来将持续受益。宣广高速、广祠高速改扩建工程项目预计将为公司收入及利润带来正面影响, 且特许经营权年限有望改善。
- **外延并购潜力巨大, 高分红比例回报股东。**安徽省经营性高速公路资产丰富, 为公司外延并购提供丰富底层资产。23 年公司分红比例约为 60.05%, 在高速公路板块中, 公司分红比例相对较高。公司经营现金流充足, 资产负债率为行业平均水平, 可满足公司收购及改扩建等事项。
- **首次覆盖, 给予“增持”评级。**皖通高速作为高速公路领域的优质公司, 盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.50、18.96、20.26 亿元, 分别同比增长 5%、8%、7%, 每股收益分别为 1.05、1.14、1.22 元/股。基于以上盈利预测, 当前市值对应 PE 分别为 14x、13x、12x。从行业角度, 选取宁沪高速作为可比公司, 宁沪高速主要经营长三角地区高速公路业务, 与皖通高速可比, 2024E-2026E 宁沪高速 PE 分别为 15X/14X/13X。对标宁沪高速估值水平, 我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 15X, 对应当前市值仍有 7%的空间。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**收费标准降低风险; 不可抗力; 竞争性线位导致车流转移。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,631	3,053	6,700	7,026	7,280
同比增长率 (%)	27.4	31.4	1.0	4.9	3.6
归母净利润 (百万元)	1,660	810	1,750	1,896	2,026
同比增长率 (%)	14.9	-3.5	5.4	8.4	6.9
每股收益 (元/股)	1.00	0.49	1.05	1.14	1.22
毛利率 (%)	39.6	38.5	39.7	40.4	41.4
ROE (%)	13.1	6.5	13.0	13.2	13.2
市盈率	15		14	13	12

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益; “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级。皖通高速作为高速公路领域的优质公司，盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.50、18.96、20.26 亿元，分别同比增长 5%、8%、7%，每股收益分别为 1.05、1.14、1.22 元/股。基于以上盈利预测，当前市值对应 PE 分别为 14x、13x、12x。从行业角度，选取宁沪高速作为可比公司，宁沪高速主要经营长三角地区高速公路业务，与皖通高速可比，2024E-2026E 宁沪高速 PE 分别为 15X/14X/13X。对标宁沪高速估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 15X，对应当前市值仍有 7%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

核心假设-营收

高速公路收费板块：公司主要收入来源为高速公路收费，中长期看，安徽省经济的高速发展有望驱动省内车流量稳步提升，同时，宣广、广祠路段后续改扩建完成通车后，伴随路网结构改善，车流量有望大幅提升。预计 24-26 年车流量小幅增长，单车收费基本持平，收费公路板块收入同比增速分别为 1%、8%、6%。

核心假设-成本

高速公路收费板块：公司现有收费公路经营状况稳定，考虑到未来几年改扩建项目持续推进，成本端主要受到日常运营维保等因素影响，预计未来三年营业成本略有增长，预计 24-26 年收费公路板块营业成本同比增速分别为 2%、10%、4%。

有别于大众的认识

市场认为高速公路企业没有成长逻辑。

我们认为伴随收费公路管理条例优化，优质高速公路企业路产改扩建及收并购有望驱动公司开启新的成长期。

市场认为高速公路企业属于短期风格资产。

我们认为在“后增长时代”，高速公路企业的长期配置属性突出。

股价表现的催化剂

收费公路管理条例优化，收费公路特许经营权年限延长；优质资产收购；路产改扩建完成；路网格局优化。

核心假设风险

收费标准降低风险；不可抗力；竞争性线位导致车流转移。

目录

1.汽车保有量稳健增长，收费公路管理条例优化在即	6
1.1 汽车保有量稳健增长，驱动路网流量增长	6
1.2 新增路网投资增速阶段性承压，中长期维度路网效应仍是重要变量	6
1.3 收费公路管理条例优化在即	7
2. 核心路产立足长三角，国资股东协同赋能.....	7
2.1 国资背景，以公路收费业务为核心	7
2.2 外延并购，扩大资产包优势	9
2.3 核心路产立足长三角，路产权益年限较长	9
3. 车流量增长与外延并购双轮驱动业绩高增	10
3.1 主要路产历年车流量情况	10
3.2 营收与利润稳步增长，主要利润来自路产业务	12
3.3 资产负债率良好，ROE 持续改善	13
4. 外延并购潜力巨大，高分红比例回报股东.....	13
4.1 安徽省优质高速公路资产丰富，为公司外延并购提供丰富底层资产	13
4.2 分红比例较高，充足的现金流保障公司未来发展	14
5. 盈利预测与估值.....	15
5.1 核心假设与盈利预测	15
5.2 估值	16
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：我国汽车保有量（亿辆）	6
图 2：全国公路建设投资额（亿元）	6
图 3：全国高速公路建设投资额（亿元）	6
图 4：皖通高速发展历程.....	7
图 5：皖通高速股权结构图	8
图 6：2018-2023 年合宁高速贡献主要收入（亿元）	10
图 7：2013-2023 年合宁高速日均车流量（架次）	10
图 8：2013-2023 年合宁高速营业收入（亿元）及同比增速.....	10
图 9：2013-2023 年合宁高速毛利润（亿元）及毛利率情况.....	10
图 10：2013-2023 年高界高速日均车流量（架次）	11
图 11：2013-2023 年高界高速营业收入（亿元）及同比增速	11
图 12：2013-2023 年高界高速毛利润（亿元）及毛利率情况	11
图 13：2013-2023 年宣广高速营业收入（亿元）及同比增速	11
图 14：2013-2023 年广祠高速营业收入（亿元）及同比增速	11
图 15：2018-2023 年收费公路业务营收（亿元）及同比增速	12
图 16：2018-2023 年收费公路业务毛利润（亿元）及同比增速	12
图 17：2018-2023 年公司营收（亿元）及同比增速	13
图 18：2018-2023 年公司归母净利润（亿元）及同比增速	13
图 19：2018-2023 年公司资产负债率	13
图 20：2018-2023 年公司净资产收益率.....	13
图 21：2013-2023 年安徽高速公里收费里程（公里）及同比增速	14
图 22：2014-2023 年安徽高速公里新增收费里程（公里）	14
图 23：皖通高速经营现金流净额及资本开支（亿元）	15
图 24：皖通高速 2023 年资产负债率低于行业均值.....	15
表 1：关于收费公路管理条例相关文件的盘点.....	7
表 2：皖通高速路产收购明细	9
表 3：公司控股路产信息（截至 2023 年 12 月 31 日）	9
表：高速公路 - 年分红比例及股息率	

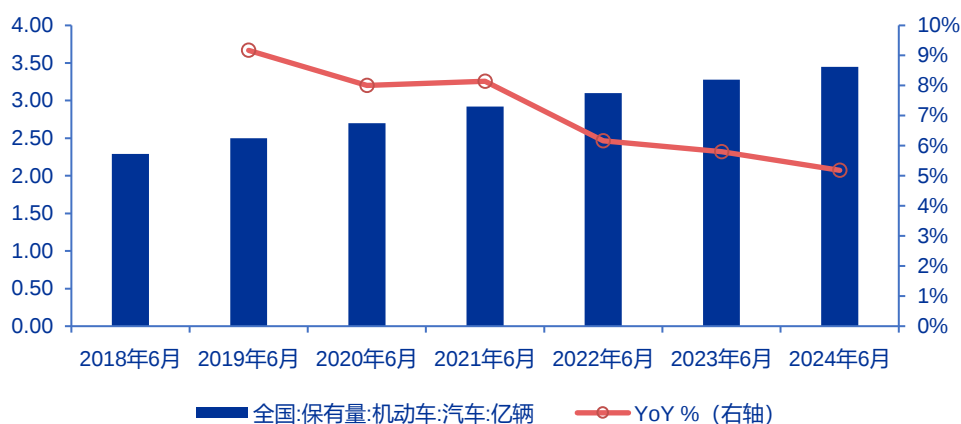
表 5：皖通高速关键假设及盈利预测	15
表 6：估值表	16

1.汽车保有量稳健增长，收费公路管理条例优化在即

1.1 汽车保有量稳健增长，驱动路网流量增长

近年，伴随我国居民收入水平的改善和全社会运输需求的增长，我国汽车保有量持续增长。截至 2024 年 6 月，我国汽车保有量达到 3.45 亿辆，同比增长 5.18%。2018 年至今，我国汽车保有量从 2.29 亿辆增长至 3.45 亿辆，逐年同比增速均高于 5%。

图 1：我国汽车保有量（亿辆）

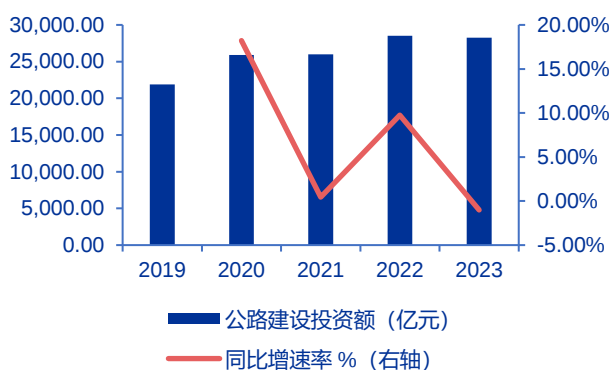


资料来源：iFind，申万宏源研究

1.2 新增路网投资增速阶段性承压，中长期维度路网效应仍是重要变量

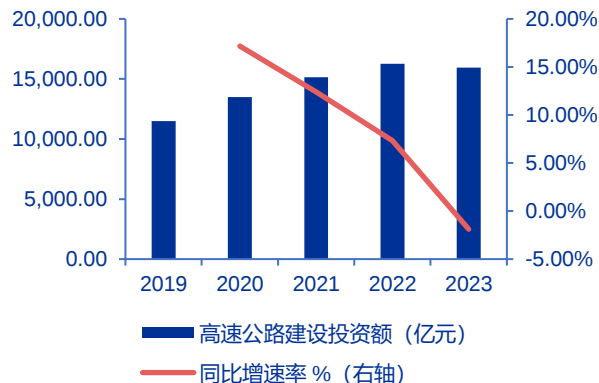
2019 年以来，我国公路建设投资额保持稳步增长，2023 年达到 28240 亿元，2019 年约为 21895 亿元。从全国高速公路建设投资额的角度，2023 年达到 15955 亿元，2019 年约为 11504 亿元。

图 2：全国公路建设投资额（亿元）



资料来源：《交通运输行业发展统计公报》，申万宏源研究

图 3：全国高速公路建设投资额（亿元）



资料来源：《交通运输行业发展统计公报》，申万宏源研究

1.3 收费公路管理条例优化在即

盘点近年《收费公路管理条例》关于经营性高速公路收费期限的变化历程，整体趋势反映出政策端对于特许经营权年限约定放宽的趋势。我们认为一方面政策鼓励更多的投资方参与我国基础设施投资建设，另一方面项目端投资回收期再变长的趋势。2024 年 5 月，交通运输部印发《交通运输部 2024 年立法工作计划》，其中包括收费公路管理条例。我们认为新一版的《收费公路管理条例》有望进一步对经营性高速公路特许经营权相关事宜进行优化，有望对高速公路运营企业的资产久期产生影响。

表 1：关于收费公路管理条例相关文件的盘点

发布日期	文件名称	关于特许经营权年限的相关条款
2004 年 9 月 13 日	中华人民共和国国务院令(第 417 号)《收费公路管理条例》	经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。
2013 年 5 月 8 日	关于对《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》征求意见的通知	经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。
2015 年 7 月 21 日	关于《收费公路管理条例》（修订征求意见稿）公开征求意见的通知	高速公路的经营期限一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以约定超过 30 年的特许经营期限。高速公路以外一级公路及桥隧的经营期限，维持现行《条例》最长不超过 25 年、中西部最长不得超过 30 年的规定。
2018 年 12 月 20 日	交通运输部关于《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见的通知	经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。
2024 年 5 月 22 日	交通运输部印发《交通运输部 2024 年立法工作计划》，其中包括收费公路管理条例	-

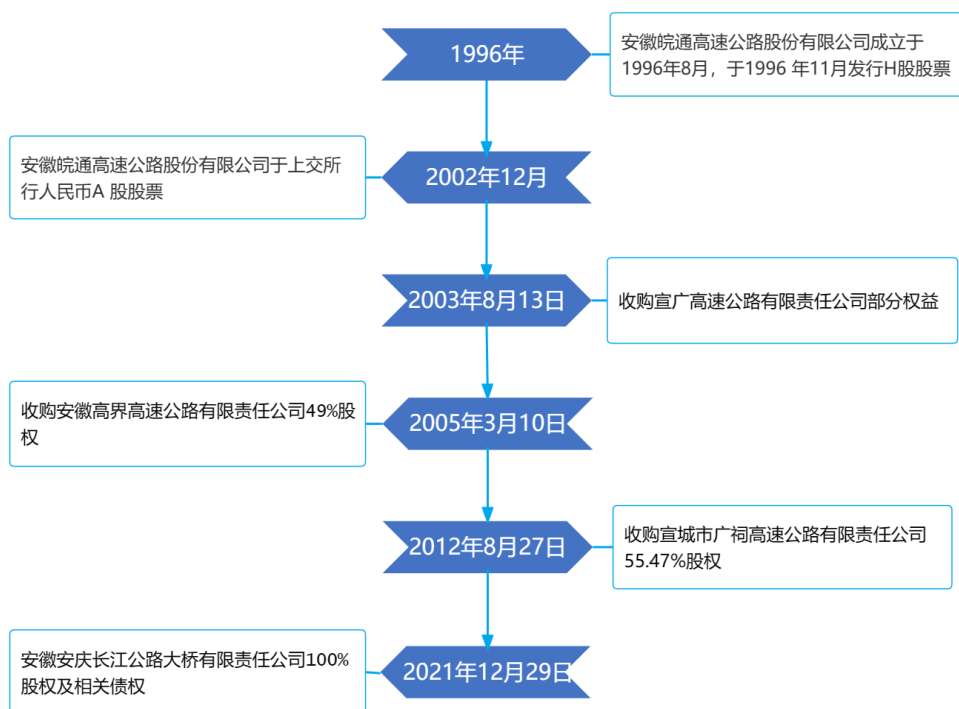
资料来源：中国政府网，交通运输部，申万宏源研究

2. 核心路产立足长三角，国资股东协同赋能

2.1 国资背景，以公路收费业务为核心

皖通高速成立于 1996 年，是安徽省内唯一的公路类上市公司。公司目前控股 10 个公路收费项目，截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有的营运公路里程约 609 公里，此外公司也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，公司管理的高速公路总里程达 5296 公里。

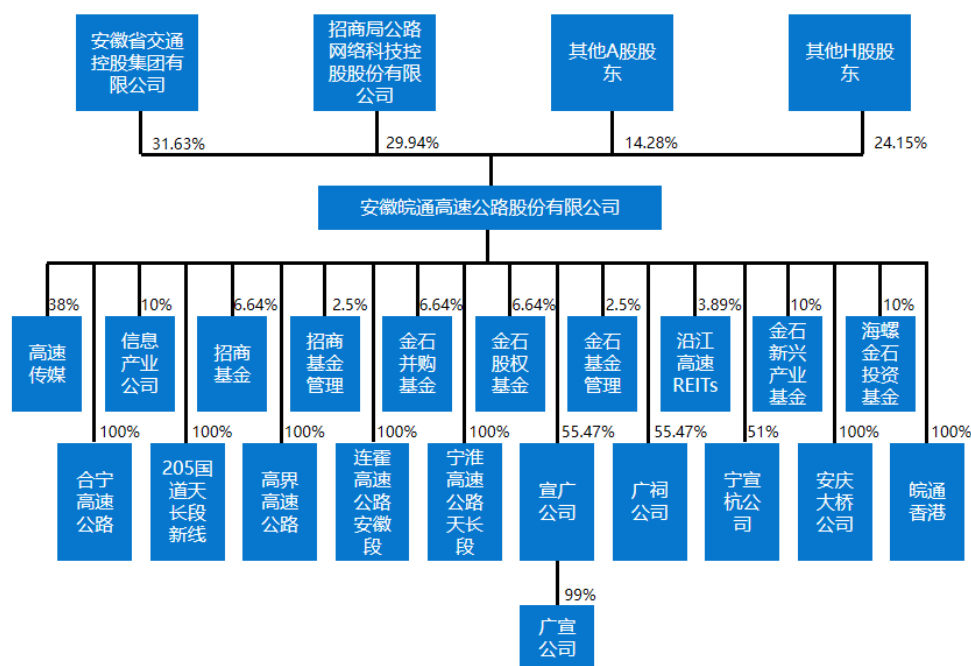
图 4：皖通高速发展历程



资料来源：公司年报，申万宏源研究

实际控制人为安徽省国资委，第二大股东为招商公路。股权结构稳定，实际控制人为安徽省国资委，为公司在安徽的路产奠定基础，第二大股东为招商公路，持股 29.94%，由于公司在 A+H 股两地上市，其他 A 股股东持股 14.28%，其他 H 股股东持股 24.15%，股权结构非常稳定。

图 5：皖通高速股权结构图



资料来源：2023 年公司年报，申万宏源研究

2.2 外延并购，扩大资产包优势

公司自成立以来持续并购优质路产，安徽省经营性高速公路资产证券化空间巨大。上市后，公司积极并购安徽省内高速公司，于 2003 年、2005 年、2012 年及 2021 年收购多家高速公路公司，通过此方式控股多个优质路产。安徽省经营性高速公路较多，且地方经济近年蓬勃发展，未来伴随着省内优质路产证券化的大潮，公司有望受益。

表 2：皖通高速路产收购明细

公告时间	收购路产	股权比例	收购对价 (亿元)	备注
2021/12/29	安徽安庆长江公路大桥有限责任公司	100.00%	41.8124	已完成
2012/8/27	宣城市广祠高速公路有限责任公司	55.47%	2.3421	已完成
2005/3/10	安徽高界高速公路有限责任公司	49.00%	13.5000	已完成
2003/8/13	宣广高速公路有限责任公司部分权益	--	2.5335	已完成

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 核心路产立足长三角，路产权益年限较长

公司控股路产众多，剩余特许经营权年限较长且有望改善。截至 2023 年 12 月 31 日，公司控股路产 10 条，营业里程共 609 公里，其中宣广-广祠高速改扩建工程项目顺利实施，预计年内建成通车，公司路产优势明显。

表 3：公司控股路产信息（截至 2023 年 12 月 31 日）

名称	权益比例	线位（始发地-终止地）	营业里程 (公里)	特许经营权年限到期日
合宁高速公路	100%	大蜀山-周庄	134	2031 年 8 月 15 日
205 国道天长段新线	100%	河北省山海关-广东省广州市的 205 国道	30	2026 年 12 月 31 日
高界高速公路	100%	安徽省怀宁县高河镇-鄂皖交界处的安徽省宿松县界子墩	110	2029 年 9 月 30 日
宣广高速公路	55.47%	安徽省宣州-安徽省广德界牌附近	84	2028 年 7 月 24 日 (南环段至 2027 年 7 月 24 日)
连霍公路安徽段	100%	江苏连云港-新疆霍尔果斯“两纵两横”国道主干线的安徽省境内部分	54	2032 年 6 月 30 日
广祠高速公路	55.47%	宣广高速公路-已建成通车的祠山岗至界牌高速公路	14	2029 年 7 月 20 日
宁淮高速公路天长段	100%	天长市宁淮公路江苏南京段终点-宁淮公路江苏淮安段	14	2032 年 6 月 17 日
宁宣杭高速公路安徽段	51%	皖苏交界金山口-皖浙交界千秋关	117	宣城至宁国段至 2043 年 9 月 7 日 宁国至千秋关段至 2045 年 12 月 18 日 狸桥至宣城段至 2047 年 12 月 29 日
安庆长江公路大桥	100%	大渡口立交枢纽-龙眠山南路	6	2033 年 12 月 25 日
岳武高速公路安徽段	100%	六潜高速-鄂皖省界大枫树岭	46	2045 年 12 月 30 日

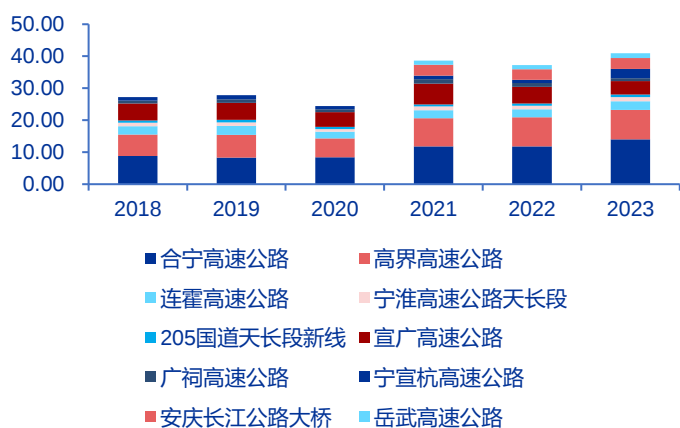
资料来源：年公司年报，申万宏源研究

3. 车流量增长与外延并购双轮驱动业绩高增

3.1 主要路产历年车流量情况

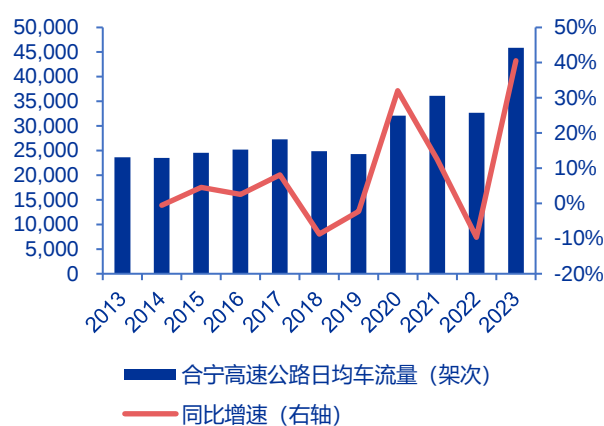
合宁高速 2019 年完成改扩建，收入贡献明显，车流量显著提升，2021 年受合宁高速“四改八”的影响，收入及盈利水平大幅改善。合宁高速 2023 年实现营业收入 14.04 亿元，占公司收费公路业务的 34.3%，营收占比位居所有高速公路的首位。2019 年合宁高速安徽段改扩建完成，路况大幅改善，2020 年合宁高速日均车流量同比增长 32%，达到近年来最大涨幅。2021 年受益于合宁高速公路“四改八”工程完工影响，部分车辆前往南京及周边城市的车辆重新选择合宁高速通行，合宁高速公路营收及盈利水平大幅改善。

图 6：2018-2023 年合宁高速贡献主要收入（亿元）



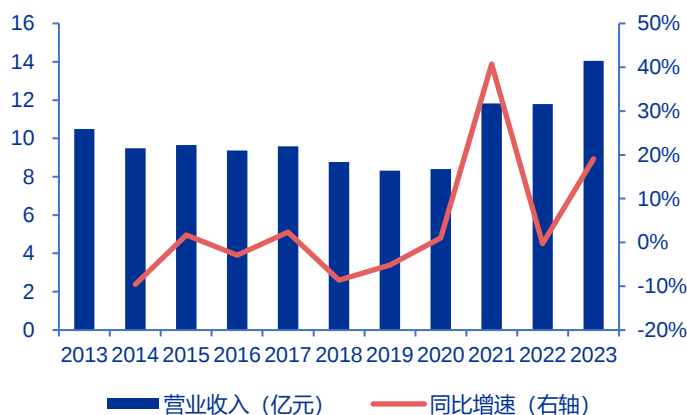
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 7：2013-2023 年合宁高速日均车流量（架次）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 8：2013-2023 年合宁高速营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 9：2013-2023 年合宁高速毛利润（亿元）及毛利率情况

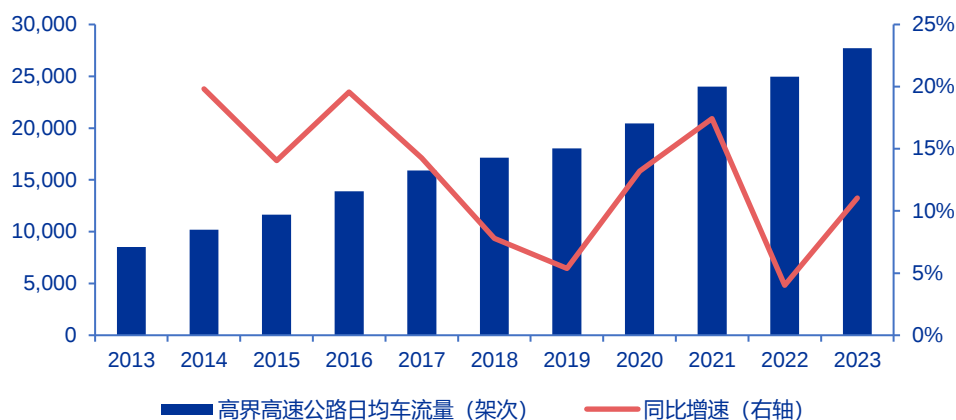


资料来源：iFind，申万宏源研究

高界高速网作为 G50 沪渝高速的组成部分，是安徽省东西向的重要过境通道，日均车流量维持增长态势，毛利率保持较高水平，预计未来将持续受益。作为省内较为重要的高速之一，除疫情影响导致毛利下降外，高界高速的毛利率能够保持在 60% 以上，伴随安徽

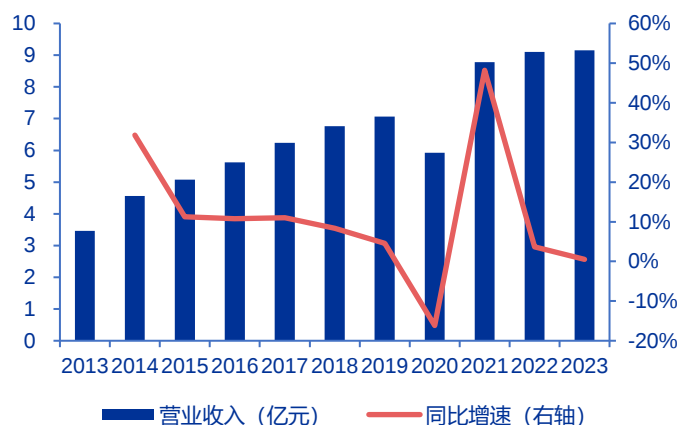
省内经济的发展及中部省份与长三角区域交流往来的增多，预计未来高界高速车流量将维持高增。

图 10：2013-2023 年高界高速日均车流量（架次）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 11：2013-2023 年高界高速营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 12：2013-2023 年高界高速毛利润（亿元）及毛利率情况

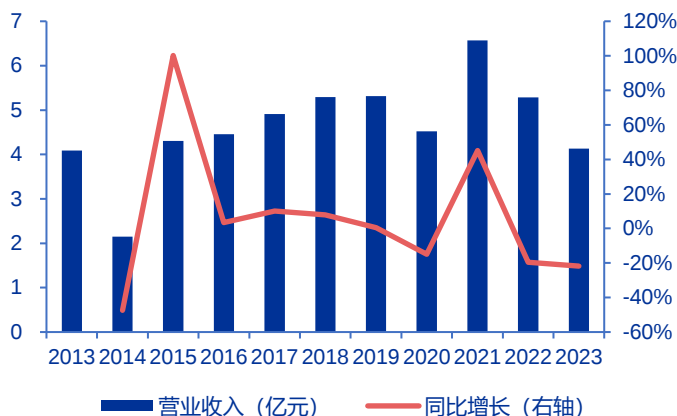


资料来源：iFind，申万宏源研究

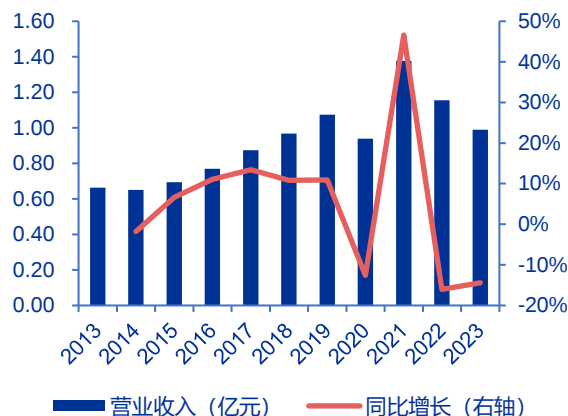
宣广高速改扩建工程项目预计将为公司收入及利润带来正面影响，且特许经营权年限有望改善。2021 年宣广及广祠高速营业收入达到近十年来的最高点，分别达到 6.57 亿元、1.38 亿元，分别同比增长 45%和 47%，主要原因系县道 X018 改扩建工程尚未全线完成，导致部分车辆选择高速公路通行过境，带动宣广高速、广祠高速车流量增长。2022-2023 年两条高速的收入有所下降，主要是受 018 县道（原 318 国道）部分路面改建及维修完工及受上游芜合高速改扩建施工和重要桥梁维护等因素，促使车辆多路径选择通行等因素影响，导致宣广高速、广祠高速车流量减少。根据公司公告，宣广高速改扩建工程即将完成，预计通车后将有望迎来车流量高增期。

图 13：2013-2023 年宣广高速营业收入（亿元）及同比增速

图 14：2013-2023 年广祠高速营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，申万宏源研究



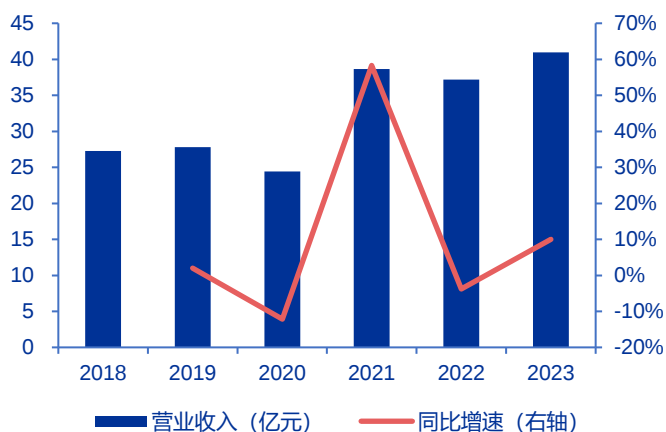
资料来源：iFind，申万宏源研究

3.2 营收与利润稳步增长，主要利润来自路产业务

疫情影响减弱，收入与利润恢复增长趋势。收入端，受到新冠疫情防控期间免收通行费政策的影响，2020 年公司营收负增长，同比下降 10.65%。随着疫情影响减弱，营收大幅提升，2023 年达到 66.31 亿元。利润水平变化与营收变化基本匹配，2020 年公司在疫情冲击下净利润大幅下降。2021 年在低基数的情况下，净利润大幅增长，2023 年净利润已达到 16.60 亿元。预计未来伴随高速公路车流量恢复，公司的营收和净利润有望进一步增长。

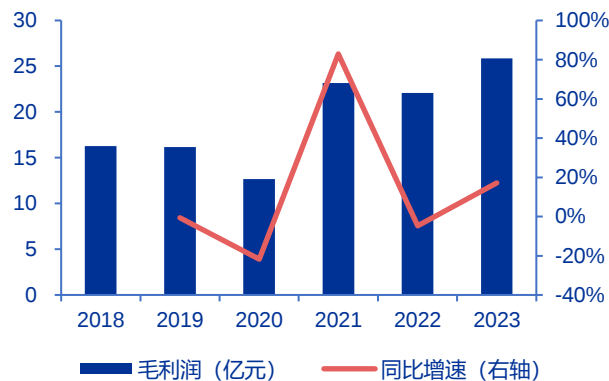
主营业务收购扩容实现突破，收费公路业务板块营业及利润有所改善。营业收入方面，2023 年收费公路业务营收达到 40.94 亿元，同比增长 10.05%。毛利润有所改善，从 2018 年的 16.28 亿元提高至 2023 年的 25.86 亿元。业绩改善的主要原因为疫情影响减弱，高速公路车流量有所恢复，免收通行费政策影响减小。伴随公司安庆大桥公司收购项目完成，宣广改扩建工程项目顺利实施，运营的高速公路里程增加。预计未来公司收费公路业务营收和利润有望进一步增长。

图 15: 2018-2023 年收费公路业务营收（亿元）及同比增速



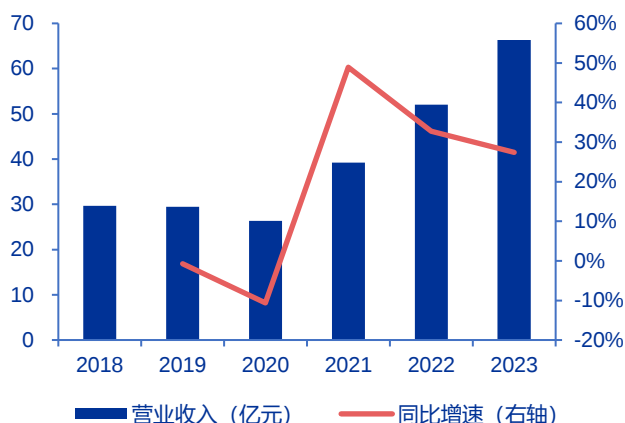
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 16: 2018-2023 年收费公路业务毛利润（亿元）及同比增速



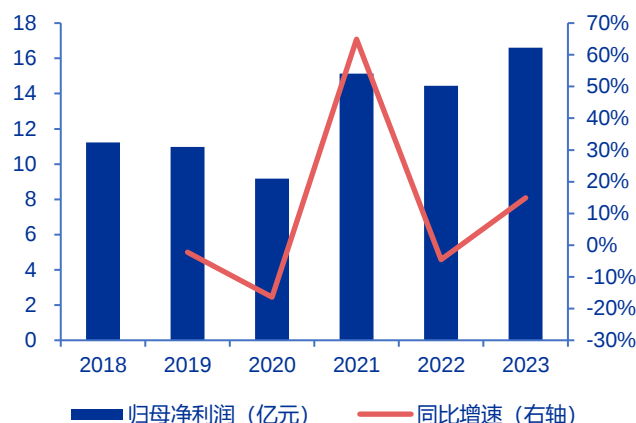
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 17: 2018-2023 年公司营收 (亿元) 及同比增速



资料来源: iFind, 申万宏源研究

图 18: 2018-2023 年公司归母净利润 (亿元) 及同比增速

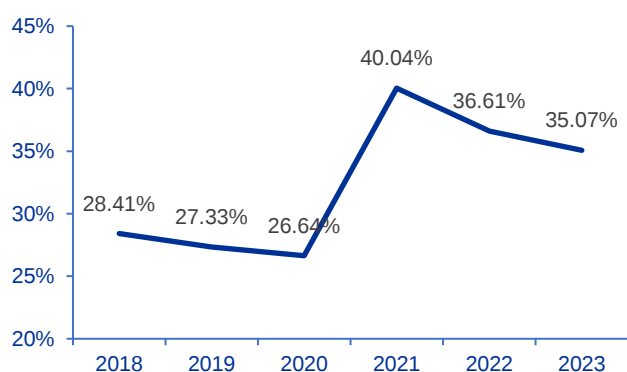


资料来源: iFind, 申万宏源研究

3.3 资产负债率良好, ROE 持续改善

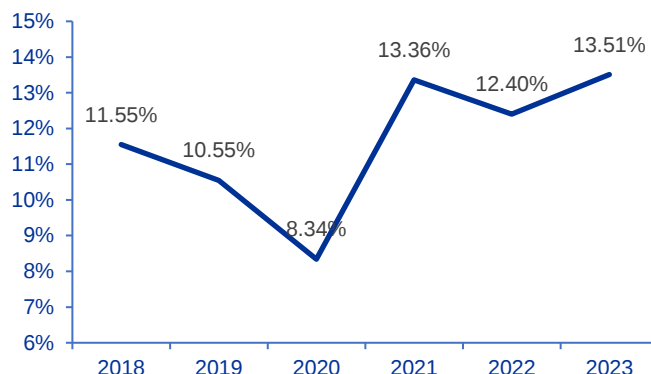
资产负债率有所提升, 但仍较低, 净资产收益率恢复增长。2021 年资产负债率达到 40.04%, 同比大幅提升, 主要原因是公司为收购安庆大桥公司借入银行长期借款增加, 导致负债增加。受到疫情影响, 2020 年公司净利润下降, 净资产收益率下降至 8.34%。随着公司收费公路业务收入恢复增长, 2023 年 ROE 升高至 13.51%。

图 19: 2018-2023 年公司资产负债率



资料来源: iFind, 申万宏源研究

图 20: 2018-2023 年公司净资产收益率



资料来源: iFind, 申万宏源研究

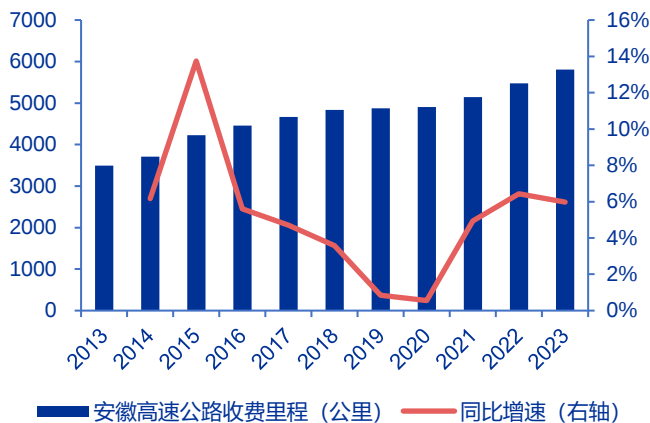
4. 外延并购潜力巨大, 高分红比例回报股东

4.1 安徽省优质高速公路资产丰富, 为公司外延并购提供丰富底层资产

安徽省高速公路收费里程逐年增长, 优质公路资产丰富。2023 年安徽省高速公路收费里程达到 5804 公里, 3 年 CAGR 为 5.8%, 呈长期增长态势。根据安徽省政府报道, 到 2025 年, 全省高速公路总里程达 6800 公里, 路网密度每百平方公里达 4.85 公里, 对接长三角及合肥都市圈辐射主通道实现八车道通行, 省际出口达到 个, 其中对接长三角省际出口

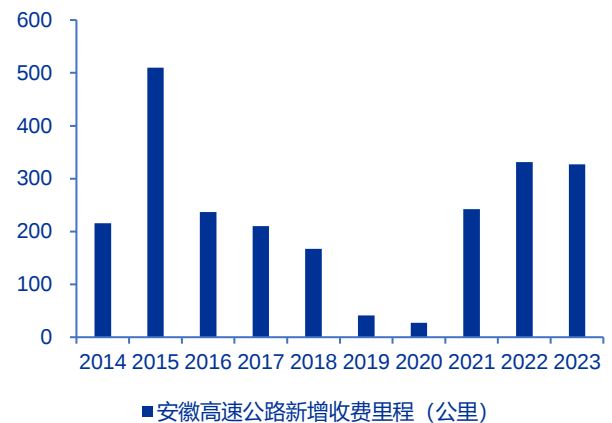
达 20 个，“五纵十横”高速公路网基本建成，覆盖更加广泛，联通更加高效，高速公路发展迈出新步伐。到 2035 年，全省高速公路规划总里程 10165 公里，将形成“五纵十横”高速公路网，基本实现“各市有环线、县区有双线、重点城镇全覆盖、重要节点全连通、主要通道全扩容”，东接沪苏浙、西连鄂豫赣的高速公路通道服务能力有效提升，全面支撑交通强国建设和长三角区域一体化发展。丰富的路产资源将为皖通高速外延并购提供丰富底层资产。

图 21：2013-2023 年安徽高速公里收费里程（公里）及同比增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 22：2014-2023 年安徽高速公里新增收费里程（公里）



资料来源：iFind，申万宏源研究

4.2 分红比例较高，充足的现金流保障公司未来发展

分红比例较高，高股息回报股东。根据公司《2023 年年度权益分派实施公告》，公司共计派发现金红利约人民币 9.968 亿元，2023 年公司归母净利润 16.6 亿元，分红比例约为 60.05%。在高速公路板块中，公司分红比例相对较高。

表 4：高速公路 2019-2023 年分红比例及股息率

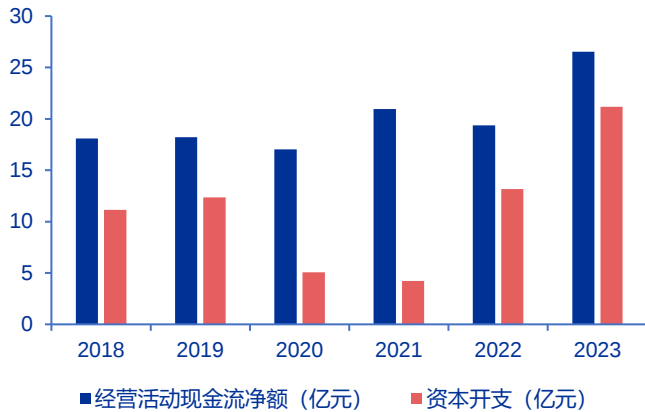
公司名称	分红比例					股息率				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
皖通高速	34.76%	41.53%	60.25%	63.13%	60.05%	3.91%	3.72%	7.77%	7.52%	5.45%
深高速	45.37%	45.96%	55.88%	55.13%	56.03%	4.52%	4.84%	6.21%	5.14%	6.12%
赣粤高速	31.48%	88.68%	31.41%	33.56%	31.74%	3.63%	5.85%	3.50%	2.95%	3.89%
浙江沪杭甬	41.60%	61.40%	34.20%	30.28%	36.72%	5.47%	6.46%	6.32%	7.09%	6.78%
粤高速 A	70.10%	70.11%	70.09%	70.07%	70.00%	5.11%	4.81%	7.70%	5.47%	6.47%
皖通高速	34.76%	41.53%	60.25%	63.13%	60.05%	3.91%	3.72%	7.77%	7.52%	5.45%
宁沪高速	55.18%	94.04%	55.46%	62.23%	53.65%	4.10%	4.99%	5.34%	5.60%	4.59%
四川成渝	31.07%	36.27%	18.00%	40.12%	61.83%	2.61%	2.52%	2.04%	2.63%	5.47%
越秀交通基建	51.48%	60.90%	56.88%	64.40%	59.77%	5.65%	1.32%	13.21%	4.64%	6.15%
招商公路	39.98%	49.20%	42.99%	52.68%	53.52%	3.19%	2.57%	4.51%	5.33%	5.44%

资料来源：iFind，申万宏源研究

经营性现金流充足，资产负债率为行业平均水平，可满足公司收购及改扩建等事项。

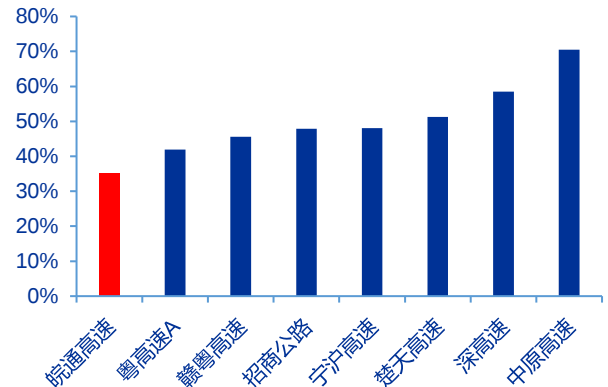
公司目前已披露的重大资本开支项目为宣广高速改扩建，根据公司公告，公司 2023 及 2024 年需要为宣广高速改扩建投入的资本金分别为 . 亿元和 . 亿元。

图 23：皖通高速经营现金流净额及资本开支（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 24：皖通高速 2023 年资产负债率低于行业均值



资料来源：iFind，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 核心假设与盈利预测

核心假设-营收

高速公路收费板块：公司主要收入来源为高速公路收费，中长期看，安徽省经济的高速发展有望驱动省内车流量稳步提升，同时，宣广、广祠路段后续改扩建完成通车后，伴随路网结构改善，车流量有望大幅提升。预计 24-26 年车流量小幅增长，单车收费基本持平，收费公路板块收入同比增速分别为 1%、8%、6%。

核心假设-成本

高速公路收费板块：公司现有收费公路经营状况稳定，考虑到未来几年改扩建项目持续推进，成本端主要受到日常运营维保等因素影响，预计未来三年营业成本略有增长，预计 24-26 年收费公路板块营业成本同比增速分别为 2%、10%、4%。

盈利预测

预计公司 24-26E 归母净利润分别为 17.50、18.96、20.26 亿元，分别同比增长 5%、8%、7%。

表 5：皖通高速关键假设及盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,946	2,633	3,921	5,207	6,631	6,700	7,026	7,280
yoy		-11%	49%	33%	27%	1%	5%	4%
高速公路收费	2,780	2,442	3,866	3,720	4,094	4,137	4,463	4,717
yoy		-12%	58%	-4%	10%	1%	8%	6%
营业成本	1,272	1,528	1,581	2,955	4,008	4,041	4,190	4,264
yoy		20%	3%	87%	36%	1%	4%	2%
高速公路收费	1162	1177	1550	1513	1507	1541	1690	1764
	%	%	-%	%	%	%	%	

归母净利润	1,098	869	1,514	1,445	1,660	1,750	1,896	2,026
yoy		-21%	74%	-5%	15%	5%	8%	7%

资料来源：iFind，申万宏源研究

5.2 估值

皖通高速作为高速公路领域的优质公司，盈利能力稳定且分红能力较强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.50、18.96、20.26 亿元，分别同比增长 5%、8%、7%，每股收益分别为 1.05、1.14、1.22 元/股。基于以上盈利预测，当前市值对应 PE 分别为 14x、13x、12x。

从行业角度，选取宁沪高速作为可比公司，宁沪高速主要经营长三角地区高速公路业务，与皖通高速可比，2024E-2026E 宁沪高速 PE 分别为 15X/14X/13X。对标宁沪高速估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PE 估值倍数为 15X，对应当前市值仍有 7%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：估值表

代码	公司	2024/9/18		预测归母净利润（亿元）			PE		
		收盘价（元）	市值（亿元）	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600377.SH	宁沪高速	13.82	696	46.66	50.49	54.12	15	14	13
	平均						15	14	13
600012.SH	皖通高速	14.55	241	17.50	18.96	20.26	14	13	12

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

- **收费标准降低风险：**结合过往经验，地方政府有时会将降低高速公路收费标准作为降低区域物流成本的手段之一，该类政策对公司盈利预测有影响。
- **不可抗力：**若发生自然灾害、疫情等不可抗力，将对公司业绩产生影响。
- **竞争性线位导致车流转移：**公司下辖路产周边如有新建平行线位路产，并对公司既有路产车流量带来分流效应，对公司盈利预测有影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,206	6,631	6,700	7,026	7,280
营业收入	5,206	6,631	6,700	7,026	7,280
A 产品_营业收入	0	1	0	0	0
B 产品_营业收入	0	1	0	0	0
C 产品_营业收入	0	1	0	0	0
D 产品_营业收入	0	1	0	0	0
E 产品_营业收入	0	1	0	0	0
营业总成本	3,294	4,323	4,402	4,540	4,603
营业成本	2,955	4,008	4,041	4,190	4,264
A 产品_营业成本	0	1	0	0	0
B 产品_营业成本	0	1	0	0	0
C 产品_营业成本	0	1	0	0	0
D 产品_营业成本	0	1	0	0	0
E 产品_营业成本	0	1	0	0	0
税金及附加	30	26	27	28	29
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	164	183	184	193	200
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	144	105	150	128	110
其他收益	16	13	13	13	13
投资收益	38	58	58	58	58
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	-109	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	9	3	3	3	3
营业利润	1,976	2,274	2,372	2,560	2,751
营业外收支	1	-7	0	0	0
利润总额	1,977	2,267	2,372	2,560	2,751
所得税	563	588	617	667	718
净利润	1,414	1,678	1,756	1,894	2,034
少数股东损益	-31	18	6	-2	8
归母净利润	1,445	1,660	1,750	1,896	2,026

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,414	1,678	1,756	1,894	2,034
加：折旧摊销减值	925	906	70	70	70
财务费用	166	125	150	128	110
非经营损失	-23	14	-61	-61	-61
营运资本变动	-566	-99	0	0	0
其它	22	30	0	0	0
经营活动现金流	1,938	2,653	1,914	2,032	2,153
资本开支	1,303	2,113	99	99	99
其它投资现金流	-1,174	-1,005	58	58	58
投资活动现金流	-2,477	-3,118	-41	-41	-41
吸收投资	1,051	10	0	0	0
负债净变化	1,508	-192	-552	0	0
支付股利、利息	1,354	1,296	1,063	1,091	1,153
其它融资现金流	-1,122	0	-55	0	0
融资活动现金流	83	-1,477	-1,669	-1,091	-1,153
净现金流	-456	-1,941	204	900	960

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,214	4,267	4,472	5,372	6,331
现金及等价物	4,731	3,948	4,152	5,052	6,012
应收款项	473	128	128	128	128
存货净额	5	4	5	5	5
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5	187	187	187	187
长期投资	974	839	839	839	839
固定资产	1,214	1,207	1,163	1,120	1,076
无形资产及其他资产	13,902	15,426	15,501	15,576	15,651
资产总计	21,303	21,739	21,975	22,907	23,898
流动负债	1,378	1,461	909	909	909
短期借款	496	552	0	0	0
应付款项	718	756	756	756	756
其它流动负债	164	153	153	153	153
非流动负债	6,421	6,163	6,163	6,163	6,163
负债合计	7,799	7,624	7,072	7,072	7,072
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
其他综合收益	-75	3	3	3	3
盈余公积	412	412	412	412	412
未分配利润	9,875	10,529	11,365	12,299	13,283
少数股东权益	1,580	1,458	1,464	1,462	1,470
股东权益	13,505	14,115	14,903	15,835	16,826
负债和股东权益合计	21,303	21,739	21,975	22,907	23,898

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.00	1.05	1.14	1.22
每股经营现金流	1.17	1.60	1.15	1.22	1.30
每股红利	0.00	0.00	0.55	0.58	0.63
每股净资产	7.19	7.63	8.10	8.67	9.26
关键运营指标(%)					
ROIC	10.1	10.7	11.4	12.1	12.9
ROE	12.1	13.1	13.0	13.2	13.2
毛利率	43.2	39.6	39.7	40.4	41.4
EBITDA Margin	58.5	49.4	38.7	39.3	40.3
EBIT Margin	40.7	35.8	37.6	38.3	39.3
营业总收入同比增长	32.8	27.4	1.0	4.9	3.6
归母净利润同比增长	-4.6	14.9	5.4	8.4	6.9
资产负债率	36.6	35.1	32.2	30.9	29.6
净资产周转率	0.44	0.52	0.50	0.49	0.47
总资产周转率	0.24	0.31	0.30	0.31	0.30
有效税率	29.0	26.6	26.6	26.6	26.6
股息率	0.0	0.0	3.8	4.0	4.3
估值指标(倍)					
P/E	16.7	14.5	13.8	12.7	11.9
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/Sale	6.3	4.9	4.7	4.5	4.4
EV/EBITDA	10.7	9.9	12.3	11.5	10.8
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。