

# 皖通高速 (600012.SH): 现金收购优质路产, 有望增厚利润

2025年1月6日

强烈推荐/维持

皖通高速

公司报告

**事件:** 公司公告拟以自有/自筹资金收购安徽省交通控股集团(公司实控人)持有的阜周高速和泗许高速 100% 股权, 资产交易对价为人民币 47.7 亿元。本次交易构成关联交易。

**阜周高速和泗许高速地理区位较好, 且剩余收费年限较长:** 阜周高速是国家重点干线济广高速(G35)在安徽境内的组成部分, 设计标准双向四车道, 收费里程 83.57 公里, 收费到期日为 2039 年 12 月 26 日, 目前收费年限剩余 15 年。泗许高速是国家重点干线盐洛高速(G1516)在安徽境内的组成部分, 设计标准双向四车道, 收费里程 52.20 公里, 收费到期日为 2042 年 12 月 23 日, 目前收费年限剩余约 18 年。收购资产均系国高网和安徽省“五纵十横”高速公路网络中的重要组成部分, 区位优势, 且剩余收费年限较长。

**收购资产的创收能力较为优秀:** 阜周高速 2023 年实现营收 4.32 亿元, 24 年 1-10 月营收 3.20 亿元, 对应到 23 年和 24 年 1-10 月的单公里日均收入(以实际收费天数计算)分别约 1.50 万元和 1.37 万元。泗许高速 23 年实现营收 2.45 亿元, 24 年 1-10 月营收 1.87 亿元, 对应到 23 年和 24 年 1-10 月的单公里日均收入分别约 1.37 万元和 1.28 万元。从单公里日均收入角度看, 阜周高速、泗许高速的收入水平与公司现有资产中的连霍高速和岳武高速类似, 完全具备注入上市公司的基本条件, 确实是安徽省内较为优质的资产。

**收购价格合理, 公司盈利与现金流都将增厚:** 公司作价 47.7 亿元收购两条路产, 其中阜周高速评估价 29.0 亿, 增值率 62.7%, 泗许高速评估价 18.6 亿, 增值率 53.4%。根据公告中的财务预测, 预计收购资产 24 年净利润合计 2.25 亿元, 对应 24 年 PE 约 21.2 倍, 高于行业平均 PE 水平。公司发布公告后股价的下跌可能与部分投资者不认可公司溢价收购有关。

但我们认为项目收购价格合理。我们建议从 EV/EBITDA 角度考虑本次收购的估值。根据公司财务预测, 反推 2025 年阜周高速和泗许高速 EBITDA 分别约为 3.13 亿元和 1.76 亿元, 合计约 4.89 亿元, EV 为股权对价 47.7 亿和收购资产自带负债的 0.57 亿之和, 即 48.3 亿, EV/EBITDA 约 9.9, 处于合理区间(与之对比, 目前皖通高速 EV/EBITDA 同样也在 10 倍左右)。考虑到收购路产的剩余收费年限较长, 且明显高于项目 EV/EBITDA 值, 我们认为收购路产物有所值。

此外, 由于本次收购为现金收购, 不涉及股权增发, 因此不存在盈利摊薄的风险。我们以 24 年预计项目盈利的 2.25 亿元扣除项目作价 47.7 亿元所导致的财务费用(以 2% 左右利率估计, 财务成本增加约 0.95 亿元), 预计增厚利润在 1.2 亿左右。此外, 由于公司现金流相当充沛, 可以快速偿还项目债务, 实际因收购导致的财务费用增加大概率会低于假设值。

**盈利预测及投资评级:** 由于收购还需股东大会审议, 我们暂时不将其纳入盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 16.7、18.7 和 20.2 亿元, 对应 EPS 分别为 1.01、1.13 和 1.22 元。若考虑本次收购, 则公司盈利有望继

## 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。

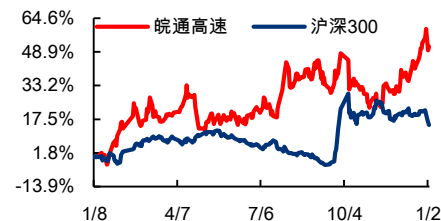
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间(元)	17.65-11.12
总市值(亿元)	277.82
流通市值(亿元)	195.24
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	2.73

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

续提升。我们维持公司的“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 改扩建年限延长的不确定性; 资产收购的不确定性; 宏观经济不景气等。

### 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	4,049.8	4,643.3	4,843.9
增长率 (%)	32.78%	27.37%	-38.93%	14.66%	4.32%
归母净利润 (百万元)	1,445.0	1,659.9	1,670.2	1,874.8	2,017.8
增长率 (%)	-4.57%	14.87%	0.62%	12.25%	7.63%
净资产收益率 (%)	12.12%	13.11%	12.59%	13.37%	13.61%
每股收益 (元)	0.87	1.00	1.01	1.13	1.22
PE	19.23	16.74	16.63	14.82	13.77
PB	2.33	2.19	2.09	1.98	1.87

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
<b>流动资产合计</b>	5214	4267	1483	1673	1737	<b>营业收入</b>	5206	6631	4050	4643	4844
货币资金	4731	3948	1215	1393	1453	<b>营业成本</b>	2955	4008	1525	1734	1781
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	30	26	16	18	19
其他应收款	472	125	76	88	91	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	109	210	165
其他流动资产	5	187	187	187	187	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	1976	2274	2274	2552	2747
<b>资产总计</b>	21303	21739	23992	23901	23174	营业外收入	1	3	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	1378	1461	2010	2131	1554	营业外支出	0	10	0	0	0
短期借款	0	0	944	1033	448	<b>利润总额</b>	1977	2267	2274	2552	2747
应付账款	605	632	237	270	277	所得税	563	588	568	638	687
预收款项	41	39	39	39	39	<b>净利润</b>	1414	1678	1705	1914	2060
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	39	42
<b>非流动负债合计</b>	6421	6163	7163	6163	5163	归属母公司净利润	1445	1660	1670	1875	2018
长期借款	6202	5960	6960	5960	4960	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	7799	7624	9174	8294	6717	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1580	1458	1493	1532	1575	营业收入增长	32.78%	27.37%	-38.93%	14.66%	4.32%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	-6.76%	15.09%	-0.02%	12.25%	7.63%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润增长	-4.57%	14.87%	0.62%	12.25%	7.63%
未分配利润	9875	10529	11197	11947	12754	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	11925	12657	13270	14020	14827	毛利率(%)	43.24%	39.55%	62.35%	62.66%	63.23%
<b>负债和所有者权益</b>	21303	21739	23992	23901	23174	净利率(%)	27.16%	25.31%	42.11%	41.22%	42.53%
<b>现金流量表</b>						<b>单位: 百万元</b>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产净利润(%)	6.78%	7.64%	6.96%	7.84%	8.71%
						ROE(%)	12.12%	13.11%	12.59%	13.37%	13.61%
<b>经营活动现金流</b>	1938	2653	2472	3460	3553	<b>偿债能力</b>					
净利润	1414	1678	1705	1914	2060	资产负债率(%)	37%	35%	38%	35%	29%
折旧摊销	942	922	1063	1380	1392	流动比率	3.78	2.92	0.74	0.78	1.12
财务费用	144	105	109	210	165	速动比率	3.78	2.92	0.74	0.78	1.12
应收帐款减少	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-5	-2	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.31	0.18	0.19	0.21
<b>投资活动现金流</b>	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	9.32	18.33	17.73
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	38	58	61	64	68	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.00	1.01	1.13	1.22
<b>筹资活动现金流</b>	83	-1477	834	-2246	-2960	每股净现金流(最新摊薄)	-0.27	-1.17	-1.65	0.11	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	8.00	8.45	8.94
长期借款增加	1476	-242	1000	-1000	-1000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.23	16.74	16.63	14.82	13.77
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.33	2.19	2.09	1.98	1.87
<b>现金净增加额</b>	3959	-1941	-2733	178	60	EV/EBITDA	9.71	9.19	10.17	8.19	7.50

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	交通运输行业 2025 年投资展望: 稳中求进, 优选供需改善板块	2024-12-26
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH): 道路施工致收入短期承压, 盈利符合预期	2024-09-04
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH): 扣非净利符合预期, 路网贯通利好后续增长	2024-04-03
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

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。

## 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 23 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