

皖通高速(600012.SH)/安徽皖通高速公路(00995.HK)

核心红利深植皖地，引流拓流并举发力

核心观点:

- 背靠安徽交控资源及产业转移前沿阵地优势，成本 α 铸就利润率与回报水平长期行业领先。公司是安徽省唯一公路上市平台，专注收费公路业务。依托省内公路建设和运营管理方面的成本优势，公司毛利率和回报水平长期保持行业领先，2010-19年ROE、毛利率（剔除建造期业务）均值分别12%、61%。2020年开始公司持续加强股东回报力度，分红比例提升至60%高位并保持至今。同时地处东部交通要地带来的需求韧性，助力公司期间利润水平修复节奏相对领先，A股股价自2020年以来涨幅超250%，较同业有明显超额。
- 安徽路网承东启西，省际干道连通和省内要道扩容是全省远景规划的两大主线。根据2021年省交通厅发布的省内公路网修编方案，到2035远景年省内路网将达到1万公里以上，据此计算23-35年CAGR将保持在5%左右。建设方向上：一是加强省际联通，打通与浙苏等临省“断头路”融入长三角区域一体化；二是扩容省内现有干道，并在过程中补齐皖南公路路网覆盖短板，借由丰富的旅游资源激发公路出行需求，35年全省六车道以上路段计划达到4571公里，占总里程的45%。
- 引流拓流并举，兼具成长性与弹性的一线交运红利资产。宏观预期波动与无风险收益率下行背景下，基本面稳健的高股息资产配置价值持续凸显。中短期来看，宏观发力叠加宁宣杭高速与岳武高速产能爬坡，公司基本面改善进程有望加速。长期视角下，省内大交通网络的完善升级有望为公司持续引流，上市公司与集团路产的互动协同值得期待。
- 盈利预测与投资建议。预计公司24-26年归母净利润15.19、17.47、18.28亿元人民币，基于DDM模型测算，公司A股每股价值为17.29元/股，H股每股价值为11.08港元/股，首次覆盖均给予“增持”评级。
- 风险提示。需求波动；政策变动；改扩建项目收益率不及预期等。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5206	6631	6181	4208	4332
增长率（%）	32.8%	27.4%	-6.8%	-31.9%	3.0%
EBITDA（百万元）	3015	3349	3369	3742	3907
归母净利润（百万元）	1445	1660	1519	1747	1828
增长率（%）	-4.6%	14.9%	-8.5%	15.0%	4.6%
EPS（元/股）	0.87	1.00	0.92	1.05	1.10
市盈率（P/E）	8.39	11.01	18.23	15.85	15.15
ROE（%）	12.1%	13.1%	11.5%	12.5%	12.4%
EV/EBITDA	4.67	6.22	8.37	7.51	7.05

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

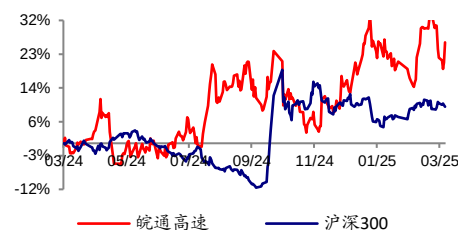
公司评级

当前价格	16.70 元/10.06 港元
合理价值	17.29 元/11.08 港元
报告日期	2025-03-13

基本数据

股票代码	600012.SH	00995.HK
总股本（百万股）	1658.61	1658.61
流通股本（百万股）	0.00	0.00
总市值（百万）	27,699 元	16,586 港元
一年内最高/低价	17.72-13.02 元	10.80-8.30 港元
30 日日均成交量（百万股）	8.64	2.51
30 日日均成交额（百万）	142 元	26 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	10.01	3.95

相对市场表现



分析师:

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师:

王航



SAC 执证号: S0260523120003



0755-88285816



wanghang@gf.com.cn

请注意，王航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、国内首家港股上市公路企业，深耕省内公路主业	5
（一）安徽唯一公路上市平台，持续并购拓展价值	5
（二）专注省内路网运营，路产均为安徽省国道主干线收费路段	6
（三）成本优势助力，盈利能力长期位列行业一流水平	7
二、安徽路网：省内扩容省际连通，深度融入长三角一体化	13
（一）固定资产坐商，行业已迈入低速增阶段	13
（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红提升贡献估值溢价	15
（三）安徽路网：省内干道扩容，省际提升联通度	16
三、皖通高速：引流拓流并举发力，产能上限正在打开	20
（一）三大路产构成收入支柱，合计贡献 7 成营收	20
（二）合宁高速：改扩建于 2019 年完成，产能正在爬坡	21
（三）高界高速：产能饱和且收费期即将结束，改扩建工作正在有序推进	22
（四）宣广高速：改扩建于 2024 年完成，或迎来基本面拐点	22
（五）宁杭宣&岳武高速：“断头路”全线通车，产能正在爬坡期	23
四、投资逻辑：宏观发力带动需求回暖，资产注入增厚平台价值	26
（一）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现	26
（二）宏观发力助力基本面改善，资产注入增厚平台价值	27
五、盈利预测和投资建议	29
六、风险提示	32

图表索引

图 1: 截止至 2024H1 皖通高速股权结构	5
图 2: 皖通高速自 1996 年成立, 距今已有 28 年历史	5
图 3: 皖通高速在省内的路产分布	6
图 4: 除 2019 和 2022 年由于出行受限导致收入下滑外, 2014 年以来公司营收和利润中枢均得到稳步提升	8
图 5: 皖通高速 2010-23 年收入 CAGR 为 5.4%	8
图 6: 2010-2021 年公司净利率长期稳定在 30% 以上	8
图 7: 2017 年以前公司毛利率保持在 60% 以上	9
图 8: 2020 年后公司 ROE 持续抬升, 23 年达到 13.51%	9
图 9: 公司财务费用率处于行业较低水平	9
图 10: 2020 年后公司资产负债率较此前小幅提升, 但资产负债率仍在 40% 以下	9
图 11: 2020 年后皖通高速于一线公路红利标的中取得超额收益	12
图 12: 全国高速公路存量里程已进入低速增长	14
图 13: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去	14
图 14: 2015 年以来我国公路货运量增速放缓	14
图 15: 2023 年快递物流需求同比实现双位数增长	14
图 16: 公路大巴等统计内的客运出行增速在 2015 年后放缓	14
图 17: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长	14
图 18: 从 CAPM 模型出发, 资产股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响	15
图 19: 路网成熟、经济发达地区公路资产 ROE 水平更高	16
图 20: 安徽省 GDP 增速常年领先全国平均水平	17
图 21: 长三角城市群格局分布示意图	17
图 22: 2024 年 1-3 季度安徽省快递业务量同比增速达到 50% 以上	18
图 23: 至 2035 年, 安徽高速公路里程将达 10165 公里	18
图 24: 20 年至今安徽省高速公路建设保持东部较快水平	18
图 25: 皖南旅游资源丰富, 但路网覆盖并不充分	19
图 26: 合宁高速是连接合肥南京的重要干线公路	21
图 27: 2019 年合宁高速完成四改八工程, 当前产能爬坡或有 20-30% 的空间	21
图 28: 改扩建后合宁高速变现效率仍在爬坡中	21
图 29: 通车后合宁高速毛利率稳步爬升	21
图 30: 高界高速是连接东西地区的重要干线公路	22
图 31: 疫情影响下, 高界高速车流量仍稳步增长	22
图 32: 2013-2023 营收 CAGR 为 10.78%	22
图 33: 高界高速毛利率常年保持 70% 以上的较高水平	22
图 34: 安徽省通向江浙沪方向的交通大动脉	23
图 35: 2022-2024 年期间宣广高速由于改扩建施工通行受限, 车流量大幅下降	23
图 36: 受改扩建影响, 通行费收入下滑明显	23
图 37: 除 24 年以外, 毛利率保持在 60% 以上	23
图 38: 宁宣杭高速“断头路”全线打通	24

图 39: 2023 年岳武高速东延线通车	24
图 40: 2023 年以来宁宣杭高速车流量快速增长	24
图 41: 23 年后通行费收入快速增长	24
图 42: 宁宣杭高速 2023 年实现毛利转正	24
图 43: 23 年断头路打通, 车流量快速攀升	25
图 44: 23 年后通行费收入实现较快增长	25
图 45: 23 年岳武高速毛利率由负转正	25
图 46: 无风险收益率持续下行, 红利资产显示出配置性价比	26
图 47: 险资对于 FVOCI 配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一 ..	26
图 48: 阜周高速连贯阜阳与周边区域, 是皖北交通网的关键纽带	28
图 49: 泗许高速连接苏皖交通的关键节点	28
表 1: 皖通高速控股路产多以 4 车道为主, 仅合宁高速扩建至 8 车道, 未来路产扩 建概率较大	6
表 2: 国内主要上市公路企业平均剩余年限对比 (以 2024 年 12 月 31 日为基准)	7
表 3: 合宁、高界、宣广等核心控股路产表观收费期限虽短, 但后续通过向管理部 门申请及改扩建等均有有望延长	7
表 4: 公司旗下控股路产 (灰色行标识) 单公里收费水平处于行业中游 (2023 年)	10
表 5: 国内主要省市高速公路收费标准概览, 安徽省收费公路的计价标准要低于广 东、江苏等省份	10
表 6: 十三五期间, 安徽省路产单公里建造成本明显低于其他省份	11
表 7: 公司路产单公里经营成本明显低于行业水平 (2023 年)	11
表 8: 皖通高速 2020 年以来利润修复及增长节奏相对领先	11
表 9: 皖通高速分红比例自 2021 年提升至 60% 后保持至今	12
表 10: 公路板块分析基本要素	13
表 11: 具有成长潜力的路产可以穿越牛熊 (截至 2024 年 6 月 30 日)	16
表 12: 24 年省内高速路网需求受宏观预期影响同比下降	17
表 13: 公司财务数据 (2023 年年报)	20
表 14: 公司控股路产的收入与毛利占比 (2023 年)	20
表 15: 同行业上市公司路产规模占集团公司比重	27
表 16: 公司旗下控股路产和拟收购资产 (灰色行) 单公里收费水平对比 (2023 年)	27
表 17: 皖通高速核心路产收入预测 (亿元)	29
表 18: 皖通高速主要财务指标预测 (亿元)	30
表 19: A 股 DDM 估值假设	30
表 20: H 股 DDM 估值假设	30
表 21: A 股 DDM 估值结果	31
表 22: H 股 DDM 估值结果	31
表 23: A 股同类公司对比	31
表 24: H 股同类公司对比	31

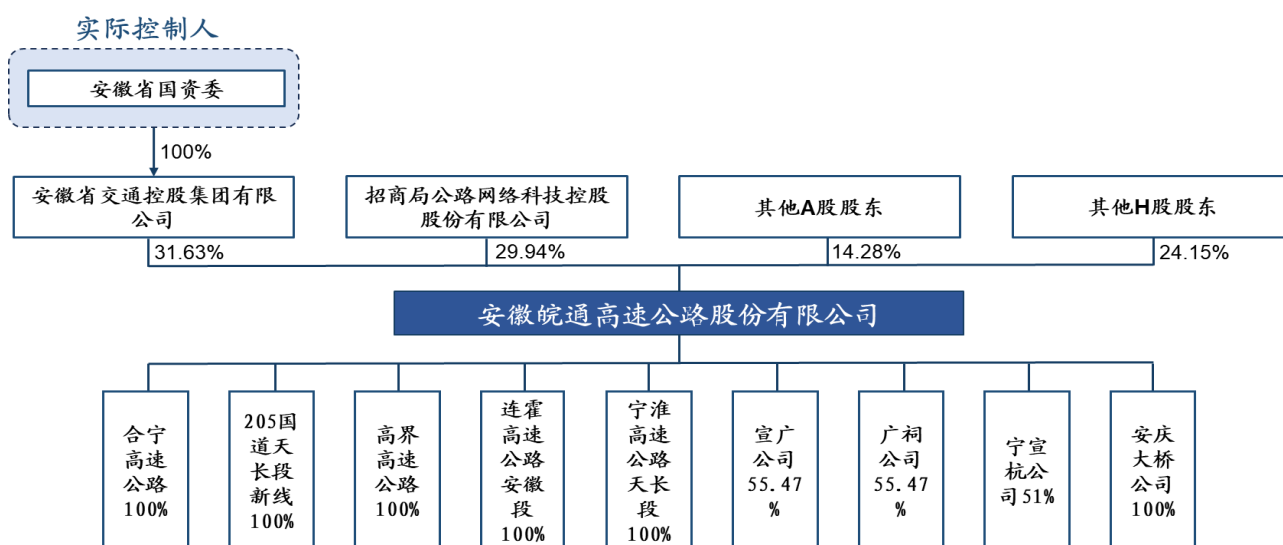
一、国内首家港股上市公路企业，深耕省内公路主业

（一）安徽唯一公路上市平台，持续并购拓展价值

公司成立于1996年，为安徽交控唯一公路上市平台。安徽皖通高速公路股份有限公司（下称“皖通高速”）成立于1996年8月15日，同年在香港联交所H股上市，随后于2003年在上交所A股上市，是国内首家在香港上市的公路公司。

公司实控人为安徽省国资委。截至2024年半年报，公司第一大股东为安徽交通控股集团有限公司，隶属于安徽省国资委，持股比例31.63%；第二大股东为招商公路，持股比例29.94%。

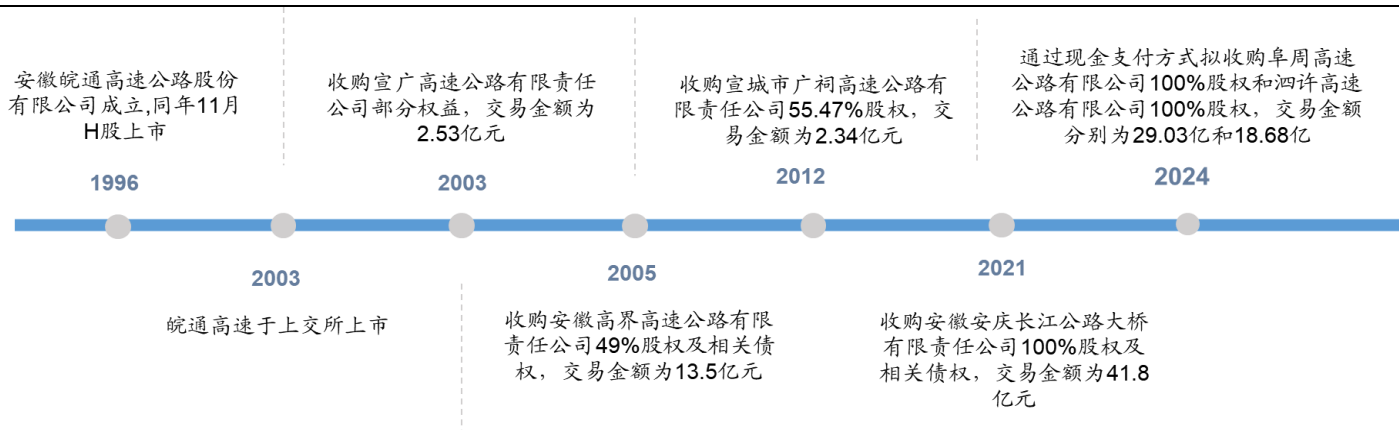
图1：截止至2024H1皖通高速股权结构



数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

2003年A股上市后省内路产持续注入，平台价值持续显现。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。自A股上市以来，安徽省内收费路产于2003-2005年及2021-2024年期间持续注入上市公司，公司盈利能力持续增强。

图2：皖通高速自1996年成立，距今已有28年历史



数据来源：公司各年度年报，广发证券发展研究中心

（二）专注省内路网运营，路产均为安徽省国道主干线收费路段

公司路产均为安徽省国道主干线收费路段，多在皖南与发达省份接壤。公司目前控股10条收费公路，均位于安徽省境内。截至2024年6月30日，公司拥有营运公路里程共609公里，按照权益比例折算里程合计506公里；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，目前管理的高速公路总里程达5296公里。

表1: 皖通高速控股路产多以4车道为主，仅合宁高速扩建至8车道，未来路产扩建概率较大

道路编号	经营性路产		权益比例	里程 (km)	权益收费里程 (km)	车道
G40	合宁高速	-	100%	34	34	8
G50	高界高速	-	100%	110	110	4
G50	宣广高速	宣广高速	55.47%	67	37	8
		南环段	55.47%	17	9	8
G50	安庆长江公路大桥	-	100%	6	6	4
S05	宁宣杭高速	宣城至宁国段	51%	46	23	4
		宁国至千秋关段	51%	40	20	4
		狸桥至宣城段	51%	27	14	4
G30	连霍公路安徽段	-	100%	54	54	4
S18	岳武高速安徽段	-	100%	46	46	4
G25	宁淮高速公路天长段	-	100%	14	14	6
G50	广祠高速	-	55.47%	14	8	4
G205	205 国道天长段新线	-	100%	30	30	4

数据来源：公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

图3: 皖通高速在省内的路产分布



数据来源：安徽皖通高速 H 股 2023 年年报，广发证券发展研究中心

公司平均收费年限约11年，旗下路产正在有序开展改扩建工程。以2024年12月31日为基准日计算，公司控股项目平均剩余收费年限为10.8年，处于行业中等水平。目前核心路产改扩建工作正有序进行：

- 1.合宁高速改扩建于2019年完成，收费期限暂定延长5年至2031年，同时公司正在向省级部门报批正式收费经营期限确认问题，收费期限将大概率进行延长；
- 2.宣广高速改扩建于2022年2月开工，目前已通过交工验收并于2025年1月中旬通车；
- 3.高界高速于改扩建前期研究工作于2023年启动，开工时间暂未确定。

表2：国内主要上市公路企业平均剩余年限对比（以2024年12月31日为基准）

公司名称	控股项目里程平均剩余经营期限（年）
粤高速 A	7.62
越秀交通基建	12.40
山东高速	12.34
皖通高速	10.80
招商公路	10.43
宁沪高速	10.94
楚天高速	13.49
赣粤高速	13.64
成渝高速	13.38
深高速	7.83

数据来源：各公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

表3：合宁、高界、宣广等核心控股路产表观收费期限虽短，但后续通过向管理部门申请及改扩建等均有望延长

道路编号	经营性路产		权益比例	收费权期限	剩余收费年限（年）
G40	合宁高速	宣广高速 南环段 宣城至宁国段 宁国至千秋关段 狸桥至宣城段	100%	1996.8.16 - 2031.8.15	6.6
G50	高界高速		100%	1999.10.1 - 2029.9.30	4.8
G50	宣广高速		55.47%	1999.1.1 - 2028.12.31	4.0
			55.47%	2003.9.1 - 2028.12.31	4.0
G50	安庆长江公路大桥		100%	2004.12.26 - 2033.12.25	9.0
S05	宁宣杭高速		51%	2013.9.8 - 2043.9.7	18.7
			51%	2015.12.19 - 2045.12.18	21.0
			51%	2017.12.30 - 2047.12.29	23.0
G30	连霍公路安徽段		100%	2003.1.1 - 2032.6.30	7.0
S18	岳武高速安徽段		100%	2015.12.31 - 2045.12.30	21.4
G25	宁淮高速公路天长段		100%	2006.12.18 - 2032.6.17	7.5
G50	广祠高速		55.47%	2004.7.20 - 2029.7.20	4.6
G205	205 国道天长段新线		100%	1997.1.1 - 2026.12.31	2.0

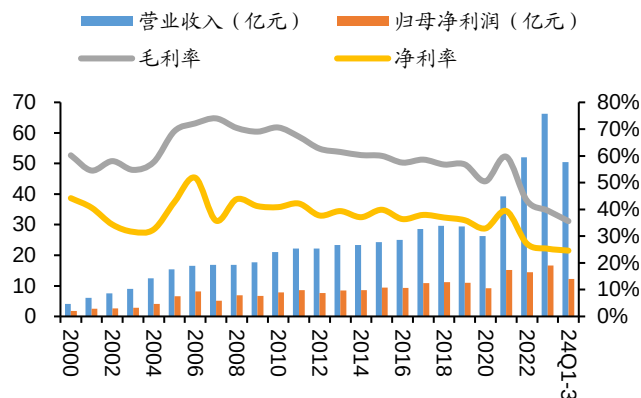
数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

（三）成本优势助力，盈利能力长期位列行业一流水平

资产注入与路产培育助力收入体量自2000年至今持续增长，23年间归母净利润CAGR超过10%。在路产持续注入的助力下，除2020年由于出行受限导致收入下滑

外，公司自2008年以来收入稳步增长，2000-2023年营收CAGR12.88%，归母净利润CAGR为10.15%。2021年，安庆长江大桥资产注入叠加合宁高速扩建通车产能爬坡、高界高速持续放量，带动公司营收较19年增长30%。

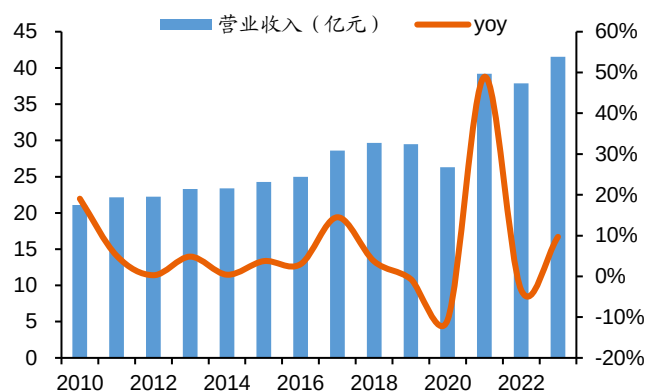
图4：除2019和2022年由于出行受限导致收入下滑外，2014年以来公司营收和利润中枢均得到稳步提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：营业收入剔除建造期收入

图5：皖通高速 2010-23 年收入 CAGR 为 5.4%

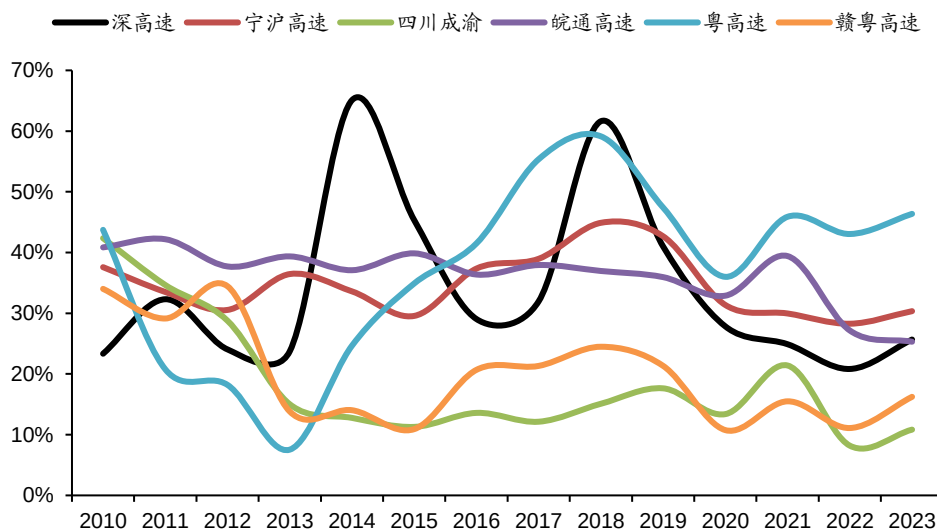


数据来源：公司各年年报，广发证券发展研究中心

注：营业收入剔除建造期收入

净利率比肩宁沪，长期保持在30-40%左右。2020-2023年受疫情扰动、路产改扩建、收购培育期资产等因素影响，公司的利润水平较此前略有下滑，但整体盈利仍保持在行业前列。而如果剔除建造业务，2023年公司毛利率达63%，归母净利率为41%。

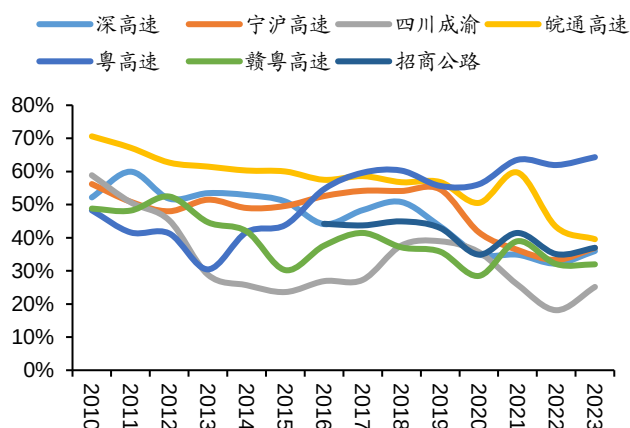
图6：2010-2021年公司净利率长期稳定在30%以上



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

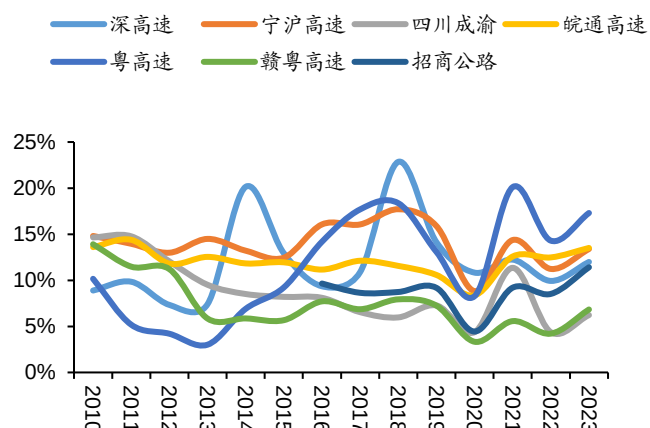
高毛利率高、高ROE、负债低、资金成本低。高净利率始于公司长期的高毛利率，2010-17年间公司毛利率基本保持在60%以上。尽管2019-23年期间公司利润率受路产注入边际有所下滑，但伴随合宁高速改扩建通车后资产周转率回升，同时通过灵活运用财务杠杆等方式，皖通高速平均ROE达到11.5%，23年ROE提升至13.51%。

图7：2017年以前公司毛利率保持在60%以上



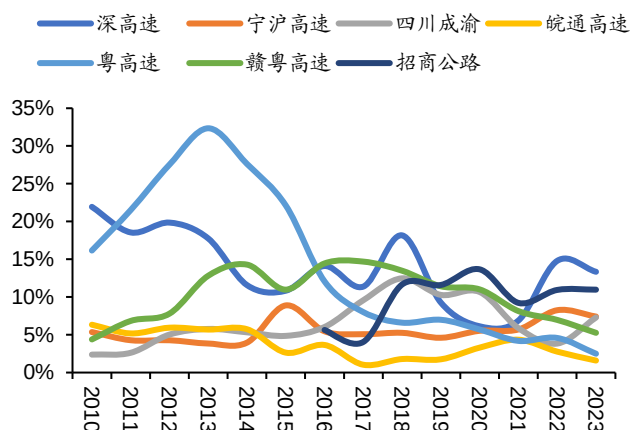
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：2020年后公司 ROE 持续抬升，23 年达到 13.51%



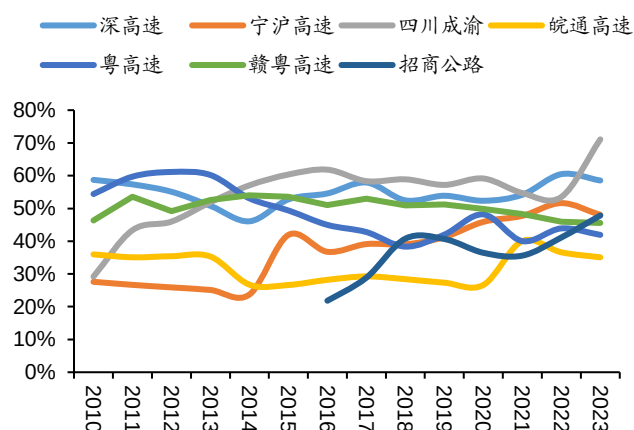
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：公司财务费用率处于行业较低水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：2020年后公司资产负债率较此前小幅提升，但资产负债率仍在40%以下



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于多数路产车道数量偏少以及省内收费标准较临近省份而言并不高，公司路产的单公里收费水平处于行业中游。

表4: 公司旗下控股路产（灰色行标识）单公里收费水平处于行业中游（2023年）

道路编号	项目	每公里收费（万元）	效率带（万元）
G104	G104 国道泰曲段	58.87	100 以下
S05	宁宣杭高速公路	243.46	
G205	205 国道天长段新线	291.60	
S18	岳武高速安徽段	325.00	
G35	济菏高速	387.37	200-499
G45	湖北大广南高速公路	426.86	
G65	桂阳高速	482.88	
G50	宣广高速公路	504.61	
S83	河南兰尉高速公路	505.95	500-699
G30	连霍公路安徽段	525.87	
S21	湖南长株高速公路	552.43	
S83	河南尉许高速公路	586.41	
G3（招商公路）	京台高速	614.19	700-999
G50	广祠高速公路	688.76	
G0421	湖北随岳高速公路	728.91	
G2518	江中高速	754.44	
G50	高界高速公路	845.19	1000 及以上
G25	宁淮高速公路天长段	900.67	
G0423	广乐高速	1041.46	
G25	惠盐高速	1051.37	
G40	合宁高速公路	1064.63	
G35（S21）	广惠高速	1349.37	
G15	佛开高速	1905.14	
G0425	京珠高速广珠段	1989.73	

数据来源：各公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

表5: 国内主要省市高速公路收费标准概览，安徽省收费公路的计价标准要低于广东、江苏等省份

	车型	北京	上海	河北	河南	湖北	湖南	安徽	江苏	浙江	广东	福建	四川	甘肃	贵州
		收费标准（元/公里）													
客车	1 类	0.50	0.60	0.40	0.45			0.45		0.40	0.45		0.50	0.60	
	2 类	1.00	0.60	0.70	0.65			0.80		0.40	0.68		1.00	0.70	
	3 类	1.50	0.90	1.10	0.85			1.10		0.80	0.90		1.50	1.10	
	4 类	1.80	0.90	1.36	1.00			1.30		1.20	1.35		2.00	1.55	
货车	1 类	0.50	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.50	0.70	0.45
	2 类	1.27	0.90	1.04	1.50	1.20	1.26	0.90	1.05	0.84	0.95	0.87	1.00	1.10	0.70
	3 类	1.70	1.02	1.41	1.90	1.70	1.57	1.35	1.57	1.32	1.42	1.41	1.50	1.55	1.50
	4 类	1.90	1.32	1.77	2.20	2.20	1.84	1.70	1.90	1.64	1.69	1.85	1.95	1.90	2.10
	5 类	1.97	1.43	2.05	2.40	2.65	2.13	1.85	1.94	1.68	1.74	2.02	2.35	2.15	2.25
	6 类	2.00	1.43	2.29	2.60	3.10	2.43	2.20	2.32	1.75	1.84	2.51	2.70	2.40	3.08

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

但成本优势助力盈利保持行业一流。安徽省高速公路建造成本属于全国较低水平，原因或有以下两点：（1）地形优势，安徽平原面积占比高达55%，道路建设难度低；（2）省内征迁成本相对低。同时，皖通高速通过精细化管理降低管理成本等支出，单公里经营成本处于业内偏低水平。

表6：十三五期间，安徽省路产单公里建造成本明显低于其他省份

省份	高速公路平均建造成本（亿元/公里）
安徽省	0.82
河南省	0.91
湖北省	1.26
浙江省	1.11
江苏省	1.57
全国均值	1.10

数据来源：各省份 2016-2020 年收费公路统计公报，广发证券发展研究中心

表7：公司路产单公里经营成本明显低于行业水平（2023年）

	公路经营成本（百万元）	里程（公里）	单公里经营成本（万元）
四川成渝	2115.21	898.31	235.47
皖通高速	1532.99	609.00	251.72
深高速	2666.99	598.93	445.30
宁沪高速	4325.24	919.42	470.43
粤高速	1740.82	293.31	593.51
招商公路	3384.35	1038.87	325.77

数据来源：Wind，各公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

2020年后分红比例明显提升，叠加利润修复进度领先，股价较同业跑出超额收益。公司分红比例于2021年提升至60%并持续保持高位；同期利润修复进度领先，2021年扣非归母净利润同比增长63%，修复幅度优于宁沪高速及深高速等同业。在分红比例提升与利润修复的双重驱动下，其股价表现突出，2020年至今涨幅达264%，远超宁沪高速（71%）、深高速（45%）、粤高速 A（116%），在一线公路红利标的中实现超额收益。

表8：皖通高速2020年以来利润修复及增长节奏相对领先

扣非归母净利 yoy（%）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
皖通高速	16	9	-11	11	-2	13	-1	18	2	-3	-23	63	5	22
宁沪高速	23	-2	-4	13	-3	5	23	8	8	9	-44	57	-7	22
深高速	39	17	-22	26	16	-45	91	46	5	46	-13	19	-48	83
粤高速	23	-28	-33	-63	330	44	92	50	10	-10	-44	140	-23	30

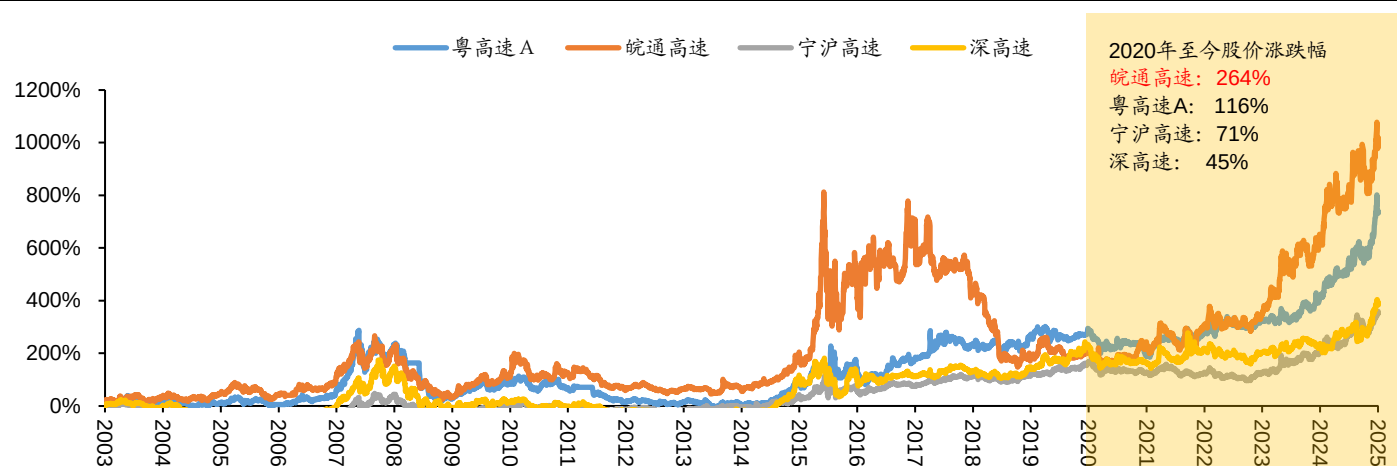
数据来源：Wind，各公司各年度年报，广发证券发展研究中心

表9: 皖通高速分红比例自2021年提升至60%后保持至今

分红比例 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
皖通高速	44	41	44	43	44	41	41	35	37	35	42	60	63	60
宁沪高速	73	75	78	71	74	80	63	62	53	55	94	55	62	54
深高速	47	40	41	48	45	48	41	46	45	45	46	52	50	52
粤高速	32	29	36	49	39	40	70	70	70	70	70	70	70	70

数据来源: Wind, 各公司各年度年报, 广发证券发展研究中心

图11: 2020年后皖通高速于一线公路红利标的中取得超额收益



数据来源: Wind, 各公司各年度年报, 广发证券发展研究中心

二、安徽路网：省内扩容省际连通，深度融入长三角一体化

（一）固定资产坐商，行业已迈入低速增阶段

上市公路公司均为区域固定资产坐商，其商业模式为依托区域经济腹地流量通过通行费收入变现。高速公路上市公司一般由当地国资委控股，核心资产是省内多条经营性公路及其有限期限内的特许经营权。

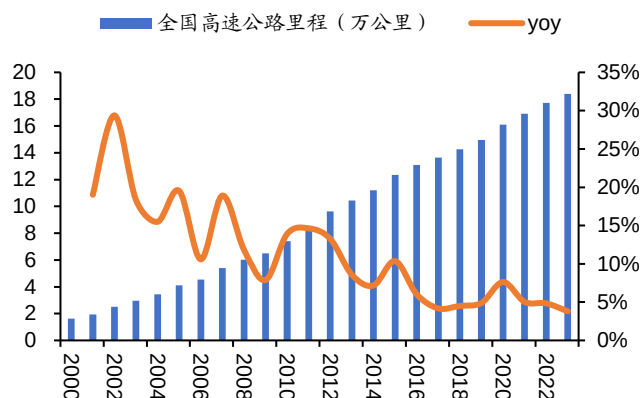
表10：公路板块分析基本要素

核心指标		关键影响因素
一、收入：		
量：	供给：运营里程	地区规划/综合运输体系
	需求：	
	客：人均收入水平、出行频率、私家车	经济发展水平、经济结构基础、路网协同
	货：上游原材料、中游基建地产、下游消费	
价（元/辆&吨公里）： 车型差异定价	客车分类：	
	1类：核定载人数≤9	
	2类：核定载人数 10-19	
	3类：核定载人数≤39	
	4类：核定载人数≥40	中央/地方公路收费政策
	货车分类：	收费期能否延长？
	1类：2轴：车长<6000mm+最大允许总质量<4500kg	
	2类：2轴：车长≥6000mm或最大允许总质量≥4500kg	
	3-6类：3轴-6轴，严格遵循轴数	
二、成本		
折旧摊销	路产规模&收费年限：高无形资产	上市公路公司多采用车流量折旧法 但皖通高速使用的是年限平均法
人工维保		
三、费用		
财务费用	修路借款资金规模：建设期结束后杠杆率会有明显提升	借款资金利率（成本）

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

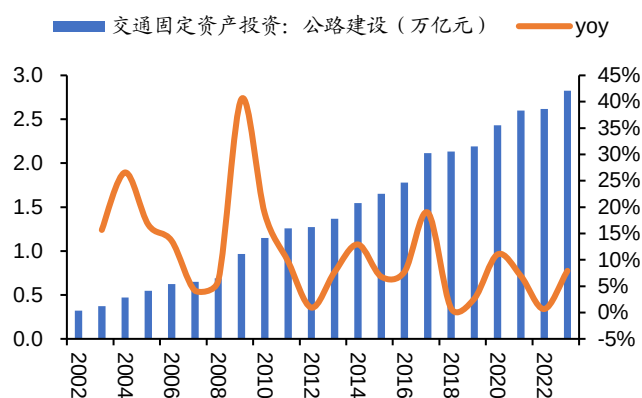
供给端来看，公路行业资本开支加码阶段已经过去，未来增量有限。2023年中国高速公路总里程已达到18.4万公里，CAGR从2000-2012年的16%降至2012-2023年的6%，增速明显放缓。

图12: 全国高速公路存量里程已进入低速增长



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

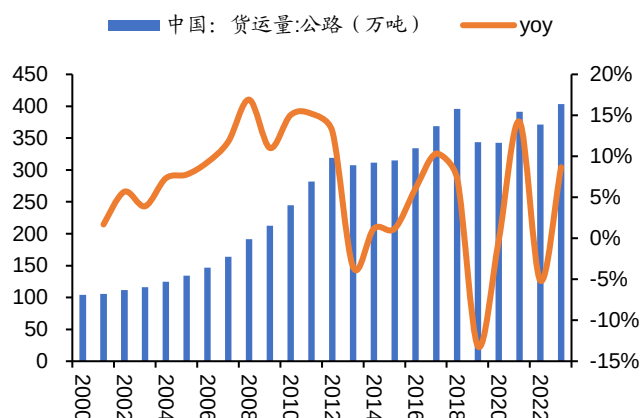
图13: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

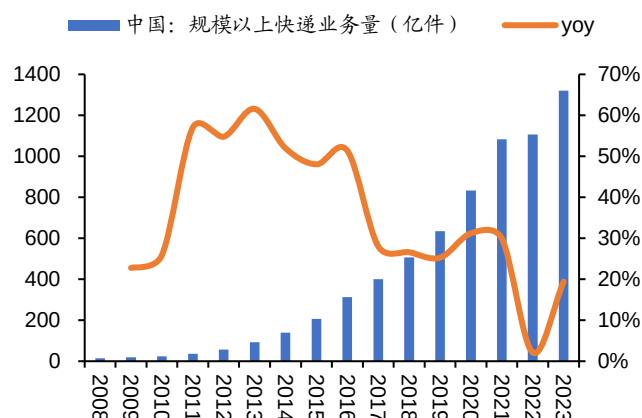
需求端, 行业整体需求降速, 但结构亮点仍在。其中, 2C的消费型的快递物流需求增速超过2B生产物流, 成为公路货运重要组成; 客运增速快于货运, 在大巴、高铁需求降低的情况下, 自驾游等因私出行或兴起成为驱动公路客运的推手。

图14: 2015年以来我国公路货运量增速放缓



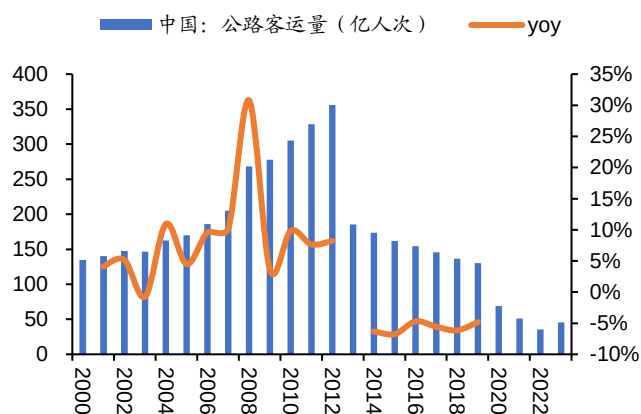
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图15: 2023年快递物流需求同比实现双位数增长



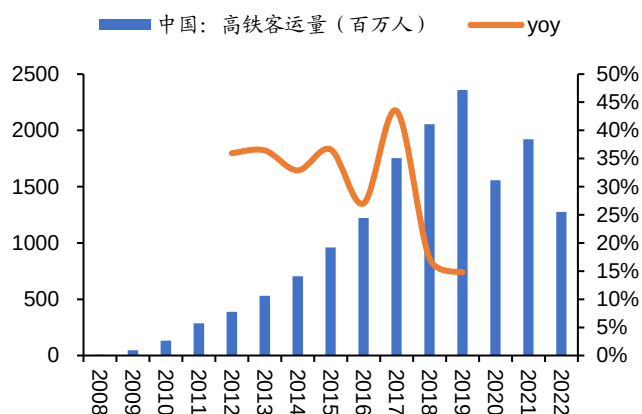
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 公路大巴等统计内的客运出行增速在2015年后放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 从高铁客运量来看2019年以前出行需求大盘保持中高增速增长



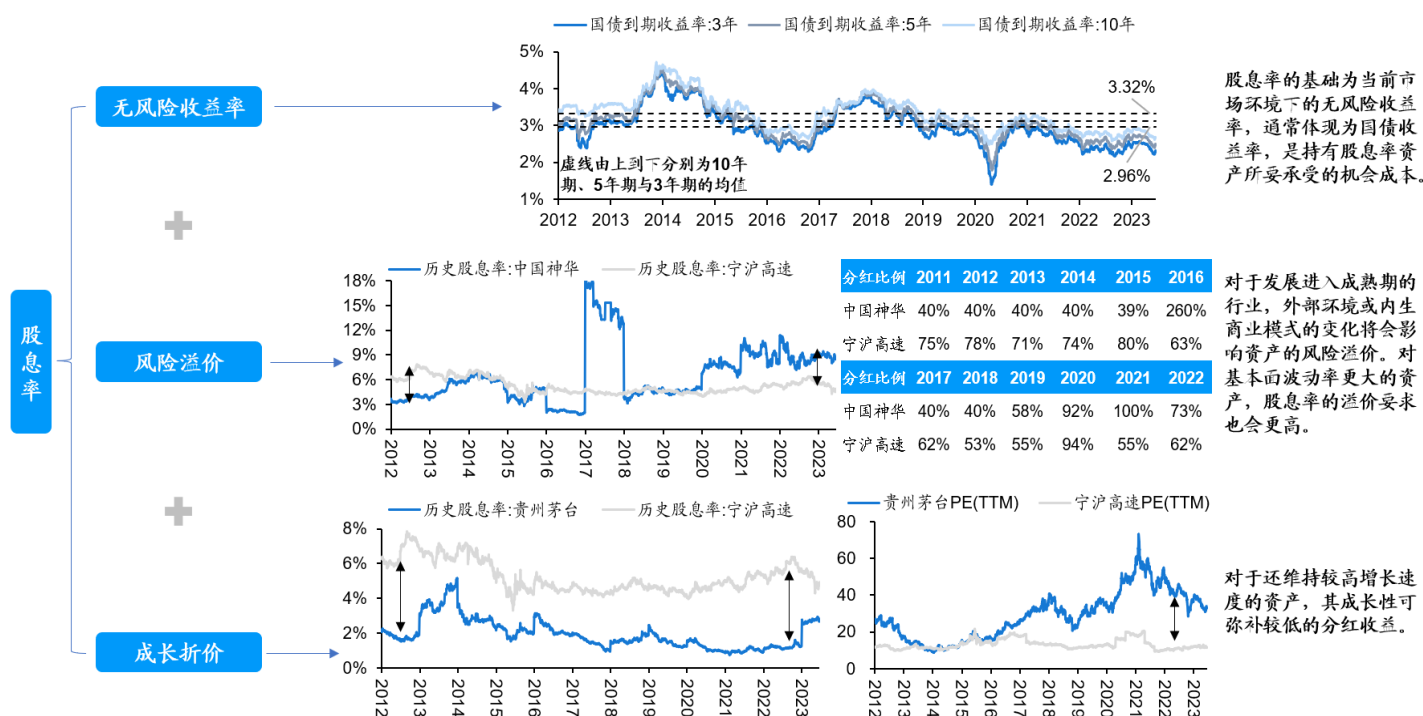
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红提升贡献估值溢价

从CAPM模型出发，将息差（风险溢价因子）进一步拆分为公司的经营风险（体现为股息溢价）和成长潜力（体现为股息折价）。其中：

1. 无风险收益率：股息率的基础为当前市场环境下的无风险收益率，通常体现为国债收益率，是持有股息率资产所要承受的机会成本。
2. 风险溢价：对于发展进入成熟期的行业，外部环境或内生商业模式的变化将会影响资产的风险溢价。对基本面波动率更大的资产，股息率的溢价要求也会更高。
3. 成长折价：对于还维持较高增长速度的资产，其成长性可弥补较低的分红收益。

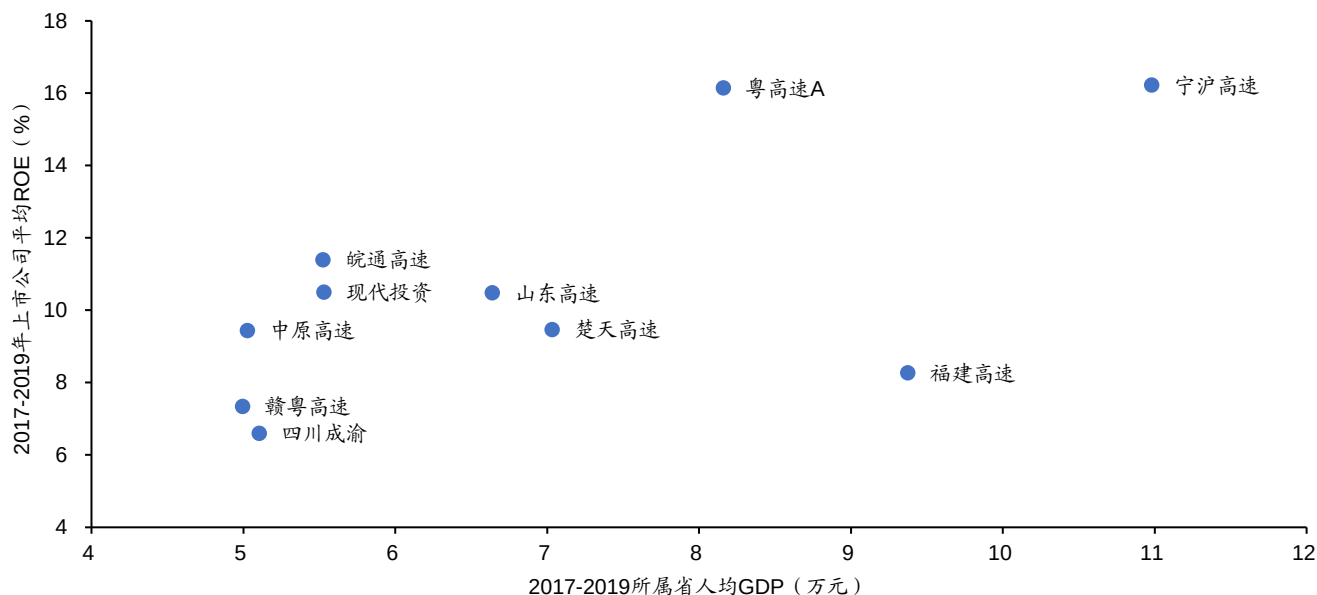
图18：从CAPM模型出发，资产股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

面临总体需求降速的环境，高度成熟的区域路网和充裕的车流基础便成为影响公路高投入回报比的关键。以2017-2019年国内上市公路公司数据来看，多数ROE高于15%公司的净利率都超过40%，且其路产均位于中东部发达省份。

图19：路网成熟、经济发达地区公路资产ROE水平更高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

平行分流、资本开支、第二主业波动等因素将会对提升资产的风险溢价水平。高分红比例带来的高股息是稳定估值的关键，而超额收益的来源主要依靠公司自身盈利增长驱动，地处发达地区和具备成长潜力的路产往往能够穿越牛熊。

表11：具有成长潜力的路产可以穿越牛熊（截至2024年6月30日）

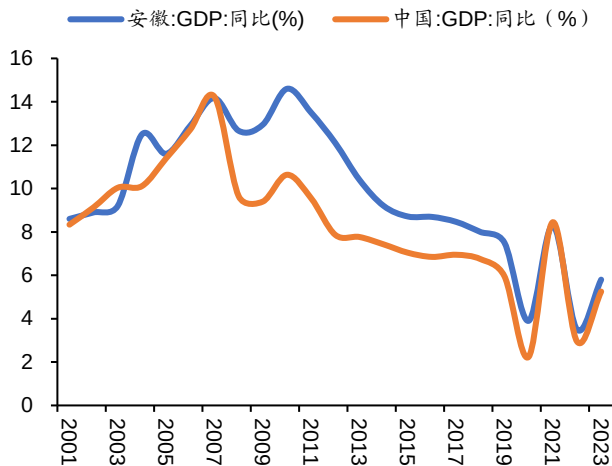
证券代码	证券简称	近 20 年年化超额收益: 相对沪深 300	近 10 年年化超额收益: 相对沪深 300	近 5 年年化超额收益: 相对沪深 300	近 3 年年化超额收益: 相对沪深 300
600377.SH	宁沪高速	3.76%	9.35%	7.92%	21.25%
000429.SZ	粤高速 A	2.43%	11.73%	11.12%	21.82%
600012.SH	皖通高速	3.00%	11.42%	22.85%	31.86%
001965.SZ	招商公路	-	-	9.21%	20.64%
600350.SH	山东高速	2.40%	8.73%	16.28%	24.66%
600548.SH	深高速	2.57%	5.64%	3.47%	10.79%
600368.SH	五洲交通	0.91%	3.64%	6.24%	15.08%
600020.SH	中原高速	-2.59%	1.32%	1.30%	13.46%
600033.SH	福建高速	-1.79%	1.71%	6.42%	15.00%
000900.SZ	现代投资	0.06%	0.29%	2.97%	7.78%
601107.SH	四川成渝	-	2.76%	10.33%	12.00%
600269.SH	赣粤高速	0.87%	2.08%	7.44%	18.27%
600035.SH	楚天高速	-0.26%	2.95%	7.75%	16.40%

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

（三）安徽路网：省内干道扩容，省际提升联通度

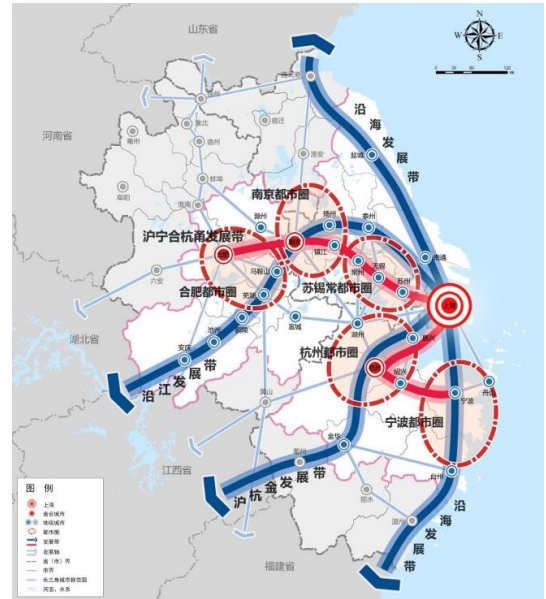
安徽省路网承东启西，GDP 增速常年领先全国平均水平。受长三角城市群辐射效应影响，其较高的经济发展活力吸引外省人口和资源不断流入。同时省内基础设施水平还在持续完善，并有望进一步释放路网潜在流量需求。

图20：安徽省GDP增速常年领先全国平均水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：长三角城市群格局分布示意图



数据来源：《长江三角洲城市群发展规划》，广发证券发展研究中心

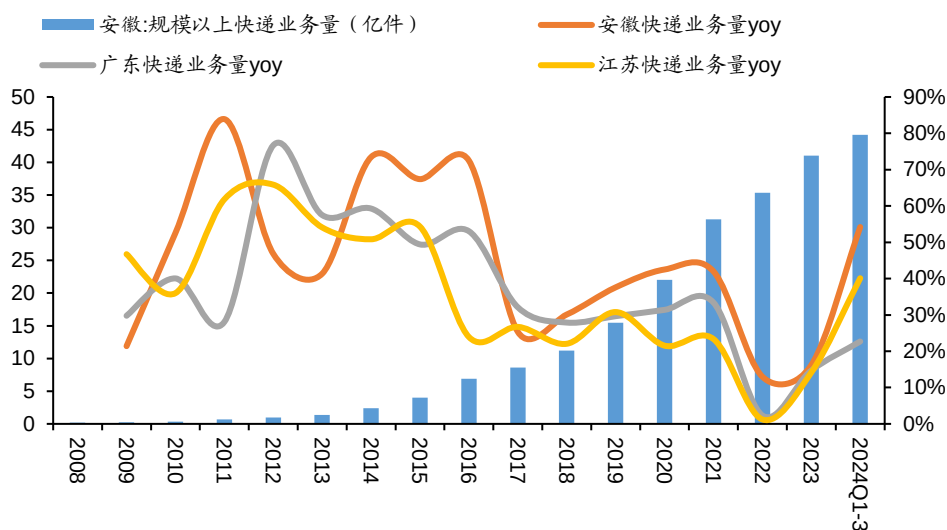
短期流量伴随宏观经济波动，但物流快递需求正在快速增长。从安徽省内上市收费路产24年流量来看，合宁高速、高界高速等路段1-3 季度累计车流量同比均有下降，但降幅已经开始有逐季收窄趋势。与此同时，快递等物流需求正在成为路网新的增长支撑，24年前三季度安徽快递业务量同比增长超 50%。

表12：24年省内高速路网需求受宏观预期影响同比下降

项目	车流量同比增速 (%)			影响因素
	24Q1	24H1	24Q1-3	
合宁高速	-5.76	-3.3	-1.01	无岳高速分流
高界高速	-11.89	-12.97	-12.23	
宁宣杭高速	63.11	75.37	60.59	
宣广高速	-34.27	-53.47	-58.79	改扩建施工
连霍高速	-7.36	-1.76	-0.9	
宁淮高速	-11.86	-9.08	-8.56	
广祠高速	-27.25	-45.23	-57.32	上游宣广改扩建
205 国道	-1.11	-3.95	-8.42	
安庆长江大桥	-9.37	-7.19	-4.95	
岳武高速	61.89	73.48	99.34	

数据来源：公司 2024 年各季度报告，广发证券发展研究中心

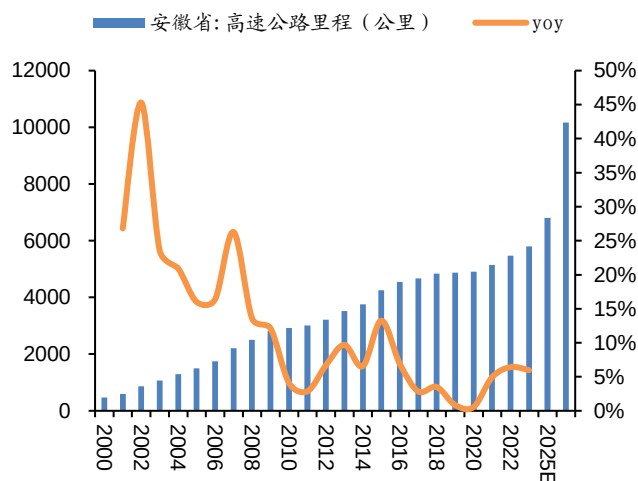
图22：2024年1-3季度安徽省快递业务量同比增速达到50%以上



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

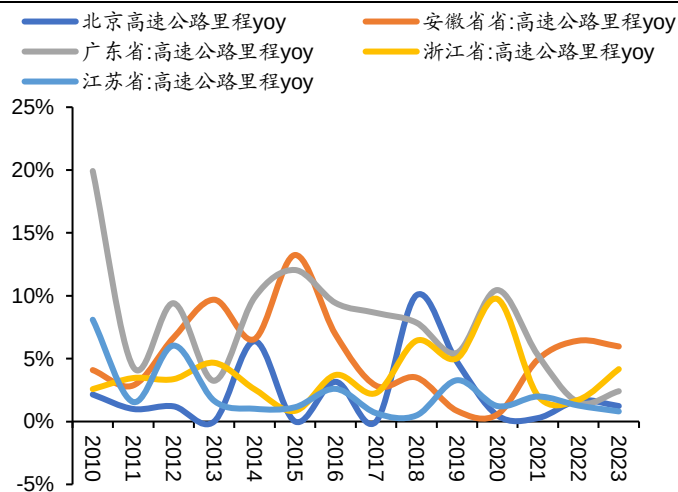
车轮上的省份，后续路网建设仍有可为空间。安徽省内素来以高强度的基建投入闻名，2019年就成为了全国第2个实现“市市通高铁”的省份，被称为“车轮上的省份”。据《安徽省高速公路网规划（2020-2035年）》，2035年安徽省高速公路里程将超过1万公里，据此计算，2023-2035年期间省内高速公路里程CAGR将保持在5%左右。

图23：至2035年，安徽高速公路里程将达10165公里



数据来源：Wind，《安徽省高速公路网规划（2020-2035年）》，广发证券发展研究中心

图24：20年至今安徽省高速公路建设保持东部较快水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

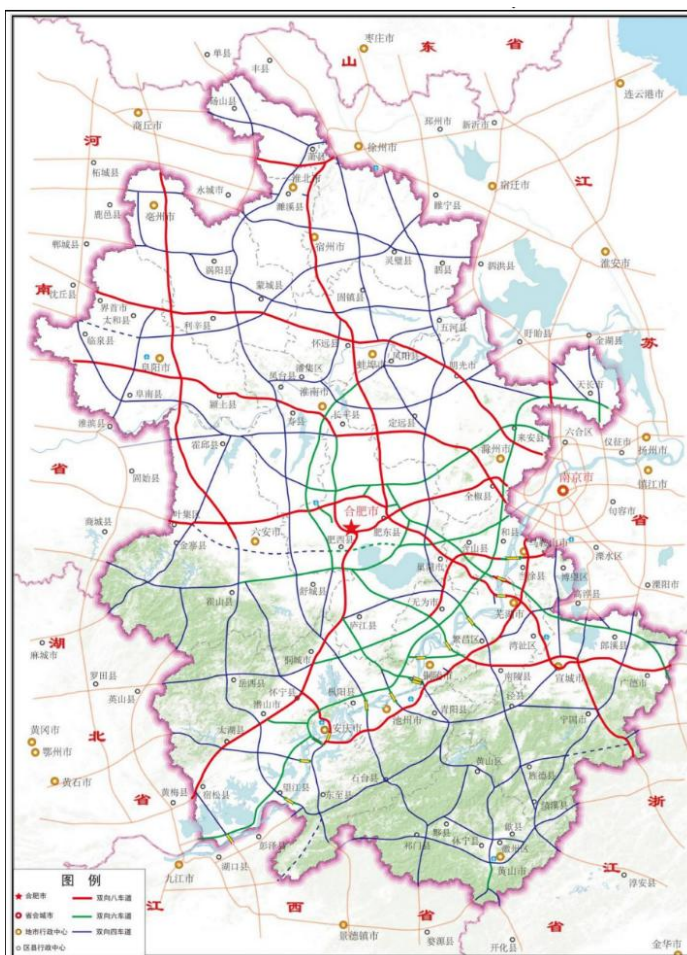
结构方面，省内干道扩容与皖西南旅游区串通、省际断头路持续打通将成为安徽省路网建设的主线任务。据《安徽省高速公路网规划修编（2020-2035年）》，省内未来路网建设重点可分为以下三方面：

1.加力省内皖南5A景区覆盖度和路网密度，依靠旅游活力激发公路出行需求：安徽省的主要5A级景区（黄山、九华山、天柱山等）等主要分布在皖南地区，蕴含可观的客运旅游出行需求，但该地区过去的高速公路网覆盖密度不足。

2.国高网在省内已经建设落成,但首尾两端还需与周边省份合力打通断头路:尤其是与其东南部所连接的浙江省和江苏省,一方面进一步增强其辐射影响对于安徽省的积极作用,深度融入长三角区域一体化。

3.主通道车道数量多为四车道,流量持续增长之下扩容无法回避:2035年要形成“五纵十横”骨架形态,实现内部主要通道全扩容,安徽省六车道以上路段将达到4571公里(其中八车道2653公里),占规划总里程的45%,车流量将全线提升。

图25: 皖南旅游资源丰富,但路网覆盖并不充分



数据来源:《安徽省高速公路网规划(2020-2035年)》,广发证券发展研究中心

三、皖通高速：引流拓流并举发力，产能上限正在打开

（一）三大路产构成收入支柱，合计贡献 7 成营收

从路产收入结构来看，合宁、高界、宣广高速为公司通行费收入的三大支柱。2023 年上述三条路产贡献了皖通高速 66% 的通行费收入和 75% 的毛利体量。尽管短期合宁高速与高界高速受预期波动与新建路产平行分流等负面影响，但一方面负面冲击已经落地，短期继续恶化的可能性不大；另一方面公司的宣广高速 24 年已经完成改扩建正在产能爬坡，同时江苏和浙江两省也在为省际打通持续努力，宁宣杭、岳武高速两路产伴随省际断头路打通享受引流，产能爬坡之下公司路产的经济效益正在持续显现。

表13：公司财务数据（2023年年报）

	人民币：亿元	细分项结构占比（%）
+营业收入（剔除建造收入）	41.56	
		合宁高速 34%
其中：路费收入	40.94	高界高速 22%
		宣广高速 10%
-经营成本	15.33	
折旧与摊销	9.14	60%
通行养护支出	1.95	13%
其他成本	4.24	28%
-费用	3.14	
管理费用	1.83	58%
财务费用	1.05	33%
+投资收益	0.58	
归母净利润	16.6	

数据来源：公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

表14：公司控股路产的收入与毛利占比（2023年）

	路费收入（亿元）	占合计路费收入比例	毛利贡献（亿元）	占合计毛利比例	毛利率（%）
合宁高速	14.04	34%	9.58	37%	68.22
205 国道	0.83	2%	0.46	2%	55.08
高界高速	9.15	22%	7.33	28%	80.07
宣广高速	4.13	10%	2.71	10%	65.72
连霍高速	2.78	7%	1.32	5%	47.61
宁淮高速	1.25	3%	0.89	3%	70.98
广祠高速	0.99	2%	0.80	3%	80.78
宁宣杭高速	2.89	7%	0.03	0%	1.07
长江公路大桥	3.41	8%	2.71	10%	79.52
岳武高速	1.47	4%	0.03	0%	2.29

数据来源：公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

（二）合宁高速：改扩建于 2019 年完成，产能正在爬坡

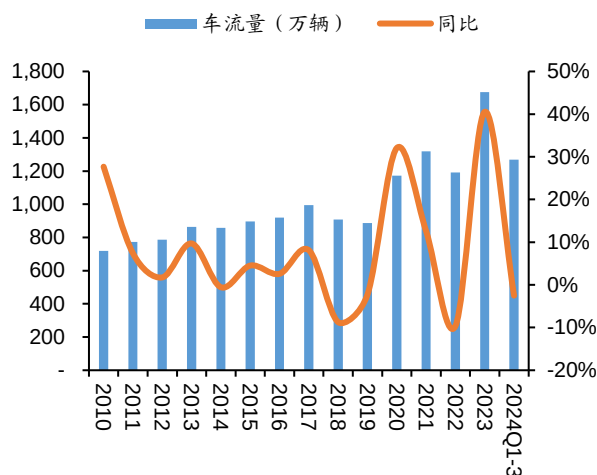
合肥-南京高速公路简称“合宁高速”，是国家高速公路网沪陕高速（G40）和沪蓉高速（G42）的重合部。起自合肥西郊大蜀山，终于苏皖交接处周庄，全长134千米。该路段地处皖苏两省省会交界，周边还有合安高速、合巢芜高速等衔接，路网基础坚实成熟。

图26：合宁高速是连接合肥南京的重要干线公路



数据来源：安徽地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

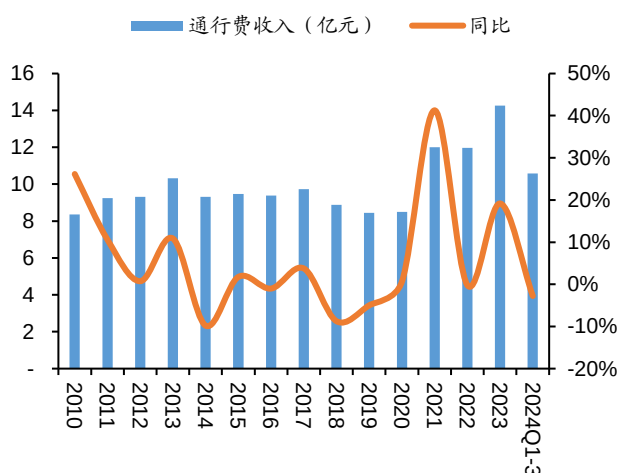
图27：2019年合宁高速完成四改八工程，当前产能爬坡或有20-30%的空间



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

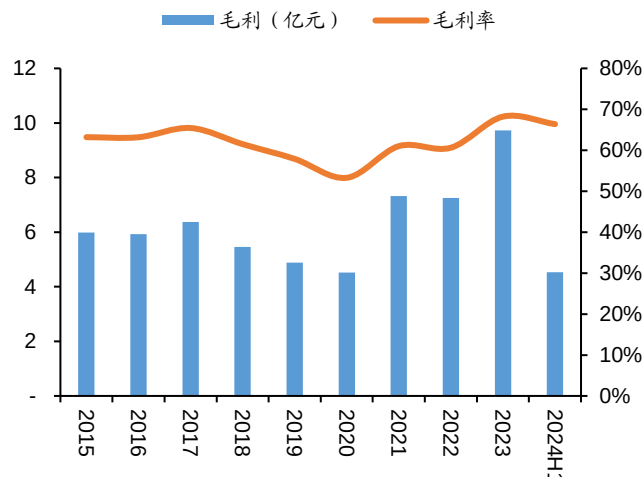
合宁高速公路是公司第一大的创收资产，也是目前上市公司旗下首条八车道路产。该路段于2019年顺利完成“四改八”改扩建项目，收费截止时间暂定2031年8月，后续通过进一步报批后收费期限大概率进一步延长。合宁高速2023年日均车流量同比增速达40.54%，车流量与路费收入均创历史新高。主要由于当年平行路段 G36 宁洛高速改扩建施工（预计25年8月完成）导致部分流量由合宁高速通行等因素影响。

图28：改扩建后合宁高速变现效率仍在爬坡中



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图29：通车后合宁高速毛利率稳步爬升



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

（三）高界高速：产能饱和且收费期即将结束，改扩建工作正在有序推进

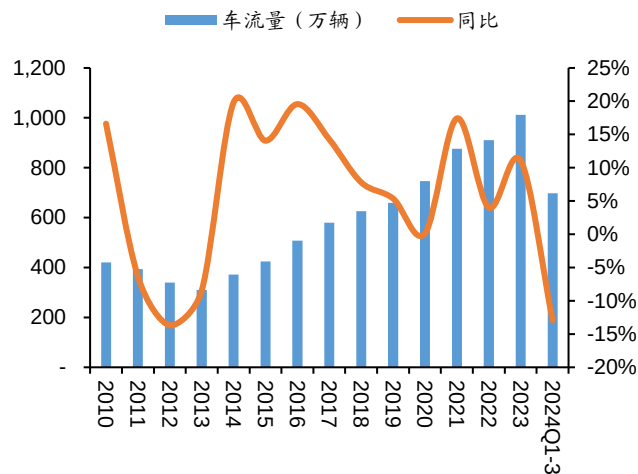
高界高速（高河-界子墩）是国家高速公路网沪蓉高速（G42）的重要组成部分。作为贯通东西的重要交通干线，目前该路产为双向四车道，全长约110千米，收费截止2029年9月，改扩建前期准备工作已经启动，施工周期大约3年，公司计划于2029年完成改扩建，实现收费期限无缝续接。

图30：高界高速是连接东西地区的重要干线公路



数据来源：安徽地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

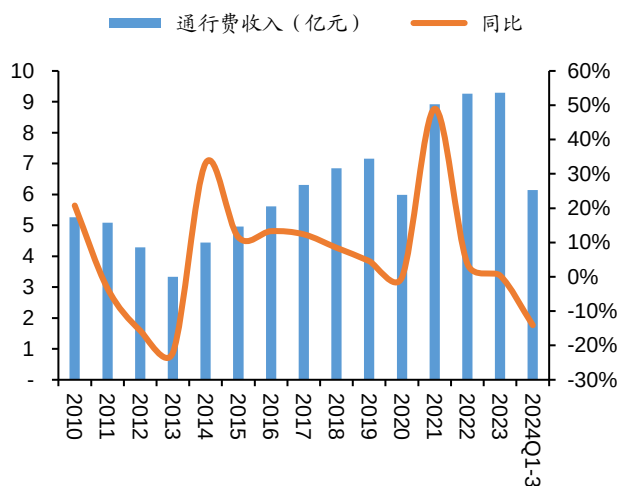
图31：疫情影响下，高界高速车流量仍稳步增长



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

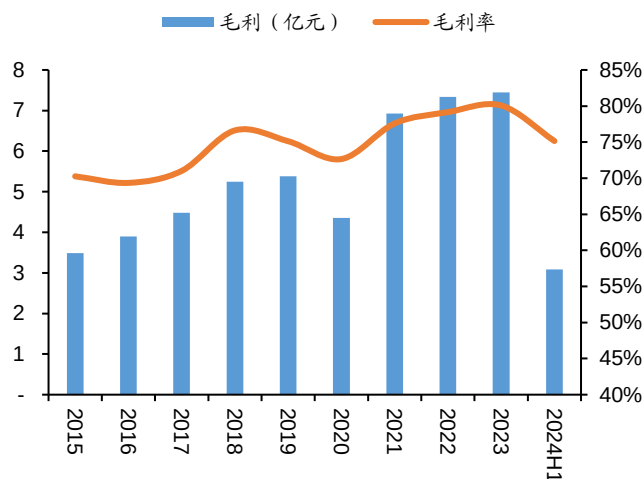
高界高速公路盈利能力突出，毛利率保持较高水平。高界高速2023年实现营业收入9.15亿元，同比增速仅0.54%，主要系2023年10月无岳高速通车带来的分流影响。

图32：2013-2023营收CAGR为10.78%



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图33：高界高速毛利率常年保持70%以上的较高水平



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

（四）宣广高速：改扩建于2024年完成，或迎来基本面拐点

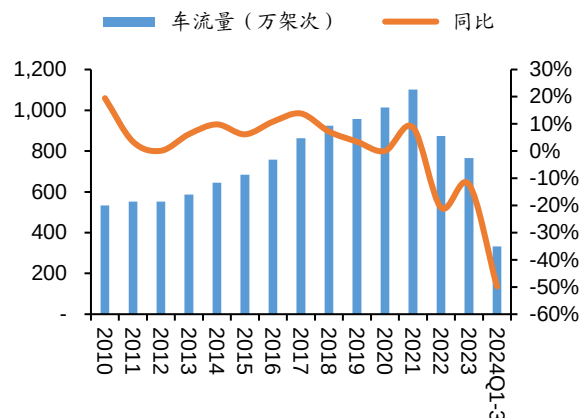
宣广高速（宣州-广德，均为安徽省内城市）是318国道的组成部分，于2003年8月并入上市公司。宣广高速改扩建工程于24年底改扩建顺利完工，25年1月12日正式通车，收费年限有望进一步延长。

图34：安徽省通向江浙沪方向的交通大动脉



数据来源：安徽地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

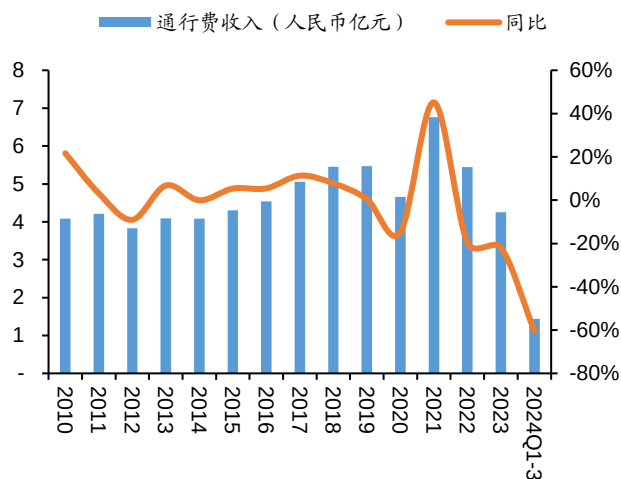
图35：2022-2024年期间宣广高速由于改扩建施工通行受限，车流量大幅下降



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

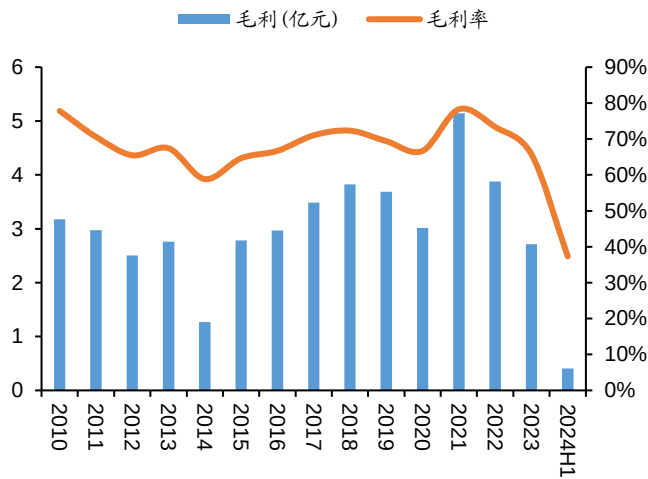
受改扩建导致部分区域封路影响，宣广高速2024Q1-3年通行费收入同比下滑近6成。但宣广高速作为318国道的组成部分，是连接我国沿海省份、中部内陆地区及西部边境地区的重要运输要道，区位优势显著，改扩建完成通车后，产能利用率爬坡速度可以期待。

图36：受改扩建影响，通行费收入下滑明显



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图37：除24年以外，毛利率保持在60%以上



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

（五）宁杭宣&岳武高速：“断头路”全线通车，产能正在爬坡期

宁宣杭高速公路全长约117公里，双向四车道，是安徽省高速公路网“四纵+八横”的重要组成部分。公司所控安徽段于2013-2017年陆续通车，但直到2022年9月和12月，邻省的江苏段和浙江段才完全连接。叠加23年宁安高速通车，宁宣杭高速正享受全方位引流。岳武（岳西县-武汉）高速安徽段全长46.26公里，双向四车道，是沟通安徽、湖北两省最便捷的省际区域干线之一。公司于2021年收购该路产，23年该路段东延线无岳高速（无为石涧-岳西县）打通。

图38: 宁宣杭高速“断头路”全线打通



数据来源: 安徽地理信息公共服务平台, 广发证券发展研究中心

图39: 2023年岳武高速东延线通车

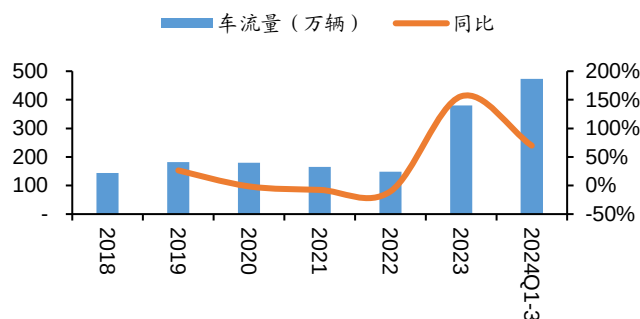


数据来源: 安徽地理信息公共服务平台, 广发证券发展研究中心

1. 宁杭宣高速: 交叉引流起点, 24年H1收入同比增长超50%

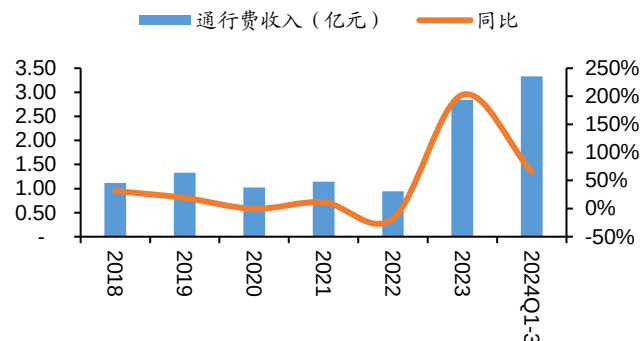
2023年, 宁宣杭高速日均车流量同比增长约156%; 通行费收入同比增长约200%, 实现毛利转正。受益于南北断头路打通及2023年底东西向宁安高速通车带来的交叉引流, 带动24年上半年路产通行费同比大幅增长超50%。

图40: 2023年以来宁宣杭高速车流量快速增长



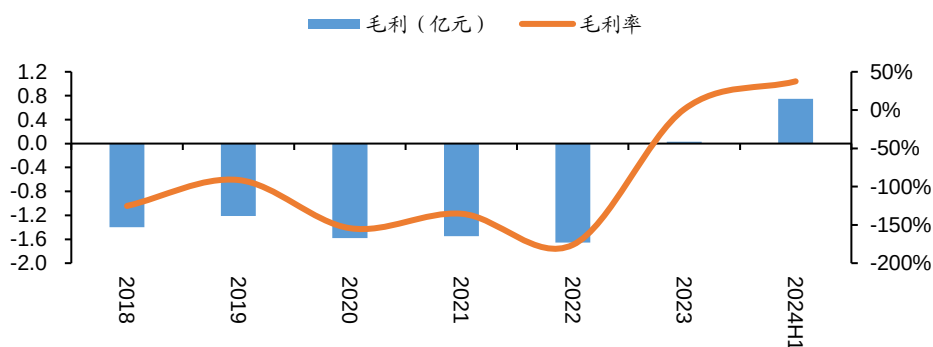
数据来源: 公司各年度报告, 广发证券发展研究中心

图41: 23年后通行费收入快速增长



数据来源: 公司各年度报告, 广发证券发展研究中心

图42: 宁宣杭高速2023年实现毛利转正

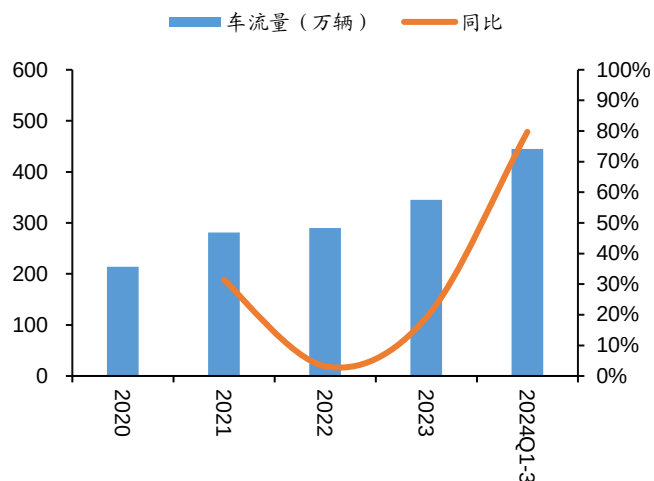


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 岳武高速：东延线无岳高速通车，24年前三季度收入同比增长近80%

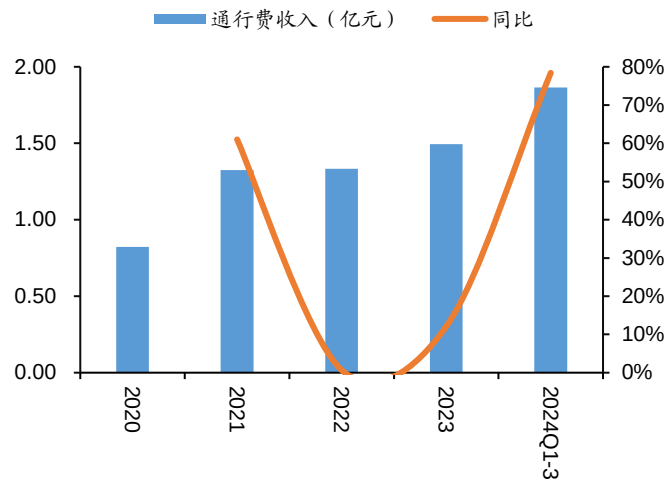
2023年10月28日无岳高速通车标志着岳武东延线全线贯通，从武汉至合肥两向的车流无需再经高界高速绕行。23年11、12月份通行费同比增幅达82.39%，毛利率转正至2.29%。24年Q1-3通行费收入达1.86亿元，同比增长78.42%。

图43：23年断头路打通，车流量快速攀升



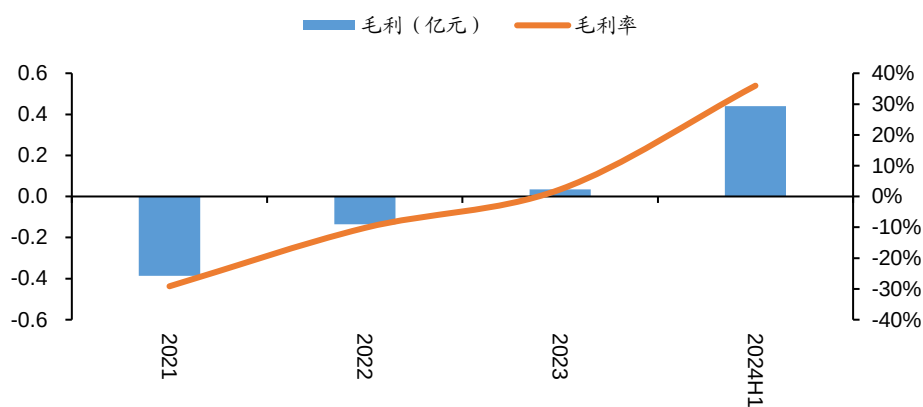
数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图44：23年后通行费收入实现较快增长



数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

图45：23年岳武高速毛利率由负转正



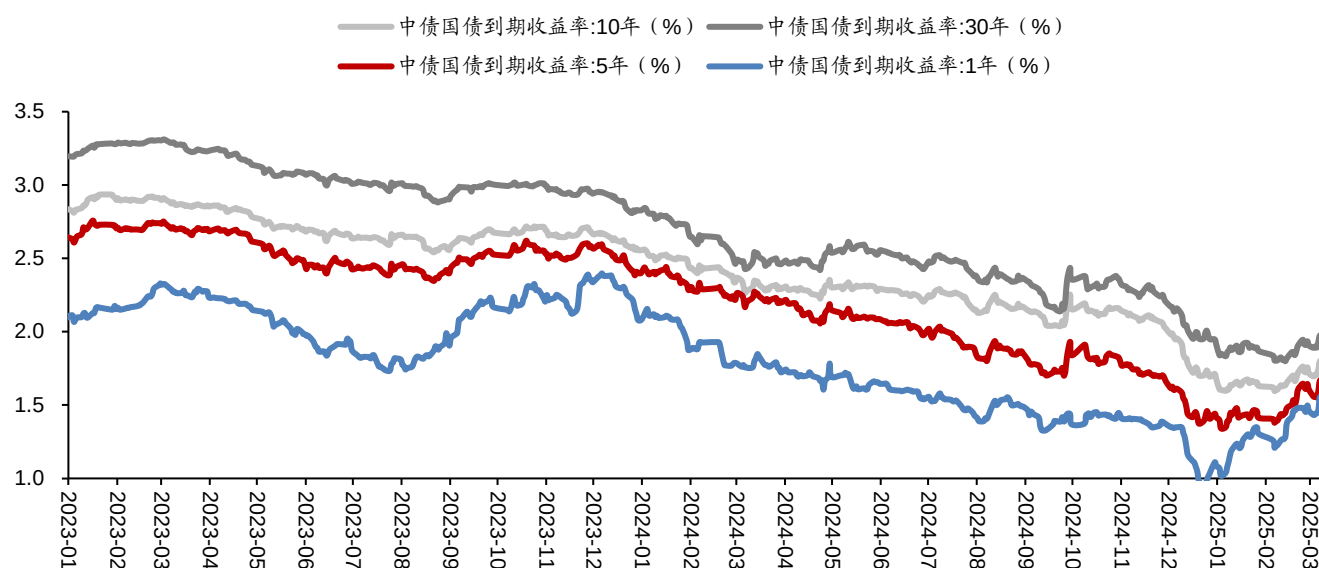
数据来源：公司各年度报告，广发证券发展研究中心

四、投资逻辑：宏观发力带动需求回暖，资产注入增厚平台价值

（一）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现

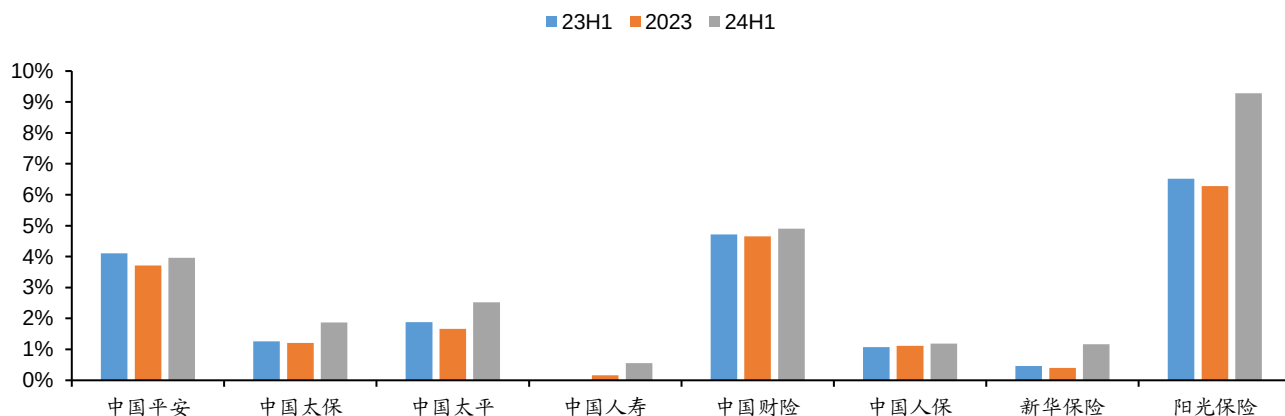
在基本面拐点兑现之前，作为基础设施定价基础之一的无风险收益率仍将大概率在底部区间徘徊。而风险溢价端的波动，则更多取决于来自宏观刺激政策出台节奏和落地效果预期影响。宏观预期持续波动，低风险、高分红类的收息资产成为资金配置的高性价比之选。伴随新保险合同准则的全面实施，险资可通过加大高股息资产配置比重来提升自身收益获取能力，有望成为交运高股息板块重要长期定价力量。

图46：无风险收益率持续下行，红利资产显示出配置性价比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图47：险资对于FVOCI配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一



数据来源：中国平安、中国太保、中国太平、中国人寿、中国财险、中国人保、新华保险、阳光保险 2023 年报&2024 年中报，广发证券发展研究中心

（二）宏观发力助力基本面改善，资产注入增厚平台价值

24年9月下旬以来，各部门陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，为推动整体经济回升注入动力。宏观预期迎来拐点后，内需潜力和经济活力将有望伴随政策发力重新释放。

资产注入进一步增厚平台价值。据中诚信国际对安徽交控的跟踪评级报告，截至2023年底，集团投资运营高速公路里程达5088公里，占全省已通车里程的92%，而皖通高速上市公司路产规模占股东公司11.97%。作为安徽省唯一公路上市平台，集团大力支持上市公司发展，并通过资产注入扩大上市公司主业优势。对上市公司而言，一方面能够享受集团层面管理和建设路网所带来的交叉引流红利，另一方面通过打造高速公路资本运作平台，在未来进一步实现自身价值的提升。

表15：同行业上市公司路产规模占集团公司比重

	公司控股路产规模（公里）	母公司收费公路里程（公里）	占股东公司收费里程比重
山东高速	1314	8072	16.28%
宁沪高速	643	4456	14.44%
赣粤高速	785	5787	13.57%
皖通高速	609	5088	11.97%
四川成渝	836	7149	11.69%

数据来源：各公司 2023 年年报及跟踪评级报告，广交集团 2023 年度社会价值报告，广发证券发展研究中心

公司拟现金收购两项优质路产。据公司公告，2025年1月2日，皖通高速拟以自有及/或自筹资金收购安徽交控所持有的阜周高速和泗许高速100%股权，交易对价分别为28.98亿元和18.63亿元。

本次交易的目标资产阜周高速、泗许高速淮北段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，且剩余收费年限较长，分别约15和18年。从单公里收费水平上看，阜周高速、泗许高速的当前收入水平与公司控股路产中的连霍高速类似，资产质量相对优质。

表16：公司旗下控股路产和拟收购资产（灰色行）单公里收费水平对比（2023年）

道路编号	项目	每公里收费(万元)	效率带（万元）
S05	宁宣杭高速公路	243.46	200-499
G205	205 国道天长段新线	291.60	
S18	岳武高速安徽段	325.00	
G1516	泗许高速	470.17	500-999
G50	宣广高速公路	504.61	
G35	阜周高速	516.40	
G30	连霍公路安徽段	525.87	1000 以上
G50	广祠高速公路	688.76	
G50	高界高速公路	845.19	
G25	宁淮高速公路天长段	900.67	
G40	合宁高速公路	1064.63	

数据来源：《关于购买安徽省阜周高速公路有限公司 100%股权和安徽省泗许高速公路有限公司 100%股权暨关联交易的公告》，公司 2023 年报，广发证券发展研究中心

伴随安徽省内路网持续完善，上述路产均有望迎来交叉引流利好：

阜周高速（亳州市利辛县-六安市霍邱县）是国干线G35在安徽境内的组成部分，双向四车道，全长83.57公里，收费期自2009年12月27日至2039年12月26日。据备考财务报表，23年阜周高速公司实现营收收入和净利润分别为4.32亿元、2.00亿元，24年1-10月营收收入和净利润分别为3.20亿元、1.26亿元。据中联合国信资产评估，合周高速安徽段通车后将与阜周高速共同构成安徽省西北部地区（阜阳、亳州）前往合肥、芜湖、池州等地的又一快速通道，给往返亳州-合肥的车流需求提供备选，产生一定的引流效果。

泗许高速淮北段是国干线G1516盐洛高速的重要组成部分，辐射苏豫皖鲁等省份，对于连接中东部省份具有重要作用，其全长52.20公里，收费期自2012年12月24日至2042年12月23日。据备考财务报表，23年泗许高速公司实现营收收入和净利润分别为2.45亿元、1.08亿元，24年1-10月营收收入和净利润分别为1.87亿元、0.76亿元。据中联合国信资产评估，盐洛高速宿城至泗洪段已于2024年9月建成通车，并与泗许高速淮北段及宿州段共同构成了河南许昌、周口前往江苏宿迁、淮安等地的又一快速通道，其行驶费用与连霍高速相近，但泗许高速通道在行驶里程及行驶时间上更有优势，或将产生一定的引流效果。

图48：阜周高速连贯阜阳与周边区域，是皖北交通网的关键纽带



数据来源：安徽中联合国信资产评估有限责任公司对《关于对安徽皖通高速公路股份有限公司购买关联方资产事项的监管工作函》的回复，广发证券发展研究中心

图49：泗许高速连接苏皖交通的关键节点



数据来源：安徽中联合国信资产评估有限责任公司对《关于对安徽皖通高速公路股份有限公司购买关联方资产事项的监管工作函》的回复，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司专注于收费公路业务，结合24年上半年及过往的经营表现和全国公路出行需求恢复情况，我们针对5条核心路产，关于未来3年的车流量变化趋势进行以下假设：

1.合宁高速：2019年底完成改扩建，20-23年车流量高增。目前基建产能利用率相对较高，24年宏观预期波动，预测2024-2026年车流量同比增速为-2%、5%、5%。

2.高界高速：15-23年车流量保持增长态势，24年系无岳高速分流影响车流量同比转负，此影响将导致常态化引流，我们暂不对未来成长性进行乐观预期，预测2024-2026年车流量同比增速为-12%、-8%、-4%。

3.宣广高速：预计25年“四改八”扩建工程全线通车，24年受改扩建施工影响，H1同比增速-53%。改扩建后，预期高速公路车流量同比增速或将出现初期高增，但此后增速逐步放缓，因此我们预测2024-2026年车流量同比增速为-50%、20%、10%。

4.宁宣杭高速：22年底宁宣杭高速“断头路”全线贯通，通行量大幅增长，23年同比增速达156%；24年叠加宁安高速通车利好，H1增速达75%。我们预计此效应将继续保持，预测2024-2026年车流量同比增速为75%、20%、10%。

5.岳武高速：23年10月无岳高速通车，使得岳武东延线全线贯通，车流量大幅增长，24年H1同比增速达73%，我们预计此效应将继续显现，预测2024-2026年车流量同比增速为75%、20%、10%。

表17：皖通高速核心路产收入预测（亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
路费收入	40.94	39.38	42.08	43.32
增长率	10%	-4%	7%	3%
其中：	2023	2024E	2025E	2026E
1. 合宁高速路费收入	14.04	13.95	14.99	15.58
增长率	19%	-1%	7%	4%
占总路费收入比例	34%	35%	36%	36%
2. 高界高速路费收入	9.15	8.03	7.54	7.13
增长率	1%	-12%	-6%	-5%
占总路费收入比例	22%	20%	18%	16%
3. 宣广高速路费收入	4.13	2.03	2.50	2.70
增长率	-22%	-51%	23%	8%
占总路费收入比例	10%	5%	6%	6%
4. 宁宣杭高速路费收入	2.89	4.59	5.49	5.98
增长率	190%	59%	20%	9%
占总路费收入比例	7%	12%	13%	14%
5. 岳武高速路费收入	1.47	2.57	3.03	3.28
增长率	12%	75%	18%	8%
占总路费收入比例	4%	7%	7%	8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

基于上述假设以及公司业务恢复进度和全国公路出行需求恢复情况，我们对公司业绩做出以下预测：

表18：皖通高速主要财务指标预测（亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	66.31	61.81	42.08	43.32
增长率	27%	-7%	-32%	3%
营业成本	40.08	37.81	15.96	16.25
其中：折旧与摊销	9.14	9.24	9.70	9.99
营业利润	22.74	21.11	24.27	25.26
利润总额	22.67	21.09	24.25	25.22
减：所得税	5.88	5.73	6.59	6.75
净利润	16.78	15.36	17.65	18.47
少数股东损益	0.18	0.17	0.18	0.18
归母净利润	16.60	15.19	17.47	18.28
股利分配率	60%	60%	60%	60%
现金分红总额	9.97	9.11	10.48	10.97

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计24-26年归母净利润分别为15.19/17.47/18.28亿元，EPS分别为0.92、1.05、1.10元/股，对应PE分别为18、16、15倍，以永续增长率为0、永续期分红率保持60%作为假设进行DDM估值，以1港币=0.9340人民币的汇率，测算公司A股每股价值为17.29元/股，H股每股价值为11.08港元/股。

表19：A股DDM估值假设

	数值	说明
无风险收益率 Rf	1.50%	参考 2024 年至今十年中债收益率表现
市场预期收益率 Rm	12.50%	基于 Bloomberg 最新对上证指数预期回报率估计
Beta 系数	0.30	过去 2 年 A 股周度表现 VS 上证指数
股权资本成本 Ke	4.83%	

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表20：H股DDM估值假设

	数值	说明
无风险收益率 Rf	3.42%	参考中国香港政府 10 年债券收益率
市场预期收益率 Rm	14.29%	基于 Bloomberg 最新对恒生指数预期回报率估计
Beta 系数	0.40	过去 2 年 H 股周度表现 VS 恒生指数
股权资本成本 Ke	7.81%	

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表21: A股DDM估值结果

指标	数值
股利预测期现值（百万元）	9012.30
股利永续价值现值（百万元）	19661.33
股权价值（百万元）	28673.63
总股本（百万股）	1658.61
每股价值（元/股）	17.29

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表22: H股DDM估值结果

指标	数值
股利预测期现值（百万港币）	8472.17
股利永续价值现值（百万港币）	9911.09
股权价值（百万港币）	18383.26
总股本（百万股）	1658.61
每股价值（港币/股）	11.08

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表23: A股同类公司对比

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润（亿元，人民币）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
宁沪高速	600377.SH	公路	655.18	44.13	46.04	49.30	11.10	15.90	14.85
深高速	600548.SH	公路	213.62	23.27	17.96	21.15	12.73	14.12	11.99
山东高速	600350.SH	公路	472.59	32.97	33.00	35.86	10.63	14.32	13.18
福建高速	600033.SH	公路	100.17	9.02	9.27	9.47	9.42	10.81	10.58

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表24: H股同类公司对比

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿港元)	净利润（亿元，人民币）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
江苏宁沪高速公路	00177.HK	运输	709.66	44.13	46.06	48.12	6.98	9.02	8.63
越秀交通基建	01052.HK	运输	62.58	7.65	6.51	7.32	11.21	8.88	7.89
浙江沪杭甬	00576.HK	运输	347.04	52.24	52.39	55.62	4.40	6.12	5.76

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、风险提示

（一）需求波动改扩建项目收益率不及预期等

中国宏观经济下滑会使旅客出行需求产生波动，重大公共卫生事件以及重大生产安全事故等均会对公路出行需求的修复造成一定影响。

（二）政策变动

公路政策变动会导致公司面临的经营模式变化，进而增加盈利的不确定性。

（三）改扩建项目收益率不及预期

截至2024年末，高界高速正处于改扩建前期准备阶段，未来存在一定的资本支出压力。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,214	4,267	6,302	6,388	6,955
货币资金	4,731	3,948	6,107	6,196	6,762
应收及预付	1	3	0	0	0
存货	5	4	8	5	5
其他流动资产	477	313	187	187	187
非流动资产	16,089	17,472	16,347	16,634	16,853
长期股权投资	147	155	155	155	155
固定资产	954	1,078	883	672	468
在建工程	260	128	128	128	128
无形资产	13,452	15,027	14,100	14,598	15,021
其他长期资产	1,277	1,083	1,081	1,081	1,081
资产总计	21,303	21,739	22,649	23,022	23,807
流动负债	1,378	1,461	1,758	1,415	1,450
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	647	671	1,049	706	741
其他流动负债	731	790	709	709	709
非流动负债	6,421	6,163	6,151	6,151	6,151
长期借款	6,202	5,960	5,960	5,960	5,960
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	219	204	191	191	191
负债合计	7,799	7,624	7,909	7,566	7,601
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	10,286	10,940	11,548	12,247	12,978
归属母公司股东权益	11,925	12,657	13,265	13,964	14,695
少数股东权益	1,580	1,458	1,475	1,493	1,511
负债和股东权益	21,303	21,739	22,649	23,022	23,807

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5206	6631	6181	4208	4332
营业成本	2955	4008	3781	1596	1625
营业税金及附加	30	26	36	22	22
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	164	183	194	127	128
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	144	105	137	105	104
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	-109	0	0	0
投资净收益	38	58	60	59	60
营业利润	1976	2274	2111	2427	2526
营业外收支	1	-7	-2	-3	-4
利润总额	1977	2267	2109	2425	2522
所得税	563	588	573	659	675
净利润	1414	1678	1536	1765	1847
少数股东损益	-31	18	17	18	18
归属母公司净利润	1445	1660	1519	1747	1828
EBITDA	3015	3349	3369	3742	3907
EPS (元)	0.87	1.00	0.92	1.05	1.10

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,938	2,653	3,122	2,778	3,302
净利润	1,414	1,678	1,536	1,765	1,847
折旧摊销	942	922	1,123	1,213	1,282
营运资金变动	-562	-95	327	-341	35
其它	143	149	136	141	139
投资活动现金流	-2,477	-3,118	60	-1,444	-1,442
资本支出	-1,303	-2,113	0	-1,503	-1,503
投资变动	-413	13	0	0	0
其他	-761	-1,018	60	59	60
筹资活动现金流	83	-1,477	-1,022	-1,245	-1,294
银行借款	1,476	-242	0	0	0
股权融资	1,051	10	0	0	0
其他	-2,443	-1,245	-1,022	-1,245	-1,294
现金净增加额	-456	-1,941	2,159	89	566
期初现金余额	3,360	2,904	962	3,122	3,210
期末现金余额	2,904	962	3,122	3,210	3,777

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	32.8%	27.4%	-6.8%	-31.9%	3.0%
营业利润	-6.8%	15.1%	-7.2%	15.0%	4.1%
归母净利润	-4.6%	14.9%	-8.5%	15.0%	4.6%
获利能力					
毛利率	43.2%	39.6%	38.8%	62.1%	62.5%
净利率	27.2%	25.3%	24.8%	42.0%	42.6%
ROE	12.1%	13.1%	11.5%	12.5%	12.4%
ROIC	7.3%	8.7%	7.7%	8.3%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	35.1%	34.9%	32.9%	31.9%
净负债比率	57.7%	54.0%	53.7%	48.9%	46.9%
流动比率	3.78	2.92	3.58	4.52	4.80
速动比率	3.78	2.79	3.47	4.38	4.66
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.31	0.28	0.18	0.19
应收账款周转率	—	—	—	—	—
存货周转率	585.10	874.84	621.44	254.71	325.02
每股指标 (元)					
每股收益	0.87	1.00	0.92	1.05	1.10
每股经营现金流	1.17	1.60	1.88	1.67	1.99
每股净资产	7.19	7.63	8.00	8.42	8.86
估值比率					
P/E	8.39	11.01	18.23	15.85	15.15
P/B	1.02	1.44	2.09	1.98	1.88
EV/EBITDA	4.67	6.22	8.37	7.51	7.05

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 陈宇：资深分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。