

皖通高速 (600012): 合宁高速收入重回增长, 改扩建成本低于预期

2020年03月30日

强烈推荐/维持

皖通高速 公司报告

事件: 2019年, 公司实现营收 29.46 亿元 (-0.69%), 营业总成本 14.46 亿元 (+0.07%); 实现归母净利 10.98 亿元 (-2.27%)。EPS 为 0.66 元 (-2.27%)。其中, 四季度单季实现营收 7.16 亿元, 营业总成本 3.66 亿元, 归母净利润 2.52 亿元。业绩符合预期。

合宁高速改扩建成本低于预期, 收入恢复正增长。 Q4 合宁高速改扩建工程完工, 车流量与路费收入回升, 单季实现通行费收入 2.2 亿元, 同比增长 9.6%, 结束前三季度负增长状态。项目累计投入 36.5 亿元, 单公里改扩建成本约 0.42 亿, 项目成本低于预期。

预计本年合宁高速折旧较上年增加约 2 亿元。 年报披露, 省政府常务会议审议通过合宁改扩建项目收费期限自合宁高速公路收费期限到期之日起暂定 5 年, 待项目竣工决算后按程序规定核定正式收费经营期限。我们假设正式收费年限于 21 年获批, 本年度合宁高速收费权暂时按 11 年进行摊销, 则预计今年合宁高速折旧较去年增加约 2 亿元。

疫情期间免费通行影响 20 年业绩。 疫情期间高速公路免费通行导致公司 2020 年业绩受到较大影响。我们假设高速公路免费持续至四月末, 同时考虑到上半年居民自驾出行会有较大幅度的下降, 我们假设公司全年收入较正常状态下降约 35%, 成本端基本维持不变。该假设下, 预计公司全年归母净利润 4.2 亿元左右, 同比下降约 62%。

公司盈利预测及投资评级: 预计公司 20-22 年净利润分别为 4.16、12.79 和 14.27 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 20.9、6.8 和 6.1 倍。21 年与 22 年盈利较 19 年增长主要来源于: 合宁高速正式年限获批后的折旧摊销下降; 宁宣杭高速江苏段贯通带来的收入增长; 针对货车的 85 折优惠于 2020 年末到期。我们维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示: 疫情持续时间超预期; 收费政策负面影响; 合宁高速年限延长低于预期; 宁宣杭高速断头路贯通晚于预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,966.95	2,946.42	2,109.69	3,348.11	3,643.95
增长率 (%)	3.69%	-0.69%	-28.40%	58.70%	8.84%
归母净利润 (百万元)	1,123.04	1,097.55	416.86	1,279.24	1,428.64
增长率 (%)	2.90%	-2.27%	-62.02%	206.88%	11.68%
净资产收益率 (%)	11.15%	10.22%	3.81%	10.93%	11.39%
每股收益 (元)	0.68	0.66	0.25	0.77	0.86
PE	7.77	7.95	20.93	6.82	6.11
PB	0.87	0.81	0.80	0.75	0.70

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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。

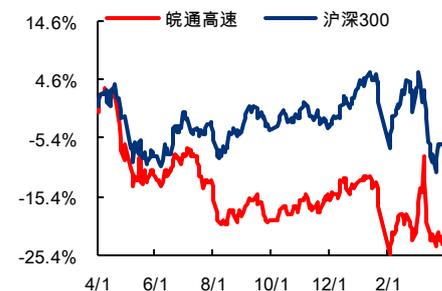
未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-04-29 预计披露 2020 年一季度

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.96-5.04
总市值 (亿元)	87.24
流通市值 (亿元)	61.31
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	0.32

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

研究助理: 李蔚

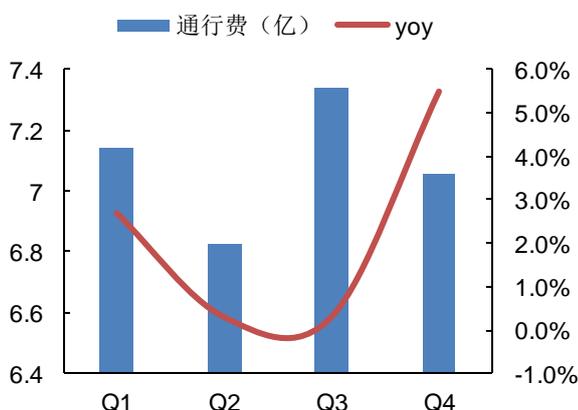
liweiyjs@dxzq.net.cn

事件: 2019年, 公司实现营收 29.46 亿元 (-0.69%), 营业总成本 14.46 亿元 (+0.07%); 实现归母净利润 10.98 亿元 (-2.27%)。EPS 为 0.66 元 (-2.27%)。其中, 四季度单季实现营收 7.16 亿元, 营业总成本 3.66 亿元, 归母净利润 2.52 亿元。

合宁高速改扩建成本低于预期, 收入恢复正增长

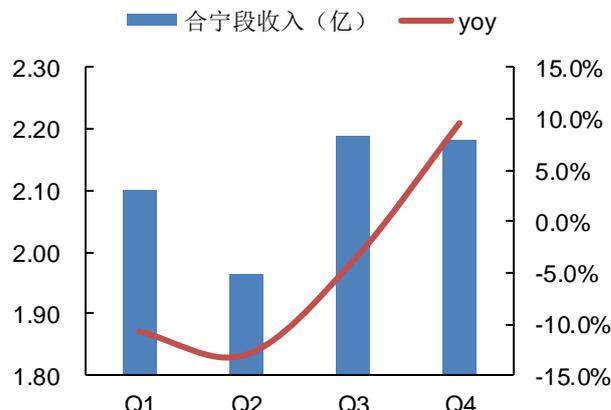
Q4 合宁高速改扩建工程完工, 车流量与路费收入回升, 单季实现通行费收入 2.2 亿元, 同比增长 9.6%, 结束前三季度负增长状态。项目累计投入 36.5 亿元, 单公里改扩建成本约 0.42 亿, 参照 63.8 亿元的预算总额, 项目成本低于预期。

图1: 分季度通行费收入变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图2: 四季度合宁段路费收入恢复正增长

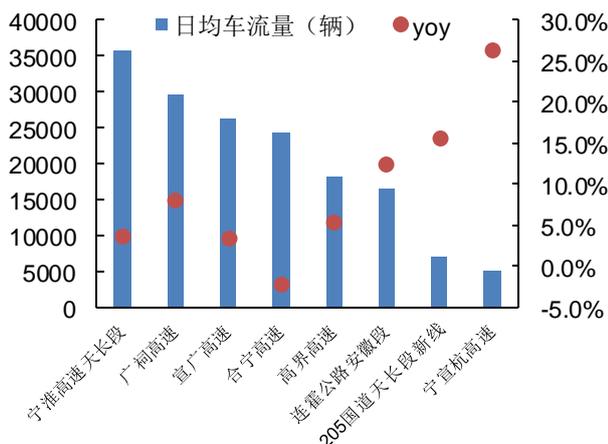


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

大部分路段实现收入正增长, 符合预期

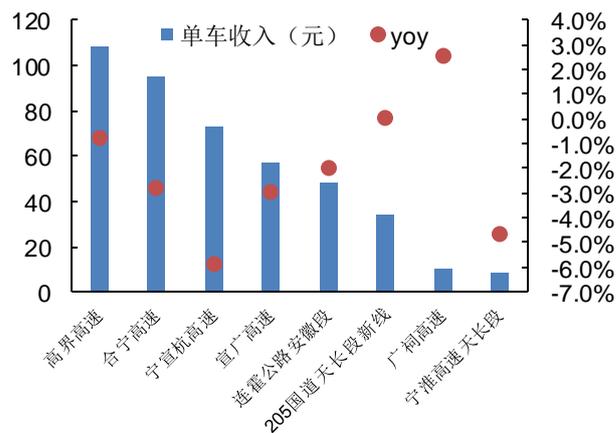
19年除合宁高速受改扩建影响、宁淮高速因宿扬高速分流导致收入增速为负外, 其他路产皆实现正增长。宁宣杭高速车流量与路费收入分别增长 26.5%和 19.0%, 亏损有所收窄, 但距离盈亏平衡还有不小距离, 断头路亟待打通。

图3: 2019年各路段车流量变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图4: 2019年各路段单车收入变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

此外, 公司受托管理集团部分路产, 19 年录得 1.2 亿元委管收入, 根据最新协议预计 2020 年公司委管业务仍将贡献 1.58 亿元左右的营收。

受疫情与合宁高速新增折旧影响, 20 年业绩将有较大下滑

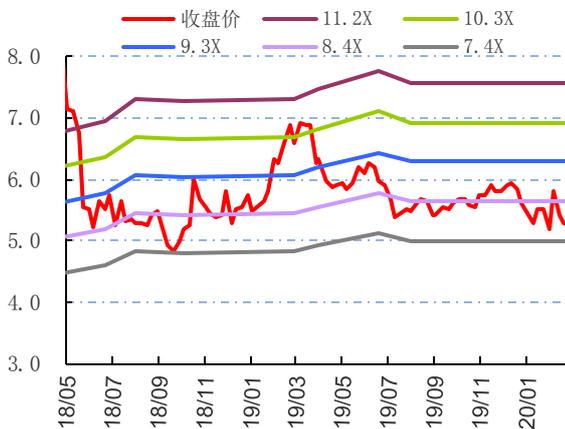
合宁高速收费年限是投资者较为关注的问题。截至年报披露, 省政府常务会议审议通过项目收费期限自合宁高速公路收费期限到期之日起暂定 5 年, 待项目竣工决算后, 按程序规定核定正式收费经营期限。合宁高速原有剩余收费年限约 6 年, 现暂定在原有基础上延长 5 年, 我们假设正式收费年限于 21 年获批, 本年度合宁高速收费权暂时按照 11 年进行摊销, 则预计 20 年折旧成本较 19 年增加约 2 亿元。

由于疫情期间高速公路免费通行, 公司 2020 年业绩将受到较大影响。我们假设高速公路免费持续至四月末, 同时考虑到上半年居民自驾出行会有较大幅度的下降, 我们假设公司全年收入较正常状态下下降约 35%, 成本端基本维持不变。该假设下, 预计公司全年利润 4.2 亿元左右, 同比下降约 62%。

公司盈利预测及投资评级:

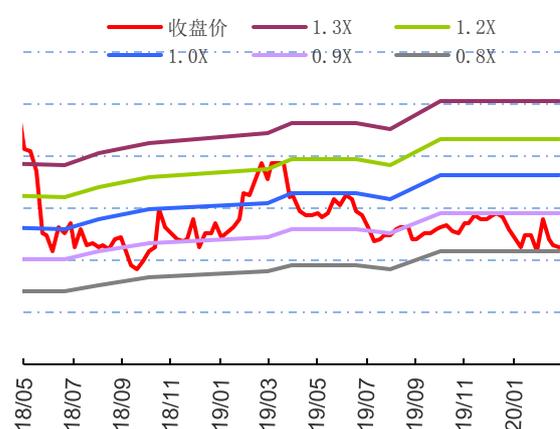
我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.16、12.79 和 14.27 亿元, 对应 EPS 分别为 0.25、0.77 和 0.86 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 20.9、6.8 和 6.1 倍。21 年与 22 年盈利较 19 年明显增长主要来源于: 合宁高速正式年限获批后的折旧摊销下降; 宁宣杭高速江苏段贯通带来的收入增长; 针对货车的 85 折优惠于 2020 年末到期。我们维持公司“强烈推荐”评级。

图5: PE-Band



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图6: PB-Band



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

风险提示: 疫情持续时间超预期; 收费政策负面影响; 合宁高速年限延长低预期; 宁宣杭高速断头路贯通晚于预期。

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2694	2744	2746	3405	4430	营业收入	2967	2946	2110	3348	3644
货币资金	2513	2114	2193	2785	3793	营业成本	1283	1272	1519	1396	1462
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	25	24	17	26	28
其他应收款	158	163	117	185	202	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	1	1	1	1	1	管理费用	84	98	59	93	100
存货	5	6	8	8	8	财务费用	53	52	50	31	9
其他流动资产	4	4	4	4	4	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	12087	13176	12317	11627	10924	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	129	136	136	136	136	公允价值变动收益	0.00	11.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	825	1051	973	872	768	投资净收益	25.26	38.27	38.27	15.31	42.10
无形资产	10246	11166	10348	9700	9052	加:其他收益	2.48	2.63	2.63	2.63	2.63
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1547	1556	505	1820	2090
资产总计	14780	15920	15062	15032	15354	营业外收入	1.10	4.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1432	2104	1584	1112	784	营业外支出	0.55	0.40	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1548	1560	505	1820	2090
应付账款	630	1210	832	459	200	所得税	451	501	146	520	592
预收款项	4	16	16	16	16	净利润	1097	1059	359	1299	1499
一年内到期的非流动负债	386	470	329	230	161	少数股东损益	-26	-38	-58	20	70
非流动负债合计	2768	2247	1710	1380	1118	归属母公司净利润	1123	1098	417	1279	1429
长期借款	1563	1813	1484	1253	1092	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4199	4350	3294	2492	1903	成长能力					
少数股东权益	511	832	774	794	864	营业收入增长	3.69%	-0.69%	-28.40%	58.70%	8.84%
实收资本(或股本)	1659	1659	1659	1659	1659	营业利润增长	0.45%	0.57%	-67.51%	260.04%	14.86%
资本公积	281	281	281	281	281	归属于母公司净利润增长	2.90%	-2.27%	-62.02%	206.88%	11.68%
未分配利润	7251	7934	8205	8973	9830	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10070	10738	10948	11699	12541	毛利率(%)	56.76%	56.81%	27.99%	58.29%	59.89%
负债和所有者权益	14780	15920	15062	15032	15354	净利率(%)	36.96%	35.95%	17.03%	38.81%	41.13%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.60%	6.89%	2.77%	8.51%	9.30%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.15%	10.22%	3.81%	10.93%	11.39%
经营活动现金流	1808	1823	911	1582	1911	偿债能力					
净利润	1097	1059	359	1299	1499	资产负债率(%)	28%	27%	22%	17%	12%
折旧摊销	722.65	715.04	935.54	768.66	770.96	流动比率	1.88	1.30	1.73	3.06	5.65
财务费用	53	52	50	31	9	速动比率	1.88	1.30	1.73	3.05	5.64
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款增加	-3	12	0	0	0	总资产周转率	0.20	0.19	0.14	0.22	0.24
投资活动现金流	-714	-1717	27	-19	8	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	0	12	0	0	0	应付账款周转率	4.25	3.20	2.07	5.18	11.05
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	25	38	38	15	42	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.66	0.25	0.77	0.86
筹资活动现金流	-469	-654	-859	-972	-911	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	-0.33	0.05	0.36	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.47	6.60	7.05	7.56
长期借款增加	-104	250	-329	-230	-161	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	7.77	7.95	20.93	6.82	6.11
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.87	0.81	0.80	0.75	0.70
现金净增加额	624	-548	79	592	1008	EV/EBITDA	3.51	3.83	5.19	2.84	2.16

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

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 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526