

皖通高速(600012.SH)/安徽皖通高速公路(00995.HK)
扩建即将完工，静待价值回归
核心观点:
● 合宁高速扩建完工在即，年限核定有望推动公司迎来价值重估

合宁高速周庄至陇西立交段扩建工程预计于 19Q4 建成通车。根据新版《收费公路管理条例修订草案》中“收回投资并有合理回报的原则”，公司改扩建工程或将获得较为公允的年限延长，有望推动公司迎来价值重估。

● 资本开支预计暂告一段落，分红额具备提升空间

伴随合宁高速“四改八”扩建完工，公司近年来持续不断的新开工计划预计将暂告一段落。公司 2018 年分红率为 36.9%，若无路产并购落地，在充裕经营现金流的支持下，公司分红额存在提升空间。

● 公路主业布局逐步完善，增速释放未来可期

截至 2018 年末，公司共控股 8 个公路项目，运营里程达 557 公里。路产均为国家高速路网干线或省内高速干线，是省内重要的过境通道，区位优势较为突出。伴随合宁高速扩建完工，高界、宣广高速的通道潜力稳步释放，新路宁宣杭逐步培育成长，公司通行费收入将步入收获期。

● 盈利预测与投资建议

合宁高速“四改八”扩建的经营年限延长核定是影响公司内在价值的关键因素，并且受公司直线法折旧摊销处理影响，不同年限对转固后的利润表现也会有不同程度的扰动。考虑完工后年限延长申请核定通常需要一定时间，短期内若按照不延期进行计提处理，成本冲击会相对较大，盈利端存在下滑压力。合宁未获年限延长情形下，2019-2021 年 A 股 EPS 分别为 0.64、0.51、0.57 元/股，对应 PE 为 10.0、12.6、11.4 倍。据 DCF 估值，A/H 股合理价值约为 7.31 元/股、5.20 港元/股，均给予“增持”评级。

若经营年限延长 5 或 18 年，则 A/H 股的合理价值分别为 8.03、8.86 元/股，5.71、6.30 港元/股。（除非特别注明，本文所提及货币均为人民币）

● 风险提示：宁宣杭高速二、三期经营年限核定不及预期，合宁高速改扩建投资额超出预期，宏观经济增速放缓导致车流量增长不及预期。
盈利预测:

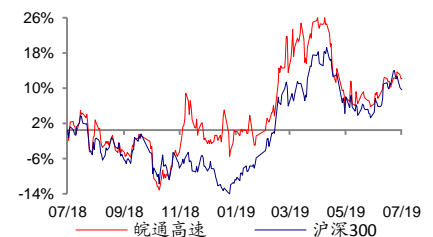
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,861	2,967	3,013	3,177	3,294
增长率(%)	14.5	3.7	1.5	5.5	3.7
EBITDA(百万元)	2,256	2,298	2,362	2,518	2,620
净利润(百万元)	1,091	1,123	1,069	847	938
增长率(%)	16.9	2.9	-4.8	-20.8	10.7
EPS(元/股)	0.66	0.68	0.64	0.51	0.57
市盈率(P/E)	16.72	8.91	9.99	12.61	11.39
市净率(P/B)	1.95	0.99	0.99	0.96	0.91
EV/EBITDA	8.05	4.11	4.84	3.82	3.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	6.44 元/4.96 港元
合理价值	7.31 元/5.20 港元
前次评级	买入/未评级
报告日期	2019-07-12

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)	1165.60	1165.60
总市值(百万)	10,681(元)	8,044(港元)
一年内最高/低价	7.24-4.98(元)	5.39-4.25(港元)
30 日日均成交量(百万股)	2.61	0.70
30 日日均成交额(百万)	17(元)	3(港元)
近 3 个月涨跌幅(%)	-9.30	-2.71

相对市场表现


分析师： 关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

相关研究:

联系人： 孙瑜 021-60750602

sunyu@gf.com.cn

目录索引

核心观点：合宁扩建即将完工，年限重估有望打开上行空间	5
一、省内唯一公路上市平台，资产干净业务清晰	7
二、区位优势较为突出，核心路产增速释放未来可期	8
2.1 面临收费经营年限限制，公司近年持续进行投资扩张	8
2.2 通行费收入表现稳定，增长潜力有待释放	10
三、回归主业思路清晰，多元化业务审慎发展	16
四、财务分析：盈利能力接近龙头，成长能力有待释放	17
五、资本开支预计暂告一段落，分红额具备提升空间	19
六、盈利预测与投资建议	20
风险提示	21
附录	22
皖通高速历史沿革	22
皖通高速股权结构	23

图表索引

图 1: 公司收入结构及增速变化	7
图 2: 公司各业务营业收入占比	7
图 3: 公司各业务毛利占比	7
图 4: 公司各业务归母净利润占比	7
图 5: 皖通高速旗下路产区位示意图	9
图 6: 皖通高速旗下路产剩余期限 (单位: 年)	10
图 7: 皖通高速旗下路产路龄 (单位: 年)	10
图 8: 皖通高速控股路产通行费收入保持稳定增长	10
图 9: 皖通高速控股路产车流增长情况	10
图 10: 皖通高速控股通行费毛利占比	11
图 11: 合宁高速通行费收入及增速	11
图 12: 合宁高速各类车型流量分布	11
图 13: 合宁高速区位示意图	12
图 14: 合宁高速途经城市民用汽车保有量及增速	12
图 15: 高界高速通行费收入及增速	13
图 16: 高界高速各类车型流量分布	13
图 17: 高界高速与六武高速区位示意图	13
图 18: 铜南宣高速通车后高界高速连接浙江区域	13
图 19: 宣广高速通行费收入及增速	14
图 20: 宣广高速各类车型流量分布	14
图 21: 铜南宣与宣广高速相接	14
图 22: 宣广高速南端靠近三省交界	14
图 23: 宁宣杭高速通行费收入及增速	15
图 24: 宁宣杭高速各类车型流量分布	15
图 25: 宁宣杭高速区位示意图	16
图 26: 皖通典当近年来盈利能力较弱	17
图 27: 金融类公司净资产盈利率相对较低	17
图 28: 受资本开支影响, 皖通高速近年分红率逐步下行	19
图 29: 皖通高速资本开支占经营现金流净额比重普遍在 60%以上	19
图 30: 截至 2018 年报, 皖通高速股权结构图	23

表 1: 皖通高速 DCF 测算 (百万元人民币)	5
表 2: 上市公司扩建年限延长情形	6
表 3: 皖通高速 A 股上市以来投资的路产	8
表 4: 皖通高速旗下管控路产	8
表 5: 皖通高速旗下金融项目	16
表 6: 公司毛利率、净利率、资产周转率接近行业龙头水平	17
表 7: 公司成长能力表现位于行业中位水平	18
表 8: 公司偿债能力明显强于行业整体	18
表 9: 皖通高速主要业务拆分及假设	20
表 10: 不考虑合宁高速经营延期, 皖通高速 A 股 DCF 估值敏感性测算 (元/股)	21
表 11: 可比公司估值对比	21
表 12: 皖通高速历史沿革	22

核心观点：合宁扩建即将完工，年限重估有望打开上行空间

基于业绩稳定性强、经营风险较低的特征，高速公司投资价值主要由稳定可观的股息回报和主业再投资带来的价值创造这两方面驱动。

皖通高速业务结构简明清晰，2018 年通行费盈利占比近 98%，是一只较为纯粹的高速标的。公司上市以来稳步扩充自身路产储备，随着合宁高速扩建工程 19Q4 通车在即，当前其投资看点主要有以下 3 点：

1、合宁高速扩建工程完工在即，经营年限或将重新核定，有望推动公司迎来价值重估。19Q4合宁高速全段扩建完成后，将相应申请经营年限的重新核定。根据新版《收费公路管理条例修订草案》中“收回投资并有合理回报的原则”，公司有望获得较为公允的年限延长。

我们对合宁高速的经营年限延长进行情景假设测算，对A股合理价值采用DCF方法估计，对H股合理价值根据A股合理价值及历史A/H溢价均值（60%）计算。未获年限延长情形下，A股合理价值约为7.31元/股；若经营年限延长5或18年，则A/H股的合理价值分别为8.03、8.86元/股，5.71、6.30港元/股。具体测算如下：

1) 情形1，“四改八”扩建工程未获年限延长，则合宁高速经营期至2026年8月终止，周庄至陇西立交段扩建工程收费经营权按7年摊销计提，公司每股DCF价值为7.31元；

2) 情形2，参考其他上市公司扩建年限延长情况，假设“四改八”扩建工程获5年延长，则合宁高速经营期至2031年终止，合宁高速剩余资产净值按12年摊销计提，公司每股DCF价值为8.03元；

3) 情形3，参考公司2016年《关于合宁高速公路四改八扩建工程的公告》，假设“四改八”自开通之日起重新核定25年经营期，即经营年限延长18年至2044年终止，合宁高速剩余资产净值按25年摊销计提，公司每股DCF价值为8.86元。

表 1: 皖通高速 DCF 测算 (百万元)

情形 1	2019E	2020E	2025E	2030E	2035E	2040E	2047E	现值	归母股东权益
营业收入	2,807	2,975	3,623	1,069	725	856	275	12,370	12,173
息前税后利润	1,087	916	1,414	278	289	356	144	A 股合理价值	H 股合理价值
FCFF	-586	2,301	2,480	279	363	358	142	7.31 元/股	5.20 港元/股

情形 2	2019E	2020E	2025E	2030E	2035E	2040E	2047E	现值	归母股东权益
营业收入	2,807	2,975	3,623	2,133	725	856	275	13,516	13,319
息前税后利润	1,109	1,045	1,551	479	290	358	140	A 股合理价值	H 股合理价值
FCFF	-616	2,145	2,434	923	362	358	143	8.03 元/股	5.71 港元/股

情形 3	2019E	2020E	2025E	2030E	2035E	2040E	2047E	现值	归母股东权益
营业收入	2,807	2,975	3,623	2,133	1,835	1,985	275	14,898	14,701
息前税后利润	1,124	1,139	1,651	531	784	835	153	A 股合理价值	H 股合理价值

FCFF	-638	2,031	2,400	853	1,141	1,128	139	8.86 元/股	6.30 港元/股
------	------	-------	-------	-----	-------	-------	-----	----------	-----------

贴现假设							现值调整项		
股权 Beta	1.03	无风险利率 Rf	3.23%	风险溢价	7.40%	WACC	9.48%	净现金	314
股票贴现率 Ke	10.86%	债务利率 Kd	5.00%	目标负债率	19.00%			少数股东权益	511

数据来源：公司财报，wind，广发证券发展研究中心

注：beta 由 2013 年以来公司个股年度收益率与上证综指回归所得；

风险溢价选取 2002 年以来上证综指年回报率-十年期国债收益率的均值；

无风险利率取 10 年期国债收益率；债务利率参考皖通高速公司债利率水平；目标债务比例参考 2019 年预期有息债务率确定。

表 2：上市公司扩建年限延长情形

公司名称	路产名称	位置	里程 (公里)	扩建完工通车时点	原收费期限	新收费期限	延长期限 (年)	实际投资金额 (亿元)
宁沪高速	沪宁高速	江苏	248	2006 年 1 月	2027 年 6 月	2032 年 6 月	5 年	105.4
福建高速	泉厦高速	福建	82	2010 年 9 月	2029 年 6 月	2035 年 9 月	6 年	54.86
福建高速	福泉高速	福建	166	2011 年 1 月	2031 年 10 月	2036 年 1 月	4.2 年	71.95
吉林高速	长平高速 (四平至长春)	吉林	110	2015 年 10 月	2029 年 7 月	2040 年 10 月	11 年	51.97
赣粤高速	昌樟高速	江西	103	2015 年 9 月	2029 年 7 月	2044 年 3 月	14.8 年	40.77

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2、新开工计划暂告一段落，资本开支减少有望推动分红水平提升。公司上市以来先后收购连霍公路安徽段、高界高速、宣广高速，新建宁淮高速天长段、宁宣杭高速，并扩建了合宁高速大蜀山至陇西立交段、周庄至陇西立交段，资本开支对现金流的占用导致公司分红水平较低，2018 年分红率为 36.9%。伴随合宁扩建完工，预计未来中短期内暂无新开工计划，若无路产并购落地，在充裕经营现金流的支持下，公司分红额存在提升空间。

3、公司路产区位优势较为突出，通行费收入有望保持平稳较快增长。公司路产项目均为国家高速路网干线或安徽省内高速干线，是省内重要的过境通道，区位优势较为突出。其中，核心路产合宁高速作为连接合肥、南京的重要国网通道，经营表现较为稳定，“四改八”扩建预计 19Q4 完工，未来有望实现较快增长；高界高速、宣广高速均为皖南横向过境通道，是公司近年来的主要增长驱动，周边路网贯通完善带动其车流潜力稳步释放；新建高速宁宣杭受益江浙地区往来密切，车流前景较为看好，有望为公司盈利持续增长提供重要支撑。伴随合宁高速扩建完工，高界、宣广高速的通道潜力稳步释放，新路宁宣杭逐步培育成长，公司通行费收入将步入收获期。

综合看，合宁高速扩建工程的经营年限延长核定是目前决定公司长期内在价值的关键因素，而短期内在公司直线法的折旧摊销处理下，转固后的折旧摊销成本会导致公司 2019-2020 年的利润表现受到一定冲击。考虑完工后的年限延长申请核定通常需要一定时间，短期内若按照不延期进行计提处理，成本冲击会相对较大，盈利端存在下滑压力。由于高速公司股价走势主要由盈利驱动，我们认为该标的的短期表现或会承压，但长期价值重估可期。

一、省内唯一公路上市平台，资产干净业务清晰

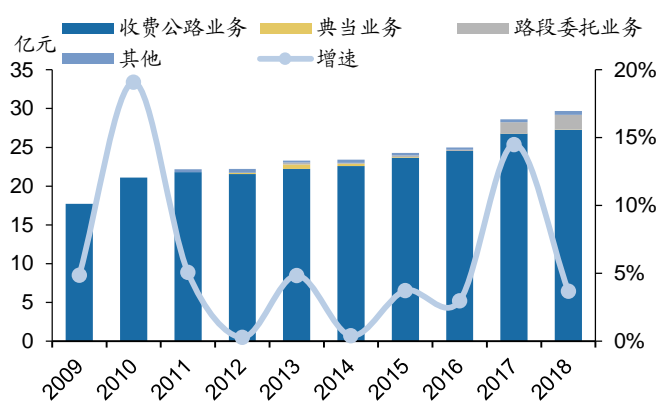
皖通高速隶属安徽省交通控股集团有限公司，是安徽省内唯一公路上市平台，其业务主要分为收费公路业务、典当业务、路段委托业务三部分。

收费公路业务是公司的核心主业，通行费收入整体保持稳定增长，盈利占比保持在 90% 以上。公司所持收费路产均为安徽省内主要过境通道，连接长三角和中西部地区，长三角经济发展相应对公司通行车流增长有所贡献。从业绩表现看，2011-2018 年，公司收费公路收入由 21.82 亿元扩张至 27.25 亿元，年均复合增长 3.22%。2017、2018 年收费公路收入占比分别为 93.48%、91.83%，毛利占比分别为 97.74%、96.67%，归母净利占比分别为 97.76%、97.81%。

典当业务由 2012 年 6 月公司与华泰集团合资成立的合肥皖通典当有限公司展开，旨在尝试多元化业务经营。近年来在金融风险加剧的宏观背景下，公司金融业务以稳为主，典当规模逐步收缩，18 年业务收入占比仅 0.2%，业绩影响十分有限。

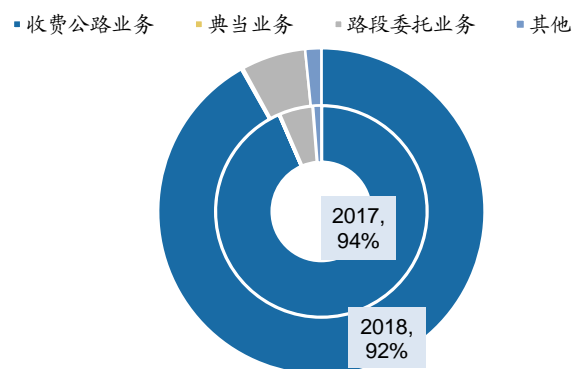
路段委托业务则来源于公司与母公司安徽交通控股公司及其子公司签订的委托管理部分路段协议。委托代管路产主要基于区域化管理优化成本的原则，由母公司委托公司对公司自有路产周边的部分路产进行统一维护，业务收入基本根据成本投入来进行确定，不产生实质性利润。

图1：公司收入结构及增速变化



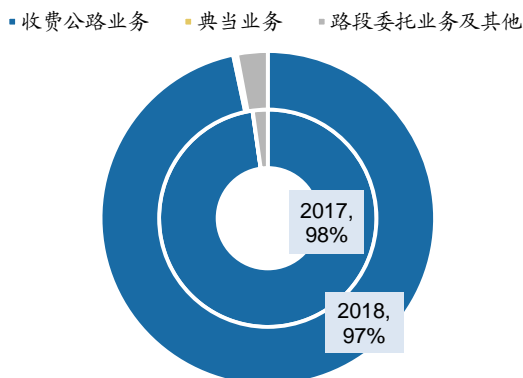
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：公司各业务营业收入占比



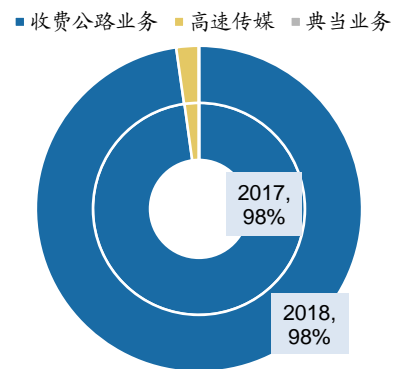
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：公司各业务毛利占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：公司各业务归母净利润占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、区位优势较为突出，核心路产增速释放未来可期

2.1 面临收费经营年限限制，公司近年持续进行投资扩张

由于收费路产具有经营年限约束，主业投资扩张是公司维持可持续经营的重要手段。收费公路投资扩张的方式通常有收购、新建、改扩建三种方式，公司 A 股上市以来先后收购连霍公路安徽段、高界高速、宣广高速，新建了宁淮高速天长段与宁宣杭高速，并扩建了合宁高速大蜀山至陇西立交段，2016 年 11 月开工的合宁高速周庄至陇西立交段四改八扩建工程目前仍在建设中，预计于今年四季度完工。

表 3: 皖通高速 A 股上市以来投资的路产

路产名称	投资方式	开工时间	完工时间	里程数(公里)	项目预算(亿元)	实际投资金额(亿元)
连霍公路安徽段	收购及续建	1998.12	2003.07	54.11	收购 9.06 亿元，续建工程投资 2.1 亿元	
合宁高速	改建	2003.02	2004.11	133.3	8.80	7.62
宁淮高速天长段	新建	2004.11	2006.12	13.99	5.59	4.76
宣广高速	改建	2005.08	2006.10	61.45	3.80	4.09
合宁高速大蜀山至陇西立交段	扩建	2006.08	2009.09	42.64	19.64	19.78
宣广高速公路南环线	改建	2007.06	2013.12	16.98	1.39	1.62
高界高速	改建	2007	2009.06	110.0	9.70	8.25
宁宣杭高速宣城至宁国段	新建	2009.09	2013.09	44.0	31.34	20.10
205 国道天长段新线	改建	2011.03	2012.07	30.0	2.53	2.39
宁宣杭高速宁国至千秋关段	新建	2011.03	2015.12	40.0	29.28	20.87
宁宣杭高速狸桥至宣城段	新建	2015.01	2017.12	31.0	21.33	13.31
合宁高速周庄至陇西立交段	扩建	2016.11	预计 2019Q4	87	63.75	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截至 2018 年末，公司共控股 8 个收费公路项目，运营公路里程达到 557 公里，其中包含 7 条高速公路、1 条一级公路，路产项目均为国家高速路网干线或安徽省内高速干线，区位优势较为突出。

表 4: 皖通高速旗下管控路产

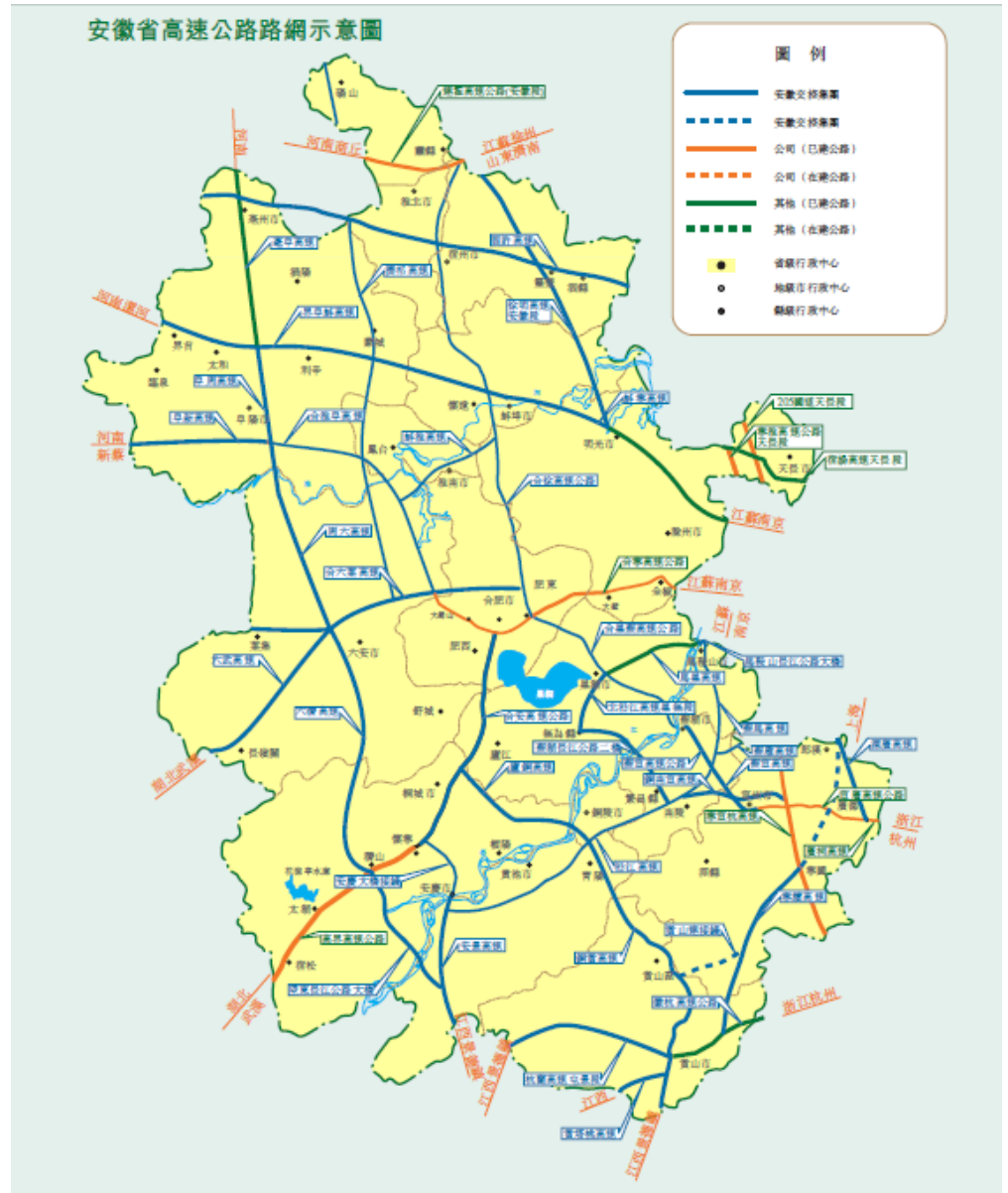
路产	持股比例	起止区间	里程	经营起始日	经营到期日	所属干道	车道标准
合宁高速	100%	大蜀山-周庄	134	1996.08	2026.08	G40 沪陕高速 G42 沪蓉高速	双向四、八车
高界高速	100%	高河-界子墩	110	1999.10	2029.09	G50 沪渝高速	双向四车
宁淮高速天长段	100%	汭河镇-釜山镇	14	2006.12	2032.06	G25 长深高速	双向六车
宣广高速	55.47%	宣州-广德	67	1999.01	2028.12	G50 沪渝高速	双向四车
宣广高速南环段	55.47%	龟岭岗-双桥	17	2003.09	2028.12	G50 沪渝高速	双向四车
宣广高速广祠高速	55.47%	广德-祠山岗	14	2004.07	2029.07	G50 沪渝高速	双向四车
连霍高速安徽段	100%	皖苏交界老山口-皖豫交界朱大场	54	2003.01	2032.06	G30 连霍高速	双向四车
205 国道天长段	100%	于洼-平安乡	30	1997.01	2026.12	205 国道	双向四车
宁宣杭高速一期宣宁段	51%	宣城-宁国	46	2013.09	2043.09	S55 宁宣高速	双向四车
宁宣杭高速二期宁千段	51%	宁国市平兴村-皖浙交界的	40.36	2015.12		S55 宁宣高速	双向四车

千秋关

宁宣杭高速三期狸宣段	51%	狸桥段-丁店枢纽互通	27.1	2017.12	S55 宁宣高速	双向四车
	51%	皖苏狸桥主线段至狸桥段	3.5			双向四车

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

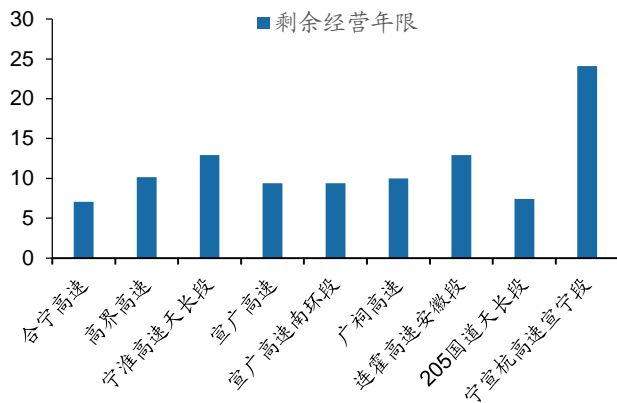
图5：皖通高速旗下路产区位示意图



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

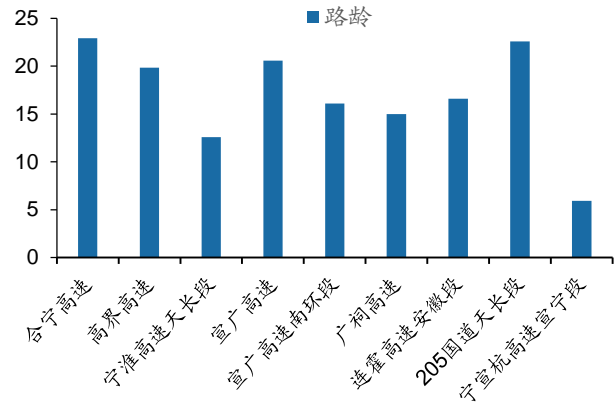
截至 2019 年 6 月底，公司控股路产平均剩余收费年限为 11.49 年，毛利加权剩余收费年限为 8.67 年。其中，合宁高速剩余 7.08 年，改扩建完成后，经营年限尚待重新核定；宁宣杭一期于 2013 年通车，于 2018 年正式获得 30 年特许经营权批准；二期、三期分别于 2015、2017 年通车，收费年限暂定为自通车起 5 年，正式期限尚未批复。

图6: 皖通高速旗下路产剩余期限 (单位: 年)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图7: 皖通高速旗下路产路龄 (单位: 年)

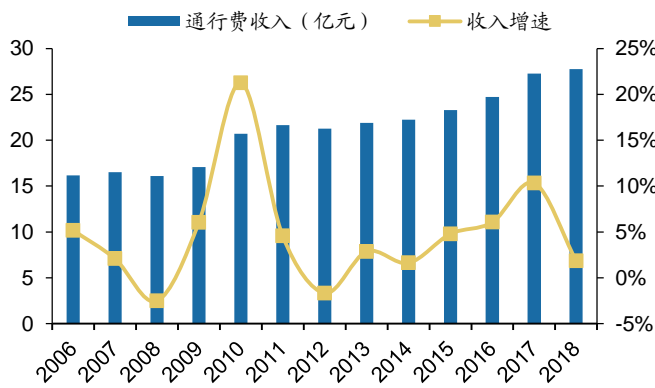


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.2 通行费收入表现稳定, 增长潜力有待释放

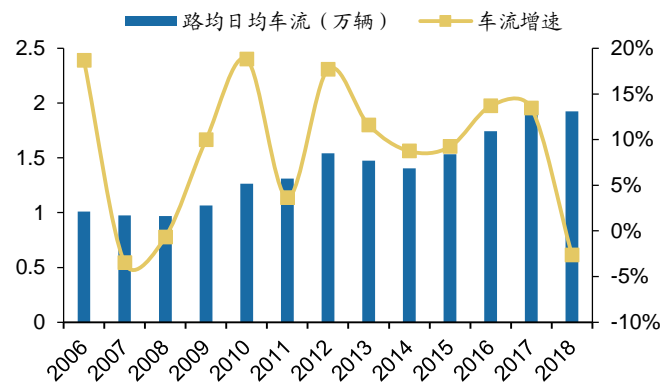
公司通行费收入保持低速平稳增长。2011-2018年, 公司控股路产通行费收入年均复合增长 3.63%, 车流量均内生复合增长 10.07%。整体看, 2014年以来受益周边路网贯通完善, 公司通行费收入保持平稳向好增长; 2008、2012及2018年公司通行费收入的负向波动主要由合宁高速两次改扩建施工及六武高速开通对高界高速分流造成。

图8: 皖通高速控股路产通行费收入保持稳定增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

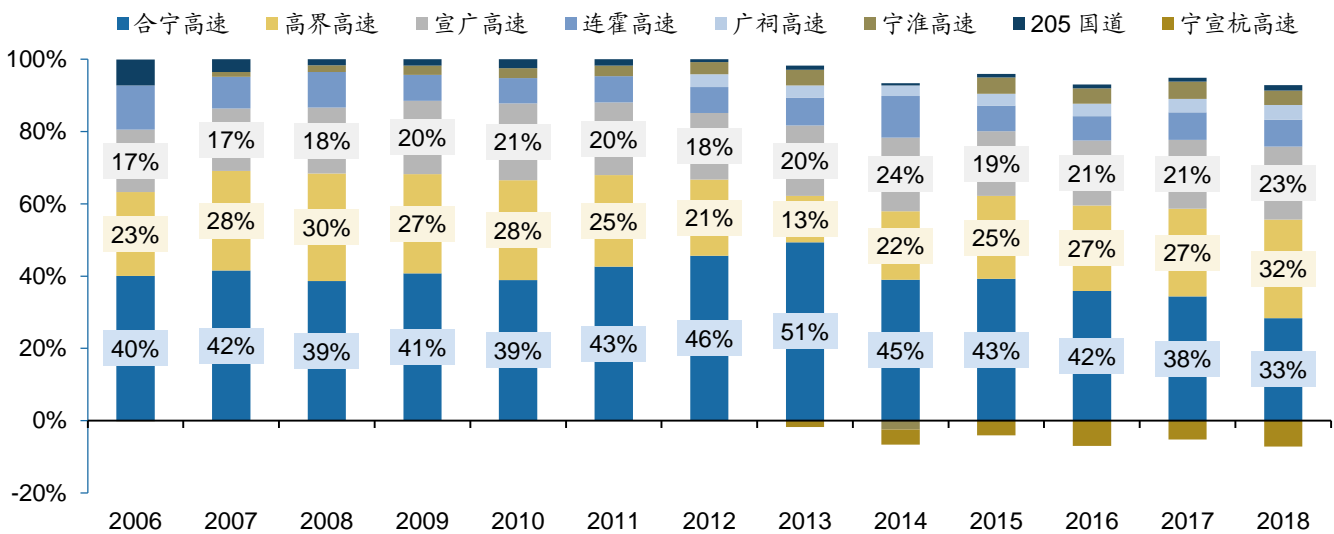
图9: 皖通高速控股路产车流增长情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从路产毛利贡献看, 合宁高速是公司路产盈利的首要来源, 作为安徽省内核心横向国网通道, 该路经营表现稳定, 2018年通行费毛利占比达 33.13%。高界高速、宣广高速是近年来公司通行费增长的主要驱动力, 随着路产培育成熟, 尤其是铜南宣高速公路通车带来路网贯通效应, 收入端推动高界、宣广高速通行费毛利占比不断提高, 2018年占比分别达 31.81%、23.49%。而宁宣杭高速公路建成通车以来, 由于其浙江、江苏段尚未开通, 车流增长有待培育, 目前尚处于亏损状态。

图10: 皖通高速控股通行费毛利占比



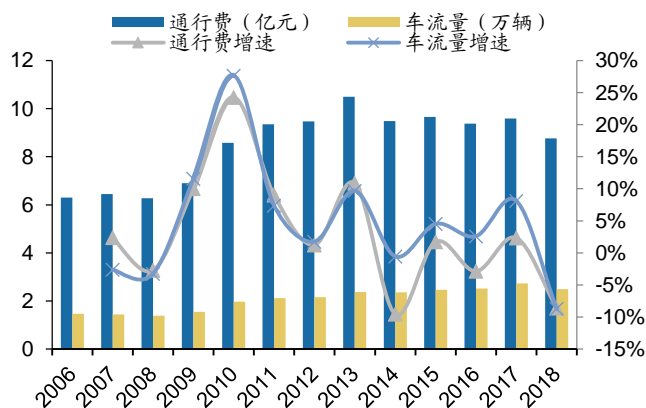
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.2.1 合宁高速: 国网共线枢纽, 改扩建完工在即, 车流增长有望加快

合宁高速是江苏、上海方向去往中西部地区的重要交通纽带, 是安徽中部的核心横向动脉, 也是南京来往合肥线路规划最优、距离最短的高速通道。该路产位于安徽省内, 起自大蜀山, 终于周庄, 是国网沪陕高速(G40)、沪蓉高速(G42)的共线部分, 全长134公里。其中, 大蜀山至陇西立交段四车道扩建八车道工程已于2009年完工, 周庄至陇西立交段四车道改八车道自2016底正式动工, 预计将于2019Q4完工通车。

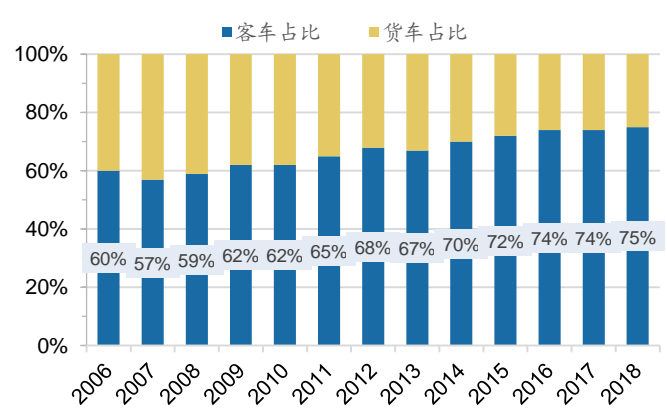
2018年合宁高速的通行费收入、日均车流量占比分别为31.99%、16.16%, 2011-2018年该路段的通行费收入、日均车流量年均复合增速分别为-0.57%和2.33%, 增速较低主要受2016-2018年的扩建工程影响。受益于合肥和南京两个省会城市间的居民往来, 合宁高速主要以私人出行需求为主, 客车占比稳步增长, 2018年达75%。

图11: 合宁高速通行费收入及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 合宁高速各类车型流量分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

合宁高速是公司最早拥有的全资路产，也是公司最优质、核心的路产资源。从路程规划优势来看，南京到合肥若取道其他路线，从合巢芜高速、马芜高速通行，路程将增加40公里。从区域往来来看，合宁高速连接的省会城市合肥、南京以及沿途城市滁州2010-2017年民用汽车保有量年均复合增速分别为27.58%、16.31%、31.52%。

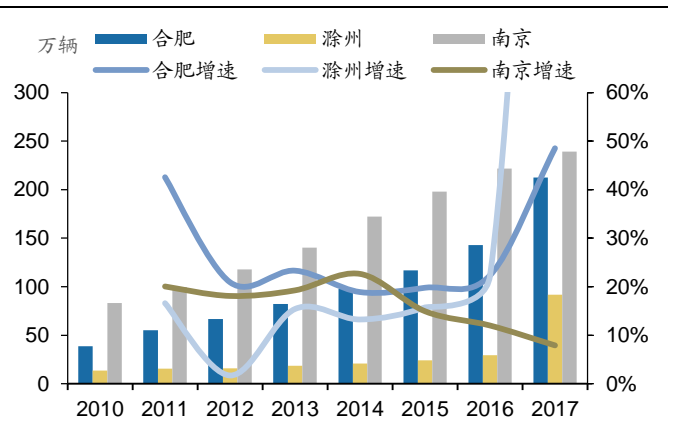
预计合宁高速“四改八”扩建完成后将释放一定的增长潜力，通行费收入有望实现平稳较快增长，为公司经营表现提供稳定助力。从以往表现看，此前通行费表现波动主要由区域路网的贯通变化造成。2014年，受到马鞍山长江公路大桥、马鞍山至巢湖段高速公路开通的影响，合宁货车流量同比下降9.73%，导致通行费收入同比下降9.81%。2018年，受合宁高速公路“四改八”工程施工、部分路段“单幅双行”、“限速80”等影响，车流量、通行费收入分别同比下降8.73%、8.75%。参考2006-2009年合宁高速大蜀山至陇西立交段的改扩建影响，彼时道路车流在施工完成后于2009-2010年经历了较大幅度的改善，带动通行费分别年度同比上涨13.28%、26.16%，我们预计此次“四改八”扩建在2019Q4通车后，通行能力的大幅提升，叠加周边路网变化趋于平稳，合宁高速车流量有望实现平稳较快增长。

图13: 合宁高速区位示意图



数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

图14: 合宁高速途经城市民用汽车保有量及增速



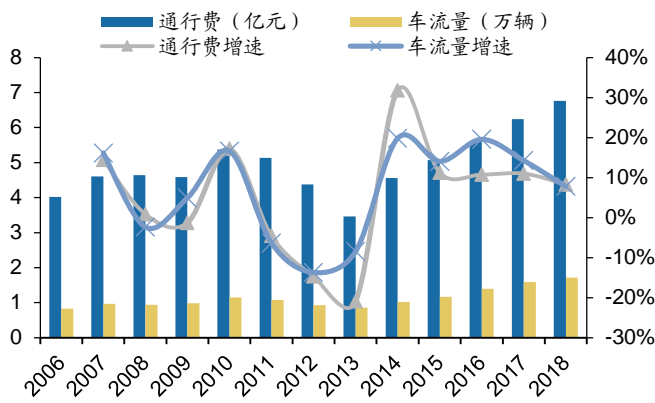
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.2.2 高界高速：皖西南重要横向通道，周边路网完善带动车流潜力逐步释放

高界高速是连接中西部地区与东南沿海地区的重要干线公路，是合肥、杭州至武汉、重庆、成都的便利通道。高界高速是国网沪渝高速（G50）、京台高速（G3）的共线部分，位于安徽省内，靠近安徽、湖北、江西三省交界处，起自怀宁县，终于宿松县界子墩，双向四车道，全长约110公里。

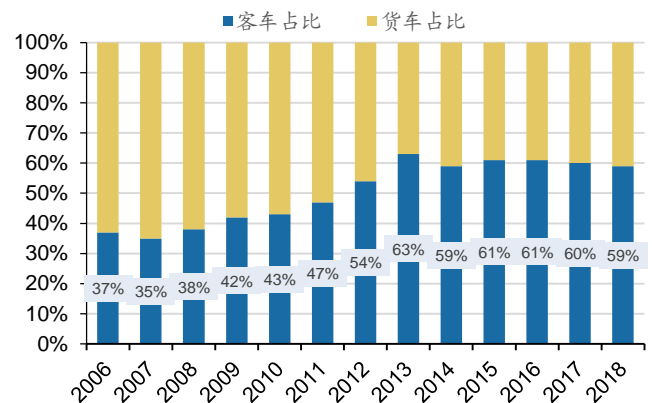
2018年高界高速的通行费收入、日均车流量占比分别为24.66%和11.13%，2011-2018年通行费收入与日均车流量年均复合增速分别为4.35%、6.85%。高界高速南接鄂、皖、赣三省交界地，相比于合宁高速，其通道属性更加明显，客车占比近年来保持在60%左右。

图15: 高界高速通行费收入及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图16: 高界高速各类车型流量分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

高界高速是皖南的主要横向过境通道, 主要服务于皖南、浙江与中南部省份的车流往来。从平行道路对比来看, 高界高速位于平行路六武高速的南侧, 高界南端更靠近江西九江、安徽安庆、湖北黄石等城市, 对皖南、浙江前往湖北、江西、广东等中南部省市的路程规划更具优势。以具体线路为例, 合肥至武汉的通道主要有合六叶-六武高速、合安-高界高速两条, 前者全程376.4公里, 后者全程481.4公里; 而杭州至武汉的通道主要有杭瑞高速-济广高速、宣广高速-高界高速-杭长高速两条, 前者全程747公里, 后者全程733公里。

高界高速地处中部腹地, 沿途发达城市较少, 相比合宁高速其通道属性更为明显, 预计受益国网共线通道引流作用, 其收入表现有望保持稳定。从以往表现看, 此前受制于六武高速开通(2011年)及相连道路九江大桥检修(2013年), 高界车流增速连续下滑。而2014年以来, 周边路网的完善贯通逐步带动高界高速释放其增长潜力。随着九江二桥通车(2013年底), 部分原本取道六武高速的车辆开始转道高界; 而铜南宣高速公路通车(2015年底), 则正式打通高界-京台(G3)-沪渝(G50)-铜南宣这一皖南横向通道, 相应吸引上海、浙江地区南下至武汉、广州等地的车辆。

图17: 高界高速与六武高速区位示意图



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

图18: 铜南宣高速通车后高界高速连接浙江区域



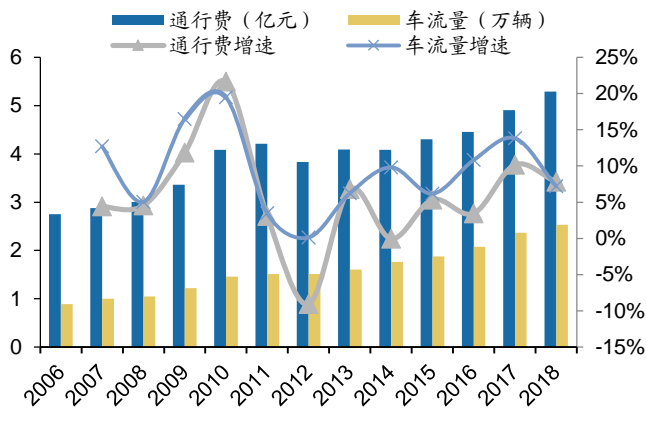
数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

2.2.3 宣广高速：皖东南重要横向通道，受益浙、沪车流往来

宣广高速是中西部城市途径安徽省通向江、浙、沪方向的交通动脉，是安徽省内东南部的重要横向通道。该路位于国网沪渝高速（G50）线上，起自安徽省宣州，止于安徽省广德界牌附近，分为宣州—广德段和宣州南环段两部分，全长约84公里。

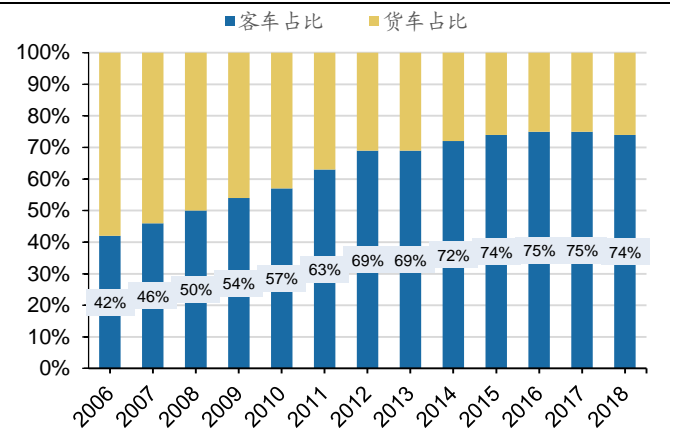
2018年宣广高速的通行费收入、日均车流量占比分别为19.62%和16.47%，2011-2018年通行费收入与日均车流量年均复合增速分别为3.75%、7.66%。该路段客车占比逐年增加，2018年达74%。

图19：宣广高速通行费收入及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图20：宣广高速各类车型流量分布



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

宣广高速东侧与浙江省相接，对浙北前往安徽、湖北方向的车流具有较好的引流优势，得益于发达城市的居民出行带动，该路段的客车占比也相对较高，近年的通行费增长趋于稳定。2012年申苏浙皖高速全线贯通、2015年铜南宣高速开通，二者与宣广相接，使得皖南、湖北方向往来浙江、上海路程有所缩短。2016年，溧广高速通车与宣广相接，使得宣广高速对江苏方向南下的车流也具备一定的引流能力。

预计伴随长三角区域车流往来增长，毗邻江浙沪的宣广高速通行费表现将得到较好支撑。2012年以前宣广高速通行费波动较大主要源于宏观经济波动对其货车流量影响较大，随着连接浙江方向的申苏浙皖高速、连接湖北方向的铜南宣高速、连接南京方向的溧广高速相继贯通，宣广客车流量快速增长，收入表现稳定性增强。

图21：铜南宣与宣广高速相接



数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

图22：宣广高速南端靠近三省交界



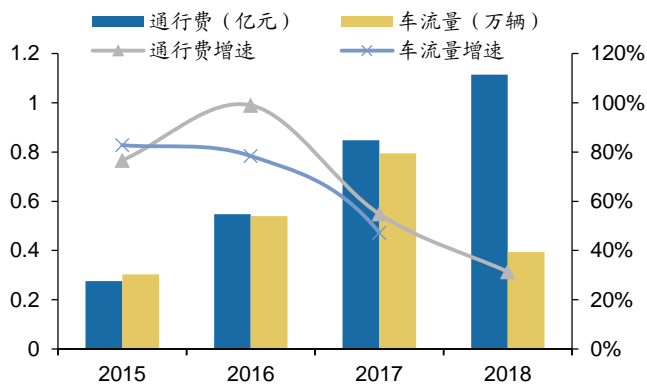
数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

2.2.4 宁宣杭高速：皖东重要纵向通道，增长潜力有待释放

宁宣杭高速是安徽省高速公路网「四纵、八横」的重要组成部分，是沟通皖、浙，连接南京、杭州两大经济区的纽带。宁宣杭高速连接苏交界金山口与皖浙交界千秋关，双向四车道，全长约 122 公里。该路段整体建设分为三期，一期为宣城至宁国段，全长约44公里，于2009年9月开工新建，2013年投入运营；二期为宁国至千秋关段，全长约40公里，于2012年7月开工新建，2015年建成通车；三期为狸桥至宣城段，全长31.5公里，于2015年开工新建，2017年底建成通车。宁宣杭高速一期收费经营年限已获批30年，二期与三期均暂定五年，待暂定经营期满将获得正式收费年限核准。

宁宣杭高速自2013年陆续通车以来，尚处于盈利培育阶段，通行费收入与车流量增长都相对较快，2014-2018年通行费收入与日均车流量年均复合增速分别为63.55%、24.25%，2018年通行费收入、日均车流量占比分别为4.02%和2.56%。该路段通车以来主要以客车通行为主，2018年客车占比达80%。

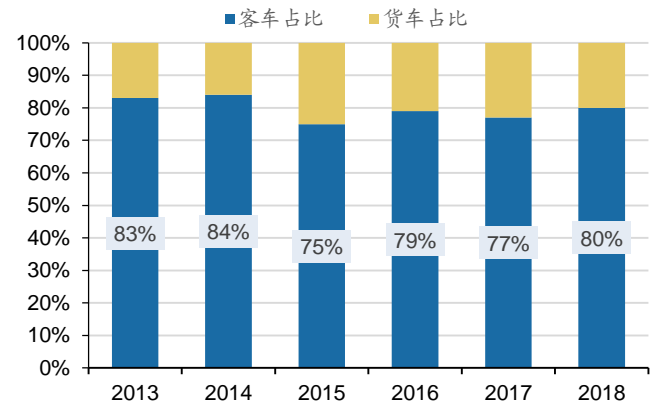
图23：宁宣杭高速通行费收入及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：由于宁宣杭三期开通，18年日均全程车流量口径有所调整

图24：宁宣杭高速各类车型流量分布



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

宁宣杭高速建成通车对公司现有路网布局实现了较好补充。2015年宁绩高速、溧芜高速江苏段、铜南宣高速公路通车都有利于宁宣杭高速吸引江苏西部往来浙江西部、江西东部的车辆，长三角区域发展将对其产生积极、密切影响。考虑目前公司旗下其他路产经营期限均已过半，路龄仅5.9年的宁宣杭高速未来有望成为公司盈利持续增长的重要支撑。

图25: 宁宣杭高速区位示意图



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

三、回归主业思路清晰, 多元化业务审慎发展

此前为应对收费公路行业政策的负面变化, 在通行费收入增长空间受限的背景下寻求公司多元化发展, 进而提升资本运营能力和培育新的利润增长点, 公司在严控投资和经营风险的前提下, 尝试性探索金融投资等多元化发展项目, 先后投资设立皖通典当、新安金融、新安资本、皖通小贷、交控招商基金、交控金石基金等金融类公司。

表 5: 皖通高速旗下金融项目

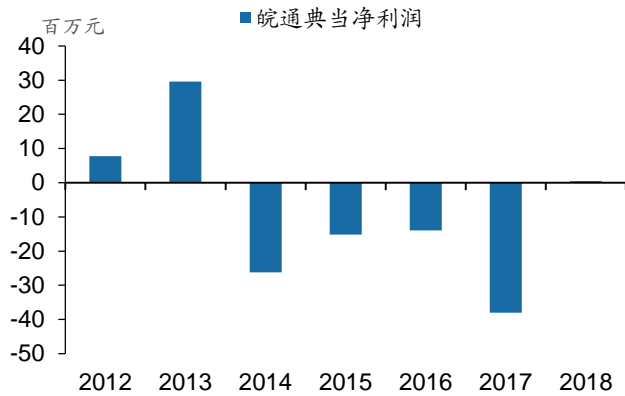
项目名称	设立方式	成立时间	持股比例	累计出资额 (亿元)	主要业务
皖通典当	投资设立	2012年6月	71.43%	1.463	动产质押典当业务、财产权利质押典当业务、房地产抵押典当业务
新安金融	投资设立	2011年7月	6.62%	1.258	金融投资、股权投资、管理咨询
新安资本	投资设立	2015年6月	6.62%	0.742	互联网金融服务、网络信息服务、典当等业务
皖通小贷	投资设立	2012年8月	10%	0.150	发放小额贷款、小企业管理咨询、财务咨询
交控招商产业基金	投资设立	2017年4月	6.64%	0.996	交通、服务、节能环保等领域的投资
交控金石并购基金	投资设立	2017年12月	6.64%	0.996	股权投资、资产管理、企业管理咨询
交控招商基金管理公司	投资设立	2017年3月	2.50%	0.004	交控招商产业基金的日常管理和投资咨询
交控金石基金管理公司	投资设立	2017年11月	2.50%	0.004	交控金石并购基金的日常管理和投资咨询

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

但是受行业经营环境不利、市场竞争加剧和行业本身固有的高风险等因素影响, 近几年的金融类项目风险逐渐加大, 公司所投资设立的皖通典当、新安金融等盈利表现不甚理想, 甚至出现亏损情况。公司近年相应严格控制金融类业务的规模, 并

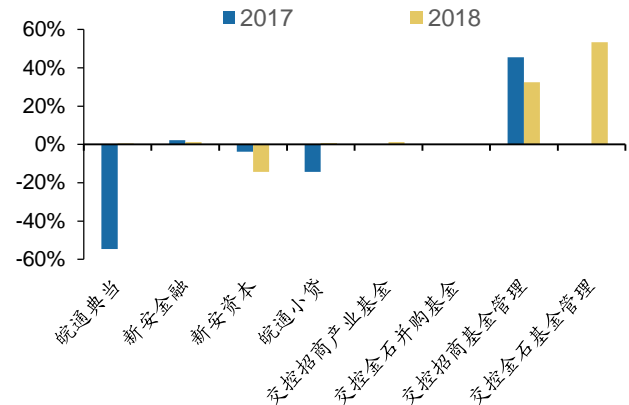
适当收缩，我们预计在未来较长时间内公司对金融类业务的投资规模会维持在较低水平，主要利润来源仍然来自于所持路产的通行费收入。

图26: 皖通典当近年来盈利能力较弱



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图27: 金融类公司净资产盈利率相对较低



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、财务分析: 盈利能力接近龙头, 成长能力有待释放

从公司盈利能力来看, 公司毛利率、净利率、资产周转率水平均好于行业中位水平, 甚至接近龙头公司水平, 如宁沪高速, 主要源于公司核心路产造价相对较低, 盈利压力相对较轻。

从ROE杜邦拆解来看, 公司现阶段ROE表现弱于行业同类龙头, 主要源于公司负债率相对偏低, 未能完全发挥财务杠杆效应。

表6: 公司毛利率、净利率、资产周转率接近行业龙头水平

盈利能力及杜邦分析	皖通高速	招商公路	宁沪高速	深高速	山东高速	福建高速	行业中位数
毛利率							
2016	57.49%	44.22%	52.57%	44.11%	51.83%	65.99%	54.65%
2017	58.60%	43.72%	54.16%	48.34%	56.76%	60.59%	48.34%
2018	56.76%	44.93%	54.11%	50.78%	49.48%	61.17%	51.72%
期间费用率							
2016	7.02%	14.51%	7.73%	17.58%	11.41%	14.07%	17.58%
2017	3.93%	13.13%	7.19%	15.60%	12.29%	12.68%	13.13%
2018	4.63%	19.24%	7.76%	22.11%	19.45%	10.66%	18.86%
净利率							
2016	36.37%	70.63%	37.35%	29.05%	34.45%	35.09%	30.41%
2017	37.94%	75.25%	38.97%	31.96%	38.98%	34.89%	27.45%
2018	36.96%	64.67%	44.90%	61.63%	53.10%	35.99%	35.99%
资产周转率							
2016	19.79%	9.56%	25.29%	14.15%	18.83%	13.94%	14.15%
2017	20.97%	8.86%	23.99%	13.85%	15.33%	13.90%	16.21%

2018	20.49%	9.06%	21.98%	14.78%	11.44%	15.24%	14.78%
资产负债率							
2016	28.20%	21.83%	36.77%	54.57%	44.56%	43.18%	44.98%
2017	29.25%	28.86%	39.12%	57.91%	46.75%	40.19%	44.37%
2018	28.41%	40.77%	39.05%	52.46%	57.26%	36.05%	42.69%
ROE (加权)							
2016	11.16%	9.65%	16.06%	9.35%	12.93%	8.14%	8.80%
2017	12.12%	8.64%	16.06%	10.88%	10.29%	7.66%	10.29%
2018	11.56%	8.73%	17.71%	22.85%	10.38%	8.25%	8.25%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从公司成长能力来看, 近年尽管受合宁高速施工影响, 在周边路网完善贯通的带动下, 公司盈利保持稳定增长, 增速位于行业中位水平。

表7: 公司成长能力表现位于行业中位水平

成长能力指标分析	皖通高速	招商公路	宁沪高速	深高速	山东高速	福建高速	行业中位数
营业收入增速							
2016	2.97%	83.06%	5.02%	32.50%	21.31%	-1.93%	5.02%
2017	14.50%	5.69%	2.76%	6.72%	-12.78%	-2.13%	11.23%
2018	3.69%	26.56%	5.43%	11.45%	-15.98%	7.61%	3.69%
归母净利润增速							
2016	-0.49%	-5.13%	33.49%	-24.69%	14.58%	21.85%	21.85%
2017	16.94%	14.62%	7.23%	21.98%	-14.41%	-2.23%	16.53%
2018	2.90%	16.09%	21.98%	148.56%	8.91%	11.78%	11.07%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从公司偿债能力来看, 受益安徽省内公路造价成本偏低、投资存在政策贷款支持, 公司此前进行主业投资的债务负担相对较小。流动及速动资产充足宽裕, 债务覆盖率宽松, 若未来再投资告一段落, 看好公司提高分红派息水平。

表8: 公司偿债能力明显强于行业整体

偿债能力指标分析	皖通高速	招商公路	宁沪高速	深高速	山东高速	福建高速	行业中位数
流动比率							
2016	2.41	0.91	0.61	1.67	1.91	0.66	1.57
2017	1.93	1.19	0.53	0.58	1.73	0.32	1.19
2018	1.88	1.70	0.86	1.25	0.67	0.94	1.16
速动比率							
2016	2.40	0.77	0.18	1.53	1.24	0.66	0.88
2017	1.92	1.05	0.18	0.49	1.21	0.32	0.79
2018	1.88	1.49	0.27	1.15	0.52	0.93	0.89
EBITDA/带息债务							
2016	1.12	0.92	0.57	0.48	0.38	0.33	0.33
2017	1.30	0.55	0.46	0.34	0.29	0.37	0.34
2018	1.19	0.28	0.45	0.48	0.20	0.48	0.28

EBITDA/利息费用							
2015	24.12	14.87	13.04	6.19	10.21	7.07	4.85
2016	66.30	19.77	14.14	6.06	11.11	8.16	4.84
2017	47.53	8.97	15.51	7.81	7.62	10.19	5.46

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、资本开支预计暂告一段落，分红额具备提升空间

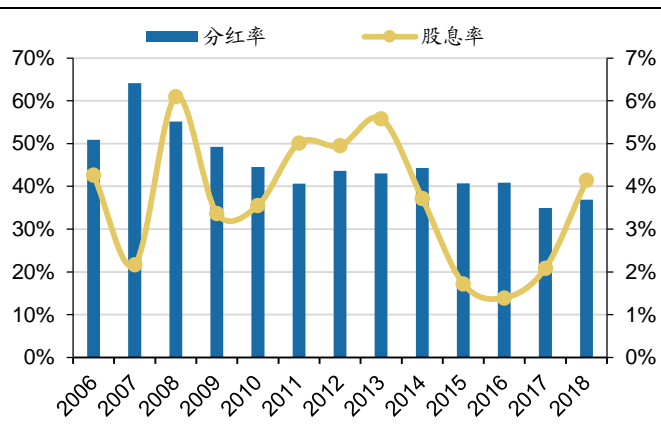
伴随19Q4合宁高速周庄至陇西立交段“四改八”扩建完工，公司近年来持续不断的大额资本开支预计将暂告一段落。

2006年以来，公司先后完成合宁高速大蜀山至陇西立交段扩建、宣广高速南环段改建、高界高速改建、205国道天长段改建、宁宣杭高速1-3期新建等项目投资。2006~2018年期间，每年的资本开支基本维持在7~12亿元的水平，资本开支占经营现金流净额比重普遍在60%以上，分红率相应降至2018年的36.9%。

2019年，考虑合宁高速截至2018年底累计完成投资19.3亿，项目总投资预计不超过50亿元，今年Q4扩建完工意味着2019年内或将投入20亿元以上金额，预计相应伴随一定的负债规模扩张。

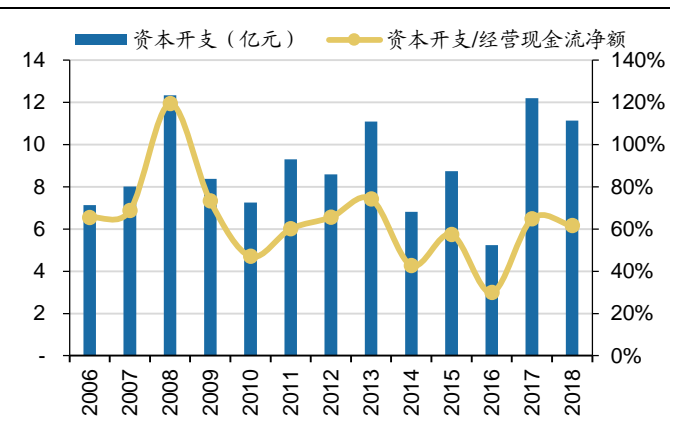
此后公司暂无新开工计划，未来的资本开支预计将主要围绕路产项目的外延收购展开。若无路产并购落地，在充裕经营现金流的支持下，公司分红额存在提升空间。

图28: 受资本开支影响，皖通高速近年分红率逐步下行



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图29: 皖通高速资本开支占经营现金流净额比重普遍在60%以上



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资建议

皖通高速作为安徽省内唯一高速公路上市平台，路产项目均为国家高速路网干线或安徽省内高速干线，路产整体质量相对较好。

考虑核心路产合宁高速周庄至陇西立交段“四改八”扩建工程完工在即，车流增长潜力有望释放；高界高速、宣广高速受益铜南宣高速开通带来的路网完善，将持续受益上海、浙江途径安徽南部至武汉及广州方向的车辆往来增长；连霍高速、宁淮高速2018年均受到周边平行路段开通造成分流影响，预计将于2019-2020年逐步恢复——未来3年公司收费公路业务收入有望实现平稳较快增长，受合宁扩建工程转固冲击（按年限平均法折旧摊销），毛利率预计将有所下滑。

具体盈利预测假设如下：

表 9：皖通高速主要业务拆分及假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
收费公路				
收入（百万元）	2,725	2,807	2,975	3,091
增长率	1.86%	3.04%	5.96%	3.91%
成本（百万元）	1,097	1,213	1,625	1,625
毛利（百万元）	1,628	1,594	1,349	1,466
毛利率	59.75%	56.78%	45.36%	47.42%
路段委托及其他业务				
收入（百万元）	236	202	203	203
增长率	26.97%	-14.37%	0.24%	0.24%
成本（百万元）	186	161	161	161
毛利（百万元）	50	41	42	42
毛利率	21.09%	20.50%	20.50%	20.50%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

长期看，公司旗下路产受益国网枢纽作用及江浙沪发达省市车流带动，预计营收表现较为平稳。参考宁宣杭一期30年经营期限及公司对二、三期按30年计的摊销处理，我们假设宁宣杭高速二、三期将顺利实现30年经营期限核定，并审慎假设公司合宁高速扩建完成未获年限延长，则公司A股2019-2021年归母净利润分别为10.7、8.5、9.4亿元人民币，同比增长-4.6%、-20.9%、10.7%，EPS分别为0.64、0.51、0.57人民币元/股，最新收盘价（7月12日）对应PE为10.0、12.6、11.4倍，估值与同类公司相比处于合理区间。公司A股每股价值基于DCF测算，得到合理价值约为7.31元/股，给予“增持”评级。

在上述假设下，预计公司H股2019-2021年归母净利润分别为10.5、8.2、8.8亿元人民币，同比增长-6.3%、-21.7%、7.8%，EPS分别为0.63、0.49、0.53人民币元/股，最新收盘价（7月12日）对应PE为6.9、8.8、8.2倍，估值与同类公司相比处于合理区间。公司H股每股价值基于A/H股溢价测算，参考以往A/H股溢价均值（60%），得到合理价值为5.20港元/股，给予“增持”评级。

表 10: 不考虑合宁高速经营延期, 皖通高速 A 股 DCF 估值敏感性测算 (元/股)

Beta \ 风险溢价	6.40%	6.90%	7.40%	7.90%	8.40%
0.83	8.23	8.05	7.88	7.71	7.55
0.93	7.96	7.77	7.59	7.41	7.24
1.03	7.70	7.50	7.31	7.12	6.95
1.13	7.45	7.25	7.05	6.85	6.67
1.23	7.22	7.00	6.80	6.60	6.41

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 可比公司估值对比

代码	公司简称	评级	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (LYR)			PB (LF)
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600548.SH	深高速	买入	9.63	1.58	0.97	1.08	5.69	9.93	8.92	1.29
600377.SH	宁沪高速	买入	10.35	0.87	0.83	0.88	11.28	12.45	11.72	2.04
001965.SZ	招商公路	买入	8.17	0.63	0.70	0.78	12.69	11.73	10.48	1.10
均值							9.89	11.37	10.38	1.47
00548.HK	深圳高速公路股份		9.61	1.80	1.13	1.24	4.79	8.50	7.77	1.01
00177.HK	江苏宁沪高速公路		10.82	0.99	0.95	1.02	11.01	11.36	10.63	1.68
00576.HK	浙江沪杭甬		8.16	0.91	0.99	1.11	7.42	8.23	7.38	1.26
均值							7.74	9.36	8.60	1.32
600012.SH	皖通高速	增持	6.44	0.68	0.64	0.51	8.91	9.99	12.61	1.03
00995.HK	安徽皖通高速公路	增持	4.96	0.77	0.72	0.56	6.10	6.91	8.83	0.68

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价取2019年07月12日数值, 港股股价、EPS单位为港元/股, 可比公司盈利预测均取wind一致预期数据。

风险提示

宁宣杭高速二、三期经营年限核定不及预期, 合宁高速改扩建投资额超出预期, 宏观经济增速放缓导致车流量增长不及预期。

附录

皖通高速历史沿革

安徽皖通高速股份有限公司于 1996 年 8 月注册成立，并于同年 11 月在 H 股上市，成为国内第一家 H 股上市的公路类公司；2003 年 1 月在 A 股上市，成为安徽省内唯一公路上市公司。公司主要业务为经营及开发中国安徽省境内收费公路。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司目前拥有 8 条高速公路路产，营运公路里程达 557 公里，总资产约 147.80 亿元。同时公司也为母公司安徽交控集团代管部分高速路段，目前代管的高速公路总里程达 711 公里。

表 12: 皖通高速历史沿革

时间	事件	具体内容
1996 年 8 月	公司成立	皖通高速注册成立，并于同年 11 月发行 H 股 4.93 亿股，成为国内第一家在香港发行 H 股的公路类公司
1997 年 1 月	收购	收购 205 国道天长段新线，经营期自一九九七年起计为期三十年。
1997 年 5 月	新建	与总公司订立合营协议，成立高界公司新建高河至界子墩高速公路，公司占 30% 的股权
1998 年 7 月	收购	与宣城地区高等级公路建设管理有限公司签订合营协议，并注册成立宣广公司，公司占 51% 的权益，经营宣州至广德高速公路。
2000 年 11 月	收购	与总公司订立股权转让协议，获得其持有的高界公司 21% 股权，公司拥有高界公司 51% 股权，高界公司成为本公司的控股子公司。
2003 年 1 月	A 股上市	在上交所挂牌上市，发行 A 股 2.5 亿股收购总公司连霍公路安徽段。
2003 年 2 月	改建	对合宁高速公路进行全路段路面升级，由水泥路面升级为沥青路面，总投资额 7.62 亿元，于 2004 年年度完工。
2003 年 8 月	收购	对宣广公司增资扩股，公司持有权益由 51% 提高到 55.47%。
2004 年 11 月	新建	投资新建宁淮高速天长段，全长 14 公里，采用双向六车道高速公路标准，于 2006 年 12 月底完工。总投资额为 4.76 亿元。收费经营期限为 25 年 6 个月，从 2006 年 12 月 18 日至 2032 年 6 月 17 日。
2005 年 3 月	收购	收购总公司所持有的安徽高界高速公路有限公司 49% 权益，使高界公司成为全资控股子公司。并于 2006 年 5 月注销法人资格，其资产及负债并入皖通高速核算
2005 年 8 月	改建	改建宣广高速公路，于 2006 年 10 月完工通车，总投资额为 4.09 亿元。
2006 年 4 月	股权分置	进行股权分置改革，安徽省高速公路总公司和华建交通经济开发中心，分别向公司流通 A 股股东作现金和股票对价安排。A 股可流通股份从 25000 万股增加至 30000 万股。
2006 年 8 月	扩建	启动合宁高速大蜀山至陇西立交段四车道扩建八车道工程，路段 42.64 公里，于 2009 年 9 月完工，总投资额 19.78 亿元。
2007 年 6 月	改建	宣广高速南环线改建，于 2013 年 12 月完工，总投资额 1.62 亿元；高界高速公路改建，于 2009 年 6 月完工，总投资 8.25 亿元。
2009 年 4 月	限售解禁	股权分置后的全部限售股份流通上市。
2009 年 9 月	新建	投资建设宁宣杭高速公路一期宣城至宁国段，全长 44 公里，于 2013 年 9 月建成，总投资额 20.10 亿元。收费经营年限为 30 年。
2011 年 3 月	新建	建设宁宣杭高速公路二期宁国至千秋关段，双向四车道，全长 40 公里，于 2015 年 10 月完工，总投资额 20.87 亿元，收费经营年限暂定 5 年。

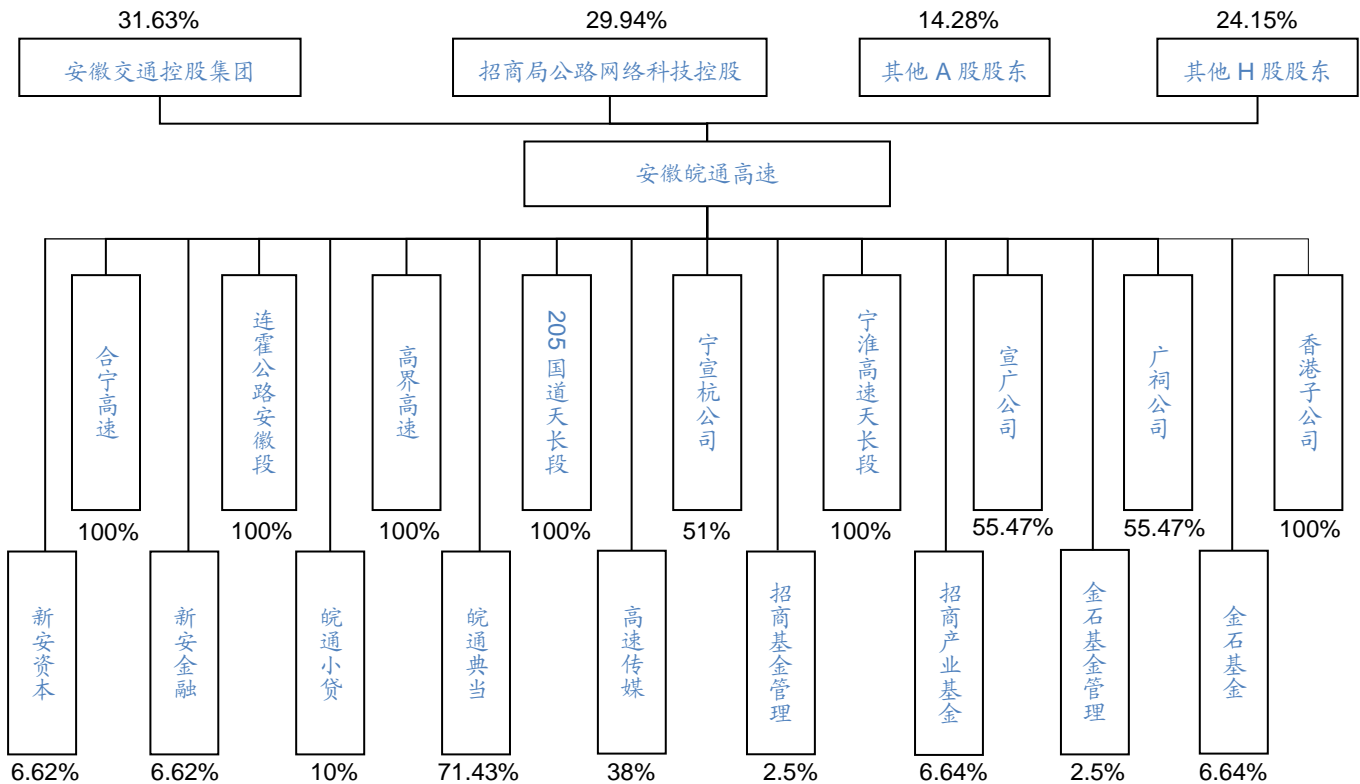
2012年2月	收购	收购安徽高速集团和宣城交投公司所持有的广祠公司共 55.47%股权
2012年8月	增资扩股	对宁宣杭公司增资扩股, 宁宣杭公司注册资本由人民币 1 亿元增加至人民币 3 亿元, 皖通高速占股 51%。
2014年12月	股权变动	控股股东安徽省高速集团和安徽省交通投资集团合并重组, 变更登记为安徽省交通控股集团有限公司, 注册资本 160 亿元。
2015年1月	新建	安徽高速集团累计多次增持皖通高速股份, 增持后占股 31.63%; 投资建设宁宣杭高速公路三期狸桥至宣城段, 于 2017 年底建成通车, 总投资额 13.31 亿元。收费经营年限暂定五年。
2016年11月	扩建	扩建合宁高速周庄至陇西立交段, 全长 89.35 公里, 将四车道扩建到八车道, 预计 2019 年年底完工。总投资预计不超过 50 亿元。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

皖通高速股权结构

公司目前总股本 16.58 亿股, 其中 A 股 11.65 亿股, 占比 70.27%, H 股 4.93 亿股, 占比 29.7%。第一大股东为安徽省交通控股集团有限公司, 持有公司 31.63% 股份, 原为安徽省高速公路控股集团有限公司, 后在 2014 年 12 月与安徽省交通投资集团合并重组, 变更登记为安徽省交通控股集团有限公司, 是安徽国资委全资子公司。公司第二大股东为招商局公路网络科技控股股份有限公司, 占股 29.94%, 是招商局集团有限公司的控股子公司。

图30: 截至2018年报, 皖通高速股权结构图



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,340	2,694	2,726	4,033	5,476	经营活动现金流	1,883	1,808	1,991	2,484	2,314
货币资金	1,829	2,513	2,373	3,659	5,089	净利润	1,086	1,097	1,070	875	994
应收及预付	1	1	1	1	1	折旧摊销	687	723	840	1,246	1,236
存货	7	5	7	9	9	营运资金变动	64	-30	-37	260	-6
其他流动资产	503	174	345	364	377	其它	46	18	119	103	90
非流动资产	11,836	12,087	13,718	12,615	11,532	投资活动现金流	-1,477	-714	-2,497	-114	-123
长期股权投资	125	129	129	129	129	资本支出	-1,219	-1,112	-2,530	-143	-153
固定资产	945	825	2,108	1,908	1,737	投资变动	-200	-	-	-	-
在建工程	48	128	129	130	131	其他	-59	398	34	29	30
无形资产	9,935	10,246	10,653	9,750	8,836	筹资活动现金流	-477	-469	365	-1,085	-761
其他长期资产	783	759	699	699	699	银行借款	94	134	1,250	-225	-225
资产总计	14,176	14,780	16,444	16,648	17,009	股权融资	-	-	-0	-0	-0
流动负债	1,214	1,432	1,494	1,462	1,469	其他	-571	-604	-885	-860	-536
短期借款	-	-	-	-	-	现金净增加额	-71	624	-140	1,286	1,430
应付及预收	773	634	751	976	976	期初现金余额	1,901	1,829	2,513	2,373	3,659
其他流动负债	442	798	743	486	493	期末现金余额	1,829	2,453	2,373	3,659	5,089
非流动负债	2,932	2,768	3,701	3,475	3,250						
长期借款	1,667	1,563	2,813	2,588	2,363						
应付债券	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	1,265	1,205	888	888	888						
负债合计	4,146	4,199	5,194	4,937	4,719						
股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659						
资本公积	281	281	281	281	281						
留存收益	7,391	8,145	8,800	9,232	9,755						
归属母公司股东权益	9,379	10,070	10,739	11,171	11,694						
少数股东权益	651	511	511	540	595						
负债和股东权益	14,176	14,780	16,444	16,648	17,009						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,861	2,967	3,013	3,177	3,294
营业成本	1,185	1,283	1,374	1,786	1,786
营业税金及附加	25	25	25	26	27
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	83	84	91	93	97
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	30	53	60	87	56
资产减值损失	26	-	2	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	24	25	34	29	30
营业利润	1,540	1,547	1,497	1,215	1,361
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	1,540	1,548	1,497	1,216	1,361
所得税	455	451	428	340	367
净利润	1,086	1,097	1,070	875	994
少数股东损益	-6	-26	0	28	56
归属母公司净利润	1,091	1,123	1,069	847	938
EBITDA	2,256	2,298	2,362	2,518	2,620
EPS (元)	0.66	0.68	0.64	0.51	0.57

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	14.5	3.7	1.5	5.5	3.7
营业利润增长	23.9	0.4	-3.2	-18.8	11.9
归母净利润增长	16.9	2.9	-4.8	-20.8	10.7
获利能力					
毛利率	58.6	56.8	54.4	43.8	45.8
净利率	37.9	37.0	35.5	27.6	30.2
ROE	11.6	11.2	10.0	7.6	8.0
ROIC	11.6	11.1	9.1	8.6	10.6
偿债能力(%)					
资产负债率	29.2	28.4	31.6	29.7	27.7
净负债比率	12.3	13.2	19.0	15.5	13.9
流动比率	1.93	1.88	1.82	2.76	3.73
速动比率	1.92	1.88	1.82	2.75	3.72
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.20	0.19	0.19	0.20
应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货周转率	186.79	206.08	206.08	206.08	206.08
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.68	0.64	0.51	0.57
每股经营现金流	1.14	1.09	1.20	1.50	1.40
每股净资产	5.65	6.07	6.47	6.74	7.05
估值比率					
P/E	16.72	8.91	9.99	12.61	11.39
P/B	1.95	0.99	0.99	0.96	0.91
EV/EBITDA	8.05	4.11	4.84	3.82	3.04

广发证券交通运输仓储研究小组

关 鹏：首席分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
孙 瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
曾 靖 珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

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 35 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@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。
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。