

皖通高速 (600012)

专注主业，业绩增长确定的低估值公司

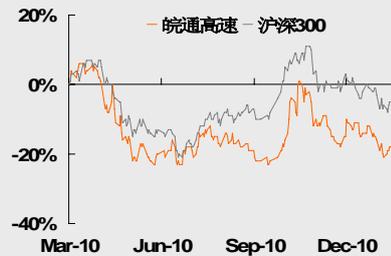
推荐 (维持)

现价: 6.21 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	anhui-expressway.com.cn
大股东/持股	安徽高速控股集团 /31.27%
实际控制人/持股	安徽省国资委 /62.54%
总股本(百万股)	1,659
流通 A 股(百万股)	1,166
流通 B/H 股(百万股)	493
总市值(亿元)	103.00
流通 A 股市值(亿元)	72.38
每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	36.0

行情走势图



相关研究报告

研究员

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
Chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

3月14日，皖通高速公布2010年年报，2010年实现营业收入21.1亿元，同比增长19.08%；归属母公司净利润7.83亿元，同比增长16.25%；每股收益0.472元，同比增长16.25%。略高于我们的预期0.45元。2010年利润分配预案为每股派发现金红利0.21元（含税）。

■ 提价顺利进行，业绩略高于我们预期

公司业绩略高于我们预期主要原因是：1)我们忽视了11月份的提价不仅仅提高了基准收费标准，而且加大了对超载车辆的处罚力度（包括降低了超载的认定标准和提高了超载的处罚幅度）。超载处罚力度的加大导致货物采取增加车辆的方式运输，有利于公司车流量的较快增长；2)公司挂牌出售了合肥信息投资有限公司股权和联营的高速传媒公司获得1040万元的投资收益是我们没有估算到的。

■ 收费标准的提高和车流量的增长，预计2011年收入增长25%以上，净利增长40%左右

受益于皖通城市带规划带来的车流量的提升，而公司2011年成本相对稳定，经营杠杆的存在使得净利增速将大幅度超过收入增速。皖通城市带的发展和产业转移是公司中长期发展和车流量提升的最重要因素。

■ 高股息率提升公司的安全边际

公司2008-2010年分红比率分别为55%、49%、54%，每股现金红利分别为0.23、0.2、0.21元，对应于3月13日收盘价6.23元，股息率分别为3.7%、3.2%、3.4%，明显高于国内银行存款利率，具有较高的安全边际。

■ 维持“推荐”的投资评级

考虑加大超载车辆的处罚力度带来的车流量增长，略微提高公司2011、2012年业绩预测由0.62元、0.73元提升至0.64元、0.74元。对应于3月13日6.23元的收盘价PE分别为9.7倍、8.4倍，维持“推荐”的投资评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,683.5	1,771.6	2,109.6	2,650.0	2,960.0
YoY(%)	-0.3	5.2	19.1	25.6	11.7
净利润(百万元)	693.2	673.4	782.9	1,067.5	1,230.0
YoY(%)	30.9	-2.9	16.3	36.4	15.2
毛利率(%)	70.8	69.1	70.6	71.3	73.6
净利率(%)	41.2	38.0	37.1	40.3	41.6
ROE(%)	13.9	12.7	13.6	15.6	16.4
EPS(摊薄/元)	0.42	0.41	0.47	0.64	0.74
P/E(倍)	14.9	15.3	13.2	9.7	8.4
P/B(倍)	2.1	1.9	1.8	1.5	1.4

一、公司盈利稳定增长

2010年实现营业收入21.1亿元,同比增长19.08%;归属母公司净利润7.83亿元,同比增长16.25%;每股收益0.472元,同比增长16.25%。略高于我们0.45元的预期。

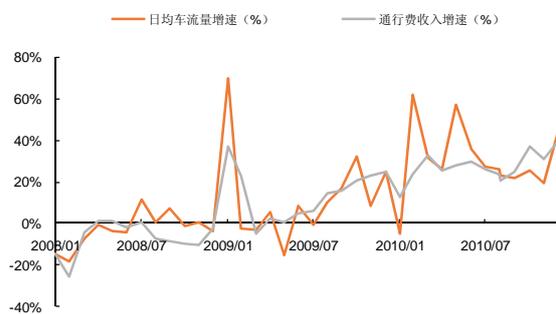
图表1 各路段经营情况

项目	折算全程日均车流量(架次)			通行费收入(人民币千元)		
	2010年	2009年	增减(%)	2010年	2009年	增减(%)
合宁高速公路	19721	15446	27.68	836051	662678	26.16
205国道天长段新线	6561	5744	14.22	59026	44850	31.61
高界高速公路	11507	9866	16.63	525736	435298	20.78
宣广高速公路	14609	12229	19.46	408330	335598	21.67
连霍公路安徽段	7742	6868	12.73	177097	171889	3.03
宁淮高速公路天长段	15722	13701	14.75	63164	56359	12.07

资料来源:公司公告,平安证券研究所

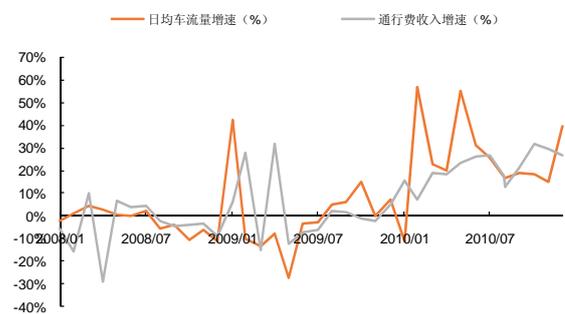
合宁高速和高界高速受益于路段改扩建工程的完工,交通流量和通行费都取得了较大的增长。205国道天长段通行费收入增速大于车流量的增速,主要原因是与之分流的宁淮高速天长段实行了计重收费,导致货车回流,货车比例大幅提高,单车收入增长

图表2 合宁高速车流量与通行费收入增速



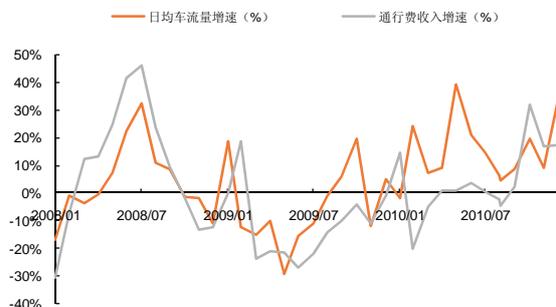
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表3 高界高速车流量与通行费收入增速



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表4 连霍公路安徽段车流量与通行费收入增速



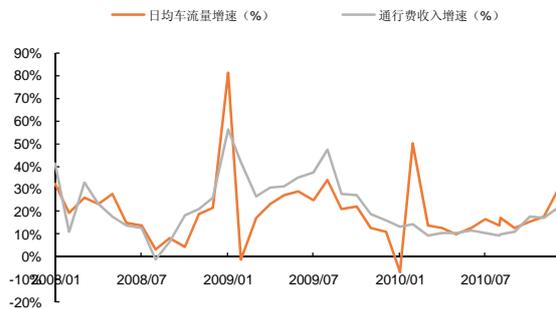
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表5 宣广高速车流量与通行费收入增速



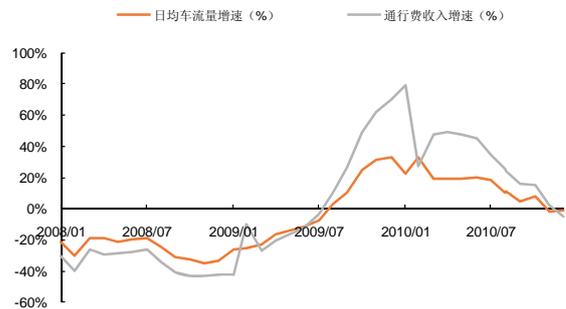
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表6 宁淮高速公路车流量与通行费收入增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 205国道天长段车流量与通行费收入增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、提价顺利进行，业绩略高于我们预期

公司 2010 年实现每股收益 0.472 元，略高于我们 0.45 元得预期。公司业绩略高于我们预期主要原因是：1)我们忽视了 11 月份的提价不仅仅提高了基准收费标准，而且加大了对超载车辆的处罚力度（包括降低了超载的认定标准和提高了超载的处罚幅度）。超载处罚力度的加大导致货物采取增加车辆的方式运输，有利于公司车流量的较快增长；2)公司挂牌出售了合肥信息投资有限公司股权和联营的高速传媒公司获得 1040 万元的投资收益是我们没有估算到的。

图表8 按车型分类收费标准

类别	车型规格		原收费标准	调整后收费标准
	客车	货车		
第一类	<7 座	<2 吨	0.40 元	0.45 元
第二类	8 座-19 座	2 吨-5 吨 (含 5 吨)	0.70 元	0.80 元
第三类	20 座-39 座	5 吨-10 吨 (含 10 吨)	1.00 元	1.10 元
	>40 座	10 吨-15 吨 (含 15 吨)	1.40 元	1.30 元
		20 英尺集装箱	1.20 元	1.10 元
		>15 吨	1.60 元	1.50 元
		40 英尺集装箱	1.40 元	1.50 元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 货车计重收费标准

车货总质量	<=10 吨	10 吨<车货总质量<=40 吨	>40 吨
原收费标准	0.08 元/吨公里	从 0.08 元/吨公里线性递减至 0.043 元/吨公里	0.043 元/吨公里
现收费标准	0.09 元/吨公里	从 0.09 元/吨公里线性递减至 0.05 元/吨公里	0.05 元/吨公里

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 超载惩罚力度加大

超载 30%	超载 30%-50%	超载 50%-100%	超载 100%以上
正常收费标准	超过部分按基本费率 1.5 倍征收	超过部分按基本费率 2.0 倍征收	超过部分按基本费率 3.0 倍征收
正常收费标准	超过部分按基本费率的 3 倍线性递增至 6 倍征收		超过部分按基本费率 6.0 倍征收

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、高股息率提升公司的安全边际

公司 2008-2010 年分红比率分别为 55%、49%、54%，每股现金红利分别为 0.23、0.2、0.21 元，对应于 3 月 13 日收盘价 6.23 元，股息率分别为 3.7%、3.2%、3.4%，明显高于国内银行存款利率，具有较高的安全边际。

图表11 货车计重收费标准

	2008 年	2009 年	2010 年
现金红利	0.23 元	0.2 元	0.21 元
分红比例	55%	49%	54%
股息率 (对应 3 月 13 日收盘价 6.23 元)	3.7%	3.2%	3.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议及评级

考虑加大超载车辆的处罚力度带来的车流量增长，略微提高公司 2011、2012 年业绩预测由 0.62 元、0.73 元提升至 0.64 元、0.74 元。对应于 3 月 13 日 6.23 元的收盘价 PE 分别为 9.7 倍、8.4 倍，维持“推荐”的投资评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1068	839	1395	2164	营业收入	1772	2110	2650	2960
现金	1043	757	1339	2099	营业成本	548	620	760	781
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	58	72	87	98
其他应收款	19	75	49	58	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	142	161	162	182
存货	2	4	4	4	财务费用	68	134	65	83
其他流动资产	4	4	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	8505	8572	10090	10070	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	45	32	36	37	投资净收益	4	10	0	0
固定资产	571	557	625	625	营业利润	959	1133	1577	1817
无形资产	7657	7673	9248	9285	营业外收入	8	28	0	0
其他非流动资产	232	311	181	124	营业外支出	17	34	24	26
资产总计	9574	9411	11485	12235	利润总额	951	1127	1553	1791
流动负债	1705	813	1735	1683	所得税	220	265	388	448
短期借款	985	120	1017	957	净利润	730	862	1165	1343
应付账款	491	424	448	456	少数股东损益	57	79	97	113
其他流动负债	228	268	269	269	归属母公司净利润	673	783	1068	1230
非流动负债	2338	2572	2559	2551	EBITDA	1418	1755	2119	2424
长期借款	0	197	197	197	EPS (元)	0.41	0.47	0.64	0.74
其他非流动负债	2338	2375	2362	2354					
负债合计	4043	3385	4294	4234					
少数股东权益	236	270	367	480	主要财务比率				
股本	1659	1659	1659	1659	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
资本公积	478	478	478	478	成长能力				
留存收益	3127	3579	4646	5342	营业收入	5.2%	19.1%	25.6%	11.7%
归属母公司股东权益	5295	5757	6824	7520	营业利润	0.7%	18.1%	39.1%	15.2%
负债和股东权益	9574	9411	11485	12235	归属于母公司净利润	-2.9%	16.3%	36.4%	15.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	69.1%	70.6%	71.3%	73.6%
					净利率(%)	38.0%	37.1%	40.3%	41.6%
					ROE(%)	12.7%	13.6%	15.6%	16.4%
					ROIC(%)	10.6%	12.8%	13.6%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.2%	36.0%	37.4%	34.6%
					净负债比率(%)	24.36%	9.36%	28.27%	27.26%
					流动比率	0.63	1.03	0.80	1.29
					速动比率	0.63	1.03	0.80	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.22	0.25	0.25
					应收账款周转率	0	0	0	0
					应付账款周转率	1.09	1.35	1.74	1.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.47	0.64	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.93	1.06	1.17
					每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.47	4.11	4.53
					估值比率				
					P/E	15.4	13.2	9.7	8.4
					P/B	2.0	1.8	1.5	1.4
					EV/EBITDA	9	7	6	5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	1143	1543	1752	1939
净利润	730	862	1165	1343
折旧摊销	390	488	478	524
财务费用	68	134	65	83
投资损失	-4	-10	0	0
营运资金变动	-61	49	37	-9
其他经营现金流	19	21	8	-2
投资活动现金流	-832	-681	-2002	-503
资本支出	837	726	0	0
长期投资	0	0	3	2
其他投资现金流	5	45	-1999	-500
筹资活动现金流	201	-1149	832	-676
短期借款	-1240	-865	897	-60
长期借款	0	197	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	1441	-481	-65	-617
现金净增加额	512	-286	582	760

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257