

皖通高速 (600012.SH)

增持 (维持)

Q2 业绩符合预期, 主业持续增长

皖通高速发布 2025 年中期业绩, 按重述调整后口径, 25H1 实现营业收入 37.4 亿元, 同比增长 11.7%, 实现归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 4%。其中 Q2 实现营业收入 9.2 亿元, 同比下滑 51.7%, 实现归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 2.4%。

- Q2 通行费收入同比+18.4%, 主业稳健增长。** 按税前收入口径, 公司 25H1 实现通行费收入 25.2 亿元, 同比增长 13.4%, 其中 Q2 实现通行费收入 12.3 亿元, 同比增长 18.4%。重点路产中, 合宁高速 25H1 通行费收入同比增长 8.7%, Q2 同比增长 8.1%; 宣广高速 25H1 通行费收入同比增长 98.7%, Q2 同比增长 238.5%, 主要得益于改扩建完成后车流修复; 高界高速 25H1 通行费收入同比下滑 0.4%, Q2 同比下滑 0.3%, 主要受无岳高速通车、岳武东延线全线贯通分流影响; 新收购路产阜周、泗许高速 25H1 通行费收入分别同比增长 11.7%、下滑 2.1%, 泗许高速通行费收入下滑主要由于 2025 年 4 月 1 日宁洛高速实施货车 ETC 优惠, 对路段产生分流影响。
- 受宣广改扩建完工后折旧成本增加影响, 营业成本同比有所增长。** 25H1 公司营业成本为 23.5 亿元, 同比增长 16.6%, 主要由于宣广高速改扩建完工通车后开始计提折旧摊销, 及建造服务成本增加所致。25H1 实现毛利率 37.2%, 同比下降 1.3pcts, 其中收费公路业务毛利率为 55%, 同比下降 4.5pcts, 或主要由于改扩建完工后折旧成本增加。费用方面, 25H1 公司财务费用为 0.9 亿元, 同比增长 191.9%, 主要由于宣广高速改扩建完工通车后, 借款利息费用化及公司融资增加所致。
- 投资建议。** 皖通高速经营区域位于安徽省, 核心路产趋于成熟且盈利能力强, 改扩建回报率高。伴随区域路网结构完善, 存量路产车流量仍有增长潜力, 且通过收并购及改扩建持续扩大主业增长空间。至 2025 年 3 月 27 日, 公司完成对阜周高速和泗许高速的收购, 公司主业增长潜力较大。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.5、18.8、18.6 亿元, 对应 25 年 PE 估值为 13.2x, PB 为 1.7x; 对应最新收盘价及 60%分红, 25 年 A 股股息率为 4.6%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行导致车流量下降、收费政策变化、改扩建效果不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6631	7092	6951	5263	5354
同比增长	27%	7%	-2%	-24%	2%
营业利润(百万元)	2274	2221	2416	2626	2703
同比增长	15%	-2%	9%	9%	3%
归母净利润(百万元)	1660	1669	1850	1884	1862
同比增长	15%	1%	11%	2%	-1%
每股收益(元)	0.97	0.98	1.08	1.10	1.09
PE	14.7	14.6	13.2	12.9	13.1
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 14.25 元

基础数据

总股本(百万股)	1709
已上市流通股(百万股)	1166
总市值(十亿元)	24.3
流通市值(十亿元)	16.6
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	15.2
资产负债率	55.7%
主要股东	安徽省交通控股集团有限公司
主要股东持股比例	30.71%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-14	-5
相对表现	-17	-26	-39



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《皖通高速 (600012) — 24 年业绩略超市场预期, 持续保持稳定分红》2025-04-02
- 《皖通高速 (600012) — 拟现金收购阜周及泗许高速, 持续扩大主业经营规模》2025-01-05
- 《皖通高速 (600012) — 受宣广改扩建影响业绩同比下滑, 通行费收入降幅有所收窄》2024-11-18

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn

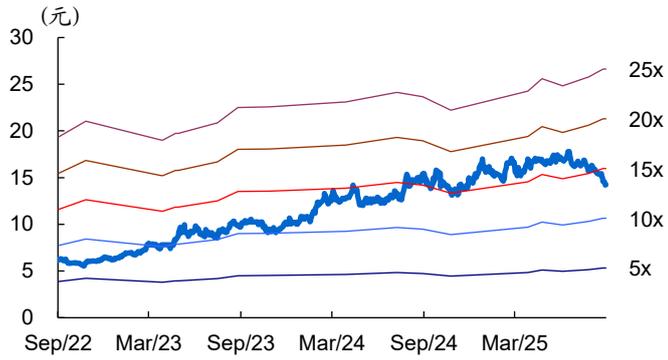
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn

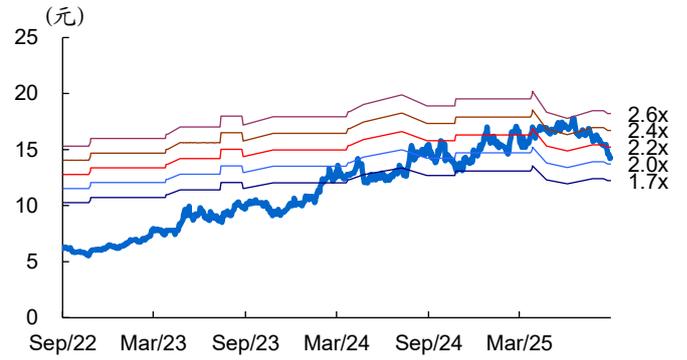
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

图 1: 皖通高速历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 皖通高速历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4267	5363	6118	6707	7572
现金	3948	4778	5545	6274	7132
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	125	148	145	110	112
存货	4	4	4	2	2
其他	190	433	424	321	326
非流动资产	17472	19051	18771	18660	18702
长期股权投资	155	166	166	166	166
固定资产	1078	1034	997	964	936
无形资产商誉	15027	16427	14784	13306	11975
其他	1211	1424	2824	4224	5624
资产总计	21739	24414	24889	25367	26273
流动负债	1461	1488	1094	705	706
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	632	866	775	427	428
预收账款	39	47	42	23	23
其他	790	575	278	255	255
长期负债	6163	8065	8065	8065	8065
长期借款	5960	6382	6382	6382	6382
其他	204	1683	1683	1683	1683
负债合计	7624	9553	9159	8769	8771
股本	1659	1659	1709	1709	1709
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	10998	11676	12525	13298	14029
少数股东权益	1458	1526	1496	1590	1764
归属于母公司所有者权益	12657	13335	14234	15007	15738
负债及权益合计	21739	24414	24889	25367	26273

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2653	2629	3662	3543	3663
净利润	1678	1691	1820	1978	2036
折旧摊销	905	860	1787	1617	1465
财务费用	125	83	228	279	251
投资收益	(58)	(69)	(83)	(82)	(82)
营运资金变动	37	71	(69)	(246)	(6)
其它	(33)	(7)	(21)	(4)	(0)
投资活动现金流	(3118)	(1960)	(1423)	(1424)	(1424)
资本支出	(2116)	(2348)	(1506)	(1506)	(1506)
其他投资	(1001)	388	83	82	82
筹资活动现金流	(1477)	484	(1471)	(1390)	(1382)
借款变动	(447)	60	(292)	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(912)	(997)	(1002)	(1111)	(1131)
其他	(118)	1422	(228)	(279)	(251)
现金净增加额	(1941)	1153	767	730	857

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6631	7092	6951	5263	5354
营业成本	4008	4645	4154	2289	2295
营业税金及附加	26	32	44	4	38
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	183	188	191	147	150
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	105	64	228	279	251
资产减值损失	2	8	0	0	0
公允价值变动收益	(109)	(32)	0	0	0
其他收益	13	14	14	14	14
投资收益	58	69	69	69	69
营业利润	2274	2221	2416	2626	2703
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	10	0	0	0	0
利润总额	2267	2225	2419	2630	2706
所得税	588	534	599	651	670
少数股东损益	18	22	(30)	94	174
归属于母公司净利润	1660	1669	1850	1884	1862

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	7%	-2%	-24%	2%
营业利润	15%	-2%	9%	9%	3%
归母净利润	15%	1%	11%	2%	-1%
获利能力					
毛利率	39.6%	34.5%	40.2%	56.5%	57.1%
净利率	25.0%	23.5%	26.6%	35.8%	34.8%
ROE	13.5%	12.8%	13.4%	12.9%	12.1%
ROIC	8.8%	8.2%	9.1%	9.7%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	39.1%	36.8%	34.6%	33.4%
净负债比率	30.0%	27.3%	25.6%	25.2%	24.3%
流动比率	2.9	3.6	5.6	9.5	10.7
速动比率	2.9	3.6	5.6	9.5	10.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
存货周转率	874.8	1044.4	988.5	743.9	1048.3
应收账款周转率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
应付账款周转率	6.5	6.2	5.1	3.8	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.97	0.98	1.08	1.10	1.09
每股经营净现金	1.55	1.54	2.14	2.07	2.14
每股净资产	7.41	7.80	8.33	8.78	9.21
每股股利	0.58	0.59	0.65	0.66	0.65
估值比率					
PE	14.7	14.6	13.2	12.9	13.1
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.6	12.1	6.6	6.5	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。