



公司评级 **买入（维持）**
 报告日期 2025 年 12 月 02 日

基础数据

11月28日收盘价(元)	15.39
总市值(亿元)	262.95
总股本(亿股)	17.09

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】皖通高速 2024 年报点评：
 宣广改扩建通车，未来成长性领先行业-
 2025.04.07
 持续注入优质路产，现金收购增厚业绩-
 2025.02.06

分析师：陈尔冬

S0190524080005
 chenerdong@xyzq.com.cn

分析师：王凯

S0190521090002
 wangkai21@xyzq.com.cn

分析师：张晓云

S0190514070002
 zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

皖通高速(600012.SH)

收购同业股权，未来成长性领先行业

投资要点：

- 皖通高速与山东高速集团有限公司（下称“山高集团”）于 2025 年 10 月 21 日签署了《股份转让协议》，拟通过非公开协议转的方式受让山高集团持有的山东高速股份有限公司（下称“山东高速”）7%股份，交易价格为人民币 8.92 元/股，交易金额为 30.19 亿元。交易价格相对协议签署日前一交易日山东高速收盘价 9.01 元折价约 1%，相对最新收盘价（11 月 28 日）折价约 2.8%。交易完成后，山高集团在山东高速的持股比例将从 70.57% 下降至 63.57%，皖通高速将成为山东高速的第三大股东，仅次于山高集团、招商公路（16.21%）；锁定期为 12 个月。
- 本次交易彰显了公司进一步做大做强公路主业的信心。预计本次交易将在 2026 年落地，皖通高速可向山东高速派驻一位董事，未来将以权益法核算、计入长期股权投资收益，山东高速股价波动将不影响皖通高速利润表。假设本次交易在 2026 年年初完成（山东高速全年业绩计入皖通高速长期股权投资收益），考虑财务费用后，预计对公司的业绩贡献 2 亿元左右、增厚约 10%。
- 本次交易不构成关联交易，也不构成重大资产重组，且尚需提交公司股东大会审议，相关股份的交割及过户能否最终顺利完成尚存在不确定性。
- **投资策略：**皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，核心路产盈利能力强，宣广高速改扩建通车、泗许高速和阜周高速收购的落地、高界高速改扩建、S98 新路建设项目、以及收购山东高速 7% 股权均贡献未来新的利润增长点。公司承诺 2025-2027 年现金分红率不低于 60%。假设本次交易于 2026 年初完成，我们调整盈利预测，预计公司 2025 年-2027 年可实现归母净利润 19.70 亿元、22.00 亿元、19.63 亿元，对应 11 月 28 日收盘价，PE 估值为 13.3X、12.0X、13.4X。假设公司分红率维持 60%，2025 年-2027 年 A 股股息率分别为 4.50%、5.02%、4.48%，H 股股息率分别为 5.50%、6.14%、5.48%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济发展失速；《收费公路管理条例》修订不及预期；改扩建项目收益率不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7092	6688	8204	11474
同比增长	6.9%	-5.7%	22.7%	39.9%
归母净利润(百万元)	1669	1970	2200	1963
同比增长	0.6%	18.1%	11.7%	-10.8%
毛利率	34.5%	47.8%	43.2%	29.6%
ROE	12.5%	14.1%	14.8%	12.6%
每股收益(元)	0.98	1.15	1.29	1.15
市盈率	15.8	13.3	12.0	13.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表					单位: 百万元	利润表					单位: 百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	5363	5940	4052	4410		营业总收入	7092	6688	8204	11474	
货币资金	4778	5301	3398	3662		营业成本	4645	3489	4663	8081	
交易性金融资产	0	0	0	0		税金及附加	32	30	36	51	
应收票据及应收账款	0	0	0	0		销售费用	0	0	0	0	
预付款项	3	2	2	4		管理费用	188	168	226	316	
存货	4	5	7	12		研发费用	0	0	0	0	
其他	578	632	645	732		财务费用	64	270	318	323	
非流动资产	19051	23037	26177	27856		投资收益	69	75	260	269	
长期股权投资	166	169	3169	3169		公允价值变动收益	-32	0	0	0	
固定资产	1034	1027	795	563		信用减值损失	0	0	0	0	
在建工程	245	255	265	275		资产减值损失	0	0	0	0	
无形资产	16427	20302	20689	22600		营业利润	2221	2823	3236	2988	
商誉	0	0	0	0		营业外收支	4	0	0	0	
其他	1180	1284	1259	1249		利润总额	2225	2823	3236	2988	
资产总计	24414	28977	30229	32267		所得税	534	706	809	747	
流动负债	1488	1942	2227	3438		净利润	1691	2117	2427	2241	
短期借款	0	0	0	0		少数股东损益	22	147	227	278	
应付票据及应付账款	866	591	790	1369		归属母公司净利润	1669	1970	2200	1963	
其他	622	1351	1437	2068		EPS(元)	0.98	1.15	1.29	1.15	
非流动负债	8065	11354	11254	11054							
长期借款	6382	9262	9162	8962							
其他	1683	2092	2092	2092							
负债合计	9553	13297	13481	14492							
股本	1659	1709	1709	1709							
未分配利润	11201	11657	12167	12622							
少数股东权益	1526	1673	1900	2178							
股东权益合计	14861	15681	16748	17775							
负债及权益合计	24414	28977	30229	32267							
现金流量表					单位: 百万元	主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
归母净利润	1669	1970	2200	1963		成长性					
折旧和摊销	883	1126	1276	1320		营业总收入增长率	6.9%	-5.7%	22.7%	39.9%	
营运资金的变动	23	127	270	1116		营业利润增长率	-2.3%	27.1%	14.6%	-7.7%	
经营活动产生现金流量	2629	3561	4057	4748		归母净利润增长率	0.6%	18.1%	11.7%	-10.8%	
资本支出	-2334	-5005	-1440	-3010		盈利能力					
长期投资	-99	-82	-2976	10		毛利率	34.5%	47.8%	43.2%	29.6%	
投资活动产生现金流量	-1960	-5012	-4156	-2731		归母净利率	23.5%	29.5%	26.8%	17.1%	
债权融资	1655	3576	-100	-200		ROE	12.5%	14.1%	14.8%	12.6%	
股权融资	72	0	0	0		偿债能力					
融资活动产生现金流量	484	1975	-1805	-1754		资产负债率	39.1%	45.9%	44.6%	44.9%	
现金净变动	1153	523	-1903	264		流动比率	3.60	3.06	1.82	1.28	
						速动比率	3.31	2.81	1.61	1.14	

数据来源: 携宁、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn