

中原高速 (600020)

金控平台初见雏形，股价尚存翻倍空间

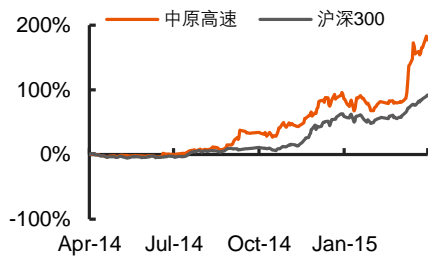
强烈推荐 (首次)

现价: 5.96 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.zygs.com
大股东/持股	河南交通投资/45.09%
实际控制人/持股	河南省人民政府/45.09%
总股本(百万股)	2,247
流通 A 股(百万股)	2,247
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	134.84
流通 A 股市值(亿元)	134.84
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	80.80

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资资格编号
S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@pingan.com.cn

研究助理

罗晓娟 一般从业资格编号
S1060114080008
010-56800142
LUOXIAOJUAN567@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **“公路+金融”综合发展模式，兼具国企改革概念：**中原高速为目前河南省交通行业唯一一家上市公司。近年来公司不断参股控股各种金融机构，致力于打造一个综合的类金控平台。随着国企改革的深入，公司国企改革特征逐渐凸显。
- **立足公路主业：**公司 2014 年度计划路桥通行费收入 29 亿元，上半年完成全年计划的 48.76%，较上年同期增加 6.38%，毛利率较上年同期提高 9.31 个百分点。同时中央区域城市群规划政策落地，标志中国的城市群规划已进入正式编制阶段，将对基础性的交通运输上市公司形成利好。
- **金控平台雏形初现，金融板块严重低估：**2014 年中原高速金控平台雏形基本搭建，目前大比例参股了信托、银行、保险、投资，公司参与筹备的保险公司已经获得牌照，未来公司可能继续加大其他金融牌照的获取。随着公司金控平台搭建完毕，金融业务对公司利润贡献会进一步提升。
- **投资建议：**按照我们对 2015 年度相关财务数据的预测，高速板块估值在 120-135 亿，金融板块估值为 125 亿，公司总市值在 246-260 亿之间，目前股价仅仅反映高速公路估值，我们认为公司股价存在翻倍空间，我们给予公司“强烈推荐”评级，目标价 12.0 元。
- **风险提示：**宏观经济表现不及预期，影响基础设施建设增速；金融板块发展不及预期；公司业务协同不及预期等风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3971	3051	4019	4751	5464
YoY(%)	51.2	-23.2	31.7	18.2	15.0
净利润(百万元)	520	395	1035	1390	1824
YoY(%)	74.5	-24.0	162.0	34.3	31.2
ROE(%)	7.7	5.7	13.7	16.6	19.4
EPS(摊薄/元)	0.23	0.18	0.46	0.62	0.81
P/E(倍)	25.8	33.9	13.0	9.6	7.4
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

正文目录

一、中原高速简介：“公路+金融”双轮驱动发展	4
1.1 发展历程	4
1.2 股权结构	4
1.3 立足公路主业，涉足多元领域，布局金融板块	5
二、立足公路主业	6
2.1 行业发展趋势	6
2.2 公司通行费收入毛利大增，工程建设实现新突破，运营管理得到新提升	7
三、地产业务占比小，业绩下滑对公司影响微弱	8
四、金控平台初见出现	8
4.1 投资板块：依托秉原拓展投资业务	9
4.2 银行板块：中原银行开始营业	9
4.3 信托板块：中原信托业绩表现亮眼	10
4.4 保险板块：中原农业保险筹建获得批复	11
五、投资建议	11
5.1 公路板块	11
5.2 地产板块	11
5.3 金融板块	11
5.4 投资建议	13
六、风险提示	13

图表目录

图表 1	中原高速大事记.....	4
图表 2	中原高速股权结构.....	5
图表 3	中原高速主要子公司、参股公司.....	5
图表 4	2000-2013 高速公路总里程（万公里）.....	6
图表 5	2006-2014 汽车保有量（百万辆）.....	6
图表 6	2014 上半年中原高速通行费收入构成（百万元）.....	7
图表 7	截止 2014 上半年在建和已完成的地产项目.....	8
图表 8	秉原投资参股控股子公司.....	9
图表 9	2009-2013 年中原信托资产总额（亿元）和资本利润率.....	11
图表 10	中原银行可比公司指标对比.....	12
图表 11	中原信托可比公司指标对比.....	12
图表 12	中原农业保险可比公司指标对比.....	12
图表 13	中原高速金融板块估值.....	13

一、 中原高速简介：“公路+金融” 双轮驱动发展

1.1 发展历程

2000年，河南中原高速公路股份有限公司由河南高速公路发展有限责任公司、华建交通经济开发中心、河南省高速公路实业开发公司、河南省交通规划勘察设计院以及河南公路港务局等五家法人单位共同发起设立。2003年在上交所上市，为目前河南省交通行业唯一一家上市公司。2011年5月，河南交通投资集团通过受让股权方式成为公司控股股东。

作为河南省高速公路建设在资本市场的长期融资窗口、资本运作载体以及优良公路资产的经营管理者，中原高速成立以来，按照市场经济和建立现代企业制度的要求，以及国家产业政策和公路发展规划，坚持以高等级公路、大型及特大型独立桥梁等交通基础设施项目投资、经营管理和维护为主营业务，同时还涉足房地产开发、石油化工等领域，此外，近年来公司不断参股控股各种金融机构，致力于打造一个综合的类金控平台。

图表1 中原高速大事记

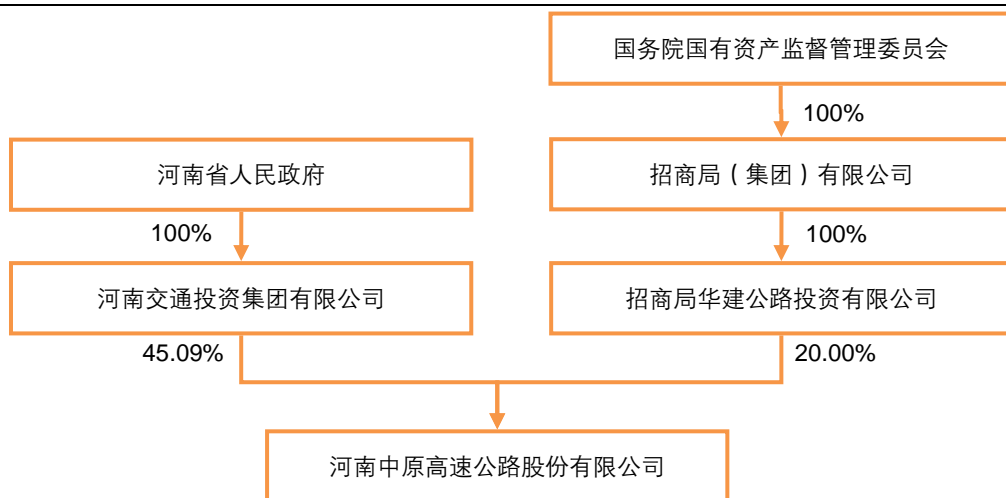
时间	事件
2000年12月	中原高速在河南省工商行政管理局登记注册成立
2003年8月	中原高速公开发行2.8亿人民币普通股（A股）在上海证券交易所上市交易
2008年5月	中原高速投资入股中原信托的股东资格，占其增资扩股后总股份的33.28%
2008年7月	中原高速全资投资设立了北京秉原创业投资有限公司
2009年1月	公司全资控股子公司北京秉原投资有限公司参与出资设立的河南秉原投资担保有限公司，占担保公司注册资本的88.50%
2009年6月	公司以现金形式对秉原投资增资，注册资本由2亿元增至3亿元，该公司同时更名为北京秉原创业投资有限责任公司
2010年1月	秉原创投以存续分立的方式改组为两家公司，即继续存续的秉原创投和新设立的秉原投资控股有限公司，公司将持有的秉原创投100%股权增资注秉原投资
2010年10月	公司对秉原投资增资4亿元人民币，增资后秉原投资注册资本为7亿元人民币
2011年4月	中原高速入股新乡银行，占其增资扩股后总股份的9.98%
2011年5月	公司控股股东高发公司、公司股东实业公司以及公路港集团将其分别持有的股份无偿划转至河南交通投资集团，占公司总股本的45.09%，成为公司控股股东。
2011年10月	中原高速入股开封商行，占其增资扩股后总股份的9.92%
2014年9月16日	保监会同意河南省农业综合开发公司、中原高速等17家公司共同发起筹建中原农业保险股份有限公司，注册资本人民币11亿元，公司以自有资金2亿元参与发起设立中原农业保险，为其主要股东之一
2014年12月	银监会同意开封市商业银行、安阳银行、鹤壁银行、新乡银行等银行合并重组设立中原银行股份有限公司，根据现有方案将对中原银行持股1.59%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 股权结构

中原高速的实际控制人为河南省人民政府，通过控股河南交通投资集团有限公司直接持有中原高速45.09%的股份。

图表2 中原高速股权结构

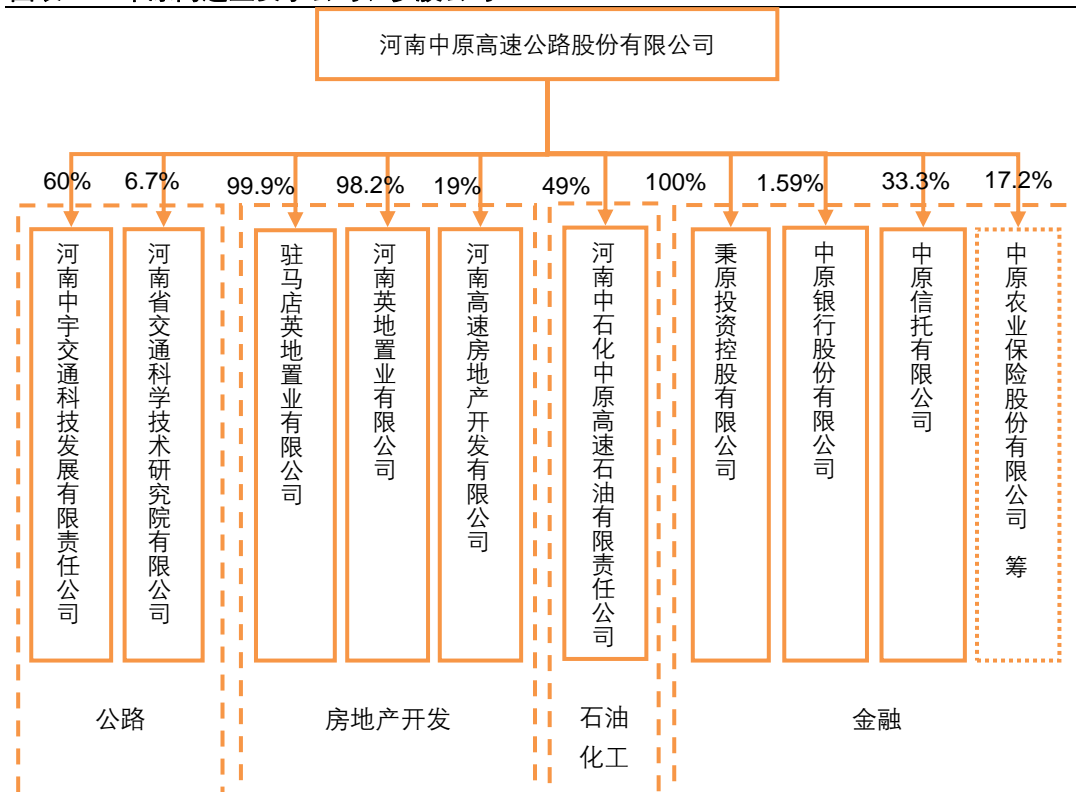


资料来源：公司半年报、平安证券研究所

1.3 立足公路主业，涉足多元领域，布局金融板块

中原高速旗下除了与公路相关的板块外，还涉足房地产开发、石油化工和金融板块。在金融板块中，涵盖投资公司、信托公司、商业银行、保险公司（筹建中），布局覆盖金融全行业的类金控平台的雏形逐渐清晰。

图表3 中原高速主要子公司、参股公司



资料来源：公司半年报、公司公告、平安证券研究所

二、立足公路主业

公司 2014 上半年实现主营业务收入 14.22 亿，同比增长 0.69%，主营业务成本为 4.86 亿，同比减少 17.93%，毛利率为 65.76%，同比增加 7.76%。其中，通行费业务收入 14.14 亿，同比增长 6.38%，成本为 4.82 亿，同比减少 16.44%，毛利率为 65.9%，毛利率较上年同期提高 9.31 个百分点。通行费业务对主营业务收入的贡献率为 89.21%，为公司第一大收入来源。

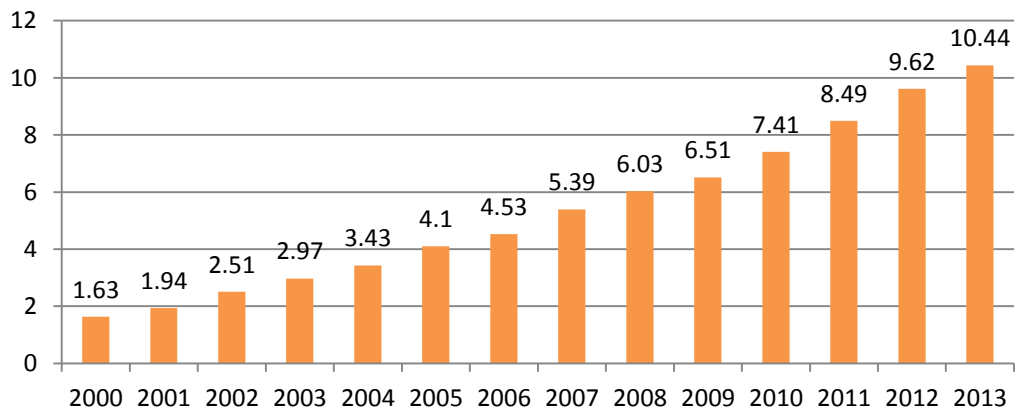
2.1 行业发展趋势

高速公路运营企业的收入主要来源是车辆通行费，其决定因素是收费标准和车流量，而车流量主要由高速公路总里程、车辆保有量等因素决定。

2.1.1 高速公路总里程保持增长趋势

从 2000 年开始，高速公路的总里程一直保持着增长的趋势，根据《国家公路网规划》，国家高速公路规划里程将由 8.5 万公里增加到 11.8 万公里，增加 3.3 万公里；目前已建成 7.1 万公里，在建约 2.2 万公里，待建约 2.5 万公里，分别占 60%、19%和 21%。

图表4 2000-2013 高速公路总里程（万公里）

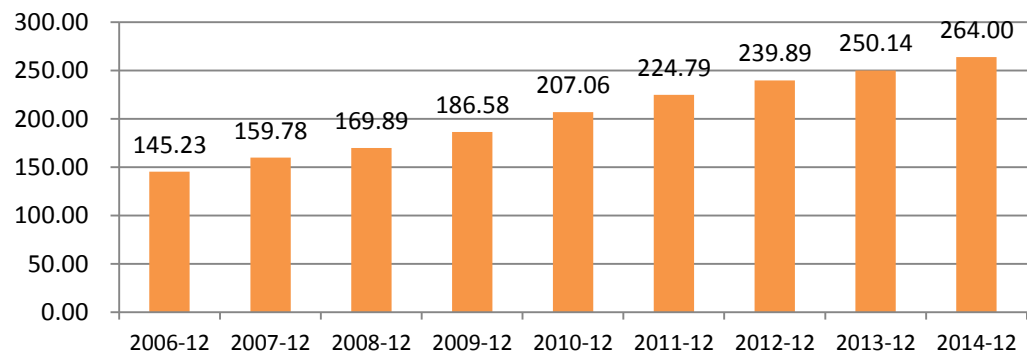


资料来源：wind，平安证券研究所

2.1.2 汽车保有量保持增长趋势

机动车保有量逐年保持增长趋势，2014 年与 2006 年相比翻了近两番。

图表5 2006-2014 机动车保有量（百万辆）



资料来源：wind，平安证券研究所

2.1.3 区域城市群规划政策落地，利好高速公路

国务院近日批复同意《长江中游城市群发展规划》，这是贯彻落实长江经济带重大国家战略的重要举措，也是《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》出台后国家批复的第一个跨区域城市群规划，对于加快中部地区全面崛起、探索新型城镇化道路、促进区域一体化发展具有重大意义。

中国的城市群规划已进入正式编制阶段，初步从重点培育国家新型城镇化政策作用区的角度出发，确定打造20个城市群，包括5个国家级城市群、9个区域性城市群和6个地区性城市群。

其中，重点建设五大国家级城市群，包括长江三角洲城市群、珠江三角洲城市群、京津冀城市群、长江中游城市群和成渝城市群。稳步建设九大区域性城市群（国家二级城市群），包括哈长城市群、山东半岛城市群、辽中南城市群、海峡西岸城市群、关中城市群、中原城市群、江淮城市群、北部湾城市群和天山北坡城市群。引导培育六大新的地区性城市群，包括呼包鄂榆城市群、晋中城市群、宁夏沿黄城市群、兰西城市群、滇中城市群和黔中城市群。

各个区域城市群规划的编制以及陆续获批将对基础性的交通运输上市公司形成利好。

2.2 公司通行费收入毛利大增，工程建设实现新突破，运营管理得到新提升

2.2.1 公司通行费收入分析

公司2014年度计划路桥通行费收入29亿元，上半年公司实现通行费收入14.14亿元，完成全年计划的48.76%，较上年同期13.29亿元增加6.38%，毛利率较上年同期提高9.31个百分点。

通行费收入的提升，受益于公路总里程的增加以及车流量的增加。毛利率的提高除了源于收入的提升外，更得益于成本的控制，公司本着“当省不用、当用不省、量入为出”的原则，减少非生产经营性支出，预算执行过程中对每一项支出都严格把关、精打细算，使得上半年营业成本同比大幅下降。

此外，公司第四届董事会第三十四次会议通过的《关于公司会计估计变更的议案》，从2013年10月1日起按重新预测的各路桥剩余经营期限的车流量计提折旧，该事项影响公司本期折旧费用降幅较大，增加净利润11,260.45万元。

图表6 2014上半年中原高速通行费收入构成（百万元）

业务名称	营业收入	同比增减	营业成本	同比增减	毛利率	同比增减
郑漯路	706.95	1.71%	188.98	-23.47%	73.3%	8.80%
漯驻路	299.12	3.41%	44.17	-23.90%	85.2%	5.30%
郑尧路	257.98	16.05%	137.92	-1.86%	46.5%	9.76%
郑新黄河大桥	37.29	16.49%	30.90	3.64%	17.1%	10.27%
永登路永城段	12.22	91.67%	18.12	-37.19%	-48.3%	304.20%
郑民路郑开段	89.38	14.00%	51.71	-19.10%	42.1%	23.67%
济祁路永城段	11.35	87.72%	10.49	15.88%	7.6%	57.31%
通行费收入总计	1,414.29	6.38%	482.30	-16.44%	65.9%	9.31%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2.2 工程建设实现新突破

一方面积极协调地方政府，要政策，创环境，为工程建设扫清障碍；一方面加强项目督导，统筹进度，狠抓质量，超额完成半年投资任务。续建项目，漯驻改扩建项目部力推“一标杆、二平台、三集中、四标准”管理模式；商登高速商丘段、开封段“春季大干”土方填筑活动成效显著，形象进度日新月异

异。已通车项目：永登永城段、济祁一期、郑民高速、郑漯改扩建、郑新黄河大桥的竣工验收工作积极推进。

2.2.3 运营管理水平得到新提升

以“微笑中原”为载体，深入开展收费优质服务活动，窗口形象不断彰显，司乘满意度显著提高；加大收费稽查力度，重点治理 ETC 大车小标、冲磅、货车计重作弊、假冒“绿通”车辆等行为，处理各类逃漏费车辆 366 台次，挽回通行费近 13 万元。机电系统运行平稳，为高速公路体系良好运转提供了及时、准确的信息服务；驻马店、平顶山分公司作为机电自维试点单位，故障自行处置率达 96%。完成了春运、“五一”、恶劣天气、重大活动期间的安全保通任务，上半年处理路产事故 415 起，追回路产损失 157 万元。以“养护精细化管理百日竞赛活动”为载体，开展春季绿化、路面病害调查工作，保证了路况完好、通行舒适。郑州南、禹州、许昌、漯河、驻马店服务区开设外卖亭，平顶山南、禹州服务区设立旅游票务代售点，为司乘提供了方便，节约了时间。

三、地产业务占比小，业绩下滑对公司影响微弱

2014 年上半年公司房地产销售收入 40.16 万元，同比减少 95.0%，成本为 18.44 万元，同比减少 82.2%，毛利率为 54.08%，同比减少 33.0%。

地产业务收入和毛利率的减少，主要是受到 2013 年底开始地产市场低迷的冲击，公司上半年减缓了开发速度，土地的账面价值为 10.25 亿，收入减少的同时成本也相应减少，从而仍然保持了 54.08% 的较高毛利。且业务运行良好，英地天骄华庭二期收尾工程接近尾声，英地金台府邸项目开工建设，许昌泰和院建设进度全面加快。

此外，房地产收入对主营业务收入的贡献率仅为 0.25%，对整个公司的收入影响不大。

图表7 截止 2014 上半年在建和已完成的地产项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资 (万元)	期末数(万 元)	期初数(万 元)	期末跌价准 备(万元)
天骄华庭二期	2011 年	2014 年	100,000.00	86,176.59	81,340.77	-
许昌英地泰和院项目	2010 年	2014-2020 年	22,000.00	15,930.93	14,044.34	-
郑东新区金台府邸项目	2013 年	2016 年	135,000.00	70,750.77	66,511.75	-
天骄华庭一期(已建成)	2012 年	-	966.30	6.60	184.44	788.46
合计			257,966.30	172,864.90	162,081.30	788.46

资料来源：公司半年报、平安证券研究所

四、金控平台初见雏形

2014 年上半年公司金融板块实现投资收益 1.63 亿元，同比增加 50.7%，主要系联营企业中原信托有限公司、上海秉原兆资产管理中心(有限合伙)本期盈利增加所致。大大超过通行费业务、房地产销售、技术

服务业务收入增速。

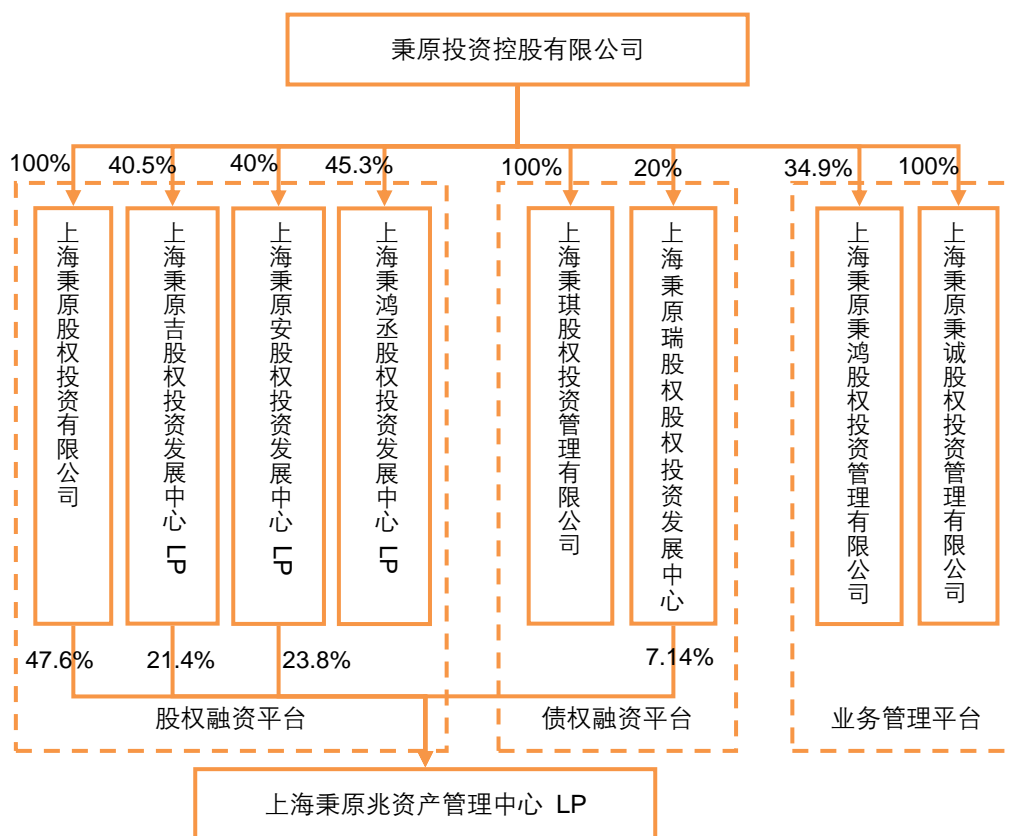
4.1 投资板块：依托秉原拓展投资业务

中原高速的全资子公司秉原投资成立于 2008 年，是国内较早按照市场化运作的专业投资机构，是河南交通投资集团有限公司旗下唯一的投资公司，注册资金 7 亿元。

秉原投资公司专注于地产基金、现代农业、节能环保、文化传媒等多个投资领域，业务横跨基金管理、个人金融、资产管理、直接投资等领域，致力于为高端客户提供专业定制化资产管理解决方案。

秉原投资积极为国内中小企业提供多渠道、全方位的投融资服务。公司创立以来参与、发起和设立了源升地产基金、秉原一期债权（地产）基金，秉原一期、秉原二期股权基金多支基金，管理规模达数十亿元。其中秉原一期、二期股权基金发起投资的“好想你枣业”、“大连易世达”、“烟台万润”、“温州宏丰”、“太空板业”、“智美传媒”已在国内 A 股及香港主板市场成功上市。

图表8 秉原投资参股控股子公司



资料来源：公司网站、公司半年报、平安证券研究所

4.2 银行板块：中原银行开始营业

2014 年 12 月 19 日，中原高速收到银监会的《中国银监会关于筹建中原银行股份有限公司的批复》（银监复〔2014〕933 号），同意开封市商业银行、安阳银行、鹤壁银行、新乡银行等合并重组设立中原银行。公司对新乡银行的持股比例为 9.92%，对开封商行的持股比例为 9.92%。

根据中原银行目前的合并重组方案，合并重组后，中原银行总股本 154.71 亿股，公司持有中原银行 244,903,275 股，持股比例为 1.59%，最终以有关行政主管部门批复为准。12 月 26 日，中原银行正式开始营业，截至成立日，资产规模 2094 亿，负债规模 1882 亿，共有 428 家营业网点，员工 10836 人。

中原银行下一步发展，将着力围绕传统业务模块、创新业务模块和未来银行模块三大战略，实现跨越式发展。一是传统业务模块，立足现有 13 家城商行业务特色，服务地方经济、服务小微企业、服务中原百姓。二是创新业务模块。将积极构建投资银行、基金管理、金融租赁、资产管理等业务的综合金融平台，开展债券承销、资产证券化等业务，实现创新业务的突破式增长，打造中原银行重要的战略支撑。三是互联网金融模块，将以科技为支撑，重点布局包括移动金融在内的线上金融，以突破物理网点的限制，顺应互联网时代竞争的需要。未来，互联网金融尤其是移动金融，将成为中原银行的核心竞争力。

4.3 信托板块：中原信托业绩表现亮眼

2014 年上半年公司金融板块实现投资收益 1.63 亿元，其中中原信托贡献 9,649.38 万元，对投资收益总额的贡献比达 59.2%。

4.3.1 信托行业发展前景分析

2015 年 1 月 30 日，中国信托业协会公布 2014 年 4 季度末信托公司主要业务数据，信托资产规模达到 13.98 万亿，实现经营收入 954.95 亿元，尽管全行业增速放缓，依然再创历史新高，行业企稳态势明显，系统风险总体可控。信托业一方面面临经济下行和市场竞争对传统业务的冲击，另一方面各信托公司处于传统与创新业务结构模式的转型交替阶段。2014 年银监会主席助理杨家才在中国信托业年会上进一步提出受托、经纪、维权、核算、机构、股东、行业、监管等八项责任的落实问题，对今后的信托业发展提出了更为严苛的要求。

信托业受区域、体制、机制等因素局限，应对当前各类市场竞争的压力相对更大，尽管如此，从长远来看，伴随国内高净值人群的持续增长，财富管理需求随之增长，资产管理市场前景广阔，潜力无限。近几年的高速发展为信托业积累了丰富的资管经验和殷实的资本实力，竞争力不容小觑。就目前国内经济形势而言，传统业务仍将是现阶段信托公司生存不可或缺的重要选择，在稳固现有传统业务的同时，加速业务转型升级，改革创新才能保障信托公司未来的辉煌。

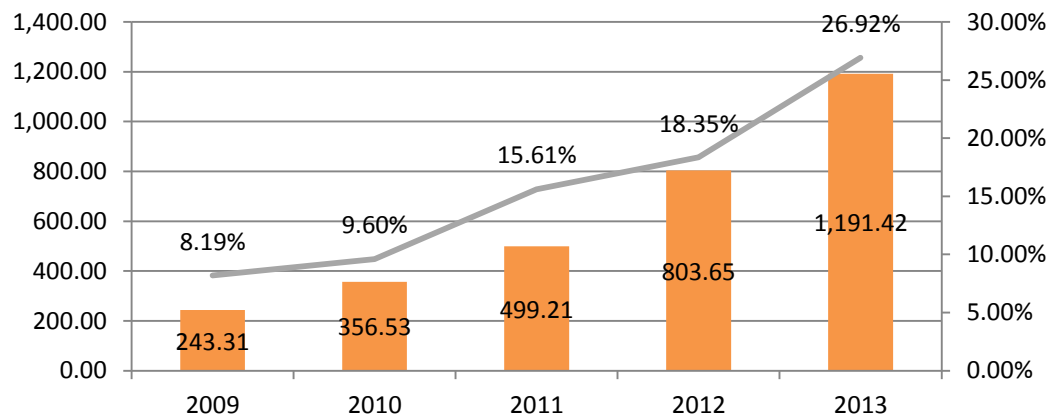
4.3.2 中原信托资产总额和利润指标持续增长

中原信托成立于 1985 年，注册资本为 5.9 亿元，2012 年 6 月注册资本增加至 15 亿元。中原高速是其第二大股东，控股比例为 33.3%，其第一大股东为河南投资集团有限公司，控股比例为 48.4%，公司实际控制人为河南省人民政府，间接控股 81.8%。

公司的业务主要是信托业务和自营资产管理业务。截至 2014 年 12 月末，累计管理信托财产 3508 亿元，按时足额交付到期信托财产 2223 亿元，累计向客户分配信托收益 300 亿元，实现自主开发类产品信托本金、收益兑付率 100%。全部到期信托项目均实现信托目的。

近几年，中原信托的信托规模和资本利润率增长速度不断提升。

图表9 2009-2013 年中原信托资产总额（亿元）和资本利润率



资料来源：公司年报、平安证券研究所

4.4 保险板块：中原农业保险筹建获得批复

2014年9月，公司收到保监会《关于筹建中原农业保险股份有限公司的批复》，同意河南省农业综合开发公司、河南中原高速公路股份有限公司等17家公司共同发起筹建中原农业保险股份有限公司，注册资本人民币11亿元，注册地河南省郑州市。2012年10月26日，经公司第四届董事会第十四次会议审议通过《关于公司参与发起筹建中原农业保险股份有限公司的议案》，同意公司以自有资金2亿元参与发起设立中原农业保险，为其主要股东之一。

五、 投资建议

本报告将依据分部估值法对公司的各个板块进行估值。

5.1 公路板块

交通运输业营业和技术服务业 2014 年上半年总营业收入为 14.18 亿元，总营业成本 4.85 亿元，毛利润总额为 9.33 亿元，预计 2015 年全年高速公路板块净利润为 8-9 亿元。根据行业平均水平，取 15 倍 PE，估计市值为 120-135 亿元。

5.2 地产板块

房地产 2014 年上半年营业收入为 402 万元，营业成本为 184 万元，毛利润为 218 万元，预计 2014 年全年净利润为 349 万元。根据行业平均水平，取 26.5 倍 PE，估计市值为 0.92 亿元。

5.3 金融板块

5.3.1 投资板块

秉原投资 2014 年上半年净利润为 0.48 亿元，估计 2014 年全年利润为 1 亿，2015 年为 1.3 亿，根据创投企业平均估值，取 40 倍 PE，估计市值为 52 亿元。

5.3.2 银行板块

中原银行刚刚成立，可按其注册资本，根据其在行业的可比公司兴业银行和北京银行，取平均 1.49 倍 PB，估计市值为 229.7 亿元。按照中原高速占比 1.59% 比例，归属中原高速市值 3.65 亿。

图表10 中原银行可比公司指标对比

2014 年 12 月 31 各指标	中原银行	兴业银行(14 年 3 季度)	北京银行(14 年 3 季度)
注册资本 (亿元)	154.71	191.82	105.6
资产总计 (亿元)	2094	39956	14906
无形资产 (亿元)	0 (近似)	4.87	6.27
净资产 (亿元)	154.71 (近似)	186.95	99.33
PB (2014 年)	1.49	1.59	1.38

数据来源: wind、平安证券研究所

5.1.3 信托板块

在信托行业，我国仅有两家上市公司，即安信信托和陕西国际信托，根据相关指标对比，中原信托的各指标大致介于两者之间，所以取平均 PE 为 36.21，静态看公司市值为 202.1 亿元。按照中原高速持股 33.3% 的比例计算，公司持有的信托板块市值为 67.3 亿。

图表11 中原信托可比公司指标对比

2013 年 12 月 31 各指标	中原信托	安信信托	陕西国际信托
注册资本 (亿元)	15	4.5	12
资产总计 (亿元)	25.23	16.00	39.29
总营业收入 (亿元)	9.61	8.37	8.32
净利润 (亿元)	5.58	2.79	3.13
EPS (元/股)	0.37	0.62	0.26
净资产收益率	25.65%	37.40%	9.25%
PE (2014 年)	36.21	17.89	54.53

数据来源: wind、平安证券研究所

5.1.4 保险板块

中原农业保险仍在筹建中，可按其注册资本估值，由于参股金额为 2 亿元，因此估值 2 亿。

图表12 中原农业保险可比公司指标对比

2013 年 12 月 31 各指标	中原农业保险	中国财险
注册资本 (亿元)	11	148.28
PB (2014 年)		17.89

数据来源: wind、平安证券研究所

据金融板块各部分的估计市值，可得出金融板块总市值为 124.95 亿元。

图表13 中原高速金融板块估值

	市值 (亿)	中原高速占比	归属于中原高速市值 (亿)
秉原投资	52	100	52
中原银行	229.7	1.59	3.65
中原信托	202.1	33.3	67.3
中原农业保险	11	17.2	2
金融板块估值			124.95

资料来源: wind, 平安证券研究所

5.4 投资建议

在不考虑公司各项业务之间协同效应的情况下，中原高速的合理市值在 245.87-260.87 亿元之间，公司股价的合理区间为 10.4-11.6 元。考虑到中原银行刚刚组建，中原农业保险还在筹建过程，未来公司还有更大的增长空间，因此我们首次给予公司“强烈推荐”评级。

我们认为公司股价存在翻倍空间，给予 12.0 元目标价格。

六、风险提示

宏观经济表现不及预期，影响基础设施建设增速；金融板块发展不及预期；公司业务协同不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	5517	6642	5835	7027
现金	3280	3518	2421	4975
应收和预付账款	505	688	723	785
其他应收款	-	-	-	-
存货	1630	2253	2488	946
其它流动资产	103	184	203	322
非流动资产	29424	31275	32799	35447
长期投资	2591	3500	3640	4355
投资性房地产	70	81	152	243
固定资产	18549	19326	20097	21023
无形资产	7964	8143	8631	9523
其他非流动资产	249	224	278	303
资产总计	34941	37918	38633	42474
流动负债	6576	8971	8907	11728
短期借款	2700	3000	3300	4200
应付账款	3876	5971	5607	7528
其他流动负债	-	-	-	-
非流动负债	21378	21378	21378	21378
长期借款	19350	19350	19350	19350
其他非流动负债	2028	2028	2028	2028
负债合计	27954	30348	30285	33106
少数股东权益	17	23	32	44
股本	2247	2247	2247	2247
资本公积	1787	1787	1787	1787
留存收益	2937	3512	4282	5290
归属母公司股东权益	6971	7546	8316	9324
负债和股东权益	34941	37918	38633	42474

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2181	6672	3036	7701
净利润	397	1042	1399	1836
折旧摊销	800	3133	2133	3504
财务费用	1329	2110	1548	3031
投资损失	-390	328	-2115	-762
营运资金变动	2136	6613	2965	7609
其他经营现金流	46	59	71	92
投资活动现金流	-2625	-1972	-2075	-2836
资本支出	32	-1534	-1572	-1529
长期投资	2591.27	3500.01	3639.81	4355.11
其他投资现金流	2	5	7	10
筹资活动现金流	2044	-4266	-1655	-1821
现金净增加额	1600.36	433.69	-694.40	3044.24

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3051	4019	4751	5464
营业成本	1360	1853	2223	2557
营业税金及附加	135	191	229	263
营业费用	37	37	44	51
管理费用	179	198	237	273
财务费用	1297	1111	1043	1018
资产减值损失	5	6	6	6
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	343	499	529	698
营业利润	382	1223	1689	2215
营业外收入	93	109	220	278
营业外支出	6	9	29	58
利润总额	469	1223	1689	2215
所得税	72	181	290	379
净利润	397	1042	1399	1836
少数股东损益	2	7	9	12
归属母公司净利润	395	1035	1390	1824
EBITDA	1764	2330	2728	3227
EPS (元)	0.18	0.46	0.62	0.81

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-23.2	31.7	18.2	15.0
归属于母公司净利润(%)	-24.0	162.0	34.3	31.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	55.43	55.02	55.02	55.02
ROE(%)	5.66	13.69	16.63	19.40
ROIC(%)	5.97	7.26	9.29	10.25
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	80.00	78.33	76.39	75.54
流动比率	0.67	0.81	0.99	1.07
速动比率	0.46	0.54	0.44	0.63
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.09	0.12	0.14	0.15
应收账款周转率	26.11	35.43	30.23	35.93
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.46	0.62	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.97	1.35	3.43
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.37	3.72	4.17
估值比率	-	-	-	-
P/E	33.9	13.0	9.6	7.4
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	24.80	33.50	33.04	19.82

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±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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

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。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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。

免责条款：

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。客户并不能仅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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033