



## 聚焦主业做大规模，加强分红提升价值

### 投资要点

- 推荐逻辑：**1) 中原高速系河南省路桥经营企业龙头，在主业稳健的基础上，发展房地产、银行、保险等多元化项目。24年上半年，公司通行费收入占比近80%，通行费是最主要利润来源。2) 公告披露，公司将英地置业、君宸置业、许昌英地等股权划转给高速房地产，后者更名为交投颐康，地产板块整合节点目标顺利完成。3) 实施积极的分红政策，以23年末总股本22.47亿股为基数，向普通股股东每10股派现金1.49元，分红比例首次超过40%，股息率约4%。
- 公司系河南省路桥经营企业龙头。**截至2024年6月底，中原高速管辖路段有机场高速、京港澳高速郑州至驻马店段、郑栾高速郑州至尧山段、郑民高速、商登高速、德上高速永城段，管辖总里程808公里。2024年上半年，公司通行费收入占比近80%，通行费是最主要利润来源。
- 公路行业周期性较弱，抗风险能力较强。**2023年，中国高速公路建设完成投资15955亿元，同比下降1.9%，投资规模仍维持高位。中央经济工作会议将2024年工作总基调确定为“稳中求进、以进促稳、先立后破”，预计2024年我国经济将呈现弱复苏状态。在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体仍有望保持稳定增长。
- 推动房地产板块整合，优化资源配置。**公司房地产业务投资建设采用滚动开发模式，项目主要分布郑州及三四线城市。2021-2023年房地产销售业务收入分别为8.5亿元、4.5亿元、2.1亿元，业务毛利率分别为47.5%、27.4%、26.6%。中报披露，公司已将高速房地产更名为河南交投颐康投资发展有限公司，后续将把旗下其他地产子公司划转给交投颐康。
- 压降财务费用，提升分红比例。**2021-2023年及2024年上半年，通行费收入分别为46.3亿元、36.3亿元、46.2亿元和21.5亿元，收费公路业务为收入和利润提供稳定来源。2024年上半年，公司着力优化存量债务，提前置换存量长期债务49.1亿元，节约当年利息0.6亿元，推动后续财务费用压降和降本增效战略深度实施。公司以2023年末总股本22.47亿股为基数，向普通股股东每10股派现金1.49元，分红比例首次超过40%。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为55.5、55.8、56.7亿元，归母净利润分别为8.7、9.3、9.9亿元，BPS分别为5.23、5.53、5.85元，对应PB分别为0.7、0.7、0.6倍。我们选取公路行业资产规模相仿的3家公司作为可比公司，24年平均PB为1倍。基于稳健性原则，给予公司2024年0.9倍PB，对应目标价4.71元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济与政策风险、路网效应及分流风险、建设管理风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5702.82	5546.01	5577.57	5667.17
增长率	-23.04%	-2.75%	0.57%	1.61%
归属母公司净利润(百万元)	828.43	871.68	925.31	994.20
增长率	489.67%	5.22%	6.15%	7.45%
每股收益EPS(元)	0.37	0.39	0.41	0.44
每股净资产BPS(元)	4.96	5.23	5.53	5.85
净资产收益率ROE	5.61%	5.96%	5.90%	6.14%
PE	10	9	9	8
PB	0.74	0.70	0.66	0.63

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡光悒  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58351859  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	22.47
流通A股(亿股)	22.47
52周内股价区间(元)	3.24-3.97
总市值(亿元)	80.68
总资产(亿元)	504.87
每股净资产(元)	4.99

### 相关研究

## 目 录

1 中原高速：河南省路桥经营企业龙头.....	1
2 公路行业周期性较弱，抗风险能力较强.....	2
3 做大做强主业，做专做优辅业.....	4
4 压降财务费用，提升分红比例.....	8
5 盈利预测与估值.....	10
6 风险提示.....	11

## 图 目 录

图 1: 公司股权关系图 (截至 2024H1)	1
图 2: 公司营业收入构成 (2024H1)	1
图 3: 公司毛利构成 (2024H1)	1
图 4: 营业收入收入及增速 (亿元)	2
图 5: 扣非净利润及增速 (亿元)	2
图 6: 2017-2023 年中国高速公路建设投资情况	2
图 7: 近年来我国旅客周转总量及公路旅客周转量占比 (亿人公里)	3
图 8: 近年来我国货物周转总量及公路货物周转量占比 (亿吨公里)	3
图 9: 河南省高速公路网规划 (2021-2035 年)	4
图 10: 公司收费公路业务收入毛利情况 (亿元)	8
图 11: 公司综合毛利率	8
图 12: 公司期间费用 (亿元)	9
图 13: 公司资产负债率	9
图 14: 公司投资收益与其他收益 (亿元)	9
图 15: 公司净资产收益率	9
图 16: 公司现金分红情况 (元)	10

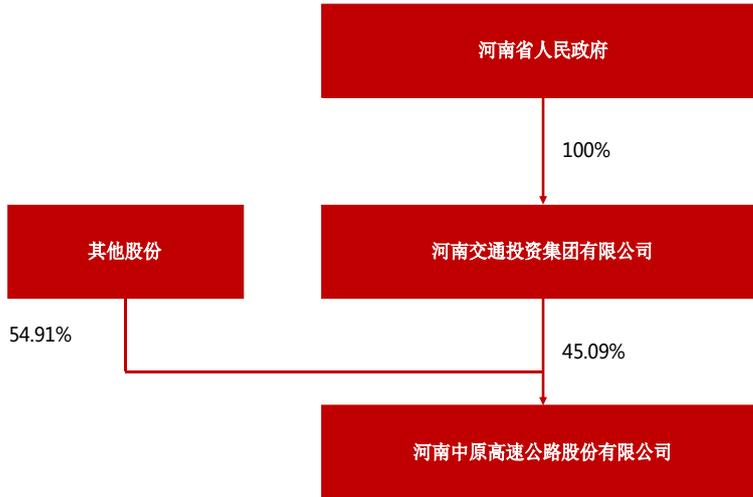
## 表 目 录

表 1: 2024 年 3 月末公司收费公路资源情况表 (公里)	5
表 2: 公司主要收费高速公路运营情况 (亿元, 万元/公里/年, 辆)	5
表 3: 截至 2024 年 3 月末在建项目情况 (公里, 亿元)	6
表 4: 2024 年 3 月末公司房地产已完成开发项目情况 (亿元, 万平方米)	6
表 5: 截至 2024 年 3 月末公司房地产在建在售项目情况 (亿元, 万平方米)	7
表 6: 公司主要直接投资情况 (% , 亿元)	8
表 7: 收入成本预测	10
表 8: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	12

## 1 中原高速：河南省路桥经营企业龙头

河南中原高速公路股份有限公司是经河南省人民政府批准,于2000年12月28日成立。2003年8月8日,中原高速公开发行的2.8亿人民币普通股(A股)股票在上海证券交易所上市交易,为目前河南省交通行业唯一一家上市公司。公司总股本为22.47亿股,控股股东河南交通投资集团持股比例45.09%。

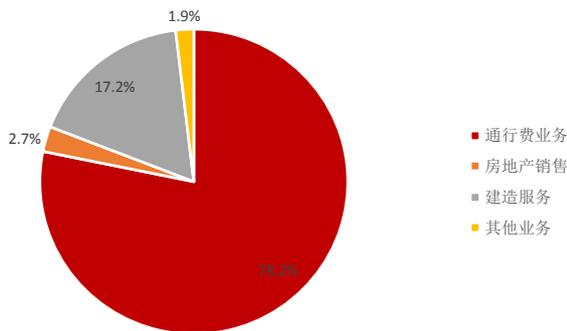
图 1：公司股权关系图（截至 2024H1）



数据来源：公司中报，西南证券整理

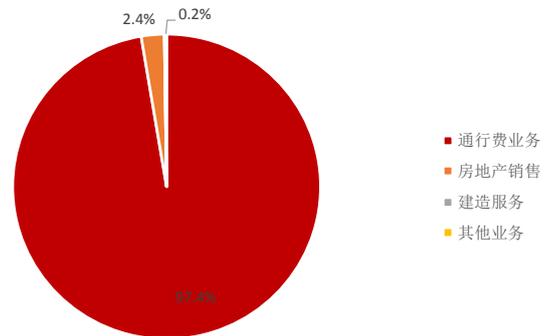
公司从事高速公路投资与运营、房地产开发及金融投资等业务，主业核心路产质量优良，是收入和利润重要来源，多元业务房地产开发随结转项目差异而波动，金融投资与高速公路主体特征相差较大，对经营效益和资金安全形成一定挑战。2024年上半年，公司通行费收入占比近80%，通行费是最主要利润来源。

图 2：公司营业收入构成（2024H1）



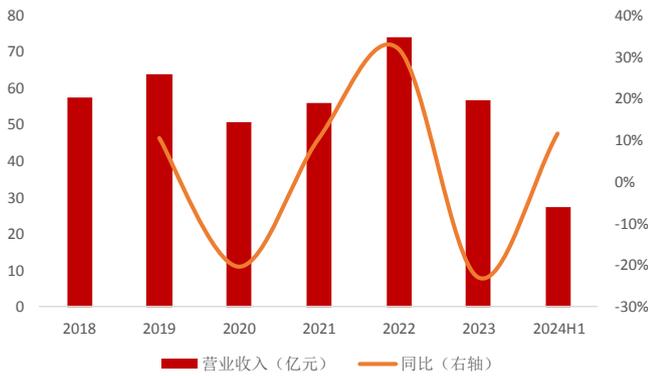
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司毛利构成（2024H1）

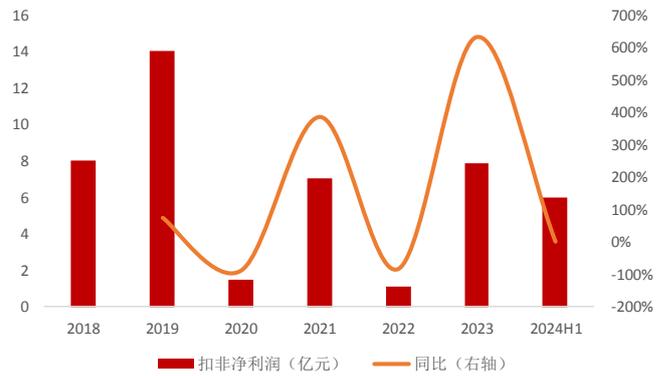


数据来源：Wind，西南证券整理

近年来，受经济下行等因素影响，公司业绩出现一定波动。其中，2022 年公司营业收入同比增长 32.2%，主要系建造服务收入增加所致；由于跨地区人员与车辆流动大幅减少，通行费收入同比下降 21.6%；加之房地产收入确认周期性影响，致当年扣非净利润同比下降 84.9%。2024 年上半年，公司实现营业收入 27.4 亿元，同比增长 11.7%，扣非净利润 6 亿元，同比增长 0.2%，呈现稳定恢复态势。

**图 4：营业收入收入及增速（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：扣非净利润及增速（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 公路行业周期性较弱，抗风险能力较强

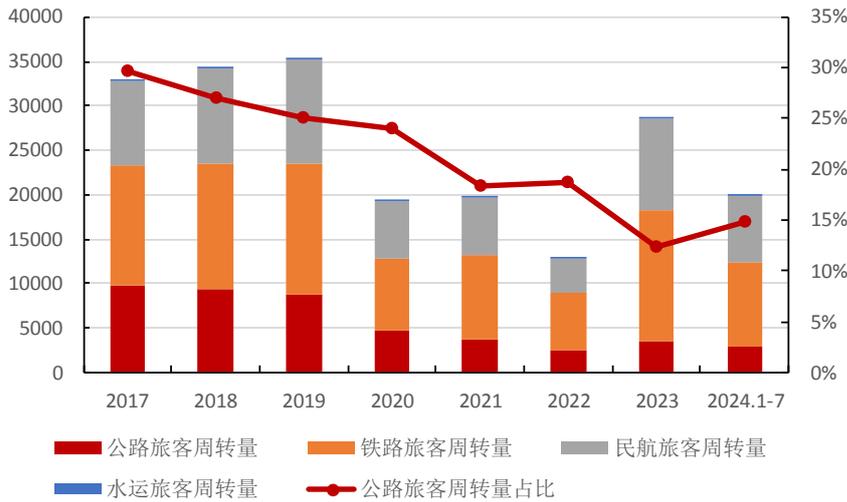
公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2023 年，中国高速公路建设完成投资 15955 亿元，同比下降 1.9%，投资规模仍维持高位。

**图 6：2017-2023 年中国高速公路建设投资情况**


数据来源：交通运输部历年交通运输行业发展统计公报，西南证券整理

公路运输在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2024年1-7月，在居民出行需求大幅释放下，全国公路完成旅客周转量2951.75亿人公里，同比增长51.2%，其在交通运输行业总客运周转量的比重为14.9%。整体来看，随着城市群和都市圈的形成和发展以及县域高速路网的进一步加密，城际、城乡间的人员流动将更加频繁，同时，在全国民用汽车保有量持续增长的影响下，客运需求仍有望保持稳健增长。

图7：近年来我国旅客周转总量及公路旅客周转量占比（亿人公里）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

公路货运需求相对刚性，表现出较强的韧性。2024年1-7月，公路货运周转量实现42894.95亿吨公里，同比增长3.7%，当期公路货运周转量在行业总货运周转量的比重较2023年小幅降至30.2%。我国公路货运市场与GDP高度相关，2023年12月中旬，中央经济工作会议将2024年工作总基调确定为“稳中求进、以进促稳、先立后破”，预计2024年我国经济将呈现弱复苏状态，同时，在道路基础设施进一步完善，以及扩内需、稳增长的战略下，货运需求总体将保持稳中有升。

图8：近年来我国货物周转总量及公路货物周转量占比（亿吨公里）



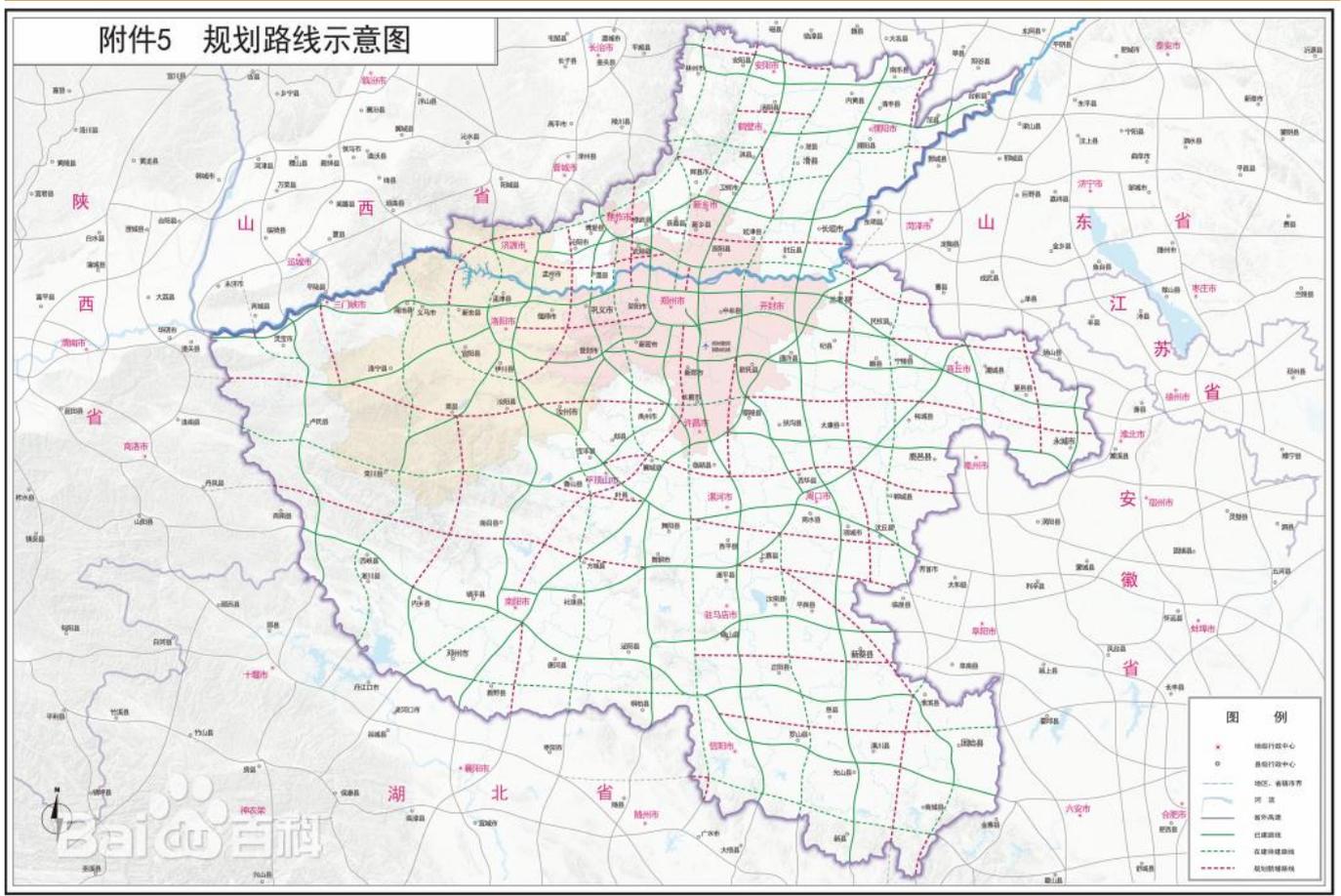
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2023 年以来居民出行需求大幅释放，客运周转量较快恢复，同期货物运输指标小幅增长，在运输结构优化调整及分流影响下，公路在交通运输体系中的占比预计将呈现下降趋势。但随着经济呈现弱复苏状态，同时在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体仍有望保持稳定增长。

### 3 做大做强主业，做专做优辅业

中原高速经营的高速公路资产均位于河南省境内，河南省地处中原，承东启西，连贯南北，是全国交通运输干线的枢纽地带，具有独特的交通区位优势，使得河南交通在全国交通网中处于举足轻重的地位，在国家实施西部大开发战略过程中具有重要的战略地位。公司高速公路资产属于国家南北公路大动脉的重要区段。随着京港澳高速公路的贯通和国家西部大开发战略的实施以及深度融入国家“一带一路”战略，公司“雄踞中原、枢纽四方”的交通区位优势将进一步显现。

图 9：河南省高速公路网规划（2021-2035 年）



资料来源：百度百科，西南证券整理

截至 2024 年 6 月底，中原高速管辖路段有机场高速、京港澳高速郑州至驻马店段、郑栾高速郑州至尧山段（原郑尧高速）、郑民高速、商登高速、德上高速永城段（原济祁高速），管辖总里程 808 公里（含匝道里程），其中高速公路四车道里程约 567 公里，六车道约 16 公里，八车道约 209 公里，匝道 16 公里。

**表 1：2024 年 3 月末公司收费公路资源情况表（公里）**

路段名称	路段明细	主线里程	车道数	通车时间
京港澳高速郑漯路	京港澳高速郑州至漯河段（G4）	115.72	双向 8 车道	改扩建 2010.11.01
	机场高速（S1）	26.53	标准 4 车道/非标准 6 车道/标准 8 车道	改扩建 2016.06.27
京港澳高速漯驻路	京珠国道主干线漯河至驻马店段（G4）	3.73	双向 8 车道	改扩建 2010.11.01
		63.46	双向 8 车道	改扩建 2015.11.17
武西高速郑州至尧山段	郑栾高速郑州至许昌段（S88）	82.91	双向 4 车道	2007.12.21
	郑栾高速平顶山段（S88）	100.57	双向 4 车道	2007.12.21
郑民高速	郑民高速郑州至开封段（郑民一期）（S82）	71.6	双向 4 车道	2011.12.29
	郑民高速开封至民权段（郑民二期）（S82）	47.97	双向 4 车道	2016.09.26
商登高速	商登高速郑州至登封段（S60）	40.87	双向 4 车道	2017.09.26
	商登高速尉氏至港区段（S60）	47.39	标准 4 车道/标准 6 车道	2015.12.19
	商登高速港区至郑州段（S60）	21.01	双向 4 车道	2017.09.26
	商登高速商丘至尉氏段（S60）	114.11	双向 4 车道	2015.12.19
济祁高速永城段	德上高速（永城段）一期工程（G0321）	41.02	双向 4 车道	2012.12.12
	德上高速（永城段）二期工程（G0321）	15.14	双向 4 车道	2015.12.19
<b>合计</b>	-	<b>792.03</b>	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

从各路段收费看，目前公司核心路产京港澳高速对通行费收入贡献最大，京港澳郑漯路段和漯驻路段通行费收入合计占总通行费的比重超过 50%，该两条路段单公里收费水平处于行业前列，且路段平均剩余收费期尚较充裕，可为后续收入与现金流提供充实来源。郑尧高速和郑民高速为公司通行费收入提供进一步补充，其中郑尧高速隶属武西高速段（河南省高速公路规划网南北动脉），是河南省高速公路“686”建设规划网重要联络线，郑尧高速通行费收入占总通行费的比重约 15%。郑民高速是河南省中东部地区重要运输通道，郑民一期郑州至开封段单公里收费水平处于行业中等偏上水平。

**表 2：公司主要收费高速公路运营情况（亿元，万元/公里/年，辆）**

路产名称	指标	2019 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1	2023Q1
京港澳高速郑漯路	通行费收入	21.47	19.36	15.71	19.99	4.63	4.79
	单位里程年通行费收入	1509.56	1360.84	1104.27	1405.37	-	-
	日均车流量	120595	100524	77865	95893	90058	95192
京港澳高速漯驻段	通行费收入	8.15	6.8	5.96	6.29	1.36	1.56
	单位里程年通行费收入	1213.63	1012.17	887.29	935.49	-	-
	日均车流量	107449	77195	63675	63761	56556	66389
郑尧高速	通行费收入	9.33	7.74	5.31	7.72	1.71	1.8
	单位里程年通行费收入	508.39	421.88	289.14	420.74	-	-
	日均车流量	25817	29144	16390	22923	20636	22271
郑民高速一期郑开段	通行费收入	4.42	4.13	2.8	3.92	0.81	0.95
	单位里程年通行费收入	616.95	576.14	390.45	547.51	-	-
	日均车流量	37285	45117	27394	33087	35418	37467
郑民高速二期（开封至民权段）	通行费收入	1.66	1.27	0.93	1.15	0.37	0.29
	单位里程年通行费收入	346.37	264.15	193.66	239.74	-	-

路产名称	指标	2019年	2021年	2022年	2023年	2024Q1	2023Q1
	日均车流量	17640	18459	12446	14777	14385	15194
济祁路永城段	通行费收入	0.92	1.16	0.99	1.09	0.26	0.31
	单位里程年通行费收入	163.23	207.04	175.59	194.16	-	-
	日均车流量	21982	16212	12368	13412	12863	15196
商登高速	通行费收入	8.19	5.88	4.64	6.03	1.39	1.49
	单位里程年通行费收入	366.67	263.4	207.91	269.77	-	-
	日均车流量	18415	21247	12988	16304	15347	16709

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司所拥有核心路产的优良质量为其业务开展奠定基础，2021-2023年，公司控股路段收费水平分别为 585.06 万元/公里/年、458.70 万元/公里/年和 583.11 万元/公里/年，综合来看处于行业中等偏上水平，其中京港澳高速郑漯路和漯驻段收费水平居于行业较前列；同期，路段资本投资回报水平分别为 11%、9%和 11%。

公司在建项目为郑州至洛阳高速公路，该路段是《河南省高速公路网调整规划》中的重要一条，起于郑州市西南绕城高速公路，止于洛阳二广高速公路，全线位于郑州市和洛阳市；路段里程 99.026 公里，执行双向六车道高速公路技术标准，项目拟采用 BOT 模式，由子公司河南交投中原高速郑洛建设有限公司负责投建，概算总投资约 201.68 亿元，其中资本金约 40.34 亿元，于 2022 年开工建设，计划 2026 年建成通车，工期 4 年，运营期 40 年。根据《郑洛高速工程可行性研究报告》（2022 年 2 月版），该路段投运通车 10 年内的路段收费水平平均值近 1000 万元/年/公里，路段收费质量较好。

表 3：截至 2024 年 3 月末在建项目情况（公里，亿元）

项目	建设里程	建设期	计划投资额	累计已投资	2024 年计划投资
郑州至洛阳高速公路	99.026	2022-2026	201.68	42.11	49.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

多元化方面，公司房地产开发业务运营主体包括高速地产、英地置业、君宸置业。房地产项目以住宅为主，土地主要通过在一二级市场竞拍方式获得。房地产业务投资建设采用滚动开发模式，项目主要分布郑州及三四线城市。2021-2023 年房地产销售业务收入分别为 8.53 亿元、4.47 亿元、2.07 亿元，业务毛利率分别为 47.52%、27.41%、26.63%，结转收入和毛利率随项目差异而波动，2023 年主要结转项目为金台府邸、泰和苑、周口奥兰特和家园三期和保亭海南奥兰特花园项目二期。

表 4：2024 年 3 月末公司房地产已完成开发项目情况（亿元，万平方米）

项目名称	所在地	建筑面积	预计总投资	累计已投资	累计回款金额	销售进度（按可销售面积）	项目主体
英地·天骄华庭	郑州	35.77	27.88	27.88	38.34	100.00%	英地置业
金台府邸	郑州	19.33	18.72	16.7	22.58	85.00%	
奥兰花园	郑州	32.69	19.86	19.98	23.04	93.64%	高速地产
商丘一品江山	商丘	17.2	5.32	5.4	5.44	98.72%	
奥兰特和家园	信阳	7.32	2.69	2.59	2.77	97.46%	
奥兰特和家园一期、二期	周口	9.2	3.63	3.81	3.97	一期销售 98.56% 二期销售 97.65%	

项目名称	所在地	建筑面积	预计总投资	累计已投资	累计回款金额	销售进度 (按可销售面积)	项目主体
奥兰天和家园三期	周口	9.57	4.13	3.75	1.77	39.03%	
海南奥兰花园一期	海南保亭	7.99	4.58	4.17	4.64	97.00%	
海南奥兰花园二期	海南保亭	8.12	7.64	6.32	3.75	28.44%	
奥兰和园	郑州	20.2	12.48	12.78	17.98	92.91%	
<b>合计</b>	-	<b>167.39</b>	<b>106.93</b>	<b>103.38</b>	<b>124.28</b>	-	

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 5：截至 2024 年 3 月末公司房地产在建在售项目情况 (亿元, 万平方米)**

项目名称	所在地	可售面积	预计总投资	已投资	建设期	销售进度	累计回款金额	未来投资支出		项目主体
								2024 年	2025 年	
泰和院	许昌	24	12.8	9.9	2012-2026	52.50%	5.05	0.39	0.08	英地置业
运河上苑	新郑	11.63	8.64	7	2017-2025	7.00%	0.29	0.03	1.1	
凤池桂苑	郑州	15.4	17.77	7.84	2022-2027	-	-	0.06	0.06	
奥兰景园	郑州中牟	12.31	10.3	5.55	储备	-	-	0.1	0.1	高速地产
君悦华庭	郑州	19.17	18.92	14.24	2022 年底 -2024	-	-	3.33	0.66	君宸置业
<b>合计</b>		<b>82.51</b>	<b>68.43</b>	<b>44.53</b>	-	-	<b>5.34</b>	<b>3.91</b>	<b>2</b>	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司为推动房地产板块整合，优化资源配置，将高速房地产更名为河南交投颐康投资发展有限公司，并于 2024 年 7 月 17 日完成工商变更登记手续，取得了新的《营业执照》，后续将把全资三级子公司许昌英地、新郑英地、郑州英鹏、英地物业、君宸物业、及全资子公司英地置业、君宸置业 100% 股权划转给交投颐康。

**金融投资业务主要由全资子公司秉原投资和本部负责。**秉原投资投资类型包括持有型物业及股权与基金。持有型物业是以自有资金购买郑州市社区商铺等进行中长期投资，截至 2023 年末秉原投资账面投资性房地产余额 4.96 亿元；股权与基金主要投向河南省内处于初创期、早中期企业，也包括种子期和 Pre-ipo 企业，投资方向以养老、医疗健康、先进制造及物流等行业项目为主，2021-2023 年，股权与基金损益分别为 0.97 亿元、0.15 亿元和 0.005 亿元，同期收到投资基金分红 0.85 亿元、0.48 亿元和 0.19 亿元。

公司本部对外主要参股中原信托有限公司、中原农业保险股份有限公司、河南资产管理有限公司和河南绿地商城置业有限公司等，2023 年新增投资对象河南交投新能源发展有限公司。2021-2023 年，公司投资上述企业确认投资收益分别为 1.59 亿元、1.64 亿元和 1.33 亿元，同期宣告发放现金股利或利润合计分别为 0.14 亿元、0.22 亿元和 1.35 亿元。

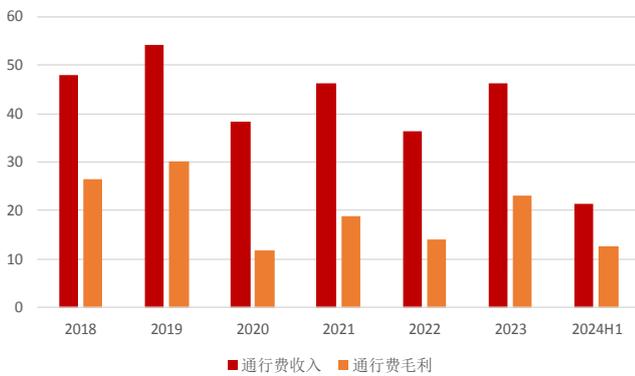
**表 6：公司主要直接投资情况（%，亿元）**

投资对象	直接持股比例	投资收益			所属行业	总资产	所有者权益	净利润
		2021	2022	2023				
中原信托有限公司	27.27	1.05	0.4	0.42	信托	108.36	102.08	1.4
中原农业保险股份有限公司	13.64	0.1	0.68	0.51	保险	94.52	50.35	2.66
河南资产管理有限公司	10	0.46	0.55	0.61	地方资产管理	355.04	144.22	10.68
河南绿地商城置业有限公司	高速地产持股 20.00	-0.02	0.01	-0.22	地产	79.99	15.22	0.66
河南交投新能源发展有限公司	30	-	-	-	能源发电	-	-	-
合计	-	1.59	1.64	1.33	-	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 压降财务费用，提升分红比例

收费公路业务为收入和利润提供稳定来源。公司收费公路业务运营较稳健，2021-2023 年及 2024 年上半年，通行费收入分别为 46.3 亿元、36.3 亿元、46.2 亿元和 21.5 亿元，毛利分别为 18.9 亿元、14.1 亿元、23.2 亿元和 12.5 亿元，随着经济回暖、公众出行能力和意愿上升等因素，2023 年表现回升。2021-2023 年及 2024 年上半年，综合毛利率分别为 41.2%、20.5%、41.8%和 46.8%，2022 年毛利率洼地主要系因按照总额法零毛利开始确认较大规模建造服务业务收支所致。

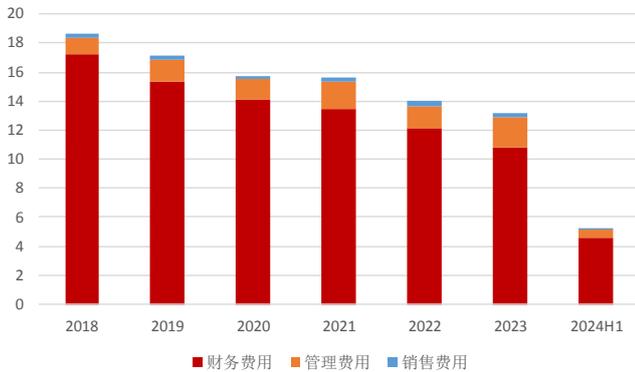
**图 10：公司收费公路业务收入毛利情况（亿元）**


数据来源：wind，西南证券整理

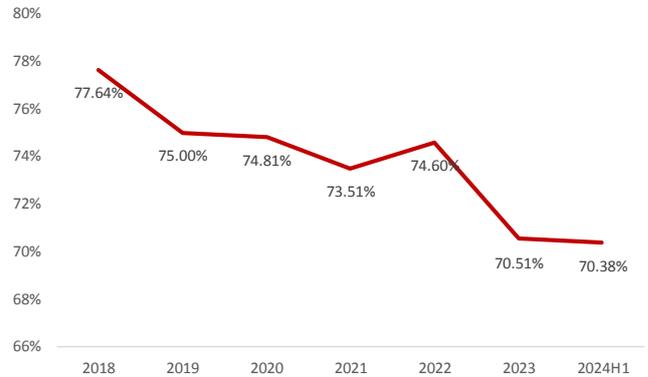
**图 11：公司综合毛利率**


数据来源：wind，西南证券整理

公司期间费用主要集中于财务费用（约 80%），前期债务资金大量投入形成高负债经营状态，加之项目完工后利息费用化，财务费用一定程度上削弱了盈利能力。2024 年上半年，公司着力优化存量债务，提前置换存量长期债务 49.14 亿元，节约当年利息 0.57 亿元，推动后续财务费用压降和降本增效战略深度实施。2024 年 6 月末加权融资成本约 3.2%，融资成本进一步控制。2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，资产负债率分别为 73.51%、74.60%、70.51%和 70.38%。

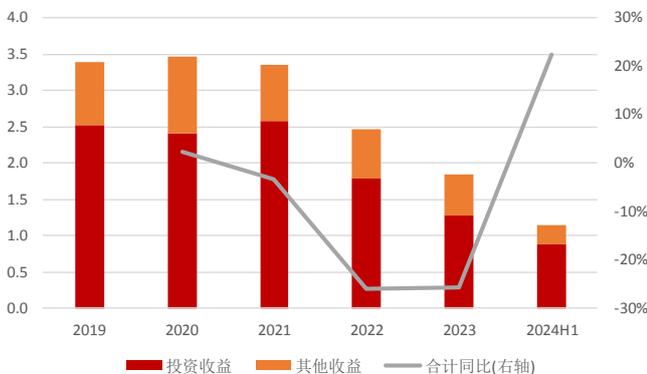
**图 12: 公司期间费用 (亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

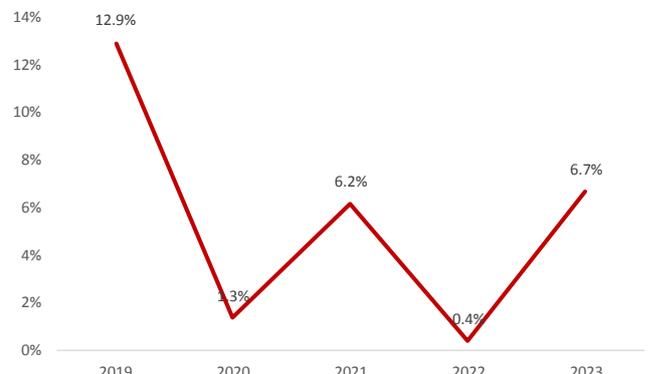
**图 13: 公司资产负债率**


数据来源: wind, 西南证券整理

非经营损益方面, 投资收益和政府补贴进一步补充利润, 2021-2023 年及 2024 年上半年投资收益与其他收益合计分别为 3.34 亿元、2.47 亿元、1.84 亿元和 1.14 亿元。因主业留存利润保障及投资/其他收益等补充, 同期净利润分别为 7.43 亿元、1.40 亿元、8.29 亿元和 6.16 亿元, 2021-2023 年净资产收益率 (加权) 分别为 6.17%、0.4% 和 6.68%, 期间收入和收益虽因外部因素影响有所波动, 但预期通行费主业仍将保持稳健经营, 并提供核心利润来源。

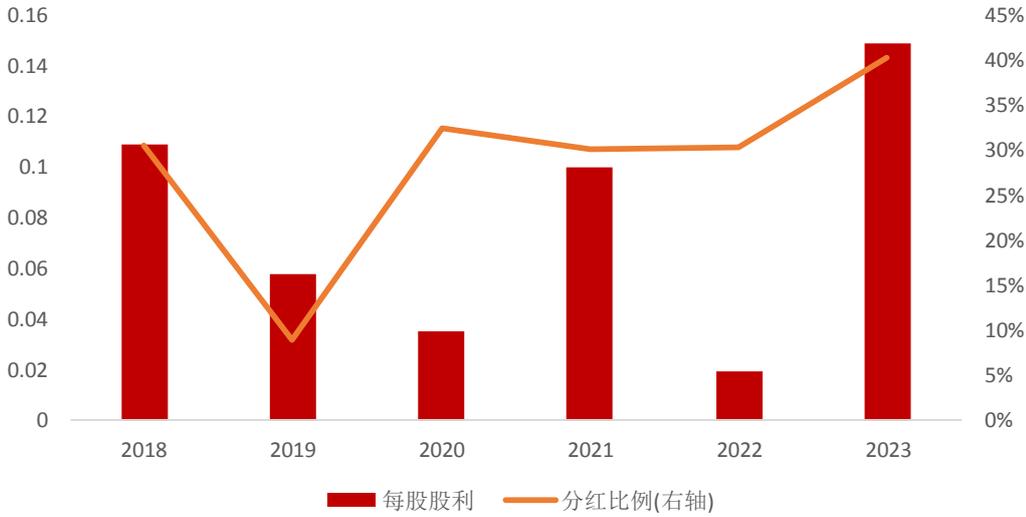
**图 14: 公司投资收益与其他收益 (亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 15: 公司净资产收益率**


数据来源: wind, 西南证券整理

**重视股东回报, 提高分红比例。**中原高速董事会通过利润分配预案, 以 2023 年末普通股总股本 22.47 亿股为基数, 向普通股股东每 10 股派现金 1.49 元 (含税), 共派发股利 3.35 亿元, 分红比例首次超过 40%。5 月 28 日, 公司完成 2023 年度利润分配, 发放现金红利 3.35 亿元, 股息率约 4%。

**图 16: 公司现金分红情况 (元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设:

1) 宏观经济恢复, 车流量于 24 年下半年触底回升, 预计公司 2024/25/26 年的车流量分别增长 -3%/+0%/+2%, 单车收入同比 +0%/+0%/+0%;

2) 由于高速公路资产未发生重大变化, 相应的养护成本等变动较小, 我们预计公司高速公路收费业务毛利随收入增加而增加, 2024/25/26 年毛利率分别为 49%/50%/51%;

3) 房地产业务逐步收缩, 预计 2024/25/26 年房地产销售同比 -30%/-10%/+0%; 建筑及其他业务较为稳定, 预计 2024/25/26 年收入同比 +5%/+5%/+0%。

**表 7: 收入成本预测**

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入 (百万元)	5,702.8	5,546.0	5,577.6	5,667.2
	YOY		-2.7%	0.6%	1.6%
	营业成本 (百万元)	3,328.0	3,312.3	3,302.9	3,302.0
	毛利率	41.6%	40.3%	40.8%	41.7%
通行费业务	营业收入 (百万元)	4,618.4	4,479.8	4,479.8	4,569.4
	YOY		-3.0%	0.0%	2.0%
	营业成本 (百万元)	2,298.7	2,284.7	2,239.9	2,239.0
	毛利率	50.2%	49.0%	50.0%	51.0%
房地产销售	营业收入 (百万元)	207.1	145.0	130.5	130.5
	YOY		-30.0%	-10.0%	0.0%
	营业成本 (百万元)	152.0	106.4	95.7	95.7
	毛利率	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%

		2023A	2024E	2025E	2026E
建筑及其他	营业收入 (百万元)	877.4	921.2	967.3	967.3
	YOY		5.0%	5.0%	0.0%
	营业成本 (百万元)	877.4	921.2	967.3	967.3
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 55.5、55.8、56.7 亿元，归母净利润分别为 8.7、9.3、9.9 亿元，EPS 分别为 0.39、0.41、0.44 元，对应市盈率分别为 9、9、8 倍，BPS 分别为 5.23、5.53、5.85 元，对应 PB 分别为 0.7、0.7、0.6 倍。

表 8: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	BPS (元)				市净率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
皖通高速	600012	14.55	7.63	8.24	8.87	9.54	1.9	1.8	1.6	1.5
四川成渝	601107	4.48	5.13	5.3	5.51	5.74	0.9	0.8	0.8	0.8
赣粤高速	600269	4.14	7.56	7.96	8.38	8.82	0.5	0.5	0.5	0.5
可比公司估值							<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
中原高速	600020	3.65	4.96	5.23	5.53	5.85	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源: Wind, 西南证券整理

我们选取公路行业资产规模相仿的 3 家公司作为可比公司，23 年平均 PB 为 1.1 倍，根据 wind 一致预期，24 年平均 PB 为 1 倍。基于稳健性原则，我们给予公司 2024 年 0.9 倍 PB，对应目标价 4.71 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

宏观经济与政策风险、路网效应及分流风险、建设管理风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5702.82	5546.01	5577.57	5667.17	净利润	828.64	871.91	925.55	994.46
营业成本	3321.04	3312.30	3302.93	3302.03	折旧与摊销	1156.81	1761.76	1763.58	1764.49
营业税金及附加	52.24	63.41	53.35	56.97	财务费用	1078.23	975.36	949.60	939.52
销售费用	22.04	25.05	23.79	23.89	资产减值损失	-31.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.52	159.74	167.22	172.06	经营营运资本变动	138.64	505.69	149.25	-332.47
财务费用	1078.23	975.36	949.60	939.52	其他	-639.07	-175.58	-116.65	-123.10
资产减值损失	-31.68	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2531.58</b>	<b>3939.14</b>	<b>3671.32</b>	<b>3242.89</b>
投资收益	128.07	129.55	129.55	129.55	资本支出	-2716.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1637.54	-232.53	-369.41	-450.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1078.58</b>	<b>-232.53</b>	<b>-369.41</b>	<b>-450.37</b>
<b>营业利润</b>	<b>1092.97</b>	<b>1139.69</b>	<b>1210.23</b>	<b>1302.23</b>	短期借款	-1876.45	-401.09	0.00	0.00
其他非经营损益	10.24	-3.25	1.00	1.12	长期借款	394.16	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1103.21</b>	<b>1136.44</b>	<b>1211.22</b>	<b>1303.35</b>	股权融资	-7.89	0.00	0.00	0.00
所得税	274.57	264.53	285.68	308.90	支付股利	-42.70	-248.53	-261.50	-277.59
净利润	828.64	871.91	925.55	994.46	其他	-370.94	-1643.11	-461.51	-1018.17
少数股东损益	0.21	0.23	0.24	0.26	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1903.82</b>	<b>-2292.73</b>	<b>-723.01</b>	<b>-1295.76</b>
归属母公司股东净利润	828.43	871.68	925.31	994.20	<b>现金流量净额</b>	<b>-450.82</b>	<b>1413.89</b>	<b>2578.90</b>	<b>1496.76</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	482.67	1896.55	4475.45	5972.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	804.34	650.90	585.17	686.83	销售收入增长率	-23.04%	-2.75%	0.57%	1.61%
存货	4819.09	3783.45	3737.92	4099.87	营业利润增长率	495.77%	4.27%	6.19%	7.60%
其他流动资产	79.97	77.77	78.21	79.47	净利润增长率	493.75%	5.22%	6.15%	7.45%
长期股权投资	5102.18	5102.18	5102.18	5102.18	EBITDA 增长率	33.27%	16.49%	1.20%	2.11%
投资性房地产	675.84	675.84	675.84	675.84	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11113.02	10409.55	9704.26	8998.07	毛利率	41.76%	40.28%	40.78%	41.73%
无形资产和开发支出	25387.24	24329.89	23272.54	22215.18	三费率	23.06%	20.92%	20.45%	20.04%
其他非流动资产	1596.33	1957.46	2455.47	3034.44	净利率	14.53%	15.72%	16.59%	17.55%
<b>资产总计</b>	<b>50060.67</b>	<b>48883.59</b>	<b>50087.04</b>	<b>50864.10</b>	ROE	5.61%	5.96%	5.90%	6.14%
短期借款	1401.09	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	1.66%	1.78%	1.85%	1.96%
应付和预收款项	1436.46	1169.00	1132.40	1245.22	ROIC	4.33%	4.48%	4.84%	5.30%
长期借款	25455.36	25455.36	25455.36	25455.36	EBITDA/销售收入	58.36%	69.90%	70.34%	70.69%
其他负债	7004.38	6624.75	6824.61	6960.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>35297.29</b>	<b>34249.11</b>	<b>34412.38</b>	<b>34660.65</b>	总资产周转率	0.11	0.11	0.11	0.11
股本	2247.37	2247.37	2247.37	2247.37	固定资产周转率	0.50	0.52	0.56	0.61
资本公积	1334.21	1334.21	1334.21	1334.21	应收账款周转率	11.06	9.88	13.73	11.75
留存收益	7559.54	8182.69	8846.50	9563.10	存货周转率	0.68	0.76	0.87	0.83
归属母公司股东权益	14763.66	14634.54	15674.48	16203.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.67%	—	—	—
少数股东权益	-0.28	-0.06	0.18	0.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14763.38</b>	<b>14634.48</b>	<b>15674.66</b>	<b>16203.46</b>	资产负债率	70.51%	70.06%	68.71%	68.14%
负债和股东权益合计	50060.67	48883.59	50087.04	50864.10	带息债务/总负债	76.09%	77.24%	76.88%	76.33%
					流动比率	0.80	0.97	1.33	1.60
					速动比率	0.18	0.40	0.77	0.99
					股利支付率	5.15%	28.51%	28.26%	27.92%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3328.01	3876.82	3923.41	4006.24	每股收益	0.37	0.39	0.41	0.44
PE	9.96	9.46	8.91	8.30	每股净资产	4.96	5.23	5.53	5.85
PB	0.74	0.70	0.66	0.63	每股经营现金	1.13	1.75	1.63	1.44
PS	1.45	1.49	1.48	1.46	每股股利	0.02	0.11	0.12	0.12
EV/EBITDA	10.36	8.33	7.45	6.77					
股息率	0.52%	3.01%	3.17%	3.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn