

# 中原高速 (600020)

证券研究报告

2025年03月22日

## 分红、收购、剥离的潜力

### 主业稳健发展，有望提分红

中原高速是河南省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司，河南省交通投资集团是公司第一大股东，实控人为河南省政府。高速公路主业稳健发展，地产业务有所拖累。2015-19年，中原高速的通行费收入和通行费毛利润大幅增长，增幅分别达77%和69%。分红比例已从22年30%提高至23年40%，未来有望进一步提升（有意愿+有能力）。

### 高速公路：立足中原、做大做强

中原高速主要公路车流量有望企稳回升。2016-19年，中原高速管辖的6条高速公路车流量都呈现上升趋势。郑漯高速、漯驻高速、郑尧高速、商登高速、郑民高速的车流量年化增速分别为12%、9%、15%、32%、40%。2020-22年，疫情影响，车流量下滑，2023年，有所恢复。中原高速所辖路段的剩余收费年限（加权平均）为14.7年，较为充裕。新建/收购优质路产有望做大做强主业，看好未来集团注入路产的潜力。

### 多元化业务：整合剥离、做优做专

地产业务出现萎缩，整合已现，期待未来剥离或置换。地产业务未来或存在减值的风险，但大幅减值的可能性较小。我们认为，公司整合地产业务是第一步，未来出表、剥离有望陆续推进。中原高速长期股权投资标的的经营风险或可控，中原信托、中农保险、河南资管均是由河南省财政厅参/控股。长期来看，中原高速或将把该部分资产做优做专，或处置优化，剥离非主业业务、聚焦高速公路。

### 他山之石：山东高速的“进阶”之路

山东高速三步走：1.提高分红比例，稳定且持续。2.收购优质路产，做大做强主业。3.剥离地产业务，拓展产业链、价值链。看好中原高速未来“提分红、稳收购、速剥离”的潜力，事情或正在起变化。

### 盈利预测与目标价

2024-2026年盈利有望持续增长。我们预测2024-2026年归母净利润分别为8.7、9.2、9.9亿元。综合DDM估值法和可比公司估值法，给予中原高速的目标价为4.98元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**经济环境风险，政策风险，融资风险，测算结果具有主观性

### 投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.22元
目标价格	4.98元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,247.37
流通A股股本(百万股)	2,247.37
A股总市值(百万元)	9,483.91
流通A股市值(百万元)	9,483.91
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	70.46
一年内最高/最低(元)	4.65/3.42

### 作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,410.51	5,702.82	5,588.02	5,553.37	5,680.02
增长率(%)	32.17	(23.04)	(2.01)	(0.62)	2.28
EBITDA(百万元)	2,637.68	3,407.74	3,402.86	3,436.93	3,541.44
归属母公司净利润(百万元)	140.49	828.43	874.84	918.92	994.28
增长率(%)	(81.10)	489.67	5.60	5.04	8.20
EPS(元/股)	0.06	0.37	0.39	0.41	0.44
市盈率(P/E)	67.51	11.45	10.84	10.32	9.54
市净率(P/B)	0.75	0.64	0.67	0.63	0.61
市销率(P/S)	1.28	1.66	1.70	1.71	1.67
EV/EBITDA	14.10	10.52	10.63	10.07	9.20

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 主业稳健发展，有望提分红 .....	4
1.1. 河南交投控股的路桥经营企业龙头 .....	4
1.2. 主业稳健发展，地产业务有所拖累 .....	5
1.3. 综合实力增强，有望提分红 .....	6
2. 高速公路：立足中原、做大做强 .....	8
2.1. 主要公路车流量有望企稳回升 .....	8
2.2. 立足中原，通行需求持续增长 .....	9
2.3. 剩余收费期充裕，新建/收购加速发展 .....	11
3. 多元化业务：整合剥离、做优做专 .....	13
3.1. 房地产业务：整合、剥离、置换 .....	13
3.2. 金融投资业务：谨慎、优化、聚焦 .....	14
4. 他山之石：山东高速的“进阶”之路 .....	15
4.1. 山东高速：分红、收购、剥离 .....	15
4.2. 中原高速：事情正在悄悄起变化 .....	16
5. 盈利有望持续增长，股息率或 4%+ .....	17
5.1. 2024-26 年盈利持续增长 .....	17
5.2. 目标价 4.98 元 .....	18
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1：中原高速股权结构图（截至 2025 年 3 月 22 日） .....	4
图 2：2015-19 年，中原高速通行费收入呈现增长趋势 .....	5
图 3：2015-19 年，中原高速通行费毛利润呈现增长趋势 .....	5
图 4：房地产项目开发简要流程 .....	5
图 5：2020 年以来，房地产业务收入趋势下滑 .....	5
图 6：2020 年以来，房地产业务拖累整体毛利率 .....	6
图 7：2022 年以来，房产和投资业务营业利润转负 .....	6
图 8：2013 年以来，中原高速的营业收入趋势提升 .....	6
图 9：2013-19 年，中原高速的归母净利润趋势提升 .....	6
图 10：中原高速归母净利润为负数多数情况出现在四季度 .....	6
图 11：2013 年以来，中原高速的归母权益呈增长趋势 .....	7
图 12：2020 年以来，中原高速 ROE（加权）中枢有所下降 .....	7
图 13：中原高速的财务费用呈现下降趋势 .....	7
图 14：中原高速的资产负债率呈下降趋势 .....	7
图 15：相对于行业平均分红比例，中原高速仍有提高空间 .....	7
图 16：2023 年分红比例首次达 40%，近 10 年历史新高 .....	7
图 17：大多数年份，中原高速的净利润+折旧摊销大于资本开支 .....	8
图 18：中原高速的未分配利润逐步接近市值水平 .....	8

图 19: 中原高速的车流量有望企稳回升 .....	8
图 20: 中原高速的通行费收入有望企稳回升 .....	8
图 21: 2020 年以来, 中原高速主要路产的单车收入有上升趋势 .....	9
图 22: 河南省高速公路网规划 (2021—2035 年) .....	9
图 23: 中国 GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长 .....	10
图 24: 河南省的 GDP 增速略高于全国 .....	10
图 25: 2010 年以来, 河南省民用汽车拥有量大幅提升 .....	10
图 26: 河南省综合运输通道示意图 .....	10
图 27: 中原高速所辖路段剩余收费年限情况 .....	11
图 28: 郑洛高速地理位置图 .....	12
图 29: 郑洛高速交通量有望持续增长 .....	12
图 30: 中原高速具备较大收购路产的空间 .....	12
图 31: 中原高速未来资产证券化的潜力或较大 .....	12
图 32: 中原高速的通行费收入占比有所提升 .....	13
图 33: 河南省经营性高速公路的收支缺口明显扩大 .....	13
图 34: 2024 年 3 月末, 中原高速房地产已完成开发项目情况 (单位: 亿元, 万平方米) .....	13
图 35: 截至 2024 年 3 月末中原高速房地产在建在售项目情况 (单位: 亿元, 万平方米) .....	14
图 36: 2023 年末长期股权投资主要基金与股权投资情况 (单位: 亿元) .....	14
图 37: 中原高速主要直接投资情况 (单位: %, 亿元) .....	15
图 38: 山东高速“股价”进阶之路 .....	15
图 39: 中原高速长期处于破净状态 .....	16
图 40: 高速公路股息率 (T-1) 与 PB (T) 正相关 .....	16
图 41: 2025 年《收费公路管理条例》值得期待 .....	16
图 42: 市值管理政策已进入“0-1”阶段, 有望趋严 .....	16
表 1: 中原高速所辖路段的基本情况 .....	11
表 2: 中原高速的核心财务指标预测 .....	17
表 3: 中原高速的贴现率核心假设 .....	18
表 4: 中原高速的股利与贴现值 .....	18
表 5: 可比公司估值表 .....	18

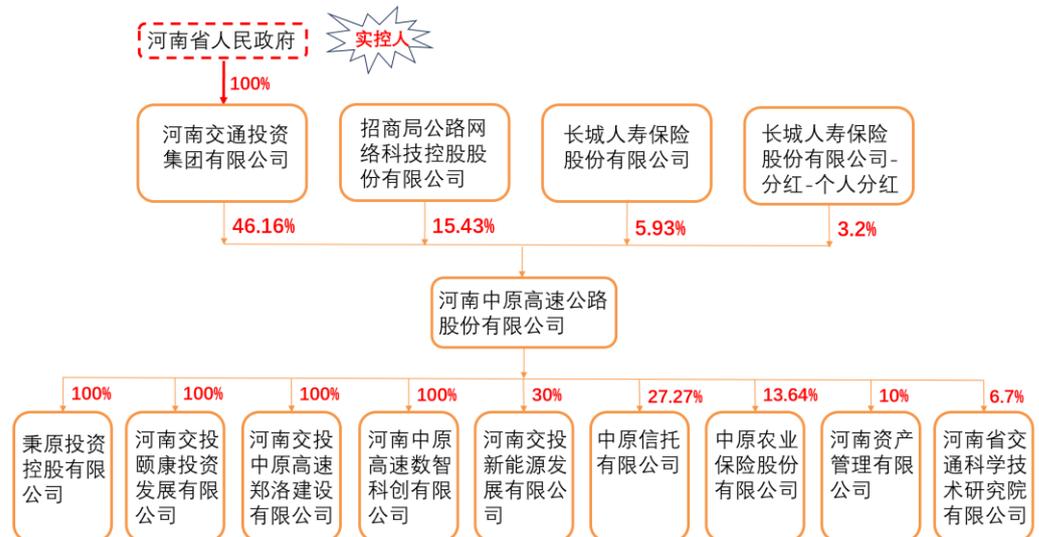
## 1. 主业稳健发展，有望提分红

中原高速是河南省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司，河南省交通投资集团是公司第一大股东，实控人为河南省政府。高速公路主业稳健发展，房地产业务有所拖累。2015-19年，中原高速的通行费收入和通行费毛利润大幅增长，增幅分别达77%和69%。2020年以来，受疫情影响，通行费业务有所波动。房地产业务收入下滑明显，2023年收入相比2020年下滑82%。中原高速的分红比例有望提升。一方面，2023年中原高速分红比例从2022年的30%提高至40%，创历史新高，而A股上市公路分红比例中位数为46%，仍有进一步提高的空间。另一方面，2016年以来，大多数年份，中原高速的净利润+折旧摊销大于资本开支，现金流状况良好。

### 1.1. 河南交投控股的路桥经营企业龙头

中原高速是河南省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司，河南省交通投资集团是公司第一大股东，实控人为河南省政府。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。公司所拥有郑漯高速和漯驻高速位居京珠国道主干线通道全线的中部，为京珠国道主干线河南省境内交通最为繁忙的路段之一。

图 1：中原高速股权结构图（截至 2025 年 3 月 22 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：上图为部分股权结构展示

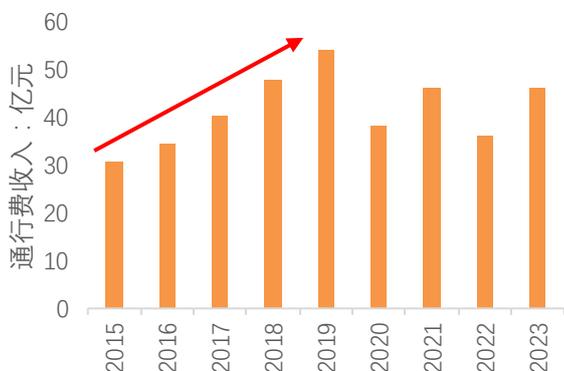
新董事长上任，改革“三把火”或在即。2024年3月8日，中原高速召开董事会，会议选举公司党委书记刘静为公司董事长，同时担任董事会战略委员会委员、主任委员，刘静拥有丰富的公路行业工作经验。2025年2月27日，中原高速召开2025年度工作会议，总经理王铁军指出：2024年，中原高速围绕“一利五率”业绩指标，聚焦“三场攻坚战”圆满完成年度目标任务。刘静董事长强调：2025年工作要做好“四个聚焦、四个新突破”：一是聚焦党的建设，加强党的领导，在党建业务互融互促上实现新突破。二是聚焦改革赋能，充分激发动力活力，在打造现代企业治理能力上实现新突破。三是聚焦价值创造，做强做优主业底盘，在创利增效上实现新突破。四是聚焦作风建设，主动适应改革大势，在提升履职能力和业绩贡献上实现新突破。

核心竞争力：中原高速的核心业务主要为高速公路的投资建设和经营管理，公司坚持以经济效益为中心，大力发展主营业务，积极拓展多元化市场空间，不断提高市场化水平，进一步实现“主业突出、多元反哺”战略规划。中原高速具备：独特的区位优势、优质的核心资产、高效的管理团队、专业的发展理念、优秀的融资平台。

## 1.2. 主业稳健发展，地产业务有所拖累

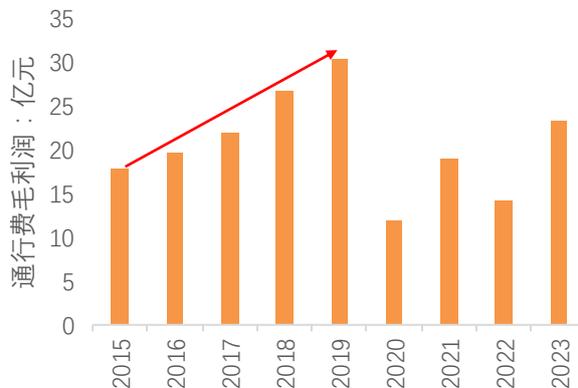
中原高速的公路运营主业发展迅速。2015-19 年，中原高速的通行费收入和通行费毛利润大幅增长，增幅分别达 77% 和 69%。2020 年以来，疫情影响，通行费业务有所波动。

图 2：2015-19 年，中原高速通行费收入呈现增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

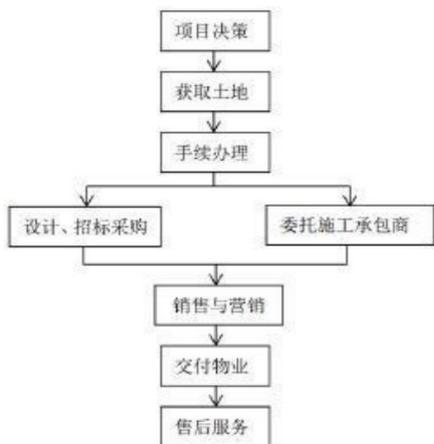
图 3：2015-19 年，中原高速通行费毛利润呈现增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所；

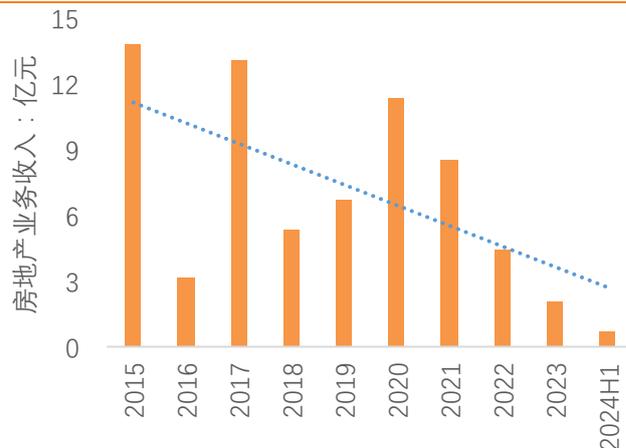
中原高速的房地产业务出现萎缩。2020 年以来，房地产业务收入下滑明显，2023 年收入相比 2020 年下滑 82%，开发项目涉及河南省郑州市、周口市、信阳市、商丘市及海南省保亭等地，各地区项目投资规模及定位有所差异。

图 4：房地产项目开发简要流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

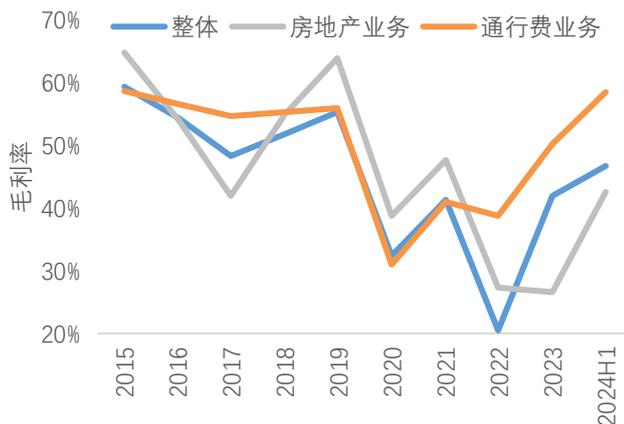
图 5：2020 年以来，房地产业务收入趋势下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

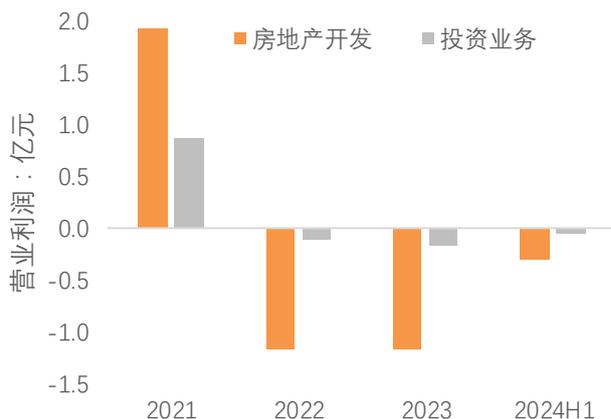
2022 年以来，房地产业务拖累公司整体毛利率，营业利润转负。受市场经济下行因素，房地产板块确认收入较少。随着不同地区开发项目销售交付，中原高速对项目收入结转确认，导致房地产板块毛利率有所波动。

图 6：2020 年以来，房地产业务拖累整体毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2022 年以来，房产和投资业务营业利润转负

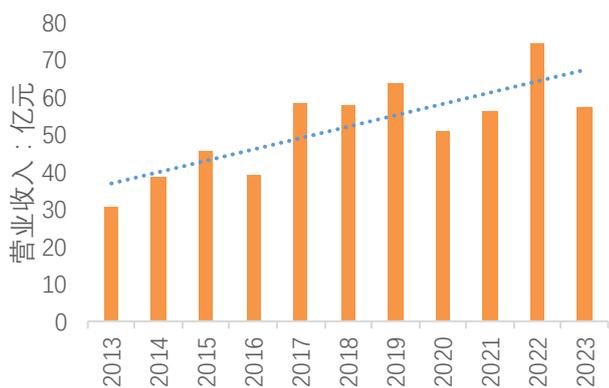


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 综合实力增强，有望提分红

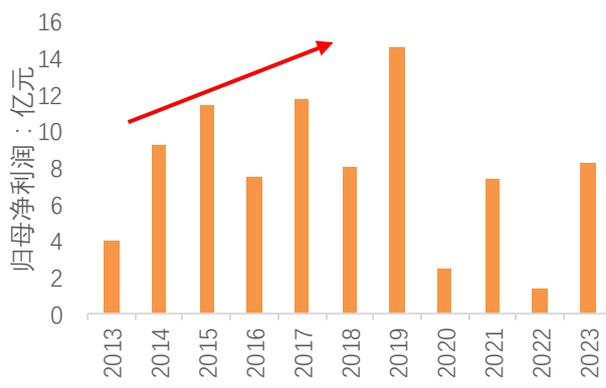
2013-19 年，中原高速的营收和归母净利润呈现趋势上升。2020 年受疫情、22 年受内需稍乏力等影响，跨地区人员与车辆流动大幅减少，省内外尤其是跨省客运、货运车辆、物流运输流量大幅下滑，民众出行意愿降低，高速公路整体车流量锐减、通行费收入下降。此外，受房地产收入确认周期性影响，房地产销售收入同比下降，导致利润大幅波动下滑。

图 8：2013 年以来，中原高速的营业收入趋势提升



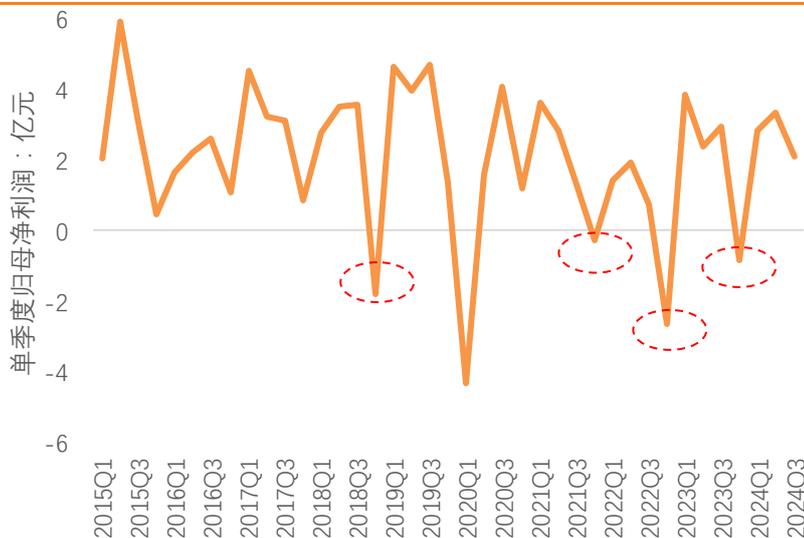
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2013-19 年，中原高速的归母净利润趋势提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

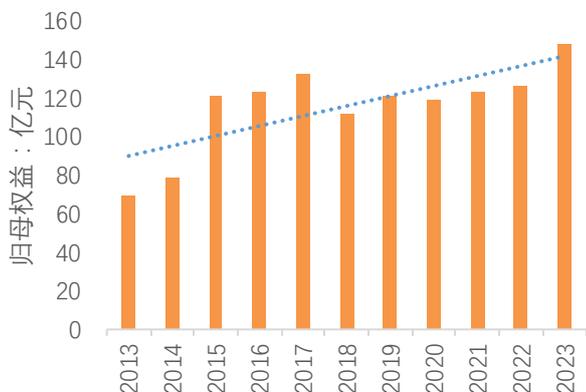
图 10：中原高速度归母净利润为负数多数情况出现在四季度



资料来源：Wind，天风证券研究所

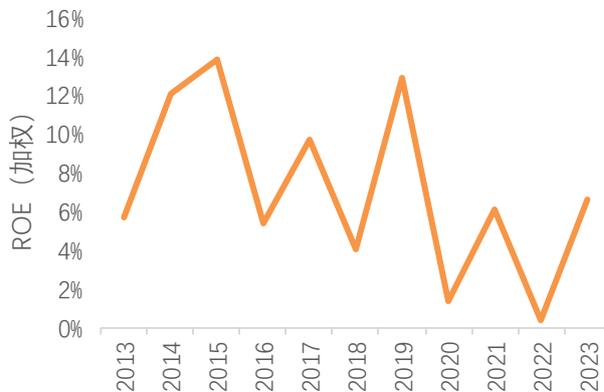
利润积累推动中原高速的综合实力上升。2013 年以来，中原高速的归母权益呈现明显上升趋势，截至 2023 年累计增加 78 亿元，增幅达 112%。2020 年以来，受内需稍乏力等因素影响，中原高速的 ROE（加权）中枢有所波动下移。但我们认为，随着经济逐步复苏、地产业务拖累减弱，中原高速的归母净利润、ROE 预计会逐渐改善。

图 11：2013 年以来，中原高速的归母权益呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

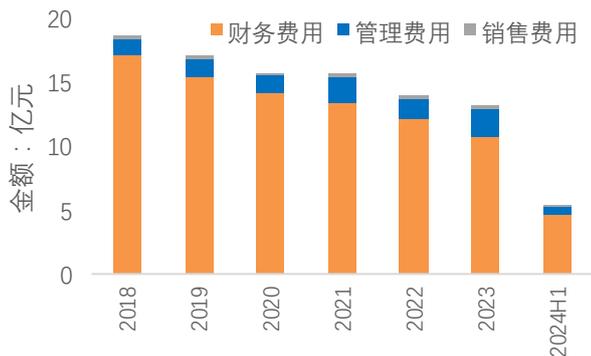
图 12：2020 年以来，中原高速 ROE（加权）中枢有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

优化债务结构，低息置换高息，降低财务费用效果显著，综合融资成本有望进一步降低。2018 年以来，中原高速的资产负债率呈现下降趋势。

图 13：中原高速的财务费用呈现下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

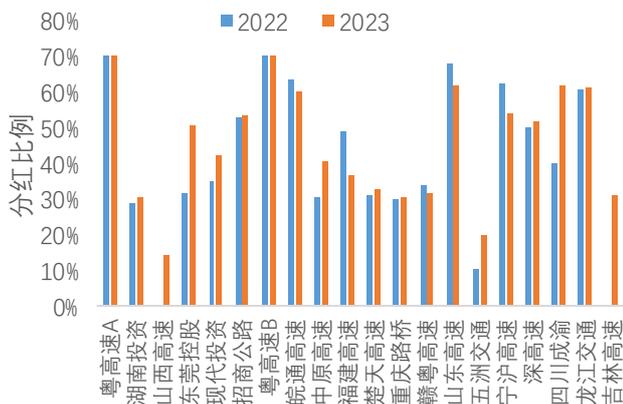
图 14：中原高速的资产负债率呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

中原高速的分红比例有望提升。有意愿提分红，2023 年中原高速分红比例从 2022 年的 30%提高至 40%，近 10 年历史新高，而 A 股上市公路分红比例中位数为 46%，仍有进一步提高的空间。有能力提高分红。2016 年以来，大多数年份，中原高速的净利润+折旧摊销大于资本开支，现金流状况良好，虽然资产负债率仍较高，但我们认为，随着公司未来的稳健经营，或将逐步消化高负债率。

图 15：相对于行业平均分红比例，中原高速仍有提高空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

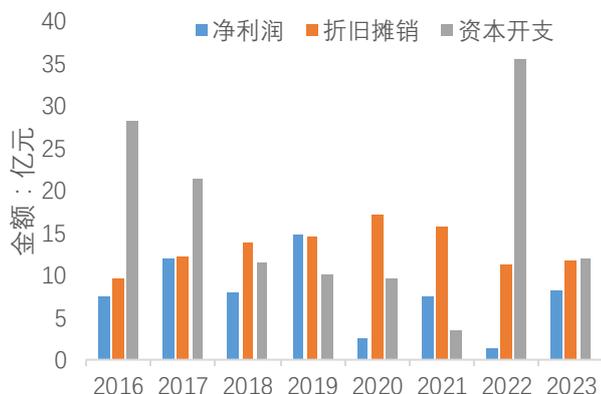
图 16：2023 年分红比例首次达 40%，近 10 年历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

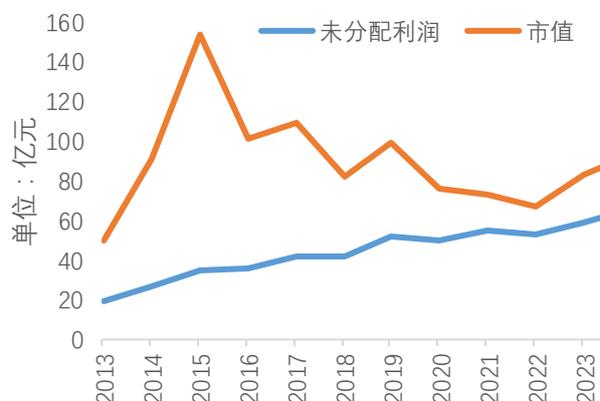
2013 年以来，中原高速的未分配利润呈现增长趋势，逐渐与市值相接近。我们认为，中原高速有意愿、有能力提高分红比例，股息率有望提高、投资价值凸显。

图 17：大多数年份，中原高速的净利润+折旧摊销大于资本开支



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：中原高速的未分配利润逐步接近市值水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 高速公路：立足中原、做大做强

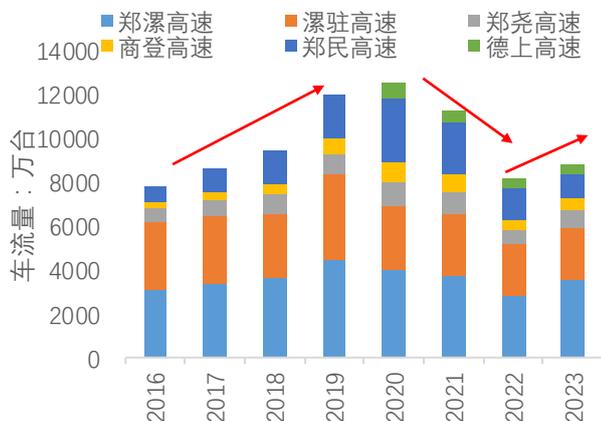
中原高速主要公路车流量有望企稳回升。2016-19 年，中原高速管辖的 6 条高速公路车流量都呈现上升趋势。郑漯高速、漯驻高速、郑尧高速、商登高速、郑民高速、德上高速年化增速分别为 12%、9%、15%、32%、40%。2020-22 年，受疫情影响，车流量有所下滑，2023 年，有所恢复。立足中原，通行需求有望持续增长。中原高速所辖路段的剩余收费年限(加权平均)为 14.7 年，较为充裕。新建/收购优质路产有望加速主业发展，看好未来集团注入路产的潜力。

### 2.1. 主要公路车流量有望企稳回升

2016-19 年，中原高速管辖的 6 条高速公路车流量都呈现上升趋势。郑漯高速、漯驻高速、郑尧高速、商登高速、郑民高速的车流量年化增速分别为 12%、9%、15%、32%、40%。2020-22 年，受疫情影响，车流量有所下滑，2023 年有所恢复。我们认为，中原高速的车流量有望企稳回升。

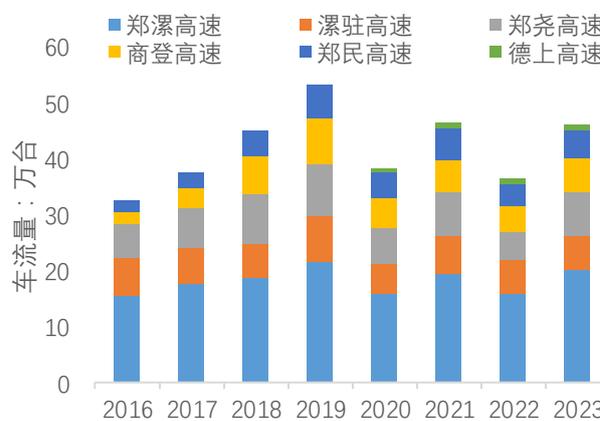
车流量上升带动通行费收入较快增长。疫情、通行费优惠等，导致 2020-22 年通行费收入有所震荡。2023 年车流量回升，带动通行费收入增长；我们预计 2025-26 年车流量企稳回升，带动通行费收入持续增长。

图 19：中原高速的车流量有望企稳回升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

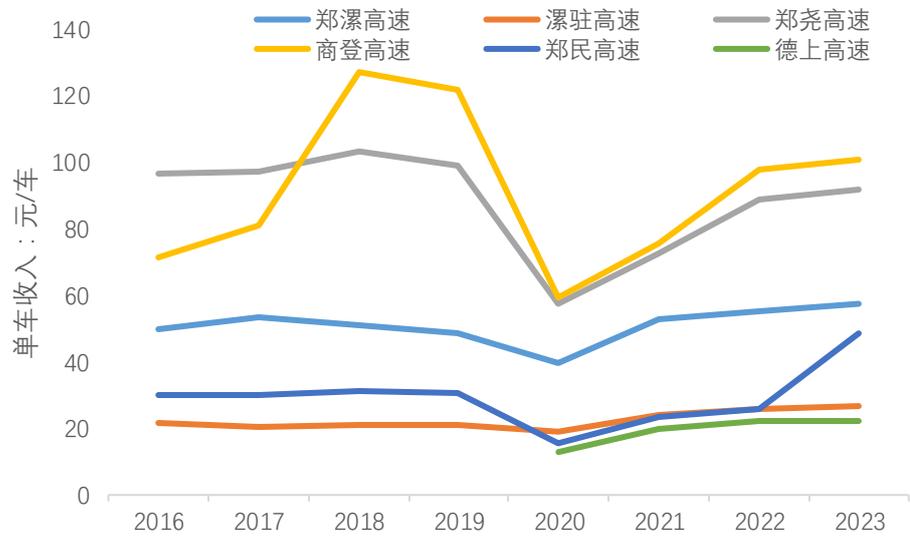
图 20：中原高速的通行费收入有望企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年疫情对中原高速主要路产单车收入的影响逐渐消退，已进入持续恢复期。我们认为，随着我国产业结构的持续转型，河南省的通道优势日益显现，货车占比有望提升，带动公司单车收入提高。

图 21：2020 年以来，中原高速主要路产的单车收入有上升趋势



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 立足中原，通行需求持续增长

河南地处中原腹地，有着贯通南北、连接东西的天然区位优势。根据《河南省高速公路网规划（2021—2035 年）》，第一阶段至 2025 年，河南省高速公路通车里程达到 10,000 公里以上；第二阶段至 2035 年，通车里程达到 13,800 公里。这也预示着未来几年仍将是河南省高速公路建设的高峰期，省内高速公路市场规模仍将快速增长。

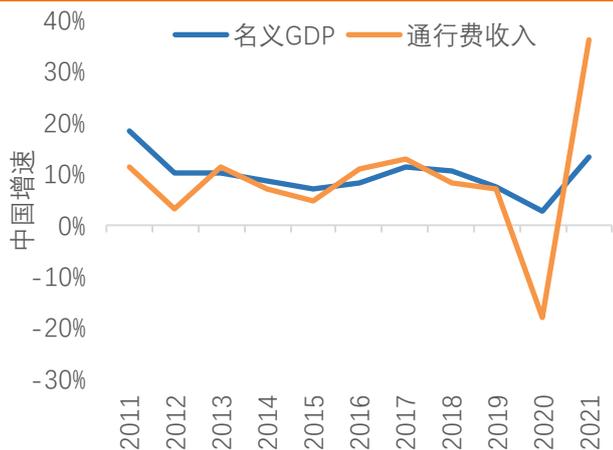
图 22：河南省高速公路网规划（2021—2035 年）



资料来源：《河南省高速公路网规划（2021—2035 年）》，天风证券研究所

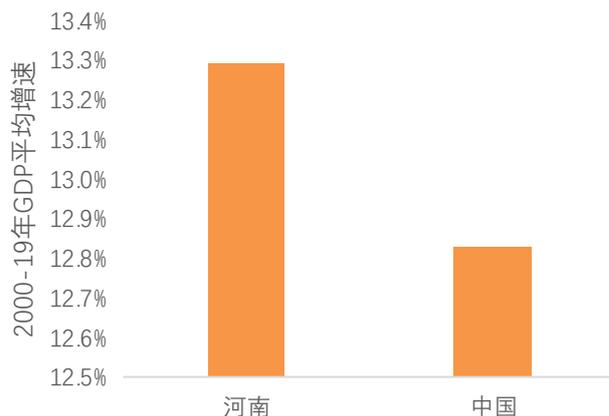
GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长。经济发展带动货物运输和旅客出行需求增长，货车和客车通行量增长，相应的通行费收入也随之增长。2000—19 年，河南省的 GDP 增速均值高于全国，导致经营性高速公路的通行费收入增速也或高于全国。未来河南省 GDP 有望继续较快增长，带动通行费收入继续增长。

图 23：中国 GDP 发展带动收费公路的通行费收入增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

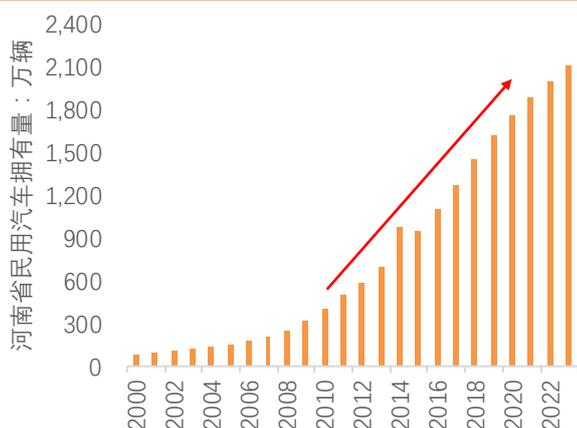
图 24：河南省的 GDP 增速略高于全国



资料来源：Wind，天风证券研究所

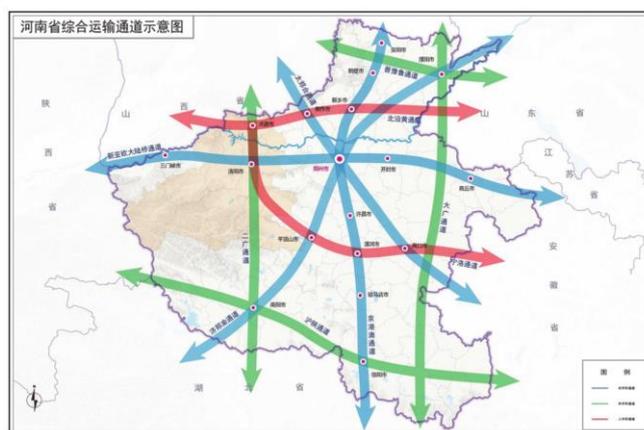
短期来看，内外齐发力、通行需求有望持续提升。随着构建以内需为主导的国内大循环、中部崛起等战略的逐步实施，河南省的通道优势有望体现。同时，2010 年以来，河南省民用汽车拥有量大幅增加。内外部齐发力，河南省的通行需求有望持续增长。

图 25：2010 年以来，河南省民用汽车拥有量大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：河南省综合运输通道示意图



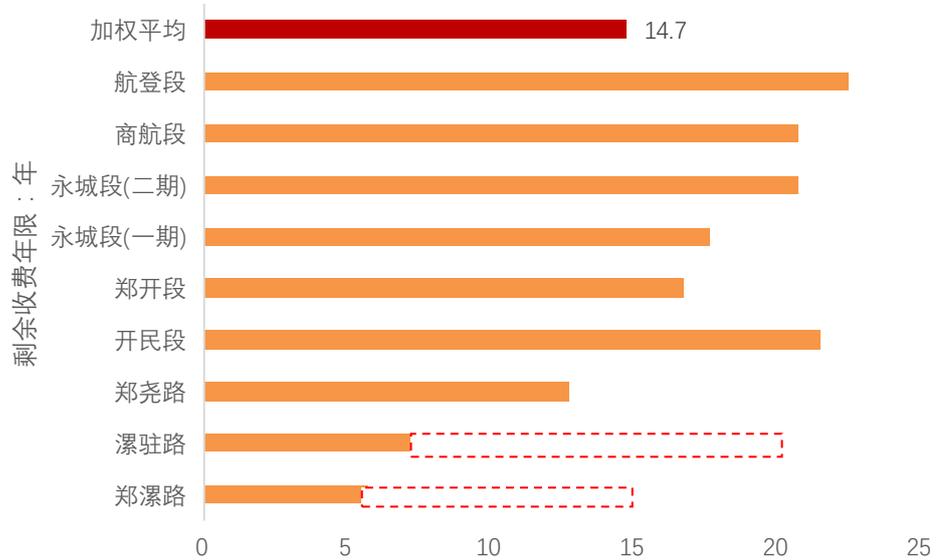
资料来源：《河南省“十四五”现代综合交通运输体系和枢纽经济发展规划》，天风证券研究所

中长期来看，政策推动智能驾驶发展，渗透率快速提升，高速公路车流量和通行能力都有望上升，中原高速或将受益。

### 2.3. 剩余收费期充裕，新建/收购加速发展

中原高速所辖路段的剩余收费年限（加权平均）为 14.7 年。其中，中原高速的核心路段京港澳高速郑漯段和漯驻段分别在 2010 年 11 月和 2015 年 12 月完成了改扩建（四改八），但期限延长仍需等待河南省政府的批文通知，我们预计，郑漯段、漯驻段分别可以延长至 2040 年 11 月和 2045 年 12 月，而大部分的折旧摊销预计已经计入完成，一旦后续政府批准延长，可为公司的收入与现金流提供充实来源，同时大幅增加公司整体剩余收费年限。

图 27：中原高速所辖路段剩余收费年限情况



资料来源：《河南中原高速公路股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》，Wind，天风证券研究所

注：对于营运截止日期暂未确定的路段，按照中西部地区 30 年的经营期限来估测

截至 2025 年 3 月，中原高速运营资产主要包括郑漯高速公路（142.25 公里）、漯驻高速公路（67.19 公里）、郑尧高速公路（183.48 公里），郑民高速公路郑开段（71.60 公里），郑民高速公路开民段（49.97 公里），济祁高速公路永城段（一期 41.02 公里，二期 15.14 公里），商登高速公路商丘至航空港区段（161.50 公里），商登高速航空港区至登封段（61.88 公里）。

表 1：中原高速所辖路段的基本情况

公路名称	路段名称	收费站数量	收费里程公里	总投资亿元	营运开始时间	营运截止时间	2023 年通行费 (亿元)	2023 年车流量 (万台)
G4 京港澳高速	郑漯路	10	142.3	72.8	2000 年 12 月	2030 年 12 月	19.99	3481
	漯驻路	3	67.2	33.8	2004 年 9 月	2032 年 9 月	6.29	2357
S88 武西高速	郑尧路	11	183.5	74.1	2007 年 12 月	*	7.72	844
S82 郑民高速	开民段	2	50.0	28.4	2016 年 9 月	*	5.07	1044
	郑开段	4	71.6	38.4	2011 年 12 月			
S97 济祁高速	永城段(1)	2	41.0	19.5	2012 年 11 月	*	1.09	491
	永城段(2)	2	15.1	7.4	2015 年 12 月			
S60 商登高速	商航段	15	161.5	114.8	2015 年 12 月	**	6.03	599
	航登段	3	61.9	29.4	2017 年 9 月			

资料来源：《河南中原高速公路股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》，Wind，天风证券研究所

\*表示：2014 年 4 月申请 30 年的收费期限，尚未获得相关部门正式批复。目前公司根据相关部门批复试行收费。

\*\*表示：由于尚未完成验收，暂未获得相关部门正式批复。目前，公司根据相关部门批复试行收费。

年度车流量=日均车流量\*365

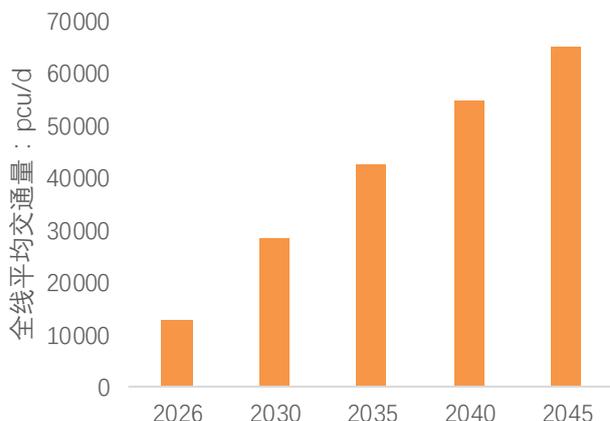
新建优质公路，加速主业发展。郑州至洛阳高速公路是《河南省高速公路网调整规划》中的重要一条，起于郑州市西南绕城高速公路，止于洛阳二广高速公路。全线位于郑州市和洛阳市，路线全长约 94.94 公里，执行双向六车道高速公路技术标准，项目拟采用 BOT 模式，由子公司河南交投中原高速郑洛建设有限公司负责投建，概算总投资约 183.09 亿元，其中资本金约 36.62 亿元，于 2022 年开工建设，计划 2026 年建成通车，工期 4 年，运营期 40 年。40 年收费期下，项目资本金税后财务内部收益率为 6.12%。

图 28：郑洛高速地理位置图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：郑洛高速交通量有望持续增长

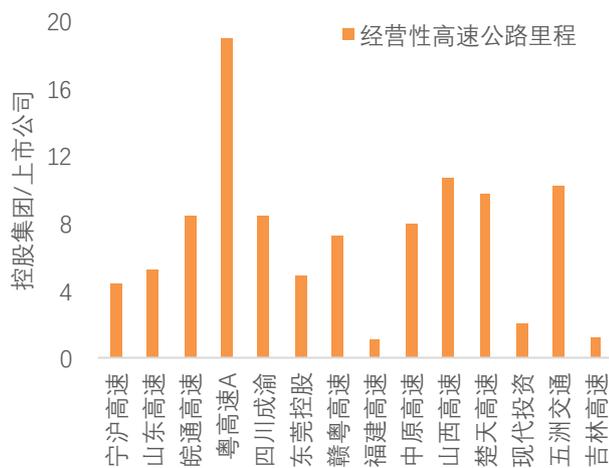


资料来源：公司公告，天风证券研究所

高速公路行业重组整合加快。高速公路行业作为资金密集型行业，初始投资大、回收期长、资产流动性差，加上行业具有一定的垄断性，决定了其建设运营主体多为地方国有企业，并且由于重资产、高负债的特点以及国企聚焦主责主业的相关要求，近年来部分民营企业和央企逐步退出高速公路领域。

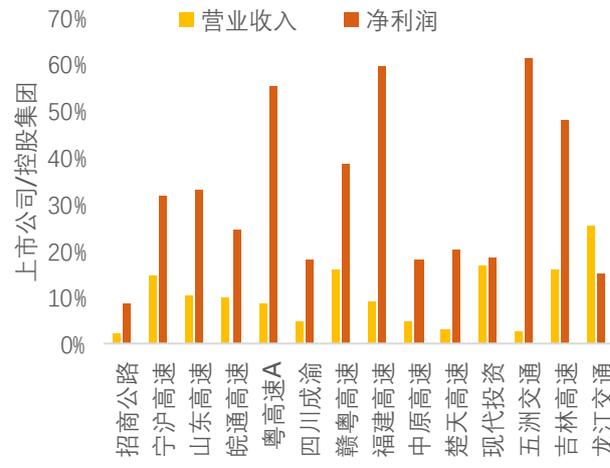
中原高速是河南省交通投资集团控股的高速公路上市公司。中原高速的收费公路均为经营性高速公路，通过投资建设及收购等方式获得特许经营权。从经营性高速公路里程数来看，中原高速属于“小公司、大集团”模式，中原高速的控股股东河南交通投资集团拥有大量非上市路产，注入空间较大。从利润来看，发现河南交通投资集团的大部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产证券化的潜力或较大。

图 30：中原高速具备较大收购路产的空间



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

图 31：中原高速未来资产证券化的潜力或较大



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

河南省经营性高速公路的收支缺口扩大，路产出售或将增加。2010 年以来，河南省经营性高速公路的支出一直高于通行费收入，收支缺口明显扩大；建设投资资本金支出呈快速上升趋势。如果未来需要可持续发展，那么路产出售或将增加。

图 32：中原高速的通行费收入占比有所提升



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 33：河南省经营性高速公路的收支缺口明显扩大



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 多元化业务：整合剥离、做优做专

地产业务萎缩、拖累，整合已现，期待未来剥离或置换。地产业务未来存在减值的风险，但预计大幅减值的可能性较小。截止 2023 年底，公司存货 48.8 亿元，其中开发成本 31.6 亿元、开发产品 17.2 亿元。我们认为，公司整合地产业务是第一步，未来出表、剥离有望陆续推进。中原高速长期股权投资标的的经营风险或可控，中原信托、中农保险、河南资管均是由河南省财政厅控股参/控股，风险可控。长期来看，我们认为中原高速可能会更加聚焦高速公路主业，做优做专多元化业务。

#### 3.1. 房地产业务：整合、剥离、置换

中原高速下属 3 家房地产公司（全资控股），分别为河南英地置业有限公司（英地置业）、河南君宸置业有限公司（君宸置业）和河南高速房地产开发有限公司（高速地产），上述 3 家公司均具备房地产开发资质。英地置业和高速地产均具有房地产开发企业一级资质，君宸置业为房地产二级资质，公司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 年及 2024 年第一季度房地产销售业务收入分别为 8.53 亿元、4.47 亿元、2.07 亿元和 0.02 亿元，业务毛利率分别为 47.52%、27.41%、26.63%和 25.27%，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、周口奥兰天和家园三期和保亭海南奥兰花园项目二期。除此之外，中原高速暂无其它项目开发计划，暂无其它土地储备计划。

图 34：2024 年 3 月末，中原高速房地产已完成开发项目情况（单位：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	16.70	22.58	85.00%	
奥兰花园	郑州	32.69	19.86	19.98	23.04	93.64%	
商丘一品江山	商丘	17.20	5.32	5.40	5.44	98.72%	高速地产
奥兰人和家园	信阳	7.32	2.69	2.59	2.77	97.46%	
奥兰天和家园一期、二期	周口	9.20	3.63	3.81	3.97	一期销售 98.56% 二期销售 97.65%	
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	20.20	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>	—	—

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：截至 2024 年 3 月末中原高速房地产在建在售项目情况（单位：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	24.00	12.80	9.90	2012-2026	52.50%	5.05	0.39	0.08	英地置业
运河上苑	新郑	11.63	8.64	7.00	2017-2025	7.00%	0.29	0.03	1.10	
凤池桂苑	郑州	15.40	17.77	7.84	2022-2027	--	--	0.06	0.06	
奥兰景园	郑州中牟	12.31	10.30	5.55	储备	--	--	0.10	0.10	高速地产
君悦华庭	郑州	19.17	18.92	14.24	2022 年底-2024 年	--	--	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>2.00</b>	--

资料来源：公司公告，天风证券研究所

地产业务萎缩、拖累，整合已现，期待未来剥离或置换。中原高速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，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。我们认为，公司整合地产业务是第一步，未来有望逐步将“地产包”剥离或者置换。

地产业务存在减值的风险，但未来减值加大的可能性或较小。截止 2023 年底，公司存货 48.8 亿元，其中开发成本 31.6 亿元、开发产品 17.2 亿元。我们认为，随着地方政府或下场收储，在防止国有资产流失的前提下，公司大概率也不会亏损出售，进一步加大减值的可能性或较小。

### 3.2. 金融投资业务：谨慎、优化、聚焦

中原高速的金融投资业务主要由全资子公司秉原投资控股有限公司（简称“秉原投资”）和本部负责。秉原投资成立于 2008 年，注册资金 7.00 亿元，对外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，包含两部分收益：持有期间租金收益，退出增值收益，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，形式包括项目公司股权和基金投资，资金来源为该公司和秉原投资自有资金以及外部投资机构，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，下表股权与基金损益分别为 0.97 亿元、0.15 亿元和 0.005 亿元；同期分别收到投资基金分红 0.85 亿元、0.48 亿元和 0.19 亿元。

图 36：2023 年末长期股权投资主要基金与股权投资情况（单位：亿元）

项目或基金的名称	公司出资	基金类型	投资标的分布行业	投资期限	预计退出方式	2021 年收益	2022 年收益	2023 年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	2.48	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等	10 年	基金清算，合伙企业解散	-0.19	0.11	-0.18
上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）	注2	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年		-0.04	-0.05	--
上海秉原鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）	3.01	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年		1.22	0.08	0.11
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.64	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等	10 年		-0.02	0.01	0.07
<b>合计</b>	<b>8.12</b>	--	--	--	--	<b>0.97</b>	<b>0.15</b>	<b>0.005</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注 1：根据中原高速提供的数据整理、计算（四舍五入，存在尾差，出资数据截至 2023 年末）；

注 2：原投资对象上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）因合伙人退伙，公司获得控制权而实施并表核算。

中原高速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。

图 37：中原高速主要直接投资情况（单位：%、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 <sup>4</sup>	27.27	1.05	0.40	0.42	信托	108.36	102.08	1.40
中原农业保险股份有限公司	13.64	0.10	0.68	0.51	保险	94.52	50.35	2.66
河南资产管理有限公司	10.00	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 <sup>5</sup>	高速地产持股20.00	-0.02	0.01	-0.22	地产	79.99	15.22	0.06
河南交投新能源发展有限公司	30.00	—	—	—	能源发电	—	—	—
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>1.59</b>	<b>1.64</b>	<b>1.33</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注 1：根据中原高速提供的数据整理、计算（四舍五入，存在尾差）；

注 2：投资数据和财务数据 2023 年（末），河南绿地商城置业有限公司财务数据为 2022 年（末）；

注 3：河南交投新能源发展有限公司与 2023 年 12 月 22 日完成工商登记，暂无财务数据。

中原高速长股投标的的经营风险或可控。中原信托利润出现下滑迹象，市场或担心公司长股投标的的经营风险等问题，但我们认为该部分风险可控，中原信托、中农保险、河南资管均是由河南省财政厅参/控股，经营风险可控。长期来看，我们认为中原高速可能会更加聚焦高速公路主业，做优做专多元化业务。

## 4. 他山之石：山东高速的“进阶”之路

山东高速股价“进阶”之路：1. 提高分红比例，稳定且持续。2. 收购优质路产，做大做强主业。3. 剥离地产业务，拓展产业链、价值链。本质上，高速公路类稳定资产，股息率稳定估值，股息率分子端由利润规模和分红比例决定，稳定持续提分红+做大做强公路主业（盈利稳定向上，并购带来利润增量）+剥离拖累业务（比如地产等，减少非主业可能带来的利润拖累与减值风险）。中原高速，或正在起变化：提分红、稳收购、速剥离。

### 4.1. 山东高速：分红、收购、剥离

山东高速，三步棋：1. 提高分红比例，稳定且持续。2. 收购优质路产，做大做强主业。3. 剥离地产业务，拓展产业链、价值链。本质上，股息率定估值，股息率分子端由利润规模和分红比例决定，稳定持续提分红+做大做强公路主业（盈利稳定向上，并购带来利润增量）+剥离拖累业务（比如地产等，减少非主业可能带来的利润拖累与减值风险）。

图 38：山东高速“股价”进阶之路



资料来源：Wind，山东高速公司公告，天风证券研究所

注：基准日为 2020 年 1 月 1 日

## 4.2. 中原高速：事情正在悄悄起变化

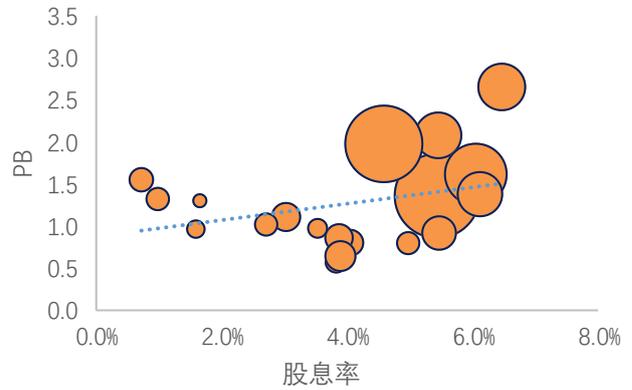
公司内部正在起变化：1.提分红。2023 年分红比例已经从之前的 30%左右提高至 40%，我们认为，未来仍有提高分红比例的潜力。2.稳收购。中原高速的控股股东河南交通投资集团拥有大量非上市路产，注入空间较大。同时集团的大部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产证券化的潜力或较大。3.速剥离。我们认为，公司整合地产公司只是第一步，未来有望逐步出表、剥离/置换。

图 39：中原高速长期处于破净状态



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：高速公路股息率 (T-1) 与 PB (T) 正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股息率计算时间为 2023 年底

外部正在起变化：1.收费公路管理条例的修订有望加速推进，2025 年或有重要进展。2.市值管理已进入“0-1”阶段，长期破净股或有变化，中原高速有望受益。

图 41：2025 年《收费公路管理条例》值得期待



资料来源：中央政府门户网站、人民交通网、南方都市报等，天风证券研究所

图 42：市值管理政策已进入“0-1”阶段，有望趋严

时间	核心要点
2024/1/24	国新办发布会上，国务院、国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。
2024/1/25	在 2024 年系统工作会议上，证监会推动将市值纳入央企国企考核评价体系。
2024/1/29	在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院、国资委宣布 2024 年全面推开上市公司市值管理考核。
2024/11/15	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》要求上市公司运用并购重组、现金分红、等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量，对长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。
2024/12/17	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》明确指出，中央企业要从并购重组、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强控股上市公司市值管理工作。

资料来源：央广网、证监会等，天风证券研究所

## 5. 盈利有望持续增长，股息率或 4%+

2024-2026 年盈利有望持续增长。随着经济复苏，现有路产车流量有望企稳回升、货车占比或有所提高，带动高速公路主业利润增长。新建公路拓展增长空间，收购优质路产加速发展。综合 DDM 估值法和可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB，取两个估值结果的平均值，给予中原高速的目标价为 4.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 5.1. 2024-26 年盈利持续增长

假设 2025-26 年郑漯高速通行费收入增速分别为-1%和 2%。2024 年内需稍不及预期，通行费收入或将小幅下降，我们认为 2025 年内需有望改善、2026 年维持常态水平，因此，我们预计 2025-26 年郑漯高速通行费收入增速分别为-1%和 2%。

假设 2024-26 年漯驻高速通行费收入增速分别为-18%、-10 和 1%。2024-25 年，车流量下滑幅度或有所收窄，带动通行费收入下滑幅度收窄，2026 年逐渐改善，2027 年以后，维持常态水平。因此，我们预计 2024-26 年漯驻高速通行费收入增速分别为-18%、-10 和 1%。

假设 2025-26 年郑尧高速通行费收入增速分别为 3%和 5%。2024 年内需稍不及预期，通行费收入或将小幅下降，我们认为 2025 年内需有望改善、2026 年维持常态水平，因此，我们预计 2025-26 年郑尧高速通行费收入增速分别为 3%和 5%。

假设 2024-26 年房地产业务逐步收缩，收入增速分别为-40%、-15%和-5%。中原高速的房地产业务出现萎缩。2020 年以来，房地产业务收入下滑明显，2023 年收入相比 2020 年下滑 82%。

假设 2024-26 年财务费用呈现下滑趋势。2018-2024H1，优化债务结构，低息置换高息，中原高速财务费用下降效果显著，综合融资成本有望进一步降低。

假设 2024-26 年中原高速的分红比例分别为 40%、40%和 50%。中原高速的分红比例有望提升。2023 年中原高速分红比例从 2022 年的 30%提高至 40%，创历史新高，而 A 股上市公路分红比例中位数为 46%，仍有进一步提高的空间。2016 年以来，大多数年份，中原高速的净利润+折旧摊销大于资本开支，现金流状况良好。

表 2：中原高速的核心财务指标预测

指标	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	56.07	74.11	57.03	55.88	55.53	56.80
yoy	10.4%	32.2%	-23.0%	-2.0%	-0.6%	2.3%
通行费收入：亿元	46.34	36.33	46.18	44.58	44.38	45.60
占比	82.6%	49.0%	81.0%	79.8%	79.9%	80.3%
毛利润：亿元	23.10	15.17	23.82	23.11	23.29	24.27
毛利率	41.2%	20.5%	41.8%	41.4%	41.9%	42.7%
归母净利润：亿元	7.4	1.4	8.3	8.7	9.2	9.9
yoy	206.7%	-81.1%	489.7%	5.6%	5.0%	8.2%
ROE	6.0%	1.1%	5.6%	6.2%	6.1%	6.4%
股息率	2.5%	0.5%	3.5%	3.7%	3.9%	5.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5.2. 目标价 4.98 元

根据 DDM 估值法和可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB，取两个估值结果的平均值，给予中原高速的目标价为 4.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 DDM 估值法，中原高速的每股价值为 4.65 元。高速公路的车流量和通行费收入比较稳定、分红比例也比较稳定，因此采用股利贴现模型进行估值。

表 3：中原高速的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.0%	2019 年以来十年期国债收益率平均 2.8%
风险溢价	5%	股票投资者预期回报率在 6%–8%
贝塔	0.8	中原高速高速相对沪深 300 指数的贝塔 0.8
预期市场回报率	8.0%	无风险利率+风险溢价
权益成本	7.0%	无风险利率+贝塔*（预期市场回报率-无风险利率）
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据股利贴现模型，中原高速的股利及贴现值如表 4。

表 4：中原高速的股利与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
股利：亿元	3.54	3.71	4.97	5.59	5.65	5.70	5.76	5.82	5.87	5.93	5.99	6.05	123.47
贴现：亿元	3.59	3.52	4.41	4.63	4.37	4.13	3.89	3.68	3.47	3.28	3.09	2.92	59.54
权益价值：亿元													104.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

选取 A 股上市公路净资产规模相近的 3 家公司作为可比公司，可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 为 1.07，基于稳健性原则，给予中原高速 2026 年 1 倍 PB，对应每股价值为 5.30 元。

表 5：可比公司估值表

代码	名称	股价（元）	BPS（元）			PB		
		2025/3/21	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601107.SH	四川成渝	4.91	5.29	5.48	5.67	0.93	0.90	0.87
600012.SH	皖通高速	16.29	8.15	8.75	9.38	2.00	1.86	1.74
600269.SH	赣粤高速	5.26	-	8.38	8.82	-	0.63	0.60
	平均					-	1.13	1.07
000429.SZ	中原高速	4.22	4.63	4.99	5.30	0.91	0.85	0.80

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除中原高速是分析师预测外，其他盈利预测均来自万得一致预期；收盘价为 2025 年 3 月 21 日

## 6. 风险提示

**宏观经济环境变化风险。**当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。区域经济布局、国土开发保护格局、人口结构分布、消费需求特征、要素供给模式等正在发生深刻变化，总需求不足已成为当前经济运行面临的突出矛盾，这些因素将给高速公路项目的运营带来不确定性。

**行业政策风险。**《收费公路管理条例（修订稿）》仍未正式出台，收费公路到期后收费、运营、养护等方面都面临诸多不确定性。国家相关政策的调整、货车通行费计费方式调整、高速公路差异化收费等政策会导致高速公路成本投入在中短期持续增加，对公司的经营业绩产生影响。

**融资风险。**近年来，发达经济体紧缩政策累积效应不断显现，世界经济增长动能减弱，全球金融市场风险加大，外部环境不稳定、不确定、难预料成为常态。从国内看，发展不平衡不充分问题依然突出，总量性、结构性、周期性矛盾问题进一步暴露。公司通过公开竞标方式中标的郑州至洛阳高速公路特许经营投资人项目，预计会使公司在未来几年对外融资需求仍较强烈。

**测算结果具有主观性。**尽管已经考虑了经济环境、新建路产等因素，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	960.54	482.67	558.80	555.34	284.00
应收票据及应收账款	266.25	703.67	246.73	697.78	268.27
预付账款	6.13	4.54	5.99	4.37	6.08
存货	4,764.79	4,819.09	4,638.15	4,667.87	4,719.70
其他	181.25	176.10	215.07	174.67	220.31
<b>流动资产合计</b>	<b>6,178.96</b>	<b>6,186.07</b>	<b>5,664.74</b>	<b>6,100.03</b>	<b>5,498.36</b>
长期股权投资	5,440.11	5,102.18	5,202.18	5,302.18	5,402.18
固定资产	11,702.87	11,038.00	9,844.84	8,629.55	7,411.98
在建工程	52.77	76.42	65.56	57.96	52.64
无形资产	24,907.77	25,387.24	25,451.18	25,495.94	25,521.52
其他	1,427.23	2,270.76	2,271.66	2,271.17	2,269.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,530.75</b>	<b>43,874.60</b>	<b>42,835.43</b>	<b>41,756.80</b>	<b>40,657.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>49,709.71</b>	<b>50,060.67</b>	<b>48,500.17</b>	<b>47,856.83</b>	<b>46,155.96</b>
短期借款	3,277.54	1,401.09	3,830.96	4,815.73	5,908.24
应付票据及应付账款	586.69	946.45	566.43	922.26	579.48
其他	5,660.69	5,360.78	5,625.63	5,372.30	5,637.37
<b>流动负债合计</b>	<b>9,524.91</b>	<b>7,708.32</b>	<b>10,023.02</b>	<b>11,110.29</b>	<b>12,125.08</b>
长期借款	25,061.20	25,455.36	22,234.93	19,693.64	16,273.81
应付债券	499.50	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,981.65	2,104.33	2,104.33	2,104.33	2,104.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>27,542.35</b>	<b>27,559.70</b>	<b>24,339.26</b>	<b>21,797.97</b>	<b>18,378.14</b>
<b>负债合计</b>	<b>37,085.93</b>	<b>35,297.29</b>	<b>34,362.28</b>	<b>32,908.27</b>	<b>30,503.22</b>
少数股东权益	31.26	(0.28)	(0.15)	(0.01)	0.12
股本	2,247.37	2,247.37	2,247.37	2,247.37	2,247.37
资本公积	1,342.10	1,334.21	1,334.21	1,334.21	1,334.21
留存收益	6,885.07	7,559.54	8,080.76	8,628.25	9,125.39
其他	2,117.99	3,622.54	2,475.69	2,738.74	2,945.66
<b>股东权益合计</b>	<b>12,623.79</b>	<b>14,763.38</b>	<b>14,137.89</b>	<b>14,948.56</b>	<b>15,652.75</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49,709.71</b>	<b>50,060.67</b>	<b>48,500.17</b>	<b>47,856.83</b>	<b>46,155.96</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	139.56	828.64	874.84	918.92	994.28
折旧摊销	1,103.21	1,156.81	1,136.78	1,174.83	1,194.01
财务费用	1,221.51	1,088.37	929.31	876.29	802.15
投资损失	(177.90)	(128.07)	(188.21)	(164.73)	(128.07)
营运资金变动	50.21	(954.99)	452.11	(335.76)	254.50
其它	(354.00)	540.83	0.23	0.24	0.26
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,982.58</b>	<b>2,531.58</b>	<b>3,205.06</b>	<b>2,469.79</b>	<b>3,117.12</b>
资本支出	3,589.27	532.66	96.70	96.70	96.70
长期投资	190.88	(337.93)	100.00	100.00	100.00
其他	(7,414.68)	(1,273.32)	(105.19)	(128.67)	(165.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,634.54)</b>	<b>(1,078.58)</b>	<b>91.51</b>	<b>68.03</b>	<b>31.38</b>
债权融资	889.11	(3,663.38)	(1,719.87)	(2,432.80)	(3,129.48)
股权融资	381.59	1,161.80	(1,500.56)	(108.48)	(290.35)
其他	181.64	597.76	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,452.33</b>	<b>(1,903.82)</b>	<b>(3,220.43)</b>	<b>(2,541.29)</b>	<b>(3,419.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(199.62)</b>	<b>(450.82)</b>	<b>76.13</b>	<b>(3.47)</b>	<b>(271.34)</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7,410.51</b>	<b>5,702.82</b>	<b>5,588.02</b>	<b>5,553.37</b>	<b>5,680.02</b>
营业成本	5,893.02	3,321.04	3,277.16	3,224.76	3,253.02
营业税金及附加	60.05	52.24	51.18	50.87	52.03
销售费用	32.71	22.04	21.60	21.47	21.96
管理费用	155.17	214.52	210.21	208.90	213.67
研发费用	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	1,210.45	1,078.23	929.31	876.29	802.15
资产/信用减值损失	(119.94)	(101.54)	(110.00)	(110.00)	(140.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	177.90	128.07	188.21	164.73	128.07
其他	(182.81)	(104.76)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>183.46</b>	<b>1,092.97</b>	<b>1,176.77</b>	<b>1,225.81</b>	<b>1,325.27</b>
营业外收入	11.08	20.94	15.59	15.87	17.47
营业外支出	15.82	10.70	27.34	17.95	18.66
<b>利润总额</b>	<b>178.71</b>	<b>1,103.21</b>	<b>1,165.02</b>	<b>1,223.72</b>	<b>1,324.07</b>
所得税	39.15	274.57	289.95	304.56	329.54
<b>净利润</b>	<b>139.56</b>	<b>828.64</b>	<b>875.07</b>	<b>919.16</b>	<b>994.54</b>
少数股东损益	(0.93)	0.21	0.23	0.24	0.26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140.49</b>	<b>828.43</b>	<b>874.84</b>	<b>918.92</b>	<b>994.28</b>
每股收益(元)	0.06	0.37	0.39	0.41	0.44

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.17%	-23.04%	-2.01%	-0.62%	2.28%
营业利润	-81.35%	495.77%	7.67%	4.17%	8.11%
归属于母公司净利润	-81.10%	489.67%	5.60%	5.04%	8.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.48%	41.76%	41.35%	41.93%	42.73%
净利率	1.90%	14.53%	15.66%	16.55%	17.50%
ROE	1.12%	5.61%	6.19%	6.15%	6.35%
ROIC	2.67%	3.78%	3.74%	3.87%	3.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.60%	70.51%	70.85%	68.76%	66.09%
净负债率	253.02%	202.08%	204.89%	183.39%	162.00%
流动比率	0.65	0.80	0.57	0.55	0.45
速动比率	0.15	0.18	0.10	0.13	0.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	33.91	11.76	11.76	11.76	11.76
存货周转率	1.72	2.39	2.39	2.39	2.39
总资产周转率	0.15	0.11	0.11	0.12	0.12
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.06	0.37	0.39	0.41	0.44
每股经营现金流	0.88	1.13	1.43	1.10	1.39
每股净资产	5.60	6.57	6.29	6.65	6.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	67.51	11.45	10.84	10.32	9.54
市净率	0.75	0.64	0.67	0.63	0.61
EV/EBITDA	14.10	10.52	10.63	10.07	9.20
EV/EBIT	24.21	15.91	15.97	15.31	13.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com