

东莞控股 (000828.SZ)

聚焦高速主业，承诺绝对分红提升股东回报

东莞控股为东莞市属国有控股上市公司，近几年聚焦高速主业经营、持续剥离非主业。未来公司主业经营稳定，核心路产莞深高速区位优势明显，改扩建回报高于行业平均水平。公司发布 25-27 年股东回报计划，承诺绝对值分红、股息率吸引力较高。

□ 秉承“一体两翼”业务布局，持续聚焦主业经营。东莞控股经营管理莞深高速公路（含龙林高速公路支线）资产 55.7 公里，收费经营期均为 25 年，该资产作为粤港澳大湾区交通动脉的重要组成部分，区位优势明显。2022 年及以后，公司开始聚焦主业，逐步调整业务结构，陆续退出轨道交通业务和信托业务。从营收结构看，剔除 PPP 项目影响，交通基础设施贡献核心收入，占营收比达 75%以上；从毛利结构来看，高速业务贡献主要毛利，2024 年高速公路经营、商业保理、新能源汽车充电、融资租赁、其他业务毛利润占比分别为 87%/9.6%/-0.3%/2.9%/1%。公司重要参股公司东莞证券（20%）和虎门大桥（11.1%）贡献主要投资收益，历史来看二者合计占投资收益比平均值在 70%以上，占利润总额比均值达 19%；对比公司及同业 ROE 表现情况，2024 年公司 ROE 为 9.9%，整体表现在行业中较好。

□ 路产改扩建回报率高于行业，绝对额分红彰显股东回报。莞深高速改扩建工程预计于 2028 年 12 月建成通车，据东莞控股公告，莞深高速改扩建项目前期批复额为 175.8 亿元，资本金比例 25%，基于 LPR（长期贷款利率为 4.3%）情况下测算 IRR 为 5.7%，而近年来利率水平持续下降，从东莞交投集团近期债务发行情况来看，基本利率水平均在 2%左右，若按现行利率水平测算，预计 IRR 仍有提升空间。东莞控股承诺 2025-2027 年每年累计现金分红不少于 0.475 元/股，同时当前公司资产负债率较低，现金流良好，公司回报股东的意愿较强，远期看分红有维持稳定的能力。

□ 投资建议。东莞控股立足粤港澳大湾区，核心路产区位优势，伴随近年来融资成本下降，莞深高速改扩建成本有下降空间，投资回报较好；公司持续聚焦主业经营，自 2023 年起陆续通过退出轨道交通业务、出售东莞信托等方式减少非主业投入，业务稳定性较强；公司近期公告 25-27 年分红承诺，每年累计现金分红不少于 0.475 元/股，同时当前公司资产负债率较低，现金流良好，公司回报股东的意愿较强。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 9.1、9.1、9.7 亿元，对应 25 年 PE 为 12x，PB 为 1.1x，按绝对分红 0.475 元/股，对应最新收盘价股息率达 4.5%，首次覆盖给予“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)	4688	1692	1560	1548	1548
同比增长	14%	-64%	-8%	-1%	0%
营业利润(百万元)	773	1189	1180	1174	1271
同比增长	-25%	54%	-1%	-1%	8%
归母净利润(百万元)	667	955	911	906	971
同比增长	-20%	43%	-5%	-0%	7%
每股收益(元)	0.64	0.92	0.88	0.87	0.93
PE	16.4	11.4	12.0	12.0	11.2
PB	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/交通运输

目标估值：NA

当前股价：10.49 元

基础数据

总股本（百万股）	1040
已上市流通股（百万股）	1040
总市值（十亿元）	10.9
流通市值（十亿元）	10.9
每股净资产（MRQ）	9.5
ROE（TTM）	9.7
资产负债率	42.7%
主要股东	东莞市交通投资集团有限公司
主要股东持股比例	41.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	5	13
相对表现	10	6	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

王春环	S1090524060003
✉ wangchunhuan@cmschina.com.cn	
孙修远	S1090524070005
✉ sunxiuyuan@cmschina.com.cn	
肖欣晨	S1090522010001
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn	
魏芸	S1090522010002
✉ weiyun@cmschina.com.cn	
刘若琮	S1090524110003
✉ liuruocong@cmschina.com.cn	

正文目录

一、东莞控股：立足大湾区，主业经营稳健4

1、秉承“一体两翼”业务布局，持续聚焦主业经营4

2、聚焦交通基础设施业务，盈利能力稳健5

二、路产改扩建收益高于行业平均，绝对值分红彰显股东回报9

1、利率下降背景下融资成本降低，莞深改扩建再投资回报率仍有提升空间9

2、承诺绝对值分红，彰显股东回报10

三、盈利预测及投资建议11

1、盈利预测11

2、投资建议11

四、风险提示12

图表目录

图 1：东莞控股历史沿革5

图 2：东莞控股股权结构情况5

图 3：东莞控股历史营业收入变化情况6

图 4：东莞控股营收结构变化情况（单位：亿元）6

图 5：东莞控股历史成本结构变化情况（单位：亿元）7

图 6：东莞控股 2024 年分项目成本情况7

图 7：东莞控股毛利润结构变化情况（单位：亿元）7

图 8：东莞控股各业务毛利率变化情况7

图 9：东莞控股投资收益变化情况（单位：亿元）8

图 10：东莞控股归母净利润变化情况8

图 11：东莞控股与同业 ROE 对比8

图 12：东莞控股现金流变化情况（单位：亿元）10

图 13：东莞控股 2024 年资产负债率行业对比10

图 14：东莞控股分红额及分红比例变化情况10

图 15：东莞控股历史 PE Band12

图 16：东莞控股历史 PB Band12

表 1: 东莞控股参控股路产情况	4
表 2: 东莞交投集团近期债务发行情况	9
表 3: 近期发达地区单公里改扩建成本对比表	9
表 4: 盈利预测简表.....	11
附: 财务预测表	13

一、东莞控股：立足大湾区，主业经营稳健

1、秉承“一体两翼”业务布局，持续聚焦主业经营

东莞控股为东莞市属国有控股上市公司，公司立足大湾区，目前已形成以公路业务为核心，多元布局新能源和金融投资的业务格局。公司经营管理莞深高速公路（含龙林高速公路支线）资产 55.7 公里，收费经营期均为 25 年，收费期至 2027 年 6 月 30 日，该资产作为粤港澳大湾区交通动脉的重要组成部分，不仅构成珠三角环线高速（G94）的关键路段，更形成贯通广州、深圳两大核心城市的黄金通道，区位优势明显。同时公司于 2007 年收购广东虎门大桥 11.1% 股权，虎门大桥全长 15.8 公里，收费期至 2029 年 5 月；于 2023 年 9 月完成收购惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段 35% 的股权，惠常高速东莞段线路全长 14.9 公里，收费期至 2034 年 9 月 27 日。

表 1：东莞控股参控股路产情况

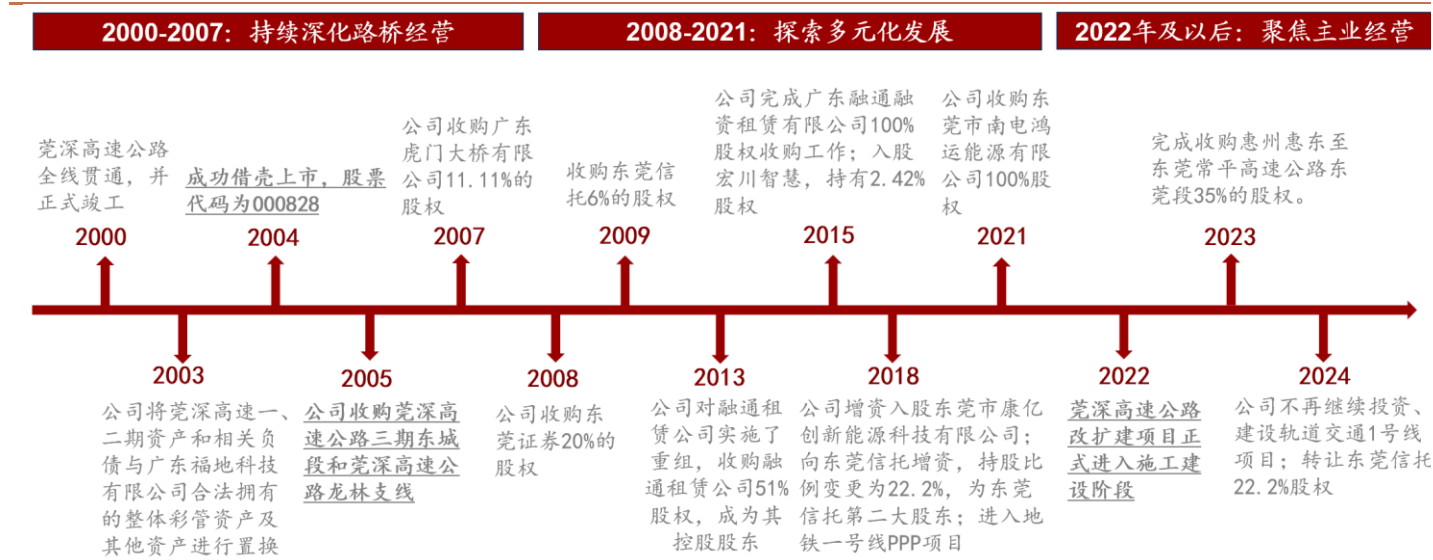
路产	持股比例	收费到期时间	经营里程 (KM)	改扩建进度	总投资 (亿元)	单公里成本 (亿元)	IRR
莞深高速（含龙林高速 支线）	100%	2027 年 6 月	55.66	正在进行改扩建， 已开始动工，预计 2028 年 12 月建成 通车，总工期为 5 年	175.8	3.16	5.69%
惠常高速东莞段	35%	2034 年 9 月	14.9	-	-	-	-
虎门大桥	11.1%	2029 年 5 月	15.76	-	-	-	-

资料来源：公司公告、招商证券

历史沿革：公司发展历史可分为三个阶段。

- **2000-2007 年，公司持续深化主业路桥经营：**2003 年，公司将莞深高速一、二期资产和相关负债与广东福地科技有限公司合法拥有的整体彩管资产及其他资产（除部分长期股权投资）进行置换；2004 年，公司成功实现借壳上市；2005 年，公司收购莞深高速公路三期东城段和龙林支线资产，主业持续扩张；2007 年，公司收购虎门大桥 11.1% 的股权。
- **2008-2021 年，公司确定了“产融结合，多元化发展”的战略：**这一阶段，公司持续探索新能源、金融投资等多元化方向。金融投资方面，公司分别于 2008、2009 年收购东莞证券 20% 股权和东莞信托 6% 股权，并于 2015 完成收购融通租赁公司 100% 股权。新能源投资方面，公司于 2018 和 2019 年入股康亿创新能源科技有限公司和设立东能新能源公司，同时公司 2018 年进入地铁一号线 PPP 项目。
- **2022 年及以后，公司开始聚焦主业，逐步调整业务结构：**2022 年，莞深高速改扩建项目进入开工建设阶段；2023 年，公司收购惠常高速东莞段 35% 股权，继续进行主业扩张；2024 年公司陆续退出轨道交通业务和信托业务，不再继续参与投资、建设地铁一号线建设，同时出售所持有的东莞信托 22.2% 股权。

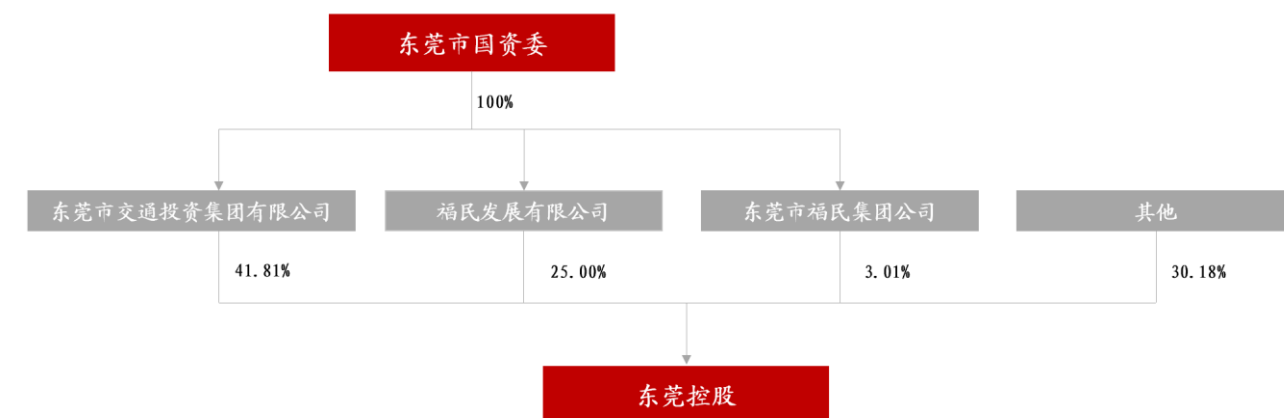
图 1：东莞控股历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

股权结构：公司股权结构较为集中且稳定，前三大股东东莞交投、福民发展有限公司和东莞市福民集团有限公司合计持股 69.8%，控股股东为东莞市交通投资集团有限公司，持股 41.8%，东莞交投是东莞市属大型国有综合性企业集团，经过多年深耕发展，已形成以交通基础设施建设运营为核心，涵盖城市一卡通、公共交通运营、交通实业投资等多元化业务板块的大型企业集团，控股股东可在资源、资金等方面为公司业务拓展提供坚实保障。公司实际控制人为东莞市人民政府国有资产监督管理委员会。

图 2：东莞控股股权结构情况



资料来源：Wind、招商证券

2、聚焦交通基础设施业务，盈利能力稳健

主营业务情况：公司目前主要从事交通基础设施建设及经营、新能源汽车充换电及金融投资，前期参与轨道交通业务，确认 PPP 项目收入，2024 年起公司退出一号线建设项目。

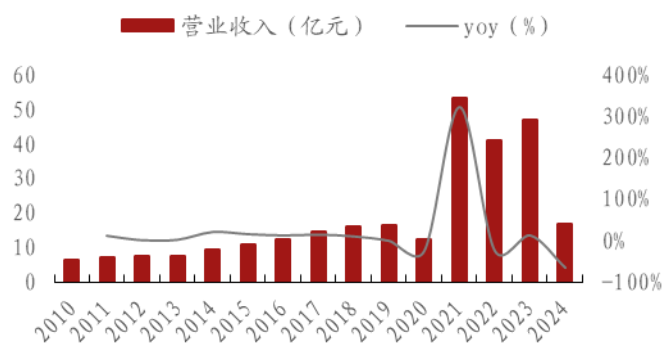
- **交通基础设施板块：**公司主要以交通基础设施建设运营为核心，经营管理莞深高速一二期、三期东城段及龙林高速，总里程约 55.7 公里；莞深高速位于珠三角腹地，为广东省珠三角环线高速（G94）的重要组成部分，是连接

广州、东莞与深圳的重要快速通道，地理位置优越，区位优势明显。

- **PPP 项目板块（已退出）：**公司自 2018 年起投资东莞市轨道交通 1 号线项目，该项目自 2019 年开工至今一直处于建设状态，至 2023 年 6 月公司累计向一号线建设公司注入资本金合计为 37.1 亿元，因城市规划变更等原因，该项目建设总投资、交通网络规划等发生较大调整，因此公司以减资方式退出一号线建设公司，减资价款为 37.1 亿元，资本金补偿为 2.6 亿元，自 2024 年 2 月起，公司不再持有一号线建设公司股权。
- **新能源汽车充换电板块：**公司通过控股公司东能及康亿创开展新能源汽车充换电站建设和充电服务，截至 2024 年，两公司拥有充电站 144 座，换电站 16 座，合计功率 22.7 万千瓦，分布在东莞、广州、南京等城市。
- **金融投资板块：**公司通过控股融通租赁和宏通保理开展融资租赁及保理业务，两公司以基础设施、公共交通、新能源等为主要业务领域，在经营模式上，融通租赁主要开展基础设备或设施的售后回租业务，宏通保理则以应收账款开展有追索权的商业保理业务，两公司通过收取手续费、租息收入等，分期收回融资租赁/商业保理的本金。

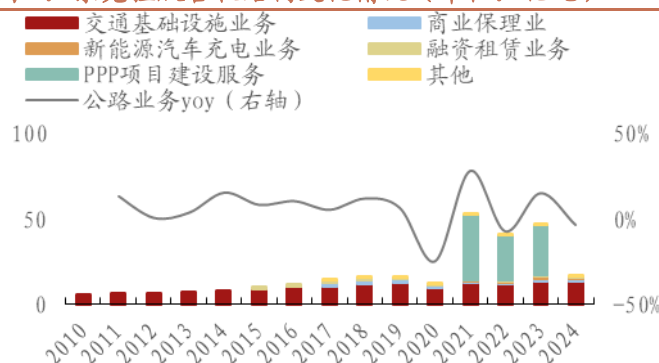
营业收入：剔除 PPP 项目影响，交通基础设施贡献核心收入，占营收比达 75% 以上。2010-2024 年公司营业收入复合增速达 7.3%，其中交通基础设施业务收入复合增速达 5.5%，主业经营维持稳定，2010-2019 年期间公路主业收入持续保持正增长。2020 年受疫情影响，公司营业收入同比下滑 23%，2021 年总营业收入大幅增长，主要由于公司参与地铁一号线建设项目，确认 PPP 项目收入增加，剔除 PPP 项目，营业收入同比增长 17.4%，公路主业营业收入同比增长 28.4%，主要由于 21 年出行修复带来车流增加。2022 年受疫情影响，营业收入同比下滑 22.9%，公路主业营业收入同比下降 6.9%。2023 年，营业收入同比增长 14%，公路主业营收同比增长 15.3%，主要由于疫后车流修复。2024 年公司营收下滑较多，主要由于退出地铁一号线项目，营收恢复正常规模，较 2019 年同比增长 3%，2024 年实现通行费收入 13.2 亿元，同比下降 3.1%，主要由于雨水天气增多和莞番高速三期开通造成分流影响。从营收结构来看，剔除 PPP 项目，交通基础设施业务贡献核心收入，历史占营收比达 75% 以上，2024 年高速公路经营、商业保理业务、新能源汽车充电业务、融资租赁、PPP 项目建设服务、其他业务占营业收入的比重分别为 78%、11%、5.1%、4.1%、0%、1.6%。

图 3：东莞控股历史营业收入变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

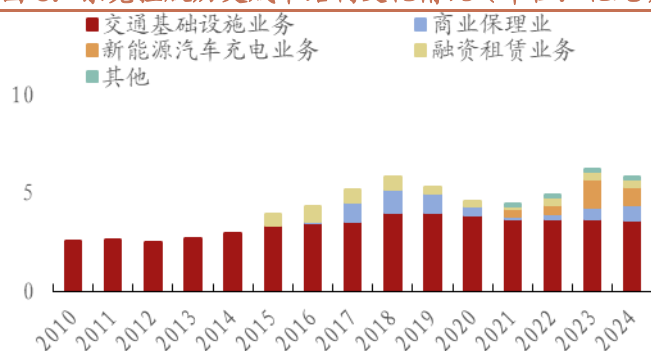
图 4：东莞控股营收结构变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

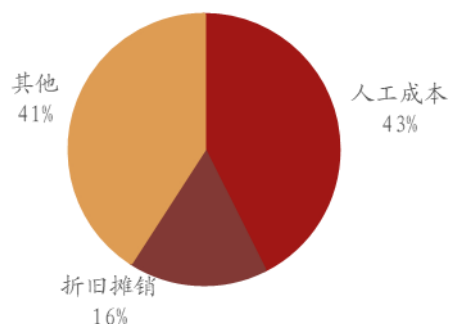
营业成本：人工及折旧摊销成本占比接近 60%。2010-2024 年公司营业成本复合增速为 6.1%，其中公路业务成本复合增速为 2.5%，整体较为稳定，主要由于公路业务开支较为刚性。2024 年公司营业成本为 5.8 亿元，剔除 PPP 项目成本影响，同比增长 6.2%，从分项成本来看，刚性成本占比较高，2024 年人工及折旧成本合计占比接近 60%。

图 5：东莞控股历史成本结构变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：东莞控股 2024 年分项目成本情况



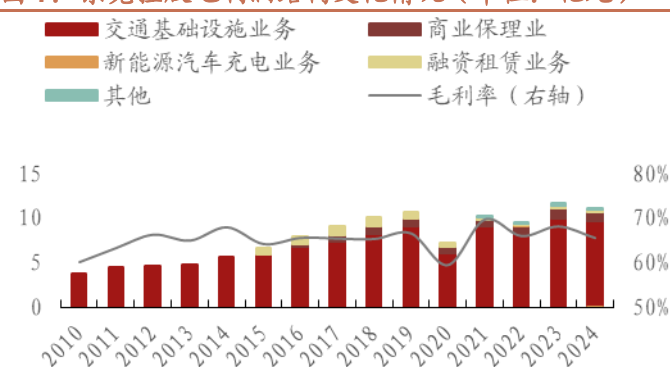
资料来源：公司公告、招商证券

毛利情况：交通基础设施业务贡献主要毛利。2010-2024 年公司毛利润复合增速为 7.9%，2024 年公司毛利润为 11.1 亿元，同比下降 5.5%，或主要由于通行费收入受天气及路网分流影响下滑等因素影响。

从公司毛利结构来看，高速业务贡献主要毛利，2024 年高速公路经营、商业保理业务、新能源汽车充电业务、融资租赁、其他业务毛利润占比分别为 87%、9.6%、-0.3%、2.9%、1%，其中新能源业务受公交业务缩减及市场竞争加剧影响，毛利贡献为负值。

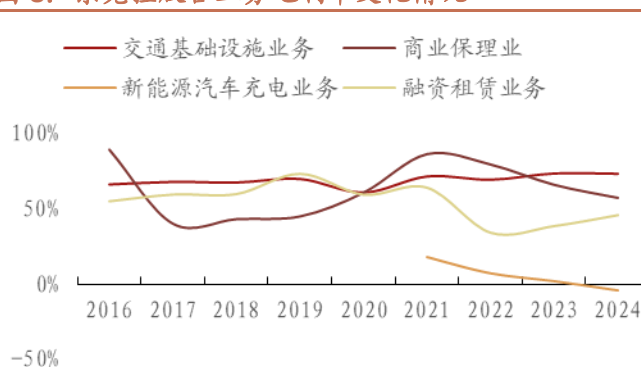
从毛利率变化情况来看，公司整体和高速业务毛利率表现均较为稳定，历史毛利率基本维持在 65% 左右，2024 年公司总毛利率达 65.5%，高速业务毛利率达 72.8%。

图 7：东莞控股毛利润结构变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券（注：21-23 年毛利率为剔除 PPP 项目影响后）

图 8：东莞控股各业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

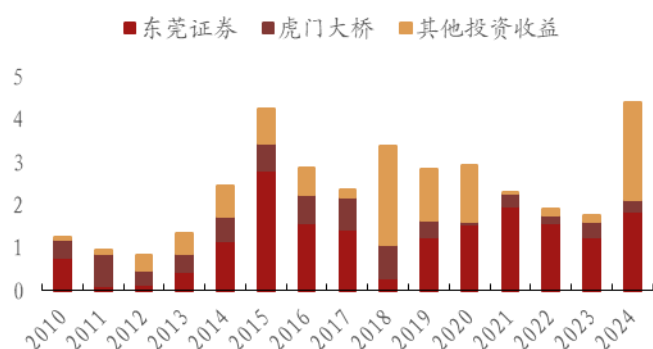
投资收益及盈利情况：投资收益方面，公司分别于 2007、2008 年收购虎门大桥 11.1% 的股权和东莞证券 20% 股权，二者贡献主要投资收益，从历史表现来看，二者合计占投资收益比平均值在 70% 以上，占利润总额比平均值达 19%，2018 年二者占投资收益比有所下降，主要由于当年公司增资入股东莞市康亿创新能源

科技有限公司，同时向东莞信托增资，持股比例达到 22.2%，使得当年投资收益同比显著增加，2024 年二者投资收益占比有所下降，为 48.4%，主要由于公司当年退出地铁一号线项目获得股权处置收益使得整体投资收益同比显著增长。

利润方面，2010-2024 年公司归母净利润复合增速达到 7.4%，整体利润增长稳健，期间 20-22 年受疫情和东莞信托业务利润下滑双重影响利润有所下滑，2023 年由于公司对持有东莞信托的股权计提约 4 个亿减值，导致利润下滑较多，2024 年公司实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 43.3%，主要由于去年计提减值基数较低，叠加 24 年公司退出地铁一号线项目获得股权处置收益，使得投资收益同比显著增长。

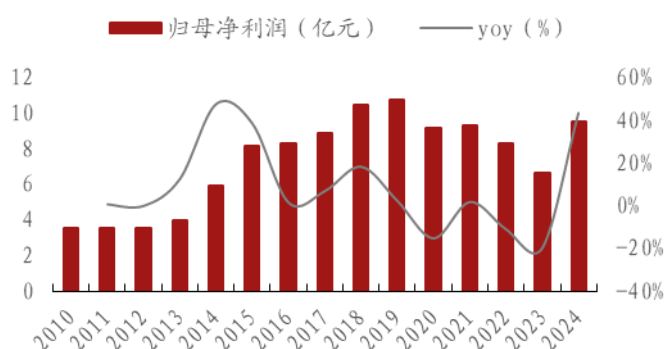
对比公司及同业 ROE 表现情况，2024 年公司 ROE 为 9.9%，在行业重点公司中排名第四，整体表现较好。

图 9：东莞控股投资收益变化情况（单位：亿元）



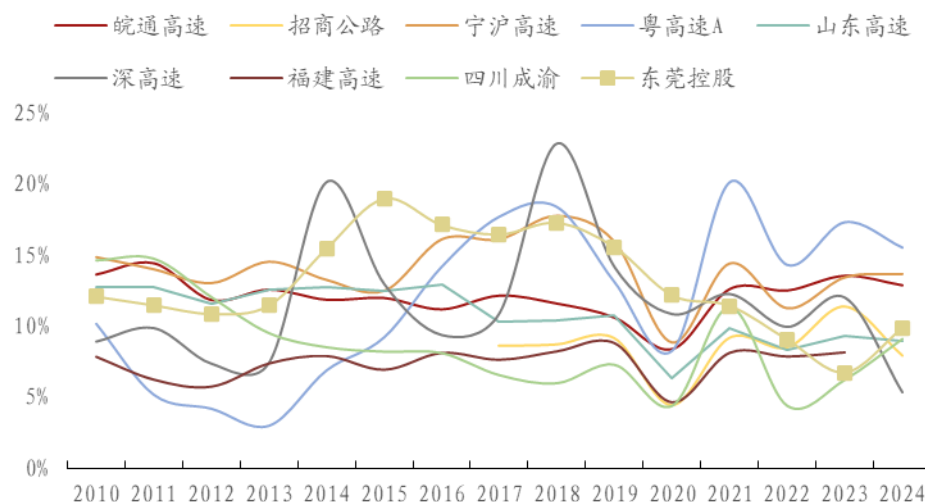
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：东莞控股归母净利润变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 11：东莞控股与同业 ROE 对比



资料来源：Wind、招商证券

二、路产改扩建收益高于行业平均，绝对值分红彰显股东回报

1、利率下降背景下融资成本降低，莞深改扩建再投资回报率仍有提升空间

近年来高速公路融资成本持续下降。在利率环境下行的背景下，各省交投融资成本持续降低，目前各省交投近一年债券融资成本基本在 2%-3%区间水平。融资成本降低大背景下，莞深高速改扩建成本有望下降，在投资回报率有望提升。由于莞深高速收费期即将到期（2027 年 6 月 30 日），且车流量已趋于饱和，具有增长潜力，公司决定实施莞深高速及龙林高速改扩建工程，工程预计于 2028 年 12 月建成通车。据东莞控股公告，莞深高速改扩建项目前期批复额为 175.8 亿元，资本金比例 25%，基于 LPR（长期贷款利率为 4.3%）情况下测算 IRR 为 5.7%，而近年来利率水平持续下降，从东莞交投集团近期债务发行情况来看，基本利率水平均在 2%左右，若按现行利率水平测算，预计 IRR 仍有提升空间。

表 2：东莞交投集团近期债务发行情况

证券名称	债券类型	剩余期限	票面利率(当期)(%)	发行日期
24 东莞交投	一般中期票据	4.68Y	1.98	2024-12-16
24 东莞交投	一般中期票据	2.24Y	2.24	2024-07-08
23 东莞交投	超短期融资债券	--	2.42	2023-10-13
23 东莞交投	超短期融资债券	--	2.48	2023-04-20

资料来源：Wind、招商证券

莞深高速改扩建 IRR5.7%，高于行业平均水平。随着土地成本提升，近年来核心地区单公里改扩建成本不断增加，基本处于 2-3 亿/公里的水平，IRR 在 4%-5%。根据公司目前公告的总投资额，莞深高速改扩建单公里造价约为 3.2 亿元，IRR 达到 5.7%，基于该路产改扩建拆迁难度较大，造价基本合理，考虑未来投资成本控制及核心区域车流增长的较大空间，我们认为投资回报有超预期可能：1）根据公路改扩建实操经验来看，一般路产改扩建实际投资额一般小于前期投资预算，如果通过公路建设技术创新、提升改扩建效率等方式，有望将莞深高速改扩建单公里成本控制在 3 亿以内；2）莞深高速位于珠三角核心区域，车流量有保障，预计改扩建成本下降情况下远期回报仍有提升空间。

表 3：近期发达地区单公里改扩建成本对比表

项目名称	所在省份	开工时间	通车时间	项目长度 (km)	项目概算 (亿元)	单公里造价 (亿元)	IRR
广惠高速改扩建	广东	2025 年初	2029 年 12 月	153.9	305.2	2	5.08%
机荷高速改扩建	广东	2024 年	2028 年	41.4	432.9	10.5	4%
广靖北段改扩建	江苏	2024 年	2027 年	10.54	29.05	2.8	-
锡宜高速南段改扩建	江苏	2023 年 1 月	2026 年 6 月	35.74	77.55	2.2	-

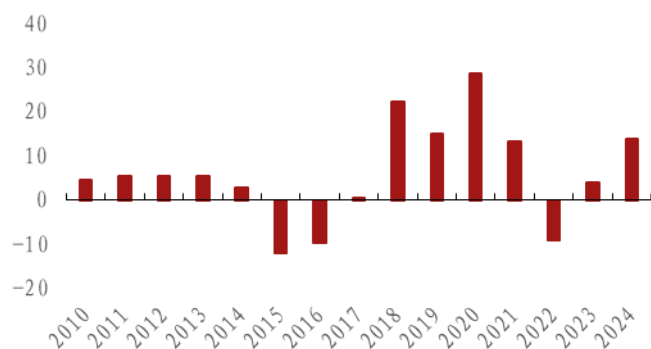
资料来源：公司公告、招商证券

2、承诺绝对值分红，彰显股东回报

公司现金流较为充足，资产负债率处于行业偏低水平。从公司历史现金流表现来看，除 2015-2016 年、2022 年受融通租赁业务和商业保理业务增加所致，公司现金流出较多导致经营性现金流出现负值外，公司现金流整体保持稳定。2024 年公司经营性现金流为 13.7 亿元，同比显著增长。

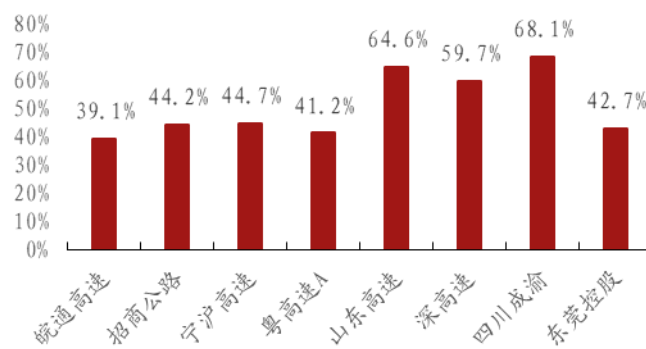
从负债率同业对比表现来看，2024 年公司资产负债率为 42.7%，在同业重点公司中处于中等偏低水平，预计较充足的现金流和低资产负债率能够支撑公司进行长期稳定的分红。

图 12：东莞控股现金流变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

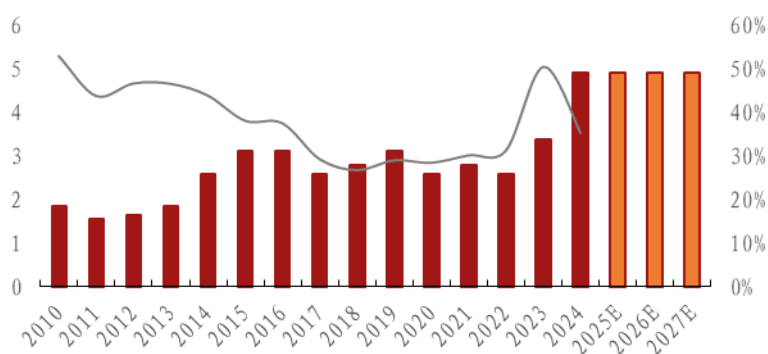
图 13：东莞控股 2024 年资产负债率行业对比



资料来源：Wind、招商证券

公司积极回报股东，承诺绝对值分红。东莞控股承诺 2025-2027 年每年累计现金分红不少于 0.475 元/股，对应最新收盘价股息率达 4.5%，同时当前公司资产负债率较低，现金流良好，公司回报股东的意愿较强，预计远期分红有望维持稳定。

图 14：东莞控股分红额及分红比例变化情况



资料来源：Wind、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

收入端：预计公司 25-27 年营业收入分别为 15.6 亿元、15.5 亿元、15.5 亿元，同比分别-7.8%/-0.8%/0%。

1) **通行费收入：**预计 25-27 年分别为 11.9 亿元、11.8 亿元、11.8 亿元，同比分别-10%/-1%/0%，主要由于 25 年公司核心路产莞深高速进入主要建设期，预计 28 年 12 月实现通车，改扩建或对莞深车流产生影响，进而影响通行费收入。

2) **其他业务收入：**PPP 项目收入由于公司退出地铁一号线建设基本归零，融资租赁业务近年来均维持在 0.7 亿元左右水平，预计 25-27 年持平；保理业务预计 25-27 年持平；新能源汽车充换电业务受市场竞争等因素影响，24 年同比有所下滑，预计 25-27 年维持 24 年水平。

投资收益：预计公司 25-27 年投资收益均为 3.3 亿元，其中主要投资收益贡献来源东莞证券和虎门大桥经营较为稳健。

毛利率：预计公司 25-27 年毛利率水平分别为 64.6%、64.6%、70.9%，基本维持稳定，其中公路业务毛利率水平预计分别为 72.4%、72.6%、80.8%。

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4688	1692	1560	1548	1548
营业成本	3516	584	552	547	450
营业税金及附加	13	12	11	11	11
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	114	110	78	77	77
研发费用	9	4	4	4	4
财务费用	40	44	44	44	44
资产减值损失	(416)	(167)	0	0	0
公允价值变动收益	1	(37)	(37)	(37)	(37)
其他收益	14	12	12	12	12
投资收益	176	443	334	334	334
营业利润	773	1189	1180	1174	1271
营业外收入	49	6	6	6	6
营业外支出	13	0	0	0	0
利润总额	809	1194	1186	1179	1277
所得税	158	262	297	295	329
少数股东损益	(15)	(24)	(22)	(22)	(24)
归属于母公司净利润	667	955	911	906	971
EPS（元）	0.64	0.92	0.88	0.87	0.93

资料来源：公司数据、招商证券

2、投资建议

公司作为东莞市属国有控股上市公司，目前已形成以公路业务为核心，多元布局新能源和金融投资的业务格局。核心路产莞深高速作为粤港澳大湾区交通动脉的

重要组成部分，形成贯通广州、深圳两大核心城市的黄金通道，区位优势明显，由于车流饱和，莞深高速开启改扩建工程，伴随近年来融资成本下降，预计后续路产改扩建成本有下降空间，投资回报较好；公司自 2023 年起陆续通过退出轨道交通业务、出售东莞信托等方式减少非主业投入，持续聚焦主营业务，业务稳定性较强；公司近期公告 25-27 年分红承诺，每年累计现金分红不少于 0.475 元/股，同时当前公司资产负债率较低（24 年为 43%），现金流良好（24 年为 14 亿），公司回报股东的意愿较强。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 9.1、9.1、9.7 亿元，对应 25 年 PE 为 12x，PB 为 1.1x，按绝对分红 0.475 元/股，对应最新收盘价股息率达 4.5%，首次覆盖给予“增持”评级。

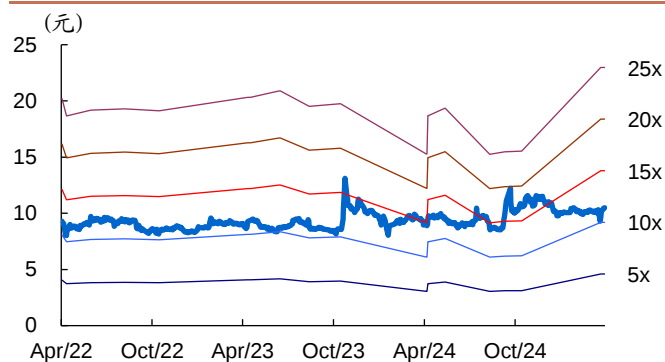
四、风险提示

宏观经济下行导致车流量下降：经济下行可能影响人们出行意愿，对车流量影响较大，从而影响公司营业收入，业绩恢复进度可能低于预期。

收费政策变化：政府对高速公路通行费收费有一定指导，收费政策变化对公司控股路产通行费收入影响较大，影响公司未来盈利。

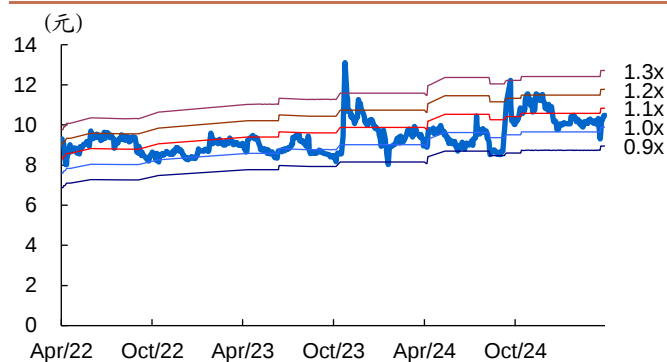
改扩建效果不及预期：若改扩建结束后车流量增长情况不及预期，可能影响公司主业修复。

图 15：东莞控股历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16：东莞控股历史 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	5151	6540	5002	4987	4987
现金	3382	4373	3000	3000	3000
交易性投资	88	51	51	51	51
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	51	43	39	39	39
其它应收款	46	969	893	886	886
存货	0	0	0	0	0
其他	1585	1105	1019	1011	1011
非流动资产	24219	10829	12662	14026	14917
长期股权投资	4265	2952	2952	2952	2952
固定资产	1091	900	749	628	531
无形资产商誉	122	89	81	72	65
其他	18740	6889	8881	10374	11369
资产总计	29370	17369	17663	19013	19904
流动负债	6950	2752	2651	3611	4048
短期借款	3478	1667	2160	3120	3563
应付账款	2684	72	68	67	55
预收账款	1	2	2	2	2
其他	787	1011	421	422	428
长期负债	4515	4657	4657	4657	4657
长期借款	4279	4459	4459	4459	4459
其他	235	198	198	198	198
负债合计	11465	7409	7309	8268	8705
股本	1040	1040	1040	1040	1040
资本公积金	2737	1136	1136	1136	1136
留存收益	7143	7661	8078	8490	8968
少数股东权益	6986	124	101	79	55
归属于母公司所有者权益	10919	9837	10253	10666	11144
负债及权益合计	29370	17369	17663	19013	19904

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	389	1373	982	796	813
净利润	652	932	888	884	948
折旧摊销	268	264	199	166	139
财务费用	131	113	44	44	44
投资收益	(176)	(443)	(310)	(310)	(310)
营运资金变动	(405)	538	184	15	(4)
其它	(80)	(31)	(23)	(2)	(3)
投资活动现金流	(3528)	2035	(1719)	(1219)	(719)
资本支出	(2829)	(1910)	(2028)	(1528)	(1028)
其他投资	(699)	3945	310	310	310
筹资活动现金流	1157	(2514)	(636)	422	(95)
借款变动	1465	(343)	(98)	960	443
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(1600)	0	0	0
股利分配	(260)	(494)	(494)	(494)	(494)
其他	(49)	(77)	(44)	(44)	(44)
现金净增加额	(1982)	894	(1373)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4688	1692	1560	1548	1548
营业成本	3516	584	552	547	450
营业税金及附加	13	12	11	11	11
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	114	110	78	77	77
研发费用	9	4	4	4	4
财务费用	40	44	44	44	44
资产减值损失	(416)	(167)	0	0	0
公允价值变动收益	1	(37)	(37)	(37)	(37)
其他收益	14	12	12	12	12
投资收益	176	443	334	334	334
营业利润	773	1189	1180	1174	1271
营业外收入	49	6	6	6	6
营业外支出	13	0	0	0	0
利润总额	809	1194	1186	1179	1277
所得税	158	262	297	295	329
少数股东损益	(15)	(24)	(22)	(22)	(24)
归属于母公司净利润	667	955	911	906	971

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	-64%	-8%	-1%	0%
营业利润	-25%	54%	-1%	-1%	8%
归母净利润	-20%	43%	-5%	-0%	7%
获利能力					
毛利率	25.0%	65.5%	64.6%	64.6%	70.9%
净利率	14.2%	56.5%	58.4%	58.6%	62.8%
ROE	6.2%	9.2%	9.1%	8.7%	8.9%
ROIC	2.4%	3.7%	4.7%	4.5%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	42.7%	41.4%	43.5%	43.7%
净负债比率	28.3%	38.7%	37.5%	39.9%	40.3%
流动比率	0.7	2.4	1.9	1.4	1.2
速动比率	0.7	2.4	1.9	1.4	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率					
应收账款周转率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
应付账款周转率	1.6	0.4	7.9	8.1	7.4
每股资料(元)					
EPS	0.64	0.92	0.88	0.87	0.93
每股经营净现金	0.37	1.32	0.94	0.77	0.78
每股净资产	10.50	9.46	9.86	10.26	10.72
每股股利	0.33	0.47	0.47	0.47	0.47
估值比率					
PE	16.4	11.4	12.0	12.0	11.2
PB	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	14.7	10.5	10.8	11.1	10.5

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。