

赣粤高速（600269.SH）

通道扩容增效提质，静待估值修复良机

核心观点：

- **坐拥江西省内核心通道，成本优势助力路产毛利水平行业领先。**作为江西省唯一公路上市平台，公司的核心路产昌九高速、昌泰高速、昌樟高速等均为省内高速公路网中的核心通道，其中昌九高速、昌樟高速的改扩建工作分别于 2019、2015 年完成并投入使用，而昌泰高速所属樟树至吉安段的主体改扩建工作也即将在 2025 年完成，通道产能上限已经打开。依托省内建设和经营成本优势，公司路产毛利水平行业领先，除 2020 年外，2015 年以来公司毛利率基本保持在 40%-55% 的较高区间。当前公司改扩建工作正在有序进行，伴随产能持续爬坡，公司周转率和利润率均有望迎来回升，进而带动 ROE 改善。
- **江西省内路网建设步入成熟，建设赣粤省际通道积极融入湾区联通。**据《江西省高速公路网规划修编（2018-2035 年）》指引计算，2023-2035 年期间江西省高速公路里程 CAGR 基本在 2% 以下低速增长水平，大盘增长降速有利于存量路产的流量稳固。未来全省将在对接粤港澳大湾区互联互通方面持续努力，通过赣南等地区深度参与大湾区建设，积极培育新的增长极。
- **内需挖潜尽享需求红利，静待估值修复良机。**基本面来看，伴随改扩建工程投产叠加近年来地方文旅部门与交通部门的联动投入，公司路产业务收入规模持续上台阶，2025 年 1-4 月昌九/昌樟/昌泰高速通行费收入累计较 19 年同期增长 74.0%/8.7%/17.5%。定价层面，无风险收益率低位震荡，基本面稳健的高股息资产配置价值持续凸显。而央国企市值管理大幕拉开后，分红基础坚实的赣粤高速或将演绎“市值-分红-平台运作”的产投两端良性互动，估值修复机遇可以期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 13.14、13.91、14.33 亿元。基于 DDM 模型测算出公司每股合理价值为 5.81 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**需求波动；政策变动；非公路业务经营波动等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,492	5,985	6,258	6,512	6,717
增长率 (%)	10.9%	-20.1%	4.6%	4.1%	3.2%
EBITDA	3,014	3,027	2,954	3,088	3,155
归母净利润	1,177	1,279	1,314	1,391	1,433
增长率 (%)	69.2%	8.7%	2.7%	5.9%	3.0%
EPS (元/股)	0.50	0.55	0.56	0.60	0.61
市盈率 (P/E)	8.2	10.2	9.2	8.6	8.4
ROE (%)	6.2%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%
EV/EBITDA	3.5	5.7	5.8	5.2	4.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

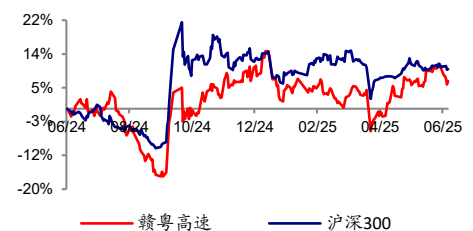
增持

当前价格	5.15 元
合理价值	5.81 元
报告日期	2025-06-23

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2335.41/2335.41
总市值/流通市值 (百万元)	12027.35/12027.35
一年内最高/最低 (元)	5.69/4.14
30 日日均成交量/成交额 (百万)	13.35/70.32
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	1.33/-1.85

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师：

王航



SAC 执证号：S0260523120003



0755-88298506



wanghang@gf.com.cn

请注意，王航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、江西上市公路平台，深耕省内公路主业.....	5
（一）江西省公路上市平台，实控人为江西省交通运输厅.....	5
（二）主业为高速公路运营，辅以智慧交通、实业投资、金融投资板块.....	6
（三）财务表现：成本优势助力路产高毛利，期待周转提升后 ROE 改善.....	9
二、江西路网：通道进入成熟期，融入湾区互联互通.....	13
（一）公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定.....	13
（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红政策提供弹性.....	16
（三）江西省路网：供给进入低速增长，积极融入湾区联通.....	18
三、赣粤高速：流量上限打开，产能爬坡开启.....	21
（一）核心路产改扩建有序完成，资产周转效率稳步提升.....	21
（二）智慧交通积极探索，成品油业务开始收获.....	25
四、投资逻辑：内需挖潜尽享需求红利，静待估值修复良机.....	27
（一）文旅交通双向联动，助力通行费上台阶.....	27
（二）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现.....	28
（三）央国企市值管理大幕拉开，估值修复机遇可以期待.....	28
五、盈利预测和投资建议.....	30
六、风险提示.....	32

图表索引

图 1: 江西省交通运输厅是赣粤高速实际控制人	5
图 2: 公司自 1998 年成立后多次新建、收购路产	5
图 3: 公司业务板块可分为高速、智慧交通、实业投资、金融投资等四大板块	6
图 4: 赣粤高速参控股路产区位示意图	7
图 5: 公司对智慧交通等非公路业务进行了多元化布局	8
图 6: 公司 1998-2024 年间营业收入 CAGR 为 21.3%	9
图 7: 公司 1998-2024 年间归母净利 CAGR 为 13.2%	9
图 8: 公司 2005-2024 年历年营业收入（亿元）结构	9
图 9: 2024 年高速公路运营占营收 60%	9
图 10: 公司 2005-2024 年历年毛利（亿元）结构	10
图 11: 2024 年高速公路运营占公司毛利比例 83%	10
图 12: 高速公路运营毛利率长期处于 40%-55% 之间	10
图 13: 15 年至今毛利/净利率分别在 30%/10% 以上	10
图 14: 赣粤高速路产业务毛利率处于行业较高水平	10
图 15: 公司净利率较一线公司有提升空间	10
图 16: 2013 年以来公司加权 ROE 基本在 5% 上下	12
图 17: 2013 年以来公司资产负债率稳中有降	12
图 18: 公司资产周转率等待回升	12
图 19: 公司的财务费用率有进一步优化空间	12
图 20: 全国高速公路存量里程已进入低速增长阶段	13
图 21: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去	13
图 22: 2015 年以来公路货运量增速放缓	13
图 23: 2019 年以来快递物流需求同比保持中高增速	13
图 24: 公路大巴等统计内的客运出行增速在 2015 年后放缓	14
图 25: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长	14
图 26: 私人汽车保有量长期稳步增长	14
图 27: 对比海外, 我国人均汽车保有量有较大空间	14
图 28: 2023 年商用车销量开始回升	15
图 29: 路网成熟、经济发达地区公路公司平均 ROE 水平更高	16
图 30: 基础设施股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响	17
图 31: 江西省 GDP 增速曾长期领先全国平均水平	18
图 32: 过去 20 年间, 二、三产业成为 GDP 增长的支撑	18
图 33: “十四五”, 江西加快推进全省“六纵六横”大通道建设	19
图 34: 公司通行费收入自 2015 年以来保持稳健增长	21
图 35: 2019 年, 昌九高速完成“四改八”	22
图 36: 2019-2024 年昌九高速通行费收入 CAGR 为 9%	23
图 37: “四改八”后, 昌九高速毛利率再上台阶	23
图 38: 昌泰高速所辖樟吉高速“四改八”预计 2025 年年底完工	23
图 39: 昌泰高速通行费收入稳步提升	24
图 40: 除 2020 年, 毛利率稳定在 65% 以上	24
图 41: 昌樟高速曾受东昌高速分流影响	24

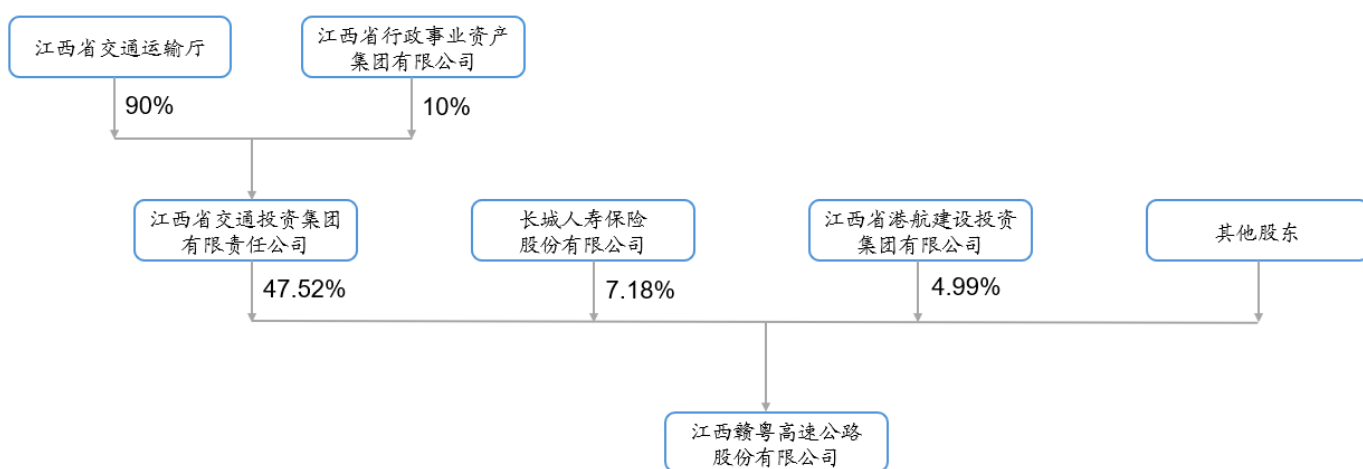
图 42: 东昌高速分流与货车收费政策变化对昌樟高速的负面影响步入尾声	25
图 43: 2016-2024 年期间昌樟高速受多重负面因素影响, 毛利率下降	25
图 44: 智慧交通收入受行业竞争影响, 子公司方兴公司业务规模下降	25
图 45: 2020-2024 年, 智慧交通盈利能力小幅下滑	25
图 46: 2021 年以来成品油的收入规模相对稳健	26
图 47: 2020 年至今成品油销售毛利率基本 15%以上	26
图 48: 2023 年以来赣粤高速通行费收入同比持续上台阶	27
图 49: 无风险收益率持续下行, 红利资产配置价值持续显现	28
图 50: 险资对于 FVOCI 配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一	28
图 51: 2024 年国企市值管理大幕拉开	29
图 52: 截止 2024 年 3 月末, 江西交投拥有的通车收费公路情况	29
表 1: 公司旗下 8 条经营性路产, 其中昌九、昌樟为八车道	6
表 2: 公司各条路产剩余收费年限 (以 2024 年 12 月 31 日为基准)	7
表 3: 国内主要上市公路企业平均剩余年限对比 (以 2024 年 12 月 31 日为基准)	8
表 4: 2024 年各公司代表路产单公里收费水平	11
表 5: 十三五期间, 江西省路产单公里建造成本明显低于其他省份	11
表 6: 公司路产单公里经营成本表现相对优异 (2024 年)	12
表 7: 公路收费标准按照客货两分	15
表 8: 具有成长潜力的路产可以穿越牛熊 (截至 2025 年 6 月 18 日)	17
表 9: 未来 10 年, 江西省路网建设进入低速时期	19
表 10: “10 纵 10 横 21 联” 高速公路网低速成长	20
表 11: 高速公路运营, 成品油销售和智慧交通占营业收入的 96.7% (2024 年年报)	21
表 12: 昌九高速、昌泰高速贡献了公司近 7 成毛利	22
表 13: 赣粤高速旗下路段通行费收入单月同比 24 年/19 年保持较快增速	27
表 14: 赣粤高速业务分拆预测 (百万元)	31
表 15: DDM 估值假设	32
表 16: DDM 估值结果	32
表 17: 同类公司对比 (截止至 2025 年 6 月 17 日)	32

一、江西上市公路平台，深耕省内公路主业

（一）江西省公路上市平台，实控人为江西省交通运输厅

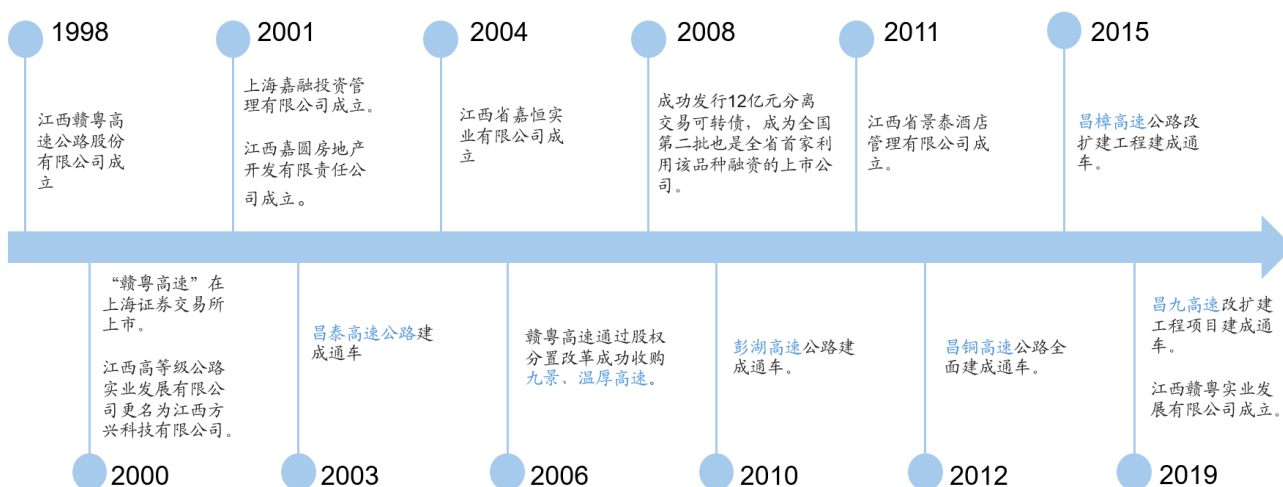
公司成立于1998年，江西省唯一公路类国有控股上市公司。根据公司历年年报，江西赣粤高速公路股份有限公司成立于1998年，于2000年在上交所主板上市。截至2025年3月25日，公司第一大股东为江西省交通投资集团有限责任公司，持股比例47.52%；第二大股东为长城人寿保险股份有限公司，持股比例7.18%；实际控制人为江西省交通运输厅。

图 1：江西省交通运输厅是赣粤高速实际控制人



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 2：公司自1998年成立后多次新建、收购路产

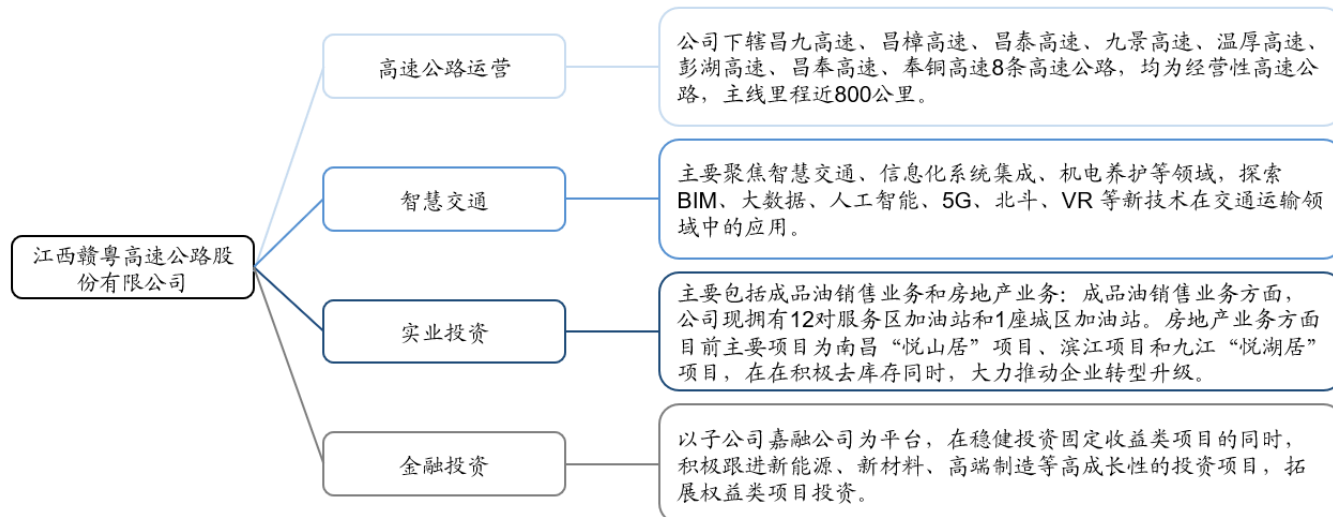


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）主业为高速公路运营，辅以智慧交通、实业投资、金融投资板块

目前，公司拥有8家控股子公司，7家参股公司；旗下业务可分为高速公路运营、智慧交通、实业投资和金融投资等四个板块。

图 3：公司业务板块可分为高速、智慧交通、实业投资、金融投资等四大板块



数据来源：公司 2024 年年度报告，广发证券发展研究中心

高速公路运营业务方面，公司路产地理位置优越，平均剩余收费13.64年相对较长。根据公司2024年年报，公司下辖昌九高速、昌樟高速、昌泰高速、九景高速、温厚高速、彭湖高速、昌奉高速、奉铜高速 8 条高速公路，均为经营性高速公路，主线里程近 800 公里。核心路产均处于国家路网承接南北、贯通中西的中间位置和江西省高速公路网的主骨架上，拥有多条连通省会南昌与省内主要城市的重要区域通道。

表 1：公司旗下 8 条经营性路产，其中昌九、昌樟为八车道

	经营性路产	权益比例	里程（km）	车道
G70	昌九高速	100%	127.19	八车道
G45	昌泰高速	76.67%	148.95	四车道
G60	昌樟高速	100%	104.98	八车道
G56	九景高速	100%	134.71	四车道
G6021	奉铜高速	57.69%	131.18	四车道
G6021	昌奉高速	57.69%	39.05	四车道
G6021	温厚高速	100%	35.50	四车道
S20	彭湖高速	100%	63.93	四车道

数据来源：2024 年度江西赣粤高速公路股份有限公司信用评级报告，广发证券发展研究中心

表 2：公司各条路产剩余收费年限（以 2024 年 12 月 31 日为基准）

经营性路产	收费权到期	剩余收费年限（年）
昌九高速	2049/09	24.7
昌樟高速	2044/03	19.2
温厚高速	2028/12	3.9
九景高速	2030/11	5.8
彭湖高速	2040/09	15.7
昌泰高速	2033/06	8.4
昌奉高速	2041/12	16.9
奉铜高速	2042/10	17.8

数据来源：2024 年度江西赣粤高速公路股份有限公司信用评级报告，广发证券发展研究中心

图 4：赣粤高速参控股路产区位示意图



数据来源：江西省地理信息公共服务平台，公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

平均剩余收费年限相对较长，路产改扩建工作已经陆续启动。以2024年12月31日为基准日计算，公司控股项目平均剩余收费年限为13.6年，处于行业领先水平。作为核心路产的昌九高速，昌樟高速，昌泰高速和九景高速，剩余收费年限分别为24.7年/19.2年/8.4年/5.8年。

目前核心路产改扩建工作正有序进行：昌九高速于2019年完成“四改八”改扩建项目，其收费年限同步延长至2049年；昌泰高速所辖路段樟吉高速公路（樟树—吉安）“四改八”改扩建工程于2021年12月28日开工建设，主体工程预计2025年年底完成。昌樟高速公路改扩建二期工程于2024年12月9日实现全线双向通车。

表 3：国内主要上市公路企业平均剩余年限对比（以 2024 年 12 月 31 日为基准）

公司名称	控股项目里程平均剩余经营期限（年）
粤高速 A	7.62
深高速	7.83
招商公路	10.43
皖通高速	10.8
宁沪高速	10.94
山东高速	12.34
越秀交通基建	12.4
成渝高速	13.38
楚天高速	13.49
赣粤高速	13.64

数据来源：各公司 2024 年年度报告，广发证券发展研究中心

另外，公司依托交通业务为流量入口和资产基础，在智慧交通、实业投资和金融投资等方面进行了多元布局。其中：

智慧交通板块以子公司方兴公司为平台，主要聚焦智慧交通、信息化系统集成、机电养护等领域，积极探索 BIM、大数据、人工智能、5G、北斗、VR 等新技术在交通运输领域中的应用，助力完善绿色高效的现代智慧交通体系。

实业投资板块，成品油销售业务以子公司实业发展公司为平台，现拥有12对服务区加油站和1座城区加油站。房地产业务以子公司嘉圆公司、嘉浔公司为平台，目前主要项目为南昌“悦山居”项目、滨江项目和九江“悦湖居”项目。

金融投资板块以子公司嘉融公司为平台，在稳健投资固定收益类项目的同时，聚焦高成长性行业，有针对性地拓展权益类项目投资，持续强化短中长周期兼顾的立体投资能力。

图 5：公司对智慧交通等非公路业务进行了多元化布局

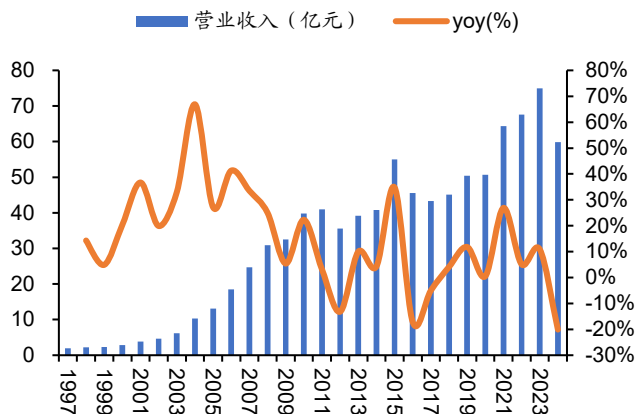
		控股子公司		参股公司	
智慧交通	82.72%	江西方兴科技股份有限公司		湖南湘邮科技股份有限公司	3.01%
	92.69%	江西嘉圆房地产开发有限责任公司		江西核电有限公司	20%
	100%	江西赣粤实业发展有限公司		信达地产股份有限公司	3.22%
实业投资	95%	江西省嘉恒实业有限公司			
	100%	江西嘉浔置业有限公司			
金融投资	97.22%	上海嘉融投资管理有限公司		恒邦财产保险股份有限公司	17.44%
				国盛金融控股集团股份有限公司	4.06%

数据来源：公司 2024 年年度报告，各参股公司 2024 年年报，Wind，广发证券发展研究中心

（三）财务表现：成本优势助力路产高毛利，期待周转提升后 ROE 改善

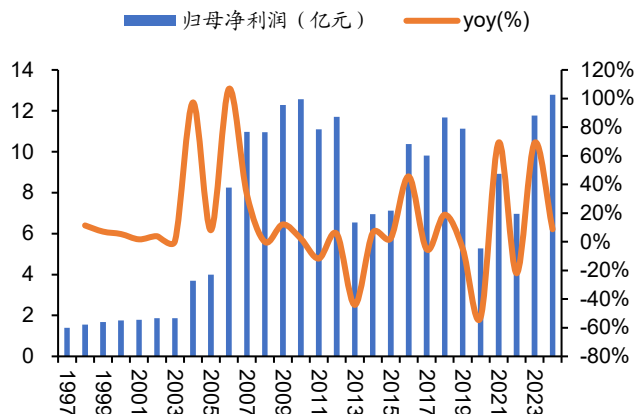
公司营业收入自1998年成立以来整体保持较快增长，但期间利润波动较大。1998-2024年，公司营业总收入年复合增长率达21.3%，归母净利润年复合增长率为13.2%。

图 6：公司 1998-2024 年间营业收入 CAGR 为 21.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

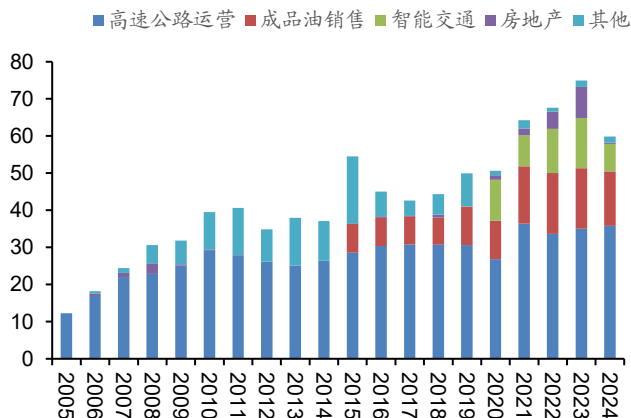
图 7：公司 1998-2024 年间归母净利润 CAGR 为 13.2%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

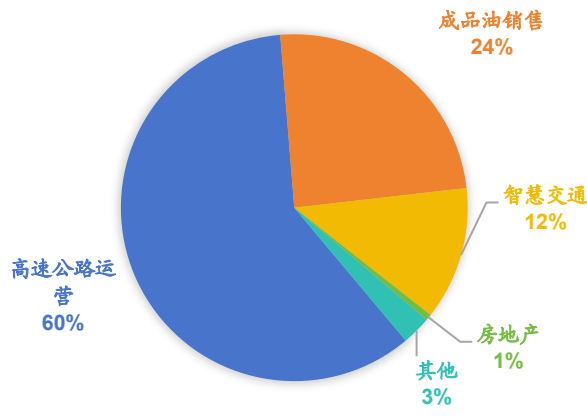
从单一到多元，主业高速公路营收当前占比约 6 成。2015 年公司引入成品油销售业务，2020 年引入智慧交通和房地产等业务。2024 年全年，智慧交通、金融投资及成品油销售收入占比提升至 40%。

图 8：公司 2005-2024 年历年营业收入（亿元）结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

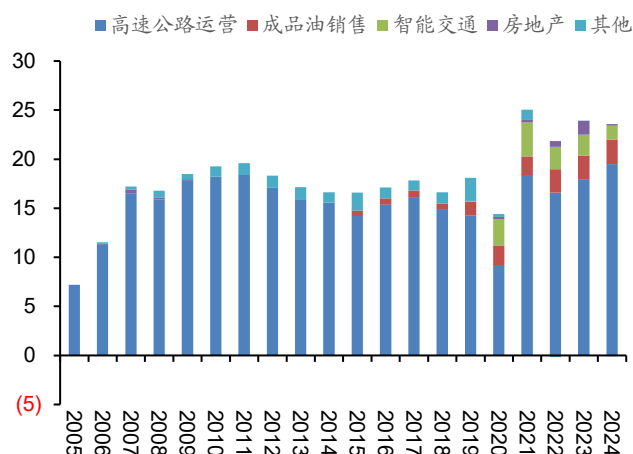
图 9：2024 年高速公路运营占营收 60%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

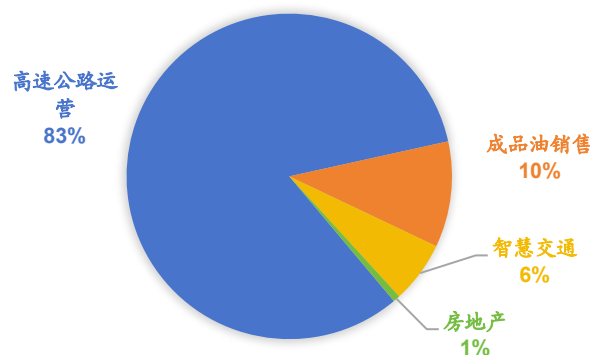
高速公路运营业务作为公司利润基石，长期贡献超 7 成毛利。2005-2018 年，高速公路运营每年所贡献的毛利超 85%，2019-2024 年（除 2020 年），在其他业务营收不断增长的情况下，高速公路运营每年依旧贡献了超过 75% 的毛利。至 2024 年，高速公路运营，成品油销售和智能交通毛利占比分别为 83%/10%/6%。

图 10: 公司2005-2024年历年毛利（亿元）结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

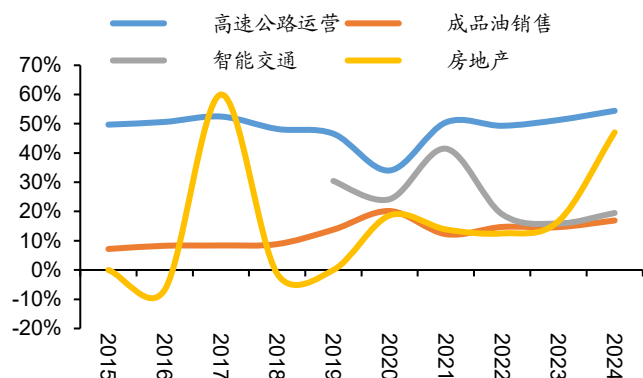
图 11: 2024 年高速公路运营占公司毛利比例 83%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

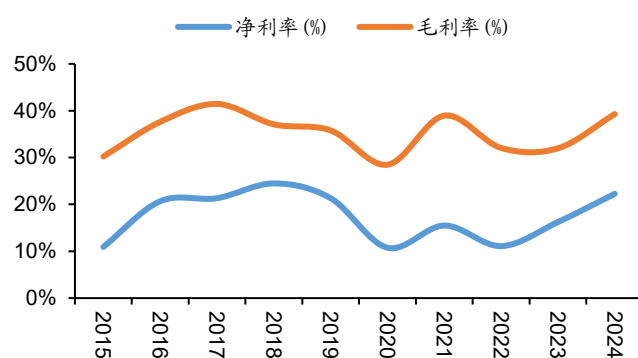
利润率方面，高速公路运营毛利率长期保持在40%-55%的较高区间水平，2020年后高速公路业务毛利率持续回升，带动公司2024年毛利率和净利率分别达到39%、22%。

图 12: 高速公路运营毛利率长期处于40%-55%之间



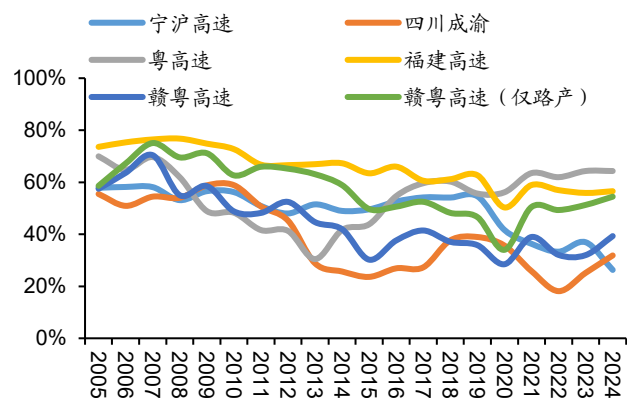
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 15 年至今毛利/净利率分别在 30%/10%以上



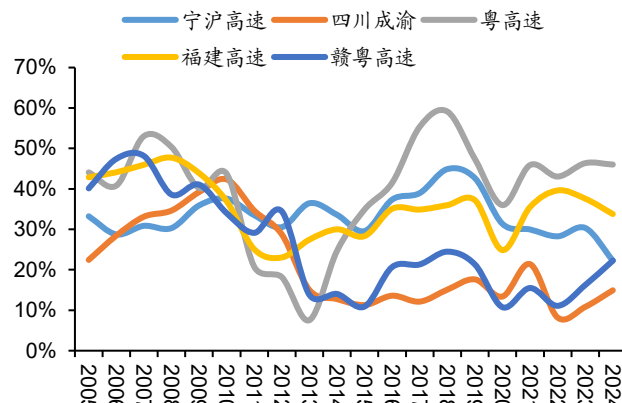
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 赣粤高速路产业务毛利率处于行业较高水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 公司净利率较一线公司有提升空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司四大路产收入来自昌九高速，昌泰高速，昌樟高速和九景高速，2024年单公里收费水平处于400-1000万元之间，综合对比来看处于国内中等水平。但公司在路产的建设和经营成本方面具备明显优势，成为公司路产保持高毛利的重要原因。

表 4：2024年各公司代表路产单公里收费水平

高速名称	单公里收费水平（万元）	效率带（万元/公里）
彭湖高速	138.61	299 以下
无锡环太湖公路	162.24	
昌铜高速	176.8	
德上高速永城段	178.75	
温厚高速	257.87	
宁宣杭高速公路安徽段	380.98	300-599
郑栾高速郑州至尧山段	415.94	
九景高速	447.63	
镇丹高速	454.04	
宜长高速	490.89	
连霍公路安徽段	502.44	600-799
昌泰高速	529.56	
康大高速公路	538.98	
岳武高速安徽段	540.41	
昌樟高速	558.41	
镇溧高速	633.36	800-999
常宜高速	707.27	
高界高速公路	741.29	
江中高速公路	873.09	
昌九高速	940.65	
城北出口高速（含青龙场立交桥）	998.04	999 以上
广肇高速公路	1048.89	
合宁高速公路	1052.77	
宁常高速	1189.45	

数据来源：各公司 2024 年财报，各公司 2023 年度跟踪评级报告等，广发证券发展研究中心

注：蓝色为赣粤高速路产

表 5：十三五期间，江西省路产单公里建造成本明显低于其他省份

省份	高速公路平均建造成本（亿元/公里）
江西省	0.63
安徽省	0.82
河南省	0.91
湖北省	1.26
浙江省	1.11
江苏省	1.57
全国均值	1.10

数据来源：各省份 2016-2020 年收费公路统计公报，广发证券发展研究中心

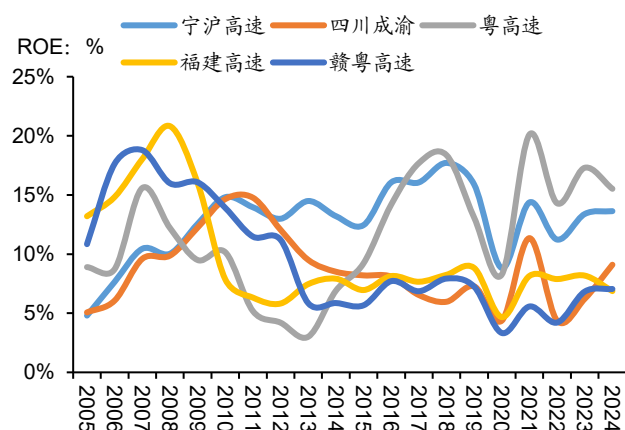
表 6: 公司路产单公里经营成本表现相对优异 (2024年)

	公路经营成本 (亿元)	里程 (公里)	单公里经营成本 (百万元)
赣粤高速	16.30	784.26	2.08
四川成渝	19.31	898.31	2.15
皖通高速	14.86	609.00	2.44
招商公路	56.30	2008.00	2.80
粤高速	15.98	510.23	3.13
宁沪高速	39.20	919.42	4.26

数据来源: Wind, 各公司 2024 年年度报告, 广发证券发展研究中心

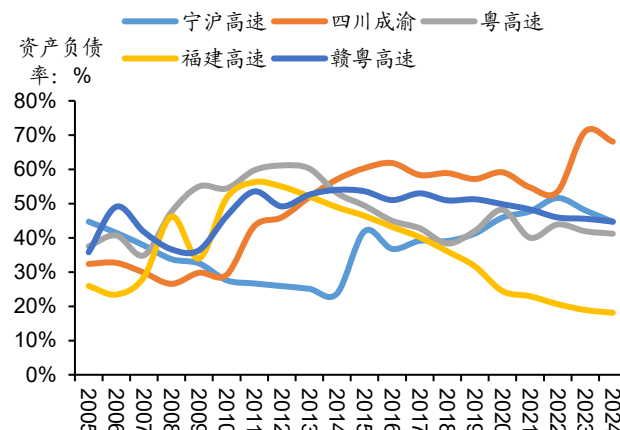
ROE有望伴随资产周转率提升迎来改善。以Wind加权ROE来看, 公司ROE水平约在5%上下, 主要受资产周转率与净利率表现拖累。而伴随公司改扩建工作完成和产能爬坡进程开启, 资产周转率和利润率有望迎来回升, 进而带动ROE改善。

图 16: 2013年以来公司加权ROE基本在5%上下



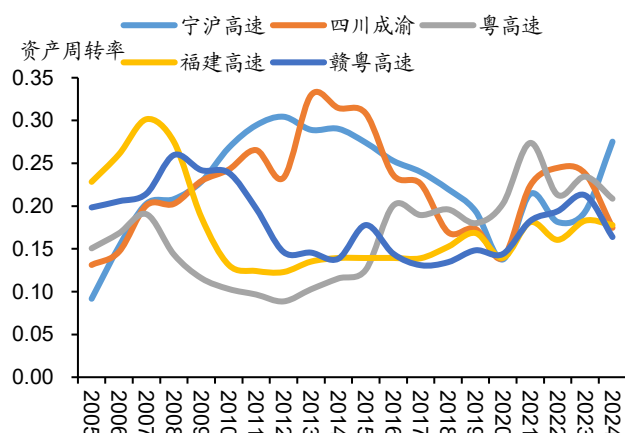
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2013 年以来公司资产负债率稳中有降



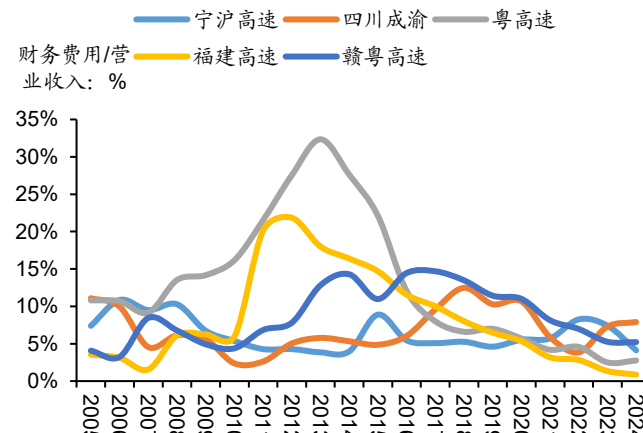
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 公司资产周转率等待回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司的财务费用率有进一步优化空间



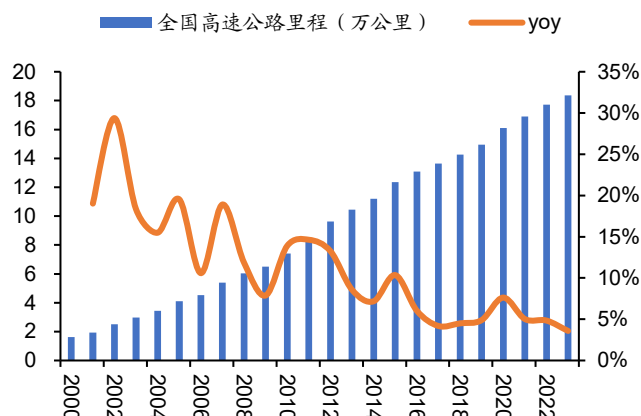
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、江西路网：通道进入成熟期，融入湾区互联互通

（一）公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定

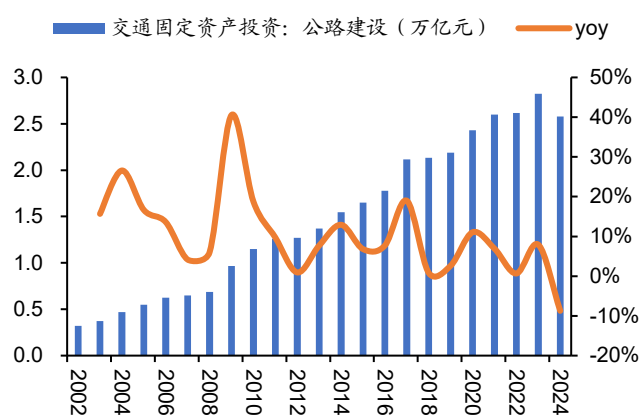
供给端，公路行业整体已经进入成熟期，未来增量有限。据iFind，2023年中国高速公路总里程已达到18.4万公里，CAGR从2000-2012年的16%降至2012-2023年的6%，增速明显放缓，行业整体资本开支节奏已进入到低速增长阶段。

图 20：全国高速公路存量里程已进入低速增长阶段



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

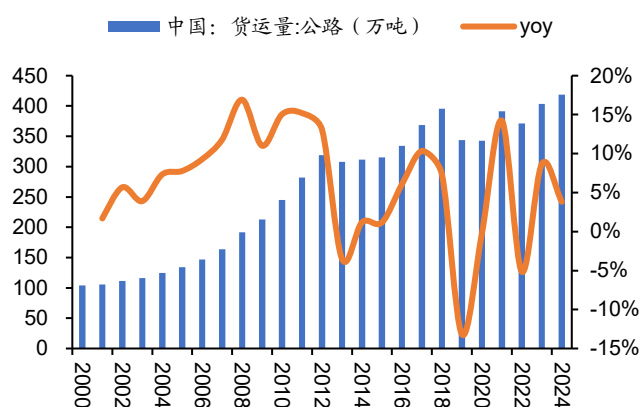
图 21：公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

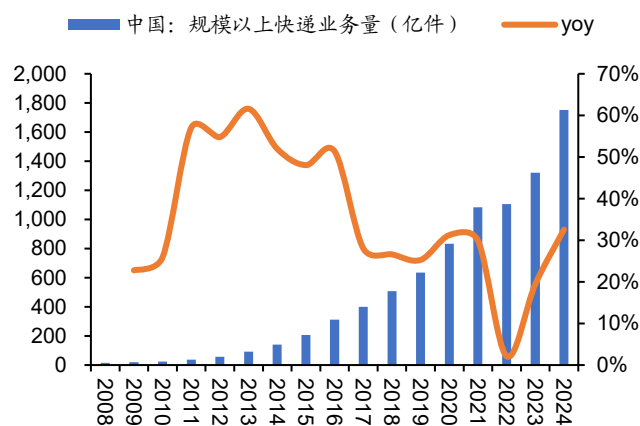
需求端，行业整体需求降速，但结构亮点仍在。其中消费型的快递物流需求成为公路货运重要组成，自驾游等因私出行兴起成为驱动公路客运的推手。

图 22：2015年以来公路货运量增速放缓



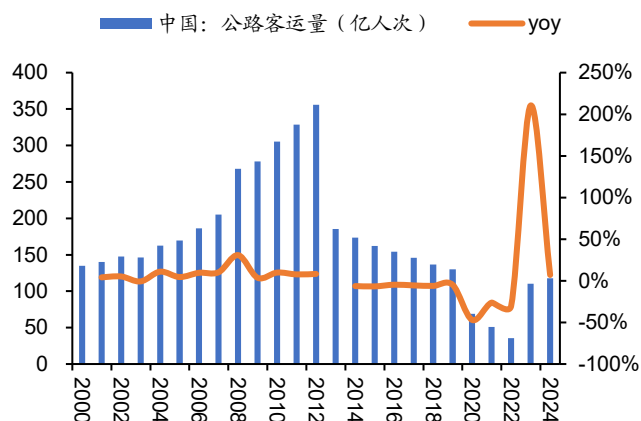
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 23：2019年以来快递物流需求同比保持中高增速



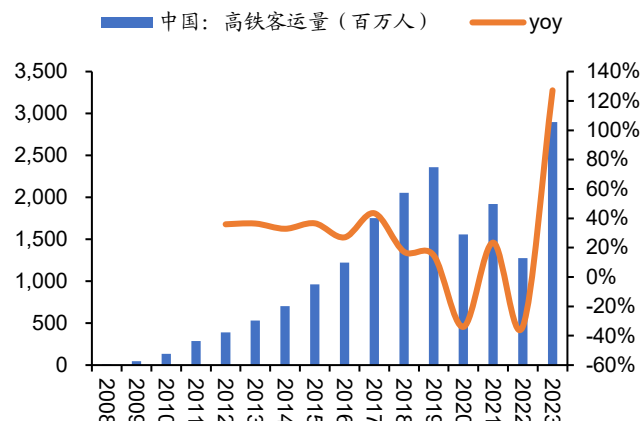
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 24: 公路大巴等统计内的客运出行增速在2015年后放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

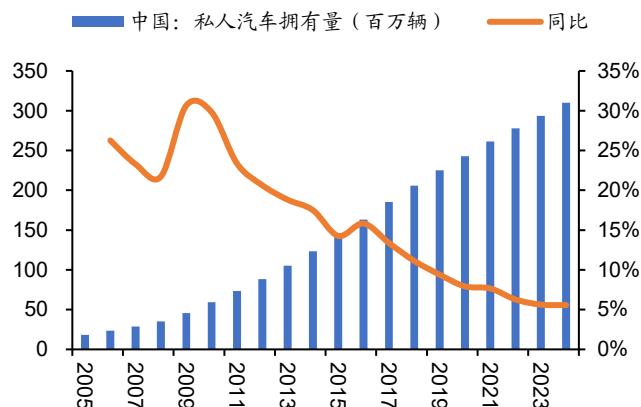
图 25: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

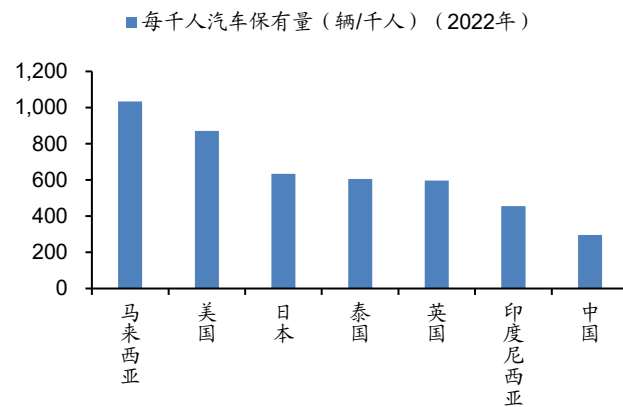
我国公路行业的长期发展动力仍然具备：一方面，私人汽车保有量可作为因私出行的前瞻指标，根据iFind，2023年国内私人汽车保有量继续攀升达到2.9亿辆，同比增长5.6%。据公安部统计，当前人均汽车保有量已经达到295辆每千人，和海外对比仍有较大空间。另一方面，商用车年销量在高位持续震荡，在宏观经济回暖、政策效应持续释放、上年同期基数较低等因素的共同作用下，商用车行业发展利好因素增多，2023年销量筑底回升。

图 26: 私人汽车保有量长期稳步增长



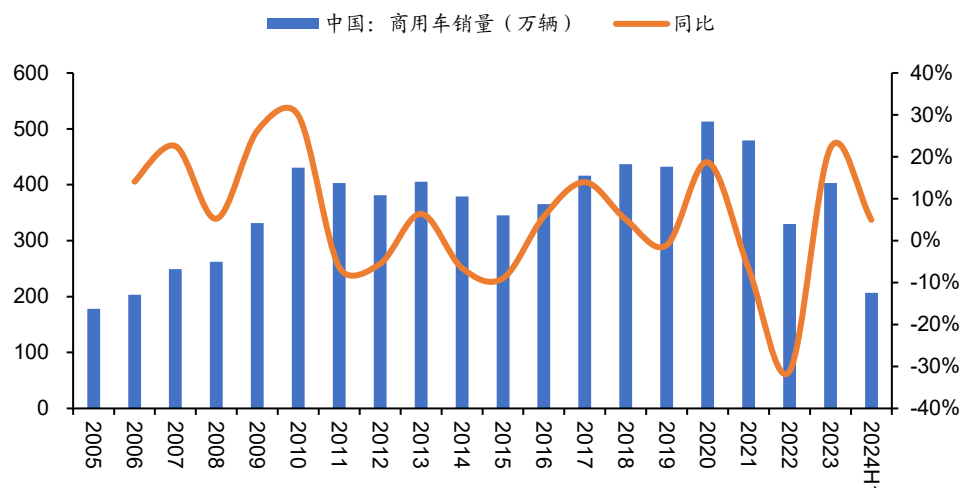
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 27: 对比海外, 我国人均汽车保有量有较大空间



数据来源: Wind, 中央人民政府网, HedgesCompany, 英国交通部, CEICData, 东盟统计数据库, 广发证券发展研究中心

图 28：2023年商用车销量开始回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

高速公路的定价体系源于1988年由交通部、财政部和国家物价局联合建立的“借贷修路、收费还贷”体系，迄今已经施行将近40年。

通行费的收费标准按照客车、货车两类车型分别确认：

（1）客车按照座位数及车长分类。客车车辆通行费=车次费+车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费；

（2）货车按照车轴数、质量及车长分类。货车车辆通行费=车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。

车型分类原则由《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）的车型分类标准如下：

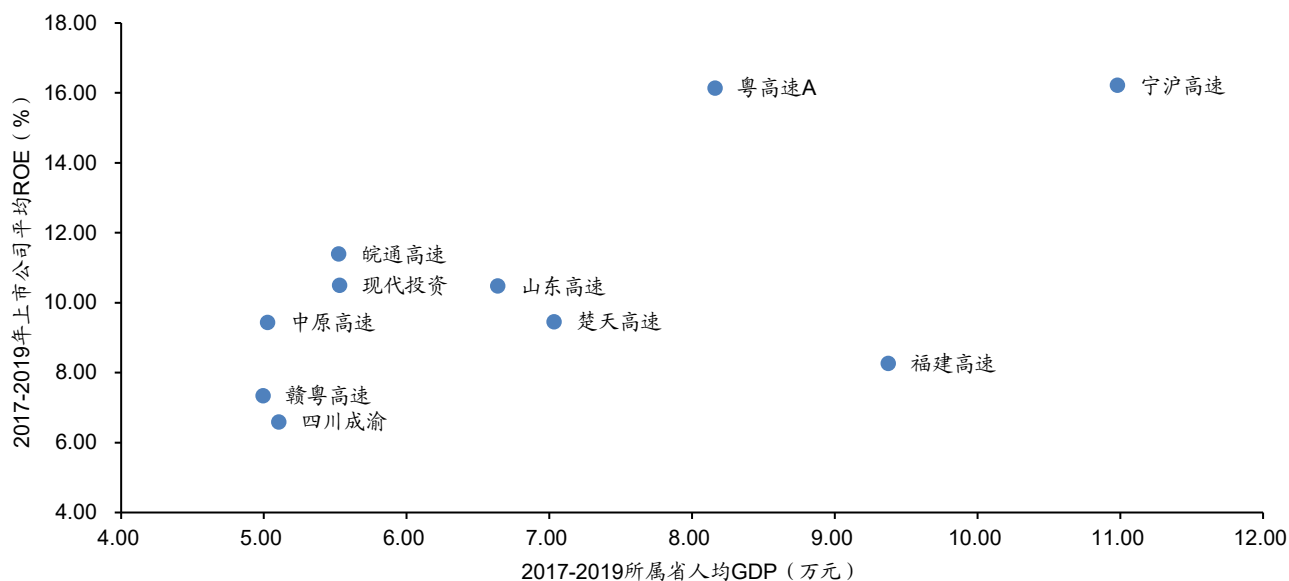
表 7：公路收费标准按照客货两分

	分类类别	分类标准
客车	一类	核定载人数≤9
	二类	核定载人数 10-19
	三类	核定载人数≤39
	四类	核定载人数≥40
货车	一类	2 轴：车长 < 6000mm+最大允许总质量 < 4500kg
	二类	2 轴：车长 ≥ 6000mm 或最大允许总质量 ≥ 4500kg
	三类	3 轴
	四类	4 轴
	五类	5 轴
	六类	6 轴

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

销售净利率是影响ROE表现的核心因素。面临总体需求降速的环境，高度成熟的区域路网和充裕的车流基础便成为影响公路高投入回报比的关键。以2017-2019年国内上市公路公司数据来看，多数平均ROE高于15%公司的净利率都超过40%，且其路产均位于中东部发达省份。

图 29：路网成熟、经济发达地区公路公司平均ROE水平更高



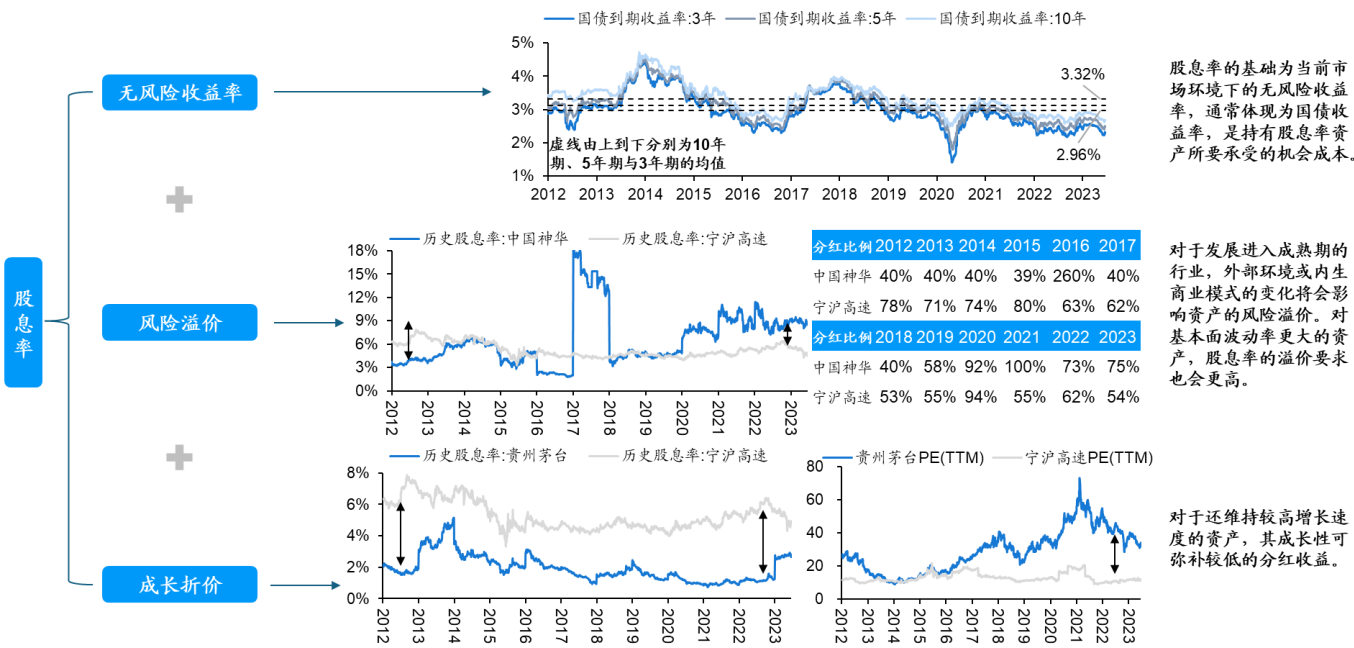
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红政策提供弹性

从CAPM模型出发，将息差（风险溢价因子）进一步拆分为公司的经营风险（体现为股息溢价）和成长潜力（体现为股息折价）。其中：

1. 无风险收益率：股息率的基础为当前市场环境下的无风险收益率，通常体现为国债收益率，是持有股息率资产所要承担的机会成本。
2. 风险溢价：对于发展进入成熟期的行业，外部环境或内生商业模式的变化将会影响资产的风险溢价。对基本面波动率更大的资产，股息率的溢价要求也会更高。
3. 成长折价：对于还维持较高增长速度的资产，其成长性可弥补较低的分红收益。

图 30：基础设施股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

稳定且较高的分红水平是优质路产公司的共性，而盈利的稳定性则是吸引投资者用手投票的关键。平行分流、资本开支、第二主业波动等因素将会提升资产的风险溢价水平。高分红比例带来的高股息是稳定估值的关键，而超额收益的来源主要依靠公司自身盈利增长驱动，因此地处发达地区和具备成长潜力的路产往往能够穿越牛熊。

表 8：具有成长潜力的路产可以穿越牛熊（截至 2025 年 6 月 18 日）

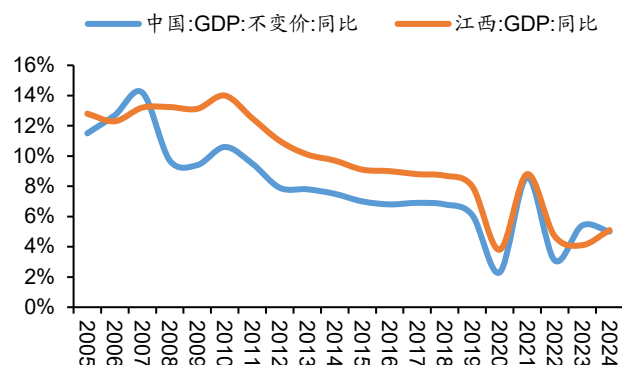
证券代码	证券简称	近 15 年超额收益:相对沪深 300	近 10 年超额收益:相对沪深 300	近 5 年超额收益:相对沪深 300	近 3 年超额收益:相对沪深 300
600377.SH	宁沪高速	10.49%	11.13%	11.10%	26.50%
000429.SZ	粤高速 A	10.57%	13.80%	14.86%	27.82%
600012.SH	皖通高速	11.18%	13.15%	26.35%	37.37%
001965.SZ	招商公路			10.05%	21.94%
600350.SH	山东高速	9.68%	11.20%	21.07%	32.11%
600548.SH	深高速	8.96%	5.99%	4.09%	11.79%
600020.SH	中原高速	3.74%	3.16%	4.65%	18.96%
600033.SH	福建高速	2.51%	2.12%	7.20%	16.26%
000900.SZ	现代投资	-0.50%	1.03%	4.35%	9.88%
601107.SH	四川成渝		3.41%	11.61%	13.88%
600269.SH	赣粤高速	1.52%	2.78%	8.80%	20.48%
600035.SH	楚天高速	3.31%	3.66%	9.11%	18.57%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）江西省路网：供给进入低速增长，积极融入湾区联通

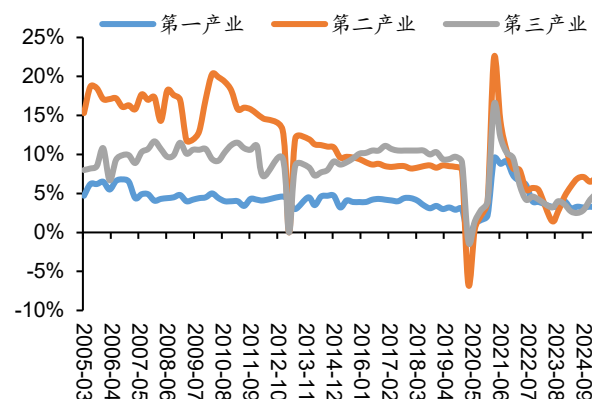
江西省经济发展速度趋于平缓，第二产业和第三产业是主要动力。2020年以前，江西省GDP增速基本都远超全国平均水平，2020年开始，差距逐渐缩小，增速变缓，但也保持在全国平均水平之上（除2023年）。从产业结构来看，过去20年，江西省第二、第三产业的发展速度远高于第一产业，成为推动江西省经济发展的主要动力。

图 31：江西省GDP增速曾长期领先全国平均水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：过去20年间，二、三产业成为GDP增长的支撑

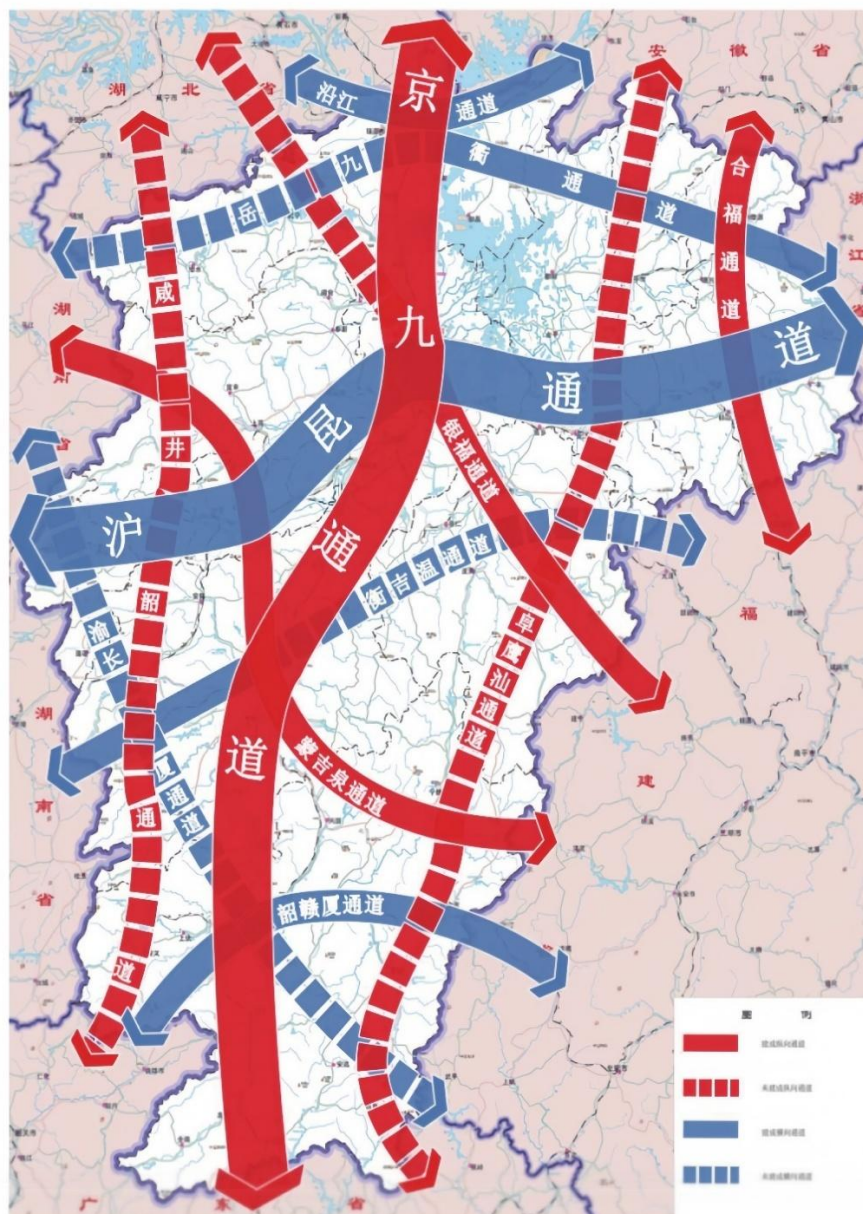


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

“六纵六横”路网融入粤港澳大湾区建设。根据人民网专访江西省交通厅厅长的刊文《加快构建现代化综合交通运输体系》，江西省高速公路总里程争取到“十四五”末突破7000公里，达到7050公里左右。下一步省内的重点工作有三：一是加快推进全省“六纵六横”大通道建设。二是加快推动赣粤间省际通道建设。三是建设一体融合的综合交通枢纽。而深度参与粤港澳大湾区建设，将成为上述工作的重点环节之一，赣粤省际通道的建设将成为全省关键的新兴增长极。

图 33: “十四五”，江西加快推进全省“六纵六横”大通道建设

江西省“六纵六横”综合运输通道布局规划示意图



数据来源：Wind，江西省人民政府，广发证券发展研究中心

锚定2035战略目标，“10纵10横21联”高速公路网低速成长。至2023年年底，江西省高速公路里程为6742公里，位居全国13位。根据《江西省高速公路网规划修编（2018-2035年）》，至2035年，江西省高速公路里程达到约8273公里，2023-2035年约以1.72%的低速增长。

表 9: 未来 10 年，江西省路网建设进入低速时期

	2013	2023	2035	CAGR(2013-2023)	CAGR(2023-2035)
江西高速里程（公里）	4303	6742	8273	4.59%	1.72%
全国高速里程（万公里）	10.44	18.36	46.1	5.80%	7.97%

数据来源：Wind，《国家公路网规划》，广发证券发展研究中心

表 10: “10 纵 10 横 21 联”高速公路网低速成长

十纵	名称	十横	名称
一纵	婺源（赣皖界）至广丰（赣闽界）	一横	彭泽（赣皖界）至瑞昌（赣鄂界）
二纵	济南至广州国家高速江西段	二横	婺源（赣皖界）至武宁（赣鄂界）
三纵	彭泽（赣皖界）至抚州	三横	杭州至长沙国家高速江西段
四纵	福州至银川国家高速江西段	四横	南昌至上栗（赣湘界）
五纵	南昌至南丰（赣闽界）	五横	上海至昆明国家高速江西段
六纵	南昌至定南（赣粤界）	六横	资溪至吉安
七纵	阳新（赣鄂界）至大余	七横	莆田至炎陵国家高速江西段
八纵	大庆至广州国家高速江西段	八横	泉州至南宁国家高速江西段
九纵	通城（赣鄂界）至大余（赣粤界）	九横	厦门至成都国家高速江西段
十纵	上栗（赣湘界）至莲花	十横	寻乌（赣粤界）至龙南（赣粤界）
21 联	名称	21 联	名称
1	祁门（赣皖界）至浮梁	12	东乡至昌傅
2	九江绕城	13	樟树至吉安
3	都昌至湖口	14	吉安绕城
4	景德镇至德兴	15	兴赣北延
5	上饶至万年	16	兴国至桂东（赣湘界）
6	宁德（赣闽界）至上饶联络线	17	大广复线南康至龙南
7	贵溪至资溪	18	信丰至南雄（赣粤界）
8	修水至平江（赣湘界）	19	寻乌至龙川（赣粤界）
9	铜鼓至万载高速宜丰联络线	20	宁都至定南高速定南联络线
10	南昌西二环	21	赣州至安福
11	枫林至生米		

数据来源：《江西省高速公路网规划修编（2018-2035 年）》，广发证券发展研究中心

三、赣粤高速：流量上限打开，产能爬坡开启

收入拆分来看，赣粤高速的三大核心收入支柱为高速公路运营，成品油销售和智慧交通，2024年合计贡献公司96.7%的营业收入。其中，高速公路运营是公司主要贡献力量，2024年占公司营业收入的60%和毛利的83%。

表 11：高速公路运营，成品油销售和智慧交通占营业收入的 96.7%（2024 年年报）

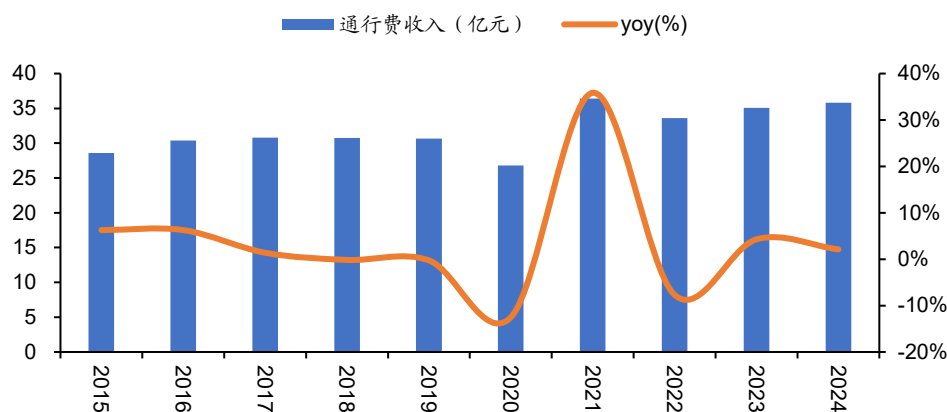
单位：亿元	2024 年	细分项结构占比（%）
+营业收入	59.85	
其中：		
高速公路	35.80	59.82%
成品油	14.65	24.48%
智慧交通	7.44	12.43%
-营业成本	36.34	
其中：		
高速公路	16.30	45%
成品油	12.16	33%
智慧交通	5.99	16%
-费用	7.84	
管理费用	2.87	37%
财务费用	3.12	40%
+投资收益	0.67	
归母净利润	12.79	

数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

（一）核心路产改扩建有序完成，资产周转效率稳步提升

四条核心路产揽获近九成通行费收入，昌九、昌泰高速贡献七成毛利。剔除2020年，2015-2024年赣粤高速通行费收入整体呈稳步提升态势。其中昌九高速、昌泰高速、昌樟高速、九景高速是主要收入贡献路段。2024年上述四条收费路段分别占通行费收入的33%/22%/16%/17%，而其中昌九高速和昌泰高速贡献了高速运营板块七成的毛利。

图 34：公司通行费收入自 2015 年以来保持稳健增长



数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

表12: 昌九高速、昌泰高速贡献了公司近7成毛利

高速公路名称	毛利贡献（亿元）	占合计毛利比例	毛利率（%）
昌九高速公路	8.2	42.3%	68.88%
昌泰高速公路	5.7	29.4%	73.18%
九景高速公路	3.2	16.5%	53.28%
昌樟高速公路	2.7	14.0%	46.72%
昌铜高速公路	-0.2	-1.1%	-9.62%
温厚高速公路	-0.2	-1.2%	-24.78%
彭湖高速公路	0.0	0.1%	3.05%

数据来源：公司2024年年报，广发证券发展研究中心

1.昌九高速：公司核心盈利支柱，改扩建投产后盈利能力再度提升

昌九高速公路是指南昌至九江的高速公路,该线路是江西省第一条高速公路,于1996年1月通车。目前该线路大部分是福银高速的一部分。2019年,昌九高速完成“四改八”改扩建项目,其收费年限同步延长至2049年。昌九全长138公里,路基宽度24.5米,设计时速100公里。

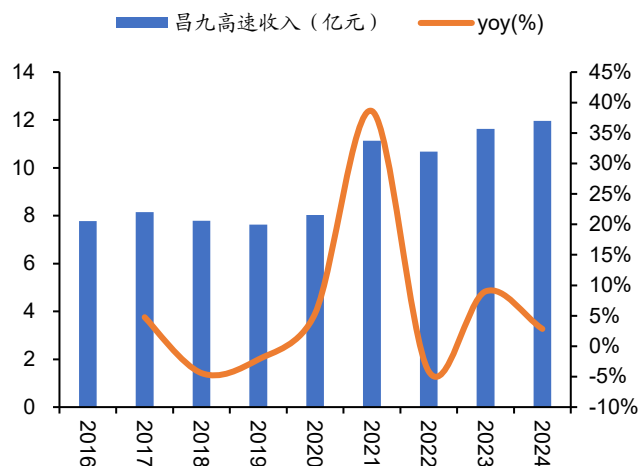
图 35: 2019年,昌九高速完成“四改八”



数据来源：江西省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

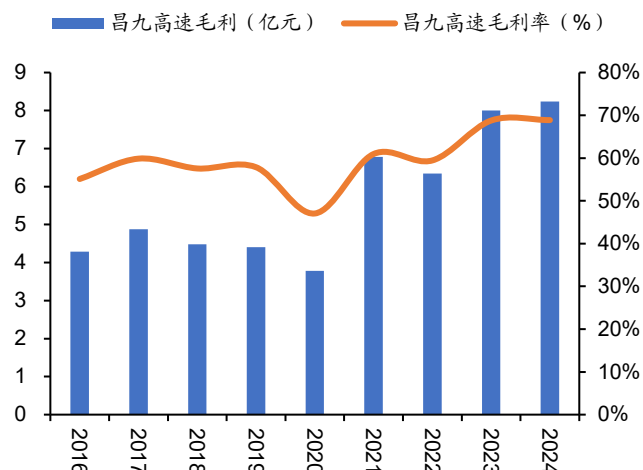
2019年“四改八”投产后,昌九高速通行费收入从2019年的7.78亿元提升至2024年达到11.96亿元,期间年复合增长率为9.43%。

图 36: 2019-2024年昌九高速通行费收入CAGR为9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: “四改八”后, 昌九高速毛利率再上台阶



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 昌泰高速: 改扩建进行中, 2025年底投用

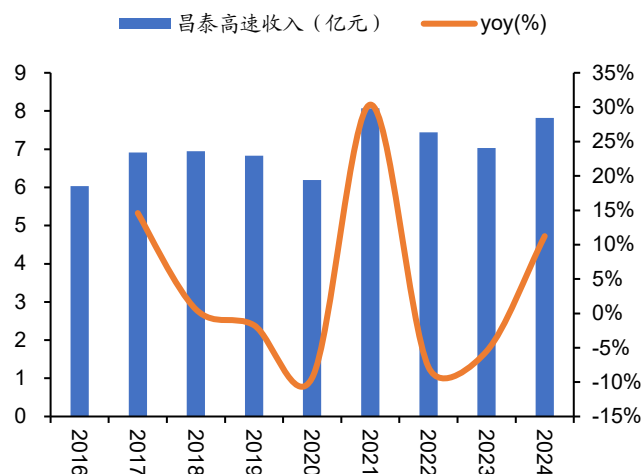
昌泰高速公路, 始于樟树市昌傅镇, 止于泰和县马市, 与即将建成通车的泰赣高速公路相连, 全长147.73公里, 2001年6月28日开工建设, 2003年6月28日建成通车。2021年12月28日, 昌泰所辖路段樟吉高速公路(樟树—吉安)“四改八”改扩建工程开工, 预计2025年年底完成。昌泰高速毛利率长期都稳定在65%以上, 参照昌九高速, 其改扩建投产后的盈利能力提升值得期待。

图 38: 昌泰高速所辖樟吉高速“四改八”预计2025年年底完工



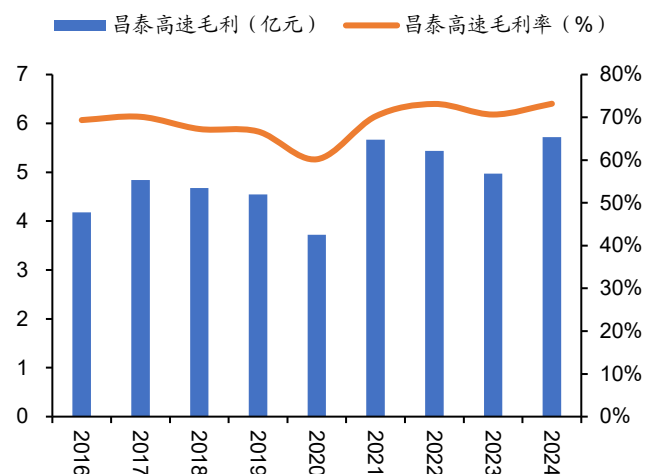
数据来源: 江西省地理信息公共服务平台, 广发证券发展研究中心

图 39: 昌泰高速通行费收入稳步提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 除 2020 年, 毛利率稳定在 65%以上



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 昌樟高速: 改扩建二期于2024年完成, 静待盈利能力回升

昌樟高速公路是南昌至樟树市的高速公路, 起点在南昌市新建县省庄, 止于樟树市昌傅镇, 全长103公里。昌樟高速公路是交通部“九五”规划的重点建设项目, 同时也是江西省的重点工程项目, 更是连接庐山、井冈山等著名景点以及未来江西省通往广东大湾区的重要通道。2015年2月1日, 全长72.34公里、双向八车道昌樟高速公路一期改扩建工程-药湖大桥至樟树枢纽段建成通车。2024年12月9日, 昌樟高速改扩建二期项目实现全线双向通车。昌樟高速公路改扩建二期工程(李庄山大桥至昌西南枢纽段)起于昌樟高速李庄山大桥, 终于昌樟高速昌西南枢纽, 顺接昌樟高速改扩建一期项目起点, 全长 9.92km, 将双向四车道扩建为双向六车道。

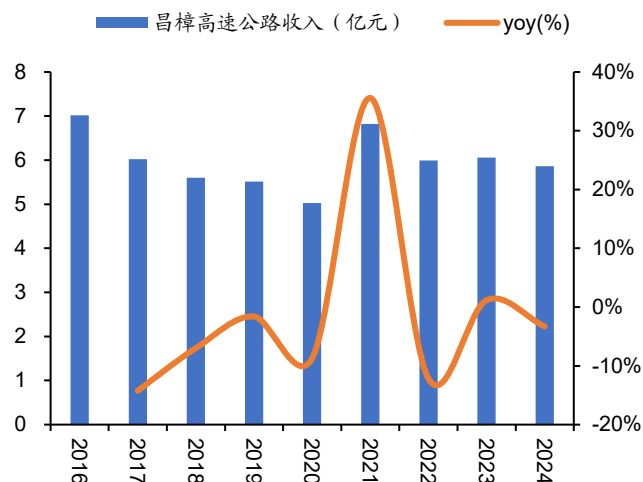
2017年、2020年、2022年昌樟高速曾分别受东昌高速平行分流、全国高速公路免费、收费公路货车通行费体系优化下货车收费标准折扣等负面因素干扰, 盈利能力和毛利率表现受到压制。当前分流和收费政策变化的影响渐近尾声, 叠加产能上限打开, 昌樟盈利水平有望步入回升通道。

图 41: 昌樟高速曾受东昌高速分流影响



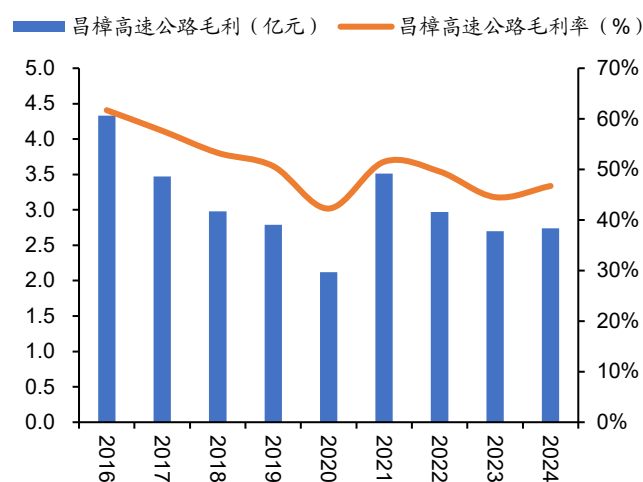
数据来源: 江西省地理信息公共服务平台, 广发证券发展研究中心

图 42：东昌高速分流与货车收费政策变化对昌樟高速的负面影响步入尾声



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43：2016-2024 年期间昌樟高速受多重负面因素影响，毛利率下降



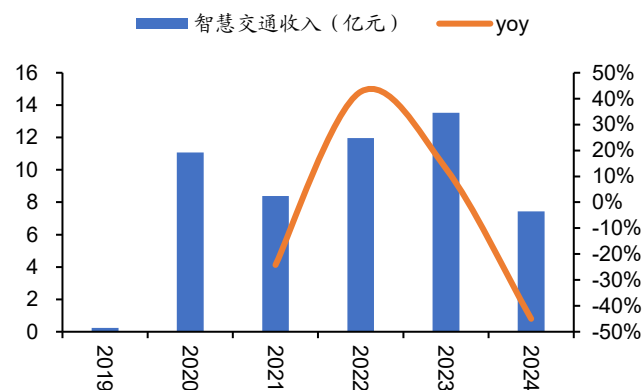
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）智慧交通积极探索，成品油业务开始收获

智慧交通打开外省市场。据公司2024年年报，方兴公司积极赋能布局数字经济产业，在智慧交通领域持续发力。一是坚持创新引领，聚焦智慧交通产业，积极布局智慧收费、智慧隧道、智慧工地、鸿蒙等领域30个智慧交通产品研发，10个科技项目结项验收，2项科技成果经评价达到国内领先、国际先进水平。二是大力推动智慧化与数字化深度融合，智慧产品覆盖全省92个收费站，部分产品在河南、湖北等多省落地应用，首次打开西藏市场；自主研发的桥梁主动防撞预警系统和水文监测综合解决方案拓展至水运、地铁等领域。

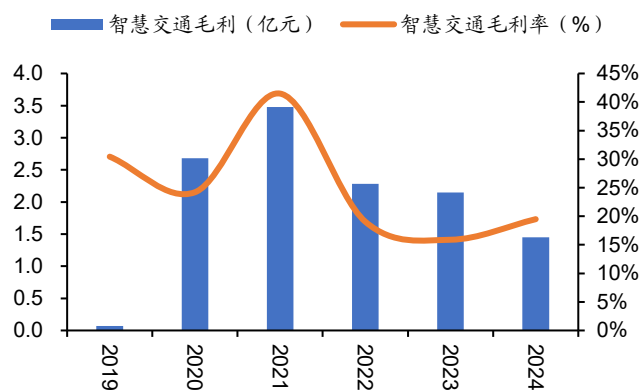
2021年，公司实现智慧交通业务收入8.39亿元，同比下降24.14%，主要系本期子公司方兴公司业务规模下降所致。2024年，公司实现智慧交通业务收入7.44亿元，同比下降44.99%，主要系本期子公司方兴公司受行业竞争加剧影响，业务规模较上期下降所致。

图 44：智慧交通收入受行业竞争影响，子公司方兴公司业务规模下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 45：2020-2024 年，智慧交通盈利能力小幅下滑

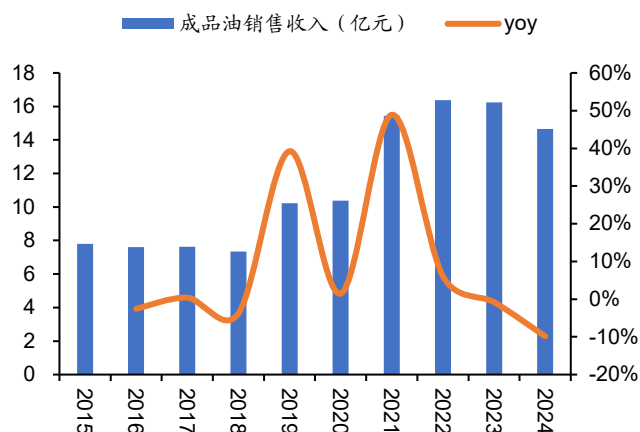


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

成品油收入受新能源与促销双因素冲击，以差异化营销与优化加油站布局双线应对。2015-2022年，成品油的收入和毛利同步提升。2024年成品油销售收入 14.65 亿元，同比下降 9.84%，主要因为子公司实业发展公司受新能源替代及线下加油站促销因素，柴油销量较上期下降所致。

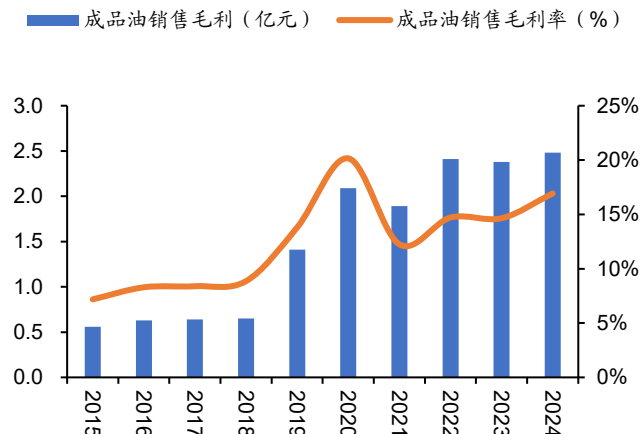
实业发展公司深耕成品油销售市场，一方面通过开展差异化营销活动、强化员工业务培训等方式扩销增量、降本增效；另一方面，优化加油站网点布局，推进新建加油站的立项、核准及规划工作，正式投产运营九江浔南加油站，首次实现加油站向高速公路路线下的延伸拓展。

图 46：2021年以来成品油的收入规模相对稳健



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 47：2020 年至今成品油销售毛利率基本 15%以上



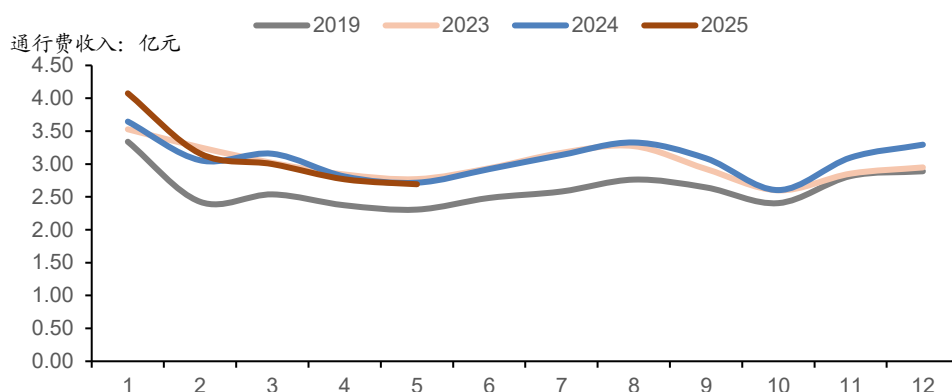
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、投资逻辑：内需挖潜尽享需求红利，静待估值修复良机

（一）文旅交通双向联动，助力通行费上台阶

伴随改扩建工程投产叠加近年来地方文旅部门与交通部门的联动投入，23年以来赣粤高速路产业业务收入规模持续增长，通行费收入体量不断上台阶。其中2025年1-4月昌九/昌樟/昌泰高速通行费收入累计同比增长2.1%/1.2%/0.2%，较19年同期增长74.0%/8.7%/17.5%。

图 48：2023年以来赣粤高速通行费收入同比持续上台阶



数据来源：赣粤高速车辆通行服务收入数据公告，广发证券发展研究中心

表13：赣粤高速旗下路段通行费收入单月同比24年/19年保持较快增速

		5月	4月	3月	2月	1月
同比 24	昌九	0%	0%	-4%	4%	9%
	昌樟	0%	-2%	-3%	4%	7%
	昌泰	-6%	-6%	-6%	4%	12%
	九景	-1%	-2%	-8%	2%	10%
	澎湖	-7%	-11%	-15%	-14%	18%
	温厚	17%	14%	6%	8%	25%
	昌奉	5%	4%	-3%	3%	21%
	奉铜	10%	10%	-2%	8%	39%
同比 19	昌九	71%	68%	71%	84%	76%
	昌樟	10%	8%	9%	12%	6%
	昌泰	15%	14%	12%	32%	16%
	九景	-10%	-10%	-9%	-5%	-10%
	澎湖	-55%	-43%	-36%	-13%	-29%
	温厚	-10%	-11%	-10%	13%	3%
	昌奉	24%	27%	30%	58%	58%
	奉铜	4%	-1%	12%	66%	77%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

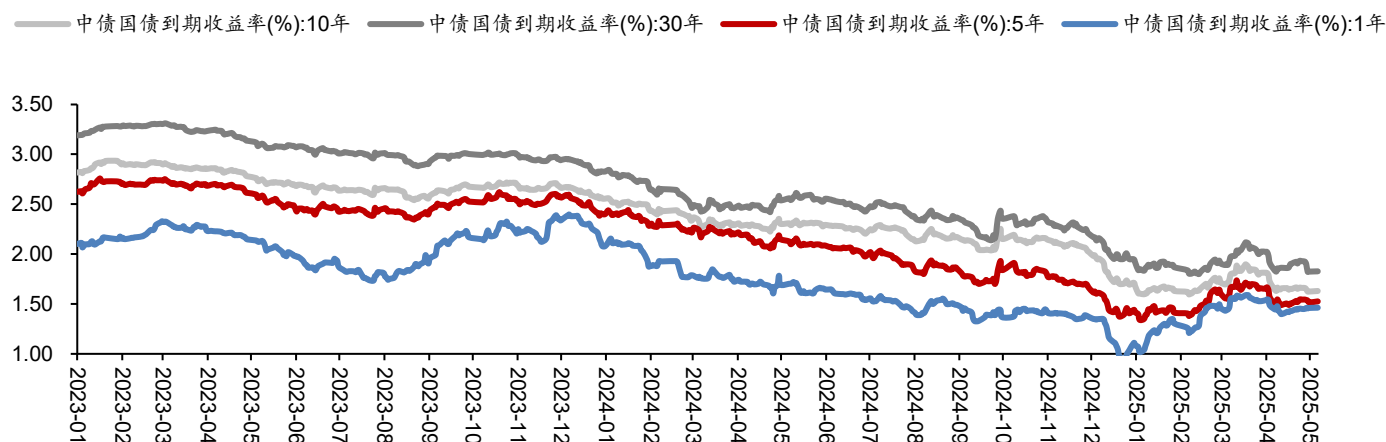
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

（二）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现

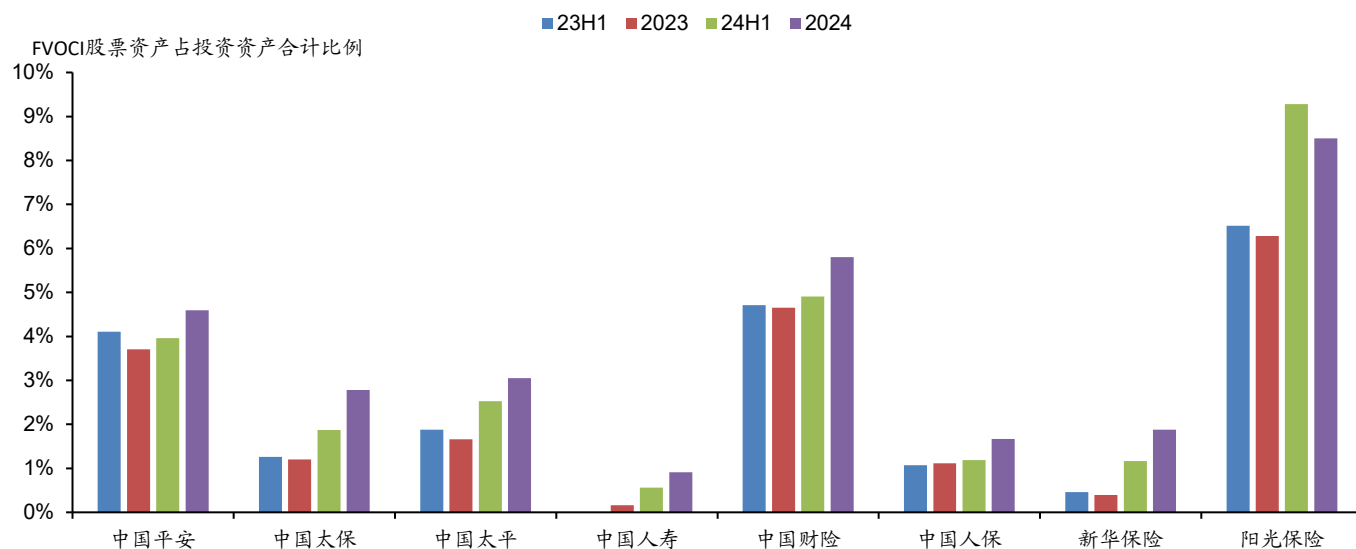
受无风险收益率下行影响，低风险、高分红类的收息资产成为资金配置的高性价比之选。伴随新保险合同准则的全面实施，险资可通过加大高股息资产配置比重来提升自身收益获取能力，有望成为交运高股息板块重要长期定价力量。

图49：无风险收益率持续下行，红利资产配置价值持续显现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 50：险资对于FVOCI配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一



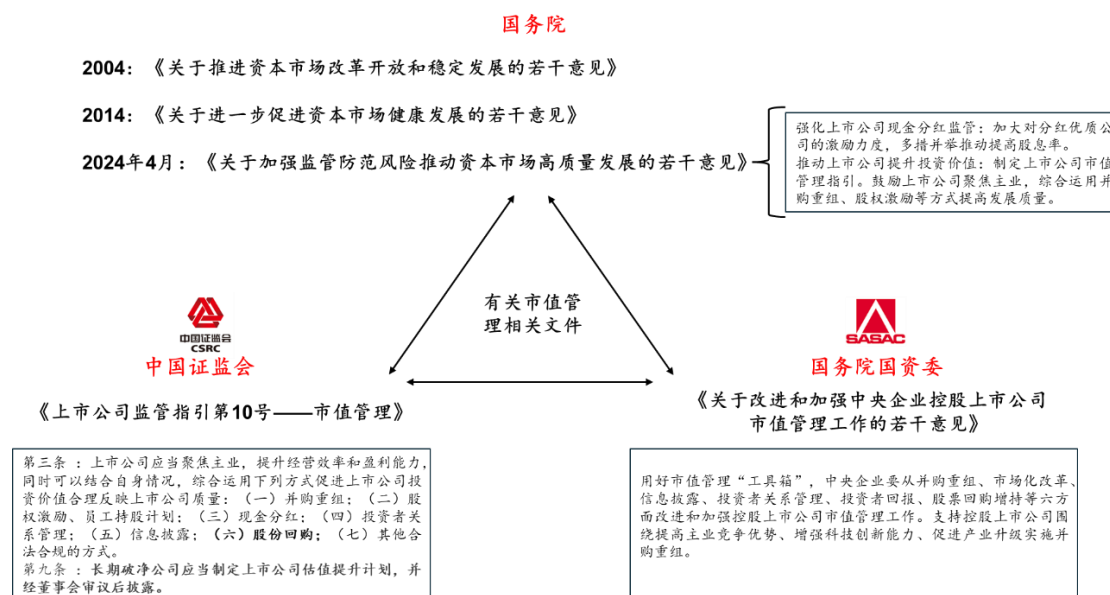
数据来源：中国平安、中国太保、中国太平、中国人寿、中国财险、中国人保、新华保险、阳光保险 2023 年报&2024 中报&2024 年报，广发证券发展研究中心

（三）央国企市值管理大幕拉开，估值修复机遇可以期待

2024年是国企改革深化提升的攻坚之年，也是国务院国资委提出全面推开央企控股上市公司市值管理考核的首年。继2004、2014年两个“国九条”之后，2024年4月资本市场新“国九条”出台，其中第三条提出要通过制定上市公司市值管理指引等方式，来推动上市公司提升投资价值。随后证监会与国务院国资委于2024年11月6日

和12月17日分别发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》、《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》，以国央企为主体的上市公司市值管理新周期启动，中央直属企业已经开始积极响应，地方国企也正在陆续跟进。

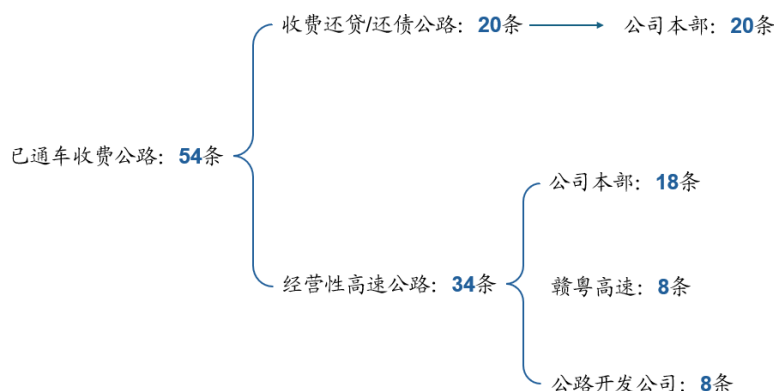
图 51：2024年国企市值管理大幕拉开



数据来源：国务院，国务院国资委，中国证监会，广发证券发展研究中心

以市值管理大幕拉开为背景，从净值修复视角出发，赣粤高速有望演绎“市值-分红-平台运作”的产投两端良性互动：截至2024年3月末，赣粤高速的第一大股东江西交投高速公路运营总里程为5,787公里，占江西省高速公路已通车总里程的85.84%，其中收费还贷/还债公路20条，经营性高速34条（交投本部18条/赣粤高速8条/公路开发公司8条），后续资产证券化值得期待。险资股东正在积极增持。据公司2025年3月11日《江西赣粤高速公路股份有限公司关于持股5%以上股东增持股份达到1%的提示性公告》，公司股东长城人寿保险股份有限公司（以下简称长城人寿）其于2024年6月26日至2025年3月7日通过证券交易所集中竞价交易的方式合计增持公司1.0912%总股本。伴随市值管理和上市公司净值修复进程开启，将为后续集团层面的资产证券化提供前提基础。对比高速公路同业公司来看，公司具有较高的分红提升潜力。过程中平台价值的持续显现，则有望助力潜能释放。

图 52：截止2024年3月末，江西交投拥有的通车收费公路情况



数据来源：江西省交通投资集团有限责任公司 2024 年度跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司专注于收费公路业务，考虑到房地产条线由于行业周期下行叠加公司自身业务转型进程，预计未来其收入和利润对公司的业绩预测影响权重较低，故此处不再对其未来做假设预测，下述仅对高速公路运营、成品油和智慧交通等三大板块进行预测。结合过往的经营表现，我们针对路产未来3年的收入和利润趋势及公司未来3年的综合毛利率做以下假设：

1.昌九高速：于2019年底完成改扩建，仍处于产能爬坡中期阶段，预测2025-2027年路费收入同比增速为3%、3%、1%。参考路产改扩建完成后的历史毛利率水平，预计路产毛利率将在未来三年内维持稳定，预测毛利率为69%、69%、69%。

2.昌泰高速：目前部分区段的改扩建工程正在建设中，预计2025年年底通车投用，伴随后续产能释放，我们预测2024-2026年路费收入同比增速为5%、5%、5%。依据现有改扩建计划，从审慎角度出发，预计未来三年内路产利润率维持现有水平，预测2025-2027年路产毛利率为73%、73%、73%。

3.昌樟高速：于2024年底完成改扩建，目前处于产能释放初期，预计未来三年内路产路费收入将有望快速爬坡，预测路费收入同比增速为15%、10%、5%。伴随产能爬坡，路产盈利能力有望迎来提升，预测2025-2027年路产毛利率为50%、50%、50%。

4.其他高速：暂无改扩建计划，目前产能相对稳定，我们预测2025-2027年路费收入同比增速为2%、2%、2%。参考路产历史利润率水平做综合线性估计，业务量增长助力下，预计路产毛利率有望小幅提升，预测2025-2027年路产毛利率为55%、55%、55%。

5.非公路业务毛利率：参考各业务历史利润率水平，结合所处行业周期位置的进行线性估计，以上假设下，2025-2027年公司综合毛利率为39%、39%、39%。

表14：赣粤高速业务分拆预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6758	7492	5985	6258	6512	6717
其中：						
高速公路运营业务	3362	3506	3580	37688	3937	4055
其中：						
1. 昌九高速路费收入	1067	1163	1196	1232	1269	1282
增长率	-4%	9%	3%	3%	3%	1%
占总路费收入比例	32%	33%	33%	33%	32%	32%
毛利率	59%	69%	69%	69%	69%	69%
2. 昌泰高速路费收入	744	703	782	821	862	905
增长率	-8%	-6%	11%	5%	5%	5%
占总路费收入比例	22%	20%	22%	22%	22%	22%
毛利率	73%	71%	73%	73%	73%	73%
3. 昌樟高速路费收入	599	606	586	674	741	778
增长率	-12%	1%	-3%	15%	10%	5%
占总路费收入比例	18%	17%	16%	18%	19%	19%
毛利率	50%	45%	47%	50%	50%	50%
4. 其他高速路费收入	951	1034	1016	1041	1065	1090
增长率	-9%	9%	-2%	2%	2%	2%
占总路费收入比例	28%	29%	28%	28%	27%	27%
毛利率	19%	22%	27%	27%	27%	27%
路产收入毛利率	49%	51%	54%	55%	55%	55%
成品油销售业务	1638	1625	1465	1509	1554	1601
增长率	6%	-1%	-10%	3%	3%	3%
智慧交通业务	1197	1353	744	781	820	861
增长率	43%	13%	-45%	5%	5%	5%
综合毛利率	32%	32%	39%	39%	39%	39%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司25-27年归母净利润分别为13.14、13.91、14.33亿元。考虑当前公司主营业务将在产能爬坡后进入长期稳定发展阶段,以永续增长率为0%为假设进行DDM估值，测算出公司每股合理价值为5.81元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表15: DDM估值假设

指标	数值	说明
无风险收益率 Rf	1.70%	以 10 年期国债到期收益率为参考
市场预期收益率 Rm	10.50%	彭博中国市场溢价
Beta 系数	0.71	根据公司股价和沪深 300 指数过去 2 年周度收益率相关性数据统计计算
永续增长率	0%	
风险溢价	8.80%	

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表16: DDM估值结果

指标	数值
股利预测期现值 (百万元)	4,086.94
股利永续价值现值 (百万元)	9,486.02
股权价值 (百万元)	13,572.96
总股本 (百万股)	2,335.41
每股价值 (元/股)	5.81

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表17: 同类公司对比 (截止至2025年6月20日)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
宁沪高速	600377.SH	公路	727.64	49.47	51.00	52.86	17.15	15.57	15.04
皖通高速	600012.SH	公路	279.56	16.71	18.37	18.84	19.13	16.84	16.43
山东高速	600350.SH	公路	538.24	31.96	34.50	36.30	15.45	15.60	14.83

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

(一) 需求波动

宏观经济预期波动会使旅客出行需求产生波动, 重大公共卫生事件以及重大生产安全事故等均会对公路出行需求的修复造成一定影响。

(二) 政策变动

公路政策变动会导致公司面临的经营模式变化, 进而增加盈利的不确定性。

(三) 非公路业务经营波动

房地产、智慧公路业务等非公路经营业务或存在业务拓展过程的风险, 可能为利润表现带来负面影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	8,906	8,258	7,509	8,601	9,298
货币资金	2,305	2,696	1,800	2,738	3,303
应收及预付	1,694	1,234	1,224	1,273	1,314
存货	2,409	2,446	2,598	2,699	2,787
其他	2,498	1,882	1,888	1,891	1,894
非流动资产总额	26,963	28,942	30,535	30,497	29,941
长期股权投资	1,150	1,087	1,087	1,087	1,087
固定资产	21,244	21,293	25,411	26,195	25,903
在建工程	2,464	3,889	1,278	456	191
使用权资产	60	51	51	51	51
无形资产	134	125	125	125	125
其他	1,912	2,497	2,584	2,584	2,584
资产总额	35,869	37,199	38,044	39,099	39,238
流动负债总额	10,951	8,107	8,032	8,069	8,161
短期借款	1,501	1,801	1,870	1,800	1,800
应付及预收	2,659	2,359	2,155	2,240	2,313
其他	6,791	3,947	4,006	4,029	4,048
非流动负债总额	5,394	8,526	8,482	8,482	7,482
长期借款	1,212	2,040	2,040	2,040	2,040
应付债券	500	2,892	2,892	2,892	1,892
其他	3,682	3,594	3,550	3,550	3,550
负债总额	16,345	16,633	16,514	16,551	15,643
股本	2,335	2,335	2,335	2,335	2,335
其他	15,324	16,326	17,235	18,195	19,183
归母权益合计	17,660	18,661	19,571	20,530	21,518
少数股东权益	1,865	1,905	1,960	2,018	2,077
负债和股东权益	35,869	37,199	38,044	39,099	39,238

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,492	5,985	6,258	6,512	6,717
营业成本	5,097	3,634	3,833	3,982	4,112
营业税金及附加	44	34	38	39	40
销售费用	90	80	81	85	87
管理费用	296	287	313	326	336
研发费用	62	71	63	65	67
财务费用	394	312	214	214	188
资产减值损失	-68	13	-18	-15	-35
公允价值变动收益	192	303	0	0	0
投资收益	113	67	75	78	81
营业利润	1,814	2,051	1,835	1,932	1,990
营业外收支	-132	-197	-10	0	0
利润总额	1,682	1,854	1,825	1,932	1,990
所得税费用	466	521	456	483	497
合并净利润	1,216	1,332	1,369	1,449	1,492
少数股东损益	39	53	55	58	60
归母净利润	1,177	1,279	1,314	1,391	1,433
EPS (元/股)	0.50	0.55	0.56	0.60	0.61

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	2,469	2,600	2,131	2,572	2,639
合并净利润	1,216	1,332	1,369	1,449	1,492
折旧摊销	1,086	1,139	993	1,038	1,057
营运资金变动	-133	-47	-377	-47	-40
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-2,081	-2,225	-2,444	-904	-421
资本性开支	-2,291	-2,423	-2,500	-1,000	-500
投资	180	189	-18	-15	-35
其他	29	8	74	111	114
融资活动现金流净额	223	-40	-522	-730	-1,654
股本融资	0	59	0	0	0
债权融资	-5,143	-6,182	105	-70	-1,000
股利分配与偿付利息	-755	-749	-636	-659	-654
其他	6,120	6,833	9	0	0
现金净增加额	610	335	-835	938	565
期初现金余额	1,690	2,300	2,635	1,800	2,738
期末现金余额	2,300	2,635	1,800	2,738	3,303

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	10.9%	-20.1%	4.6%	4.1%	3.2%
营业利润增长率	65.6%	13.0%	-10.5%	5.3%	3.0%
归母净利润增长率	69.2%	8.7%	2.7%	5.9%	3.0%
获利能力					
毛利率	32.0%	39.3%	38.8%	38.9%	38.8%
净利率	16.2%	22.3%	21.9%	22.3%	22.2%
ROE	6.2%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	45.6%	44.7%	43.4%	42.3%	39.9%
有息负债率	9.0%	18.1%	17.9%	17.2%	14.6%
流动比率	0.8	1.0	0.9	1.1	1.1
利息保障倍数	4.7	5.6	8.6	9.0	10.0
营运能力					
应收账款周转率	10.4	7.6	10.3	10.3	10.3
存货周转率	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	2.5	2.0	2.4	2.4	2.4
每股指标					
每股收益	0.50	0.55	0.56	0.60	0.61
每股净资产	7.56	7.99	8.38	8.79	9.21
每股经营现金流	1.06	1.11	0.91	1.10	1.13
估值比率					
PE	8.2	10.2	9.2	8.6	8.4
PB	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.5	5.7	5.8	5.2	4.6

广发交通运输行业研究小组

- 许可**：首席分析师，西南财经大学硕士，7 年证券从业经验，2 年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇**：联席首席分析师，南开大学本硕，7 年交运行业研究经验，1 年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇**：资深分析师，毕业于兰州大学，5 年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然**：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5 年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海**：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3 年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航**：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2 年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。