交通运输 | 铁路公路

非金融|首次覆盖报告

2025 年 06 月 26 日

中原高速(600020.SH)

——路产结构年轻，资产优化推动价值重估

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延

SAC：S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC：S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

王惠武

SAC：S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC：S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：

基本数据	2025 年 06 月 25 日
收盘价（元）	4.87
一年内最高/最低（元）	5.13/3.48
总市值（百万元）	10,944.70
流通市值（百万元）	10,944.70
总股本（百万股）	2,247.37
资产负债率（%）	70.37
每股净资产（元/股）	5.23

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **河南交投控股子公司，现金分红较为稳健。**中原高速作为河南交投集团二级企业，聚焦经营性收费公路的投建、建设、运营管理，以及房地产建设、金融投资等多元化业务。公司通过持续强化路网规模与运营效率，实现业绩稳健增长，2024 年实现营业收入 69.69 亿元，其中通行费收入占比约为 63.98%，归母净利润 8.80 亿元。公司重视投资者回报，承诺 2025-2027 年，现金分红比率不得低于当年归母净利润的 40%。

- **路产结构年轻，控股股东路产资源丰富。**截至 2024 年底，公司高速公路总管养里程达 808 公里，下辖路网作为国家南北公路大动脉的关键组成部分，且承东起西，连贯南北，区位优势显著。从收入结构看，京港澳郑漯高速为公司核心路产，2024 年通行费收入占比为 44.27%。从收费年限看，公司加权平均剩余收费年限为 17.04 年（我们假设非京港澳高速拥有 30 年特许经营权，同时预测京港澳高速改扩建可顺利延长 30 年特许经营权），且所有路产的剩余收费年限时间均在 10 年以上，相对年轻的路产为车流量增长与收益释放提供了充足的时间。此外，控股股东交投集团拥有全省 76.2%的路产，下辖较多通行费收入表现优异的高速，如京港澳新郑段、连霍郑州段等，公司管养里程仅占集团管辖里程的 11.63%，存在资产优化的空间。

- **房地产业务持续收缩，存在资产优化空间。**公司房地产业务由交投颐康、英地置业、君宸置业三家下属公司运营，2021-2024 年，公司房地产业务受市场影响，营业收入规模持续收缩，从 8.53 亿元下滑至 0.87 亿元，CAGR 为-53.26%。毛利率从 47.52%下滑至 41.75%，降幅达 5.77pct。2024 年，公司加快房地产板块整合转型，优化资源配置，考虑到公司持续聚焦主业，提升经营质量，我们认为未来房地产业务存在优化空间。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.02/10.92/11.50 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.9x/10.0x/9.5x。我们选取宁沪高速、深高速、粤高速 A 为可比公司，鉴于公司持续完善路网规模，优化业务结构，同时分红比率提升有望带动股息率与价值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。1）宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2）收费政策调整导致通行费收入不及预期；3）路网效应及分流导致车流量增速不及预期；4）自然灾害导致通行费收入不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,703	6,969	6,825	7,017	7,438
同比增长率（%）	-23.04%	22.20%	-2.06%	2.81%	6.00%
归母净利润（百万元）	828	880	1,002	1,092	1,150
同比增长率（%）	491.00%	6.27%	13.80%	8.99%	5.32%
每股收益（元/股）	0.37	0.39	0.45	0.49	0.51
ROE（%）	5.61%	5.79%	6.27%	6.50%	6.50%
市盈率（P/E）	13.21	12.43	10.92	10.02	9.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.02/10.92/11.50 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.9x/10.0x/9.5x，我们选取宁沪高速、深高速、粤高速 A 为可比公司，中原高速作为河南交投集团二级企业，持续优化业务结构，提升分红比例，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

收入：1）通行费收入：2025 年～2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加郑洛高速预期 2026 年底通车，预计收入持续增长。2）多元化业务：随着宏观复苏，预计收入将维持稳定。

成本：公司进一步聚焦主业，持续推进降本增效，提升管理水平，我们预计公司 2025 年～2026 年毛利率仍将持续提升，2027 年受郑洛高速通车影响略有下滑。

费用：费用率方面，随着公司持续推进管理费用与销售费用节降，预计费用率将稳中有降。

投资逻辑要点

公司坐拥“雄踞中原，枢纽四方”的区位优势，随着公司持续完善路网规模以及优化业务结构，不断推进降本增效工作，公司业绩有望进一步提升，带来分红能力的持续增长。

核心风险提示

宏观经济波动导致车流量增速不及预期；收费政策调整导致通行费收入不及预期；路网效应及分流导致车流量增速不及预期；自然灾害导致通行费收入不及预期。

内容目录

1. 河南交投二级企业，分红收益较为稳健 5
1.1. 河南省上市公路运营投资平台，背靠河南交投集团 5
1.2. 收费公路为主，多元业务为辅 5
2. 收费公路业务：路产车流量稳定，资产存在优化空间 9
3. 多元化业务：聚焦主业，优化结构 13
4. 盈利预测与评级 15
4.1. 盈利预测 15
4.2. 评级 16
5. 风险提示 17

图表目录

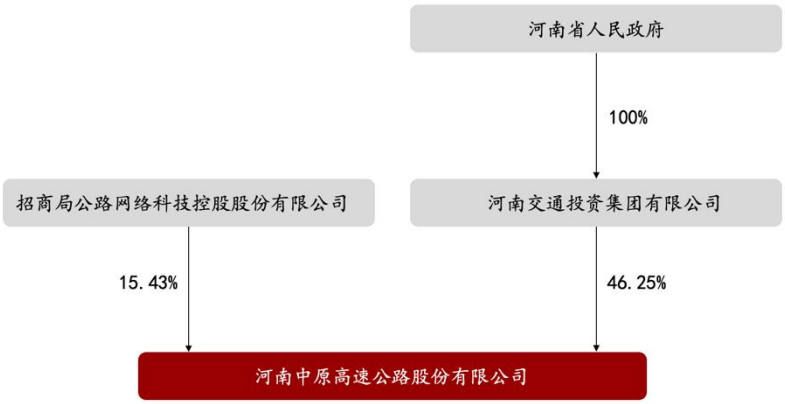
图表 1： 中原高速股权结构（截至 2025 年一季度报）.....5
图表 2： 2014 年～2024 年中原高速营业收入结构（%）.....6
图表 3： 2014 年～2024 年中原高速剔除建造服务营业收入结构（%）.....6
图表 4： 2014 年～2025Q1 公司营业收入（百万元）及同比变化（%）.....7
图表 5： 2014 年～2025Q1 公司营业收入结构图（百万元）.....7
图表 6： 2014 年～2025Q1 公司归母净利润（百万元）及同比变化（%）.....7
图表 7： 2014 年～2024 年公司各板块毛利润（百万元）.....8
图表 8： 2014 年～2024 年公司各板块毛利率（%）.....8
图表 9： 2024 年公司营业利润瀑布图（百万元）.....8
图表 10： 2014 年～2025Q1 公司期间费用率（%）.....9
图表 11： 2014 年～2025Q1 公司资产负债率（%）.....9
图表 12： 2024 年高速公路行业分红比率（%）.....9
图表 13： 2014 年～2024 年公司现金分红总额（百万元）及股利支付率（%）.....9
图表 14： 河南省高速公路网规划（2021—2035 年）.....10
图表 15： 全国高速公路网规划（2022 年）.....10
图表 16： 公司下辖路产情况（2024 年）.....10
图表 17： 2015 年～2025 年 4 月份通行费收入结构图（百万元）.....11
图表 18： 2015 年～2025 年 4 月份总车流量结构图（万架次）.....11
图表 19： 2015 年～2024 年高速公路业务毛利率（%）.....12
图表 20： 郑洛高速地理位置图.....12
图表 21： 郑洛高速车流量预测结果（架次/天）.....12
图表 22： 2023 年交投集团通行费收入（亿元）排名前二十路产.....13
图表 23： 截至 2024 年末，公司的房地产项目情况（万平方米、亿元）.....13
图表 24： 2014 年～2024 年公司房地产业务毛利率（%）.....14
图表 25： 2014 年～2024 年公司房地产业务营收（百万元）及同比变化（%）.....14
图表 26： 截至 2024 年 H1，公司长期股权投资与主要直接投资情况（%，亿元）.....15
图表 27： 中原高速关键财务项目预测.....16
图表 28： 可比公司估值表.....16

1. 河南交投二级企业，分红收益较为稳健

1.1. 河南省上市公路运营投资平台，背靠河南交投集团

河南交投旗下上市公路运营平台，控股股东实力强大。中原高速成立于 2000 年 12 月，由高发公司、招商公路、高速实业、河南省交通规划勘查设计院和河南公路港务局共同发起成立。2003 年，中原高速在上交所上市，为河南省交通行业第一家上市公司。2011 年，高发公司、高速实业和河南公路港务局将所持公司 9.65 亿股份无偿划转给河南交投，至此公司控股股东变更为河南交投。后经多次送股及转增等事项，截至 2025 年第一季度，公司控股股东河南交通投资集团持股比例为 46.25%。河南交投集团是河南省内交通基础设施领域的国有独资企业和中国 500 强企业，截至 2024 年底，利润总额（67.7 亿元）与资产总额（7700 亿元）均位居省管企业首位。

图表 1：中原高速股权结构（截至 2025 年一季度报）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

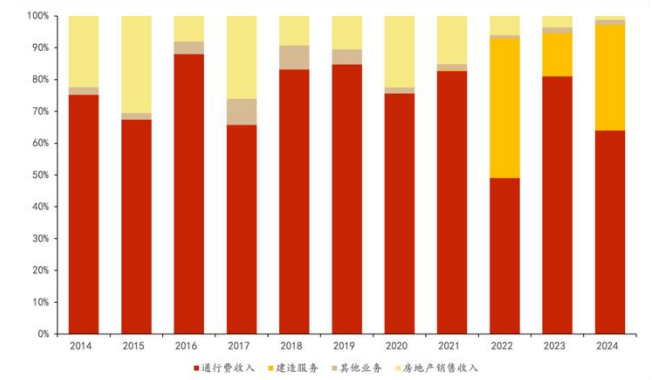
1.2. 收费公路为主，多元业务为辅

以收费公路为主业，拓展房地产及金融业务。公司围绕“经营性收费公路的投建、建设、运营管理”为主业，大力发展多元化项目，目前已形成了以高速公路经营为主，股权债权投资、基金、房地产、信托、保险、银行、路域经济开发为辅的多元化发展战略格局。

1）通行费收入为公司核心业务，2024 年营收占比达 63.98%。公司通过投资建设与收购等方式获取经营性路产，提供通行服务并按照标准收取费用。**2）建造服务业务** 2024 年营收占比达 33.22%，该业务收入主要来自郑洛高速的建设投入。**3）房地产销售业务** 2024 年营业收入占比达 1.25%，开发项目涉及河南省郑州市、商丘市、周口市、信阳市、许昌市及海南省保亭等地。**4）其他业务** 2024 年占比较低，仅 1.54%，主要包括服务区经营、 租赁和

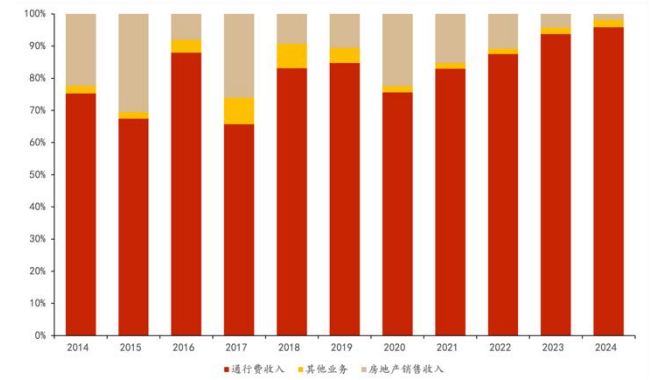
物业管理等。**剔除建造服务收入，通行费收入、房地产销售业务以及其他业务实际占比分别为 95.81%、1.87%和 2.31%。**

图表 2：2014 年～2024 年中原高速营业收入结构（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：2014 年～2024 年中原高速剔除建造服务营业收入结构（%）

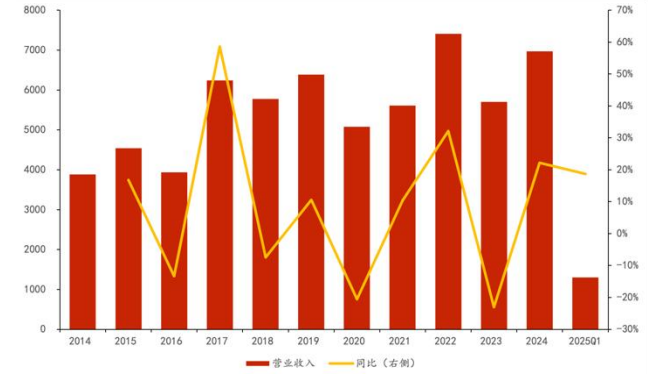


资料来源：公司公告、华源证券研究所

运输需求恢复叠加财务费用节降，2025 年 Q1 公司业绩实现较快增长。1）2014-2019 年，受房地产收入确认周期性影响，营收与净利润有所波动，叠加通行费收入增长，营收与归母净利润中枢上行。2）2020-2021 年，受外部因素叠加成品油销售业务被剥离影响，营收与归母净利润存在波动。3）2022 年，确认建造服务收入推高营收，但受需求下行影响，运输需求萎缩，高速公路整体车流量及通行费收入同比下滑，致使归母净利润下滑。

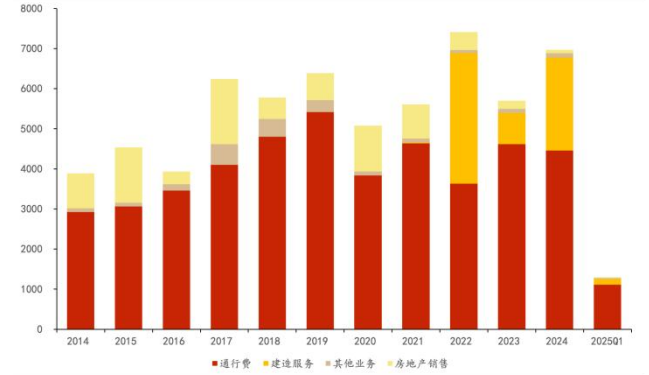
4）2023-2024 年随宏观复苏，客车流量回升带动通行费收入增长，2024 年，受建造收入增长影响，营业收入同比增长 22.20%至 69.69 亿元；同期通行费收入因恶劣天气、节假日天数增多等原因，较 2023 年略有下滑，但公司深化经营增效与管理提质等措施，叠加投资收益增长，归母净利润同比增长 6.27%至 8.80 亿元。2024 年归母净利润恢复至 2019 年的 60.29%。5）2025 年一季度，运输需求持续恢复叠加建造服务收入增长，公司实现营业收入 12.99 亿元，同比增加 18.69%；债务置换导致的财务费用节降，使得公司实现归母净利润 3.56 亿元，同比增加 25.28%。

图表 4：2014 年～2025Q1 公司营业收入（百万元）及同比变化（%）



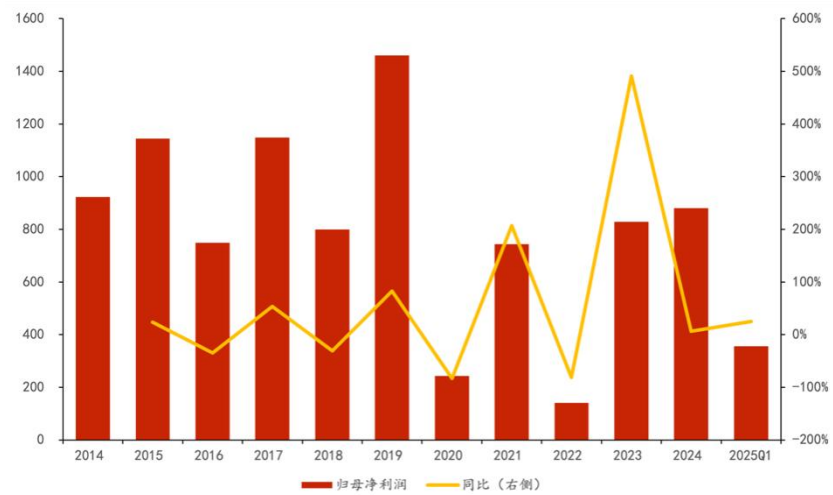
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 5：2014 年～2025Q1 公司营业收入结构图（百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

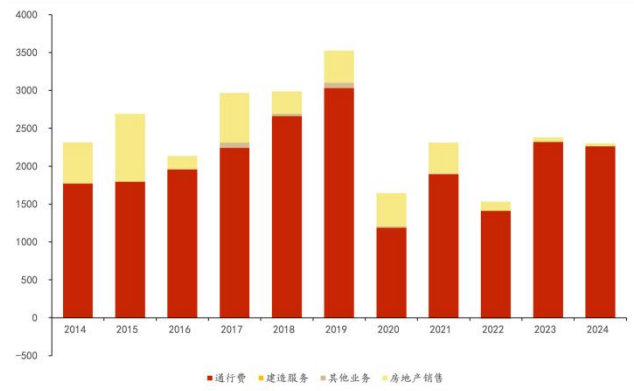
图表 6：2014 年～2025Q1 公司归母净利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

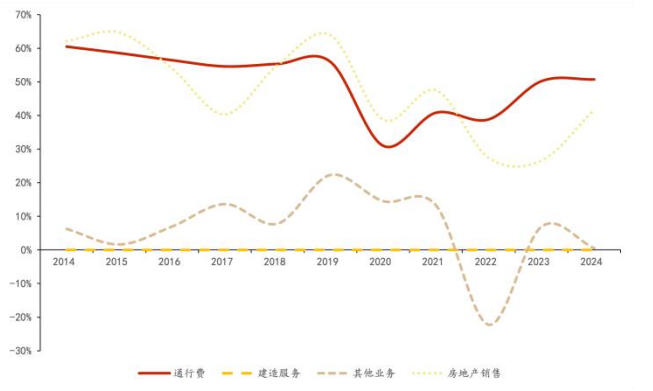
通行费收入贡献核心收益，毛利率较为稳定。1）通行费收入作为公司核心业务，2024 年毛利润为 22.63 亿元，毛利率达 50.75%，毛利润占比为 98.39%。该业务历史毛利率长期维持在 50%上下。2）建造服务采用同步等额法确认施工收入与施工成本，因此建造服务的毛利率为 0。3）房地产业务涉及河南、海南等地，其毛利率呈现波动特征，主要源于各项目投资规模及市场定位差异，随着不同区域开发项目的销售交付节奏变化，收入结转确认时点相应调整所致。2024 年实现毛利润 0.36 亿元，对应毛利率为 41.75%，毛利润占比达 1.58%。4）其他业务方面，2024 年实现毛利润 0.01 亿元，对应毛利率为 0.59%，毛利润占比达 0.03%。

图表 7：2014 年～2024 年公司各板块毛利润（百万元）



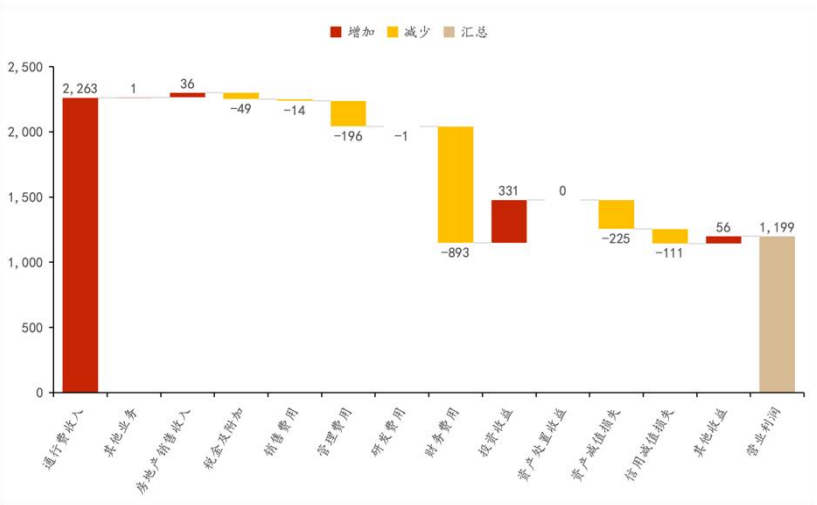
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 8：2014 年～2024 年公司各板块毛利率（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 9：2024 年公司营业利润瀑布图（百万元）

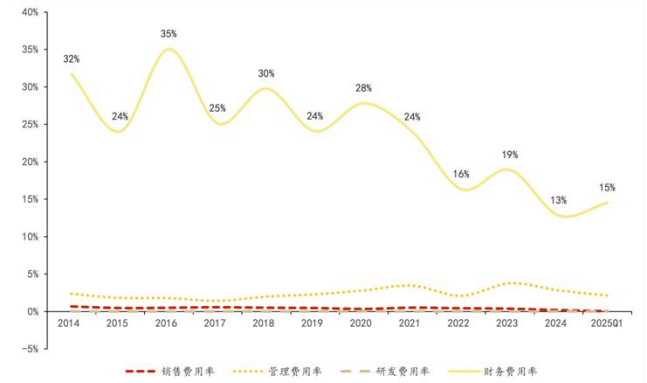


资料来源：公司公告、华源证券研究所

预计费用率有望随收入规模增长及债务优化而持续改善。1）公司期间费用结构中以财务费用为主导（2024 年占比约 80%），2023 年财务费用率约为 18.91%，随着公司持续加强对财务费用的控制力度，通过推进债务结构优化（2024 年上半年实现 49.14 亿元长期债务置换，当期利息节约 0.57 亿元），财务费用率与资产负债率呈下滑趋势，2024 年公司财务费用率同比减少 6.09pct，随着利率环境改善，公司持续推进债务优化，我们预计财务费用率有望进一步减少。

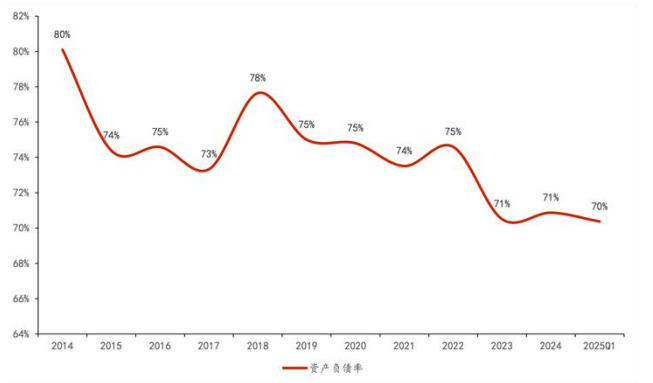
2）管理费用为第二大期间费用，其费用支出主要涵盖职工薪酬、办公、通讯及车辆使用费等，2024 年管理费用率为 2.81%，2025 年一季度管理费用率为 2.14%。3）销售费用主要涉及房地产销售过程中产生的广告费、销售佣金及专设的销售机构的职工薪酬、日常经费等，2024 年销售费用率为 0.19%，2025 年一季度销售费用率为 0.05%。

图表 10：2014 年～2025Q1 公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

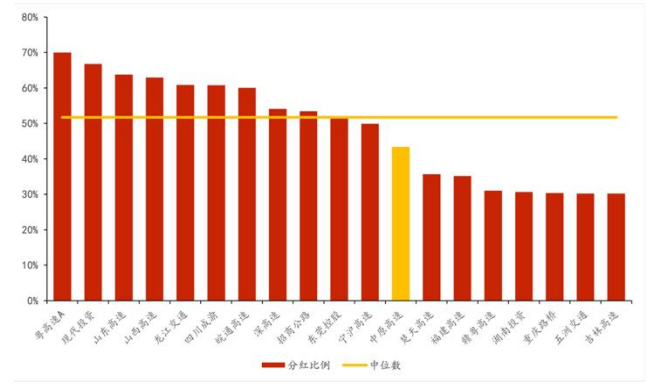
图表 11：2014 年～2025Q1 公司资产负债率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

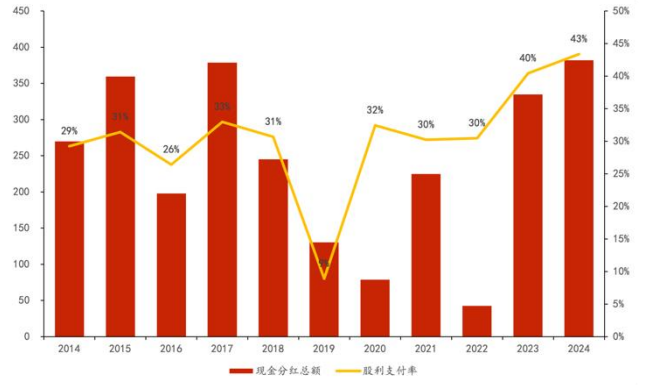
重视投资者回报，分红比例仍有提升空间。公司高度重视“以投资为本”的发展理念，过去十年分红比率呈现出整体向上的趋势，其中仅 2019 年受外部因素影响出现大幅波动，2023 与 2024 年公司分红比率分别为 40.42%和 43.40%，股息率（根据 2025 年 6 月 24 日股价）分别为 3.04%和 3.47%；同时公司发布估值提升计划，承诺 2025-2027 年分红比例不得低于 40%。尽管公司持续提升分红比例，但较 2024 年行业分红比率中位数 51.69%仍有提升空间。

图表 12：2024 年高速公路行业分红比率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 13：2014 年～2024 年公司现金分红总额（百万元）及股利支付率（%）

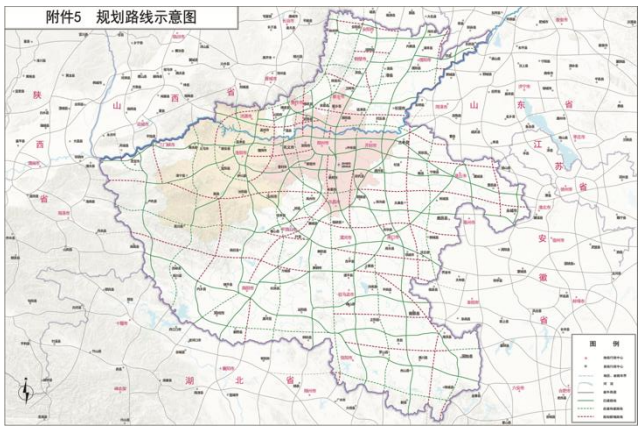


资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

2. 收费公路业务：路产车流量稳定，资产存在优化空间

路产区位优势显著。公司运营的高速公路资产均位于河南省这一全国交通枢纽地带。河南省地处中原腹地，承东启西、连贯南北，在国家综合交通网络中占据重要战略地位。公司所辖路网作为国家南北公路大动脉的关键组成部分，随着京港澳高速全线贯通、西部大开发战略深入实施以及“一带一路”建设持续推进，其“雄踞中原、枢纽四方”的区位优势将得到进一步彰显。

图表 14：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）》、华源证券研究所

图表 15：全国高速公路网规划（2022 年）

资料来源：《国家公路网规划》、华源证券研究所

截至 2024 年末，公司高速公路总管养里程为 808 公里，其加权平均剩余收费年限为 17.04 年（我们假设非京港澳高速拥有 30 年特许经营权，同时预测京港澳高速改扩建可顺利延长 30 年特许经营权），且所有路产的到期时间均在 10 年以上，收费周期优势为其车流量增长与收益释放提供了充足的时间窗口。从收入结构看，京港澳高速郑漯段为公司核心路产，2024 年通行费收入占比达 44.27%，其单公里收入达到了 0.14 亿元；日均车流量方面，京港澳高速郑漯段与京港澳高速漯驻段构成日均车流量前二，车流量占比分别为 38.00%和 21.67%。

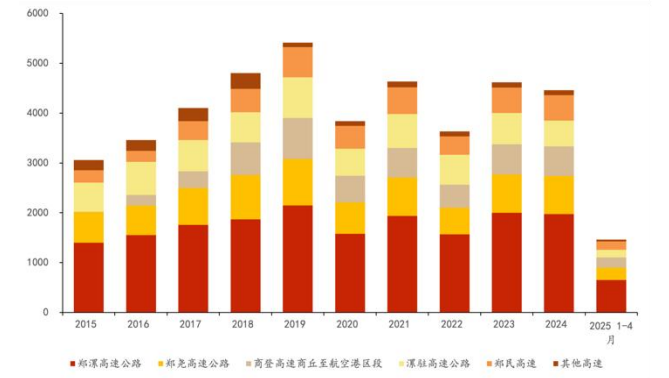
图表 16：公司下辖路产情况（2024 年）

序号	路段名称	路段明细	主线里程（公里）	车道数	经营期限	2024 年通行费收入（百万元）	2024 年单公里通行费收入(万元）	2024 年日均车流量(万架次）
1	京港澳高速郑漯段	京港澳高速郑州至漯河段（G4）	116.00	双向 8 车道	2040.10(改扩建后暂未取得延长经营期限的批复，我们预计公司京港澳郑漯段和漯驻段能顺利从改扩建通车之日起延期 30 年）	1974.08	1390.20	9.59
		机场高速（S1）	26.00	标准 4 车道/非标准 6 车道/标准 8 车道				
2	京港澳高速漯驻段	京珠国道主干线漯河至驻马店段（G4）	37.20	双向 8 车道	2045.9(改扩建后暂未取得延长经营期限的批复，我们预计公司京港澳郑漯段和漯驻段能顺利从改扩建通车之日起延期 30 年）	516.76	768.99	5.47
			30.00	双向 8 车道				
3	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	2037.12.21(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)	761.17	414.85	2.56
		郑栾高速平顶山段（S88）	100.57	双向 4 车道				
4	郑民高速	郑民高速郑州至开封段（郑民一期）（S82）	72.66	双向 4 车道	2041.12.29(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)	367.50	505.78	2.99
		郑民高速开封至民权段（郑民二期）（S82）	47.97	双向 4 车道	2046.09.26(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)	140.82	293.56	1.60
5	商登高速	商登高速郑州至登封段（S60）	40.87	双向 4 车道	2047.09.26(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)	598.49	267.92	1.71
		商登高速尉氏至港区段（S60）	47.39	标准 4 车道/标准 6 车道	2045.12.19(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)			
		商登高速港区至郑州段（S60）	21.01	双向 4 车道	2047.09.26(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)			
		商登高速商丘至尉氏段（S60）	114.11	双向 4 车道	2045.12.19(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)			
6	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	2042.12.12(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)	100.10	178.24	1.33
		德上高速（永城段）二期工程（G0321）	15.14	双向 4 车道	2045.12.19(尚未取得经营期限正式批复，暂定 30 年)			

资料来源：公司公告、华源证券研究所

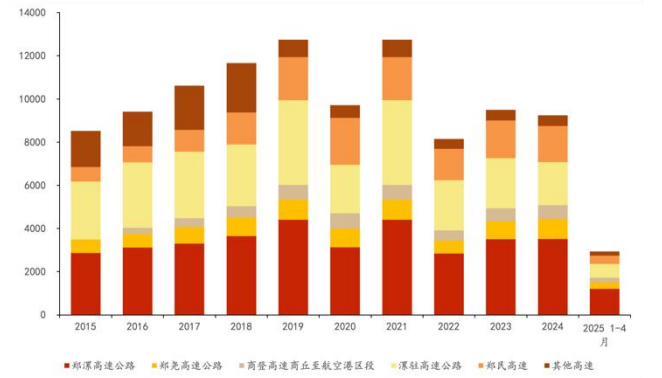
改扩建释放增量收益完毕，车流量稳定。1）2017-2019 年，京港澳高速沿线改扩建施工完成，通行能力得到提升，叠加其他道路车流量自然增长，公司通行费收入与车流量稳步增长。2）2020-2021 年，改扩建路产步入成熟阶段，通行费计费方式与标准调整，以及受外部因素影响，通行费收入与车流量出现波动。3）2022 年，需求下行导致跨区域人员车辆流动锐减，客运、货运及物流需求萎缩，高速公路车流量与通行费收入同比显著下滑。4）2023-2024 年，宏观经济逐步恢复，2023 年客车车流量有所上升，通行费收入同比增长，但 2024 年恶劣天气频发导致交通管制次数增长，叠加节假日天数增加，车流量同比下滑 2.69%至 0.92 亿架次，通行费收入同比下滑 3.45%至 44.59 亿元。5）2025 年 1-4 月，公司车流量与通行费收入分别实现 2942.12 万架次与 14.63 亿元。

图表 17：2015 年～2025 年 4 月份通行费收入结构图（百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

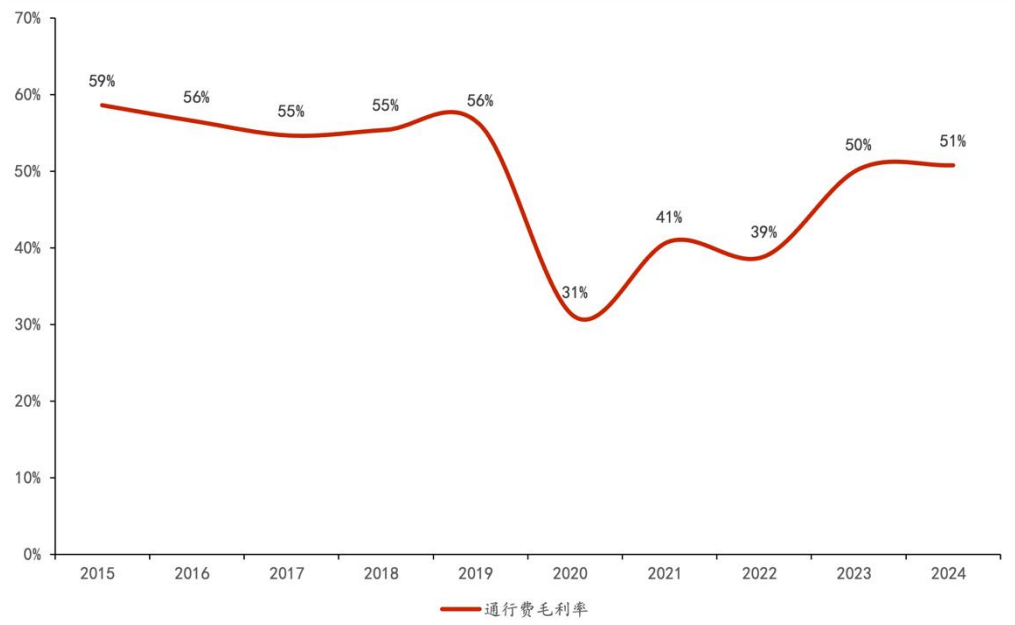
图表 18：2015 年～2025 年 4 月份总车流量结构图（万架次）



资料来源：公司公告、华源证券研究所，注：2020 年受外部因素影响，免收通行费延长，通行费正常收取天数为 287 天

毛利率波动主要受车流量及收费政策影响。1）2015-2019 年，主要受新开通路段进入培育期影响，毛利率出现下滑。2）2020-2021 年，毛利率受外部因素影响出现波动。3）2022 年，受需求下行影响，毛利率小幅回落。4）2023-2024 年，宏观恢复推动毛利率增长，2024 年实现毛利率 50.73%，同比+0.53pct。

图表 19：2015 年~2024 年高速公路业务毛利率（%）



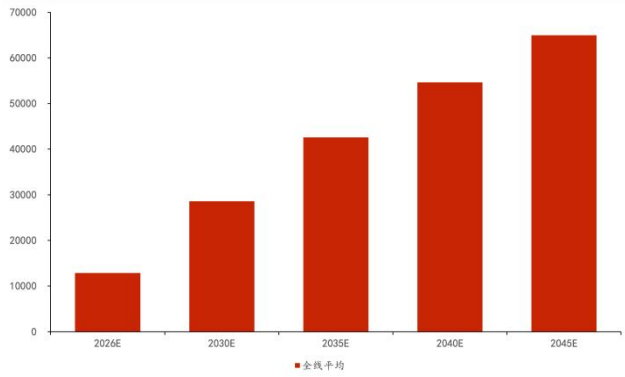
资料来源：公司公告、华源证券研究所

新路产助力业绩增长。郑州至洛阳高速公路是河南省高速路网规划的重要项目，连接郑州西南绕城高速与洛阳二广高速，全长 99 公里（郑州段 66 公里，洛阳段 33 公里），采用双向六车道标准，BOT 模式建设。项目由子公司郑洛建设负责，总投资约 198.8 亿元（截至 2024 年末，累计投资 77.15 亿元），2022 年开工，**计划 2026 年通车，运营期 40 年。**

图表 20：郑洛高速地理位置图

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 21：郑洛高速车流量预测结果（架次/天）



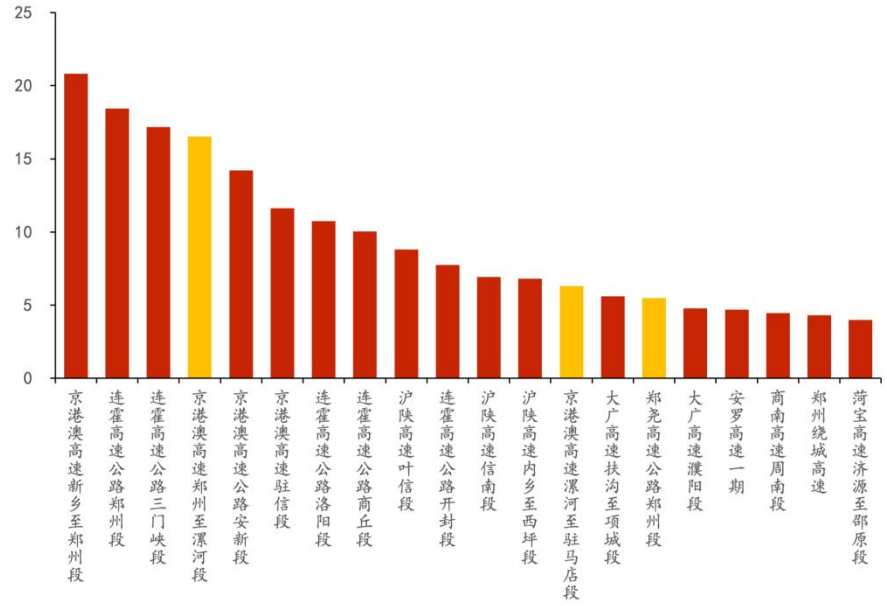
资料来源：公司公告、华源证券研究所

控股股东拥有众多省内资源，具有较大资产优化空间。河南交通投资集团有限公司（简称河南交投集团）是河南省政府直属的大型国有独资企业，全省综合交通投融资领域的核心力量。作为省内重大交通项目的主力投资建设主体，截至 2024 年底，集团管辖收费公路总里程达 6950 公里，其中省内高速公路 6784 公里，占全省通车里程的 76.2%。目前交投集团承

担河南省 56 个重点高速公路项目的建设，总投资 5000 亿元、总里程 3500 公里；在建高速公路项目 26 个，总投资 2680 亿元。集团资产规模达 7700 亿元，位居省管企业首位，2024 年实现营收 1073 亿元，居省管企业第三位；利润 67.7 亿元，居省管企业首位。拥有 66 家直属单位、4 万余名员工，是推动河南交通基础设施建设和产业升级的战略支撑。

除京港澳郑漯段、京港澳漯驻段、郑尧高速等中原高速下辖的优质路产外，交投集团仍然有较多通行费收入表现优异的高速，如京港澳新郑段、连霍郑州段、连霍高速三门峡段等；且公司管养里程仅占集团管辖里程的 11.63%。

图表 22：2023 年交投集团通行费收入（亿元）排名前二十路产



资料来源：河南交投集团公司公告、华源证券研究所

3. 多元化业务：聚焦主业，优化结构

公司多元业务主要涉及房地产业务与金融投资业务。公司房地产业务由下属 3 家房地产公司负责，分别为河南交投颐康投资发展有限公司、河南英地置业有限公司和河南君宸置业有限公司。公司房地产项目以住宅为主，土地主要通过在一级市场竞拍方式获得，采用滚动开发模式，项目主要集中在郑州及部分三四线城市。由于部分项目周边基础设施配套尚不完善，导致销售进度不及预期，未来或仍面临较大的库存去化压力。截至 2024 年末，公司存货为 50.26 亿元，其中开发房地产项目存货为 16.63 亿元，开发成本为 33.60 亿元。

图表 23：截至 2024 年末，公司的房地产项目情况（万平方米、亿元）

已开发完成的项目			
项目名称	所在地	建筑面积	销售进度
英地·天骄华庭	郑州	35.77	100%（不含车位和储藏间）

英地·泰和院	许昌	35.14	52.68%
英地·运河上苑	新郑市	12.09	6.77%
英地·金台府邸	郑州	19.33	100%（不含车位和储藏间）
高速奥兰花园	郑州	32.69	94.66%
商丘高速花园	商丘	17.2	98.72%
奥兰天和家园一期二期	周口	9.2	98.56%
奥兰天和家园三期	周口	9.57	45.26%
奥兰人和家园	信阳	7.32	97.46%
郑州奥兰和园	郑州	20.02	100.00%
保亭奥兰花园一期	海南保亭	7.99	97.50%
保亭奥兰花园二期	海南保亭	8.12	30.20%
合计		214.44	

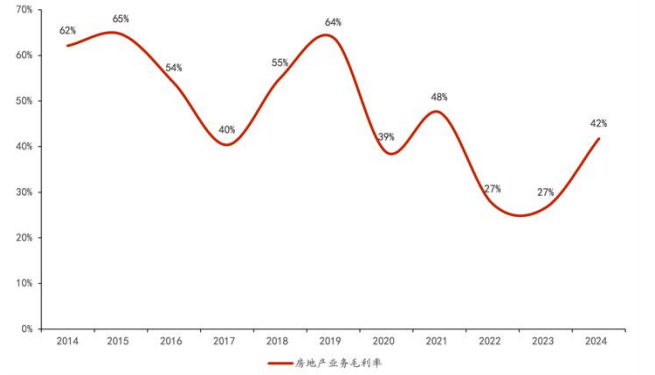
在开发的项目

项目名称	项目位置	可售面积	预计总投资	建设期	2024 年末已完成投资	截至 2024 年末销售进度	2025 投资计划	2026 投资计划	2027 投资计划
君悦华庭	郑州市杨科路南、鸿苑路西	13.34	19.02	2023 — 2028	15. 42	0. 00%	1. 87	0. 59	0. 16
合计		13.34	19.02		15. 42	0. 00%	1. 87	0. 59	0. 16

资料来源：公司公告、华源证券研究所

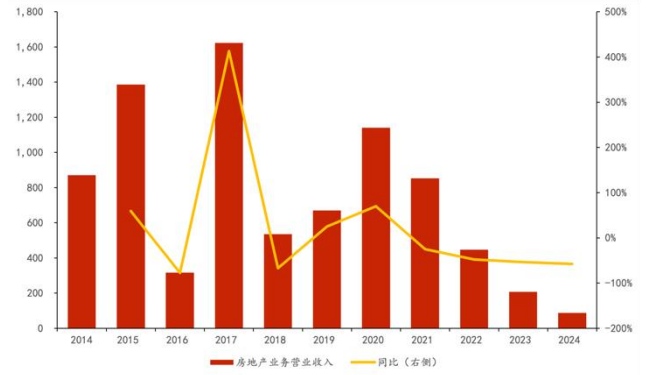
房地产业务承压，未来存在优化空间。1）2020-2024 年，公司房地产业务受需求疲软影响，营业收入规模持续收缩，从 11.41 亿元下滑至 0.87 亿元，CAGR 为-47.43%。2）2019-2024 年，公司房地产业务毛利率从 63.91%下滑至 41.75%，降幅达 22.16pct。**2024 年，公司加快房地产板块整合转型，优化资源配置：**1)将河南高速房地产开发有限公司更名为河南交投颐康投资发展有限公司。2)将旗下 7 家子公司（许昌英地置业、新郑英地置业、郑州英鹏置业、河南英地物业、郑州君宸物业、河南英地置业、河南君宸置业）100%股权划转至河南交投颐康投资发展有限公司。考虑到公司持续聚焦主业，提升经营质量，我们认为未来房地产业务存在优化空间。

图表 24：2014 年～2024 年公司房地产业务毛利率（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 25：2014 年～2024 年公司房地产业务营收(百万元)及同比变化（%）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

持有型物业、股权与基金投资以及公司直接投资构成金融业务核心。金融业务主要由秉原投资和公司本部负责：1）秉原投资成立于 2008 年，对外投资类型涵盖持有型物业及股权与基金，其中持有型物业为公司运用自有资金购买郑州市社区商铺等的中长期投资，涉及两部分收益，分别是持有期间租金收益以及退出增值收益，截至 2023 年末秉原投资账面投资性房地产余额 4.96 亿元。股权与基金投资主要投向河南省养老、医疗健康、先进制造及物流等行业项目为主的初创企业，资金来源为公司和秉原投资的自有资金以及外部投资机构。2）中原高速本部直接投资对象为中原信托有限公司、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（颐康投资持股）等，2023 年新增河南交投新能源发展有限公司。

图表 26：截至 2024 年 H1，公司长期股权投资与主要直接投资情况（%，亿元）

长期股权投资主要基金与股权投资情况									
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	2024 年上半年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	2.06	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	-0.003
上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）	并表核算	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年		-0.04	-0.05		
上海秉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	0.01
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.45	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	-0.007
合计	7.52					0.97	0.15	0.005	0.009

主要直接投资情况									
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	2024 年上半年度				
中原信托有限公司	27.27	1.05	0.4	0.42	0.23	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	0.37	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	0.33	地方资产管理	355.04	144.22	10.68
河南绿地商城置业有限公司	颐康投资持股 20	-0.02	0.01	-0.22	-0.01	地产	79.99	15.22	0.06
河南交投新能源发展有限公司	30				-0.01	能源发电			
合计		1.59	1.64	1.33	0.91				

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

1）收入：a）通行费收入：2025 年～2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加郑洛高速预期 2026 年底通车，预计收入持续增长。b）多元化业务：随着宏观复苏，预计收入将维持稳定。

2）成本：公司进一步聚焦主业，持续推进降本增效，提升管理水平，我们预计公司 2025 年～2026 年毛利率仍将持续提升，2027 年受郑洛高速通车影响略有下滑。

3）费用：费用率方面，随着公司持续推进费用节降，预计费用率将稳中有降。

图表 27：中原高速关键财务项目预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5702.82	6969.11	6825.44	7017.32	7438.47
yoy	-23.04%	22.20%	-2.06%	2.81%	6.00%
营业成本	3321.04	4669.10	4427.30	4473.62	4781.10
yoy	-43.64%	40.59%	-5.18%	1.05%	6.87%
毛利率	41.76%	33.00%	35.14%	36.25%	35.72%
销售费用率	0.39%	0.19%	0.19%	0.16%	0.15%
管理费用率	3.76%	2.81%	2.81%	2.70%	2.51%
研发费用率	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.2. 评级

公司坐拥“雄踞中原，枢纽四方”的区位优势，随着公司持续完善路网规模以及优化业务结构，公司资产规模有望进一步提升，叠加公司持续推进降本增效，有望带来盈利与分红能力的持续增长我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.02/10.92/11.50 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.9x/10.0x/9.5x，参考宁沪高速、深高速、粤高速 A 可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（百万元）	EPS（元/股）			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
600377.SH	宁沪高速	72,600.77	1.02	1.05	1.09	15.53	15.04	14.47
600548.SH	深高速	23,445.48	0.65	0.72	0.69	17.07	15.34	15.56
000429.SZ	粤高速 A	26,263.79	0.82	0.78	0.76	16.34	17.38	17.75
平均值						16.31	15.92	15.93

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所
注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，市值截至日期 2025 年 6 月 24 日

5. 风险提示

1）宏观经济波动导致车流量增速不及预期，如果经济波动，需求疲软导致车流量下滑，公司收入有可能低于预期；

2）收费政策调整导致通行费收入不及预期，如果未来出现通行费率减免政策，高速公路通行费收入下滑，公司收入有可能低于预期；

3）路网效应及分流导致车流量增速不及预期，如果公司管理路段出现平行路线、其他可替代路线或方式，将导致车流量分流，出现车流量下滑，公司收入有可能低于预期；

4）自然灾害导致通行费收入不及预期，如果发生洪涝、塌方、地震等不可预见的自然灾害，高速公路极有可能造成严重损坏并导致一定时期内无法正常使用，如遇浓雾、严重冰雪天气，高速公路将会局部甚至全部短时间关闭，公司收入有可能低于预期。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	497	850	909	1,011
应收票据及账款	1,315	792	814	863
预付账款	3	5	5	5
其他应收款	43	95	98	104
存货	4,742	4,834	4,884	5,220
其他流动资产	68	67	69	73
流动资产总计	**6,669**	**6,642**	**6,779**	**7,276**
长期股权投资	5,319	5,484	5,657	5,839
固定资产	10,481	10,724	10,933	10,625
在建工程	40	33	26	20
无形资产	27,426	27,491	28,043	29,074
长期待摊费用	8	6	3	1
其他非流动资产	2,258	4,706	6,625	7,530
非流动资产合计	**45,533**	**48,444**	**51,288**	**53,088**
资产总计	**52,202**	**55,086**	**58,066**	**60,364**
短期借款	2,779	2,879	2,979	3,079
应付票据及账款	317	301	304	325
其他流动负债	2,757	4,492	4,535	4,833
流动负债合计	**5,853**	**7,672**	**7,818**	**8,237**
长期借款	28,981	29,281	31,281	32,281
其他非流动负债	2,161	2,161	2,161	2,161
非流动负债合计	**31,143**	**31,443**	**33,443**	**34,443**
负债合计	**36,996**	**39,115**	**41,261**	**42,680**
股本	2,247	2,247	2,247	2,247
资本公积	1,334	1,334	1,334	1,334
留存收益	11,624	12,389	13,223	14,102
归属母公司权益	15,206	15,971	16,805	17,683
少数股东权益	0	0	0	1
股东权益合计	**15,206**	**15,971**	**16,805**	**17,684**
负债和股东权益合计	**52,202**	**55,086**	**58,066**	**60,364**

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	881	844	928	980
折旧与摊销	1,218	1,253	1,330	1,382
财务费用	893	884	918	961
投资损失	-331	-160	-168	-176
营运资金变动	-1,007	2,099	-32	-76
其他经营现金流	458	216	224	233
经营性现金净流量	**2,111**	**5,136**	**3,200**	**3,302**
投资性现金净流量	**-2,908**	**-4,063**	**-4,065**	**-3,067**
筹资性现金净流量	**816**	**-721**	**924**	**-133**
现金流量净额	**19**	**352**	**59**	**102**

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**6,969**	**6,825**	**7,017**	**7,438**
营业成本	**4,669**	**4,427**	**4,474**	**4,781**
税金及附加	49	48	50	53
销售费用	14	13	11	11
管理费用	196	192	189	187
研发费用	1	1	1	1
财务费用	893	884	918	961
资产减值损失	-225	0	0	0
信用减值损失	-111	-111	-111	-111
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	331	160	168	176
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	56	56	56	56
营业利润	**1,199**	**1,365**	**1,488**	**1,567**
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	10	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**1,200**	**1,365**	**1,488**	**1,567**
所得税	319	363	396	417
净利润	**881**	**1,002**	**1,092**	**1,150**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	**880**	**1,002**	**1,092**	**1,150**
EPS(元)	0.39	0.45	0.49	0.51

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	22.20%	-2.06%	2.81%	6.00%
营业利润增长率	9.73%	13.80%	8.99%	5.32%
归母净利润增长率	6.27%	13.80%	8.99%	5.32%
经营现金流增长率	-16.60%	143.26%	-37.69%	3.20%
盈利能力				
毛利率	33.00%	35.14%	36.25%	35.72%
净利率	12.64%	14.68%	15.56%	15.46%
ROE	5.79%	6.27%	6.50%	6.50%
ROA	1.69%	1.82%	1.88%	1.91%
估值倍数				
P/E	12.43	10.92	10.02	9.52
P/S	1.57	1.60	1.56	1.47
P/B	0.96	0.90	0.84	0.79
股息率	0.00%	2.16%	2.36%	2.48%
EV/EBITDA	12	12	12	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。