

山西高速 (000755)

证券研究报告

2026年01月14日

涨价、并购、分红的潜力

聚焦主业，有望提分红

山西高速是山西省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司，山西交通控股集团是公司第一大股东，实控人为山西省国资委。2015-23年，山西三维→山西路桥→山西高速，一方面剥离贸易、化工等拖累资产，另一方面通过并购重组获得省内优质路产，逐渐形成“一桥二路”的资产结构。2019年以来，山西高速通行费收入与毛利润占比高达100%。分红比例已从23年14%提高至24年63%，未来有望进一步提升。

并购增长，路径或延续

2021-24年，山西高速主要公路的车流量稳中有升，通行费收入较为稳定。所辖路段剩余年限较长，居于行业前列。榆和高速、平榆高速剩余年限分别为20年、17年左右，整体加权平均年限大概18.4年，高于多数同行。公司通过重组并购等方式获得优质路产，路径有望延续。一方面，集团控股的部分公路盈利能力较强，资产证券化潜力大。另一方面，山西省经营性高速公路的收支缺口逐年扩大，路产出售或将增加。

涨价短冲击，扩容长周期

存量公路涨价征求意见，改扩/新建公路收费标准上调，公路有望开始涨价。如果涨价顺利，一方面，山西高速股息率有望大幅提高，投资价值凸显；另一方面，大量非上市公路或将“价值重塑”，注入潜力增大，同时符合“三资三化”改革，推动收入和利润增长。随着新能源和智能驾驶渗透率提升，公路货运成本趋于下降。公路和铁路运输煤炭的差价收窄，公路或将分流铁路煤炭运量。随着智能驾驶普及，公路通行能力有望大幅上升。

盈利预测与目标价

2025-2027年盈利有望持续增长。我们预测2025-2027年归母净利润分别为4.8、5.1、5.4亿元。根据DDM估值法，给予山西高速的目标价为6.35元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，政策变动风险，竞争风险，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	5.05元
目标价格	6.35元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,467.31
流通A股股本(百万股)	1,467.31
A股总市值(百万元)	7,409.92
流通A股市值(百万元)	7,409.92
每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	55.03
一年内最高/最低(元)	6.50/4.32

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,711.65	1,609.21	1,569.65	1,600.15	1,643.79
增长率(%)	6.08	(5.98)	(2.46)	1.94	2.73
EBITDA(百万元)	1,440.44	1,362.47	1,337.76	1,362.86	1,403.28
归属母公司净利润(百万元)	458.73	466.01	481.89	507.37	543.60
增长率(%)	4.81	1.59	3.41	5.29	7.14
EPS(元/股)	0.31	0.32	0.33	0.35	0.37
市盈率(P/E)	16.15	15.90	15.38	14.60	13.63
市净率(P/B)	1.50	1.38	1.34	1.29	1.24
市销率(P/S)	4.33	4.60	4.72	4.63	4.51
EV/EBITDA	8.87	9.29	8.91	8.23	7.47

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 聚焦主业，有望提分红.....	4
1.1. 并购重组，焕发新生	4
1.2. 聚焦主业，做大做强	5
1.3. 现金流良好，有望提分红	6
2. 收购优质路产加速发展.....	8
2.1. 主要公路车流量稳中有升	8
2.2. “现金奶牛”，久期较长	9
2.3. 并购增长，路径持续	10
3. 涨价与扩容，价升与量增	13
3.1. 公路涨价，有望率先受益	13
3.2. 新能源和智驾，从降本到扩容	14
4. 盈利有望持续增长	16
4.1. 2025-27 年盈利持续增长	16
4.2. 目标价 6.35 元	16
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：山西高速股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）	4
图 2：山西高速发展历史	5
图 3：2021-24 年，山西高速通行费收入整体呈现稳定	5
图 4：2021-24 年，山西高速通行费毛利润整体呈现稳定	5
图 5：山西高速业务收入逐渐聚焦于高速收费行业	6
图 6：山西高速业务毛利润逐渐聚焦于高速收费行业	6
图 7：2019 年以来，山西高速通行费收入占比达 100%	6
图 8：2019 年以来，山西高速通行费毛利润占比达 100%	6
图 9：2021 年以来，山西高速的营业收入较为稳定	6
图 10：2015 以来，山西高速的归母净利润趋势提升	6
图 11：2021 年以来，山西高速的归母权益呈增长趋势	7
图 12：2021 年以来，山西高速 ROE（摊薄）维稳在 9%左右	7
图 13：2021 年以来，山西高速的财务费用呈现下降趋势	7
图 14：2020 年以来，山西高速的资产负债率呈下降趋势	7
图 15：2024 年山西高速提分红幅度位于公路行业首位	7
图 16：2024 年分红比例为 63%，创历史新高	7
图 17：2021 年以来，山西高速净利润+折旧摊销远大于资本开支	8
图 18：2021 年以来，山西高速的经营现金流良好	8
图 19：2021-24 年，山西高速主要公路的车流量稳中有升	8
图 20：2021-24 年，山西高速主要公路通行费较为稳定	8
图 21：山西高速主要公路的单车收入较为稳定	9

图 22: 山西高速主要公路的单公里收入位于行业前列	9
图 23: 山西高速所辖路段剩余年限较长, 居行业前列	9
图 24: 山西省高速公路网布局规划图	10
图 25: 收购路产使山西高速的公路收费权账面价值大幅增加	11
图 26: 收购路产使山西高速的控股里程大幅增加	11
图 27: 收购路产对山西高速的净利润贡献增加	11
图 28: 榆合高速、平榆高速的盈利能力处于行业中上水平	11
图 29: 山西高速具备较大收购路产的空间	12
图 30: 山西高速未来资产证券化的潜力或较大	12
图 31: 山西交控集团控股的部分高速公路盈利能力较强	12
图 32: 山西交控集团控股的部分高速公路车流量较大	12
图 33: 山西省经营性高速建设投资资本支出呈增长趋势	12
图 34: 山西省经营性高速公路的收支缺口明显扩大	12
图 35: 四川省部分高速公路收费标准上调, 最高达 1.2 元/车公里	13
图 36: 湖北省部分高速公路收费标准上调, 突破 0.6 元/车公里	13
图 37: 存量公路涨价征求意见, 改扩建和新建公路收费标准上调	13
图 38: 新能源重卡的销量渗透率大幅上升	14
图 39: 新能源重卡使公路货运成本明显下降	14
图 40: 煤炭通过公路运输和铁路运输的差价在收窄	14
图 41: 2022 年以来, 铁路与公路货物周转量的比值下降	14
图 42: 天然气重卡的成本主要是过路费、燃料费、人工费	14
图 43: 电动网约车的成本主要是人工费、平台费、折旧费等	14
图 44: 车辆智能驾驶的渗透率有望快速上升	15
图 45: 2026 年无人驾驶网约车成本或将接近到有人驾驶网约车	15
图 46: 国有重点煤矿的煤炭铁路发运量集中在山西、陕西等	15
图 47: 中国主要煤炭运输铁路是大秦线、朔黄线、瓦日线等	15
图 48: 随着智能驾驶普及, 公路通行能力有望大幅上升	15
图 49: 汽车保有量中, 新能源汽车渗透率快速上升	15
表 1: 山西高速所辖路段的基本情况	9
表 2: 山西高速陆续收购了榆和高速、平榆高速和太佳黄河桥	10
表 3: 山西高速的核心财务指标预测	16
表 4: 山西高速的贴现率核心假设	16
表 5: 山西高速的股利与贴现值	17

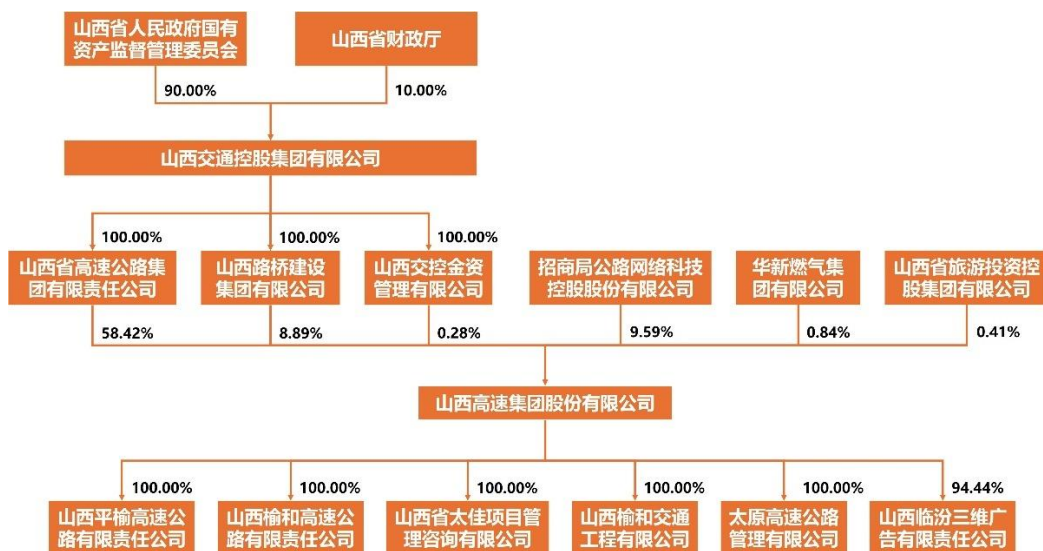
1. 聚焦主业，有望提分红

山西高速是山西省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司，山西交通控股集团有限公司是公司第一大股东，实控人为山西省国资委。山西高速的公路运营主业发展平稳。2018-2020年，主要公路资产是榆和高速，2020年受疫情影响通行费收入有所下降。2021年，通过发行股份购买资产购入山西平榆高速公路有限责任公司100%股权，新增平榆高速，通行费收入与毛利润实现跃升。“山西三维→山西路桥→山西高速”，陆续剥离贸易业务、有机化学产品制造业，回归高速公路主业。2019年以来，山西高速通行费收入与毛利润占比高达100%。公司现金流良好、未来资本开支较少，有望提高分红比例。

1.1. 并购重组，焕发新生

山西高速是山西省内从事高速公路运营管理服务的唯一一家上市公司。公司通过重组并购等方式获得经营性高速公路特许经营权，主要业务为高速公路管理与运营，通过为过往车辆提供通行服务，并按照行业监管部门制定的收费标准对过往车辆收取通行费来回收投资并获取收益，同时，对高速公路进行综合开发经营，并进行养护维修和安全维护。收费高速公路具有投资回收期长、收益相对稳定的特点，通行费是公司主要营业收入来源。

图 1：山西高速股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）

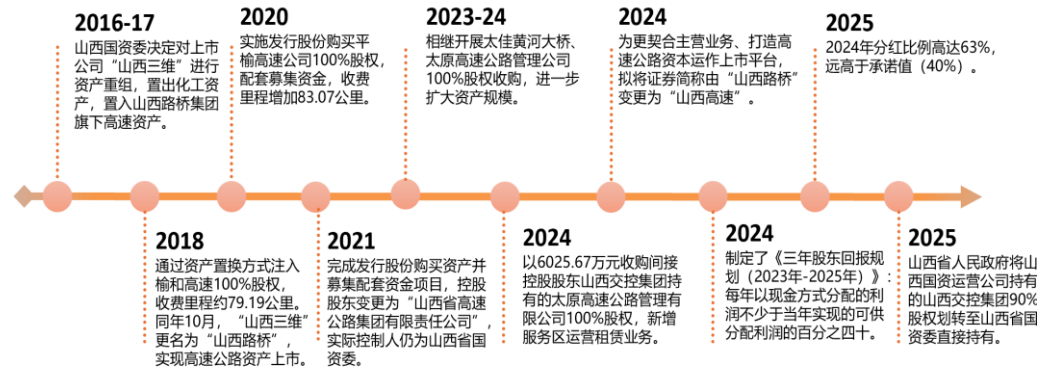


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：上图为部分股权结构展示

一波三折，涅槃重生。起步（2016-2018）：通过重组原有上市公司“山西三维”，实现高速公路资产上市，开辟了山西省高速公路资产证券化的先河。扩张（2020-2023）：通过发行股份购买资产、配套募集资金及现金收购，持续注入平榆高速、太佳黄河大桥、太原高速管理等优质资产，快速扩大收费里程与资产规模。升级（2024-至今）：在资产注入的同时，拓展服务区运营租赁、光伏发电等路域经济业务，推动“上市公司+”战略，实现从单纯高速公路运营向“高速公路运营+路域经济”的转型。

图 2：山西高速发展历史



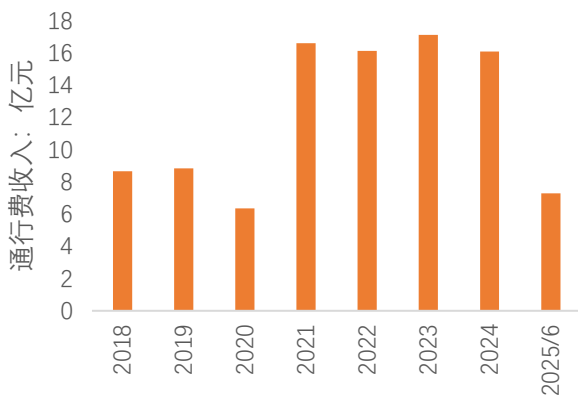
资料来源：黄河新闻网，山西国资委公众号，公司公告等，天风证券研究所

核心竞争力：资产业绩优良，现金流稳定，公司所辖平榆高速、榆和高速两条高速公路和太佳黄河桥是晋煤外运的主要通道，车流量大，属于山西省经营性高速公路中的优质资产。良好的运作平台和发展空间，公司作为山西省交通系统唯一上市公司，近年来经营业绩稳健、资产负债率合理、偿债能力较强。运营管理水平稳步提升，公司高标准建设“绿色能源示范路”，全线分布式光伏并网发电 10.01 兆瓦，所辖服务区充电桩全覆盖。优秀的运营机制和管理团队，所辖高速公路管理成本低、服务品质好、运营效率高，在省内同行业中居于领先地位。

1.2. 聚焦主业，做大做强

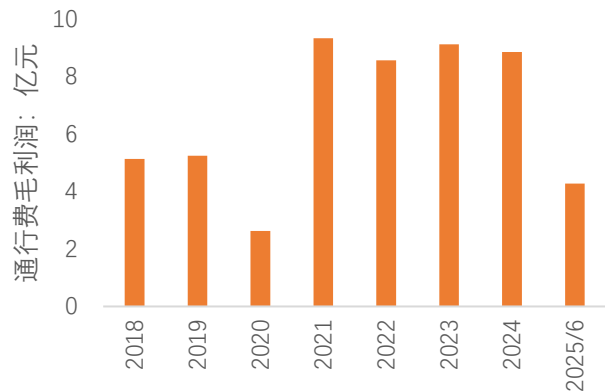
山西高速的公路运营主业发展平稳。2018-20 年，主要公路资产是榆和高速，2020 年受疫情影响通行费收入有所下降。2021 年，通过发行股份购买资产购入山西平榆高速公路有限责任公司 100% 股权，新增平榆高速，通行费收入与毛利润实现跃升。

图 3：2021-24 年，山西高速通行费收入整体呈现稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

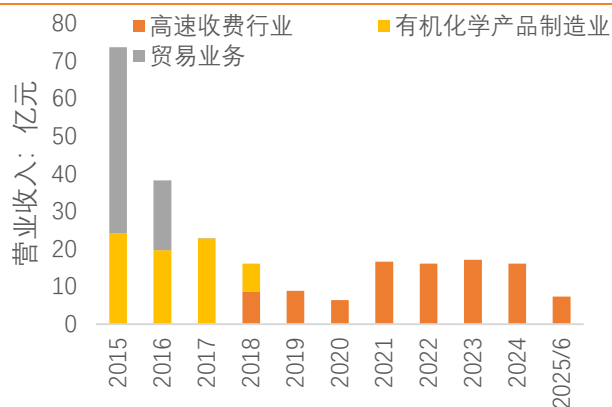
图 4：2021-24 年，山西高速通行费毛利润整体呈现稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

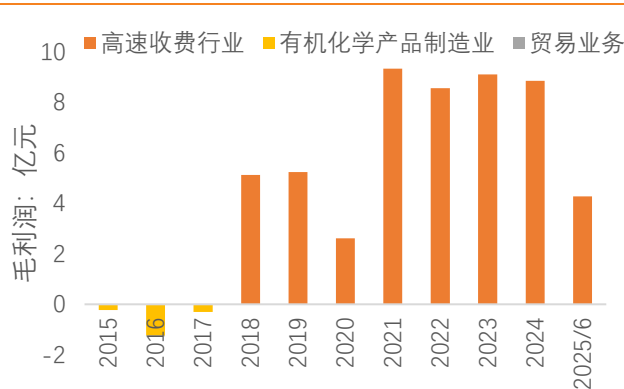
剥离拖累业务，聚焦公路主业。“山西三维→山西路桥→山西高速”，陆续剥离贸易业务、有机化学产品制造业，回归高速公路主业。2015-17 年，有机化学产品制造业务毛利润持续呈亏损态势，贸易业务盈亏平衡附近徘徊。

图 5：山西高速业务收入逐渐聚焦于高速收费行业



资料来源：Wind，天风证券研究所

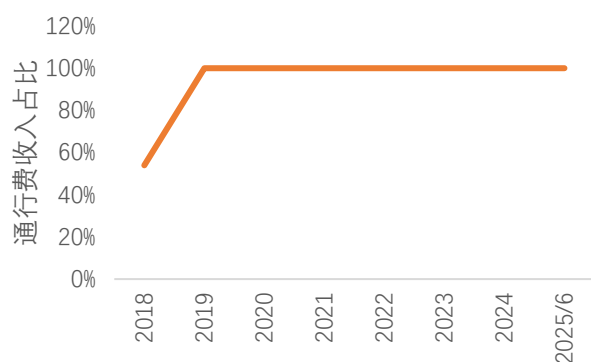
图 6：山西高速业务毛利润逐渐聚焦于高速收费行业



资料来源：Wind，天风证券研究所

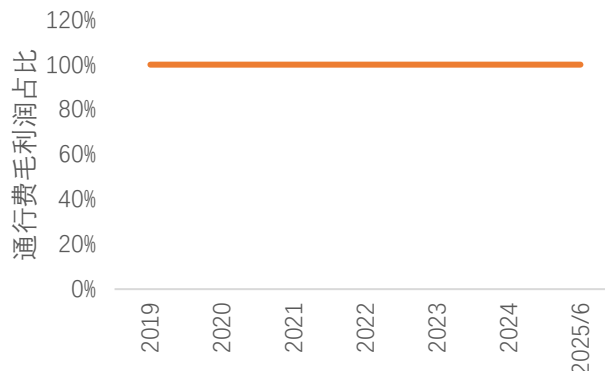
绝对聚焦，做大做强。2019 年以来，山西高速通行费收入与毛利润占比高达 100%。我们认为，公司通过置换、剥离等运作实现了公路主业绝对占比，有望为后续进一步做大做强公路主业打下坚实的基础。

图 7：2019 年以来，山西高速通行费收入占比达 100%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2019 年以来，山西高速通行费毛利润占比达 100%

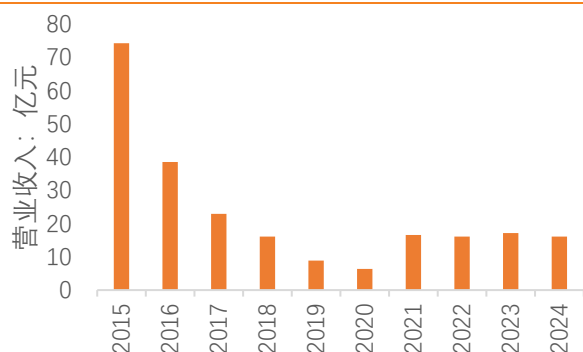


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 现金流良好，有望提分红

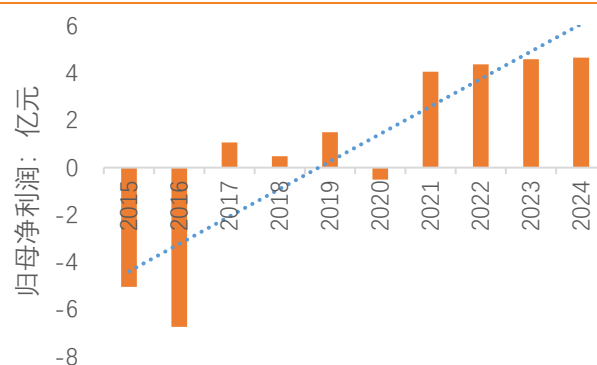
2021 年以来，山西高速的营业收入和归母净利润较为稳定。2015-19 年，公司通过剥离、置换等资本运作，实现业绩转正、步入正轨。2020-22 年，受特殊事件扰动，公司营业收入仍保持较强韧性，利润端有所波动，2023-24 年延续稳定。

图 9：2021 年以来，山西高速的营业收入较为稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

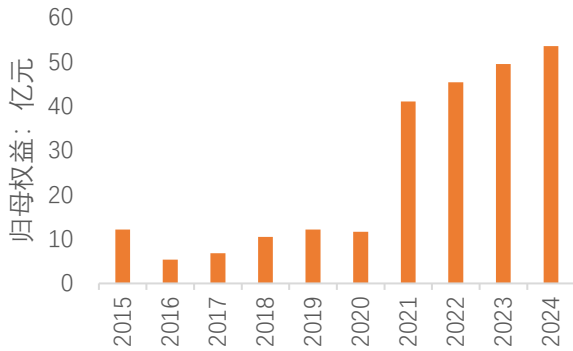
图 10：2015 以来，山西高速的归母净利润趋势提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

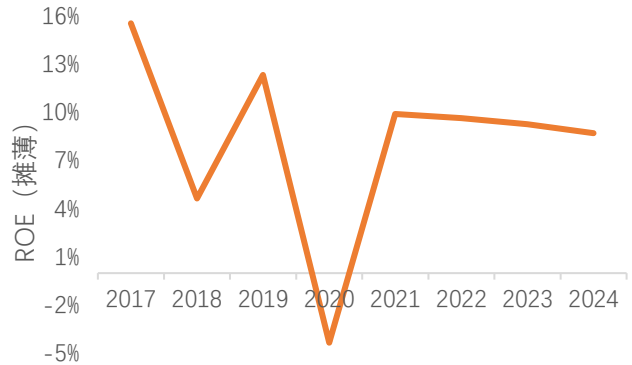
利润积累推动山西高速的综合实力上升。2021 年，公司归母净利润扭正后推动归母权益跃升，2022-24 年延续增长趋势。2021-24 年，归母权益 cagr 为 9.3%。2021 年以来，公司步入正轨，聚焦公路，ROE（摊薄）呈稳定趋势，中枢维持 9%左右，展现较强韧性。

图 11：2021 年以来，山西高速的归母权益呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

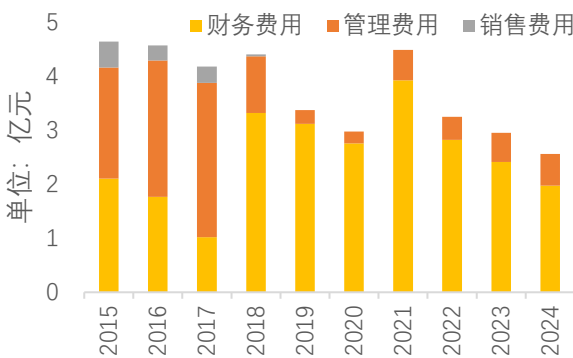
图 12：2021 年以来，山西高速 ROE（摊薄）维稳在 9%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

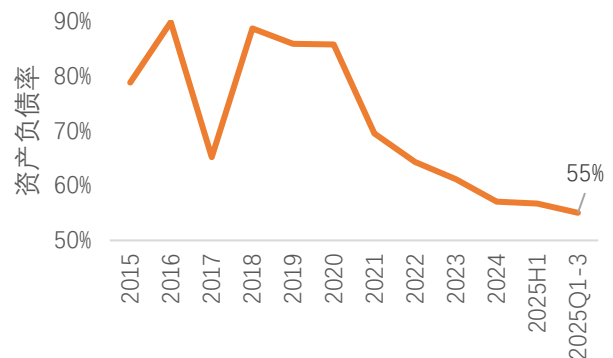
优化债务结构，低息置换高息，降低财务费用效果显著，综合融资成本有望进一步降低。2020 年以来，山西高速的资产负债率呈现下降趋势，截止 2025 年 9 月底，资产负债率已下降至 55%，仍处于下降通道。

图 13：2021 年以来，山西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

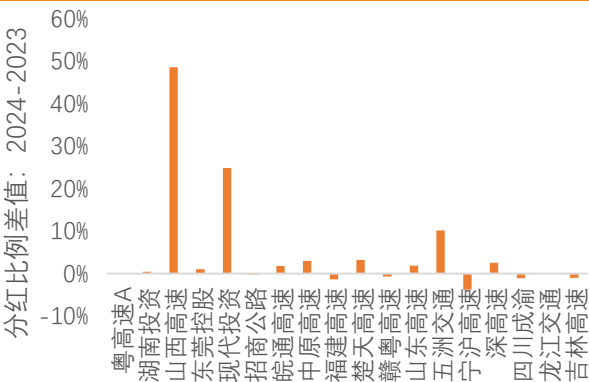
图 14：2020 年以来，山西高速的资产负债率呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

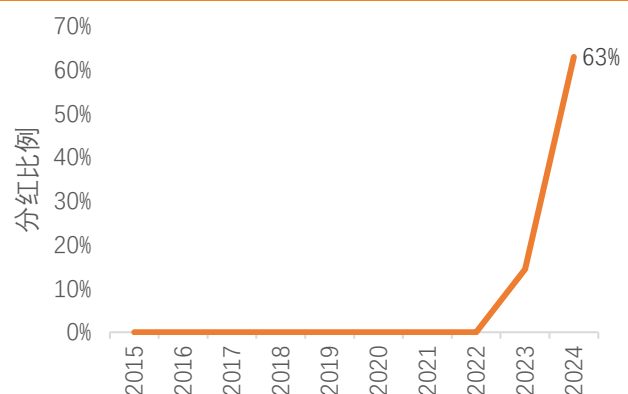
山西高速的分红比例有望提升。有意愿提分红，2024 年山西高速分红比例从 2023 年的 14%提高至 63%，创历史新高，提高幅度居行业首位，表明公司回馈股东意愿较强。有能力提分红，公司现金流良好，净利润+折旧摊销远大于资本开支，资产负债率持续下降。2024 年，公司承诺 2023-25 年分红比例不低于 40%，而 2024 年公司实际分红比例高达 63%，我们认为未来分红承诺有望提高。

图 15：2024 年山西高速提分红幅度位于公路行业首位



资料来源：Wind，天风证券研究所

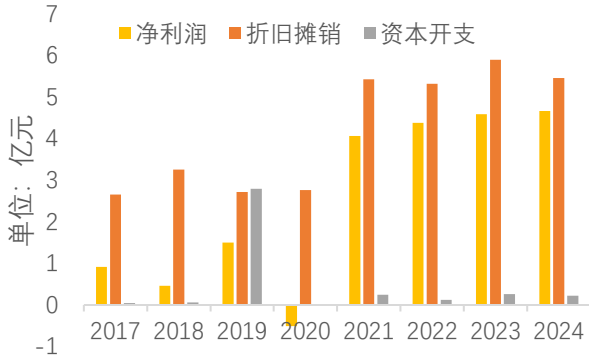
图 16：2024 年分红比例为 63%，创历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

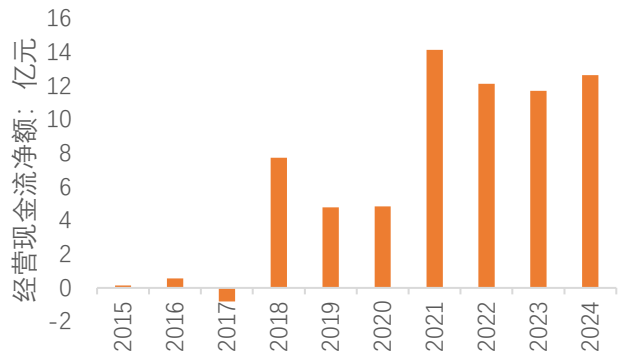
2020 年以来，山西高速的未分配利润转正后呈增长趋势，经营性现金流维持高位且较为稳定，如果分红比例继续提升，则股息率有望带动投资价值进一步显现。

图 17：2021 年以来，山西高速净利润+折旧摊销远大于资本开支



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2021 年以来，山西高速的经营性现金流良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 收购优质路产加速发展

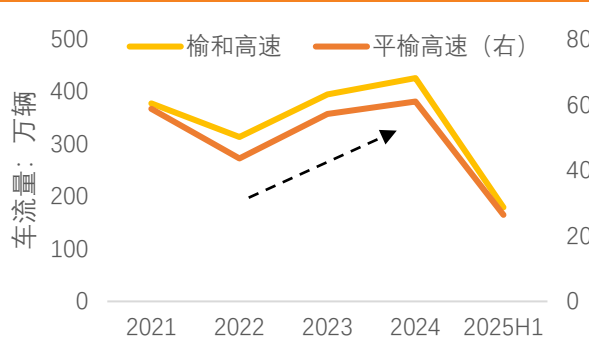
2021-24 年，山西高速主要公路的车流量稳中有升，通行费收入较为稳定。所辖路段剩余年限较长，居于行业前列。榆和高速、平榆高速剩余年限分别为 20 年、17 年左右，整体加权平均年限大概 18.4 年，远高于多数同行。山西高速通过重组并购等方式获得经营性高速公路特许经营权，路径有望持续。山西交控集团控股的部分高速公路盈利能力较强，具备注入的潜力。山西省经营性高速公路的收支缺口扩大，路产出售或将增加。

2.1. 主要公路车流量稳中有升

2021-24 年，山西高速主要公路的车流量稳中有升，通行费收入较为稳定，主要原因或与客货结构变化有关，货车单车收入一般高于客车，受经济影响较大。未来随着经济向好发展，我们认为公司车流量提高有望推动通行费收入趋于增长。

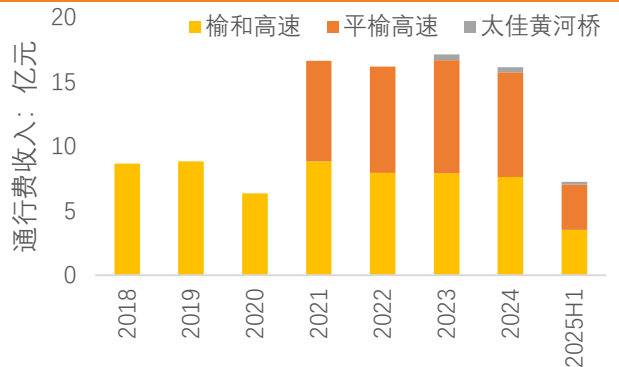
据环球网，山西高速所属高速公路货车流量居多，费收收入中货车与客车占比大致为 90：10，车流量和通行车辆结构会随着区域市场、环保与能源结构等因素影响和变化。更高的货车收入占比，或带来经济向上更大的收入弹性。

图 19：2021-24 年，山西高速主要公路的车流量稳中有升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

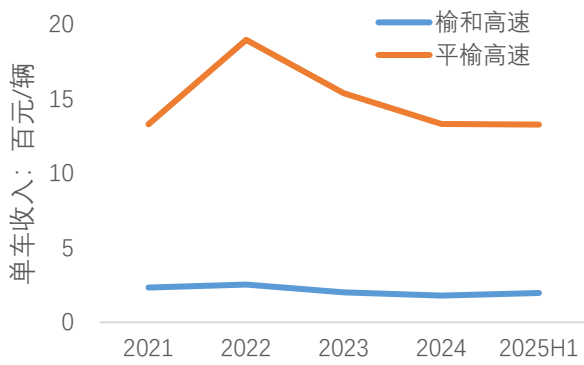
图 20：2021-24 年，山西高速主要公路通行费较为稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

山西高速主要公路的单车收入较为稳定。2025H1，平榆高速、榆和高速单车收入分别为 1327 元/辆、197 元/辆，基本趋于稳定，单车收入的差异可能与单车平均行驶里程、客货比结构等有关。从路段盈利能力来看，山西高速所辖的三段路产（2 段高速+1 段桥）单公里收入均位于行业前列，属于全国范围内的优质路产。

图 21：山西高速主要公路的单车收入较为稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：山西高速主要公路的单公里收入位于行业前列

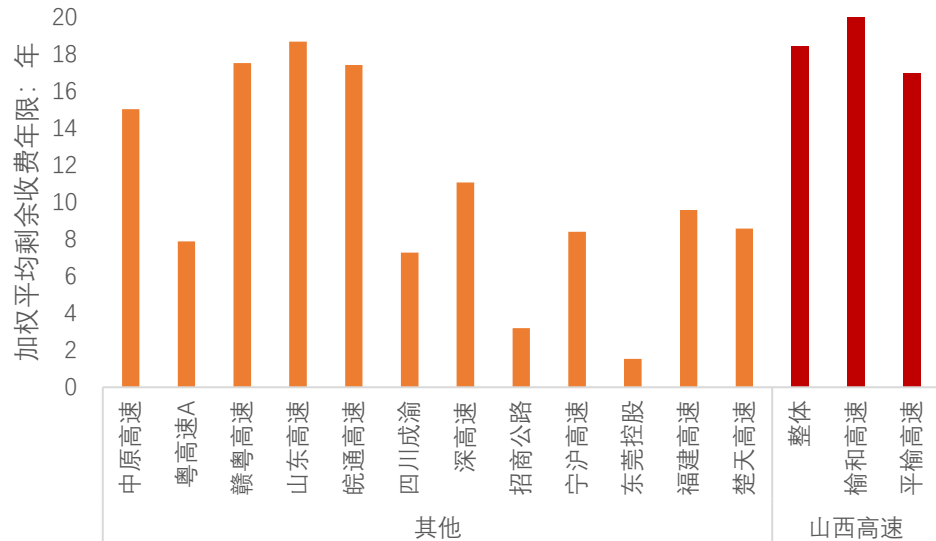


资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

2.2. “现金奶牛”，久期较长

山西高速所辖路段剩余年限较长，居于行业前列。榆和高速、平榆高速剩余年限分别为 20 年、17 年左右，整体加权平均年限大概 18.4 年，远高于多数同行。

图 23：山西高速所辖路段剩余年限较长，居行业前列



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

注：每家上市公路选取其前三大收入路产，权重是通行费收入

山西高速旗下运营的高速公路资产收费里程共计 163.94 公里，主要系下属全资子公司：山西榆和高速公路有限责任公司经营的榆和高速，收费里程为 79.188 公里，其中：山西省榆社至左权段高速公路收费里程 40.52 公里，山西省左权至和顺段高速公路收费里程为 38.67 公里。山西平榆高速公路有限责任公司经营的平榆高速，山西省平遥至榆社段收费里程为 83.07 公里。山西省太佳项目管理咨询有限公司经营的太佳黄河桥，收费里程为 1.68 公里。

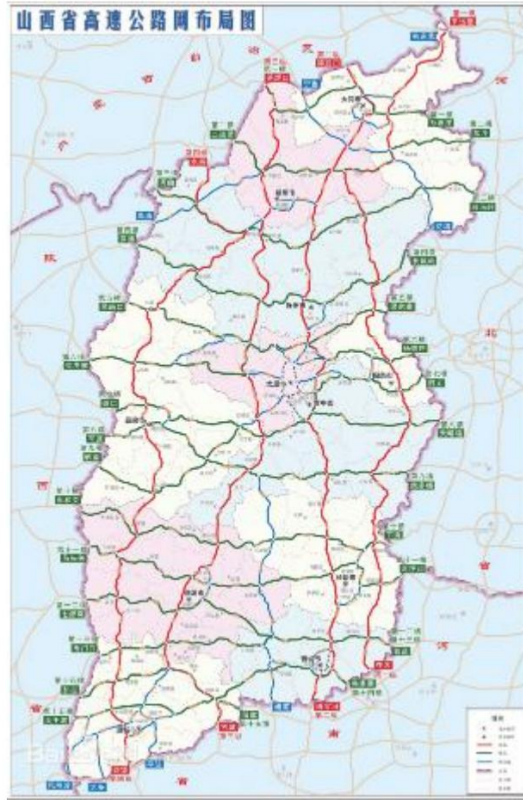
表 1：山西高速所辖路段的基本情况

公路名称	路段名称	高速类型	收费里程 公里	总投资 亿元	营运开始 时间	营运截止 时间	2024 年通行 费 (亿元)	2024 年车流 量 (万台)
榆和高速	榆和东段	国道	38.67	30.8	2015 年 12 月	2045 年 12 月	7.62	425.41
	榆和西段		40.52	58.6	2012 年 7 月	2037 年 7 月		
平榆高速	-	国道	83.07	64.1	2012 年 12 月	2042 年 12 月	8.11	60.92
太佳黄河桥	-	省道	1.68	4.9	2014 年 4 月	2037 年 4 月	0.39	-

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

山西省高速公路网最早规划为“人字骨架、九横九环”，2009年调整为“三纵十一横十一环”，2013年调整为“三纵十二横十二环”。现行规划为2021年4月25日发布的“四纵十五横三十三联”，规划总里程8418公里，其中国家高速公路4522公里，省级高速公路3896公里。

图 24：山西省高速公路网布局规划图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 并购增长，路径持续

山西高速通过重组并购等方式获得经营性高速公路特许经营权。平榆高速西起汾平高速，东接和榆高速，沿途经过平遥、介休、祁县、武乡、榆社等五个县市，和榆高速与平榆高速终点相接，沿线经过榆社、左权、和顺三个县，两条高速公路是山西省汾阳至河北邢台高速公路重要组成部分。太佳黄河桥东接太佳高速，西接陕西榆佳高速，是山西省“三纵十二横十二环”高速公路规划网的重要组成部分，是连接晋陕两省的重要桥梁。

山西高速于2023年10月受让了全资孙公司山西榆和交通工程有限公司100%股权，进一步整合业务资源，推进路域经济发展。2024年实施了收购间接控股股东山西交控集团持有的太原高速公路管理有限公司100%股权，进一步完善公司业务布局，持续提升企业竞争力。

表 2：山西高速陆续收购了榆和高速、平榆高速和太佳黄河桥

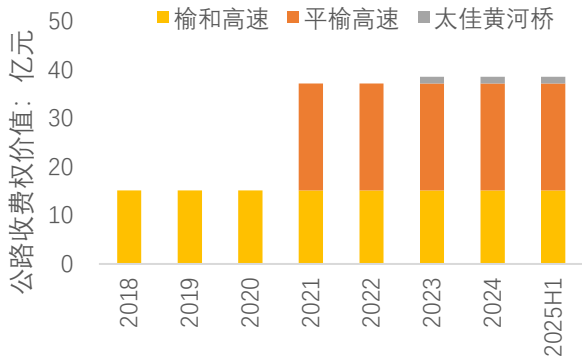
公路名称	收购时间	收购事件	收费里程 公里	收购金额 亿元	营运截止 时间	2024 净利润 (亿元)
榆和高速	2018 年	与路桥集团持有的榆和高速 100%控股股权资产置换	79.19	-	2045 年 12 月	1.72
平榆高速	2020 年	定增收购平榆公司 100%股权	83.07	29.2	2042 年 12 月	2.92
太佳黄河桥	2023 年	现金收购山西太佳 100%股权	1.68	1.79	2037 年 4 月	0.08

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

通过收购，山西高速的公路收费权账面价值大幅增长。2020 年开始收购路产，山西高速的公路收费权账面价值快速大幅，2025 年上半年收购路产的公路收费权账面价值占比已经超过一半。

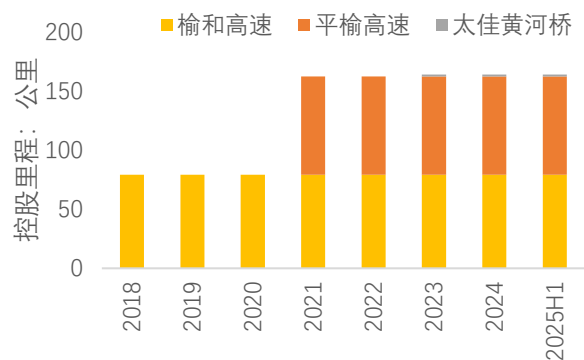
通过收购，山西高速的收费公路里程大幅增长。2020 年以来收购路产，山西高速控股的收费公路里程从2019年的79.19公里,预计2025年底到163.94公里,累计增长107%，同时带来车流量的明显增加。

图 25：收购路产使山西高速的公路收费权账面价值大幅增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

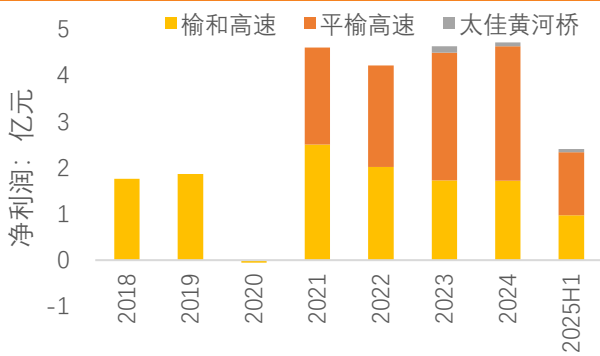
图 26：收购路产使山西高速的控股里程大幅增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

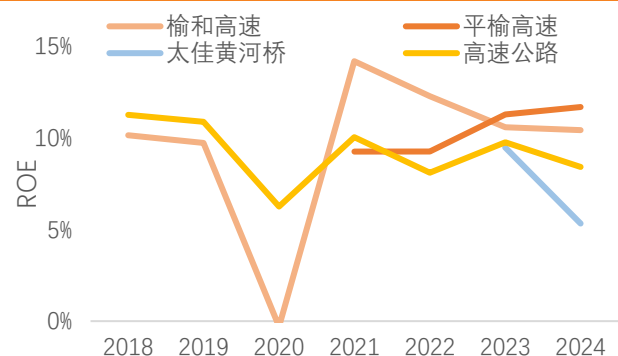
收购路产对山西高速的净利润贡献增加，标的盈利能力显著高于行业平均水平。2018 年，通过置换获得榆和高速，2020 年定增收购平榆高速，2023 年收购太佳黄河桥，净利润显著增加。2021 年以来，榆和高速、平榆高速的 ROE 显著高于公路行业平均水平，盈利能力较强，说明收购路产较为优质。

图 27：收购路产对山西高速的净利润贡献增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：榆和高速、平榆高速的盈利能力处于行业中上水平

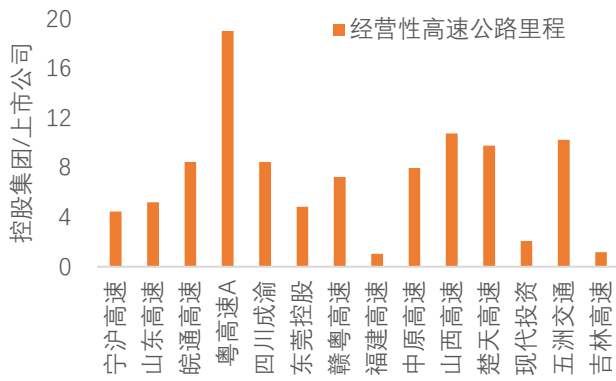


资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

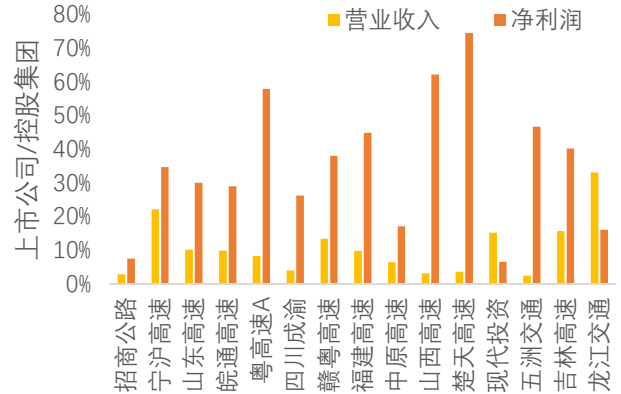
山西高速是山西省交通集团控股的高速公路上市公司。山西高速的收费公路均为经营性高速公路，通过投资建设及收购等方式获得特许经营权。从经营性高速公路里程数来看，山西高速属于“小公司、大集团”模式，山西高速的控股股东山西交通控股集团拥有大量非上市路产，注入空间较大。从利润来看，发现山西交通控股集团的部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产证券化的潜力或较大。

图 29：山西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

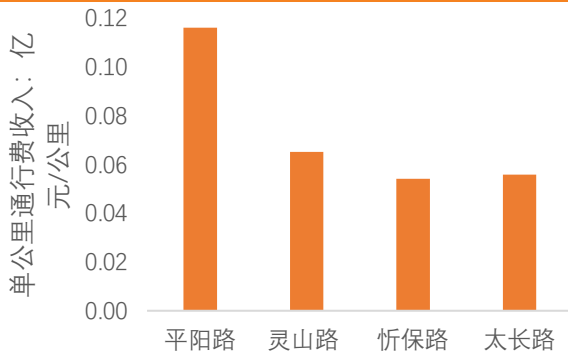
图 30：山西高速未来资产证券化的潜力或较大



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

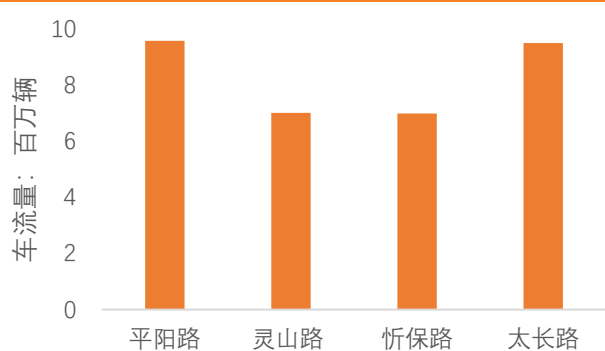
山西交控集团控股的部分高速公路盈利能力较强，具备注入的潜力。2018 年，山西交控曾公开承诺，优先把如平阳高速、灵山高速、平榆高速资产优先注入上市公司，平榆高速已于 2020 年完成注入。其中，平阳高速、灵山高速为政府还贷高速公路，平榆高速为经营性高速公路。截至 2025 年 6 月末，集团旗下控股已通车高速公路共计 82 条，收费里程合计 5726.3 公里，占山西省高速公路通车里程的 88.42%。其中政府还贷性公路共计 62 条，收费里程合计 4474.72 公里。经营性公路共计 20 条，收费里程合计 1251.58 公里。我们认为，“还贷→经营”或为路产注入提供先决条件与空间。

图 31：山西交控集团控股的部分高速公路盈利能力较强



资料来源：公司公告，天风证券研究所

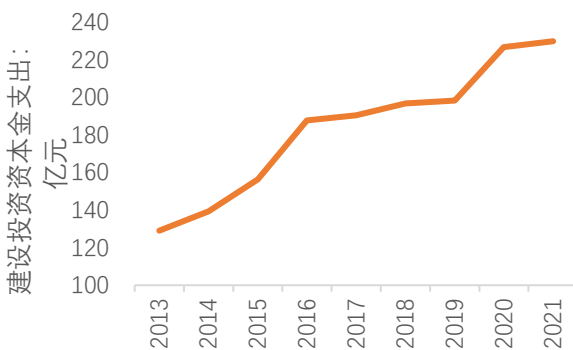
图 32：山西交控集团控股的部分高速公路车流量较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

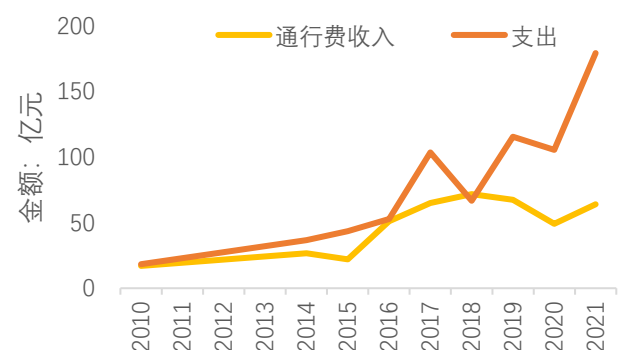
山西省经营性高速公路的收支缺口扩大，路产出售或将增加。2010 年以来，山西省经营性高速公路的支出一直高于通行费收入，收支缺口明显扩大；建设投资资本金支出呈快速上升趋势。如果未来需要可持续发展，那么路产出售或将增加。

图 33：山西省经营性高速建设投资资本金支出呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：山西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

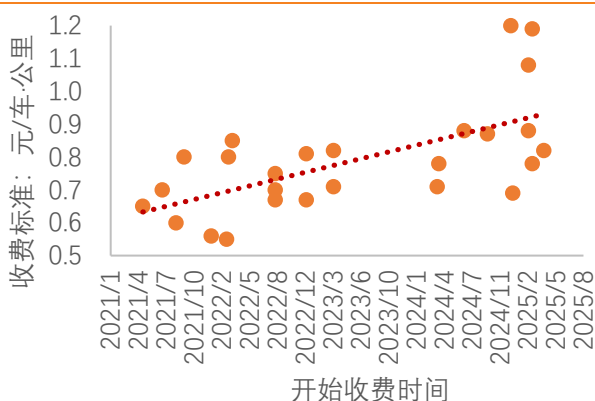
3. 涨价与扩容，价升与量增

存量公路涨价征求意见，改扩建和新建公路收费标准上调，公路有望开始涨价。宁夏、甘肃分别在 2025 年 4 月和 9 月召开存量公路涨价听证会，山西在 2025 年 8 月对全省存量公路涨价征求意见（公示期已结束）。如果涨价顺利，山西高速股息率有望大幅提高，投资价值凸显。新能源和智能驾驶渗透率提升，公路货运成本或将趋于下降。随着公路和铁路运输煤炭的差价收窄，公路或将分流铁路煤炭运量，山西高速有望受益。2022 年以来，铁路比公路的货运周转量呈下降趋势。随着智能驾驶普及，公路通行能力有望大幅上升。

3.1. 公路涨价，有望率先受益

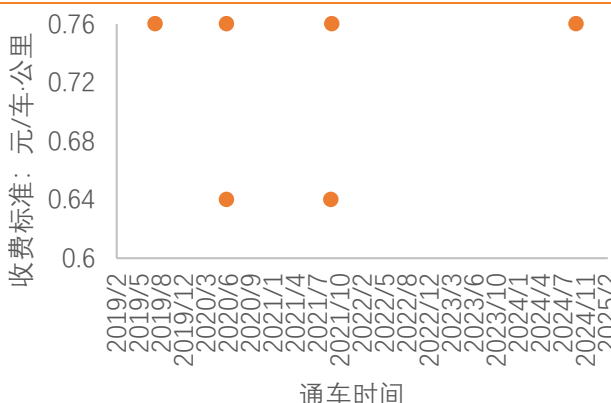
改扩建和新建公路收费标准上调。中西部省份高速公路收费标准出现上调，部分已经突破 0.6 元/车·公里，最高达 1.2 元/车·公里。2021 年以来，四川省一类客车收费标准趋于提高，多条高速已经突破 0.6 元，湖北省亦是如此。

图 35：四川省部分高速公路收费标准上调，最高达 1.2 元/车公里



资料来源：四川省交通运输厅，天风证券研究所

图 36：湖北省部分高速公路收费标准上调，突破 0.6 元/车公里



资料来源：湖北省人民政府网，天风证券研究所

存量公路涨价征求意见，改扩建和新建公路收费标准上调，公路有望开始涨价。宁夏、甘肃分别在 2025 年 4 月和 9 月召开存量公路涨价听证会，山西在 2025 年 8 月对全省存量公路涨价进行征求意见，目前公示期已结束。

图 37：存量公路涨价征求意见，改扩建和新建公路收费标准上调

省份	涨价方式	具体内容	涨价幅度	案例效果
山东省	改扩建/新建	自2020年1月4日。规定2018年后新建和改扩建的高速公路，比2018年以前开通的高速公路，收费标准有一定上浮。	25%	济青高速、济菏高速等
广东省	改扩建	自2012年6月1日零时起，收费费率按四车道0.45元/车公里、六车道以上0.60元/车公里执行。	33%	深汕西高速、沈海高速广东段等
山西省	成本法评估	2025年8月，经核定当前车辆通行费定价成本已达0.52元/车公里，高速公路经营企业提出提高小客车收费标准，由0.36元/车公里调整到全国平均收费标准0.49元/车公里。	36%	山西省高速公路（征求意见公示期已结束）
四川省	合理回报率	基本收费标准按投资8000万元/公里计算，一类车为0.50元/车公里，投资超过8000万元/公里的，以1000万元为递进区间，对一类车收费标准调增0.05元/车公里，初次批准上限为1.20元/车公里。	≤140%	四川省高速公路（苍巴高速、绵苍高速、古金高速等）
甘肃省	成本法评估	2025年9月，甘肃省已通车运营政府收费公路定价历史总成本216亿元，标准车型定价单位历史成本0.87元/车公里，计划将客车收费标准一次性调整到位，货车收费标准分四步调整到位（每次25%）。	20%/43%/71%	京新高速白疙瘩至明水段等2009年以来通车运营的38条高速公路
河北省	成本法评估	石黄高速石沧段新建辛集东互通、沧州主城区互通，为平衡此项目成本，一类客车收费标准由0.3元提高至0.34元。	13%	石黄高速（石家庄至沧州段）
宁夏回族自治区	成本法评估	2025年4月，核定加权平均单位定价成本为0.45元/车公里。现行标准下，一类客车收费标准为0.3元/车公里，远低于成本，已制定三种调整方案。	50%/110%	宁夏32个收费公路项目
重庆市	区域平衡法/成本法评估	中心城区和渝西地区一类客车综合费率不超过0.75元/车公里；渝东北地区不超过0.85元/车公里；渝东南地区不超过0.85元/车公里；扩能项目原则上不超过0.70元/车公里，个别造价极高的项目不超过0.75元/车公里。若需实现项目盈亏平衡，新建高速公路一类客车车辆通行费率应在0.66—1.89元/车公里。	15%/31%/191%	重庆市新建高速公路（价格听证会已结束）

资料来源：甘肃省发改委，四川省交通运输厅，河北省发改委，重庆市发改委，南方日报等，天风证券研究所

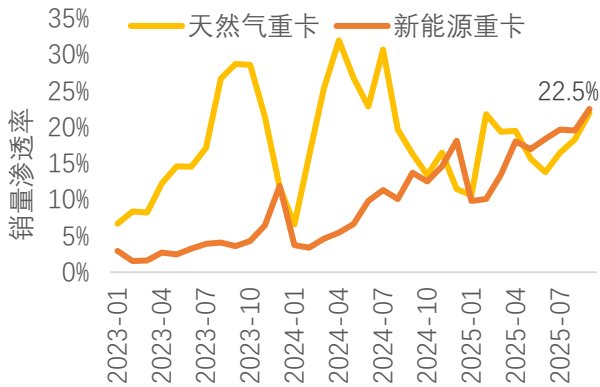
注：涨价幅度是指一类客车，车辆通行费车型分类标准按照交通运输行业标准 JT/T489-2019 实施。

存量公路涨价，或是行业最大预期差，山西高速有望率先受益。目前，从存量公路涨价进展来看，宁夏、甘肃、山西推进较快，如果顺利推进，这三个省份的公路运营主体最先受益，山西高速是其中唯一一家上市公司，值得期待。从盈利弹性来看，若收费标准上调 36%，公路主业收入、毛利率、净利率会大幅提高，业绩弹性或较大，如果参考 2024 年 63% 的分红比例，股息率大幅增加，投资价值跃升。

3.2. 新能源和智驾，从降本到扩容

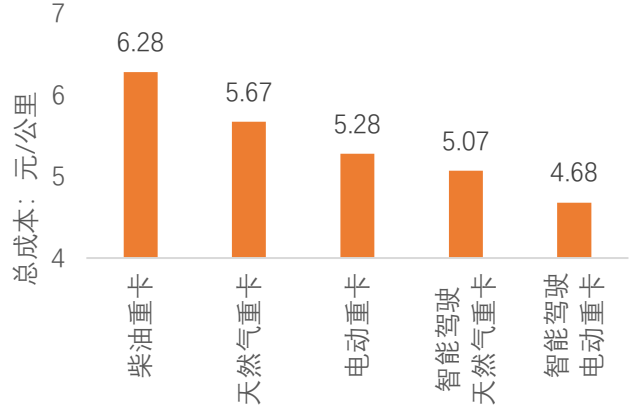
电动重卡销量倍增，货运成本更低。2025 年 1-9 月，新能源重卡销量同比增长 198%，销量渗透率 22.5%。相比柴油重卡，新能源重卡的运输成本低 16%，或将导致公路货运价格下降，并分流铁路货运量，利好公路。

图 38：新能源重卡的销量渗透率大幅上升



资料来源：Wind 等，天风证券研究所

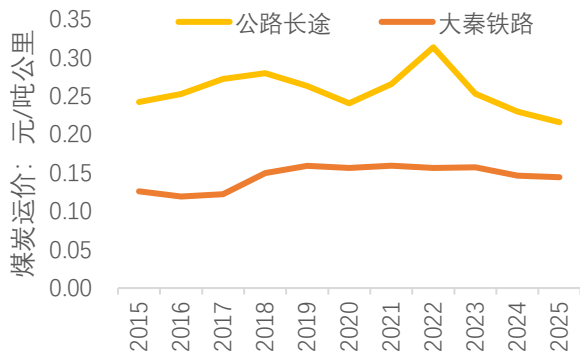
图 39：新能源重卡使公路货运成本明显下降



资料来源：Wind 等，天风证券研究所

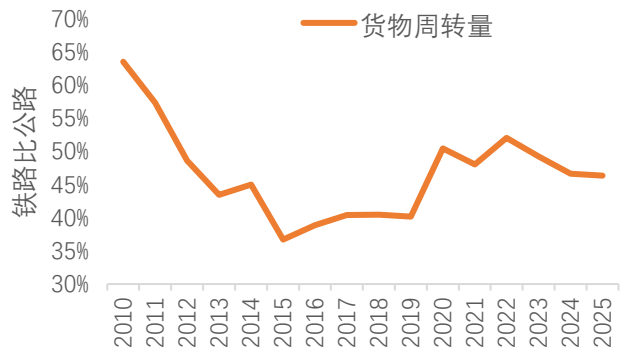
天然气重卡分流铁路货物。随着公路和铁路运输煤炭的差价收窄，公路或将分流铁路煤炭运量。2022 年以来，铁路比公路的货运周转量呈下降趋势。

图 40：煤炭通过公路运输和铁路运输的差价在收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

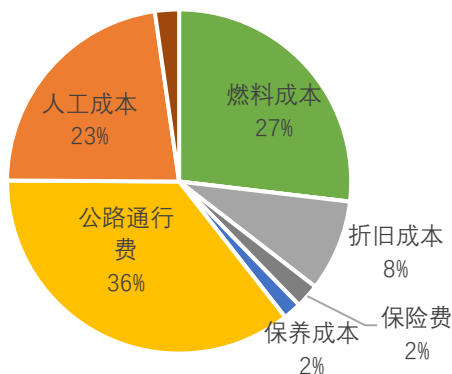
图 41：2022 年以来，铁路与公路货物周转量的比值下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

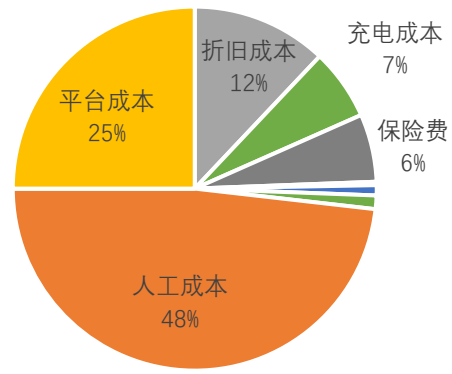
智能驾驶有望使成本下降。一方面，有望减少司机人数，无人驾驶有望取代司机，工人成本有望下降，重卡最高降幅 20% 左右，电动网约车最高降幅 50% 左右。另一方面，还能降低能耗、减少事故，实现降本增效。

图 42：天然气重卡的成本主要是过路费、燃料费、人工费



资料来源：Wind，中国青年网，第一商用车网等，天风证券研究所

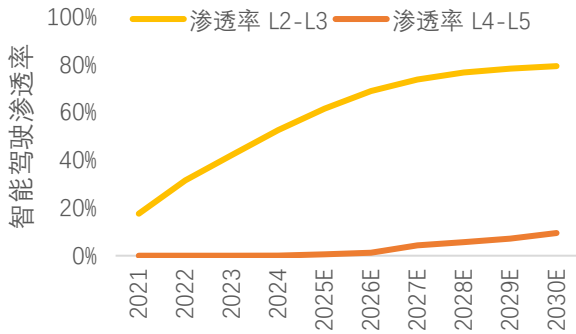
图 43：电动网约车的成本主要是人工费、平台费、折旧费等



资料来源：Wind，中国青年网，第一商用车网等，天风证券研究所

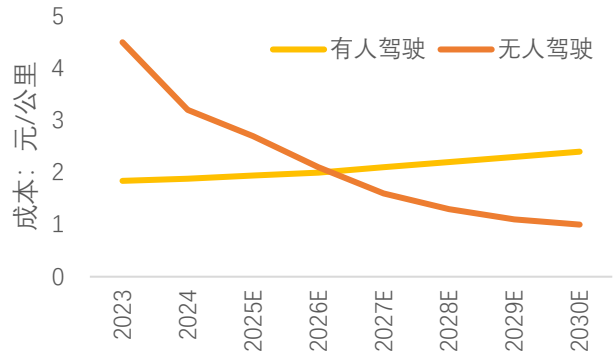
智能驾驶渗透率快速提升。L2-L3 级智能驾驶的渗透率正在快速上升，未来 L4-L5 级渗透率或将上升。如祺出行预计，Robotaxi 将于 2026 年实现商业化，单公里成本与有人驾驶网约车接近，之后将低于有人驾驶网约车。

图 44：车辆智能驾驶的渗透率有望快速上升



资料来源：如祺出行公司公告，天风证券研究所

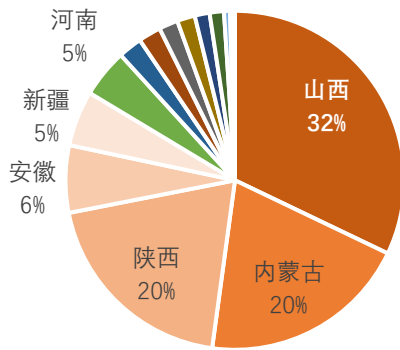
图 45：2026 年无人驾驶网约车成本或将接近到有人驾驶网约车



资料来源：如祺出行公司公告，天风证券研究所

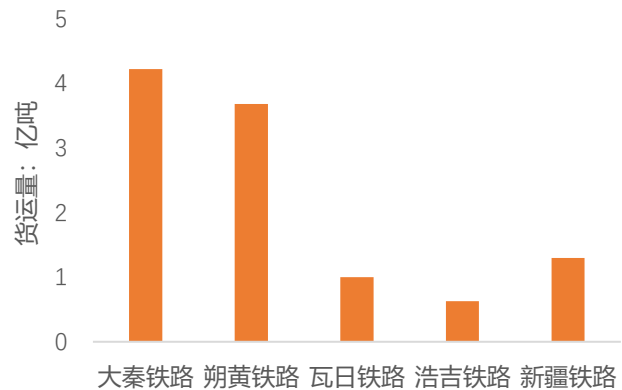
高速公路车流量有望增加。公路运量份额有望上升，客车和货车流量有望增加。铁路运输货物主要是煤炭，线路主要是大秦、朔黄、瓦日线等，经过山西、河北、山东等省份。如果公路分流铁路的煤炭运输，那么山西高速或将受益。

图 46：国有重点煤矿的煤炭铁路发运量集中在山西、陕西等



资料来源：Wind，天风证券研究所

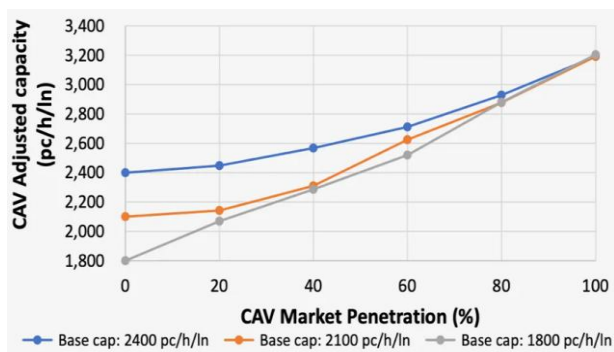
图 47：中国主要煤炭运输铁路是大秦线、朔黄线、瓦日线等



资料来源：中国煤炭工业协会，天风证券研究所

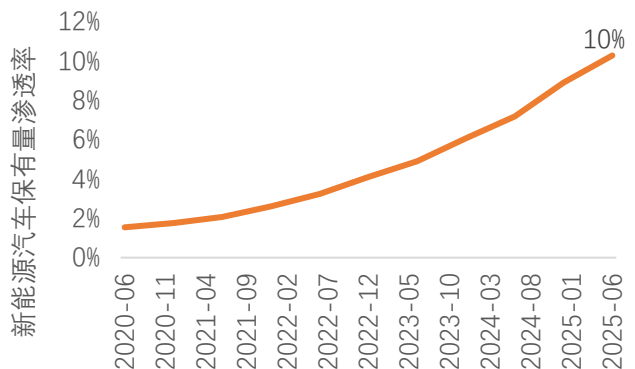
公路车流量、充电量增加，山西高速有望受益。随着智能驾驶普及，公路通行能力有望大幅上升，改扩建需求减少。新能源汽车的保有量渗透率上升，充电需求增加，2025 年国庆假期高速公路日均充电量同比增长 45.7%。

图 48：随着智能驾驶普及，公路通行能力有望大幅上升



资料来源：北京交通发展研究院公众号，天风证券研究所

图 49：汽车保有量中，新能源汽车渗透率快速上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利有望持续增长

2025-2027 年盈利有望持续增长。经济复苏，现有路产车流量有望企稳回升；外延增长，收购优质路产加速发展，带动高速公路主业利润增长。根据 DDM 估值法，给予山西高速的目标价为 6.35 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 2025-27 年盈利持续增长

假设 2025-27 年榆和高速通行费收入增速分别为-1.8%、2%和 3%。2025 年内需稍不及预期，通行费收入或将小幅下降、降幅延续收窄，我们认为 2026 年内需有望改善、2027 年维持常态水平。

假设 2025-27 年平榆高速通行费收入增速分别为-5%、2%和 2%。2025 年通行费收入或将延续下滑，可能与内需弱复苏、煤炭需求不及预期等有关，我们认为 2026 年内需有望改善、2027 年维持常态水平。

假设 2025-27 年毛利率分别为 55.5%、56%和 57%。2022-24 年，公司毛利率呈现提升态势，同时参考 2025H1 和 Q1-3 毛利率分别为 58.5%和 58.2%，考虑到 Q4 毛利率一般较低，假设 2025-27 年毛利率分别为 55.5%、56%和 57%。

表 3：山西高速的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	16.14	17.12	16.09	15.69	16.00	16.44
yoy	-2.9%	6.1%	-6.0%	-2.5%	1.9%	2.7%
通行费收入：亿元	16.14	17.12	16.09	15.69	16.00	16.44
占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利润：亿元	8.56	9.11	8.85	8.71	8.96	9.37
毛利率	53.0%	53.2%	55.0%	55.5%	56.0%	57.0%
归母净利润：亿元	4.38	4.59	4.66	4.82	5.07	5.44
yoy	7.8%	4.8%	1.6%	3.4%	5.3%	7.1%
ROE	9.6%	9.3%	8.7%	8.7%	8.8%	9.1%
股息率			4.0%	3.9%	4.1%	4.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 6.35 元

根据 DDM 估值法，山西高速的每股价值为 6.35 元，首次覆盖，给予“买入”评级。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 4：山西高速的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	2.0%	2024 年以来十年期国债收益率平均 1.98%
风险溢价	5%	股票投资者预期回报率在 6%-8%
贝塔	0.8	山西高速相对沪深 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	2.5%	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，山西高速的股利及贴现值如表 5。

表 5：山西高速的股利与贴现值

指标	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	终值
股利：亿元	2.89	3.04	3.26	3.43	3.50	3.57	3.64	3.71	3.79	3.86	3.94	4.02	117.69
贴现：亿元	2.90	2.88	2.91	2.89	2.78	2.67	2.57	2.47	2.38	2.29	2.20	2.12	62.14
权益价值：亿元													93.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

宏观经济风险。公司主营业务是高速公路运营和管理，通行费收入是公司当前主要收入来源。宏观经济环境的变化将直接影响高速公路通行服务收入。我国经济稳中向好的基本趋势没有改变，但仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等复杂局面，宏观及区域经济、煤炭等相关行业及政策的调整、变化，将直接或间接地影响公司通行费收入，面临一定的经营风险。

政策变动风险。《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。

竞争风险。随着经济活动的发展，高铁、民航等多种交通运输方式快速发展。同时，为打造省内现代化高质量综合立体交通网，政府及交通主管部门可能通过新建高速公路和城市快速通道等措施打造日益完善和便捷的公路路网，客观上将对原有路段高速公路的车流量产生一定影响。

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	838.07	1,101.22	1,669.73	2,377.87	3,116.53
应收票据及应收账款	92.55	55.11	88.92	57.91	92.93
预付账款	2.70	2.05	2.53	2.09	2.55
存货	1.57	1.57	1.46	1.60	1.47
其他	3.81	21.11	20.65	21.16	20.72
流动资产合计	938.70	1,181.07	1,783.29	2,460.63	3,234.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	62.29	94.85	110.21	121.21	129.36
在建工程	29.78	13.49	7.74	4.87	3.44
无形资产	11,660.19	11,131.59	10,614.47	10,097.35	9,580.23
其他	53.23	47.71	49.75	48.46	43.84
非流动资产合计	11,805.50	11,287.63	10,782.18	10,271.90	9,756.86
资产总计	12,744.20	12,468.70	12,565.46	12,732.53	12,991.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	295.30	325.85	272.89	330.63	275.26
其他	821.60	620.23	719.47	625.84	722.30
流动负债合计	1,116.90	946.08	992.35	956.47	997.56
长期借款	6,617.77	6,142.27	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.85	28.68	28.68	28.68	28.68
非流动负债合计	6,675.62	6,170.95	6,028.68	6,028.68	6,028.68
负债合计	7,792.52	7,117.03	7,021.04	6,985.15	7,026.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,467.31	1,467.31	1,467.31	1,467.31	1,467.31
资本公积	2,744.28	2,744.28	2,744.28	2,744.28	2,744.28
留存收益	740.09	1,140.07	1,332.83	1,535.78	1,753.22
其他	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
股东权益合计	4,951.68	5,351.67	5,544.43	5,747.38	5,964.82
负债和股东权益总计	12,744.20	12,468.70	12,565.46	12,732.53	12,991.06

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	458.73	466.01	481.89	507.37	543.60
折旧摊销	587.70	544.75	534.50	535.99	537.41
财务费用	256.25	209.71	164.19	153.79	144.42
投资损失	(0.38)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(205.83)	27.04	10.52	(3.79)	10.80
其它	74.10	15.28	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	1,170.56	1,262.79	1,191.10	1,193.36	1,236.24
资本支出	420.99	59.25	27.00	27.00	27.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(446.98)	(81.28)	(54.00)	(54.00)	(54.00)
投资活动现金流	(25.99)	(22.02)	(27.00)	(27.00)	(27.00)
债权融资	(254.78)	(742.82)	(306.46)	(153.79)	(144.42)
股权融资	(115.06)	(293.45)	(289.14)	(304.42)	(326.16)
其他	(576.74)	62.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(946.59)	(974.25)	(595.60)	(458.21)	(470.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	197.98	266.51	568.51	708.15	738.66

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,711.65	1,609.21	1,569.65	1,600.15	1,643.79
营业成本	800.21	724.64	698.49	704.07	706.83
营业税金及附加	5.62	6.04	5.89	6.00	6.17
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.44	58.50	57.06	58.17	59.76
研发费用	2.46	5.06	4.94	5.04	5.17
财务费用	241.06	197.18	164.19	153.79	144.42
资产/信用减值损失	(0.36)	0.02	0.02	0.02	0.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.90	0.98	0.90	0.90	0.90
营业利润	609.76	618.79	640.00	674.01	722.37
营业外收入	0.91	3.32	3.32	3.32	3.32
营业外支出	0.08	0.04	0.04	0.04	0.04
利润总额	610.59	622.07	643.28	677.29	725.65
所得税	151.86	156.06	161.38	169.92	182.05
净利润	458.73	466.01	481.89	507.37	543.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	458.73	466.01	481.89	507.37	543.60
每股收益(元)	0.31	0.32	0.33	0.35	0.37

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.08%	-5.98%	-2.46%	1.94%	2.73%
营业利润	15.69%	1.48%	3.43%	5.31%	7.17%
归属于母公司净利润	4.81%	1.59%	3.41%	5.29%	7.14%
获利能力					
毛利率	53.25%	54.97%	55.50%	56.00%	57.00%
净利率	26.80%	28.96%	30.70%	31.71%	33.07%
ROE	9.26%	8.71%	8.69%	8.83%	9.11%
ROIC	5.88%	5.56%	5.69%	6.16%	6.80%
偿债能力					
资产负债率	61.15%	57.08%	55.88%	54.86%	54.09%
净负债率	123.19%	98.87%	82.61%	67.37%	52.53%
流动比率	0.84	1.25	1.80	2.57	3.24
速动比率	0.84	1.25	1.80	2.57	3.24
营运能力					
应收账款周转率	16.99	21.80	21.80	21.80	21.80
存货周转率	1,550.22	1,023.16	1,035.36	1,047.12	1,071.47
总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.32	0.33	0.35	0.37
每股经营现金流	0.80	0.86	0.81	0.81	0.84
每股净资产	3.37	3.65	3.78	3.92	4.07
估值比率					
市盈率	16.15	15.90	15.38	14.60	13.63
市净率	1.50	1.38	1.34	1.29	1.24
EV/EBITDA	8.87	9.29	8.91	8.23	7.47
EV/EBIT	14.99	15.43	14.85	13.57	12.11

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com