

# 高速公路行业：高分红率背后的投资逻辑

2019年07月29日

看好 / 首次

交通运输 | 深度报告

分析师	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
-----	-----	----------------	--------------------------	-----------------------

## 投资摘要：

### 高速公路行业中，高分红率与个股超额收益的正相关关系客观存在

近几年，上市高速公路公司的股价表现出现明显分化。以宁沪高速为主的少数高速公路公司市值稳定攀升。而大部分的公司市值原地踏步。经过对比之后发现，A股市场表现较好的高速公路公司普遍拥有较高且稳定的分红比率。本文的目标则是探寻分红率指标持续有效的背后蕴含的投资逻辑。

### 高分红带来的高股息率难以作为股价持续上涨的主要理由，因为股息率与股价是简单的反比关系

直观上说，高分红率带来的高股息率会提升个股的吸引力。但事实上，股息率需要有跨越式的提升才能对股价起到短期抬升的作用。考虑到股息率与股价的反比关系，用高分红带来的高股息解释股价持续的超额收益显然是不合适的。但另一方面，高股息率在稳定上市公司估值方面能够起到明显的作用。

### 高分红个股的超额收益主要依靠盈利增长驱动

由于高股息公路股估值中枢稳定，个股的超额收益实际上是由企业盈利增长驱动的。在我们的固有印象中，高速公路行业盈利稳定但增长偏低，但事实证明，优秀的高速公路可以做到盈利的持续增长。

### 资本开支真空和债务加速偿还构筑盈利增长的黄金期

在现有的建设运营模式下，财务成本是高速公路除了折旧以外最大的成本开支项。纵观整个高速公路的生命周期，财务成本下降，本金加速偿还阶段的路产盈利能力会得到充分释放，是路产盈利的黄金期。

在偿债压力普遍偏高的高速公路行业中，不乏资质优秀但债务压力较重的路产。现金流充沛的上市公司完全可以做到以己之长补彼之短，实现收购方与被收购方的互利共赢。其本质是被收购路产在上市公司介入下直接跳过债务压力最大的债务偿还前期，进入盈利稳定增长的债务偿还后期。

### 盈利能力和公司治理是超额收益的关键，而高分红是外在表现

当我们回到最初的问题“为何高分红率个股会有更好的股价表现”时，我们发现高分红率是高速公路企业处于债务偿还后期的外在表现。高分红率指标一方面说明企业处于低负债且短期不会有大额资本开支的状态，拥有充沛的现金流；另一方面也体现了企业谨慎的再投资风格和对中小股东负责的态度。从这个角度考虑，分红率指标的有效性会长期存在，是值得重点关注的企业外在表征。

**风险提示：**宏观经济下滑导致通行费收入低预期；ETC折扣等政策变化因素；上市公司改扩建资本开支超预期拉，低资产收益率；路产收费年限核定低于预期等。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
宁沪高速	0.87	0.82	0.86	0.90	11.8	12.5	11.9	11.4	2.03	未评级
粤高速 A	0.80	0.70	0.76	0.82	9.8	11.2	10.3	9.5	1.85	未评级
深高速	1.58	0.97	1.07	1.15	6.1	9.9	9.0	8.4	1.29	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

前言：分红率与个股超额收益的正相关关系客观存在.....	4
1. 高股息率？提供估值稳定性，但不是持续上涨的主要理由 .....	5
1.1 单纯的高股息率难以作为股价持续上涨的理由 .....	5
1.2 高股息会带来估值模式的切换及更稳定的估值 .....	5
2. 个股超额收益主要依靠盈利增长驱动 .....	7
3. 资本开支真空和债务加速偿还构筑盈利增长的黄金期 .....	7
3.1 折旧与还本付息是高速公路成本的主要构成部分 .....	7
3.2 高速公路在低资本开支低负债的情况下迎来盈利黄金期 .....	8
3.3 路产可以依靠外力帮助直接跳过偿债前期，提前进入收益期 .....	9
3.4 低负债高现金流路企可以凭借资金成本优势创造价值，实现互利共赢 .....	11
4. 盈利能力和公司治理是超额收益的关键，而高分红是外在表现 .....	11
4.1 高分红代表着低负债率、低资本开支与高自由现金流 .....	11
4.2 高分红率代表了公司谨慎的再投资风格和对中小股东负责的态度 .....	12
总结：分红率作为一个综合性的指标值得持续关注.....	13
风险提示.....	13

## 插图目录

图 1：A 股高速路企近 3 年分红比率普遍在 30%-40%.....	4
图 2：高速公路超额收益出现分化（16 年初至今相对上证） .....	4
图 3：近几年，高分红率个股有较大概率获得股价上的超额收益.....	4
图 4：粤高速提升分红率后股价大幅提升 .....	5
图 5：粤高速预期股息率随股价的变化 .....	5
图 6：分红率提升至 70%后（途中红色虚线表示），粤高速 A 估值中枢趋于稳定 .....	6
图 7：宁沪高速 PE 估值在 10-15 倍之间震荡.....	6
图 8：宁沪高速股息率稳定在 5%左右，粤高速 A 在 6%左右上下波动.....	6
图 9：宁沪高速估值稳定，但 EPS 持续提升 .....	7
图 10：粤高速估值下降，超额收益主要靠业绩增长 .....	7
图 11：宁沪高速 2018 年高速公路成本结构 .....	8
图 12：赣粤高速 2018 年高速公路成本结构 .....	8
图 13：高速公路生命周期简图（示意图，非实际数据） .....	9
图 14：收购前的宁常镇溧高速负债率极高 .....	10
图 15：收购前的宁常镇溧高速严重亏损 .....	10
图 16：收购后宁常镇溧高速收入持续增长 .....	10
图 17：依靠强大的现金流，宁沪高速在收购后实现了负债与财务费用快速下降 .....	10
图 18：高分红率公路公司一般资产负债率较低，且不处于大型资本开支期.....	12
图 19：近几年高速公路新增里程主要在西部地区（公里） .....	12

---

图 20：全国高速公路收支缺口较大（亿元） .....	12
图 21：高速公路支出绝大部分为还本付息，且还本付息压力快速提升（单位：亿元） .....	13

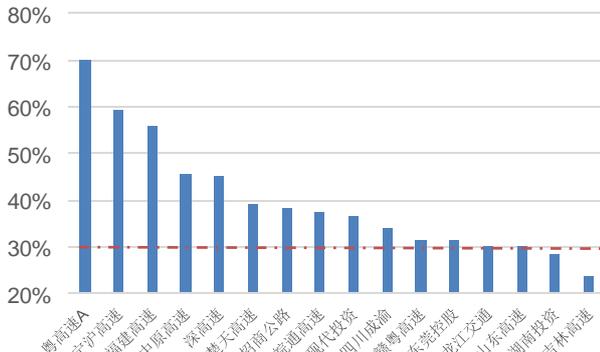
## 前言：分红率与个股超额收益的正相关关系客观存在

高速公路行业属于较为成熟的基建类行业。我国通过“贷款修路，收费还贷”的模式建立了庞大的高速公路网，大多数省份的高速公路投资集团也实现了部分优质资产的上市。

随着时间的推移，上市高速公路公司的股价表现出现了明显的分化。近些年，以宁沪高速为主的少数高速公路公司市值稳定攀升。而大部分的公司市值原地踏步。经过对比之后可以发现，A股表现较好的高速公路公司基本都符合一个特点，即较高且稳定的分红比率。

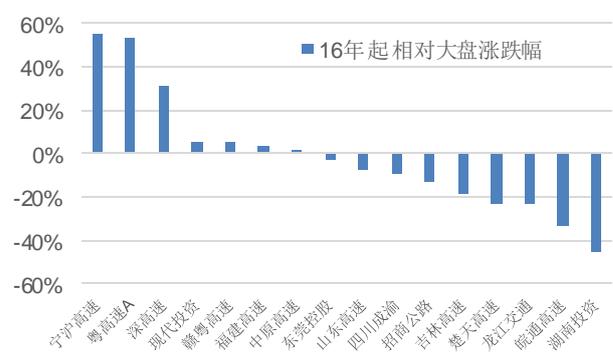
可以看到，高速公路板块绝大多个股都会分红，而比较普遍的分红比率在30-40%之间波动。但其中也有像宁沪高速、粤高速这类平均分红率以上60%的，以及深高速、浙江沪杭甬高速、福建高速这样连续几年稳定在45%以上的个股。

图 1：A股高速公路企近3年分红比率普遍在30%-40%



资料来源：WIND，东兴证券研究所

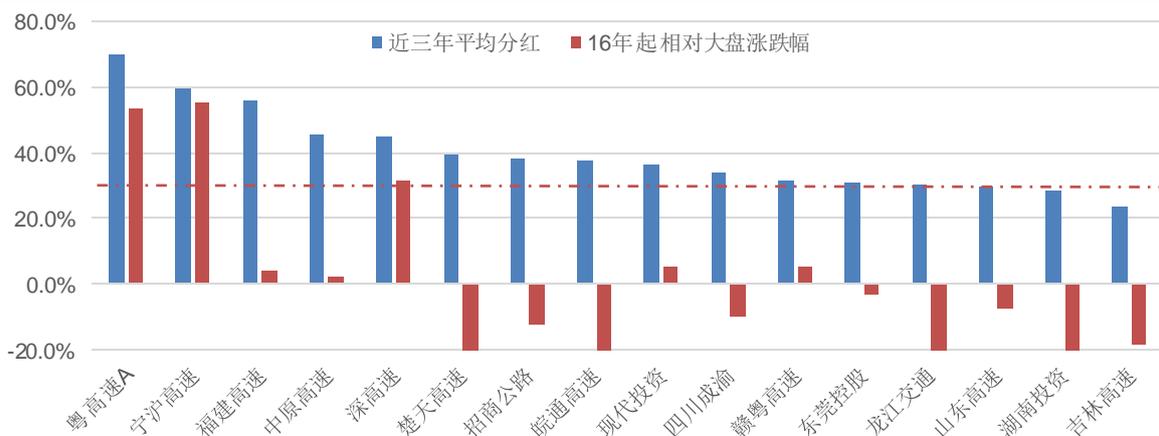
图 2：高速公路超额收益出现分化（16年初至今相对上证）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

我们选取16年初至今作为区间，可以看到高速公路行业大量个股跑平或跑输大盘。但很有意思的是，明显跑赢大盘的三只个股，即宁沪高速，粤高速A和深高速都有着较高的分红率，而分红率并不出众的大量高速公路个股则鲜有超额收益。从表象上看，分红率与个股超额收益之间是存在一定的正相关的。

图 3：近几年，高分红率个股有较大概率获得股价上的超额收益



资料来源：WIND，东兴证券研究所

分红率指标为何持续有效；其背后蕴含着怎样的投资逻辑；未来这一指标是否还会持续有效？本文之后的部分给出一些粗浅的解释，供投资者参考。

## 1. 高股息率？提供估值稳定性，但不是持续上涨的主要理由

### 1.1 单纯的高股息率难以作为股价持续上涨的理由

高分红率对股价的影响，大多数人首先会想到的是高分红率带来的高股息率。的确从直观上来讲，一个10倍PE的高速公路股如果分红率是30%，那么对应股息率3%；如果分红比例提高到60%，股息率就提升至6%，会显著高于无风险收益率，对投资者的吸引力会有明显增强。

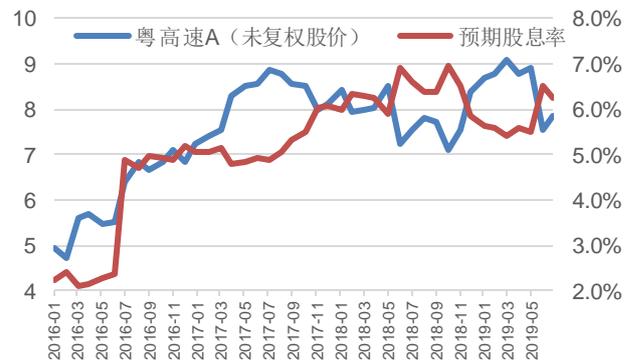
但事实上，股息率需要有跨越式的提升才能对股价起到短期抬升的作用。以粤高速2016年的情况为例，在复星亚联成为战略投资者之前，粤高速分红比率维持在30%左右。2016年7月22日，复星提议提升分红率至70%的议案得到采纳，粤高速股价短期得到明显提升，相较指数的超额收益非常明显。

图4：粤高速提升分红率后股价大幅提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图5：粤高速预期股息率随股价的变化



资料来源：WIND，东兴证券研究所

但与分红率不同，股息率是一个随着股价不断变化的数值，在预期的盈利水平不变的情况下，股价的上涨会导致股息率的下跌，反之亦然。可以看到，虽然粤高速分红率大幅提升，但由于股价同样大幅提升，预期的股息率在之后的较长一段时间稳定在了5%左右的水平。

总的来说，用高股息率解释个股持续的上涨并不合适，毕竟股价与股息率成反比关系，除了分红率跃升的因素外，股息率并不能用来很好的解释持续的超额收益。

### 1.2 高股息会带来估值模式的切换及更稳定的估值

虽然股息率高很难解释为什么高分红的个股普遍拥有更高的超额收益，但值得注意的是，高股息率会带来个股估值的稳定性。

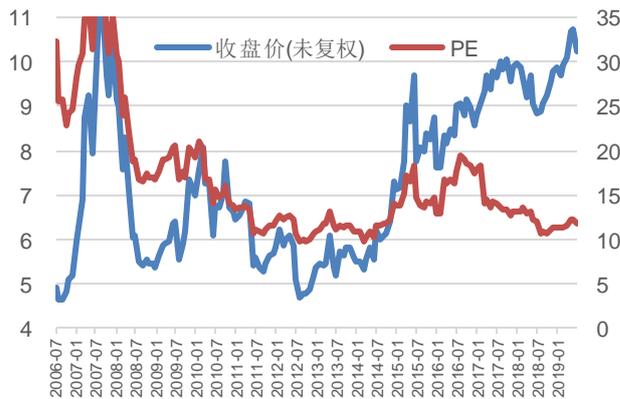
在高速公路行业，当个股的股息率明显高于无风险收益率时，市场便会倾向于锚定股息率给予个股估值。若公司的分红比率维持稳定，则其估值稳定性也将大幅提升。

图 6：分红率提升至 70%后（途中红色虚线表示），粤高速 A 估值中枢趋于稳定



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 7：宁沪高速 PE 估值在 10-15 倍之间震荡



资料来源：WIND，东兴证券研究所

以粤高速 A 为例，在分红率较低时，粤高速 PE 估值呈现不规则波动，但上调分红率至 70%之后，PE 中枢逐渐下移并稳定在略高于 10 倍的水平。作为对比，宁沪高速由于长期实行高分红策略，PE 估值 08 年后就少有大幅波动，大部分时间都在 10-15 倍之间震荡。

购买高速公路的投资者本身就体现出低风险偏好，对业绩的可预测性以及现金分红有较高要求（不然他们完全可以去投资其他板块），高分红率公路股很好的符合了这样诉求，投资者群体及投资风格较为稳定，同样带来估值的稳定性。

图 8：宁沪高速股息率稳定在 5%左右，粤高速 A 在 6%左右上下波动



资料来源：WIND，东兴证券研究所

长期来看，宁沪高速、粤高速 A 等交运板块高股息公司呈现类债属性（类似个股还有铁路板块的大秦铁路），其股息率高于无风险利率 2-3 个点，并以此为基准波动，股息率对于个股估值的锚定作用比较明显。

## 2. 个股超额收益主要依靠盈利增长驱动

从之前的分析我们看到，高股息率可以作为公司估值的稳定剂，却很难解释股价的持续超额收益（仅可以解释短期的超额收益）。那么结论就只能是：由于高股息公路股的估值中枢稳定，个股的股价上涨实际上是由企业盈利的增长驱动的。

以宁沪高速、粤高速 A 的 PE (TTM) 与 EPS (TTM) 为例，可以看到多年来估值变化对于上市公司市值增长的贡献微乎其微，甚至是负贡献；盈利的大幅提升才是公司市值增长的主要原因。

图 9：宁沪高速估值稳定，但 EPS 持续提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 10：粤高速估值下降，超额收益主要靠业绩增长



资料来源：WIND，东兴证券研究所

从 10 年左右的长周期来看，宁沪高速从 2009 年至今每股收益增长近 200%，年化增长率约 10%，维持了非常稳定的增长。粤高速 A 在 2012 年-2014 年间由于进入资本开支期，利润大幅下滑，但随着大型资本开支告一段落，再加上通过定增收购了集团的优质资产，路产收入增长，财务压力大幅下降，每股收益同样实现了大幅提升。

这两张图也向我们展示了与传统印象有所不同的高速公路。在我们的固有印象中，高速公路行业盈利稳定但增长偏低，但事实证明，优秀的高速公路可以做到盈利的持续增长，而我们需要研究的则是这类持续增长背后的原因。

## 3. 资本开支真空和债务加速偿还构筑盈利增长的黄金期

高速公路盈利增长的内在成因可以有很多，但如果要去找寻普适的规律，那么就需要从高速公路的整个生命周期切入进行分析。

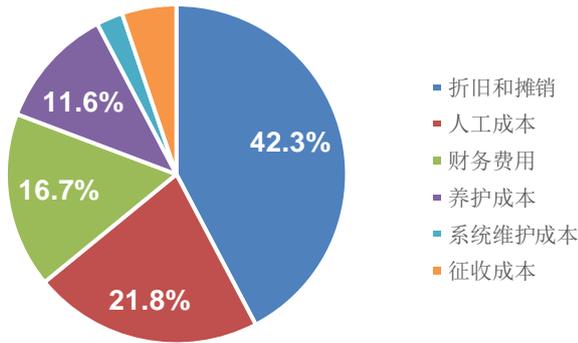
### 3.1 折旧与还本付息是高速公路成本的主要构成部分

我国高速公路普遍采取“借钱修路，收费还债”的运营模式，大部分高速公路修建时，采用“30%自有资金，70%贷款与发债”的资金比例进行建设。道路修建完成后，国家以获得合理收益为评估原则，一般会给予路产 25-30 年的收费年限。此外，如果路产车流量很大，可能会迎来改扩建，改扩建由于资本开支很大，路产同样会以获得合理收益为评估原则，重新核定收费年限。

在现有的建设运营模式下，一条刚修建完成的高速公路以折旧和财务费用(贷款利息)为主要成本构成，

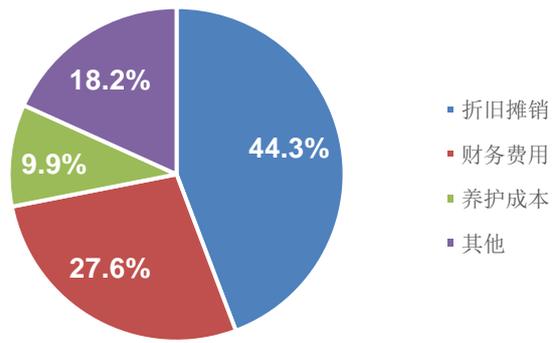
辅以养护、人工等其他费用。而一条成熟的高速公路随着贷款的逐渐偿还，财务费用占比会有所下降，养护、人工等成本的占比会有所提升。

图 11：宁沪高速 2018 年高速公路成本结构



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图 12：赣粤高速 2018 年高速公路成本结构



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

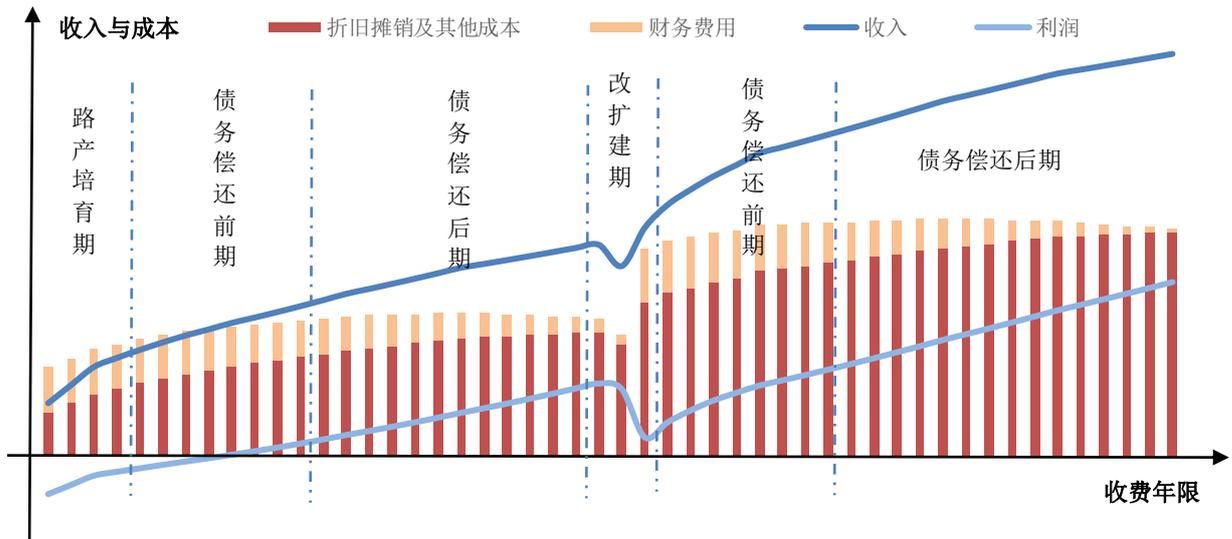
以宁沪高速和赣粤高速为例：宁沪高速旗下路产大多进入成熟期，可以看到宁沪高速财务费用相比其他成本并不突出，甚至低于人力成本。赣粤高速由于旗下主力路产改扩建刚刚完成，财务费用占比就明显更高，是除了折旧摊销以外的最主要开支。

### 3.2 高速公路在低资本开支低负债的情况下迎来盈利黄金期

在大致了解了高速公路的成本结构之后，我们就能对一条公路从建成开始的盈利情况进行推演。我们认为一条高速公路的收费周期可以大致归类为四个时期。

- 1. 培育期：**公路刚建成的 2-3 年，车流量还未稳定，还本付息压力最大，普遍处于亏损或微利状态。但随着车流量增长至稳定状态，将逐步实现盈利或显著减亏。
- 2. 债务偿还前期：**车流量稳中有增，但资产负债率还较高的阶段。该阶段收入扣除现金类成本（人工、养护等）以外大量用于偿还利息，偿还本金比例偏低，债务总量缓慢下降。盈利能力持续增长，但利润基数较低。
- 3. 债务偿还后期：**道路培育成熟，车流量自然增长。由于债务本金规模缩小以及收入体量的缓慢提升，偿还利息比例下降，本金开始加速偿还。财务压力下降，盈利能力开始凸显。与固有印象不同，该阶段的路产盈利增长并不会逐渐停滞，而是进入一种中低速但较为稳定的增长状态，是高速公路盈利的黄金期。
- 4. 改扩建期：**如果路产由于车流量较大，现有路产无法满足需求，则需要进行改扩建。改扩建类似新建路产，属于大型资本开支，改扩建后路产状态基本回归债务偿还前期，进入新一轮偿债周期。

图 13: 高速公路生命周期简图（示意图，非实际数据）



资料来源：东兴证券研究所

当然,这一分类只是笔者粗略的归纳,对于如何界定债务偿还前期与债务偿还后期也并没有明确的标准,目的主要是对路产所处的状态做一个大致的归类。

对于投资者来说,偿债前期向偿债后期过度的状态是高速公路较好的投资时点,这一时段的高速公路盈利体量不大,因此估值不会太高,但拥有相对较高的成长性和未来稳定增长的现金流。而偿债后期的高速公路,如果估值或股息率合理,同样是值得考虑的投资标的,因为这类资产盈利增长的持续性可能会高于市场的普遍预期。

### 3.3 路产可以依靠外力帮助直接跳过偿债前期,提前进入收益期

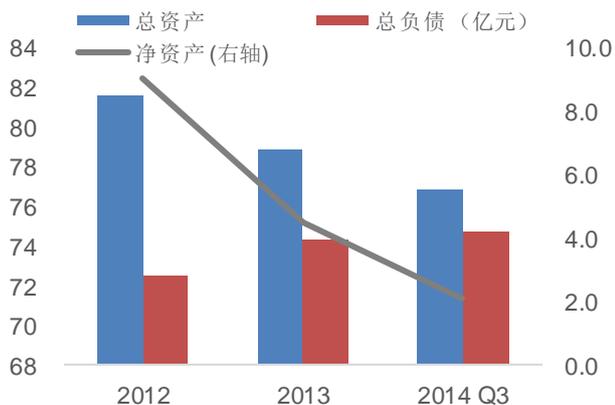
对于上市公司来说,如何让所属的路产尽早的度过偿债前期是管理层需要考虑的问题。再继续往外推演的话,高速公路上市公司可以通过并购一些区位优势强但债务负担重的路产,并依靠上市公司自身充沛的现金流及资金成本优势帮助收购路产减轻债务压力,快速跳过偿债前期,实现盈利增长。

- 以宁沪高速公司收购宁常高速与镇溧高速为例:

2014 年末,公司公告以 5.02 亿元的作价收购控股股东江苏交通控股持有的宁常镇溧高速 100% 股权及其全部有息债务(债务共计约 75 亿元)。

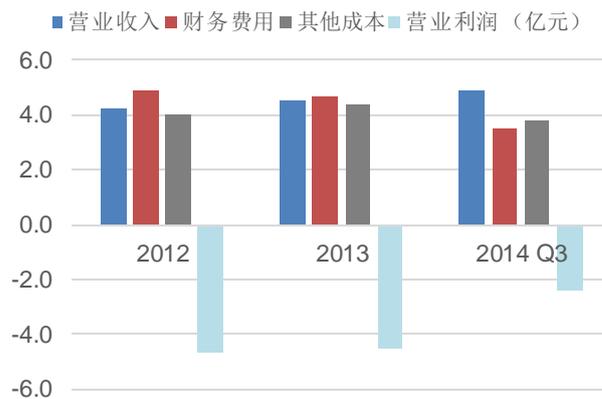
可以看到,收购前的宁常镇溧高速负债率极高且常年亏损,甚至 2012 年度与 2013 年度的营收不足以支付财务费用。到收购前(2014Q3),宁常镇溧公司总负债接近 75 亿元,净资产仅 2 亿出头。很明显的,这一资产的情况与我们常识中的优质资产相去甚远。

图 14：收购前的宁常镇溧高速负债率极高



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

图 15：收购前的宁常镇溧高速严重亏损



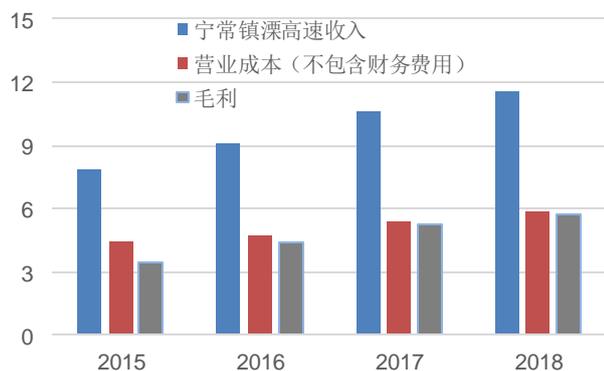
资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

但对于上市公司宁沪高速来说，宁常镇溧高速却是可造之材。

从收入角度，宁常镇溧高速区位优势，收入端在 2014 年已经体现出较强的成长性，其 2014 年前三季度收入已经高于 2013 年全年，展现出较大的成长空间。

成本角度，2013 年的宁常镇溧公司 74 亿元的总负债对应了 4.67 亿元的财务费用，平均利率达到 6.3%，2014 年前三季度财务费用 3.78 亿元，平均利率更是接近 6.9%。而宁沪高速 14 年末短融的利率低至 4%。此外，宁沪高速 2014 年的经营净现金流超过 30 亿元，2015 年更是达到 44 亿元，对于现金流非常充裕的宁沪高速来说，宁常镇溧高速最大的短板（债务过高）显然是可以弥补的。

图 16：收购后宁常镇溧高速收入持续增长



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图 17：依靠强大的现金流，宁沪高速在收购后实现了负债与财务费用快速下降



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

收购完成之后，宁沪高速通过债务偿还及债务置换的方式迅速降低了资产负债率以及财务费用。公司合并报表的财务费用由 2015 年收购刚刚完成时的 7.8 亿元迅速下降到 16 年的 5 亿元（虽然也有无风险利率下行的影响，但财务费用巨大的降幅足以说明问题）。而宁常镇溧高速依靠上市公司的资金支持，得以快速跳过偿债压力最大的阶段，随着收入的快速增长，开始贡献毛利。

注：1. 由于收购后财务统一核算，无法拆分出收购后宁常镇溧高速产生的财务费用；2. 宁沪高速 17 年起负债上升是修建新路导致的，与本次并购无关

### 3.4 低负债高现金流路企可以凭借资金成本优势创造价值，实现互利共赢

宁常镇溧高速的收购是一系列成功的路产收购案例，这一成功的收购建立在宁沪高速公司优秀的现金流以及很低的融资成本之上，当然路产本身的优秀资质也是一次成功的收购中非常关键的因素，而这考验的是上市公司管理层的经验与判断力。

收购能够达成的根本在于宁沪高速依靠自身的资金成本优势与省高速集团实现了互利共赢：

对于集团来说，宁常镇溧高速 75 亿的高额高利率负债难以处理。虽然宁常镇溧高速在之后几年里证明了自身的成长性非常优秀（营收从 2013 年的 4.56 亿元提升至 2018 年的 11.5 亿元），但如果宁常镇溧高速一直由集团持有，则其债务压力会严重拖累路产的盈利。至少在 2017 年之前，这条路产无法摆脱亏损，且净资产在较长的一段时间会转为负数。

对于上市公司来说，公司更加看重路产的资质，且如果路产的债务压力源于有息负债的利率过高，则对于上市公司来说并非致命缺陷，可以补救。宁常镇溧高速合计建设里程 125 公里，双线 6 车道标准，如果由上市公司自行建造，不但成本不菲，路产培育期时营收不足导致的持续亏损也要由上市公司承担，能以 5 亿作价+75 亿负债的价格在培育期基本结束的阶段完成收购可以接受。

这一案例给予我们的启示是，在还债压力普遍偏高的高速公路行业中（这里指的并非上市公司，而是我国整个高速公路产业），手握最优质资产的上市公司完全可以依靠其偿债压力低，现金流充沛的特点创造价值。在了解过这一案例之后，对于债务偿还后期的高速公路为何能够实现业绩的持续增长会有更深的理解。

## 4. 盈利能力和公司治理是超额收益的关键，而高分红是外在表现

在了解了路产的生命周期以及其处于各个不同阶段时的盈利变化之后，我们是时候回到一开始的问题上：高分红率与个股超额收益之间的为何会存在正向关系。

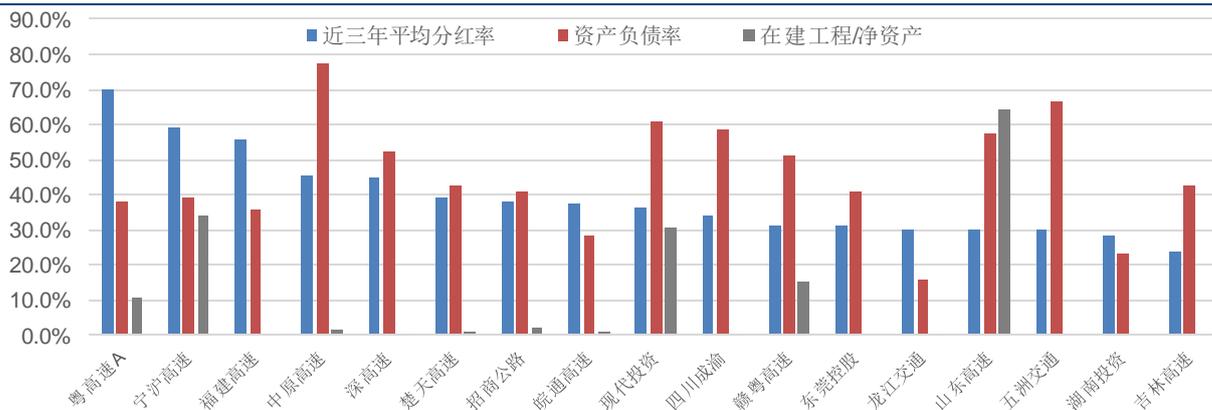
对此笔者的解释是：高分红率是路产或高速公路公司整体处于债务偿还后期的外在表现。在这一阶段，不论是路产本身的自然增长，还是优秀的现金流带来的外延并购能力，都给予了公司较强的盈利增长性。

### 4.1 高分红代表着低负债率、低资本开支与高自由现金流

很明显的，并不是所有高速公路公司都适合高分红率。对于资本开支期以及债务偿还前期的公司来说，现金流一般是优先用于债务偿还与新路产建设的。也就是说这两类高速公路公司本来就不是很适合实行高分红政策。

当然也存在一些例外，比如宁沪高速虽然处于资本开支期，但由于现金流非常优秀，得以依旧维持了高分红政策不变；以及资产负债率高达 77% 的中原高速也采取了 45% 左右的高于行业均值的分红比例。

图 18: 高分红率公路公司一般资产负债率较低, 且不处于大型资本开支期



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

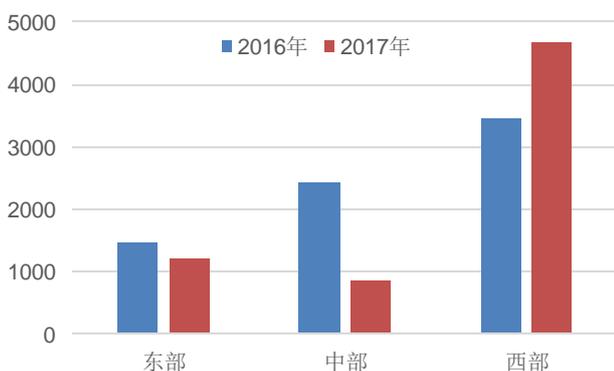
高分红政策也体现出企业对于自身自由现金流情况的自信。即使是在分红带走了很大一部分现金后, 公司的现金流依旧足够维持公司的正常运行以及后续可能的投资。

结合之前的分析我们可以看出, 如果投资者希望投资处于债务偿还后期, 拥有稳定增长与充沛现金流的高速公路企业, 高分红率本身就是一个有效的筛选指标。

## 4.2 高分红率代表了公司谨慎的再投资风格和对中小股东负责的态度

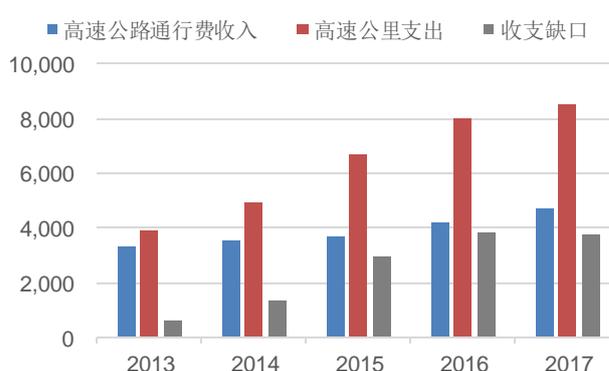
从行业发展与再投资角度, 高速公路无疑已经度过了最黄金的投资建设期。现阶段我国各省的交通投资集团都不同程度的面临着高速公路越修越偏, 越修越贵的问题。

图 19: 近几年高速公路新增里程主要在西部地区(公里)



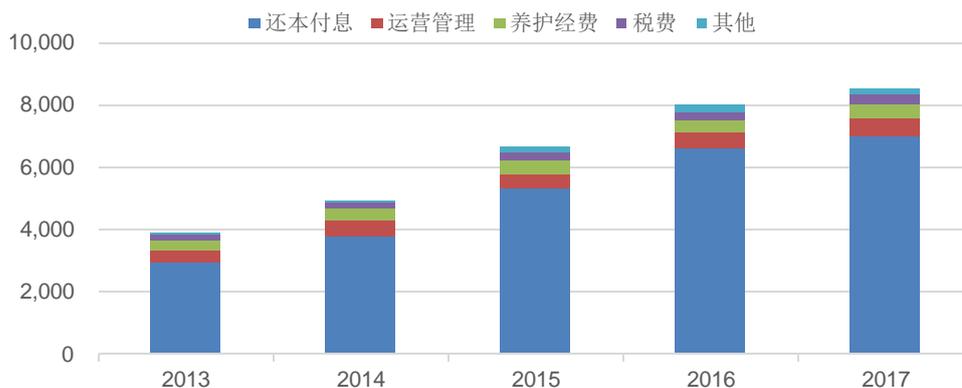
资料来源: 收费公路统计公报, 东兴证券研究所

图 20: 全国高速公路收支缺口较大(亿元)



资料来源: 收费公路统计公报, 东兴证券研究所

交通部收费公路统计公报显示, 全国高速公路收支缺口较大, 每年缺口近 4000 亿元。虽然 17 年收支缺口略微收窄, 但 2013-2017 年收支缺口整体还是处于持续扩大的状态, 这实际上体现的是近几年新增路产还债能力的欠缺。这里面有路产本身资质的原因, 也有建设成本快速提升, 偿债压力大的因素。

**图 21：高速公路支出绝大部分为还本付息，且还本付息压力快速提升（单位：亿元）**


资料来源：收费公路统计公报，东兴证券研究所

拥有省内最优质路产的高速公路上市公司，虽然大多有着优秀的现金流，但在再投资层面也普遍存在压力，因为不管是道路主业的再投资（包括新建路产、收购路产以及原有路产的改扩建），还是进军其他产业，都不得不面临一个问题：再投资的收益率很难超过已有路产，容易摊薄收益。

在现在及可见的未来暂无大额资本开支的前提下，高分红体现出公司谨慎的再投资风格以及对中小股东负责的态度，即：如果不能保证再投资不会摊薄收益，那么与其将大额现金放在帐上，则不如将收益直接以分红的形式交给股东自己处理。

## 总结：分红率作为一个综合性的指标值得持续关注

以上就是笔者对于高分红高速公路为何在近几年能够持续创造超额收益的一点浅见。作为一个判断高速公路企业综合素质的筛选指标，分红率指标长期有效，可以作为一个重点考量的维度。

但同时，我们也不能忘记超额收益的背后起着决定性作用的始终是公司的盈利成长以及管理层的治理水平。从这个角度，一家公司在未来几年内是否有大幅提升分红率的潜力同样是值得深入研究的问题。

## 风险提示

宏观经济下滑导致通行费收入低预期；ETC 折扣等政策变化因素；上市公司资本开支超预期拉低资产收益率；路产收费年限核定低于预期等。

## 分析师简介

### 分析师：曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。