

高速公路：关注改扩建周期带来的再投资效率提升

2021年1月10日

看好/维持

高速公路 行业报告

分析师	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
研究助理	李蔚	电话：18505357988	邮箱：liweiyjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119050016

投资摘要：

高速公路板块在交运行业中属于典型的弱周期板块，本身拥有强大且稳定的现金流，但缺乏基本面变化，且还有收费年限的制约，导致关注者甚少。但高速公路虽然弱周期，但显然不是没有周期。

高速公路板块的周期与投资路产占据的区位直接相关。若投资建设的路产以区位优势明显的干线为主，则行业处于上升周期，若新建路产的地理区位越来越偏远，则行业进入下行周期。路越修越偏是困扰行业多年的难题，但随着时间的推移，最早一批建成的路产年限将尽，而这给予了高速公路板块一个将投资重心重新转回优质区位路产的机会。这个机会就是原有路产的改扩建。

随着高速公路路龄的增长，路网中的主干道进入了一个需要进行改扩建也适合进行改扩建的时间区间。需要改扩建是因为车流量逐步提升，已经开始冲击传统四车道高速的承载上限；适合改扩建则是指主干高速公路进入收费期限末期，剩余年限少，在通过改扩建重新核定年限的情况下实际能够获得的年限延长非常明显。

- **目前处于改扩建周期的路产是我国高速路网中的精华部分：**我国现有高速公路里程已超过 15 万公里，但真正核心的路产大约是 6.8 万公里，也就是 2004 年交通部发布的《国家高速公路网规划》中的主线。而从现在向前推 20 年左右，本世纪初时我国高速公路通车总里程不到 2 万公里，当时建成的路产属于我国高速路网核心中的核心，大部分都占据着相当优秀的区位，这也是改扩建项目投资收益率的最大保障。
- **高速公路四改八成本可控，一般近似或低于新建四车道高速：**14 年以后我国高速公路单位建设成本基本在 0.8 亿元/公里以上，且随着时间的推移，单位建设成本呈上升趋势。现有高速公路四改八案例中，单公里成本大多处于 0.4-0.8 亿/公里，整体来看低于新建四车道高速的成本。
- **高速公路改扩建能够显著延长收费年限，并缓解估值压力：**由于政策限制，大部分高速公路改扩建后的年限核定都是以改扩建完成为时间点开始重新计算 25 年。在这一规则下，改扩建对于收费年限的实际延长效果随着时间向后推移而逐渐提升。2010 年之前就完成改扩建的高速公路通过改扩建实际延长的年限都不超过 10 年，但 2015 年及以后改扩建的案例，收费年限延长能够达到甚至超过 15 年。由于收费年限大幅延长，公司的长期经营能力得到加强，年限问题对公司的估值压制也将显著缓解。
- **改扩建项目无需前期培育：**大部分新建路产在通车前几年都受限于车流量不足而难以盈利，但改扩建项目通车时即是成熟路产，不用经历新建路产车流量从无到有的培育过程。因此改扩建项目的年限相比新建路产，其含金量更高。

从以上角度分析，不难看出改扩建项目是高速公路公司再投资的有力选择，随着改扩建周期的到来，资本开支重新回到区位优势的主干线路上来，我们认为这代表着行业大周期的回升。

风险提示：行业政策出现重大变化、宏观经济增速下滑、补偿政策不及预期。

目 录

1. 为何我们会关注高速公路改扩建周期	3
1.1 2020 年济青高速与合宁高速改扩建后都实现了收入大幅增长	3
1.2 “市场对改扩建的预期”与“改扩建后的实际效果”间存在明显预期差	3
2. 我国高速公路的主干网络已经步入改扩建周期	4
2.1 结合实际效用与政策需要，高速公路干线路网的改扩建势在必行	4
2.2 高速公路 25-30 年的收费年限决定了主干线路的改扩建周期已经到来	6
2.3 现阶段进行改扩建的路产是我国高速路网中的精华部分	7
3. 高速公路主干线的改扩建收益率较高，大部分情况下优于新建路产	8
3.1 路产改扩建的成本近似于新建四车道高速	8
3.2 改扩建能够显著延长收费年限，且不需要培育期	9
3.3 理性看待改扩建施工对路产收入的负面影响	10
4. 改扩建周期到来将对高速公路板块估值产生持续性影响	11
5. 风险提示	12

插图目录

图 1：合宁高速改扩建后通行费收入大幅增长（万元）	3
图 2：济青高速改扩建后通行费收入大幅增长（亿元）	3
图 3：皖通高速（H 股）股价在改扩建期间受到压制	4
图 4：山东高速股价在改扩建期间受到明显压制	4
图 5：我国机动车保有量快速提升	5
图 6：四改八将明显提升路产的日均车辆通过能力	5
图 7：假设高速公路主干线收费期满后免费通行，会对周边路网产生严重不良后果	5
图 8：我国 90 年代建设的高速公路骨干网已经逐步进入改扩建周期（公路服役年限）	6
图 9：我国通车时间超过 20 年的高速公路主干线已经进入改扩建周期	6
图 10：2004 年版《国家高速公路网规划》中总规划里程约 8.5 万公里	7
图 11：高速公路体系支出远大于收入	8
图 12：高速公路体系还本付息压力巨大	8
图 13：14 年后我国新建高速公路单公里成本基本在 0.8 亿元以上	9
图 14：高速公路改扩建前后收入变化情况（亿元）	10
图 15：高速公路改扩建前后收入变化（以 T-2 收入为 100%）	10
图 16：行业 PE 估值（TTM）已经降至历史低位（2020 年受疫情影响 PE 不具参考性）	11

表格目录

表 1：干线高速公路四改八的单公里成本近似于新建四车道高速公路	9
表 2：随着时间的推移，改扩建带来的实际年限延长越发可观	10

1. 为何我们会关注高速公路改扩建周期

高速公路板块在交运行业中属于典型的弱周期板块。本身拥有强大且稳定的现金流，但缺乏基本面变化，且还有收费年限的制约，导致关注者甚少。但高速公路虽然弱周期，但显然不是没有周期，而现阶段正在进入的改扩建周期，无疑将给整个高速板块的基本面带来比较明显的变化。

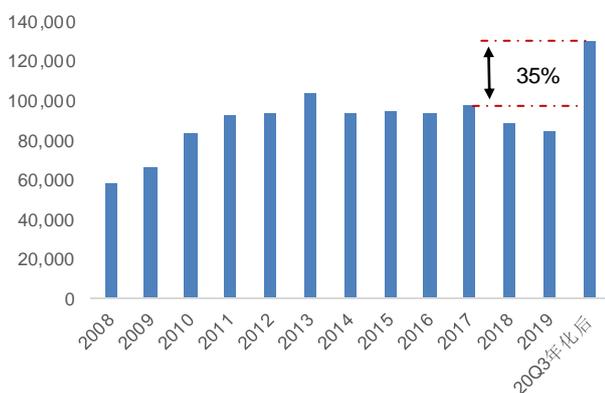
我们关注行业改扩建周期，与近期几条路产改扩建完成后的优秀表现有着直接的关系。回顾 2020 年，下半年股价涨幅较为明显的山东高速与皖通高速都是刚刚完成主力路产改扩建项目的公司，改扩建对于上市公司股价的影响不可小觑。

1.1 2020 年济青高速与合宁高速改扩建后都实现了收入大幅增长

2019 年下半年，高速公路板块有两个上市公司完成了主力路产的四改八扩建，分别是皖通高速对主力路段合宁高速的改扩建，以及山东高速对主力路段济青高速的改扩建，两者在今年都实现了相当不错收入增长。

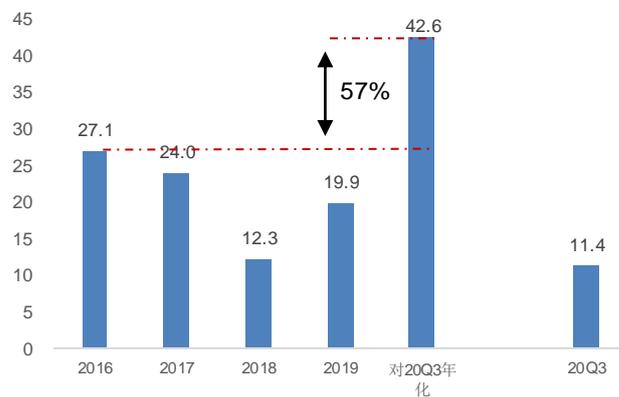
以合宁高速为例，该路产在改扩建之前，年收入峰值约 9.7 亿元。该路段于 19 年年末顺利完成改扩建，今年三季度作为其疫情后首个正常收费周期，收入达 3.47 亿元，若以该数据进行年化（三季度收入天数 92 天，全年收费天数 345 天），则年化收入超过 13 亿元，较改扩建前峰值增长约 35%。相较于 40 亿左右的改扩建费用，改扩建完成头一年年化增收就超 3 亿元，且收费年限大幅延长，可以直观的看出这是一次优质的投资。

图 1：合宁高速改扩建后通行费收入大幅增长（万元）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图 2：济青高速改扩建后通行费收入大幅增长（亿元）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

山东济青高速改扩建后的收入增长则更为明显。该路产在改扩建前的可比峰值收入约 27 亿，17 年改扩建开始后经历了收入的大幅下滑，直至 19 年四季度正式通车。今年三季度济青高速收入高达 11.4 亿元，相当于年化后超 42 亿（同样以有效收费期限进行年化），较改扩建前峰值增长 57%。济青高速改扩建成本虽然高达 240 亿元，但改扩建初期的年化收入增量就达到约 15 亿元，已经能够完全覆盖新增的财务与折旧费用。考虑到大幅延长的收费期限以及路产收入后续的增长，济青高速的改扩建同样也是相当高效率的投资。

1.2 “市场对改扩建的预期”与“改扩建后的实际效果”间存在明显预期差

然而，对于这两个实际上相当优秀的投资项目，市场是否有提前给予正向预期呢？显然并没有，且甚至在改扩建期间给予了明显的负面预期，直到改扩建完成，实际车流量大幅度回升后，相关公司的股价才有所恢复。

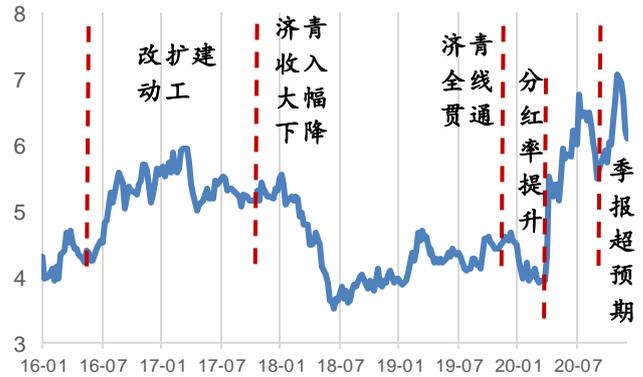
可以看到，合宁高速 17 年 3 月动工，19 年 12 月全线贯通，期间皖通高速 H 股股价呈明显的下滑趋势，今年上半年又受到疫情影响，股价继续下跌，直到三季报发布，合宁收入超预期，股价才开始回升。

图 3：皖通高速（H 股）股价在改扩建期间受到压制



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 4：山东高速股价在改扩建期间受到明显压制



资料来源：WIND，东兴证券研究所

济青高速 16 年 6 月动工，19 年 7 月部分通车，12 月全线贯通。实际上，从公司公布改扩建预案起，股价就一直处于底部区域，直到今年分红率提升加上三季报超预期，股价才有所回升。

总的来说，不管改扩建项目的实际效果如何，在没有看到实际收入增长前，市场倾向于给予上市公司比较悲观的预期。而这种实际效果与市场预期间的明显差距，正蕴含着一定的投资机会。

2. 我国高速公路的主干网络已经步入改扩建周期

改扩建项目投资巨大，且对上市公司主力路产造成长期影响。随着 90 年代以及 2000 年左右建成的路产进入收费末期，改扩建周期难以避免。因此我们认为未来一段时间，改扩建项目可能会成为高速公路板块最主要的变量之一。

2.1 结合实际效用与政策需要，高速公路干线路网的改扩建势在必行

结合高速公路的实际效用以及政策层面的需要，我们认为干线高速公路的改扩建势在必行，进入改扩建周期是较为确定性的事件。

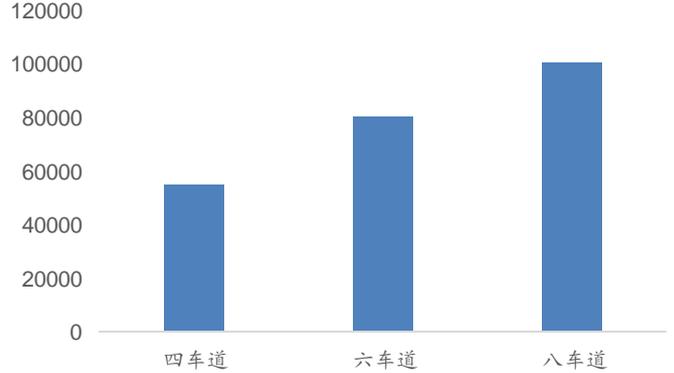
实用性角度来说，我国现有机动车规模与 20 年前已经完全不可同日而语，自然会催生路产更新的需求。我国多年来机动车保有量每年维持着 10% 以上的增速，2019 年机动车保有量相当于 2005 年的 6 倍。因此，对于 90 年代末 00 年代初建设的高速公路来说，双向四车道的通过能力已经接近甚至超饱和，导致沿途拥堵。高速公路通过四车道改八车道，通行能力基本实现翻倍，可以满足大部分情况下的需求，故四改八是现阶段改扩建的主要形式。

图 5：我国机动车保有量快速提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 6：四改八将明显提升路产的日均车辆通过能力



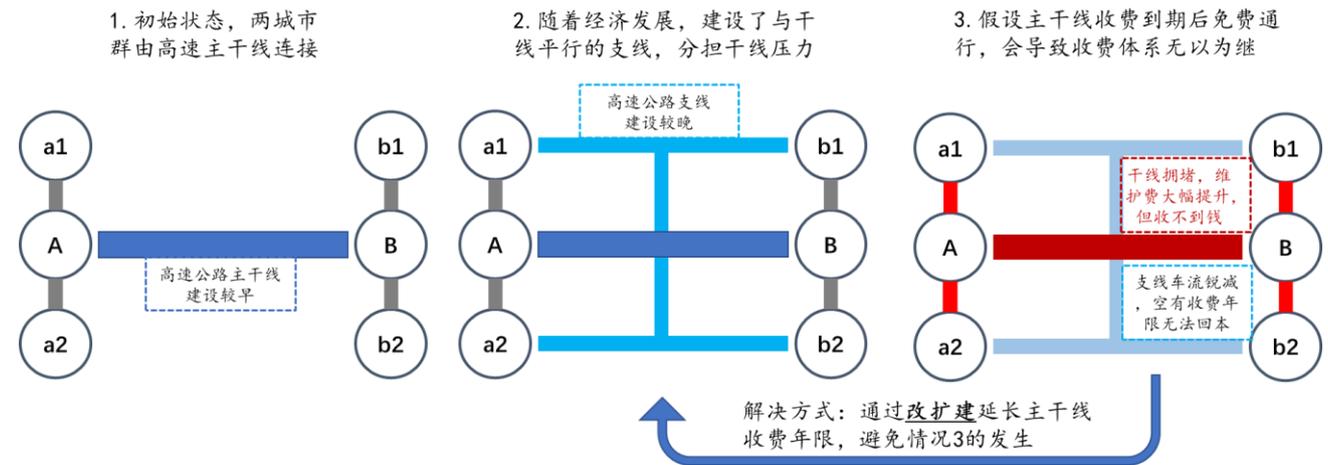
资料来源：WIND，东兴证券研究所

从政策层面看，通过改扩建延长收费年限能够暂时缓解 04 年版《收费公路管理条例》中收费年限政策导致的一些问题。

我国 04 年版《收费公路管理条例》中规定高速公路收费期满后免费通行，是一个具有明显时代局限性的政策，后续必须进行修正，这也是后面几版修订稿中重点修改的部分。我们用下图解释了如果高速公路收费到期后改为免费通行会产生怎样的不良后果。

在我国高速公路建设早期，高速公路分布稀疏，多为大城市之间的连接线（下图情况 1）。这种情况下，各高速公路之间不互相影响，收费期满后免费通行的模式没有问题。但随着高速公路建设的不断推进，我国高速公路串联成网状，且除了主干线外，还建设了大量支线高速用于串联周边城市，分流干线的通行压力（下图情况 2）。在这种情况下，收费期满后免费通行的模式就变得难以接受。因为干线通车早，免费早，假设在干线收费期满免费通行，此时的支线高速还处于收费状态。收费金额的不对等将导致干线在免费后异常拥堵，而支线车流锐减，空有收费年限，却无法回本（下图情况 3），整个高速路网的收支平衡会因此崩溃。这种情况无论如何需要避免。

图 7：假设高速公路主干线收费期满后免费通行，会对周边路网产生严重不良后果



资料来源：东兴证券研究所

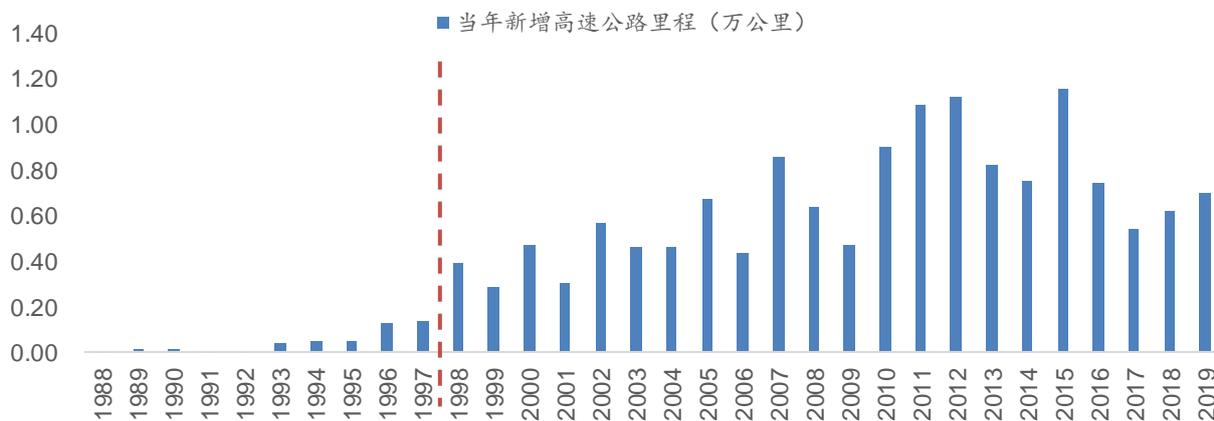
交通部于 13 年，15 年和 18 年分别发布了三版《收费公路管理条例（修订稿）》，其中最主要的精力都花在了如何修正收费年限问题上，但至今未能成稿。在现有情况下，最为稳妥的情况其实就是通过改扩建的方式拉长主干线收费年限。

因此，兼顾实用性和政策层面，我国干线高速公路迎来改扩建周期是较为确定性的事件。

2.2 高速公路 25-30 年的收费年限决定了主干线路的改扩建周期已经到来

我国高速公路收费年限定为 25-30 年，而改扩建本身需要 2-3 年时间，故必须留出一定的年限余裕，不可能等到年限耗尽再改扩建。因此，如果路产需要进行改扩建，则在路产收费年限还剩至少 5 年的时候，改扩建项目就需要被提上日程。

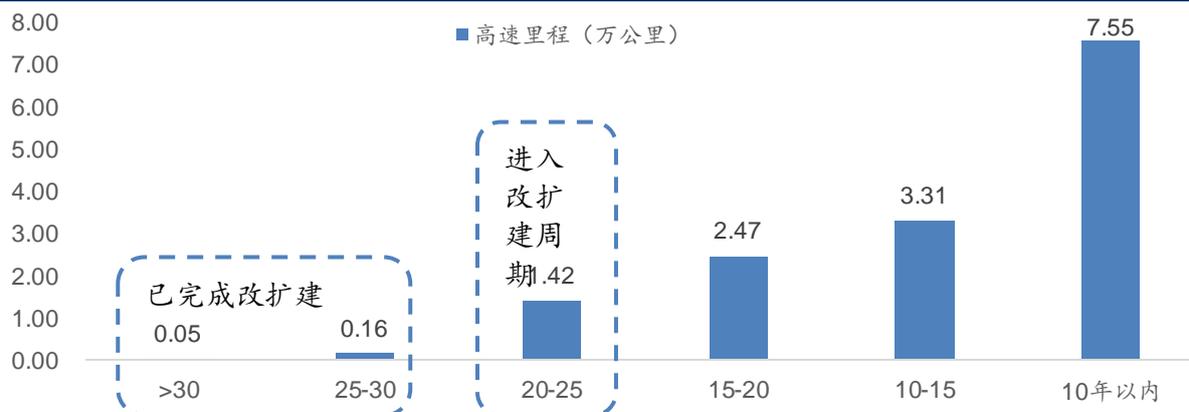
图 8：我国 90 年代建设的高速公路骨干网已经逐步进入改扩建周期（公路服役年限）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

中国的高速公路通车里程在 19 世纪末增长并不快。自 1988 年中国第一条高速公路（沪嘉高速）建成起，之后的 10 年中国的高速公路累计通车里程没有超过 5000 公里（到 97 年仅为 0.48 万公里）。98 年之后，我国高速公路通车里程开始有跨越式增长，98 年当年通车里程就近 4000 公里，显著高于前 10 年的水平，标志着我国第一波高速公路建设潮的开始。

图 9：我国通车时间超过 20 年的高速公路主干线已经进入改扩建周期



资料来源：WIND，东兴证券研究所

早期建设的高速公路以双向四车道为主，已经逐渐难以满足现有车流通过量的要求，基本都存在改扩建的需求。从通车的年限来看，通车时间超过 25 年的高速公路不到 2000 公里，基本都已经完成改扩建。而年限在 20-25 年的高速公路约 1.4 万公里，考虑到我国现阶段完成改扩建的路产总里程不超过 8000 公里，这部分 20-25 年路龄的路产中有很大大一部分处于正在改扩建或准备改扩建的状态。

2.3 现阶段进行改扩建的路产是我国高速路网中的精华部分

以路产的重要性来说，中国高速公路网络是有明显层级的。我国现有高速公路里程已超过 15 万公里，但真正核心的路产大约是 6.8 万公里。

2004 年交通部发布了《国家高速公路网规划》，这是我国最重要的高速公路骨架布局规划，采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”，总规模约 8.5 万公里，其中主线 6.8 万公里，地区环线、联络线等其他路线约 1.7 万公里。

图 10：2004 年版《国家高速公路网规划》中总规划里程约 8.5 万公里



资料来源：国家高速公路网规划，东兴证券研究所

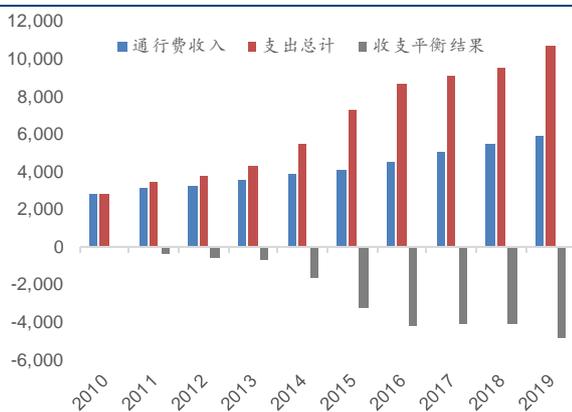
现阶段我国高速公路总里程超过 15 万公里，但总体框架依旧还是遵循 04 年版的框架，并在此基础上加密。而具体到现阶段需要该扩建的路产，由于其建成通车时间普遍在上世纪末到本世纪初，而当时我国高速公路总里程不到 2 万公里（我国高速公路通车里程在 2002 年才超过 2 万公里），故可以认为当时建成的路产属于我国高速路网核心中的核心，大部分都占据着相当优秀的区位，而优秀的区位是路产改扩建投资收益率的最大保障。

3. 高速公路主干线的改扩建收益率较高，大部分情况下优于新建路产

从行业整体的角度看，高速公路改扩建周期的到来意味着高速公路资本开支的重心从区位较差的新路回到区位优秀的原有路产。在新建路产收益率下降的大背景下，将投资转向区位优势更强的既有路产有助于行业整体投资收益率的回升。当然这里说的新建路产的收益率下行是一个行业整体性判断，不代表没有区位优势的新路，而是区位好，能够快速盈利的路产占比越来越低或者建设成本偏高。

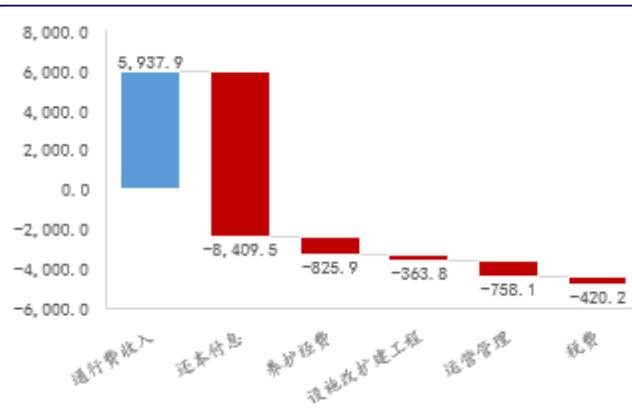
从收费公路统计公报中的收支情况就可以明显的看出这种趋势。从 14 年开始，高速公路支出项目增速开始明显高于收入增速，支出中还本付息占主要地位，行业收支缺口越来越大。这种现象的背后反映的正是新建路产的收益水平下降。

图 11：高速公路体系支出远大于收入



资料来源：收费公路统计公报，东兴证券研究所

图 12：高速公路体系还本付息压力巨大



资料来源：收费公路统计公报，东兴证券研究所

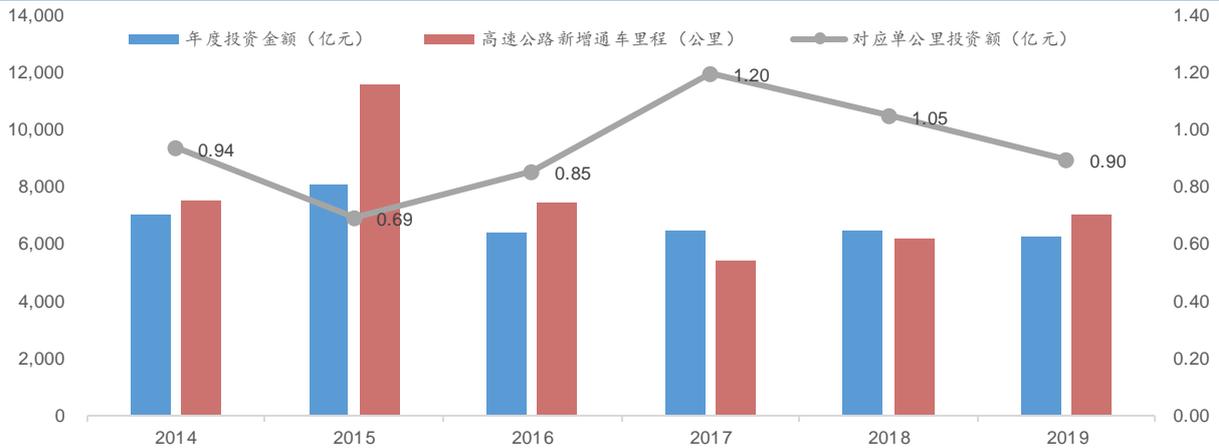
从高速公路里程入手可以发现，2011 年全国高速公路里程超过 8.5 万公里，04 年规划中的“7918”网成型，后续路产新建进入查漏补缺阶段，区位不如之前的路产，是近年来高速公路网收支失衡的主要原因。

高速路网建设整体附带的较强公益性质，但上市高速公路公司则具有明确的盈利目标，追求路产的高收益率。同时，上市公司的路产都是路网中的优质资产，通车时间普遍较早，也就意味着会更早迎来改扩建。因此改扩建周期的到来对上市高速公路公司的影响会比较明显。

3.1 路产改扩建的成本近似于新建四车道高速

高速公路的建设成本会决定路产的折旧金额，进而对路产的收益水平造成直接影响。

高速公路单公里建设费用与很多因素有关，比如桥隧比，建安成本等，不同路端的建设成本可能会有巨大差异。为了获得一个大体的成本数据，我们将收费公路年度投资金额除以高速公路当年的新增通车里程作为单公里建设成本的近似数据。可以看到，14 年以后（14 年以前数据缺失），我国高速公路单位建设成本基本在 0.8 亿元/公里以上。总体来说，随着时间的推移，高速公路的单位建设成本是持续上升的。

图 13：14 年后我国新建高速公路单公里成本基本在 0.8 亿元以上


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

一般来说，公路改扩建（四改八）的成本近似或低于新建一条四车道高速公路。我们整理了多年来各省的路产改扩建情况，可以看到高速公路四改八的单公里成本从 0.4 亿-1 亿元/公里不等，但整体来说低于新建路产的成本。

表 1：干线高速公路四改八的单公里成本近似于新建四车道高速公路

项目名称	省份	投资金额	公里数	单公里投资
沪宁高速	江苏	105.4 亿	248	0.43 亿
泉厦高速	福建	54.86 亿	82	0.67 亿
福泉高速	福建	71.95 亿	167	0.43 亿
佛开高速	广东	48.4 亿	47	1.03 亿
长平高速	吉林	51.97 亿	110	0.47 亿
昌樟高速	江西	40.77 亿	103	0.40 亿
济青高速	山东	约 230 亿	309	0.74 亿
合宁高速	安徽	约 55 亿	134	0.42 亿

资料来源：相关上市公司年报、东兴证券研究所

3.2 改扩建能够显著延长收费年限，且不需要培育期

高速公路改扩建的成本相对可控，这是公路改扩建的一大优势。但另一方面，改扩建的成本需要与改扩建获得的收益相匹配后才能计算其收益率。

改扩建带来的收益主要表现为两方面，一方面是改扩建带来了车流通过能力的大幅提升，进而提升路产收入水平，但这一收益难以量化，特别是在改扩建还没发生的时候难以预估；另一方面，改扩建将会带来收费年限的大幅延长，这是市场普遍关注的，也是比较容易量化的收益。

我们可以看到，以改扩建延长收费年限有比较清晰的规律。在收费公路管理条例中有明确说明，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。但重新核定的期限依旧需要满足收费期限原则上不超过 25 年，中西部省、自治区原则上不超过 30 年的规定。因此可以看到，大部分高速公路改扩建后的年限都是以改扩建完成为时间点开始计算 25 年。

表 2：随着时间的推移，改扩建带来的实际年限延长越发可观

项目名称	省份	扩建完成	原收费期限	新收费期限	年限延长	从扩建完成到结束收费
沪宁高速	江苏	2006 年	2027 年 6 月	2032 年 6 月	5	26 年
泉厦高速	福建	2010 年	2029 年 6 月	2035 年 9 月	6	25 年
福泉高速	福建	2011 年	2031 年 10 月	2036 年 1 月	5	25 年
佛开高速	广东	2012 年	2026 年 12 月	2036 年 3 月	9	24 年
长平高速	吉林	2015 年	2029 年 7 月	2040 年 10 月	11	25 年
昌樟高速	江西	2015 年	2029 年 7 月	2044 年 3 月	15	29 年
济青高速	山东	2019 年	2029 年 11 月	预计 2044 年末	15	25 年
合宁高速	安徽	2019 年	2026 年 8 月	按 2044 年折旧	预计为 18 年	预计 25 年

资料来源：相关上市公司年报，东兴证券研究所

在这一规则下，可以发现改扩建对于收费年限的实际延长效果随着时间向后推移而逐渐提升。

以改扩建较早的宁沪高速为例，公路 1997 年通车，原收费年限核定为 2027 年，路产 2006 年完成改扩建，新收费年限至 2032 年，相比原有年限仅延长 5 年，其主要原因在于改扩建实际比较早，因此受到政策约束较为明显。

近几年改扩建的高速公路，由于改扩建时间较晚，原有年限所剩不多，而改扩建又给予新的 25 年收费年限，则改扩建实际延长的年限就比较长，较为理想的情况下，年限实际延长会超过 15 年。因此在路产年限所剩不多的情况下进行改扩建，对于高速公路公司来说是较为理想的情况。

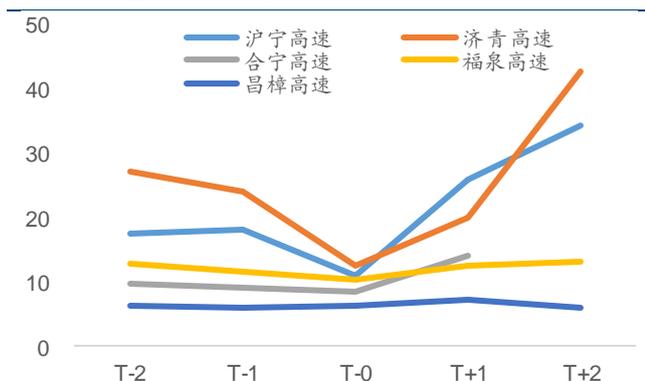
此外，改扩建项目相比新建路产还有一个较大的优点，即改扩建项目无需前期培育，通车即是成熟路产，不用经历新建路产车流量从无到有的培育过程。

3.3 理性看待改扩建施工对路产收入的负面影响

路产的改扩建持续时间较长，一般从方案设计到最终改扩建完成历时 3 年以上。而改扩建对于路产收入造成实际影响的时间大约在一年到一年半，也就是所谓的“半幅封闭施工，另半幅双向通行”的阶段。

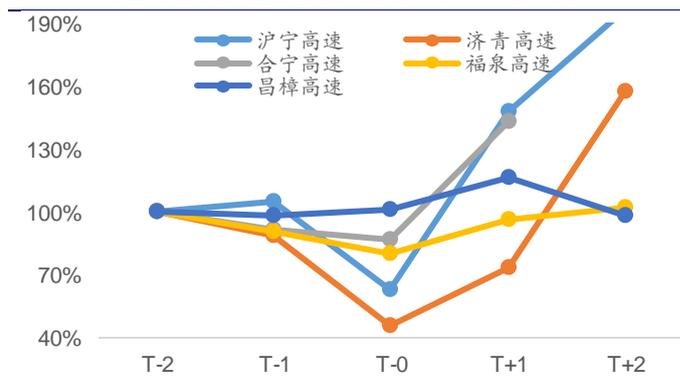
半幅通行对于路产的收入必然呈现负面影响，但我们有必要理性看待这一过程。一方面，对于高速公路这类资本回收期相当长的资产，一年左右的收入下滑其实并不关键；另一方面，我们对高速公路改扩建前后的收入进行对比后发现，改扩建期间收入大幅下滑是路产车流充沛的体现，改扩建完成后收入提升会更加明显。

图 14：高速公路改扩建前后收入变化情况（亿元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 15：高速公路改扩建前后收入变化（以 T-2 收入为 100%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

注：济青高速 T+2 与合宁高速 T+1 数据为对 20 年 Q3 收入年化后的估计值

我们以 T-0 表示改扩建完成当年，T-1 表示改扩建完成前一年，T+1 表示改扩建完成后一年。可以看到，改扩建的负面影响在 T-1 时并不明显，主要体现在 T-0，也就是改扩建完成当年。同时，可以发现在改扩建当年收入下滑明显的路段，在改扩建完成后的提升也相当大，比如宁沪高速与济青高速。而昌樟高速，福泉高速在改扩建期间表现为收入基本不受影响，但改扩建完毕后收入也没有明显提升。

这个现象也比较好解释，改扩建必然会对于道路通过能力产生一定影响，但如果路产本身的车流量距离车流承载上限还有一段距离，那么即使进行改扩建时通过上限降低，也不一定会严重影响收入，但对应的则是改扩建带来的收益相对有限。

反之，如果道路本身的通过量就已经接近承载上限，那么一旦改扩建进入半幅封闭施工阶段，就必然会严重影响路段收入。但通过改扩建大幅提升通行上限后，增量的需求很快会涌入该路段，显著提升其收入水平。

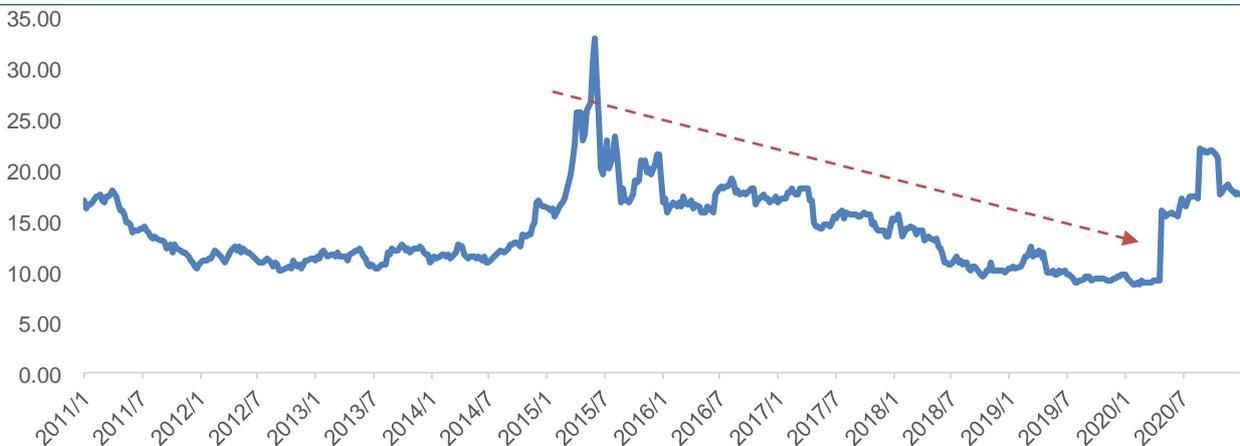
也就是说，改扩建期间路产收入下滑并不是什么值得担心的事情，反倒是收入不下滑可能意味着该路段改扩建的时间点太早。

4. 改扩建周期到来将对高速公路板块估值产生持续性影响

长期以来，市场对于进行改扩建项目的高速公路公司往往给予估值折价，这一方面是由于高速公路改扩建不但开支巨大，还会在改扩建期间还会明显影响相关路产的通行费收入，导致改扩建期间公司业绩下滑；另一方面，改扩建较早的路产实际的年限延长并不明显，2010 年之前就完成改扩建的高速公路通过改扩建实际延长的年限都不超过 10 年，改扩建的收益率相对受限。

与往年高速公路少量的改扩建相比，随着高速公路路龄的增长，路网中的主干道进入了一个需要改扩建也适合进行改扩建的时间区间。需要改扩建是因为车流量逐步提升，已经开始冲击传统四车道高速的承载上限；适合改扩建是指主干高速公路进入收费末期，剩余年限少，在通过改扩建重新核定年限的情况下实际能够获得的年限延长非常明显。

图 16：行业 PE 估值（TTM）已经降至历史低位（2020 年受疫情影响 PE 不具参考性）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

不考虑 2020 年疫情期间高速公路免费的影响，则高速行业的 PE 估值水平已经降至历史最低位。我们认为改扩建周期的到来有望提升行业的整体估值水平。

■ 改扩建周期的到来给予了行业一个优秀的再投资方向

高速公路行业现金流相当充裕。由于折旧不占现金流，即使是高分红的高速公路企业每年依旧会有大量可用现金剩余，因而自由现金流如何进行有效的再投资始终是困扰行业的一大难题。

一般来说，高速公路对自由现金的处理方式无非是投入各类理财产品（暂不投资），投资新的路产（本行业投资），以及跨行业投资。事实证明，高速公路企业最适合的还是专注主业投资。而改扩建项目较大的资本开支和较高的收益率非常符合高速公路企业的投资方向。

■ 主要路产改扩建将显著缓解资产收费期限问题对估值的压制

若还未进行改扩建，高速公路公司主力路产的收费期限有很多已进入末期。试想对于一个主力路产收费年限不足的公司，是很难给予高 PE 的。而进行改扩建重新核定收费期限后，主力路产的收费期限将延长至 20 年以上，公司持续经营压力大幅缓解，年限问题对的估值压制也将阶段性解除。

高速公路行业虽然是弱周期行业，但也有着自身的周期，而这一周期与投资的路产占据的区位直接相关。若投资建设的路产以区位优秀的干线为主，则行业处于上升周期，若新建路产的地理区位越来越偏远，则行业进入下行周期。经历了长期的周期下行后，随着改扩建周期的到来，资本开支重新回到区位优秀的主干线路上来，我们认为这代表着行业大周期的阶段性回升。

5. 风险提示

行业政策出现重大变化、宏观经济增速下滑、补偿政策不及预期。

分析师简介

曹奕丰

复旦大复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，5年投资研究经验，曾就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现担任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019年5月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526