

铁路公路

报告日期：2022年11月22日

短期疫情不改股息价值，中长期经营依然稳健

——高速公路行业分析

投资要点

□ 回顾 2022 年，公路行业主要受疫情反复扰动影响

客车方面，2022 年 3 月以来全国各地多发疫情，“非必要不出行”等相关措施影响下，3-5 月全国高速公路客车流量同比-36%、-49%、-39%。货车方面，4 月份部分区域对高速公路收费口及服务区的合理限制短期对货车高速公路正常通行形成了一定负面影响，但后续交通部坚持精准施策强化通行保障，整体看刚性物资运输车流影响有限，3-5 月全国高速公路货车流量同比-11%、-11%、-8%。

□ 高速公路行业或短期承压，但不减稳健分红价值

根据交通部数据统计，高速公路车流量 6-8 月同比增速分别为-10%、11%、14%，疫情边际改善有望带来公路运输恢复，催化公司路产主业回暖。据新华社报道，国常会要求 22Q4 收费公路货车通行费减免 10%。此次减免是在继续执行现有各类通行费减免优惠政策的基础上，全国收费公路统一对货车通行费再减免 10%。尽管对于高速公路公司，其单价收入短期承压，但由于收费价格下降，带动货车车流增加，或可形成一定对冲，而且参考 2020 年对分红价值或影响有限。

□ 短期明年看利空因素影响出清，行业经营有望加速反弹

国务院疫情防控“新二十条”要求更加科学精准做好防疫工作，加大“一刀切”、层层加码问题整改力度，严禁未经批准阻断交通等行为。交通部相应第一时间起草发布疫情防控政策文件，要求全力以赴保障交通网络畅通，加强公路网运行监测分析，及时督办转办不通不畅问题，坚决防止擅自关闭关停交通基础设施、过度通行管控问题反弹。由于我们分析今年疫情对车流量影响主要是疫情及局部不合理措施导致，因此只要防疫更趋于精准化，公路车流量就有望加速修复。此外费率端，我们认为四季度收费公路货车通行费减免 10%或为缓解今年上游制造业企业成本压力，影响偏短期。所以，综合量和价两方面，我们认为明年压制公路行业基本面以及情绪估值的利空因素有望出清，经营层面将迎来低基数之下的反弹。

□ 中长期看，高速公路增长具备强稳健性及韧性

收费公路业务业绩增长的驱动主要来自于车流量的增长，其中客车增长驱动来自车辆保有量及出行频次，对经济周期敏感度较低，原因在于经济波动主要对居民购车均价存在影响，但对客车出行频次基本上不存在影响；货车增长驱动来自社会物流总额及单车装载率，社会物流总额客观受到一定程度经济周期影响，但近年来公路治超行动不断，单车装载率降低带来出车频次增加。此外，我国高速公路不涉及跨境车辆的流通，且公路集疏港货运量占公路总货运量比例极低。综上，中长期看，高速公路增长具备强稳健性及韧性。

□ 投资建议：绝对收益回归，看好山东高速、招商公路，关注宁沪高速、粤高速

A、深高速

推荐板块稳增长、高股息头部标的。看好改扩建接近回升叠加 20-24 年每年 60% 分红比例承诺托底的山东高速，以及全国布局、多维产业链拓展的成长性标的招商公路；此外关注区位壁垒明显的高股息标的宁沪高速、粤高速 A、深高速。

□ 风险提示：疫情影响反复；车流增长不及预期；货车收费减免时长超预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003
kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：冯思齐

fengsiqi@stocke.com.cn

相关报告

1 《交运高股息标的绝对收益深度分析：低估值叠加高股息赋能防风险，关注公路铁路稳健龙头》2022.02.11

2 《高速公路行业分析：回调后公路估值短期触底，中报乐观稳健特性凸显》2021.07.27

3 《公路板块成长性框架专题：守正出奇，源远流长》2021.01.19

表1: A股高速公路板块龙头标的分红情况梳理

项目	600377.SH	600350.SH	001965.SZ	000429.SZ	600548.SH
	宁沪高速	山东高速	招商公路	粤高速 A	深高速
2022/11/22 收盘市值(亿元)	389	270	498	153	181
归母净利润(亿元)	36.42	33.48	51.91	15.71	28.42
对应 PE	10.68	8.07	9.59	9.72	6.35
2022E 现金分红(亿元)	24.18	20.09	31.15	11.00	15.63
分红比例	66%	60%	60%	70%	55%
对应股息率	6.22%	7.43%	6.25%	7.21%	8.66%
归母净利润(亿元)	39.83	39.85	60.65	16.80	30.33
对应 PE	9.76	6.78	8.21	9.09	5.95
2023E 现金分红(亿元)	25.19	23.91	36.39	11.76	16.68
分红比例	63%	60%	60%	70%	55%
对应股息率	6.48%	8.84%	7.31%	7.70%	9.24%
归母净利润(亿元)	42.57	44.68	67.62	17.87	32.25
对应 PE	9.14	6.05	7.36	8.54	5.60
2024E 现金分红(亿元)	26.20	26.81	40.57	12.51	17.74
分红比例	62%	60%	60%	70%	55%
对应股息率	6.74%	9.92%	8.15%	8.20%	9.82%
分红情况	2017-2021 年分别 0.44 元/0.46 元/0.46 元/0.46 元/0.46 元		2021 年分红比例 43%，预期后续或进一步提升	承诺 2021-2023 年分红比例 70%	承诺 2021-2023 年分红比例 55%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 盈利预测为浙商交运团队预测值

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>