

标配（首次）

## 高股息低波动，高速公路板块确定性凸显

高速公路行业深度报告

2024年1月17日

### 投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

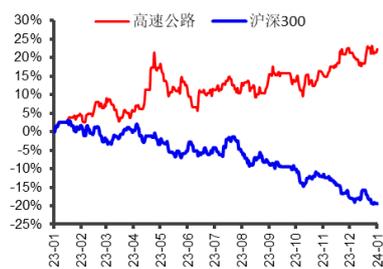
■ **不确定性中寻找确定性。**2023年以来国内经济整体呈波动复苏趋势，经济复苏的不确定性与预期分歧导致市场整体波动明显。我们试图在不确定性中寻找确定的收益，探讨利率下降与不确定性增加背景下高速公路行业存在的机会。

■ **高速公路板块介绍。**高速公路对于促进基础设施互联互通、构建陆海双向对外开放走廊、改善区域经济纵深发展条件、增强主要城市群辐射带动能力、促进东中西协调发展和贫困地区脱贫攻坚，均具有重要意义。经历了三十年的飞速发展，我国高速公路路网规划已基本建成，路网里程增速放缓，资本开支减少，高速公路行业进入成熟期。高速公路盈利主要受到价格、流量、成本和政策影响。在收入端，影响高速公路的主要是价格、收费里程和车流量。在成本端，主要系运营及财务成本，以及在改扩建时产生的成本。由于成熟的高速路网成本主要为折旧摊销（占总成本超六成）和运营成本，而收入端车流趋于稳定，高速公路上市公司盈利稳定。

■ **政策潜力：**现行《收费公路管理条例》为2004年版，近年来大量建于上世纪90年代的收费公路已接近收费期限，无论是经营性公路的维护管养收费问题还是政府还贷公路“统贷统还”问题，均需要新的法律法规来解决。2022年粤高速公司管理的广佛高速已到期转入免费使用，但维护管养仍由上市公司负责，具体费用给付仍是政府悬而未决的重要问题。随着2023年后早期修建的收费公路逐渐到达经营期限，巨大的债务压力或推动政策加速出台。2013年以来交通运输部已起草三版修订稿，2022年、2023年被列为年内完成部内工作或者公布的立法项目，2023-2024年行业压力加重，新版《收费公路管理条例》有望加速落地。参考2018年《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，有望延长收费公路经营期限，解决大量高速公路上市企业的中长期盈利期限问题。

■ **投资策略：首次覆盖，给予行业整体“标配”评级。**高速公路行业自身低估值高分红，具有较强的防御属性。我们复盘近十年高速公路行业相对沪深300指数收益率发现，当沪深300表现强劲时高速公路板块相对收益率往往较低，而当沪深300表现较弱时高速公路板块通常能实现较高的相对收益率，这或许与高速公路高股息、收益稳定有关，当市场整体下行时，资金更青睐于确定性的收益。此外，高速公路板块高股息率标的通常能提供跑赢十年期国债收益率的股息率，在市场整体表现疲软时低波动行情表现往往能跑赢大盘指数取得较高的相对收益，在当前宏观经济复苏预期不强烈、市场不确定性较高的情况下存在着稳定的股息收益和较大的市值增长潜力。2023年以来国内经济复苏动能不足，光伏、

### 申万高速公路指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

地产等高速公路公司主要投资的非主营业务方向回报率下降，再投资收益率较低，而高速公路公司现金流稳定，我们认为高速公路高股息公司将维持较高的分红比例。整体来看，高速公路板块高股息标的拥有着较强的防御属性，有望在不确定性的市场中实现确定性的收益。由于股息率可以简化为每股股利除以股价，若高速公路板块行情走弱则股息率收益将提升，考虑到2023年以来险资等中长线资金逐步入市，对于低波动、高分红的高股息标的存在一定偏好，我们认为将对高股息标的行情起到一定支撑。建议关注：皖通高速（600012）、招商公路（001965）、粤高速A（000429）、宁沪高速（600377）、山东高速（600350）、深高速（600548）、四川成渝（601107）。

- **风险提示：**行业政策更新不及预期、路产收费期限到期、空铁水运分流加剧、宏观经济波动、自然灾害等风险。

## 目录

1、高速公路板块基础情况	5
1.1 高速公路盈利模型	5
1.2 高速公路行业现状分析	8
2、低估值高分红，确定性收益强化市场下行阶段防御属性	9
3、高速公路投资有望增长，政策更新可期	14
3.1 公路等基建投资有望增长	14
3.2 收费公路管理政策更新值得期待	16
4、投资策略	18
5、风险提示	19

## 插图目录

图 1：2022 年营业性货物货运量（亿吨，%）	5
图 2：2022 年旅客运输量（亿人，%）	5
图 3：2022 年末全国公路里程构成	5
图 4：高速公路盈利模型	6
图 5：经济发达区域高速公路单公里收入更高	7
图 6：粤高速营业成本（百万元）	7
图 7：粤高速三费支出（百万元）	7
图 8：我国高速公路网络经过三十年的飞速发展已趋于成熟	8
图 9：还贷性及经营性高速公路里程（公里）	8
图 10：全国民用汽车保有量（万辆）	8
图 11：高速公路通行费收入（亿元）	9
图 12：高速公路板块营收及同比变化（元，%）	9
图 13：高速公路归母净利润及同比变化（元，%）	9
图 14：2022 年高速公路板块上市公司销售毛利率与净利率（%）	10
图 15：高速公路板块 PE 估值走势	10
图 16：高速公路板块 PB 估值走势	10
图 17：近五年高速公路板块走势对比沪深 300 指数（截至 2024 年 1 月 15 日）	13
图 18：近十年高速公路对比沪深 300 收益率（%）	13
图 19：十年期国债到期收益率逐渐下降（截至 2024 年 1 月 15 日）	13
图 20：公路基建投资完成额呈现逆周期属性	14
图 21：高速公路基建投资呈现逆周期属性	14
图 22：2023 年制造业 PMI 长期处于荣枯线以下	14
图 23：地产开工面积大幅下降	14
图 24：2023 年出口额同比下降	15
图 25：消费预期有所下降	15
图 26：国家高速公路网络布局方案图	15
图 27：高速公路 2021 年经营支出占比（%）	16
图 28：高速公路收支平衡结果（亿元）	16
图 29：高速公路建设投资总额（万元）	17
图 30：高速公路各年末债务余额（万元）	17

## 表格目录

---

表 1：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例（%） .....	11
表 2：高速公路板块 A 股上市公司股息率（%，均以 2024 年 1 月 15 日收盘价计算） .....	12
表 3：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/1/15） .....	19

## 1、高速公路板块基础情况

### 1.1 高速公路盈利模型

公路运输是我国客货运输的核心方式，高速公路是连接各区域的经济命脉。根据《2022年交通运输行业发展统计公报》，公路运输目前是我国客货流动的主要方式。2022年我国公路旅客营业性运输量达35.46亿人次，占旅客总运输量约63.47%，货运量达371.19亿吨，占营业性货物总运输量约73.27%。截至2022年，我国公路网路中，高速公路里程仅占公路总里程的3.3%，但高速公路对于促进基础设施互联互通、构建陆海双向对外开放走廊、改善区域经济纵深发展条件、增强主要城市群辐射带动能力、促进东中西协调发展和贫困地区脱贫攻坚，均具有重要意义。

我国的公路可按技术等级划分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路、四级公路及等外公路。高速公路分为经营性公路和政府还贷型公路。经营性公路是指由国内外经济组织投资建设，经批准依法收取车辆通行费的公路，而政府还贷公路是县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人集资建成的公路。

图 1：2022 年营业性货物货运量（亿吨，%）

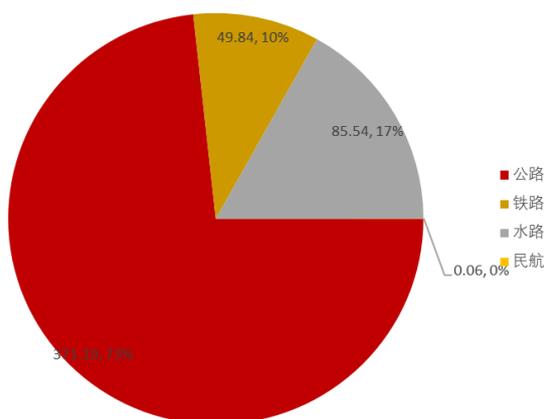
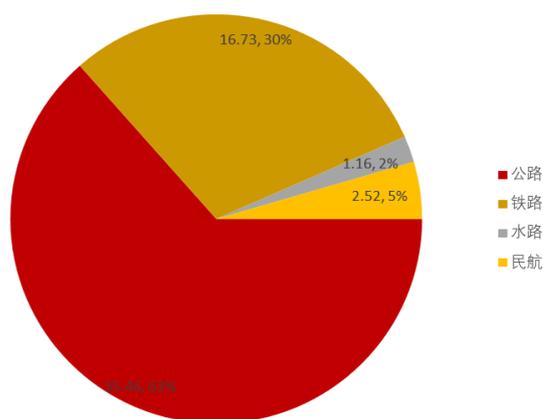


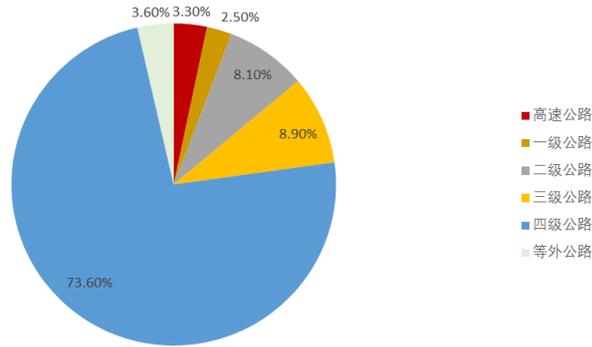
图 2：2022 年旅客运输量（亿人，%）



资料来源：《2022 年交通运输行业发展统计公报》，东莞证券研究所

资料来源：《2022 年交通运输行业发展统计公报》，东莞证券研究所

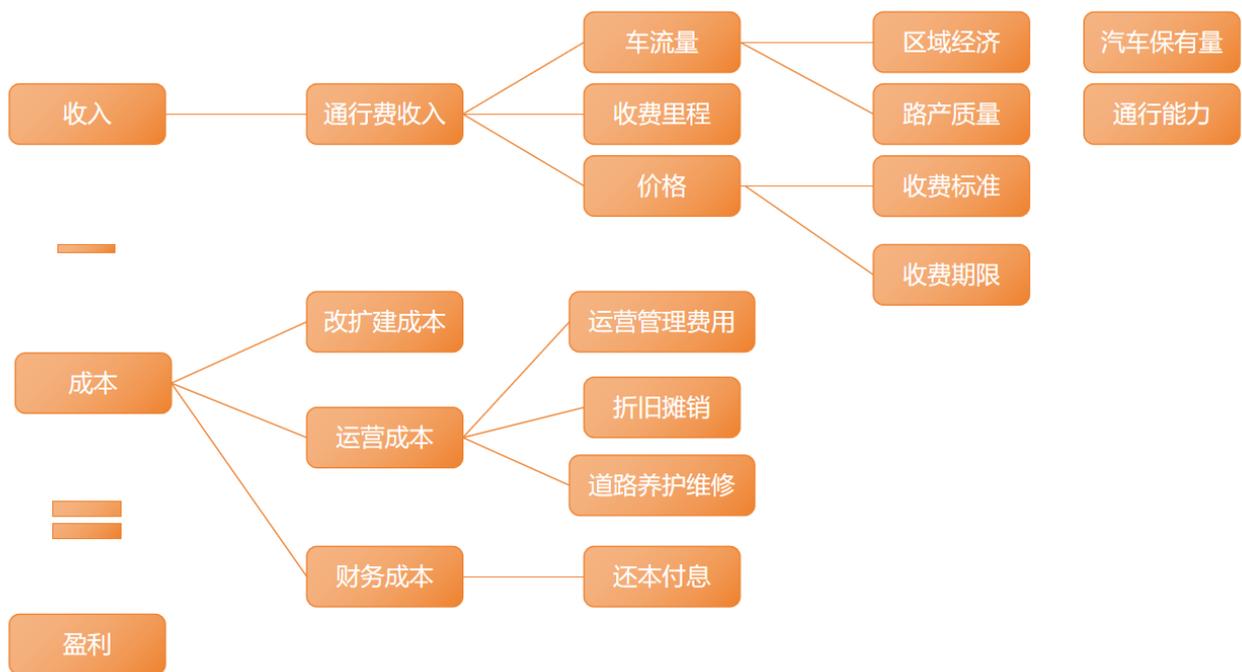
图 3：2022 年末全国公路里程构成



资料来源：《2022 年交通运输行业发展统计公报》，东莞证券研究所

**高速公路盈利模型分析。**高速公路盈利主要受到价格、流量、成本和政策影响。在收入端，影响高速公路的主要是价格、收费里程和车流量。在成本端，主要系运营及财务成本，以及在改扩建时产生的成本。

图 4：高速公路盈利模型

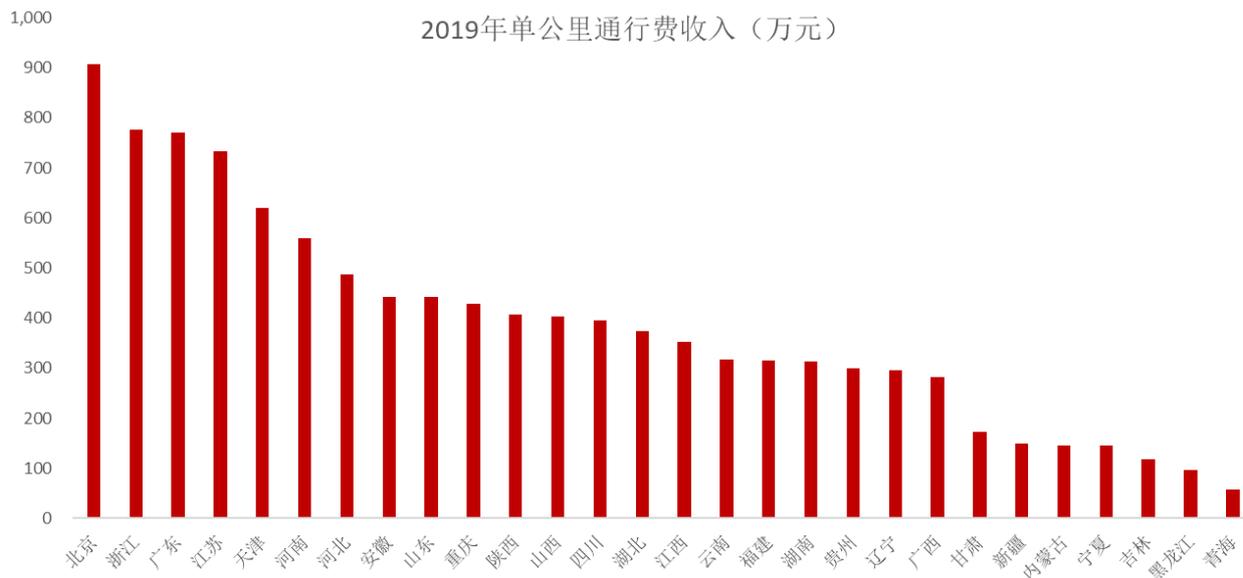


资料来源：东莞证券研究所

**高速公路收入=客货车通行费费率\*行驶里程\*客货车流量。**价格方面，由于高速公路具有的民用属性，自身不具有定价权。根据 2019 年下半年实行的《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，鼓励减少空载。近年的政府工作报告均提出降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效的要求，高速公路较难提价。由于收费标准和收费里程基本固定，高速公路收入主要由车流量决定。为了便于理解，我们把影响车流的因素简单划分为区域经济和路产质量。高速公路网络通常为连接数个经济区域或绕城高速网络，高速公路所在区位的经济因素在很大程度上决定了车流量的多少，而改扩建提升路产质量有助于车流增长。

经济发达省份路网密集，收费更高。分省份来看，经济发达省市的单公里通行费收入存在明显差异，北京、天津、浙江、江苏和广东等经济发达省市单公里收入大幅领先，其周边省份单公里通行费收入同样靠前。在通行费定价固定的情况下，经济发达省市汽车保有量及客货运输需求庞大，带动通行费收入上涨，并对周边省市存在辐射作用。A股高速公路上市公司拥有的路产多位于经济发达省份，投资回报率较高，现金流稳定。

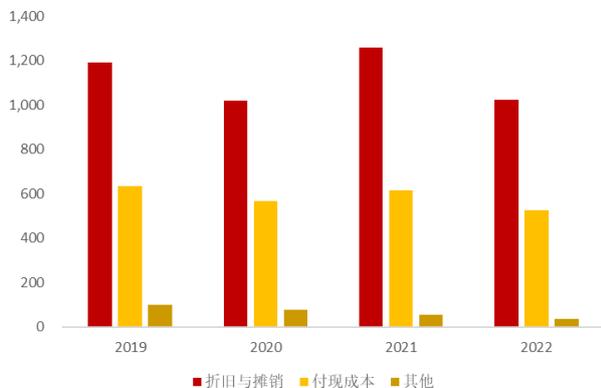
图 5：经济发达区域高速公路单公里收入更高



资料来源：Wind，东莞证券研究所

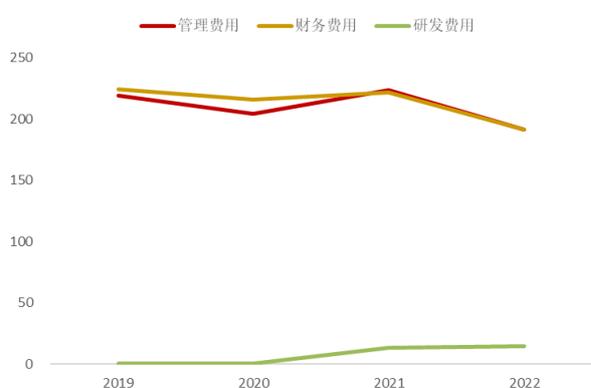
成本端较为稳定，主要为折旧摊销、运营成本和财务成本。成本方面主要包含运营管理、还本付息、养护管理、改扩建、税费等费用。此外，高速公路盈利还需减去绿色通道减免、节假日小型客车减免及其他政策性减免等费用。路产成熟的高速公路公司，成本通常较为稳定。以公路业务占比超 95%的粤高速为例，2019-2022 年，折旧摊销均占据公司营业成本的 60%以上，费用方面，管理与财务费用较为稳定。

图 6：粤高速营业成本（百万元）



资料来源：粤高速 2019-2022 年报，东莞证券研究所

图 7：粤高速三费支出（百万元）



资料来源：粤高速 2019-2022 年报，东莞证券研究所

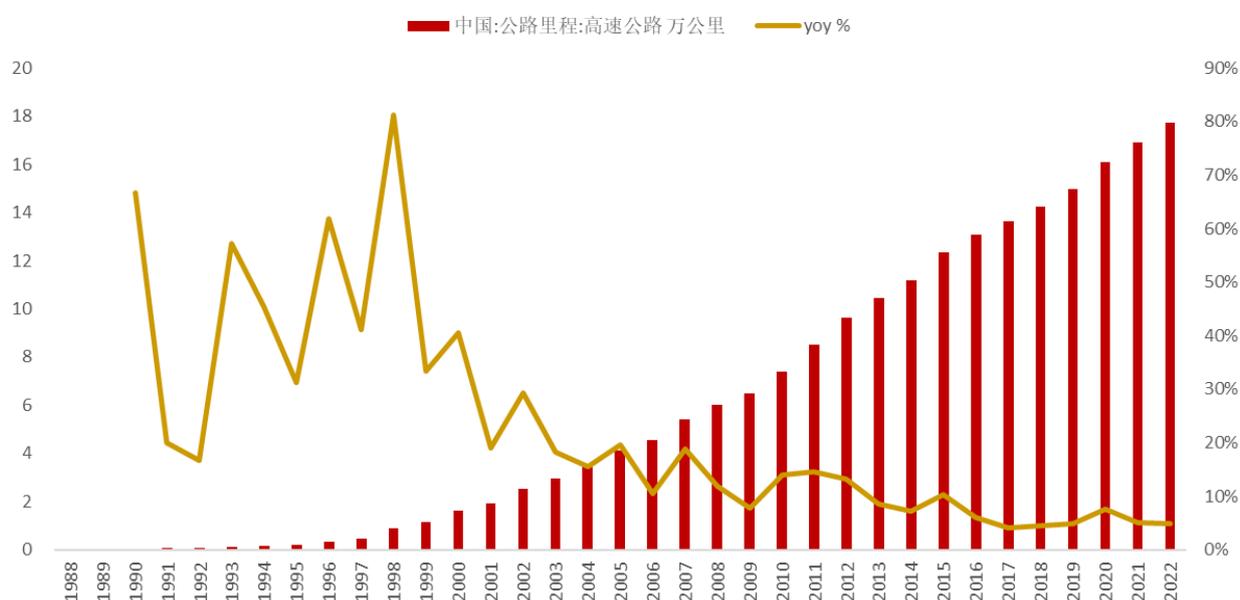
综合来看，高速公路价格与成本相对固定，通行费收入的增长通常取决于量的增长。在

价格固定的情况下，影响高速公路通行费收入的为客货车流量和收费里程，高速公路公司可以通过收并购或投资新建来增加收费里程，也可以通过改扩建来提升路产质量，吸引车流量增长，但二者均会带来成本的上升。

## 1.2 高速公路行业现状分析

**高速路网已趋于成熟，里程增速放缓。**我国高速公路的发展较快，1988年通车的沪嘉、沈大两条高速公路为我国高速公路里程零的突破，此后十余年间高速公路进入了里程快速增长阶段。在1988年到2002年间，我国高速公路里程复合增长率达48.39%，从2003年到2012年增速有所放缓，复合增长率为13.95%，此后高速路网逐渐成熟，新增高速里程增速有所下降，但仍维持正增长。

图 8：我国高速公路网络经过三十年的飞速发展已趋于成熟

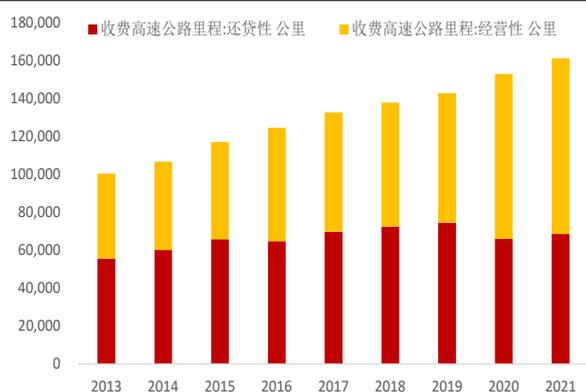


资料来源：Wind，东莞证券研究所

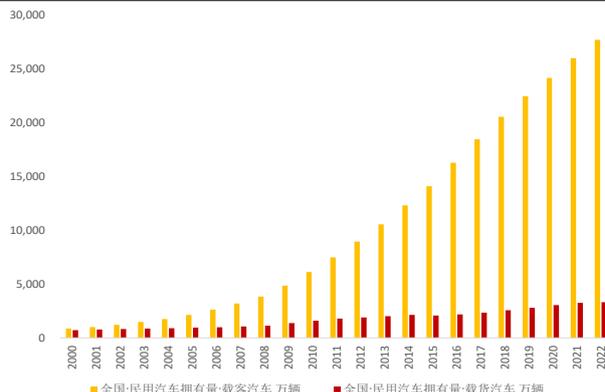
**路网里程与汽车保有量持续上涨，收费公路经营收入有望持续上涨。**近年来高速公路里程增速相对放缓，主要系行业整体收益较差，负债高，政策指导下车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份较难新建收费公路。具体来看，影响集中在政府还贷型公路，而经营性公路追求投资回报，对资产质量有较高的要求，近年来经营性公路里程仍保持较快增长。截至2021年，经营性高速公路里程达92616公里，较2013年增长107.13%。从量的角度看，我国汽车保有量增速放缓但维持正增长，推动高速公路通行费增长。

图 9：还贷性及经营性高速公路里程（公里）

图 10：全国民用汽车保有量（万辆）

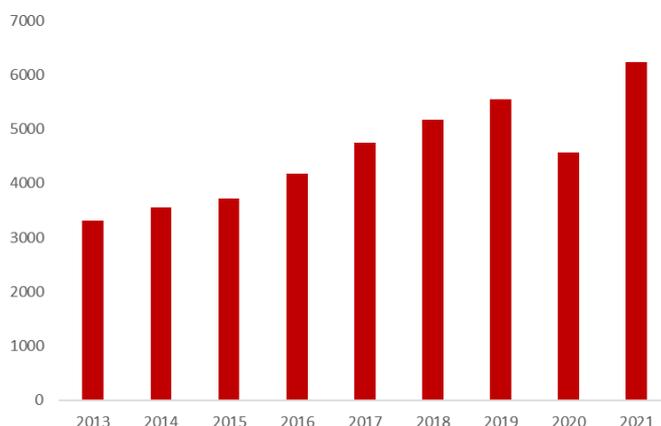


资料来源: iFind , 东莞证券研究所



资料来源: iFind , 东莞证券研究所

图 11: 高速公路通行费收入（亿元）



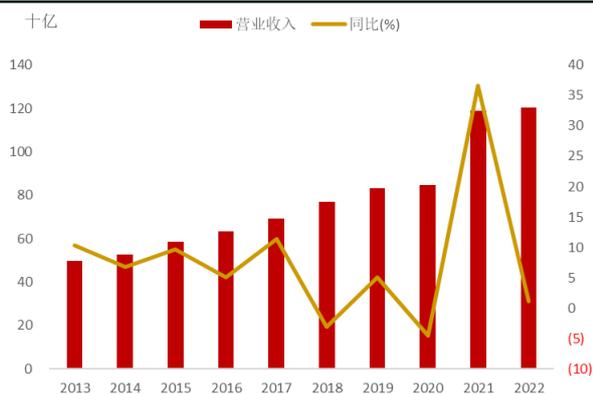
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

## 2、低估值高分红，确定性收益强化市场下行阶段防御属性

**高速公路板块业绩稳步增长。**高速公路板块收入主要取决于宏观经济状况与路产区位情况，具有强现金流、低业绩波动的特点。2013 年至 2022 年，高速公路板块收入复合年均增长率为 10.33%，仅 2018 年、2020 年收入同比增速为负；近十年归母净利润复合年均增长率为 7.79%，主要系 2020 年疫情影响跨省车流及 2022 年四季度对收费公路的所有货车减免 10%通行费。整体来看，近十年高速公路板块公司业绩呈持续增长趋势。

图 12: 高速公路板块营收及同比变化（元，%）

图 13: 高速公路归母净利润及同比变化（元，%）



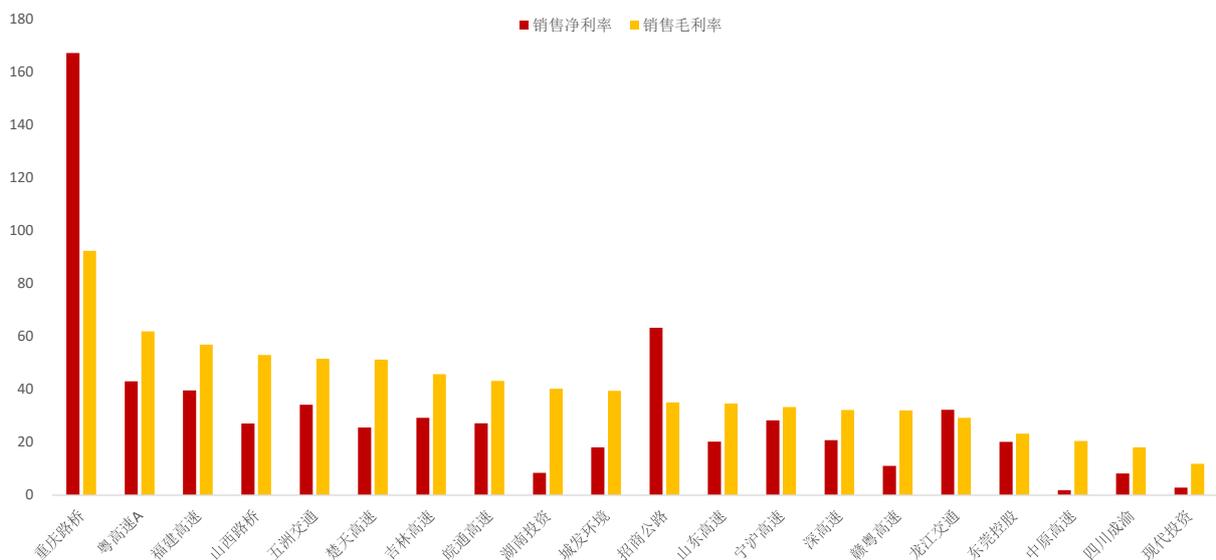
资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

高速公路板块上市公司路产较为优质, 盈利能力较强。上市公司拥有多条优质经营性路产, 且路产普遍进入成熟期, 成本主要为折旧摊销和运营成本, 盈利能力较强。2022 年高速公路板块上市公司销售毛利率中位数为 37.27%, 销售净利率中位数为 26.37%。

图 14: 2022 年高速公路板块上市公司销售毛利率与净利率 (%)

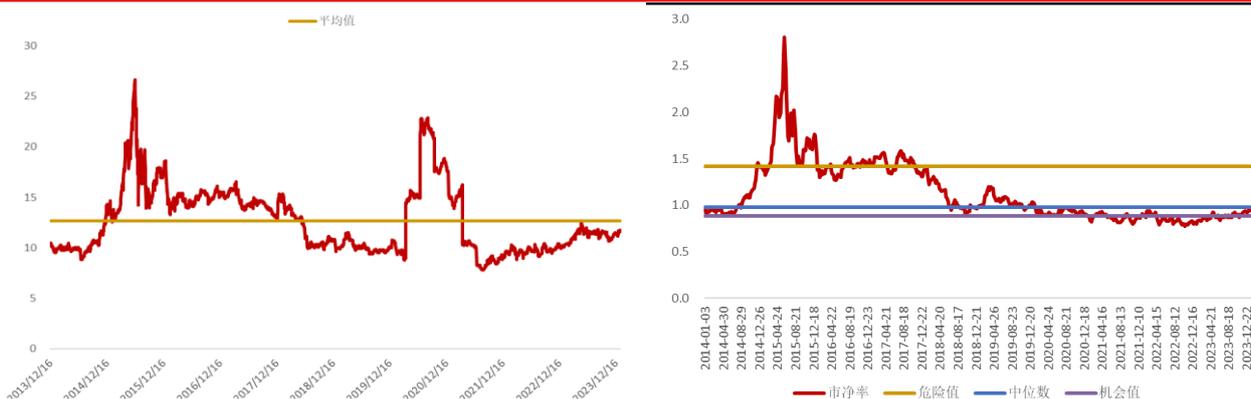


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

行业估值仍处于较低水平, 疫情以来高速公路板块处于破净状态。高速公路板块估值长期处于较低水平, 近五年高速公路板块 PE 估值大部分时间处于平均值以下, 截至 2024 年 1 月 15 日, 高速公路板块 PE 估值为 11.74 倍, 低于 12.67 倍的平均估值。2020 年以来, 板块 PB 估值持续处于破净状态, 截至 2024 年 1 月 15 日, 高速公路板块 PB 估值为 0.95 倍。

图 15: 高速公路板块 PE 估值走势

图 16: 高速公路板块 PB 估值走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据均截止至 2024 年 1 月 15 日

**再投资收益下降，分红比例逐渐提高。**板块上市公司普遍进入成熟期，资本开支放缓，主要路产盈利能力强劲，现金流充足。但近年来通胀及人力等成本提高导致高速公路单公路造价持续上涨，高速公路公司缺乏通行费定价权，继续投资建造高速公路的收益率下降，高速公路公司更多选择提高分红比例。近年来，高速公路上市公司分红比例普遍提升。其中，粤高速分红比例长期保持在 70%，2018 年至 2022 年山东高速分红比例从 36%提升至 67%，皖通高速从 37%提高至 63%，招商公路从 40%提高至 53%，宁沪高速 2022 年分红比例较 2018 年提高近 9%。2022 年，高速公路板块上市公司中，有 7 家现金分红比例超 50%。考虑到短期内经济不确定性较大，再投资预期收益率下降，我们认为高速公路公司在缺乏优质产业投资选择的情况下或继续加大现金分红比例。

表 1：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例 (%)

代码	简称	2018	2019	2020	2021	2022
000429.SZ	粤高速 A	70.0664	70.1017	70.1077	70.0867	70.0718
600350.SH	山东高速	36.1178	60.0686	89.6638	63.0500	67.6255
600012.SH	皖通高速	36.9223	34.7576	41.5339	60.2467	63.1297
600377.SH	宁沪高速	52.9489	55.1792	94.0407	55.4553	62.2259
601188.SH	龙江交通	30.0742	57.8259	30.3044	59.8053	60.3422
001965.SZ	招商公路	40.1341	39.9829	49.2012	42.9870	52.6811
600548.SH	深高速	45.0094	45.3694	45.6423	51.8782	50.0228
600033.SH	福建高速	56.1217	16.5809	60.6882	49.6443	48.9842
601107.SH	四川成渝	36.0110	31.0701	36.2720	18.0021	40.1237
000900.SZ	现代投资	23.6260	24.8770	46.2671	38.9155	35.0847
600269.SH	赣粤高速	19.9871	31.4777	88.6774	31.4141	33.5560
000828.SZ	东莞控股	26.5757	29.0399	28.4734	30.1916	31.3516
600035.SH	楚天高速	42.7744	42.4921	34.7384	30.4534	31.1932
600020.SH	中原高速	30.6663	8.9270	32.4497	30.2282	30.3937
600106.SH	重庆路桥	32.7205	32.3588	30.4135	30.1438	30.1305
000548.SZ	湖南投资	24.8105		11.4958	19.2419	28.5591
600368.SH	五洲交通	30.2553	10.2598	30.1231	30.1564	10.0606
000885.SZ	城发环境	19.5998	10.0209	10.0364	10.0034	10.0306
000755.SZ	山西路桥					

601518.SH	吉林高速	10.5292			10.1777	
-----------	------	---------	--	--	---------	--

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**粤高速等部分 A 股高速公路高股息标的股息率跑赢十年期国债收益率。**高速公路上市公司现金流强劲，同时存在低波动和高分红等特点，导致高速公路板块部分标的股息率较高，部分高股息标的股息率跑赢十年期国债平均收益率。其中，深高速、粤高速、宁沪高速近五年股息率（均以 2024 年 1 月 15 日收盘价计算）均跑赢当年的十年期国债平均收益率，山东高速 2019 年起大幅上调分红比例带动股息率破 5%。

表 2：高速公路板块 A 股上市公司股息率（%，均以 2024 年 1 月 15 日收盘价计算）

代码	简称	2018	2019	2020	2021	2022
600350.SH	山东高速	2.9545	5.0802	5.0802	5.3476	5.3476
600548.SH	深高速	7.5693	5.5437	4.5842	6.6098	4.9254
000429.SZ	粤高速 A	6.2653	4.7046	3.2441	6.3545	4.7715
600012.SH	皖通高速	2.1331	1.9625	1.9625	4.6928	4.6928
600033.SH	福建高速	4.5593	1.5198	3.0395	4.5593	4.5593
001965.SZ	招商公路	2.5400	2.8000	1.7700	3.4600	4.1400
600377.SH	宁沪高速	4.0780	4.0780	4.0780	4.0780	4.0780
600035.SH	楚天高速	2.7295	3.9702	1.7370	3.4739	3.4739
000900.SZ	现代投资	3.7975	4.0506	4.0506	4.0506	2.5316
000828.SZ	东莞控股	2.6265	2.9183	2.4319	2.6265	2.4319
600269.SH	赣粤高速	2.3529	3.5294	4.7059	2.8235	2.3529
601107.SH	四川成渝	2.2075	2.4283	1.7660	2.4283	2.2075
000885.SZ	城发环境	2.0105	1.1014	0.8392	1.3112	1.4423
601188.SH	龙江交通	1.5436	3.5794	1.0291	1.7226	1.2752
600368.SH	五洲交通	2.7273	1.9139	3.6124	4.4976	1.2440
600106.SH	重庆路桥	1.0772	1.0772	0.8360	0.9325	0.7395
600020.SH	中原高速	2.8912	1.5385	0.9284	2.6525	0.5040
000548.SZ	湖南投资	0.3636		0.3636	0.3636	0.3636
601518.SH	吉林高速	0.6934			0.8759	
000755.SZ	山西路桥					

资料来源：Wind，东莞证券研究所

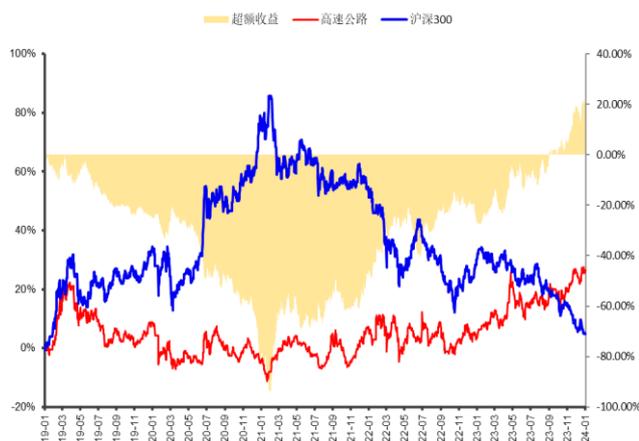
注：标黄为股息率跑赢当年十年期国债平均收益率的个股

**市场疲软时高速公路板块通常能跑赢大盘指数。**从 2013 年至今，高速公路板块表现出明显的逆周期属性，市场整体下行阶段高速公路板块相对沪深 300 指数超额收益大幅提升。回顾近十年申万高速公路板块与沪深 300 板块收益率，我们发现当沪深 300 表现强劲时高速公路板块相对收益率往往较低，而当沪深 300 表现较弱时高速公路板块通常能实现较高的相对收益率。这或许与高速公路高股息、收益稳定有关，当市场整体下行时，资金更青睐于确定性的收益。

**低估值、高股息，低利率环境下高速公路高股息标的吸引力提升。**综合来看，高速公路

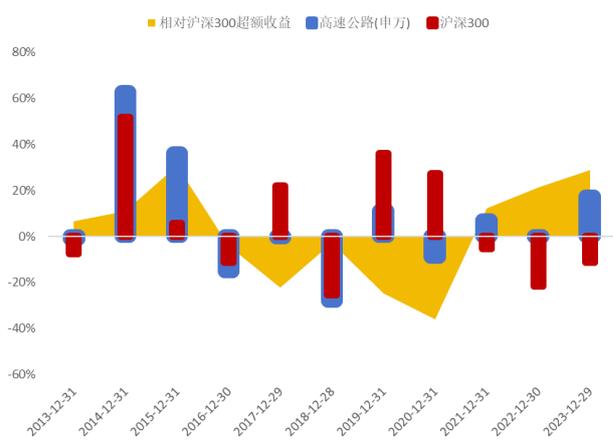
板块高股息率标的通常能提供跑赢十年期国债收益率的股息率，且市场整体表现疲软时低波动行情表现往往能跑赢大盘指数取得较高的相对收益，在当前宏观经济复苏预期不强烈、市场不确定性较高的情况下存在着稳定的股息收益和较大的市值增长潜力。自2013年以来，中国十年期国债到期收益率逐渐下降，经济弱复苏环境下预计短期内仍将保持低利率环境，高股息标的投资收益预期较高、波动可控，在不确定性较高的市场环境中仍是优质的投资标的。长期来看，高速公路板块上市企业多为央国企，长期低估值高分红，中特估背景下估值有望迎来重构，我们建议适当加大对高速公路板块的关注。

图 17：近五年高速公路板块走势对比沪深 300 指数  
(截至 2024 年 1 月 15 日)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 18：近十年高速公路对比沪深 300 收益率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 19：十年期国债到期收益率逐渐下降 (截至 2024 年 1 月 15 日)



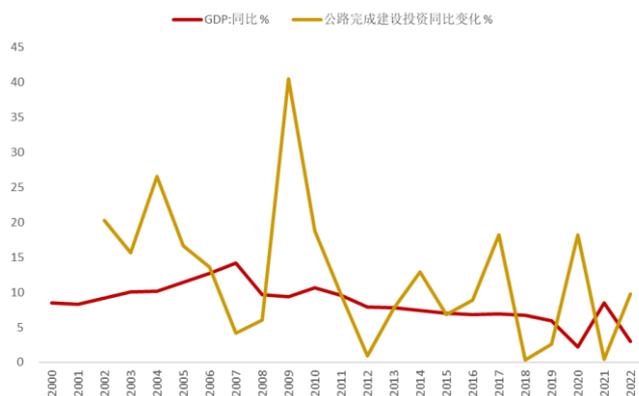
资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3、高速公路投资有望增长，政策更新可期

#### 3.1 公路等基建投资有望增长

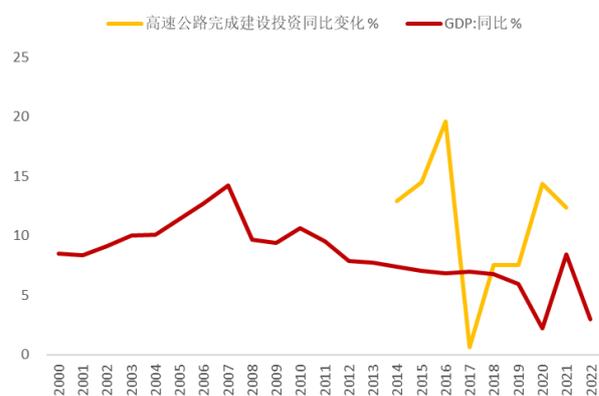
当经济下行时，公路基建投资有望增长。从近二十年的数据来看，公路建设投资增速呈现一定的逆周期属性，每当经济增速大幅下降或陷入滞涨，其后公路等基建投资完成额增速均提升，如 2008 年全球经济动荡后，2009 年我国公路完成建设投资额达 9668.75 亿元，同比增长 40.52%；2020 年初新冠疫情爆发，当年公路完成建设投资额达 25883 亿元，同比增长 18.21%，而此前两年的增速分别为 0.38%、2.62%。根据收费公路统计公报显示，近年来高速公路投资逆经济增长属性同样明显。2016 年，高速公路建设投资总额达 75857 亿元，同比增长 19.59%；2020 年高速公路建设投资总额达 100918 亿元，同比增长 14.37%。我们认为，当经济下行时，通过增加基建支出稳定经济、拉动需求或是政府的重要手段之一。

图 20：公路基建投资完成额呈现逆周期属性



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：高速公路基建投资呈现逆周期属性

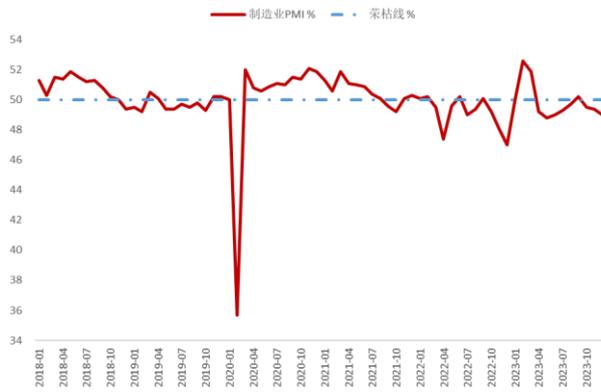


资料来源：iFind，东莞证券研究所

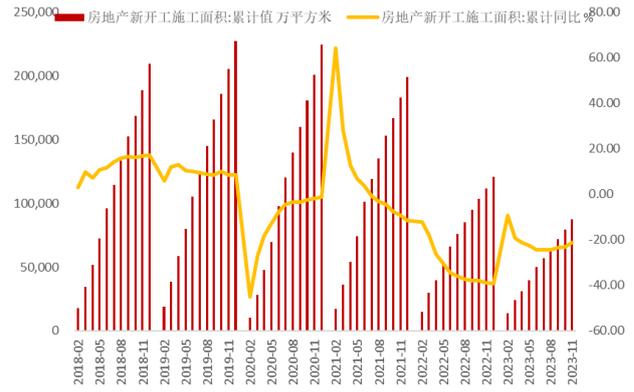
当前国内经济弱复苏，我们认为政府有概率扩大基建投资。2023 年，国内经济复苏表现不及预期，2023 年全年我国制造业 PMI 指数处于 50 以下，1 至 11 月地产开工面积同比下降 21.2%。近期全球宏观经济表现较弱，地缘政治冲突风险外溢影响全球供应链与能源安全，对出口与通胀均造成负面影响，前 11 个月出口总值（以美元计价）累计同比下降 5.2%，而国内消费预期指数较 2021 年仍有较大差距。2023 年 10 月 4 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，全部用于地方。考虑到 2023 年以来我国经济复苏缺乏足够动能，高速公路等基建投资有概率再次成为政府撬动投资、增加需求的选择，带动收费公路里程增长。

图 22：2023 年制造业 PMI 长期处于荣枯线以下

图 23：地产开工面积大幅下降

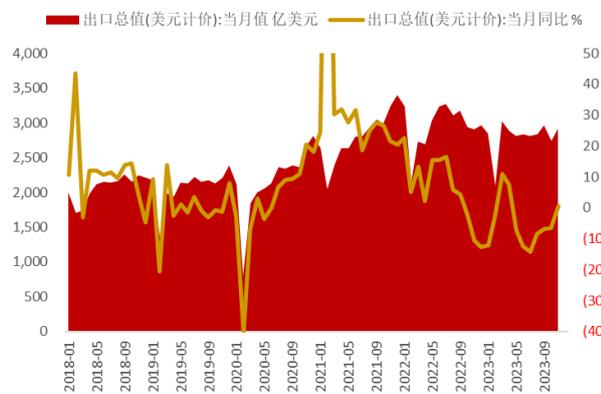


资料来源：iFind，东莞证券研究所



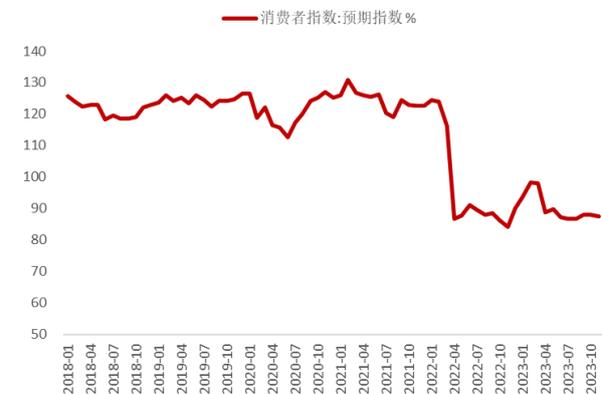
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：2023 年出口额同比下降



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 25：消费预期有所下降



资料来源：iFind，东莞证券研究所

东部路网基本建成，预计未来高速公路网络的发展重心将向西移动。国家高速公路网规划 7 条首都放射线、11 条北南纵线、18 条东西横线，即“71118”路网，以及 6 条地区环线、12 条都市圈环线、30 条城市绕城环线、31 条并行线、163 条联络线。目前 71118 路网已基本建成，东、中部经济发达地区高速路网密度较高，而西部地区路网密度较低，预计随着西部地区开发建设，高速公路网络建设重点将向西部移动。

图 26：国家高速公路网络布局方案图

附件3 国家高速公路网布局方案图



资料来源：中国政府网，交通部，东莞证券研究所

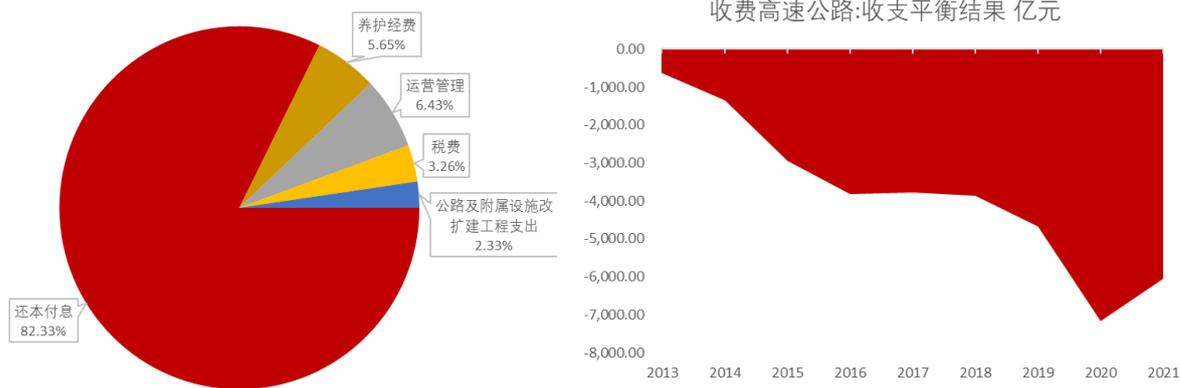
### 3.2 收费公路管理政策更新值得期待

现行的高速公路管理相关办法为 2004 年制定并实施的《收费公路管理条例》，经过二十年的发展，收费公路发展的环境又发生了深刻变化，亟需调整现行《条例》相关制度，保障收费公路可持续发展。当前，收费公路管理主要面临着以下问题：

**收支缺口快速扩大，难以吸引社会资本。**随着经济的发展，公路建设、维护管理的成本持续提高，但收费公路为政府定价，民生属性限制下高速公路通行费标准固定，长期投资回报率下降或难以吸引社会资金。我国收费高速公路平均建设投资已由 2013 年的每公里 0.7 亿元上升到 2020 年的每公里 1.3 亿元。高速公路作为重要基础设施，其建设、管理、养护、运营需要持续、大量的资金投入。截至 2021 年，收费高速公路通行费收入合计为 6232 亿元，经营支出合计为 12279 亿元，高速公路收支平衡出现了 6047 亿元的缺口，并较 2019 年扩大约 1373 亿元。高速公路成本持续扩大，2021 年高速公路经营支出中，养护、管理、税费和改扩建支出合计约 2169.84 亿元，约占当年通行费收入的三分之一，而还本付息费用约 10109 亿元，占经营成本的 82.33%。由于收费公路的公用属性较强，当前《条例》下提价较为困难，导致高速公路收支缺口持续扩大，难以吸引社会资本投入高速公路建设。

图 27：高速公路 2021 年经营支出占比（%）

图 28：高速公路收支平衡结果（亿元）



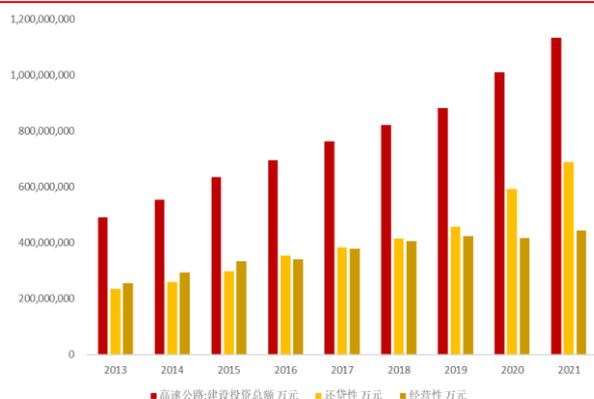
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

**收费公路期限及到期后管理问题。**当前部分早期建设的收费公路已临近经营期限，到期后需移交政府统一管理，但相关养护运营及费用支出等问题尚待解决。以广佛高速为例，根据粤高速 A 公告，广佛高速公路自 2022 年 3 月 3 日零时起停止收费，保留既有收费设施按照零费率方式照常运营，对通行本路段的所有车辆免收车辆通行费，并代为收取其他路段的车辆通行费。停止收费后，由广佛高速公路有限公司继续负责广佛高速公路的管理、养护，但相关费用的支出问题尚待厘清。如收归政府后按照普通公路运营由燃油税支付，目前普通公路收支缺口较大，公路路况良率较低，或难以保障高速公路正常运营维护。考虑到我国高速路网里程于 1993 年进入高速增长阶段，而目前政策规定经营性收费公路最大收费年限不得超过 30 年，预计未来数年内逐渐有重要高速路网进入到期免费，亟需政策调整解决免费后的道路管养问题。

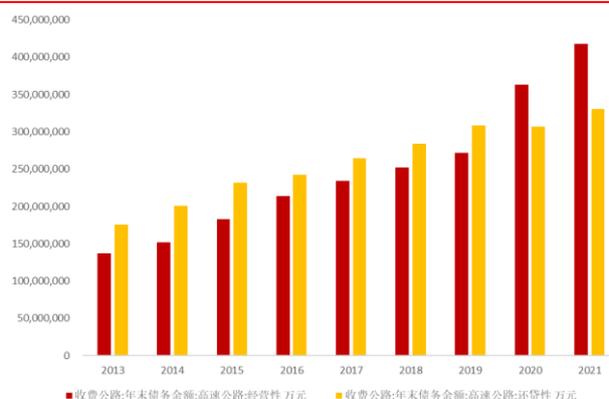
**债务总额快速扩大。**近三十年公路网络的快速建设积累了巨大的债务缺口，亟需解决。根据《2021 年全国收费公路统计》，2021 年高速公路投资建设总额达到 11.34 万亿元，同比增加 1.24 万亿元，高速公路债务余额为 7.49 万亿元，同比增长 7870 亿元。为解决收费公路的债务问题，需要进一步优化《收费公路条例》以化解区域债务风险。

图 29: 高速公路建设投资总额 (万元)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 30: 高速公路各年末债务余额 (万元)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

**收费公路管理条例有望更新。**为保障公路可持续发展的需要，2015 年交通部曾组织开展《条例》全面修订工作，并形成送审稿报送国务院，并于 2018 年通过深化研究，在 2015 年《收费公路管理条例（草案）》的基础上形成了新的征求意见稿。新版收费公路管理

条例（草案）提出多个重要修订：

- **限制收费公路规模盲目扩张。**新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路。
- **确定经营性公路收费期限延长。**经营性公路项目经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。
- **解决收费期满的经营性公路收费问题和统借统还问题。**将统借统还的范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”。
- **允许收费标准动态调整。**明确车辆通行费收费标准确定因素，明确收费公路可以实行差异化收费，各省份应建立收费标准动态评估调整机制。

**管理条例修订有望加速推进，改善收费公路期限及定价等问题。**交通部《2022 年立法计划》将收费公路管理条例（修订）列为深化研究、适时推进的立法项目，2023 年的《立法计划》将收费公路管理条例（修订）列为年内完成部内工作或者公布的立法项目。我们预计收费公路管理条例修订工作将在 2024 年继续推进。参照 2018 年公布的《收费公路管理条例（草案）》，管理条例更新后有望解决经营性公路收费期限及定价不灵活等问题，释放经营性高速公路收益潜力。

## 4、投资策略

**首次覆盖，给予高速公路板块整体“标配”的投资评级。**高速公路行业自身低估值高分红，具有较强的防御属性。我们复盘近十年高速公路行业相对沪深 300 指数收益率发现，当沪深 300 表现强劲时高速公路板块相对收益率往往较低，而当沪深 300 表现较弱时高速公路板块通常能实现较高的相对收益率，这或许与高速公路高股息、收益稳定有关，当市场整体下行时，资金更青睐于确定性的收益。此外，高速公路板块高股息率标的通常能提供跑赢十年期国债收益率的股息率，在市场整体表现疲软时低波动行情表现往往能跑赢大盘指数取得较高的相对收益，在当前宏观经济复苏预期不强烈、市场不确定性较高的情况下存在着稳定的股息收益和较大的市值增长潜力。2023 年以来国内经济复苏动能不足，光伏、地产等高速公路公司主要投资的非主营业务回报率下降，再投资收益率较低，而高速公路公司现金流稳定，我们认为高速公路高股息公司将维持较高的分红比例。整体来看，高速公路板块高股息标的拥有着较强的防御属性，有望在不确定性的市场中实现确定性的收益。由于股息率可以简化为每股股利除以股价，若高速公路板块行情走弱则股息率收益将提升的，考虑到 2023 年以来险资等中长线资金逐步入市，对于低波动、高分红的高股息标的存在一定偏好，我们认为将对高股息标的行情起到一定支撑。建议关注：皖通高速（600012）、招商公路（001965）、粤高速 A（000429）、宁沪高速（600377）、山东高速（600350）、深高速（600548）、四川成渝（601107）。

表 3：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/1/15）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600012	皖通高速	11.72	0.87	1.05	1.15	13.47	11.16	10.19	增持	首次
001965	招商公路	10.00	0.75	0.91	0.99	13.33	10.99	10.10	增持	首次
000429	粤高速 A	8.97	0.61	0.79	0.85	14.70	11.35	10.55	增持	首次
600377	宁沪高速	11.28	0.74	0.91	1.00	15.24	12.40	11.28	持有	首次
600350	山东高速	7.48	0.59	0.71	0.76	12.68	10.54	9.84	买入	首次
600548	深高速	9.38	0.92	1.09	1.25	10.20	8.61	7.50	持有	首次
601107	四川成渝	4.53	0.25	0.47	0.55	18.12	9.64	8.24	买入	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5、风险提示

(1) **行业政策更新不及预期。**现行收费公路管理条例为 2004 年版，经过二十年的发展已无法适配新的发展阶段，新版管理条例草案于 2015 年初次拟定，2018 年再次修订后公示，但仍未正式通过，更新进度可能不及预期。

(2) **路产收费期到期风险。**根据现行《收费公路管理条例》规定，经营性收费公路存在收费期限，若路产到期后未能通过改扩建等方式得到相关部门批准延长收费期限，将到期移交回政府，导致通行费收入下降。

(3) **空铁水运分流加剧风险。**公路运输是国内客货运输的主要方式，但我国铁路网络和航空网络建设仍处于发展阶段，可能对公路运输形成分流。

(4) **宏观经济波动风险。**公路运输客货流量取决于所在区域的经济状况，当宏观经济下行，出行、贸易萎靡时，公路运输需求可能下降。

(5) **疫情等自然灾害风险。**新冠疫情等严重的流行性疾病可能触发甲类防疫管制措施，地震等自然灾害可能影响路产质量，导致通行车流量下降等风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn