

强于大市

高速公路板块系列点评之一

高速公路业绩稳健预期相对明确，高股息特征受市场青睐

2023年随A股市场风险偏好变化，高股息标的受资本市场青睐而超额收益显著。投资者不仅预期可获得确定的高分红股息，更享受到了股价上涨的显著超额收益。其中，交运行业中的高速公路板块自2023年初至2024年1月5日，高速公路板块超额收益高达26.68%，高于交运行业-11.06%的整体超额收益水平。我们建议关注招商公路（001965.SZ）、皖通高速（600012.SH）、宁沪高速（600377.SH）、粤高速A（000429.SZ）、赣粤高速（600269.SH）。

支撑评级的要点

- 高速公路板块备受市场青睐，铁路公路指数市场表现良好。

2023年1月3日至2024年1月5日高速公路板块相对交通运输板块总市值占比从2023年初的8.10%提升至11.17%，表明整体股价表现呈相对上升趋势，同时成交量占比从9.77%提升7.06pct至16.83%，表明板块愈发受到市场关注。2021年12月30日至2024年1月5日交通运输行业子板块中，铁路公路有明显较高且为正的绝对收益率（10.06%），交运板块指数绝对收益率仅为-18.66%。

- 多数高速公路上市企业有明显业绩修复态势，车流量增速明显。

根据各公司公告，从皖通高速、山东高速、宁沪高速、粤高速A、招商公路和赣粤高速等六家具备超过600公里公路经营里程的上市公司的归母净利润修复情况来看，各家公司归母净利润在疫情前保持相对平稳的增长，2020年和2022年因疫情影响导致同比大幅下降，2023年前三季度则呈现明显的修复。

- 2023年高速公路板块估值有所提升，仍处于合理区间。

结合2023年1月3日至2024年1月8日高速公路板块及上证指数的估值走势，前者的PE相对后者的溢价水平全年呈现上升趋势，截至2024年1月8日，溢价水平达-4.07%，较2023年初提升10.19pct。高速公路板块的估值随着市场关注度的不断提高而整体有所上升。

- 关注行业内低估值高股息、业绩表现稳定的优质标的投资机会。

当前高速公路板块整体估值有望在无风险利率下行以及场内资金拥抱高确定性资产中提升。山东高速、皖通高速、宁沪高速、粤高速A和招商公路等五家具备优质路产资源且区位优势明显的上市企业的估值已相对较高，也反映了优质路产的价值效应。赣粤高速估值水平处在较低分位数区间，按照个股股利收益率测算，赣粤高速、皖通高速、宁沪高速和粤高速A表现较好，四家公司具备良好的路产和区位优势，并且以路桥运营业务作为主业，能够获得稳定且有所修复的业绩表现。

投资建议

- 建议关注招商公路（001965.SZ）、皖通高速（600012.SH）、宁沪高速（600377.SH）、粤高速A（000429.SZ）、赣粤高速（600269.SH）。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期；油价与人工成本上涨；高速公路收费政策变动。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：物流

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

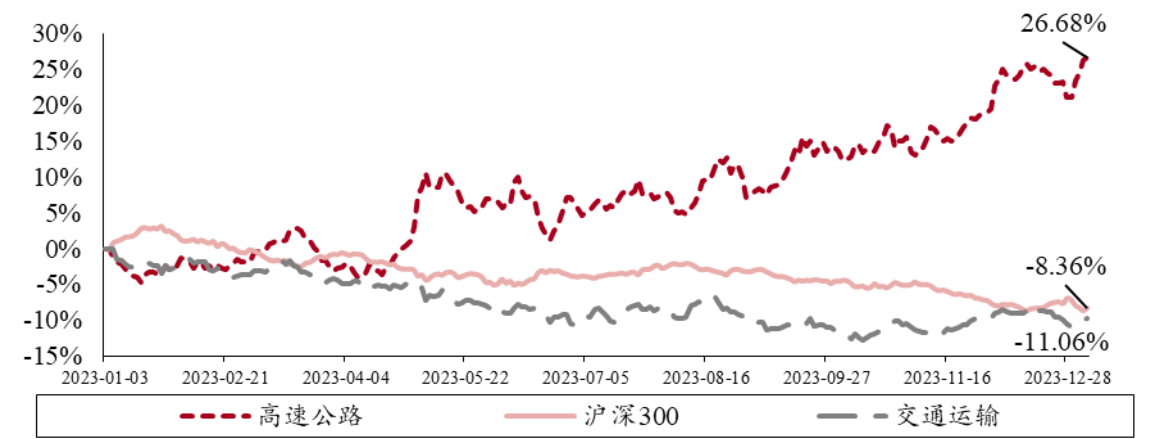
guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

1. 板块特征：高速公路板块备受市场青睐，2023 年超额收益排名领先

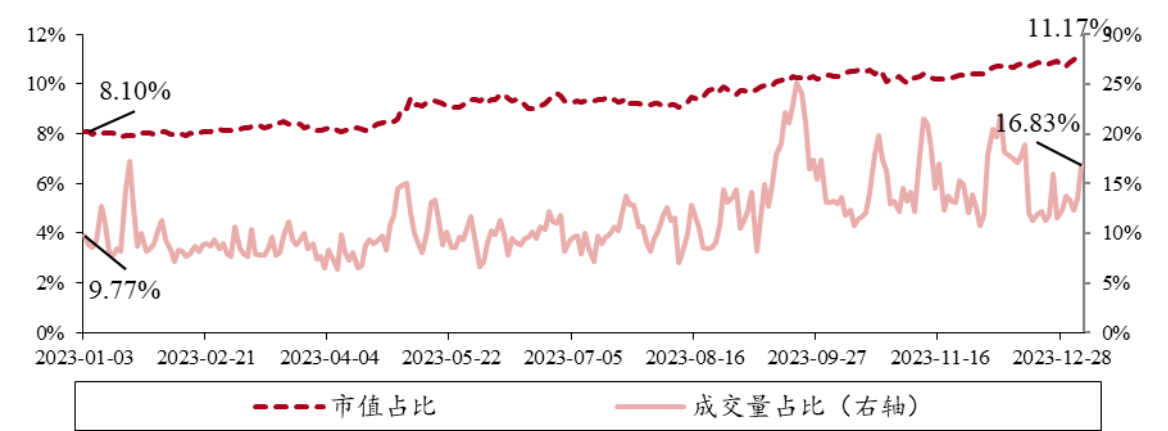
我们认为，高速公路板块自 2023 年至今年 1 月初具备良好表现与其受市场广泛关注紧密联系。2023 年随 A 股市场风险偏好变化，高股息标的受资本市场青睐而超额收益显著。投资者不仅预期可获得确定的高分红股息，更享受到了股价上涨的显著超额收益。其中，交运行业中的高速公路板块自 2023 年初至今年 1 月初，高速公路板块超额收益高达 26.68%，高于交运行业-11.06%的整体超额收益水平。

图表1. 高速公路板块、交通运输及沪深300指数相对上证指数的超额收益率（2023.1.3-2024.1.5）



资料来源：iFind，中银证券测算

图表2. 高速公路板块相对交通运输板块总市值及成交量占比变化（2023.1.3-2024.1.5）

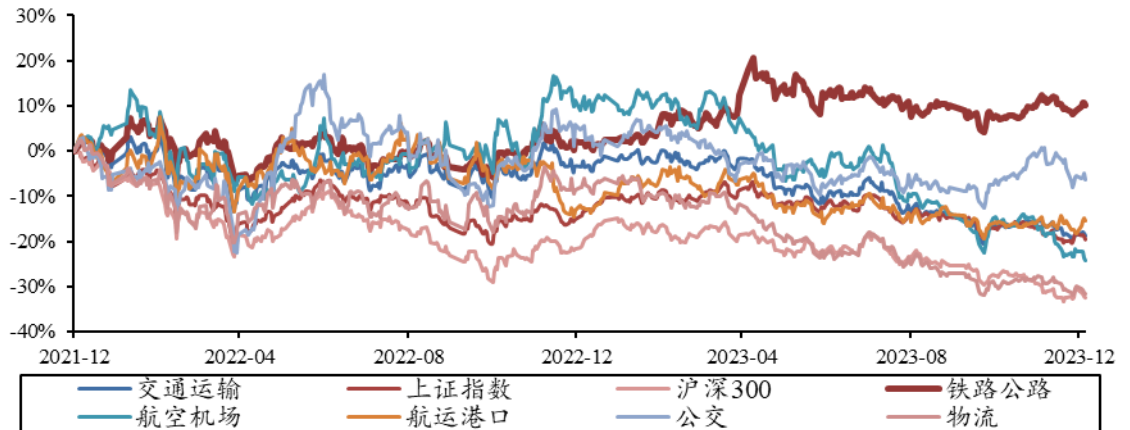


资料来源：iFind，中银证券测算

高速公路板块备受市场青睐。结合 2023 年 1 月 3 日至 2024 年 1 月 5 日高速公路板块相对交通运输板块总市值占比及成交量占比变化来看，总市值占比从 2023 年初的 8.10% 提升至 11.17%，表明整体股价表现呈相对上升趋势，同时成交量占比从 9.77% 提升 7.06pct 至 16.83%，表明板块具有愈发受到市场关注的表现。

铁路公路板块指数自 2022 年以来市场表现良好。结合 2021 年 12 月 30 日至 2024 年 1 月 5 日交通运输行业及各子板块指数、上证指数及沪深 300 指数的市场表现来看，铁路公路板块指数有明显较高且为正的绝对收益率（10.06%），交运板块指数绝对收益率仅为-18.66%。

图表3. 2022年初至今年1月初交运行业及子板块、上证指数、沪深300的绝对收益（2021.12.30-2024.1.5）

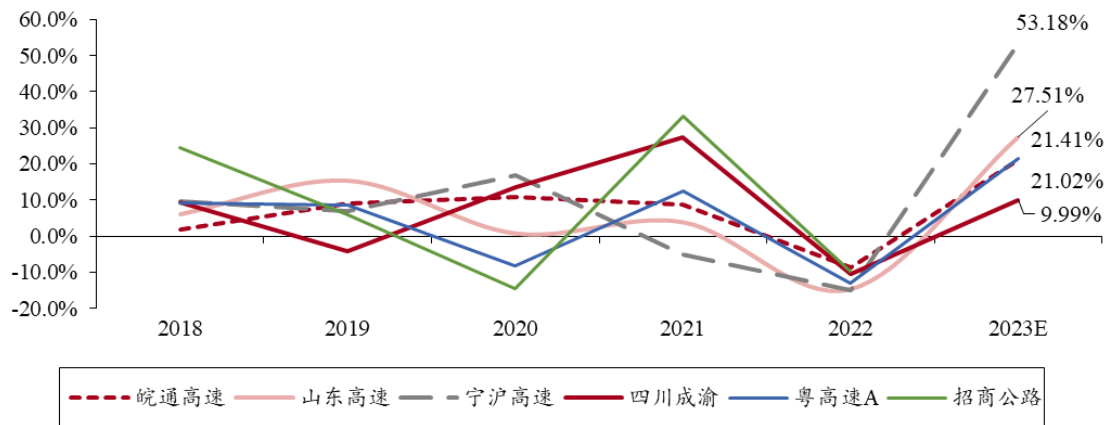


资料来源: iFind, 中银证券测算

2. 行业走势：多数上市企业有明显业绩修复态势，车流量增速明显

高速公路行业多数企业以收费公路业务为主营业务，业绩变化最主要的部分是高速公路车流量情况的修复。我们以具备超过 600 公里高速公路经营里程且披露车流量数据的公司为例，从各公司公告披露的各路段车流量数据测算，车流量在 2018 至 2019 年保持稳定增长，2020 年部分地区受到疫情封控影响车流量减少，2021 年整体有所恢复后，2022 年因严峻的疫情态势和封控政策，全国各地的车流量均呈现明显下降，2023 年上半年及三季度则得到修复。

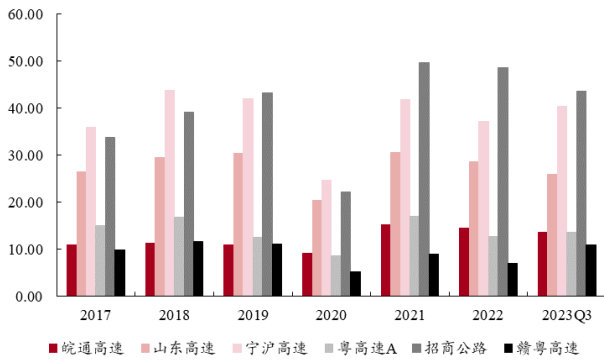
图表4.部分上市企业车流量同比增长（各路段同比增减率去极值后平均）



资料来源: 公司公告, 中银证券测算

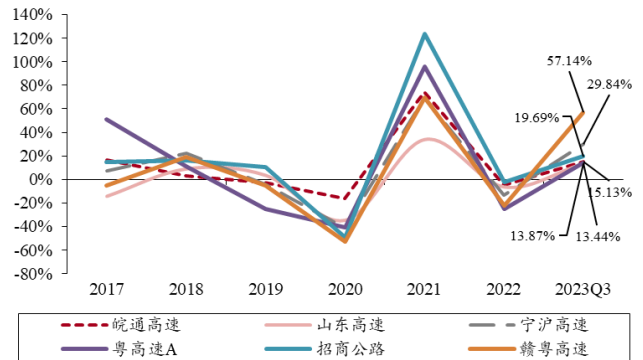
具备优质路产规模的企业具备明显的业绩修复趋势。从皖通高速、山东高速、宁沪高速、粤高速 A、招商公路和赣粤高速等六家具备超过 600 公里公路经营里程的上市公司的归母净利润修复情况来看，各家公司归母净利润在疫情前保持相对平稳的增长，2020 年和 2022 年因疫情影响导致同比大幅下降，2023 年前三季度则呈现明显的修复态势。

图表5. 部分高速公路上市企业归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表6.部分高速公路上市公司归母净利润同比增速

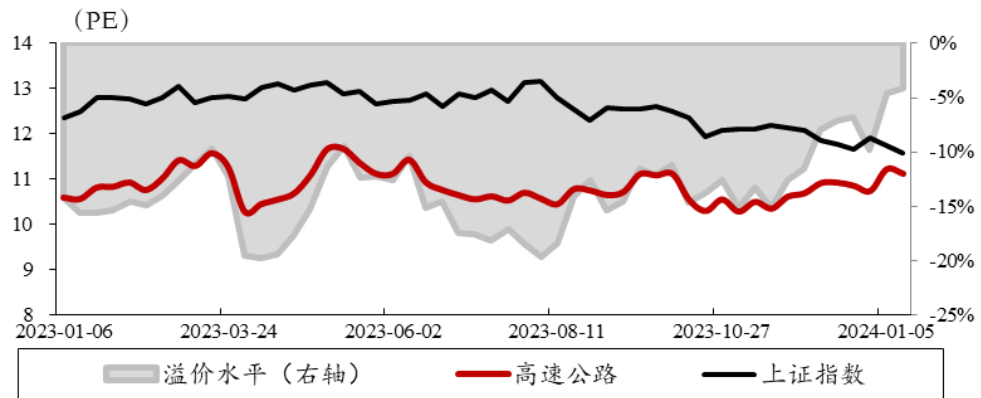


资料来源：公司公告，中银证券

3. 策略分析：高速公路板块估值处于合理区间

2023年高速公路板块的估值有所提升，但仍处于合理区间。结合2023年1月3日至2024年1月8日高速公路板块及上证指数的估值走势，前者的PE相对后者的溢价水平全年呈现上升趋势，截至2024年1月8日，溢价水平达-4.07%，较2023年初提升10.19pct。高速公路板块的估值随着市场关注度的不断提高而整体有所上升。

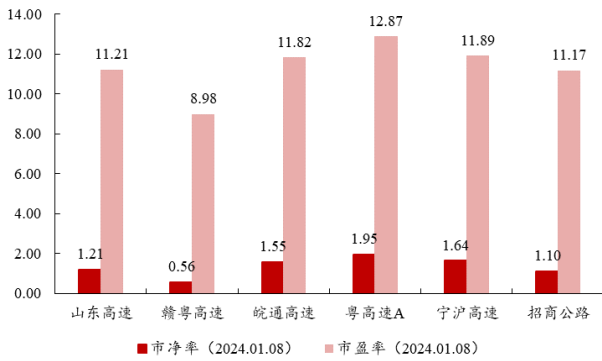
图表7. 高速公路板块相对上证指数市盈率PE的溢价水平



资料来源：iFind，中银证券测算
时间截至2024年1月8日

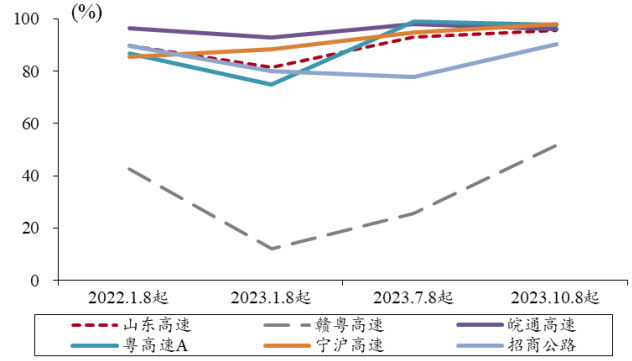
多数具备优质路产公司当前估值处于历史较高分位数，赣粤高速估值处于偏低区间。山东高速、皖通高速、粤高速A、宁沪高速、招商公路作为具备优质路产且良好区位优势上市企业，2023年持续受到市场关注，2024年1月8日的PE估值较2年前、1年前、6个月前、3个月前的数据，整体处于较高分位数，而赣粤高速则始终处于偏低的分位数区间。

图表8. 部分上市企业市净率、市盈率



资料来源: iFind, 中银证券

图表9. 部分上市企业市盈率相对起始日期后所处分位数



资料来源: iFind, 中银证券

时间截至 2024 年 1 月 8 日

我们对以上六家上市企业的每股股利及股利收益率进行测算，赣粤高速、皖通高速、宁沪高速、粤高速 A 表现好于疫情前同期水平。测算过程中，按照近三年分红比例均值与各公司分红比例规划值的均值设定 2023 年分红比例，并按照 2023 年 12 月 8 日至 2024 年 1 月 8 日个股收盘价的算术平均值设定预期股价，以同花顺披露的归属于母公司的净利润预测值和其中 70% 的可分配利润占比，计算每股股利 (=可分配利润×分红比例÷流通 A 股总股本) 和股利收益率 (=每股股利÷预期股价)。其中，赣粤高速、皖通高速、宁沪高速和粤高速 A 的股利收益率相较 2017-2019 年平均值分别提升 1.22pct / 1.97pct / 0.96pct / 0.67pct，招商公路和山东高速分别下降 0.02pct / 0.46pct。

图表 10. 部分上市企业每股股利及股利收益率测算

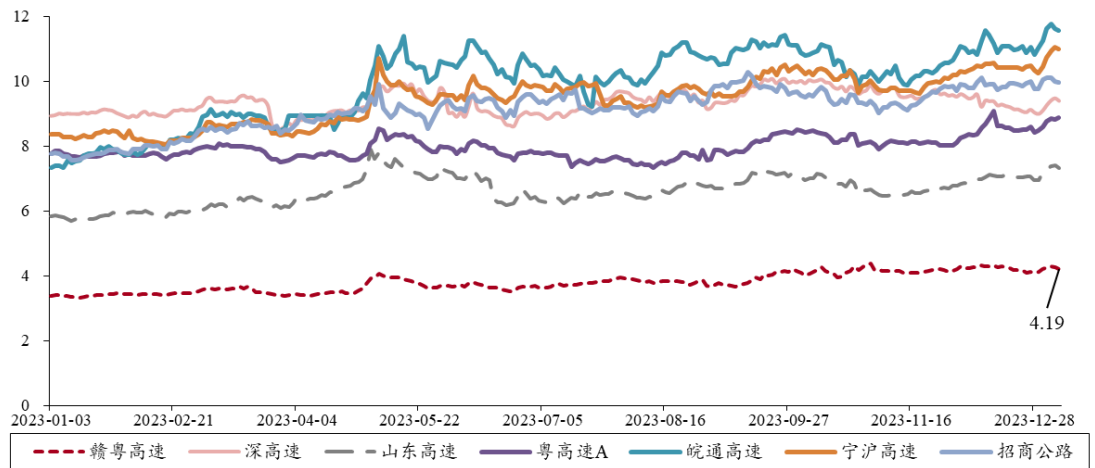
公司名称	分红比例 2023E (%)	预期股价	归母净利润 (亿元) 2023E	可分配利润 占比 (%)	可分配利润 (亿元) 2023E	流通 A 股 (亿股)	每股股利 (元/股)	股利收益率 (%)	2017-2019 年平均股利 收益率 (%)
招商公路	52	9.92	55.14	70	38.60	62.54	0.32	3.21	3.24
皖通高速	65	11.18	17.46	70	12.22	11.66	0.68	6.09	4.12
宁沪高速	71	10.53	45.52	70	31.86	38.02	0.60	5.69	4.72
粤高速 A	70	8.63	16.36	70	11.45	13.03	0.62	7.13	6.46
赣粤高速	56	4.22	12.05	70	8.44	23.35	0.20	4.76	3.54
山东高速	67	7.10	34.2	70	23.94	48.40	0.33	4.65	5.10

资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券测算

时间截至 2024 年 1 月 8 日

关注高速公路行业中低估值高股息、业绩表现稳定的优质标的投资机会。当前高速公路板块整体估值有望在无风险利率下行以及场内资金拥抱高确定性资产中提升。同时山东高速、皖通高速、宁沪高速、粤高速 A 和招商公路等五家具备优质路产资源且区位优势明显的上市企业已处在估值高位和股价高位，赣粤高速估值水平则处在较低分位数区间，按照个股股利收益率测算，赣粤高速、皖通高速、宁沪高速和粤高速 A 具备良好表现，同时这四家公司具备良好的路产和区位优势，并且以路桥运营业务作为主业，能够获得稳定且有所修复的业绩表现。建议关注招商公路、皖通高速、宁沪高速、粤高速 A、赣粤高速。

图表11. 高速公路板块部分上市企业收盘价变化（2023.1.3-2024.1.8）



资料来源: iFind, 中银证券测算

4. 风险提示

- ①经济恢复不及预期。经济恢复若不及预期可能会导致高速公路车流量恢复不及预期。
- ②油价与人工成本上涨。油价和人工成本上涨可能会导致高速公路企业盈利能力有所下降。
- ③高速公路收费政策变动。高速公路属于基础公共服务领域，收费政策端的变动对相关企业的收入和盈利均会产生较大影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371