



# 高速公路：从板块的特殊性出发，构建有效估值指标及选股框架

## ——行业估值方法论探讨

2024年3月21日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

### 投资摘要：

**核心观点：**本文从高速公路板块估值的特殊性出发，重点论述横向可比指标的构建，并以此为基础搭建行业的选股框架。

#### ● 收费年限的存在导致高速公路公司的估值体系与一般公司存在较大差异

高速公路上市公司并不拥有高速公路的所有权，而是拥有一段时间（25-30年）的收费权，因此收费年限是高速公路上市公司的刚性指标。在收费年限的约束下，板块内不同上市公司之间的PE难以直接横向比较，甚至于同一家公司在不同时间点的PE也不具备可比性。因为不同公司路产的收费年限不同，同一家公司在不同时间点的收费年限也不同。

高速公路板块不同路产之间成本与创收能力的巨大差异则导致PB指标横向对比效果较差。在高速公路板块，PB低不一定代表公司被低估，PB高也可能是资产优质的表现，需要结合具体的资产情况进行判断。

高速公路非永续的属性也决定了市场对板块股息率指标提出了更高的要求。从历史经验看，当一家高速公路公司的分红比例持续维持在60%以上，公司的股息率会对股价产生很强的锚定作用。此外，投资者对于高速公路公司业绩或分红下降的容忍度较低，而对于积极分红，以及在不利环境下有意愿维持分红金额的公司会给予更高的关注度和一定的估值溢价。

#### ● 从债务清偿的角度出发，构建横向可比的估值指标

由于常用指标（PE、PB等）在企业间横向比较时效果不佳，我们考虑从绝对估值角度构建横向可比指标，该指标假设投资者贷款现价收购上市公司，并依靠公司自由现金流清偿所有债务（包括投资者用于购买公司的贷款），若用于债务清偿的年限明显低于公司路产剩余收费年限，则说明从绝对估值角度公司具备投资价值。公司债务清偿年限与公司路产剩余收费年限的比值越低，则公司绝对估值层面越有可能被低估。该指标优势在于相比DCF估值计算更为简化，且横向可比。

从指标的构建可以发现，影响一个高速公司是否值得投资的直接指标分别是经营净现金流，EV（可以拆分为市值和净负债），以及路产按照收入加权平均后的剩余年限。因此，相比于大部分板块重视净利润，高速板块更重视现金流；相比净资产，板块更重视净负债。需要特别关注的是公司在非资本开支期是否具备快速压降负债的能力，这是公司偿债能力的直接体现。

#### ● 个股筛选遵从先客观后主观的原则，依次考察绝对估值、相对估值以及成长性

结合行业可比的估值指标和重点财务指标，我们能够构建一个相对普适的选股框架。我们认为行业选股时遵循先客观后主观的原则，依次考察绝对估值、相对估值以及成长性指标。

绝对估值方面，在考虑确定性的改扩建因素后，公司偿债期限需要明显低于其剩余收费年限。

相对估值方面，重点考察公司股息率指标及其稳定性。通过板块间与板块内的横向对比，以及与自身不同时间段股息率的纵向对比来确认公司股息率是否具备吸引力。

成长性方面，内生增长主要依靠路网贯通效应以及后续的改扩建预期，外延增长则指企业是否具备持续从外部收购优质资产的能力，这对管理层的路产筛选能力以及运营管理能力提出了较高的要求。

#### ● 投资建议：改扩建周期叠加降息周期，板块投资价值或持续提升

我们看好高速公路板块的长期投资价值。

从大环境看，高速公路行业在2010年之后经历了较为漫长的下行周期。当时行业面临的最大痛点在于现金流充裕，但再投资效率持续下降，因为随着高速路网的逐步完善，已有路产占据了大部分优势区位，新建路产在创收能力上整体而言不如老路。同时，无风险利率处于较高水平，高分红并不能为个股带来很强的吸引力，上市公司虽然手握大笔资金，却缺乏提升分红的意愿，大部分公司将沉淀资金投向金融、地产等板块，进一步导致高速公路板块整体估值下行。

然而，随着改扩建周期的到来，上市公司“有钱无处投”的问题得到显著缓解，投资重心回归到区位优势的主干线路上来，通过改扩建延长收费年限显著缓解了上市公司的持续经营问题，投资收益率较新建路产也显著提升，我们认为这代表着行业大周期的回升。另一方面，无风险利率的持续下降则放大了高分红带来的吸引力，上市公司提升分红比例能够直接拉动股价上涨，分红意愿显著增强。

因此，我们预计未来较长一段时间里，高速公路板块受益于行业周期上行以及公司治理优化的提升，投资价值将会逐渐凸显。

**风险提示：**行业政策出现重大变化、宏观经济增速下滑

## 目 录

1. 从板块估值的特殊性说起：收费年限的存在导致行业估值体系异化.....	4
1.1 收费年限的存在会直接限制板块的 PE 估值，并导致指标横向与纵向的不可比.....	4
1.2 路产成本与创收能力的巨大差异导致 PB 指标横向对比效果较差.....	5
1.3 市场对板块股息率指标提出了更高的要求，也包括分红的稳定性与可预测性.....	7
2. 指标构建：从债务清偿的角度出发，能够构建横向可比的估值指标.....	8
2.1 路产（或高速公司）有投资价值意味着购入路产后能够在收费到期前完成付息与还本.....	8
2.2 通过以上场景假设所构建的横向可比指标：债务清偿年限/剩余收费年限.....	8
2.3 重视净现金流高于净利润，关注市值的同时要重视负债.....	9
3. 个股筛选：先客观后主观，依次考察绝对估值、相对估值以及成长性.....	10
3.1 行业选股的三个主要维度：绝对估值，相对估值以及成长性.....	10
3.2 从三个维度出发形成的选股框架：先客观指标后主观判断.....	14
4. 结语：从行业发展趋势看板块长期投资价值.....	15
5. 风险提示.....	15
相关报告汇总.....	16

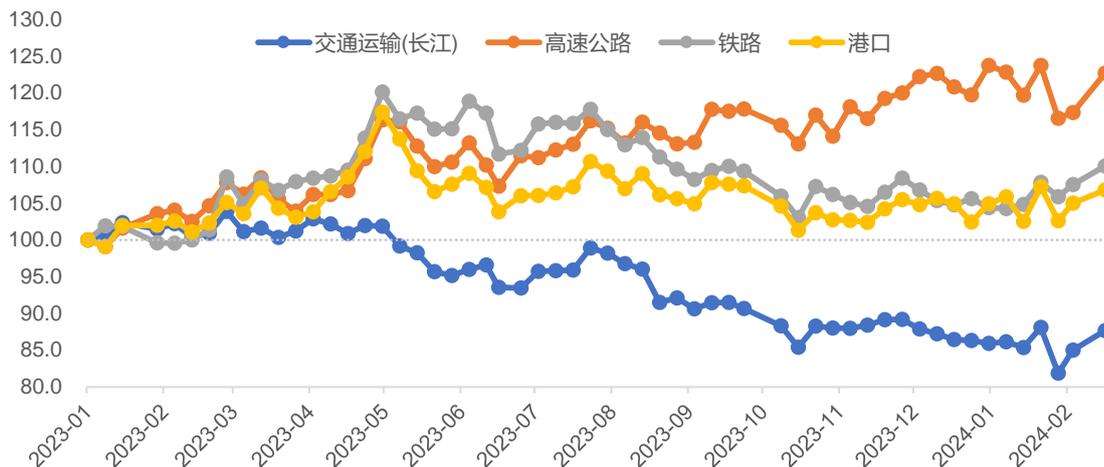
## 插图目录

图 1：高速公路板块 2023 年初至今的涨幅显著高于其他板块（以 23 年初指数为 100）.....	4
图 2：高速公路板块 PE 大部分时间呈下降趋势，但 21 年后却持续提升.....	5
图 3：不同省份高速公路单公里日均创收能力有较大差异（单位：万元/日公里）.....	6
图 4：不同地区高速公路单公里建设成本存在较大差异，随时间推移单位建设成本在持续提升（单位：亿元/公里）.....	6
图 5：粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价.....	7
图 6：山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价.....	7
图 7：3 家公司 20 年与 22 年分红金额没有下降（元/股）.....	8
图 8：上述公司在行业股价上行期表现出更大的上涨弹性.....	8
图 9：高速公路净利润受自身偿债周期影响表现为前低后高，且不同阶段差距可能较大，净现金流水平则相对稳定.....	9
图 10：资产负债率过高的公司 PB 估值受限.....	10
图 11：净负债率超 100%后，PB 于净负债率明显负相关.....	10
图 12：20-25 年前建成的路产是目前改扩建的主力.....	11
图 13：“7918”网合计约 6.8 万公里，是高速路网主干.....	11
图 14：16 年至今多家高速公路公司上调分红比例，高速公路板块重新开始重视分红.....	12
图 15：宁常高速在断头路打通后收入快速增长.....	13
图 16：宁常高速区位示意图.....	13
图 17：三个主要维度构成的高速公路选股框架.....	14

## 1. 从板块估值的特殊性说起：收费年限的存在导致行业估值体系异化

去年年初至今高速公路板块作为交运行业涨幅最大的板块备受关注。虽然去年至今，交运低估值板块皆有较好的表现，特别是在今年1月的大幅下跌中表现强势，但高速公路依然是其中表现最为亮眼的，其涨幅明显高于铁路与港口板块。

图1：高速公路板块 2023 年初至今的涨幅显著高于其他板块（以 23 年初指数为 100）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

这种强势的走势，与高速公路作为非永续资产所附带的类债属性有着密切的关联。在不确定性扩大的市场环境下，类债属性带来的高现金流与高股息特质为高速公路公司的股价带来了非常强的支撑效应。

在板块持续受到追捧的同时，我们也需要意识到，高速公路板块作为 A 股为数不多的非永续资产，其估值方式及有效的估值指标和大部分永续类资产并不相同甚至存在较大差异。

因此，如何合理认识高速公路板块估值体系与其他板块的差异，以及如何构建适合高速公路板块的估值指标和选股框架，是本文后续论述的重点。

### 1.1 收费年限的存在会直接限制板块的 PE 估值，并导致指标横向与纵向的不可比

在不考虑改扩建的情况下，收费年限是高速公路上市公司的刚性指标。这是由于高速公路上市公司并不拥有高速公路的所有权，而是拥有高速公路一段时间（25-30 年）的收费权，在财报中也记为无形资产而非固定资产。因而一旦收费权到期，则即使上市公司是路产的建造者，也会失去对路产的收费年限。

对于高速公路股而言，收费年限带来的最直接影响就是，收费年限决定了业绩稳定期高速公路股的 PE 估值上限。简单举例来说，如果路产的收费年限只剩 10 年，那么即使考虑到业绩的成长性，投资者也很难给出超过 10 倍的 PE 估值。

收费年限的存在也导致了板块内不同上市公司之间的 PE 难以横向比较，甚至于同一家公司在不同时间点的 PE 也不具备可比性。

举例来说，两条各项财务指标都比较类似的路产（或两家公司），一条路产的剩余年限为 10 年，一条还剩余 20 年，那么很明显两者应该给予不同的 PE 估值。同样的，同一条路产在 10 年前与现在由于剩余收费年限的巨大差异，也很不太可能在估值时给予同样的 PE。

现有高速公路企业的主力路产大部分建设于 90 年代末到 00 年代初，以常规的 25 年或 30 年的收费年限计，若不考虑改扩建，则目前很多都已经处于收费周期的后半段。所以很容易想象得到，高速公路股的估值中枢在很长一段时间里是随着收费年限的缩短而持续下行的。实际情况也确实如此。

图2：高速公路板块 PE 大部分时间呈下降趋势，但 21 年后却持续提升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

但很有意思的是，2021 年之后整个板块的估值出现了持续上升的趋势。高速公路股估值能够回升的很大一部分原因也与收费年限有关，随着改扩建周期的到来，多家上市公司通过改扩建大幅延长了主力路产的收费年限，年限不足对行业 PE 估值的压制有明显的缓解，为板块的估值提升创造了条件。从这里我们就能发现，“改扩建”是能够对行业及相关公司的估值产生决定性影响的概念，后面我们还会多次提到改扩建对行业带来的影响。

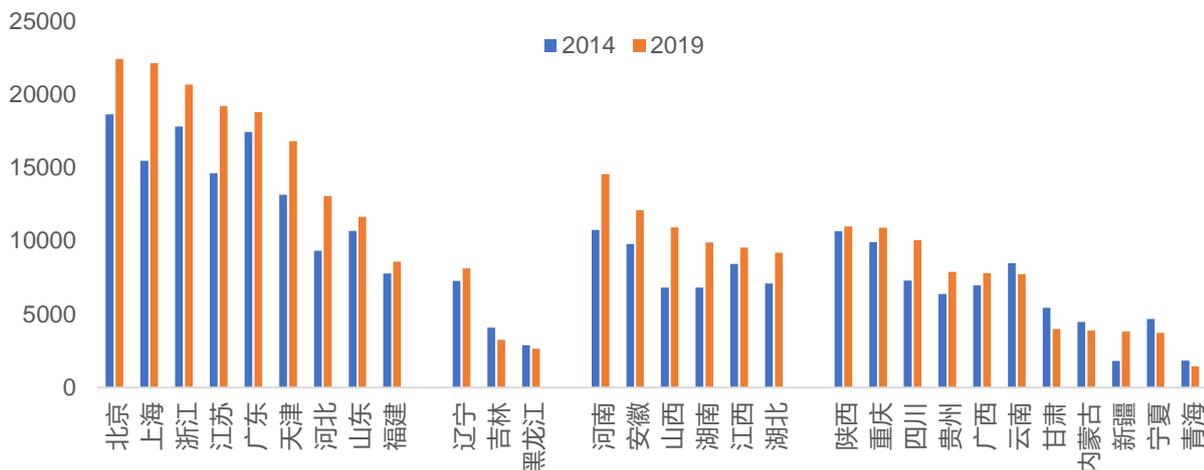
无论如何，收费年限对于行业 PE 估值的影响是直接且持久的。这使得单独对比高速公路公司的 PE 指标变成了刻舟求剑一般的研究。这也是为什么在实际的横向对比中，我们需要构建更具可比性的指标。

## 1.2 路产成本与创收能力的巨大差异导致 PB 指标横向对比效果较差

重资产行业采用 PB 估值是较为常见的方法，但 PB 估值可比所隐含的假设是，不同企业在投资资产时，单位投入带来的创收能力是相近的。

然而在高速公路板块，这一假设并不成立。对于高速公路行业来说，横向对比中不但路产间创收能力差异巨大，建设成本的差异也很大；纵向来看，随着时间的推移，同一区域的路产建设成本也会由于人工物料费用的增长和拆迁成本的提升而持续走高。

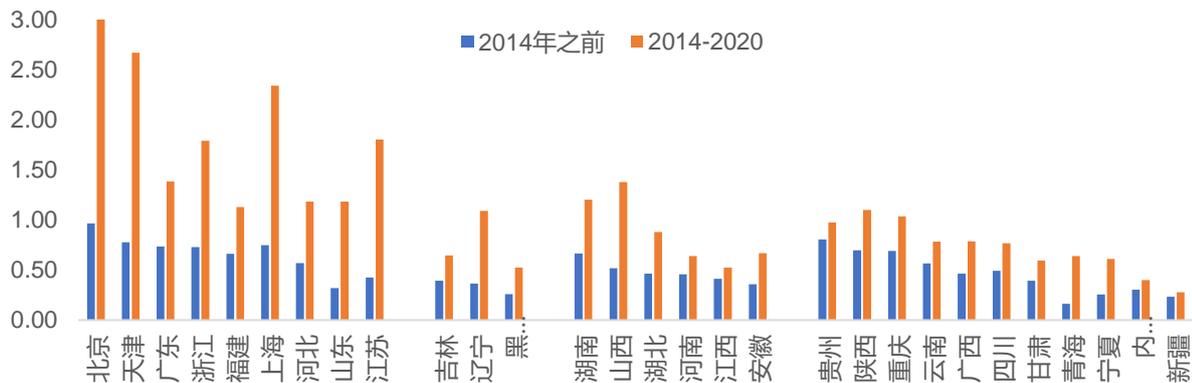
图3：不同省份高速公路单公里日均创收能力有较大差异（单位：万元/日公里）



资料来源：同花顺，收费公路统计公报，东兴证券研究所

举例来说，依据收费公路统计公报的数据，我国不同省份之间，高速公路平均的单公里日均收入就存在很大的差距。以19年数据为例（疫情期间数据可比性偏低，选取疫情前），我国东南沿海省份高速公路创收能力最高，中部省份次之，东三省与西部省份则偏低。

图4：不同地区高速公路单公里建设成本存在较大差异，随时间推移单位建设成本在持续提升（单位：亿元/公里）



资料来源：同花顺，收费公路统计公报，东兴证券研究所

建设成本端的差距就更明显了，随着土地、物料以及人力成本的持续攀升，我国高速公路的单公里建设成本持续提升，特别是东南沿海区域由于征地、拆迁等成本的大幅攀升，导致2014年之前的平均建设成本与2014年后的平均建设成本差距很大。

路产间建设成本与创收能力的巨大差异最终导致了PB指标在高速公路行业估值的效果并不好。PB低不一定代表公司被低估，PB高也可能是资产优质的表现，不同公司间的PB很难进行横向对比。

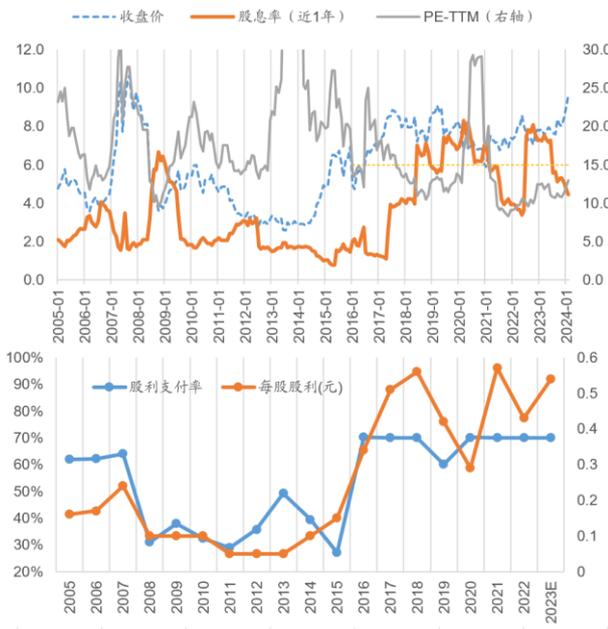
### 1.3 市场对板块股息率指标提出了更高的要求，也包括分红的稳定性与可预测性

收费年限的存在使得市场对高速公路股的股息率提出了更高的要求，从金融产品估值的角度，这也是显而易见的。在 DCF 模型中，有存续期限的资产若要录得与价格相等的永续资产相同的净现值，则在存续期限内的收益率需要明显高于永续资产。因此我们会看到，在本轮高速公路股大幅上涨之前，高速公路板块中不乏股息率高于 6% 的个股，少部分公司的股息率会高达 7% 以上。在配置高速公路股时，投资者对于股息收益有着更高的预期。

于此同时，股息率也对企业的股价存在重要的影响。股价过高会导致股息率下降，个股对投资者吸引力下降，反之股价过低则股息率会上升，增加对投资者的吸引力。因此对于大部分分红比例超过 50% 的高速公路个股，其股息率会保持一个相对稳定的区间，股息率或者未来 1-2 年的预期股息率可以作为一个有较强参考意义的锚定指标。

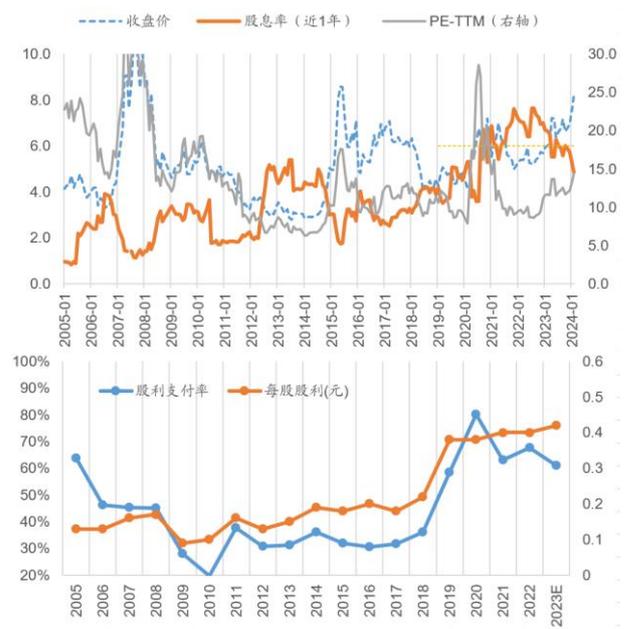
以粤高速 A 和山东高速为例：粤高速 A 在 2016 年起分红比例提升至 70%（实际上 2017 年才会发放 2016 年的分红，股价的反应存在一个时间差），公司 17 年开始股息率大幅提升，之后以 6% 左右为中枢波动。比较类似的还有山东高速，其 2019 年大幅提升分红比例至 60%（实际发布公告在 2020 年），之后股息率中枢也稳定在 6% 左右。

图5：粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价

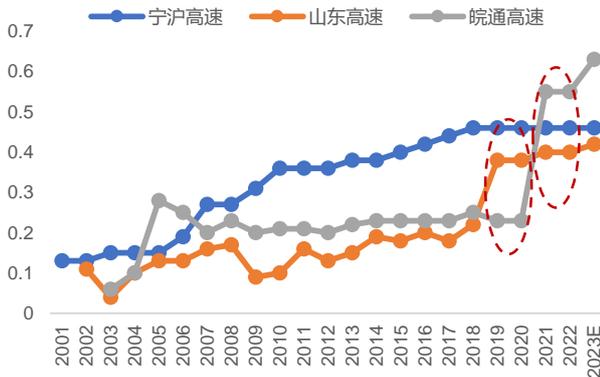


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

高速公路板块类债的性质还决定了投资者对板块个股的收益稳定性和分红稳定性有高要求，特别是对于业绩（分红）下滑的容忍度较低。

在 19 年之后，我们会发现有少数企业即使在疫情期间业绩下滑，也保持了与上年同等的每股分红金额，因为企业深知稳定的分红预期对于上市公司的股价有比较正面的支撑作用。

图7：3家公司20年与22年分红金额没有下降（元/股）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：上述公司在行业股价上行期表现出更大的上涨弹性



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从结果上也能看出，在疫情期间没有降低分红的企业，22年至今的股价涨幅会高于行业均值。一方面，疫情期间，特别是20年全行业79天免费通行的情况下还能保持高分红水平，本身就证明了公司过硬的资产素质；另一方面，如果在疫情这样的负面影响下都能保持稳定的分红，那么未来正常年份就更不需要担心分红的稳定性了。对于这样属性的公司，市场大多数情况下愿意给予一定程度的估值溢价。反之，若公司业绩波动较大，分红不稳定，那么即使某一年业绩大幅提升，表现股息率很高，也不一定能获得市场的青睐。

## 2. 指标构建：从债务清偿的角度出发，能够构建横向可比的估值指标

### 2.1 路产（或高速公司）有投资价值意味着购入路产后能够在收费到期前完成付息与还本

既然最常用的PE与PB都存在较大的局限性，那么什么样的指标才能合理的反映高速公路的价值？这需要我们从最基本的投资回收期的角度去思考。

假设我们能以低息贷款的形式获得足够的资金，现价收购一家上市公司，并在收购完成后将全部自由现金流用于偿还债务，那么在所有债务得到清偿后，公司路产收费年限还有多少的剩余？

很显然的，完成清偿后的剩余年年限越多，或者说完成清偿后剩余年限占目前已有年限的比例越高，这家公司从绝对估值角度所隐含的投资价值也越高。若完成清偿所需要的时间接近甚至超过了路产剩余的年限，那么很明显的，这家公司会缺乏投资价值。

举例来说，假设以低息贷款收购一条收费年限还剩10年的高速公路，如果只要6年就能还清债务，那么这条路产显然具备较高的投资价值，但如果要9年甚至10年才能还清，那么投资的价值就比较低了。

### 2.2 通过以上场景假设所构建的横向可比指标：债务清偿年限/剩余收费年限

通过以上的假设，我们可以构建一个用于高速公路业务（对具体企业不一定完全适用，高速公路公司不一定只有高速公路业务）的横向可比指标。

1. 计算公司的加权平均收费年限：在探讨一家高速公路公司有没有投资价值时，首先我们需要计算其所属路产剩余的收费年限。由于一家公司会下属多条路产，不同路产年限不同，创收能力也不同，一般考虑采用按照收入占比进行加权平均的方式得到加权平均后的年限。

2. 计算需要偿还本金的总额。由于我们假设通过低息贷款获得资金来收购企业，这里本金的总额其实就是企业的 EV， $EV = \text{市值} + \text{总负债} - \text{货币资金}$ （也可包括交易性金融资产）或  $EV = \text{市值} + \text{净负债}$ 。
3. 估算债务清偿所需周期（我们需要注意这里构建的只是一个非常简化的指标，甚至都没有考虑税务等常规因素，因此不代表真的能用这个时间去还清所有债务）。实际上， $EV/EBITDA$  这一指标与我们所需要的结果在指标构建逻辑上具有高度的相似性。如果企业融资成本足够低，或者企业资产负债率足够低，那么  $EV/EBITDA$  确实可以近似的得出还本所需周期。

但事实上，高速公路的行业属性导致财务费用在企业总成本中的占比较高，如果直接用  $EV/EBITDA$  进行估算，会低估偿债所需的时间。因而具体操作时，将  $EBITDA$  替换为“ $EBITDA - \text{财务费用} / 2$ ”可能会使估计更为准确。扣除财务费用的一半是因为在整个还本付息周期中，本金会随时间逐渐减少，财务费用会从初始值逐渐降为 0，简化情况下可以将整个偿债期间每年付息的均值估算为初始值的一半左右。

对于现金流稳定的公司， $EBITDA$  也可以替换为“经营净现金流+投资收益中现金分红的部分（如有）”，这样会使得指标构建的意义更加清晰明确。

4. 将估算得出的偿债周期除以公司路产的加权平均收费年限，得出一个比值。该数值越低越好，若接近或大于 1 则企业可能缺乏投资价值。

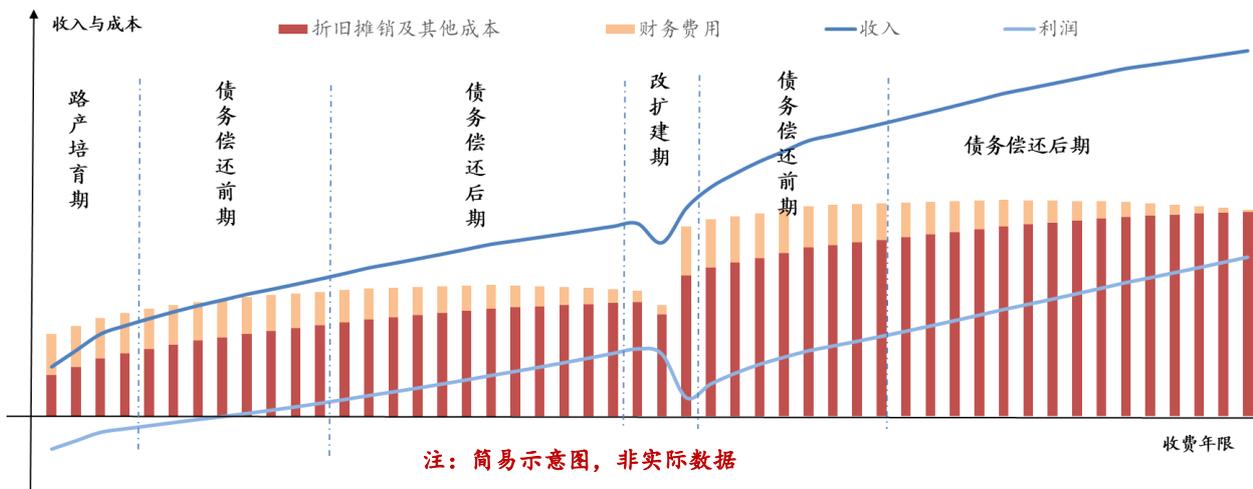
我们会发现，这种方式与 DCF 估值类似，也是一种从绝对估值角度出发的估值方法。但一方面，这样进行指标构建有助于简化计算难度；另一方面，该指标具备一定的横向可比性。

### 2.3 重视净现金流高于净利润，关注市值的同时要重视负债

从上面指标的构建我们可以发现，影响一个高速公路公司是否值得投资最直接的指标其实是四个，分别是经营净现金流，EV（可以拆分为市值和净负债），以及加权平均的剩余年限。

因此，相比于净利润，高速公路行业更应当重视现金流。高速公路行业由于前期投资较高，成本主要为折旧与财务费用，因此在路产的整个生命周期中，偿债前期与偿债后期路产的净利润水平会有较大的差距。但与之相比，经营净现金流指标（即路产收入扣除养护、人工等少量经营成本）则稳定的多。

图9：高速公路净利润受自身偿债周期影响表现为前低后高，且不同阶段差距可能较大，净现金流水平则相对稳定

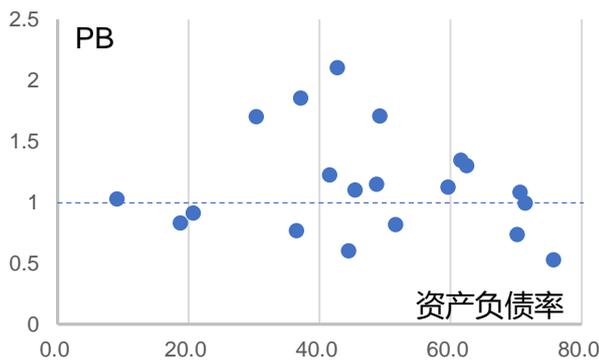


资料来源：自行绘制，东兴证券研究所

类似的，我们在关注公司市值与 PE 的同时也需要关注负债金额以及负债率指标，因为高速公路企业通过贷款修路形成负债，因而负债与公司的折旧成本与财务费用都有直接关联。与之类似的，我们还需要关注公司在非资本开支期是否具备快速压降负债的能力。

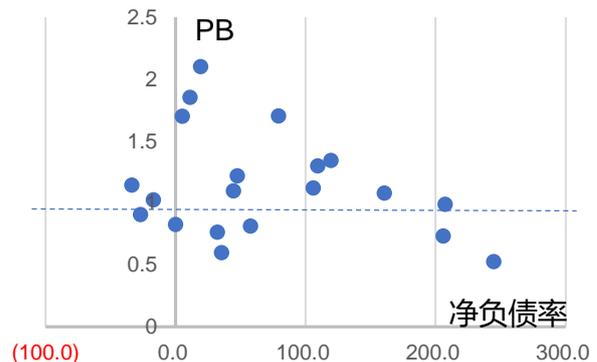
在实际选股时，我们发现负债率持续处于高位会对个股估值形成明显压制。从负债率与 PB 估值的点阵图可以看出，虽然负债率与 PB 并没有直接的逻辑关联，但公司负债率过高确实会导致市场给予较低的 PB 估值，特别是净负债率高于 100% 后，PB 估值与净负债率的负相关会比较明显。这其中的逻辑或许是，若公司长期处于高资产负债率状态，说明其现金流用于偿还债务利息的比例高，本金清偿慢，很容易导致其偿债周期过长，绝对估值下投资价值偏低。

图10：资产负债率过高的公司 PB 估值受限



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图11：净负债率超 100% 后，PB 于净负债率明显负相关



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

这里我们还看到一个现象，就是资产负债率或净负债率极低的高速公路公司 PB 估值也不高，基本在 1 附近，我们认为这主要是反映了公司再投资的渠道较少，缺乏后续成长性或持续运营能力偏弱。这时候投资者必然会希望公司提升分红比例至较高水平，若公司分红比例不高，则市场不给予溢价。

### 3. 个股筛选：先客观后主观，依次考察绝对估值、相对估值以及成长性

在讨论了行业可比的绝对估值指标和重点财务指标后，我们有必要构建一个相对普适的选股框架。我们认为高速公路行业选股重点看三个维度，分别是“绝对估值”，“相对估值”与“成长性指标”。

#### 3.1 行业选股的三个主要维度：绝对估值，相对估值以及成长性

##### 1. 绝对估值维度：企业估值是否足够便宜，但需要结合改扩建预期进行判断

对于大部分高速公路公司，投资者在考虑其投资价值时首先应该采用的是绝对估值法，测算其偿债期限与收费年限的比值，以确认公司是否具备较高的投资价值。

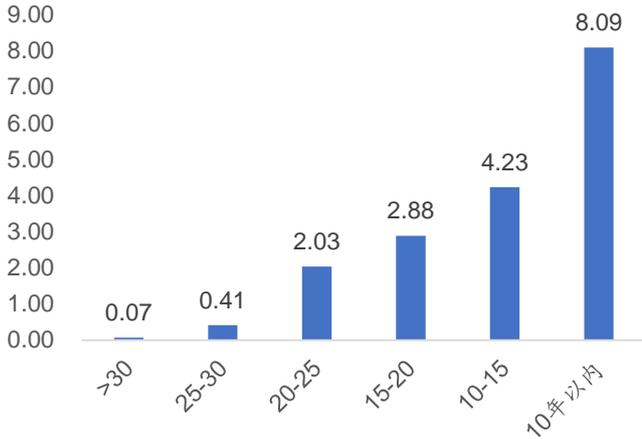
然而随着时间的推移，所有高速公路公司路产的收费年限都在下降，在年限所剩不多的时候，路产就自然而然进入了所谓的“改扩建周期”，通过改扩建延长年限是目前高速公路延长收费年限的最主要方式。而一旦能够通过改扩建延长年限，公司的绝对估值自然也会发生很大的变化。

因此，对于主力路产还未改扩建或改扩建还未完成的高速公路企业，不应单纯依赖财务报表判断其投资价值。在改扩建项目预算合理的情况下，完全可以给予公司一定的改扩建溢价。典型的例子为宁沪高速（占收入一

半以上的沪宁高速 2032 年到期，收费年限仅剩余 8 年，但后续改扩建预期强烈)，虽然核心路产收费年限仅剩余 8 年多，但不妨碍市场给予公司 10 倍以上的 PE 估值。

需要认识到，现有高速公路企业的主力路产大部分建设于 90 年代末到 00 年代初，以常规的 25 年或 30 年的收费年限计，目前很多都已经处于收费周期的后半段或者末期，改扩建将是未来一段时间里高速板块最重要的投资聚焦点。

图12：20-25 年前建成的路产是目前改扩建的主力（万公里）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：“7918”网合计约 6.8 万公里，是高速路网主干



资料来源：国家高速公路网布局方案（2004），东兴证券研究所

2004 年交通部发布的《国家高速公路网规划》是我国高速公路骨干网络的布局规划，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”，主线 6.8 万公里，是我国高速路网的核心资产。我国高速公路里程在 2010 年超过 7 万公里，考虑到主干线会优先建设，2010 年之前建设完成的路产大部分属于主干线路。以 25 年收费年限，且提前 5 年开始改扩建计划来计算，则在 2030 年之前进行改扩建的路产，普遍具备较强的区位优势，改扩建收益较为丰厚，行业目前正处于核心路产改扩建带来的行业红利期中，这是我们目前非常重视道路的改扩建的原因。

## 2. 相对估值维度：重视股息率指标以及管理层分红意愿

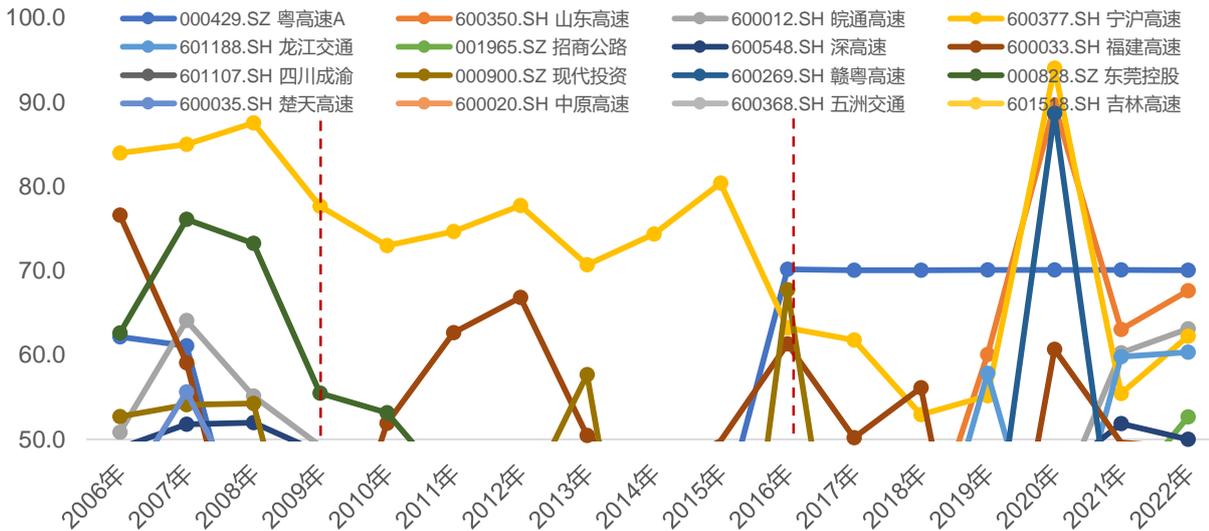
股息率是在筛选高股息类个股时重要的参考指标。在筛选个股时，不同公司股息率的对比必不可少。

1. 行业间对比：与银行、电力等其他高股息板块相比，高速公路板块个股由于非永续经营的性质，需要更高的股息率以维持对投资者的吸引力。在目前我国所处的降息大环境下，大部分高股息板块股价走强，股息率都有所下降，相应的，市场对高速公路股的股息率要求也会有所下降，但要求依旧会高于电力等盈利稳定的永续经营公司。
2. 行业内横向对比：同样是高速公路公司的情况下，一般来说市场对于股息率高的个股更为偏爱，但也要综合考虑业绩与分红的稳定性。在股息率接近的情况下，投资者会优先考虑拥有绝对分红性质的公司（每年分红绝对金额不低于上一年或不低于某一特定数额，例如宁沪高速、长江电力等），其次会考虑负债率较低，业绩稳定性较高的公司。
3. 行业内纵向对比：由于股息率对于高速公路股价有较强的锚定作用，长期来看个股的股息率（准确来说应该是股息率高于无风险利率的部分）存在一个波动区间，选股时要避免在股息率相对历史平均水平明显偏低时购入个股。

除了股息率外，管理层的分红意愿也是近年来需要重点关注的指标，若公司承诺分红比例提升，则股价一般都会迎来较大的涨幅。

我们观察高速公路板块的分红比例变化可以发现，十几年来，高速公路公司经历了一个“重视分红—不重视分红—重新重视分红”的过程。09年之前，多家上市公司分红比例在50%以上，但09-16年间，除宁沪高速外居然没有一家公司能够将分红比例稳定在50%以上，直到16年以后高速公路公司又开始重新重视分红，到目前为止已经有多家上市公司承诺分红比例高于50%。

图14：16年至今多家高速公路公司上调分红比例，高速公路板块重新开始重视分红（单位：%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2020年与2022年是观察上市公司分红意愿的两个优秀的时间节点，因为上市公司在这两年受疫情影响较大，业绩普遍下滑。如果上市公司这两年里愿意提升分红比例，维持分红金额，那么可以认为公司有着较强的分红意愿。

对于目前分红率还处于较低水平，但业绩稳定且负债率较低的公司，若在20年与22年表现出维持分红金额的意愿，我们认为可以给予一定的估值溢价，因为在市场逐渐重视分红的大环境下，这类公司或许存在提升分红比例的机会。

### 3. 增长潜力维度：公司未来的增长性如何体现

判断公司的增长潜力是较为困难且主观的，在选股过程中也属于锦上添花的环节。我们在考虑公司增长潜力时重点需要判断三个方面：

#### 1. 非核心成熟路产是否具备改扩建潜力

改扩建项目由于成本相对可控，且大幅延长收费年限的特性，对改善上市公司持续经营能力有着极大的帮助。目前大部分公司的核心路产由于建设时间较早已经迎来改扩建周期，其余路产若剩余年限还有10年以上的则不急于改扩建。

但考虑到上市公司路产是高速公路网中最优质的部分，随着时间的推移，在现有年限到期之后会有很大一部分路产面临改扩建，因此公司非核心路产的改扩建潜力是非常值得关注的指标。

在判断改扩建项目收益水平时，主要从成本段与收入端两方面考虑，收入端主要看改扩建之前路产车流量是否饱和，一般来说，四车道高速公路的单公里日均收入超过2万元，说明车流量充沛。此外，部分省份项目改扩建之后收费标准会随之提升（例如山东、广东），会进一步提升改扩建收益水平。成本方面，东南沿海地区主要看拆迁征地成本，若高速沿线距离城区较近或穿城而过，则会导致成本上升（但这种情况也会使收入上升）；中西部地区建设成本相对可控，但部分地区地形较为复杂，则需关注项目桥隧占比。

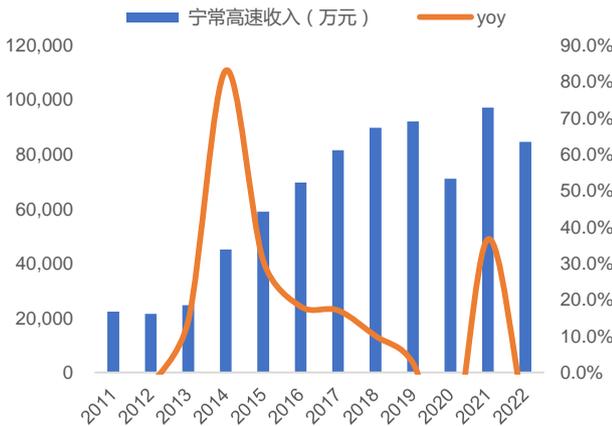
## 2. 培育期路产是否享受路网贯通效应

相比于稳定的成熟期路产，培育期路产的收入提升空间更大，是高速公路公司成长性的重要来源。

对于培育期的路产，最值得关注的是路网贯通效应。培育期路产建设时间较晚，普遍是在周边干线饱和之后作为拥堵路段分流路线而存在，因而在其建设之初，路网贯通性会相对较低，有部分道路建成之初还是断头路。但随着后续道路的修建，路网逐渐贯通，这类路产后续的成长性不可小觑，特别是断头路打通经常能够使道路车流量获得翻倍以上增长。

举例来说，宁沪高速公司下属的宁常高速（上市公司于15年3月完成对宁常高速的收购）就是非常典型的案例。宁常高速2007年刚建成通车时属于“一头断”，其向东往常州方向道路通畅，但向西过江往安徽马鞍山方向不通，导致车流量不足，道路亏损。

图15：宁常高速在断头路打通后收入快速增长



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图16：宁常高速区位示意图



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

建成6年多之后，断头路的问题终于显著改善。2013年底，溧马（溧水至马鞍山）高速公路及马鞍山大桥开通，安徽至苏南沿线地区的车辆汇入宁常高速公路，使得宁常高速收入快速增长。宁常高速2014年营收增幅超80%，一举扭亏，之后又维持了三年20%左右的增长。到18年时，宁常镇溧公司的营收已经达到13年的3倍以上。

可见，对于培育期路产，路网的贯通效应至关重要。若上市公司的新建路产中有类似情况的道路，则有必要关注其路网贯通的时间。上市公司普遍对道路的收益率有较高的要求，因此不会接受某条道路长期处于断头路状态，一旦路产受益于贯通效应，当期盈利就能够得到明显的提升。

### 3. 企业是否具备持续从外部收购优质资产的能力

从外部（最好是非直接关联方）收购优质资产的能力是高速公路行业较为稀缺的属性。大部分高速公路公司外延增长依靠的是母公司，也就是省级交通投资公司的优质资产注入，但有少部分上市公司拥有在全国范围内筛选并购入优质资产的实力。一般来说，这类资产大部分来自于法拍或经营不善亟需现金流入的前任东家。

具有这种能力的典型代表是A股的招商公路，以及港股的越秀交通基建，两者大部分的资产都通过多年来的外部并购获得。与大股东资产注入不同，持续的外延收购对于公司管理层的路产筛选能力以及运营管理能力提出了较高的要求。

### 3.2 从三个维度出发形成的选股框架：先客观指标后主观判断

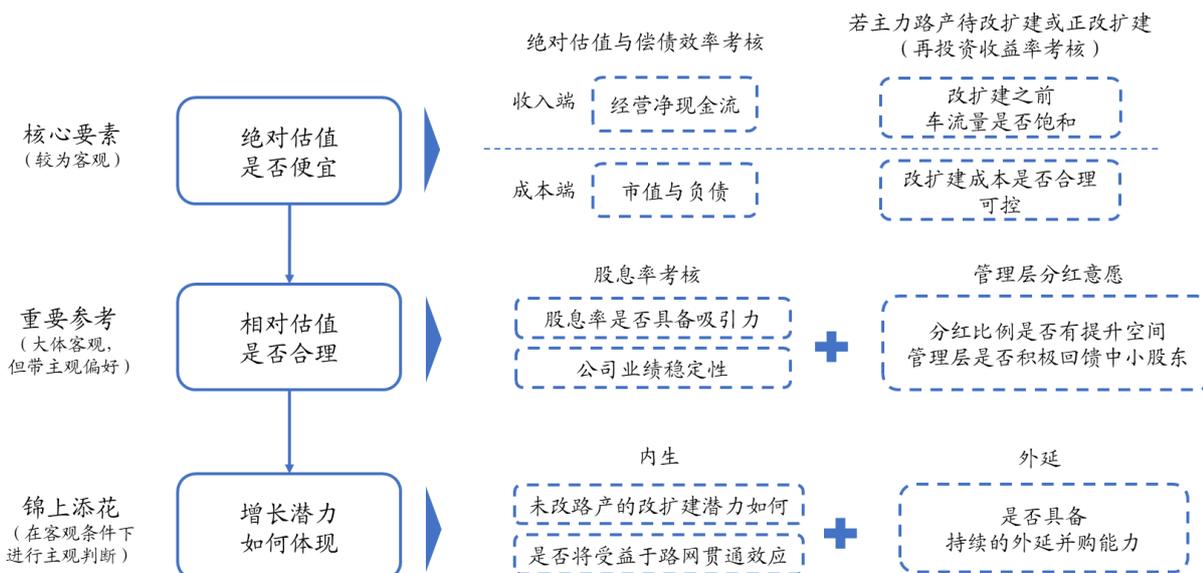
结合以上三个维度的分析要素，我们可以形成一个较为通用的高速公路板块选股框架。

第一步，我们从绝对估值出发，判断企业是否具备较强的投资价值。若企业的核心路产正处于改扩建期间，或有已经有较为确定的改扩建计划，则需要重点考虑核心路产改扩建是否具备足够的经济效益。

第二步，在确认企业绝对估值合理或便宜的情况下，选取股息率稳定且具备足够吸引力的个股。同时关注分红有持续提升趋势的个股。

第三步，优先考虑成长性较高的个股，包括但不限于：1. 暂无改扩建计划，但后续逐渐会有成熟的优质路产迈入改扩建周期；2. 下属部分路产在未来一段时间将显著受益于周边路网贯通效应；3. 具备较强的外延扩张能力，能够跨地域进行路产收购或投资。

图17：三个主要维度构成的高速公路选股框架



资料来源：自行绘制，东兴证券研究所

我们认为这实际上是一个从客观到主观的分析过程。我们首先保证公司在客观指标上合理或优秀，然后再逐步结合自身主观的偏好因素进行筛选，最后获得心仪的标的。三个要素中主观判断的成分会依次增强，到最后对成长性进行判断时，虽然公司的成长性客观存在，但对于未来的预测本身就已经包含了较多主观判断的成分。

## 4. 结语：从行业发展趋势看板块长期投资价值

我们之所以愿意花较大篇幅论述板块的选股逻辑，主要还是由于我们看好高速公路板块的长期投资价值。

从大环境看，高速公路行业在 2010 年之后经历了一个较为漫长的下行周期。这段时间高速公路行业面临的最大问题在于现金流充裕，但再投资的效率持续下降，因为随着高速路网的逐步完善，已有路产占据了大部分的优势区位，新建路产在创收能力上整体而言不如老路。同时，无风险利率处于较高水平，高分红并不能为个股带来很强的吸引力，因此上市公司虽然手握大笔资金，却缺乏提升分红的意愿，大部分公司将沉淀资金投向金融、地产等板块，进一步导致高速公路板块整体估值下行。

然而，随着改扩建周期的到来，上市公司“有钱无处投”的问题得到显著缓解，投资重心回归到区位优势的主干线路上来，同样的投资相较以往能够创造更高的收益，我们认为这代表着行业大周期的回升。另一方面，无风险利率的持续下降则放大了高分红带来的吸引力，上市公司提升分红能够带来股价的直接提升，分红意愿显著增强。

因此，我们预计未来较长一段时间里，高速公路板块受益于行业周期上行以及公司治理优化的提升，投资价值将会逐渐凸显。

最后，本文仅作为行业估值与选股方法论的探讨，如有错漏，望海涵。

## 5. 风险提示

行业政策出现重大变化、宏观经济增速下滑

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴交运】交通运输行业 2024 投资展望：左侧布局，转守为攻	2023-11-30

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，8年投资研究经验，2015-2018年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。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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