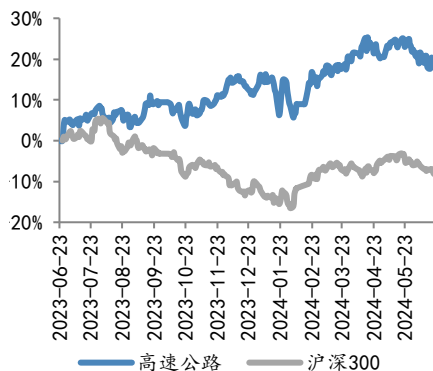


交通运输行业高股息系列二

高速公路行业透视：收费年限延长+分红比例抬升 提升配置价值

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

经济弱复苏下，国债收益率不断下行，股债息差持续扩大，高股息资产因其低估值的防御属性、高股息的绝对收益较沪深300表现优异，取得了超额收益，2023年至今受到市场广泛关注。据“股息率=股息/股价=分红率/PE”，我们推断高股息率主要依赖：1) 低估值；2) 高分红比例：既需要强且稳定的盈利能力、无重大开支以奠定分红基础，即“有钱分红”；也具备持续分红意愿，即“愿意分红”。交运赛道中，高速公路板块具有相对完美的高股息资产特点，在市场下行期取得了超额收益。

高速公路公司盈利水平长期维持高且稳定。公路属于重资产行业，具有区域垄断性。收入端因车流量和里程进入成熟期、单里程收费受地方部门严格管控且非永续，收入维持高位但增幅有限；成本端整体收入增幅同频，但每年存在刚性上涨。

1) 收入端：通行费收入为我国高速公路主要收入，根据各省通行费计算方式，我们概括通行费收入=(客车车流量+货车车流量)*单里程收费*里程数。①车流量：占比超7成的客车车流量受汽车保有量和居民出行意愿影响，周期性较低，具备一定韧性，且客货车车流量均已过高速增长期，预期维持稳定小幅增长。②单里程收费：受地方政府严格管控，且高速具备民生属性，价格几乎无弹性。在“贷款修路、收费还贷”的经营模式下，面对高速公路造价高昂、成本上涨、还本付息压力大等问题，现存有限的收费期限具有很大的偿债压力。与我国情况相近的日本已经开始延长收费年限，我国也已于2015年和2018年开始逐步放宽部分收费期限，收费期限政策变化已初现曙光。③里程：2016年开始我国高速公路建设进入成熟期，但短期内仍有小幅稳定增长空间，未来成长看中西部新增里程+成熟地区扩容改造，高速公路改扩建可以重新批准核定收费年限。

2) 成本端：绝大多数公司采取车流量法进行摊销，折旧摊销成本随营业收入变化，人工成本每年存在刚性上涨，整体较稳定。

在盈利维持高且稳定的前提下，我们认为个股估值提升主要看路段改扩建和分红率提升，若收费政策放开则会提升整个行业的估值水平。建议关注改扩建落地、分红比例持续提升的皖通高速，优质路产赋能的招商公路，地理优势带动业绩增长、分红计划稳定的粤高速，改扩建稳步推进的宁沪高速。

风险提示：宏观经济波动风险、价格管控政策变更风险、分红政策调整风险

团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号：S0210522050006

邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

相关报告

《交通运输行业高股息透视：利率下行期，寻找交运赛道优质高股息资产》2024.04.15



正文目录

1	高速公路：低估值+高分红比例，市场下行期取得超额收益.....	1
2	从高速公路公司盈利模式看增长空间.....	4
2.1	收入端：弹性较小韧性较强，收费期限放宽可期待.....	4
2.2	成本端：整体较稳定，存在刚性上涨.....	10
2.3	盈利端：维持高且稳定，估值提升看收费年限和分红率变化.....	10
3	总结.....	11
4	风险提示.....	12



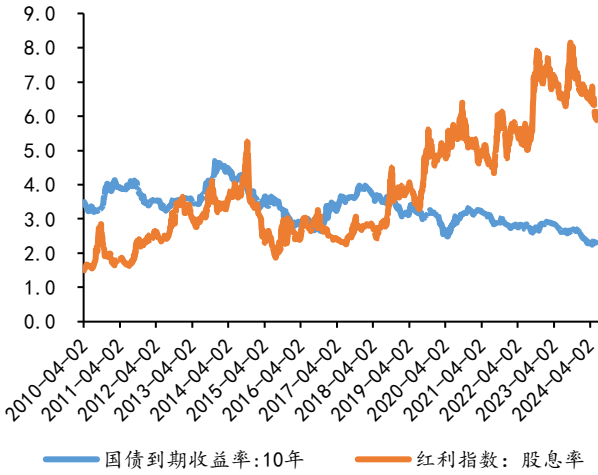
图表目录

图表 1: 10 年国债收益率 (%)；红利指数股息率 (%)	1
图表 2: 红利低波指数超额收益	1
图表 3: 高速公路板块兼具“有钱分红”、高分红意愿和相对低估值	1
图表 4: 高速公司基本情况	2
图表 5: 主要高速公路公司分红情况	3
图表 6: 高速公路较沪深 300 超额收益	3
图表 7: 高速公路公司 2023 年较沪深 300 超额收益	3
图表 8: 公路客运量与汽车保有量关联性	4
图表 9: 公路货物周转率与经济周期关联性	4
图表 10: 部分高速企业日均车流量 (辆/日)	5
图表 11: 部分高速企业日均车流量 YOY	5
图表 12: 2020 年高速公路单公里通行费 (万元/公里) 和人均 GDP (万元/人)	5
图表 13: 2020 年浙江省客车及货车收费标准	6
图表 14: 2022 年浙江省客车及货车收费标准	6
图表 15: 高速公路收费年限	6
图表 16: 高速公路债务余额 (亿元)	7
图表 17: 高速公路通行费收支缺口 (亿元)	7
图表 18: 全国收费公路车辆通行费支出 (亿元)	7
图表 19: 收费公路车辆通行费收入和还本付息支出 (亿元)	7
图表 20: 全国高速公路里程 (公里)、YOY	8
图表 21: 高速公路累计建设投资变化	8
图表 22: 全国各省高速公里里程增长率 (面积越大增长率越高, 相同颜色为相邻省份区域)	9
图表 23: 部分改扩建项目收费期限变化	9
图表 24: 宁沪高速收费公路业务成本 (亿元)	10
图表 25: 主要高速公司收费公路特许经营权摊销法	10
图表 26: 宁沪高速、皖通高速 2008-2023 年净利率、ROE	10
图表 27: 高速公司主要标的指标汇总	11

1 高速公路：低估值+高分红比例，市场下行期取得超额收益

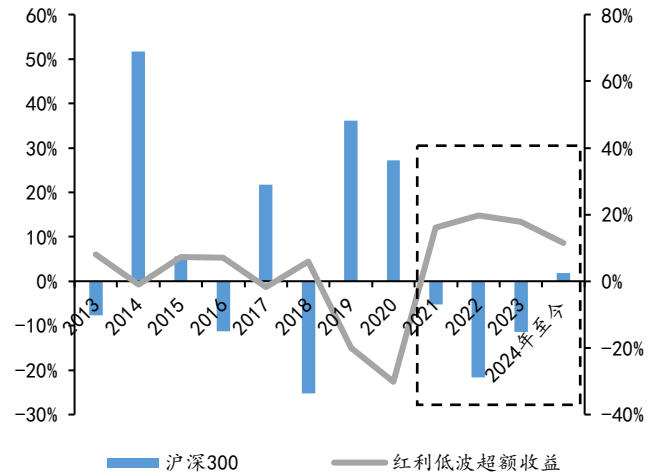
经济弱复苏下，国债收益率不断下行，股息息差持续扩大。截至 2024 年 6 月 21 日，国债收益率达 2.26% 的历史低点，而红利低波资产股息率达 6.13% 的历史较高水平，利差超 3.8%。高股息资产因其低估值的防御属性、高股息的绝对收益，自 2021 年至今较沪深 300 表现优异，受到市场广泛关注。

图表 1: 10 年国债收益率(%); 红利指数股息率(%)



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (截至 2024.6.23)

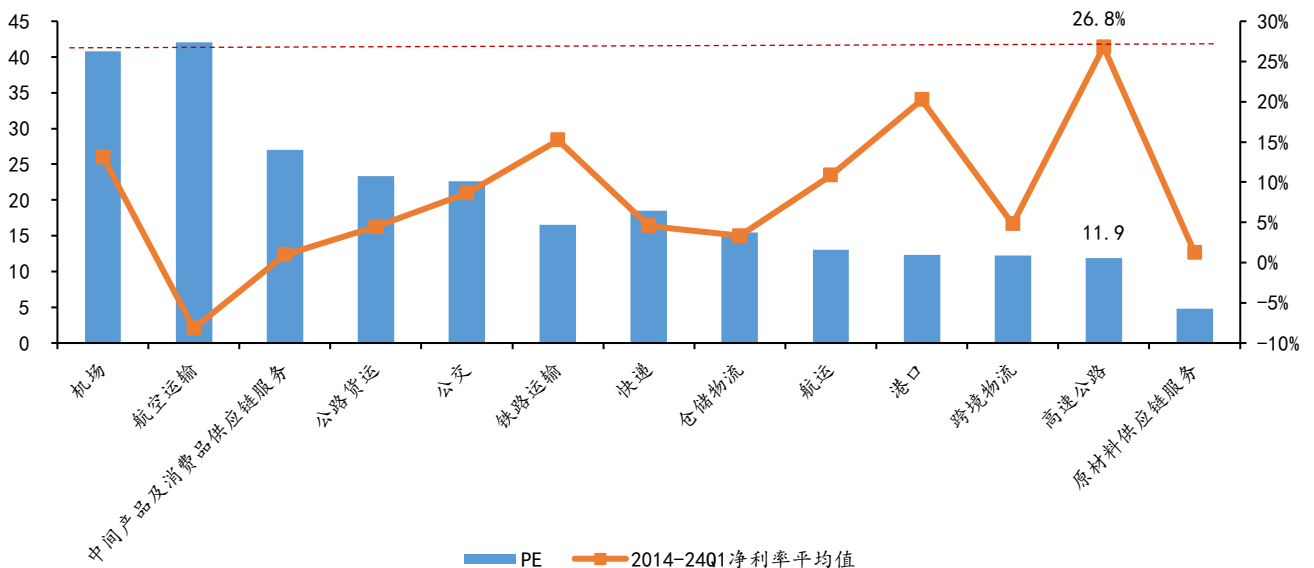
图表 2: 红利低波指数超额收益



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (截至 2024.6.23)

据“股息率=股息/股价=分红率/PE”，我们推断高股息率主要依赖：1) 低估值；2) 高分红比例：既需要强且稳定的盈利能力、无重大开支以奠定分红基础，即“有钱分红”；也具备持续分红意愿，即“愿意分红”。**交运赛道中，高速公路板块具有相对完美的高股息资产特点：**

图表 3: 高速公路板块兼具“有钱分红”、高分红意愿和相对低估值



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (截至 2024.6.23)

1) **相对低估值**：截至 2024 年 6 月 23 日，高速板块 PE 为 11.9，在 13 个交运子行业中排行第 12。

2) **“有钱分红”**：高速公路属于重资产行业，建设和后期维护需要花费大量资金，具有较高的进入壁垒；同时，高速公司大多由各省国资委或政府部门控制，具有区域垄断型，奠定强且稳健的盈利基础。2014-2024Q1，高速板块净利率平均值 26.8%，在 13 个交运子行业中排名第 1。同时，随着高速公路进入成熟期，高速公司资本支出建设放缓。

图表 4：高速公司基本情况

代码	公司	实际控制人	区域
001965.SZ	招商公路	国务院国有资产监督管理委员会	全国
600377.SH	宁沪高速	江苏省国有资产监督管理委员会	长三角
000429.SZ	粤高速 A	广东省国有资产监督管理委员会	珠三角
000828.SZ	东莞控股	东莞市国有资产监督管理委员会	
600548.SH	深高速	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	
600012.SH	皖通高速	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	
600020.SH	中原高速	河南省人民政府	中原地区
000885.SZ	城发环境	河南省财政厅	
600035.SH	楚天高速	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会	
000900.SZ	现代投资	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	
000548.SZ	湖南投资	长沙市人民政府国有资产监督管理委员会	
600269.SH	赣粤高速	江西省交通运输厅	
600350.SH	山东高速	山东省国有资产监督管理委员会	其他
600106.SH	重庆路桥	南光(香港)投资管理有限公司	
601188.SH	龙江交通	黑龙江省人民政府国有资产监督管理委员会	
601518.SH	吉林高速	吉林省交通运输厅	
000755.SZ	山西高速	山西省国有资产监督管理委员会	
601107.SH	四川成渝	四川省人民政府国有资产监督管理委员会	
600033.SH	福建高速	福建省人民政府国有资产监督管理委员会	
600368.SH	五洲交通	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	

数据来源：ifind，华福证券研究所

3) **高分红意愿**：历年来，高速板块公司普遍具有较高的股息率和分红比例。在 20 家高速公司（按申万行业分类）中，2021-2023 年平均股息率高于 2021-2023 年平均十年期国债收益率（2.8%）的公司占比过半，绝大部分公司 2021-2023 年现金分红比例超 30%。很多公司公布了未来分红比例的明确计划，**长年维持高分红确定性强。部分公司多次提升分红比例**，以皖通高速为例，2021-2023 年计划分红比例为 60%，2023-2025 年计划分红比例原定提升至 70%后再次提升至 75%。

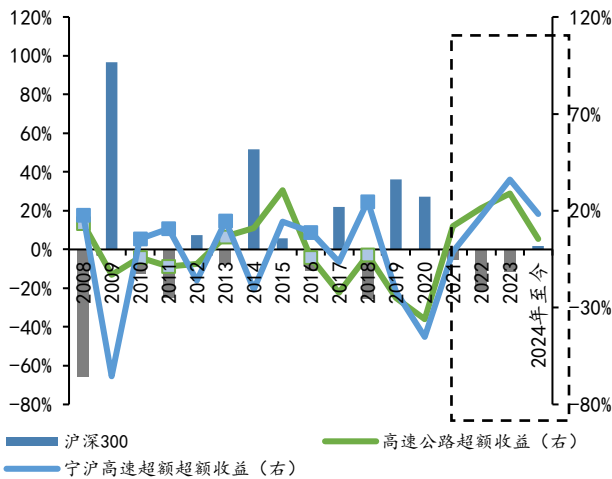
图表 5: 主要高速公路公司分红情况

代码	公司	21-23 年平均股息率	21-23 年平均现金分红比例	未来分红计划
600350.SH	山东高速	6.9%	64.1%	2020-2024 年分红比例不低于 60%
600012.SH	皖通高速	6.9%	61.1%	2023-2025 年分红比例不低于 75%
000429.SZ	粤高速 A	6.5%	70.1%	2024-2026 年分红比例不低于 70%
600548.SH	深高速	5.8%	51.1%	
600377.SH	宁沪高速	5.2%	57.1%	将持续稳定高分红
600033.SH	福建高速	4.8%	45.0%	2024-2026 年分红比例不低于 35%
001965.SZ	招商公路	5.1%	49.7%	2022-2024 年分红比例不低于 55%
600269.SH	赣粤高速	3.4%	32.2%	
600035.SH	楚天高速	4.5%	31.4%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
600368.SH	五洲交通	2.9%	20.1%	
000900.SZ	现代投资	3.3%	38.7%	
000828.SZ	东莞控股	2.8%	37.4%	
601107.SH	四川成渝	3.4%	40.0%	2023-2025 年分红比例不低于 60%
601188.SH	龙江交通	1.9%	60.3%	
600020.SH	中原高速	2.6%	33.7%	
600106.SH	重庆路桥	1.0%	30.1%	2024-2026 年分红比例不低于 30%
000885.SZ	城发环境	1.8%	11.7%	2023-2025 年分红比例不低于 10%
000548.SZ	湖南投资	0.8%	26.0%	
601518.SH	吉林高速	1.5%	13.8%	
000755.SZ	山西高速	0.3%	4.8%	

数据来源: Ifind, 华福证券研究所

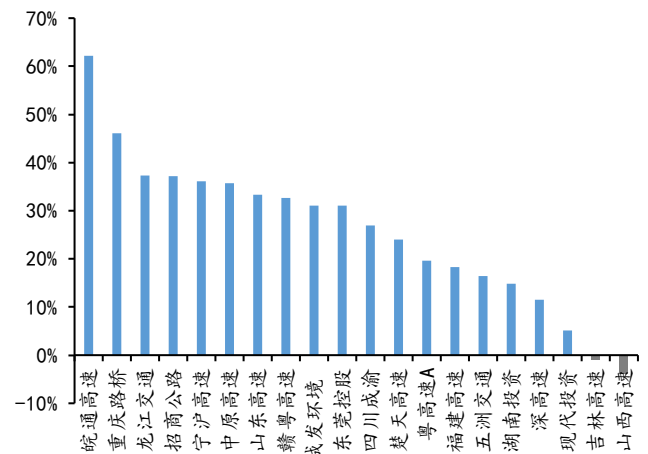
高股息资产的特性,使得高速公路板块具有较强的防御属性,在市场下行期取得超额收益。2023 年在市场下跌行情下,高速板块 20 家公司有 18 家取得了较沪深 300 的超额收益;2024 年至今有一半公司取得了超沪深 300 的收益。

图表 6: 高速公路较沪深 300 超额收益



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (截至 2024.6.23)

图表 7: 高速公路公司 2023 年较沪深 300 超额收益



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

2 从高速公路公司盈利模式看增长空间

2.1 收入端：弹性较小韧性较强，收费期限放宽可期待

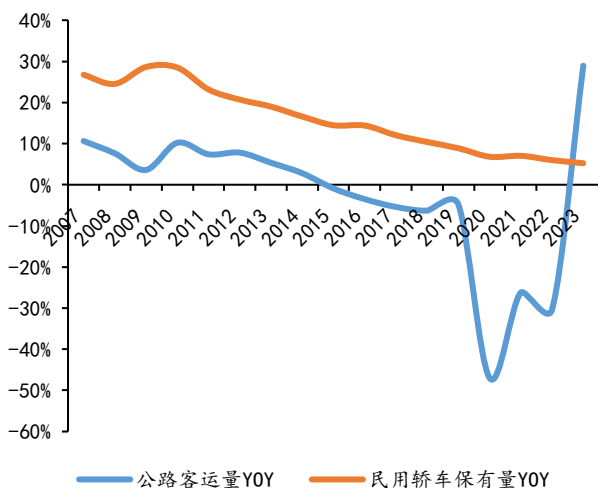
我国高速采取的是“贷款修路，收费还贷”的经营模式，通行费为主要收入来源。纵观世界公路筹资来源，主要有两种形式：1) 收费，资金来自过路费：如中国、日本、韩国、意大利、法国、西班牙等。2) 征税，资金来自专项税收或一般税收：如美国。德国、美国等以收税为主的国家面临公路改扩建和养护的资金缺口不断增大，近 20 年来，实施收费公路政策的国家数量在不断增加，收费公路规模也在不断扩大。

由于各省份人口数量和经济发展水平不同，车流量、单里程收费标准也不同，因此《收费公路管理条例》规定收费标准由地方政府审批。如：1) 上海市规定全市高速公路（除 G40 长江隧桥段）通行费=分车型（客车、货车、专项作业车）的每车公里单价×计费里程；2) 浙江省规定通行费=客车通行费（车次费+车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道/桥梁叠加通行费）+货车通行费（车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道/桥梁叠加通行费）。

各省通行费计算公式和金额不同，我们认为高速公司收入基本可以概括为通行费收入=（客车车流量+货车车流量）*单里程收费*里程数。

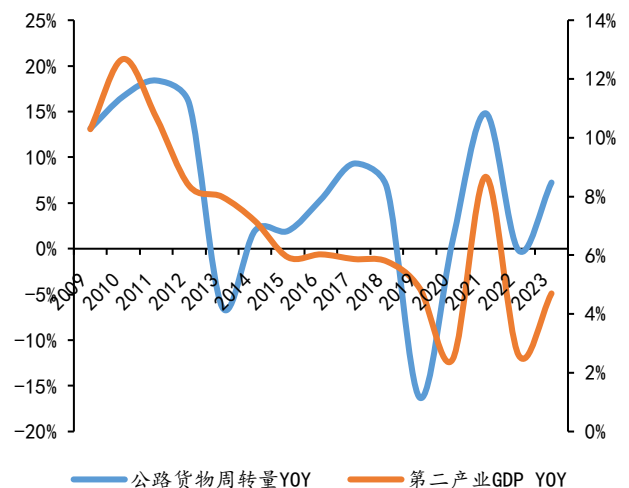
（1）车流量：已过高速增长期，但仍具备韧性，预期维持稳定小幅增长。高速公路车流量中，占比较高（2019 年约 77%）的客车车流量主要受汽车保有量和居民出行意愿影响，与经济周期关联度相对较低，近年来汽车保有量增速放缓，居民出行意愿增强，客车车流量具备一定韧性；占比较低（2019 年约 23%）的货车车流量与经济周期关联度相对较高。20-22 年车流量异常主要系新冠疫情影响，23-24 年迅速修复，预期恢复疫前小幅增长趋势。

图表 8：公路客运量与汽车保有量关联性



数据来源：Iifind，华福证券研究所

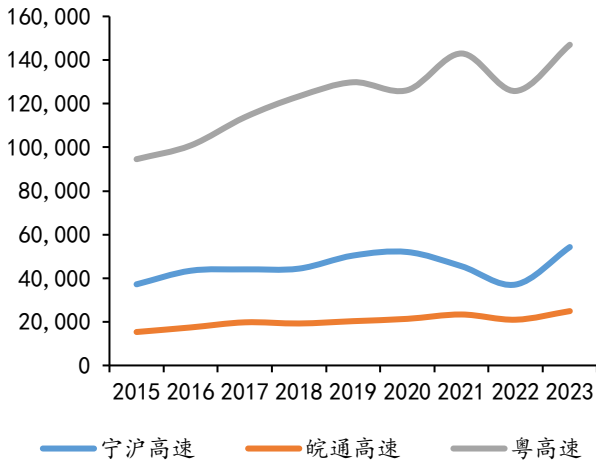
图表 9：公路货物周转率与经济周期关联性



数据来源：Iifind，华福证券研究所

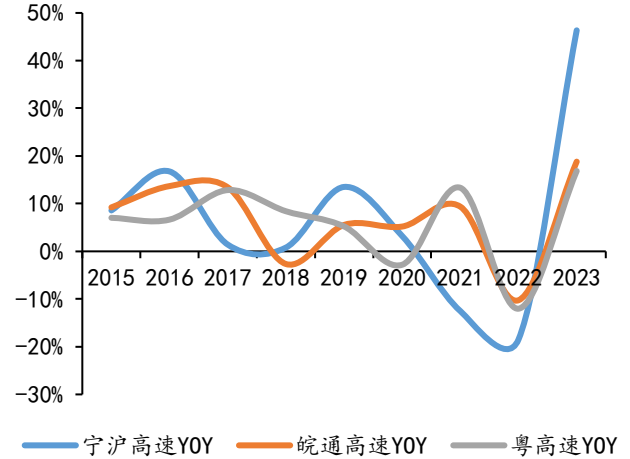
看各高速公司车流量，以宁沪高速、皖通高速和粤高速为例：近年来车流量保持波动缓慢增长，2015-2019年复合增长率分别为7.9%、7.3%、8.3%。疫情期间受出行受阻影响，车流量有所下滑，2023年疫后修复明显，同比2022年分别+46.4%、+18.8%、+16.9%，较2019年分别+7.7%、+22.7%、+13.2%，已恢复至疫情前增长态势。

图表 10: 部分高速企业日均车流量 (辆/日)



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 11: 部分高速企业日均车流量 YOY

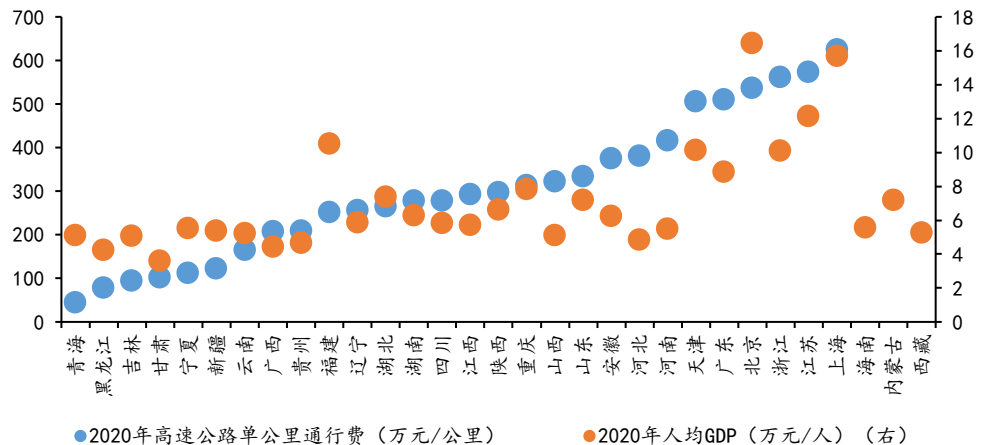


数据来源: Ifind, 华福证券研究所

(2) 单里程收费：几乎无弹性，现存收费期限偿债压力大，未来看收费期限政策变化。

据《中华人民共和国公路法》，收费公路车辆通行费的收费标准，由公路收费单位提出方案，报省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级物价行政主管部门审查批准。各地公路技术等级、投资总额、物价指数、贷款和收回投资的期限、交通等因素不同，收费标准也有所不同，但均受地方政府严格管控，不得随意调整价格。

图表 12: 2020 年高速公路单公里通行费 (万元/公里) 和人均 GDP (万元/人)



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

尽管收费标准的制定有差异，但高速公路涉及民生，具备一定的社会公益属性，主要体现在特殊情况减免，如：①《收费公路管理条例》规定，对在国家规定的绿色通道上运输鲜活农产品的车辆，可以适当降低车辆通行费的收费标准或者免交车辆通行费；②重大节假日高速免费；③疫情期间免收所有车辆收费公路通行费等。2023年湖南省减免高速公路通行费 53.35 亿元，占通行费总收入的 18.1%。

因地方政府严格管控和作为带有公益属性的基础建设，高速收费标准几乎没有弹性，如浙江省 2020 年和 2022 年收费政策完全不变。

图表 13：2020 年浙江省客车及货车收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率 (元/车公里)	车次费 (元/车次)
1类	≤9座 (且车长小于6米)	0.40	5
2类	10-19座(且车长小于6米) 乘用车列车	0.40	5
3类	≤39座 (且车长不小于6米)	0.80	10
4类	≥40座 (且车长不小于6米)	1.20	15

类别	车型分类标准	车公里费率 (元/车公里)
1类	2轴(车长小于6米且最大允许总质量小于4500KG)	0.450
2类	2轴(车长不小于6米或最大允许总质量不小于4500KG)	0.841
3类	3轴	1.321
4类	4轴	1.639
5类	5轴	1.675
6类	6轴(含)以上	1.747

数据来源：浙江省人民政府，华福证券研究所

图表 14：2022 年浙江省客车及货车收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率 (元/车公里)	车次费 (元/车次)
1类	≤9座 (且车长小于6米)	0.40	5
2类	10-19座(且车长小于6米) 乘用车列车	0.40	5
3类	≤39座 (且车长不小于6米)	0.80	10
4类	≥40座 (且车长不小于6米)	1.20	15

类别	车型分类标准	车公里费率 (元/车公里)
1类	2轴(车长小于6米且最大允许总质量小于4500KG)	0.450
2类	2轴(车长不小于6米或最大允许总质量不小于4500KG)	0.841
3类	3轴	1.321
4类	4轴	1.639
5类	5轴	1.675
6类	≥6轴	1.747

数据来源：浙江省人民政府，华福证券研究所

根据《收费公路管理条例》，我国高速公路主要分为政府还贷公路和经营性公路规定，均属于非永续经营，最长不超过 30 年，而中国自 1988 年开始建设高速公路，很多路段面临收费年限临近或到期的情况。虽然收费价格很难提高，但收费期限延长可以期待。

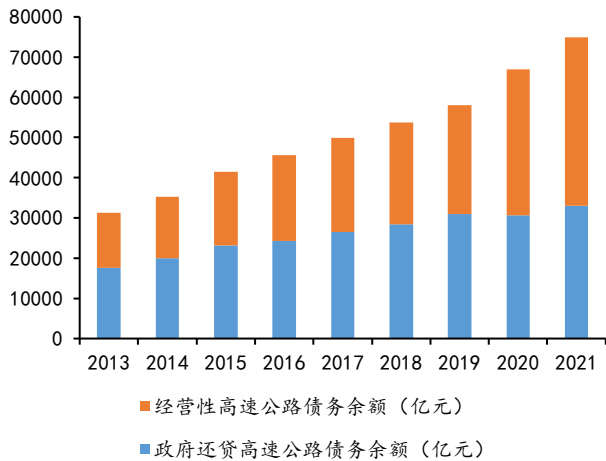
图表 15：高速公路收费年限

高速公路	地区	收费年限(不超过)
政府还贷公路	其他	15年
	中西部省、自治区、直辖市	20年
经营性公路	其他	25年
	中西部省、自治区、直辖市	30年

数据来源：人民政府官网，华福证券研究所

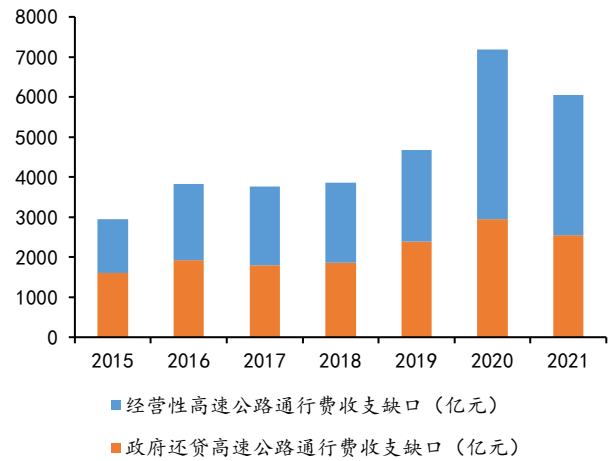
1) 在“贷款修路、收费还款”的经营模式下，我国高速公路面临很大的偿债压力。近年来，偿债压力逐年增长，债务余额不断扩大、收支不平衡情况加重。

图表 16: 高速公路债务余额 (亿元)



数据来源: 交通运输部, 华福证券研究所

图表 17: 高速公路通行费收支缺口 (亿元)



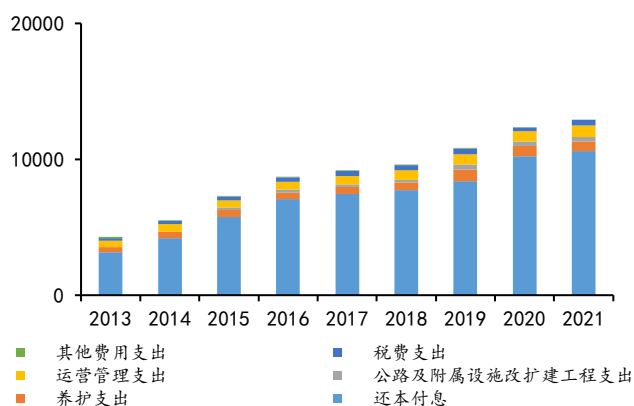
数据来源: 交通运输部, 华福证券研究所

①高速公路造价高昂，成本（原材料、人工、征地拆迁费用等）连年上涨。2014年我国四车道高速公路平均造价为7700万元/公里，是2004年的1.83倍、2000年的2.4倍，上世纪90年代一些路段成本仅需1000多万元/公里，而2015年新建的京台高速，成本高达3.6亿元/公里。

②还本付息压力大。我国收费公路建设投资中，以银行贷款为主的债务性资金占比约70%。历年收费公路车辆通行费支出中，约80%都是还本付息支出，2014年起还本付息的支出就已超过通行费收入，每年一半左右的通行费收入仅够偿还债务利息。

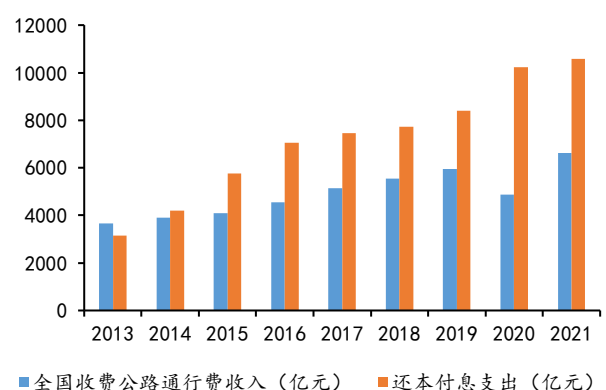
除还本付息外，收费公路通行费支出还包括运营管理支出、养护支出、改扩建支出、税费支出和其他支出。随着道路老化，管理和养护投入也会增大，每年管理养护费用超千亿元，养护资金在偿债期和经营期结束后缺乏保障。

图表 18: 全国收费公路车辆通行费支出 (亿元)



数据来源: 交通运输部, 华福证券研究所

图表 19: 收费公路车辆通行费收入和还本付息支出 (亿元)



数据来源: 交通运输部, 华福证券研究所

2) 政策变化已初见曙光。参考国际经验，日本与我国一样都是采取收费公路政策，因还贷压力大，日本在 2014 年和 2023 年两次延长了收费年限，目前已延长至 2115 年，高速公路收费将“半永久化”。我国也已于 2015 年和 2018 年修订《收费公路管理条例》，做出多项收费期限放宽：

2015 年《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》：“政府收费公路中的高速公路不再规定具体的收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限。”“特许经营公路中高速公路的经营期限一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以约定超过 30 年的特许经营期限。”

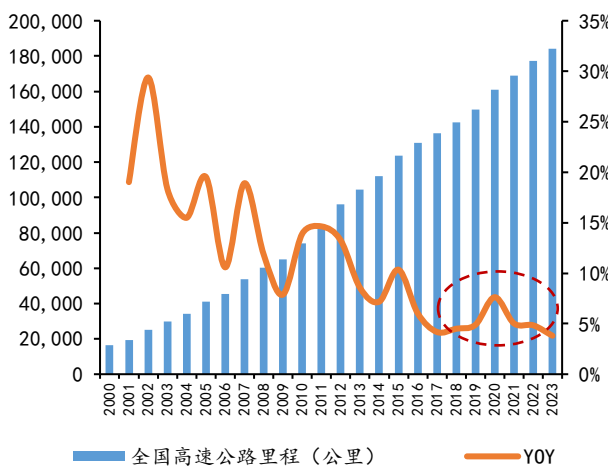
2018 年《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》：“明确政府收费高速公路偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定。”

除此之外，最初收费公路政策是建成后把本息还完后即停止收费，通过财政资金应对养护需求，但当收费公路达到现在的规模后，养护费用压力较大，因此修订稿规定：“政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。”

(3) 里程：已过高速增长期，短期内仍有增长空间，未来成长看中西部新增+成熟地区扩容改造重定收费年限。

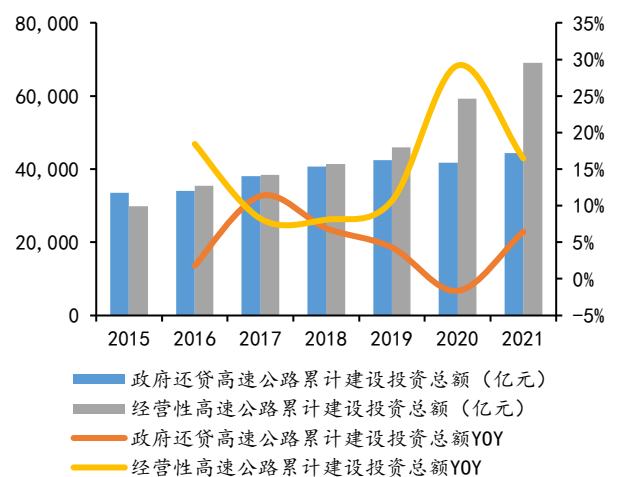
我国高速公路在 2016 年后进入成熟期，同比增速稳定在 5%左右。2021 年政府还贷高速公路累计建设投资总额为 4.4 万亿元，同比+6%；经营性公路累计建设投资总额为 6.9 万亿元，同比+16%。

图表 20: 全国高速公路里程（公里）、YOY



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

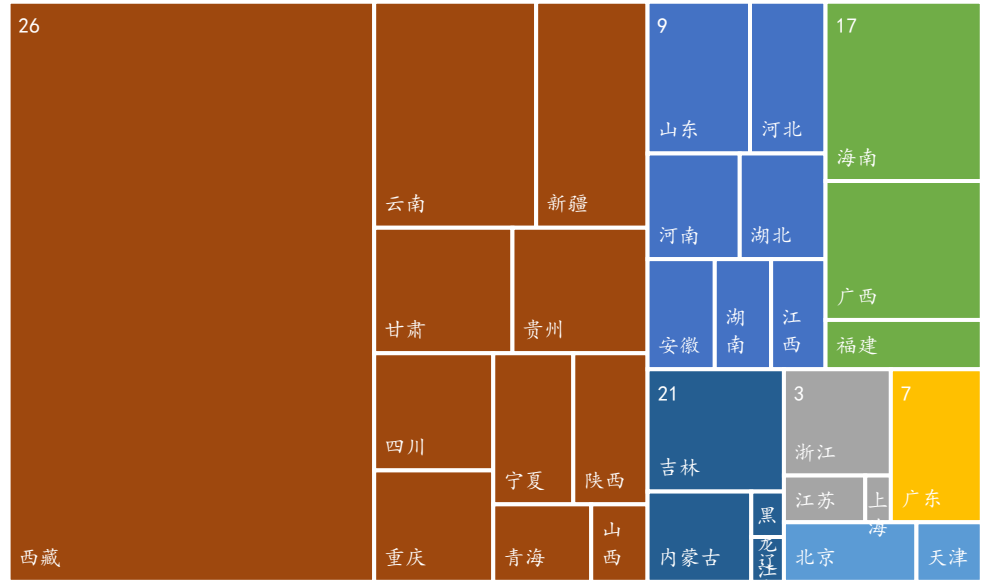
图表 21: 高速公路累计建设投资变化



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

近五年里程增长大多在中西部地区，2018-2022 年高速公路里程同比增长率超 10% 的分别是西藏、云南、海南、新疆，同比分别+92.9%、+16.1%、+12.3%、+11.1%。

图表 22：全国各省高速公路里程增长率（面积越大增长率越高，相同颜色为相邻省份区域）



数据来源：Ifind，华福证券研究所（方块内数字为序号）

除此之外，根据“十四五规划”，十四五期间成熟地区（京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等）的**主线拥挤路段实施扩容改造**，新改建的高速公路 2.5 万公里。这些成熟路线大多建设时间较早，车流量爬坡已完成，且根据《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，“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经营期限**。如：沪宁高速江苏段速改扩建完成后，收费期间从 2027 年延长到 2032 年；粤高速改扩建完成后，收费期间从 2021 年延长到 2047 年。

图表 23：部分改扩建项目收费期限变化

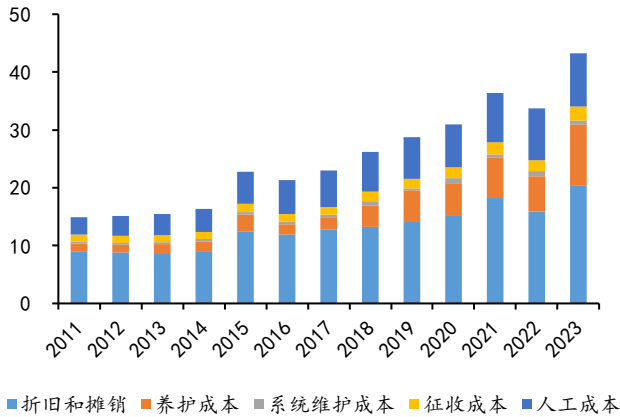
公司	改扩建项目	原收费期限	新收费期限
宁沪高速	沪宁高速公路江苏段	2027 年	2032 年
粤高速 A	惠盐高速公路深圳段	2021 年	2047 年
皖通高速	合宁高速公路周庄至陇西立交段	2026 年	预计 2043 年
赣粤高速	樟树至吉安段	2033 年	争取重新核定 30 年
	南昌至九江段	2028 年	2030 年
山东高速	京台高速济泰段	2024 年	预计 2048 年
	京台高速德齐段	2022 年	预计 2047 年

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 成本端：整体较稳定，存在刚性上涨

高速公司成本中，折旧摊销成本占比最大，宁沪高速折旧摊销成本占收费公路业务成本比常年维持 50%左右，绝大多数公司采取车流量法进行摊销，折旧摊销成本随营业收入变化，整体较稳定。除此之外，养护成本与车流量、使用年限密切相关，而人工成本每年存在刚性上涨。

图表 24：宁沪高速收费公路业务成本（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：主要高速公司收费公路特许经营权摊销法

	收费公路特许经营权摊销法
招商公路	车流量法
宁沪高速	车流量法
粤高速 A	车流量法
深高速	车流量法
皖通高速	年限平均法
中原高速	车流量法
楚天高速	车流量法
赣粤高速	车流量法
山东高速	车流量法

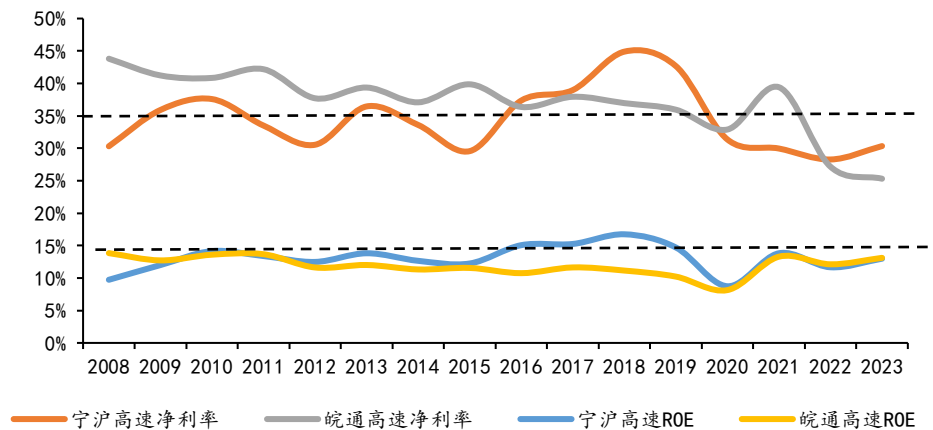
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 盈利端：维持高且稳定，估值提升看收费年限和分红率变化

$$\text{利润} = \text{收入} - \text{成本} = (\text{客车车流量} + \text{货车车流量}) * \text{单里程收费} * \text{里程} - \text{成本}$$

收入端因车流量和里程进入成熟期，单里程收费受地方部门严格管控且非永续，收入维持高位但增幅有限；成本端整体收入增幅同频，但每年存在刚性上涨。因此，我们认为高速公司盈利水平长期维持高且稳定。以宁沪高速、皖通高速为例，2008 年以来，宁沪高速净利率常年维持 35%左右，ROE 维持 12%左右。

图表 26：宁沪高速、皖通高速 2008-2023 年净利率、ROE



数据来源：Ifind，华福证券研究所

在盈利维持高且稳定的前提下，我们认为估值提升主要看：

1) **收费年限延长**：高速公司改扩建会直接影响车流量和里程，延长收费年限，从而带动收入增长，提升个股估值。若收费年限政策放宽，行业所有高速公司盈利均会受到影响，从而提升整个行业的估值水平。

2) **分红率提升**：稳定的业绩支撑下，分红率的提升会提升投资者对高速公司的预期，从而提升个股估值水平。

3 总结

公路属于重资产行业，具有区域垄断性，普遍具有较强的盈利能力；因相对弱周期，车流量和里程增长已进入成熟期，且运价严格受相关政府部门管控，盈利稳定性普遍较强，奠定高分红基础。我们认为个股估值提升主要看路段改扩建和分红率提升，若收费政策放开则会提升整个行业的估值水平。建议关注改扩建落地、分红比例持续提升的皖通高速，优质路产赋能的招商公路，地理优势带动业绩增长、分红计划稳定的粤高速，改扩建稳步推进的宁沪高速。

图表 27：高速公司主要标的指标汇总

代码	公司	净利率	ROE	PE	资本开支/净利润	股息率	未来分红计划
		21-23 平均	21-23 平均	23A	2023	21-23 平均	
600350.SH	山东高速	20%	8%	10.2	172%	6.9%	2020-2024 年分红比例不低于 60%
600012.SH	皖通高速	31%	13%	11.0	126%	6.9%	2023-2025 年分红比例不低于 75%
000429.SZ	粤高速 A	45%	17%	10.8	68%	6.5%	2024-2026 年分红比例不低于 70%
600548.SH	深高速	24%	10%	8.4	88%	5.8%	
600377.SH	宁沪高速	30%	13%	11.7	83%	5.2%	将持续稳定高分红
001965.SZ	招商公路	67%	9%	9.0	7%	5.1%	2022-2024 年分红比例不低于 55%
600033.SH	福建高速	38%	8%	9.4	62%	4.8%	2024-2026 年分红比例不低于 35%
600035.SH	楚天高速	26%	11%	6.5	149%	4.5%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
600269.SH	赣粤高速	14%	5%	8.2	190%	3.4%	
601107.SH	四川成渝	13%	8%	11.3	376%	3.4%	2023-2025 年分红比例不低于 60%
000900.SZ	现代投资	5%	5%	11.0	56%	3.3%	
600368.SH	五洲交通	37%	11%	7.4	37%	2.9%	
000828.SZ	东莞控股	17%	8%	16.7	434%	2.8%	
600020.SH	中原高速	10%	4%	10.0	145%	2.6%	
601188.SH	龙江交通	29%	3%	38.6	68%	1.9%	
601518.SH	吉林高速	32%	9%	8.8	3%	1.5%	2023-2025 年分红比例不低于 10%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所



4 风险提示

宏观经济波动风险：公路依赖货运和客运需求，宏观经济低景气，将直接影响交通运输公司业绩。

价格管控政策变更风险：公路运价及收费期受国家相关部门管控，若指导价格调整或限制范围放宽，将对公司的业绩和未来预期产生直接影响。

分红政策调整风险：分红政策由企业自主制定，通常几年调整一次，若高速公司进行大额资本开支进行改扩建，以延长收费年限，公司现金流下降后会导致企业分红意愿下降。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn