

标配（维持）

再议高速公路的长期逻辑

高速公路行业深度报告

2024年8月29日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

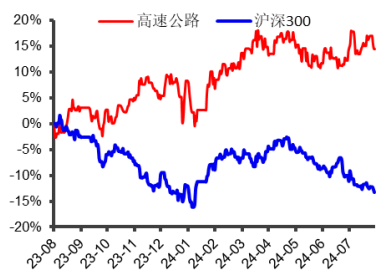
电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

- 自一月发布高速公路行业深度报告推荐其作为红利低波优质资产以来，高速公路行业指数大幅上涨。如今我们重新回顾高速公路行业的长期逻辑，以判断在大涨后高速公路红利资产是否仍值得长期持有。
- 回顾发现，本轮上涨主要与板块自身业绩稳定高分红、市场收益率下行和低利率环境有关。从2024年以来申万各一级板块走势来看，仅红利资产涨幅领先，而近期红利板块内部走势分化。在经历全市场级别的大幅回调后部分资金流出拥挤度高的红利资产，但银行、公路、铁路仍是红利中稳定且具备成长性的核心资产，业绩波动更低，支撑红利指数。
- 我们认为，本轮高速公路板块的上涨主要与自身稳定高分红、市场环境波动和长期资金入市有关：

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

(1) 业绩稳定分红可期：高速公路长收费年限，多数资产进入稳定期，在相当长一段时间内收入分红稳定。近年来全市场再投资收益率下降，上市公司普遍加大分红力度。考虑到高速公路板块主要上市公司控股股东均为地方交投或国资背景，资金需求较大，后续有动力要求上市公司保持高分红。随着中特估体系的提出，对国企市值考核要求趋严，未来有望进一步推动上市公司提高分红比例。

(2) 市场环境变化：我们在一月发布的《高速公路行业报告》中提到，历史上高速公路行业具备明显的防御属性，在市场下行阶段有较大概率跑赢大盘指数获取超额收益。本轮指数上行始于2021年大盘指数扭转向下，市场无风险收益率和实体经济利润空间下降导致区域性的资产荒，放大高速公路板块类债属性。2023年8月以来政策上大力推动中长期资金入市，导致高速公路板块受到追捧。

- **是否仍值得持有：判断公路板块是否仍值得持有，现阶段主要取决于股息率与市场回报率。**当前国内尚未开启全面降息，或与汇率压力有关。短期来看，杰克逊霍尔会议上美联储主席发言放大9月美国降息概率，长期来看美国即将开启降息周期。随着中美利差下降、汇率压力减轻，有望打开央行全面降息空间，进一步放大高股息资产收益率。长期来看，较低的市场回报率和降息预期下公路板块仍是首选。
- **投资策略：**红利股的预期收入主要包含股息收入和买卖证券产生的资本损益两部分，股息收入部分主要由业绩和分红率决定，而持有证券到卖出期间的资本损益则取决于市场。我们认为，在长期降息预期背景与国内资产荒共振的情况下，高速公路等分红稳定的红利资产较为稀缺，在当前国内流动性过剩的情况下有望保持一定的拥挤度，股息收入和资本损益长期来看都将保持稳定，随着全面降息扩大利差和国企市值管理

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，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。

要求推动提高分红比例，红利股长期仍有提升空间。个股方面，建议关注（1）稳收入高分红：招商公路（001965）、粤高速A（000429）、宁沪高速（600377）。（2）高成长高分红：皖通高速（600012）。（3）可关注具有分红提升潜力的深高速（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、业绩稳定分红亮眼	4
2、是否仍值得持有：长期利差有望打开增长空间	10
2.1 “资产荒”阶段，类债需求被放大	11
2.2 外围影响下货币政策偏稳，长期仍有降息预期	15
3、如何选股	17
4、投资策略	18
5、风险提示	19

插图目录

图 1：高速公路行业营收变化	4
图 2：高速公路行业归母净利润变化	4
图 3：近五年高速公路板块优质标的净利润率（%）	4
图 4：国家高速公路网络布局方案图	5
图 5：收费公路累计建设投资总额（亿元）	7
图 6：2021 年收费公路累计建设投资组成	7
图 7：2010 年以来收费公路收入对比收支平缓结果	7
图 8：2019 年各省市公路单公里通行费收入	8
图 9：我国高速公路里程增速放缓	8
图 10：高速公路板块 A 股上市公司股息率（%，截至 2024 年 8 月 28 日）	10
图 11：SW 板块年初至今涨跌幅及 2023 年股息率、净利率（%，截至 2024 年 8 月 28 日）	10
图 12：主要红利板块年初至今涨跌幅对比（%，截至 2024 年 8 月 28 日）	11
图 13：本轮高速公路行情回顾	12
图 14：十年期国债到期收益率逐渐下降（截至 2024 年 8 月 28 日）	12
图 15：中国 ppi 同比（%）	13
图 16：PPI-PPIRM 差值	13
图 17：企业盈利空间累计同比（%）	13
图 18：企业利润总额累计同比（%）	13
图 19：近年来中美利差扩大	15
图 20：中国：中间价：美元兑人民币	15
图 21：市场对美国降息预期（2024 年 8 月 28 日更新）	16
图 22：FOMC 点阵图显示美国将进入降息周期	17
图 23：SW 高速公路板块个股近五年业绩复合增速及股息率情况	17
图 24：SW 高速公路板块分红比例与近十年 PE 分位数情况（按 2024 年 8 月 28 日计算）	18

表格目录

表 1：SW 高速公路板块 A 股上市公司普遍具有国资背景	6
表 2：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例（%）	9
表 3：政策鼓励中长期资金入市	14
表 4：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/8/28）	19

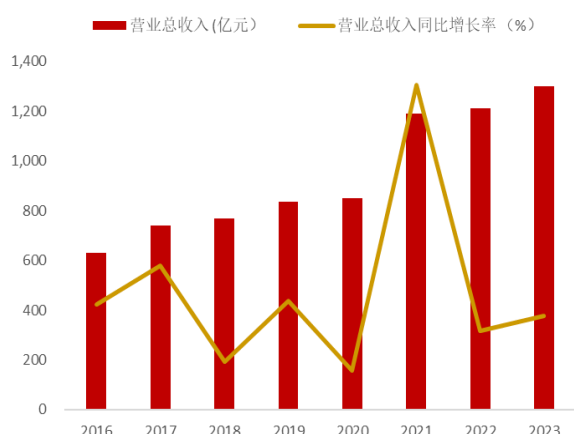
1、业绩稳定分红亮眼

(1) 稳定性:

收入端刚性。高速公路板块的收入主要来源于拥有路产的通行费收入，由于高速公路的公用属性强，通行费标准难以调整，收入主要与车流量及总里程挂钩。而高速公路行业 A 股上市公司通常具有地方国资背景，承担一地高速公路募资建造运营的职能，通常拥有所在省市的核心路产资源，具备一定的垄断性质，路产之间分流竞争影响较小，业务稳定。

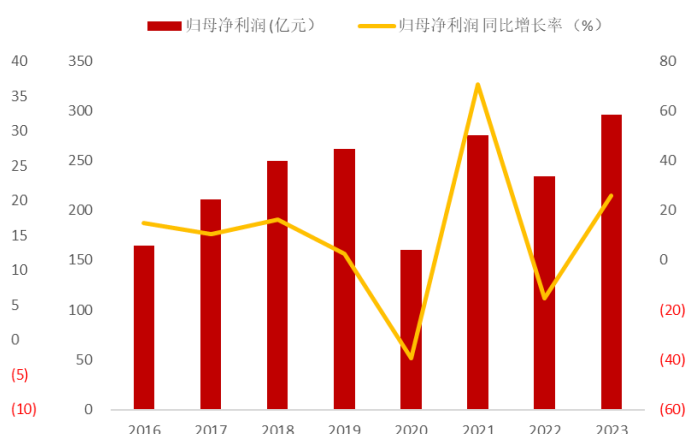
高速公路板块业绩表现稳定。我们回顾 2016 年以来的高速公路板块业绩发现，在疫情前高速公路行业整体营收及净利润保持稳定增长趋势，2020 年受疫情期间高速费的减免特殊政策影响，实际收费天数仅为 287 天，同时防疫支出增长导致板块 2020 年营收同比下降 4.43%，归母净利润同比下降 39.53%；2021 年疫情控制较好，高速公路板块业绩大幅反弹；而在疫情形势较为严峻的 2022 年，高速公路板块营收同比保持 1.25% 的正增长，归母净利润仅同比下降 15.20%。由此可见，高速公路行业业绩表现稳定，除非遇到政策性减免，在疫情等特别重大的自然灾害发生期间仍能保持较高的盈利能力。

图 1：高速公路行业营收变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

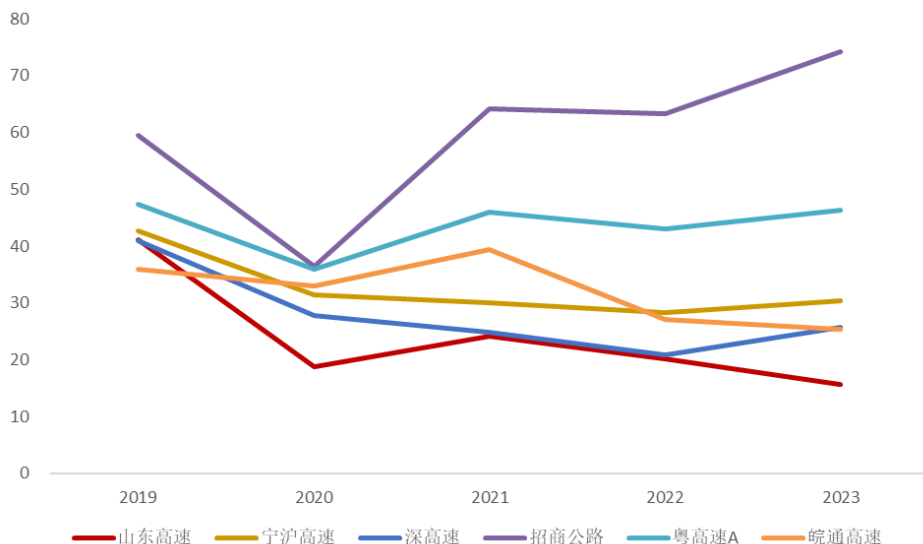
图 2：高速公路行业归母净利润变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

龙头盈利能力强劲。高速公路板块龙头资产多为优质核心路产，车流量较大，盈利能力强劲。公路资产成本较为刚性，以管理维护费用和折旧为主，改扩建项目可能造成短期的费用支出扩大，但改扩建完成后车流量往往会得到提升，盈利能力迅速恢复。招商公路、粤高速 A、皖通高速等受到追捧的个股普遍在疫情期间保持了较强的盈利能力。

图 3：近五年高速公路板块优质标的净利润率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

东部现有路网进入成熟期、密度高，后续新建高速或西进，对现有路网分流小。高速公路行业上市公司普遍分布在东部、中部地区省市。根据国家高速公路网络方案图，我国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。东部及中部地区路网已经目前已经基本建成，后续新建高速或多位于西部地区，对现有路网分流影响小。

图 4：国家高速公路网络布局方案图



资料来源：中国政府网，交通部，东莞证券研究所

(2) 稀缺性：优质路产少，新建成本高回报率更低，投入壁垒高

门槛高、监管强。尽管我国同时存在政府还贷公路和由国内外经济组织投资建设的经营性公路，但整体上经营性公路主要由国资企业牵头建设运营，A股上市高速公路公司普遍由地方国资控股。归根结底，是高速公路行业建设资金投入大、回报期长、公用属性较强，受到政府监管的力度较大。

表 1：SW 高速公路板块 A 股上市公司普遍具有国资背景

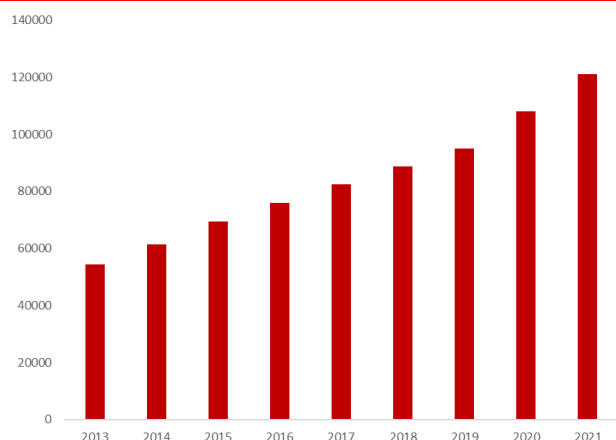
代码	简称	实控人持股比例 (%)	控股股东	实控人属性
000429.SZ	粤高速 A	22.10	广东省交通集团有限公司	地方国资委
000548.SZ	湖南投资	29.08	长沙环路建设开发集团有限公司	地方国资委
000755.SZ	山西高速	60.58	山西省高速公路集团有限责任公司	地方国资委
000828.SZ	东莞控股	69.82	东莞市交通投资集团有限公司	地方国资委
000900.SZ	现代投资	24.34	湖南省高速公路集团有限公司	地方国资委
001965.SZ	招商公路	67.88	招商局集团有限公司	国资委
600012.SH	皖通高速	31.63	安徽省交通控股集团有限公司	地方国资委
600020.SH	中原高速	45.09	河南交通投资集团有限公司	地方政府
600033.SH	福建高速	36.16	福建省高速公路集团有限公司	地方国资委
600035.SH	楚天高速	33.88	湖北交通投资集团有限公司	地方国资委
600269.SH	赣粤高速	43.07	江西省交通投资集团有限责任公司	地方政府
600350.SH	山东高速	63.43	山东高速集团有限公司	地方国资委
600368.SH	五洲交通	36.62	广西交通投资集团有限公司	地方国资委
600377.SH	宁沪高速	54.44	江苏交通控股有限公司	地方国资委
600548.SH	深高速	22.82	深圳国际控股有限公司	地方国资委
601107.SH	四川成渝	35.87	蜀道投资集团有限责任公司	地方国资委
601188.SH	龙江交通	33.47	黑龙江省高速公路集团有限公司	地方国资委
601518.SH	吉林高速	54.35	吉林省高速公路集团有限公司	地方政府

资料来源：Wind，东莞证券研究所

高投入长投资回收期，与私营企业回报要求不符。高速公路总里程长，单公里造价高，建造总成本极高。近年来人力及物价水平提高、新建高速公路从双车道逐渐扩宽至四车道、六车道等，导致新建公路成本持续提高，我们通过 2019 年至 2021 年收费公路累计完成投资额与新增里程估算三年平均每公里造价约 1.75 亿元，而我国省内高速全段多在 50 公里以上，跨省高速公路全长普遍超过 100 公里，建设高速公路的投资巨大。截至 2021 年，我国收费公路累计建设投资总额达 12.12 万亿元，较上一年增加 1.31 万亿元。受高速公路公用属性限制，我国高速公路收费标准为省内统一标准，并不随通胀而提升，导致高速公路投资回收期较长。在资金来源方面，高速公路以债务资金为主，截至 2021 年，我国收费公路的累计建设投资资金中，约有 62% 为银行贷款，32% 来自于资本金，其他债务约占 6%。在投入回收方面，私营企业难以获取巨额贷款并接受较低的回

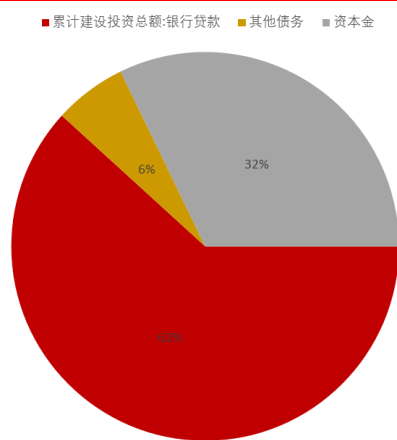
报率，因此较少私营企业参与，省内高速公路多为一省国资委领头投资建设，能最大程度减少互相分流情况。

图 5：收费公路累计建设投资总额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

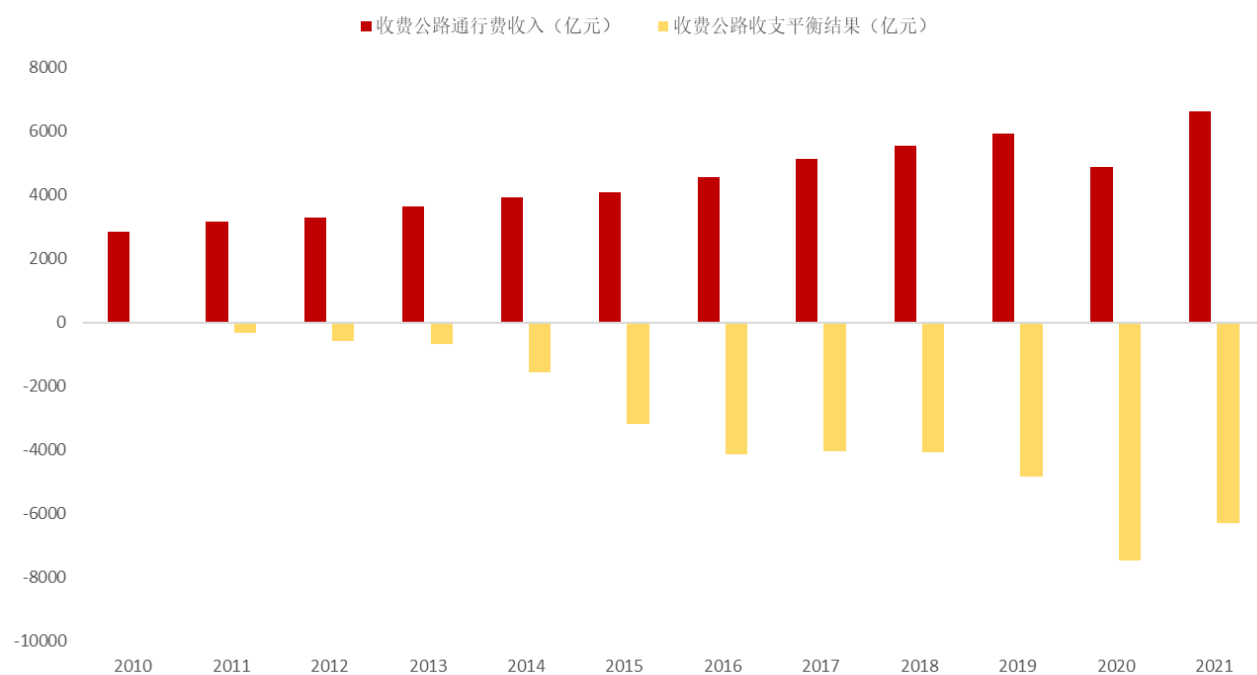
图 6：2021 年收费公路累计建设投资组成



资料来源：Wind，东莞证券研究所

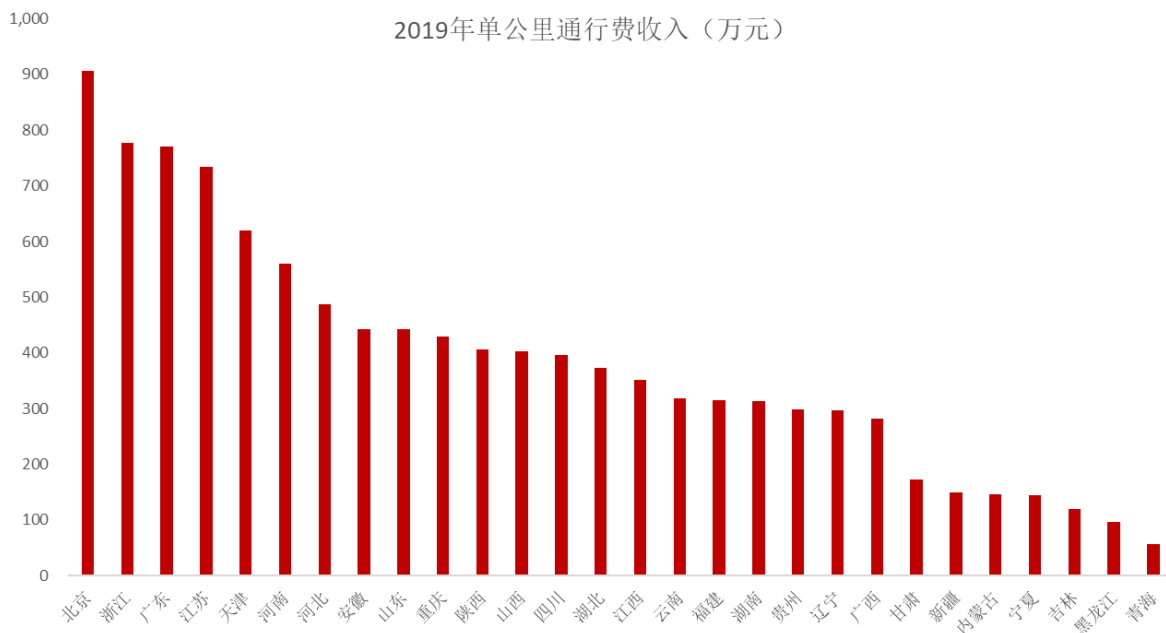
受区位经济影响，存在亏损可能。由于公路的强公用属性，收费标准固定，而近年来经济发展带动物价和人力成本上涨，导致行业整体进入亏损，近年来更是呈现亏损扩大的趋势。2021 年，收费公路行业收取通行费收入合计 6630.49 亿元，而收费公路支出达 12909.28 亿元，导致当年收费公路整体亏损 6278.79 亿元。高速公路的车流量取决于其联通区域的区位经济情况，2019 年北京、长三角、广东等地区单公里通行费收入明显较高，从行业整体来看，能够产生丰厚通行费收入的优质路产较为稀缺。

图 7：2010 年以来收费公路收入对比收支平缓结果



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：2019 年各省市公路单公里通行费收入

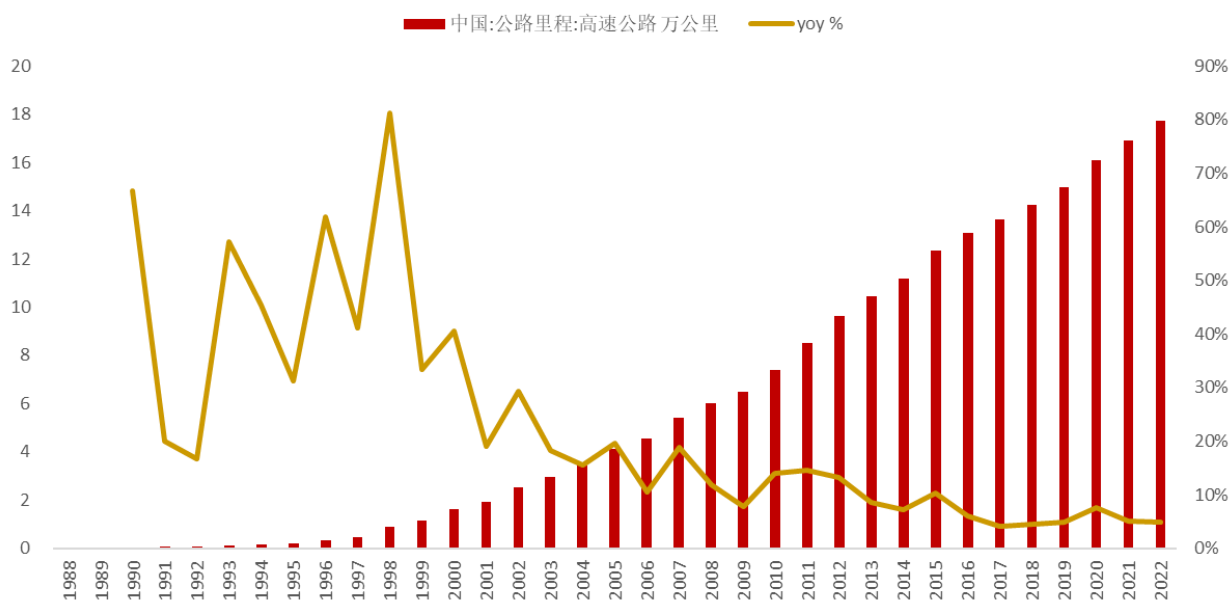


资料来源：Wind，东莞证券研究所

(3) 近年来稳定高分红：

中国高速路网整体已进入成熟期，东部路网密集，新增高速公路里程增速逐渐放缓。2022年，我国高速公路里程达 17.73 万公里，同比增长 4.84%，近十年的复合平均增速为 6.05%。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，新增高速里程明显放缓。

图 9：我国高速公路里程增速放缓



资料来源：Wind，东莞证券研究所

现有上市公司路产普遍进入成熟期，新建路产少，以改扩建和收购路产为主，盈利稳定。高速公路公司主营业务收入增长主要包括路产车流量自然增长、改扩建提升车流量、新建路产和收购现有路产等方式。随着新建高速单公里造价提升和东部、中部路网成熟，上市公司新建高速公路投资回报率下降，并可能对现有路产造成分流，预计上市公司将主要通过改扩建及收购现有路产等方式继续扩张。其中，对原有路产进行改扩建将大幅提升车辆通过量，并能再次延长路产收费期限，而收购现有路产方式同样能改善路产收费期限结构，且二者均不会对盈利产生过大冲击。高速公路上市公司业绩有望长期保持稳定，考虑到高速公路上市公司背靠地方国资委，后续存在注入更多优质路产或继续投资收购其他优质路产的可能，业绩有望进一步提升。

高速公路板块分红率较高，中特估推动下近年来分红率有所提高。高速公路行业已进入成熟期，现金流强劲，近年来全市场再投资收益率下降，上市公司普遍加大分红力度。高速公路板块中，粤高速、皖通高速、山东高速、招商公路、宁沪高速等高速近三年中保持高分红比例。考虑到高速公路板块主要上市公司控股股东均为地方交投或国资背景，资金需求较大，后续有动力要求上市公司保持高分红。随着中特估体系的提出，对国企市值考核要求趋严，未来有望进一步推动上市公司提高分红比例。

表 2：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例（%）

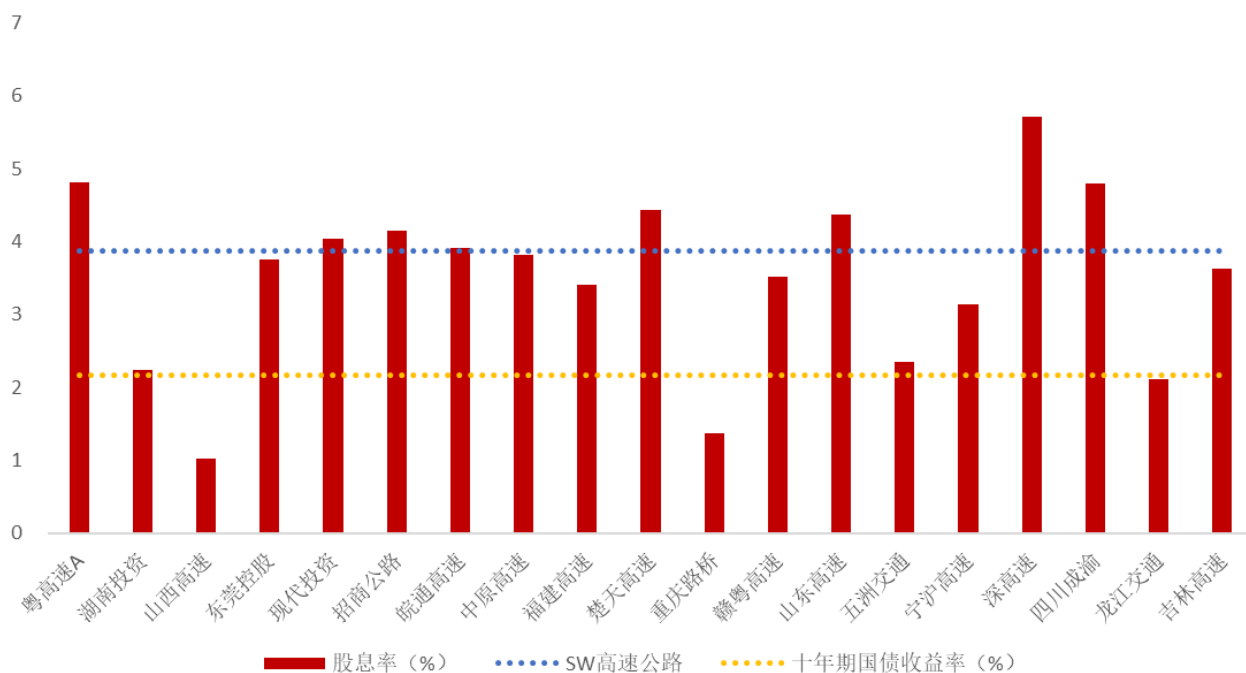
	2019	2020	2021	2022	2023
粤高速 A	70.10	70.11	70.09	70.07	70.00
湖南投资		11.50	19.24	28.56	30.21
山西高速					14.39
东莞控股	29.04	28.47	30.19	31.35	50.67
现代投资	24.88	46.27	38.92	35.08	41.95
招商公路	39.98	49.20	42.99	52.68	53.52
皖通高速	34.76	41.53	60.25	63.13	60.05
中原高速	8.93	32.45	30.23	30.39	40.42
福建高速	16.58	60.69	49.64	48.98	36.50
楚天高速	42.49	34.74	30.45	31.19	32.47
重庆路桥	32.36	30.41	30.14	30.13	30.17
赣粤高速	31.48	88.68	31.41	33.56	31.74
山东高速	60.07	89.66	63.05	67.63	61.66
五洲交通	10.26	30.12	30.16	10.06	20.05
宁沪高速	55.18	94.04	55.46	62.23	53.65
深高速	45.37	45.64	51.88	50.02	51.54
四川成渝	31.07	36.27	18.00	40.12	61.83
龙江交通	57.83	30.30	59.81	60.34	60.88
吉林高速			10.18		31.14

资料来源：Wind，东莞证券研究所

多数 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，多数高股息标的股息率跑赢十年期国债平均收益率。以 2024 年 8 月 28 日计算，高速公路板

块仅山西高速、重庆路桥等 5 家上市公司股息率未能大幅跑赢十年期国债到期收益率。深高速、粤高速 A、四川成渝等公司股息率仍具备较高吸引力，拥有上涨空间。

图 10：高速公路板块 A 股上市公司股息率（%，截至 2024 年 8 月 28 日）

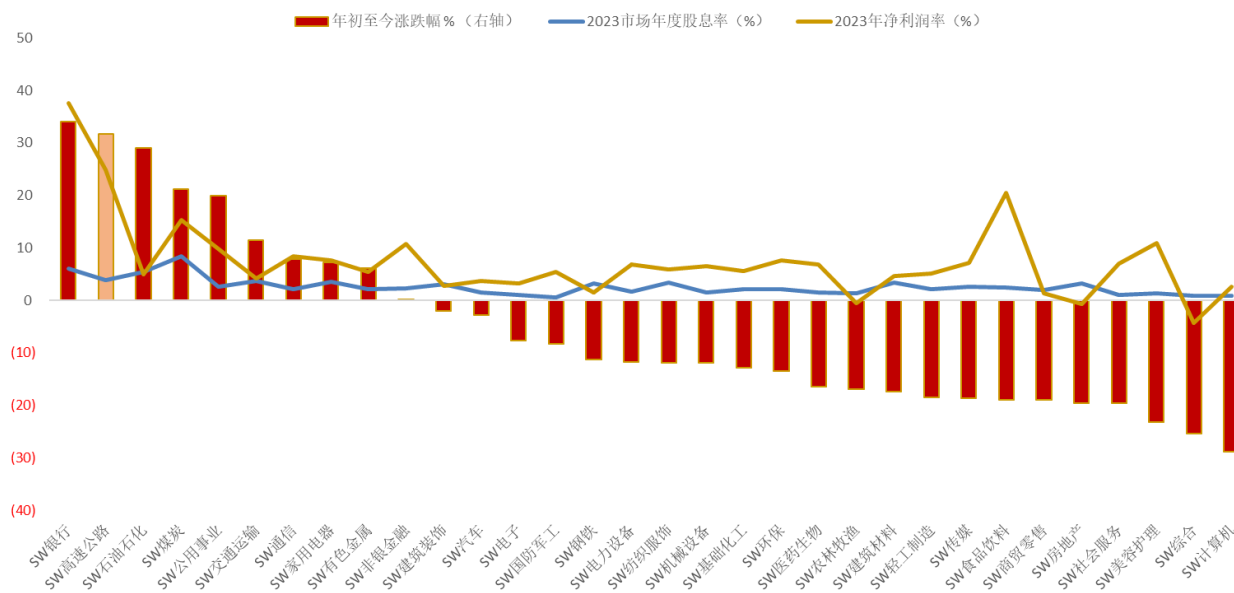


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、是否仍值得持有：长期利差有望打开增长空间

市场下行阶段公路、银行等低波红利板块表现亮眼。2024 年以来，红利板块受到追捧大幅上涨，但近期红利资产内部走势分化，在经历全市场级别的大幅回调后部分资金流出拥挤度高的红利资产，当前高速公路板块是否仍值得持有？我们分析发现，2024 年全市场调整以来，高净利润率及股息率的银行、公路板块仍是红利中优质的稳定且具备成长性的核心资产，且业绩波动更低，回调幅度极小甚至部分优质个股创下新高。

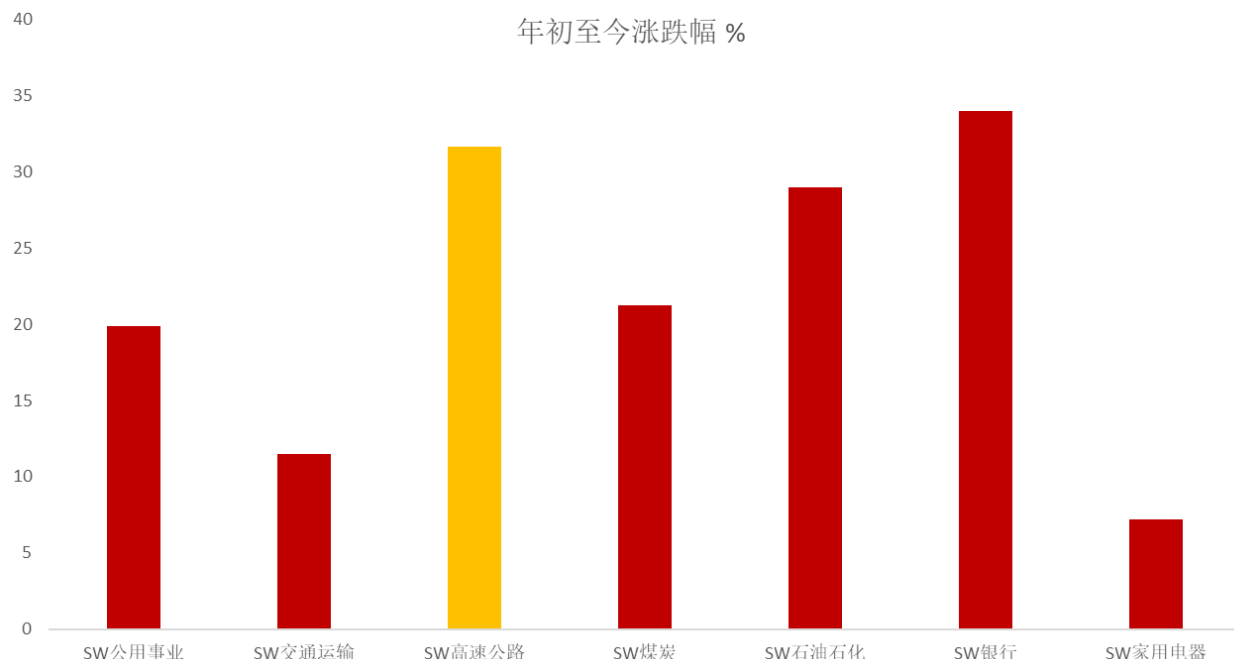
图 11：SW 板块年初至今涨跌幅及 2023 年股息率、净利率（%，截至 2024 年 8 月 28 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

高速公路板块本轮上涨主要系全市场不确定性增大，“资产荒”背景下高股息低波动的公路、银行等板块类债属性被放大，受到长期资金的追捧。判断公路板块是否仍值得持有，现阶段主要取决于股息率与市场回报率的偏差。长期来看，较低的市场回报率和降息预期下公路板块仍是首选。

图 12：主要红利板块年初至今涨跌幅对比（%，截至 2024 年 8 月 28 日）



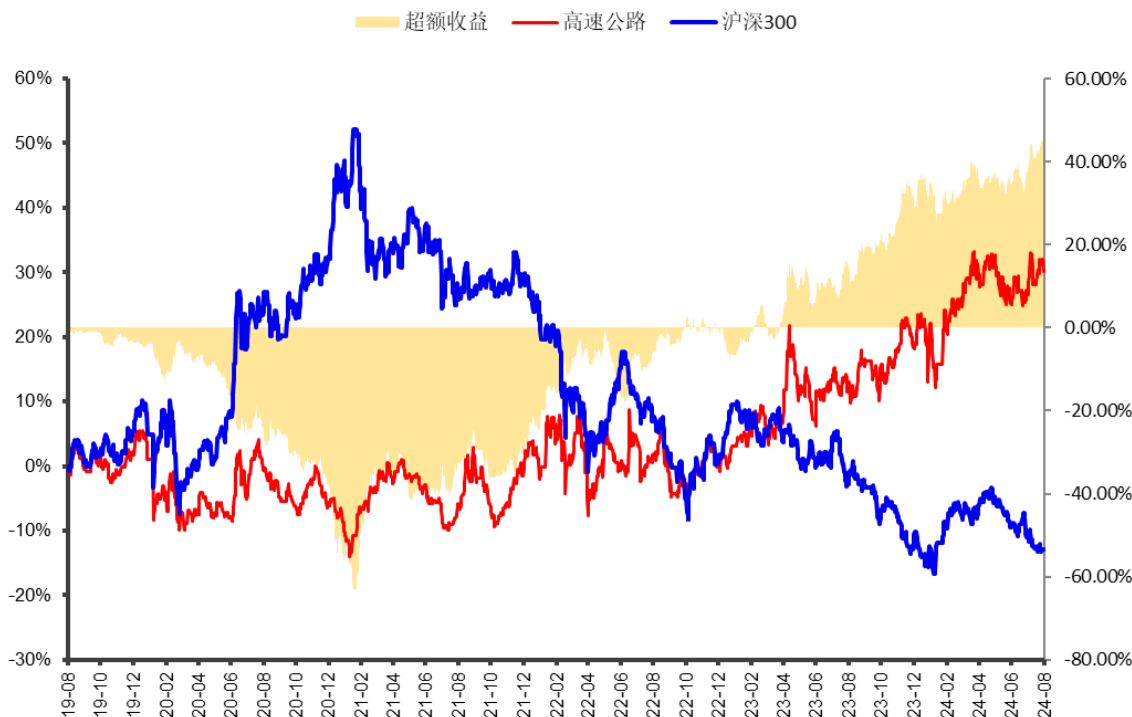
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.1 “资产荒”阶段，类债需求被放大

本轮上涨系市场环境 with 长期资金入市共振。2020 年中起，高速公路行业指数与沪深 300

走势明显呈现负相关性，随着 2021 年初沪深 300 等大盘股指数走弱，高速公路板块逐渐受到资金追捧，表现优异。我们回顾本轮上涨发现，高速公路板块自身具备低估值、高股息的类债属性，在市场低利率、流动性充裕和不确定性持续增大的环境下长期资金入市占比提升，对具备防御属性的类债资产需求扩大。

图 13：本轮高速公路行情回顾



资料来源：Wind，东莞证券研究所

市场环境变化放大高速公路板块类债属性。我们在前述部分分析了高速公路板块整体的优异股息率，在这一部分，我们主要分析市场环境。在本轮上涨的行情中，市场环境是主要的影响因素，其中以资金结构变化和整体收益率下降影响最大。在当前国内流动性充裕，而能够承接流动性的投融资需求不足，在资金无法外流流向其他高收益资产的情况下，产生区域内的资产荒，表现为全社会潜在投资回报率的下行，包括国债的过度拥挤和实体经济的利润率下降。

无风险收益率下降。近十年中无风险收益率中枢呈现下降趋势。十年期国债到期收益率下降，一方面代表着市场的风险偏好下降，另一方面也代表着全市场投资收益率的下降。因此，高速公路等红利资产的股息率与十年期国债收益率的差值扩大将放大其防御属性，在市场不确定性较高的阶段吸引资金躲避风险。

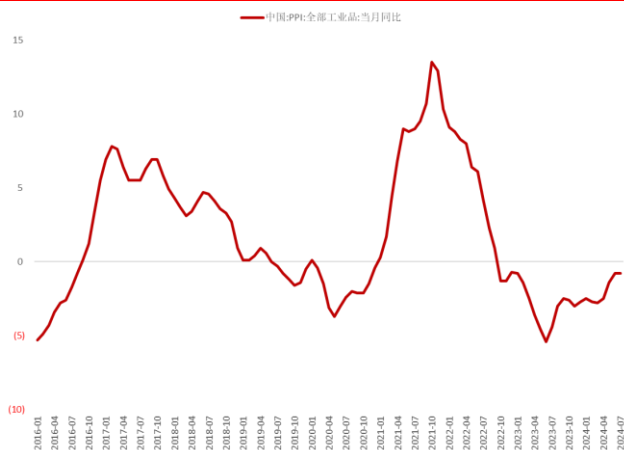
图 14：十年期国债到期收益率逐渐下降（截至 2024 年 8 月 28 日）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

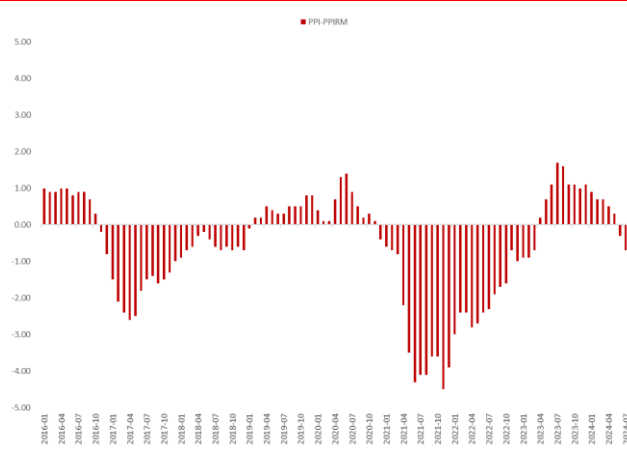
PPI 下行，工业企业利润空间下降。在过去十年中，我国持续推动产能提升，导致近年来价格下降，工业企业利润空间收窄，投资实体经济的回报率下降。无风险收益率的下降，叠加工业企业利润下降和宏观环境下经营风险的提升，形成了国内全市场的投资回报率下行，引致资金涌入收入稳定、股息率诱人的高速公路等板块。

图 15: 中国 ppi 同比 (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 16: PPI-PPIRM 差值

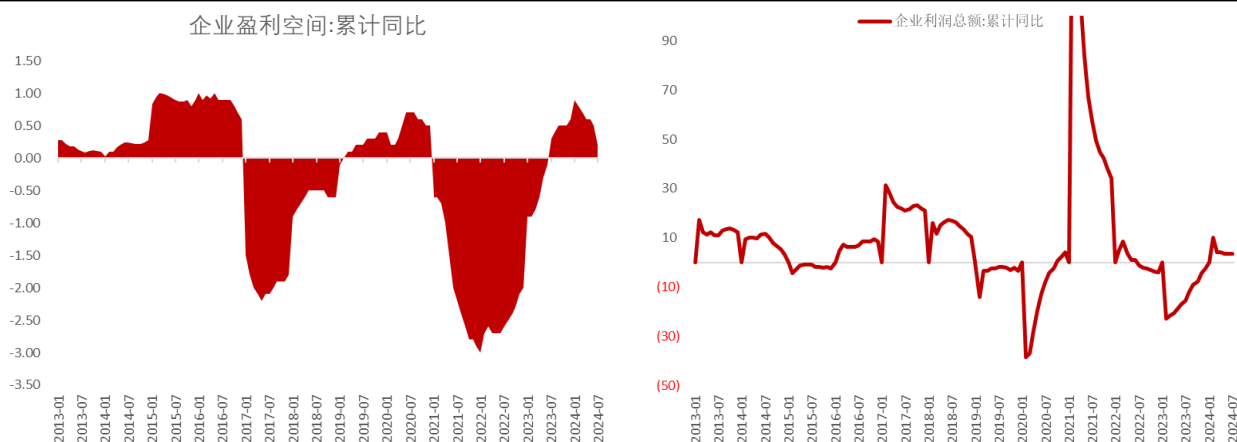


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

注: PPIRM 是工业生产者购进价格指数, 与 PPI 的差值可一定程度上代表工业利润变化趋势

图 17: 企业盈利空间累计同比 (%)

图 18: 企业利润总额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

长期资金入市，偏好稳定收益。2023 年下半年以来，政策上持续鼓励中长期资金入市，具体举措包括：（1）解决中长期资金入市的体制机制障碍，降低部分股票风险因子，放宽保险资金、年金基金等股票投资比例限制。（2）完善投资机构长周期考核，调整商业保险公司绩效考核指标，加入 50%权重的 3 年周期指标，优化资产配置。（3）鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，要求保险公司提高资本回报，同时提出大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。（4）建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。整体来看，政策上大力鼓励中长期资金进入权益市场，有望通过资金结构的变化降低市场波动率，建立长期投资机制。

表 3：政策鼓励中长期资金入市

日期	事件	相关内容
2023/8/24	中国证监会召开机构投资者座谈会	合力推动解决中长期资金入市的体制机制障碍，会同相关部门放宽保险资金、年金基金等股票投资比例限制，积极引导各类机构实施长周期考核，强化投资稳定性。各类机构要提高对中长期资金属性和责任的认识推动建立三年以上的长周期考核机制，着力提高权益投资规模和比重。
2023/9/10	国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5。
2023/10/25	关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知	将《商业保险公司绩效评价办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率（权重为 50%）”。根据保险资金长期属性，优化资产配置，要投向风险可控、收益稳健、具有稳定现金流回报的资产。 国有商业保险公司要在合理管控风险的前提下，有效提高资本回报。

2024/1/12	证监会新闻发布会	加大中长期资金引入力度为重点，着力提高投资者长期回报。积极支持保险资金开展长期股票投资试点，中国人寿、新华保险作为首期试点机构，拟共同出资 500 亿元，聚焦投资二级市场优质上市公司，目前该项目进入落地阶段。
2024/1/22	国务院常务会议	要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。
2024/1/26	中国证监会召开 2024 年系统工作会议	大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境，促进投融资动态平衡。
2024/4/12	国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。 优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。 鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。

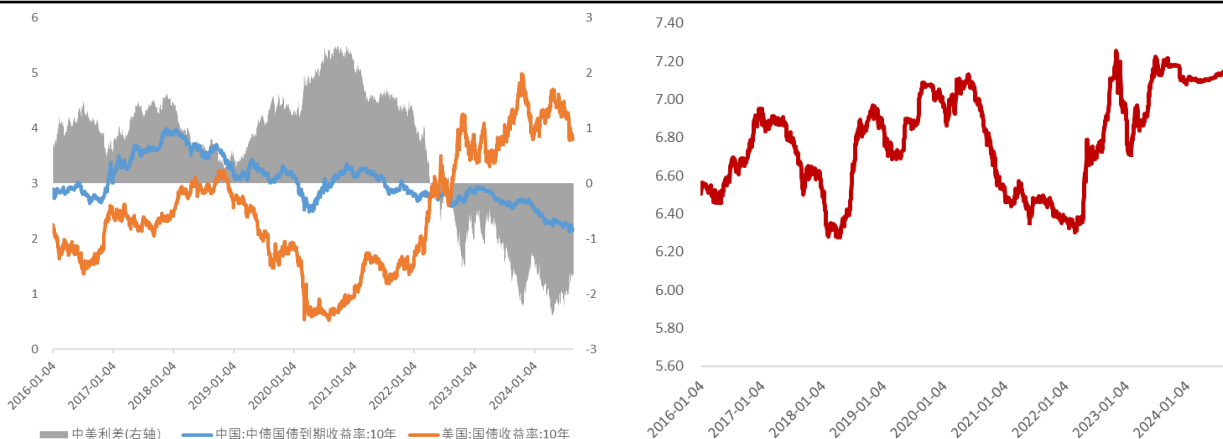
资料来源：中国政府网，证监会，东莞证券研究所

2.2 外围影响下货币政策偏稳，长期仍有降息预期

国内经济增速放缓，降息预期提升，但汇率压力下未能开启全面降息。疫情后我国经济保持较快增长，但企业利润率下降，经济增长主要系以价换量刺激需求产生。受经济增速放缓影响，2024 年以来国内降息预期强烈。若央行下调利率，将扩大高速公路行业股息率与利率之间的利差，提升高速公路等红利资产吸引力。但 2024 年内，央行仅进行了两次降息，在首次降息中将 5 年期 LPR 调降 25bp，在 7 月 22 日分别将一年期和五年期 LPR 调降 10bp 并将 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，利率下调 10 个基点至 1.7%。整体来看外围影响下近半年我国货币政策稳中有松，比起直接大幅降息更多选择使用结构化工具。回顾央行近期操作，汇率稳定或是当前影响降息的主要考量。2022 年起美国开始快速加息，至 2023 年 7 月美国停止加息后一直维持高利率，期间中美汇率产生了剧烈波动。美元兑人民币从 2022 年初的 6.3014 一度升至 7.2555，主要是当前中美利差过大，对汇率稳定形成较大压力。

图 19：近年来中美利差扩大

图 20：中国:中间价:美元兑人民币



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

近期美联储发言提升短期内降息预期。在当前中美利差压力下，预期国内降息周期将与美国保持相似进度，而短期内美国降息的概率或已较大。CME FedWatch 工具显示，市场对美国 9 月降息概率的押注较大，预期 9 月会议降息 25bp 的押注达到 71.5%，降息 50bp 的押注达到 28.5%。杰克逊霍尔会议上美联储主席鲍威尔表示美国通胀上行风险已减弱，而就业下行风险有所增加，利率下调的时机和步伐将取决于最新数据、经济形势展望的变化以及风险的平衡。短期来看，9 月美国 FOMC 会议降息可期，息差降低有望打开央行动用货币政策的空间。

图 21：市场对美国降息预期（2024 年 8 月 28 日更新）

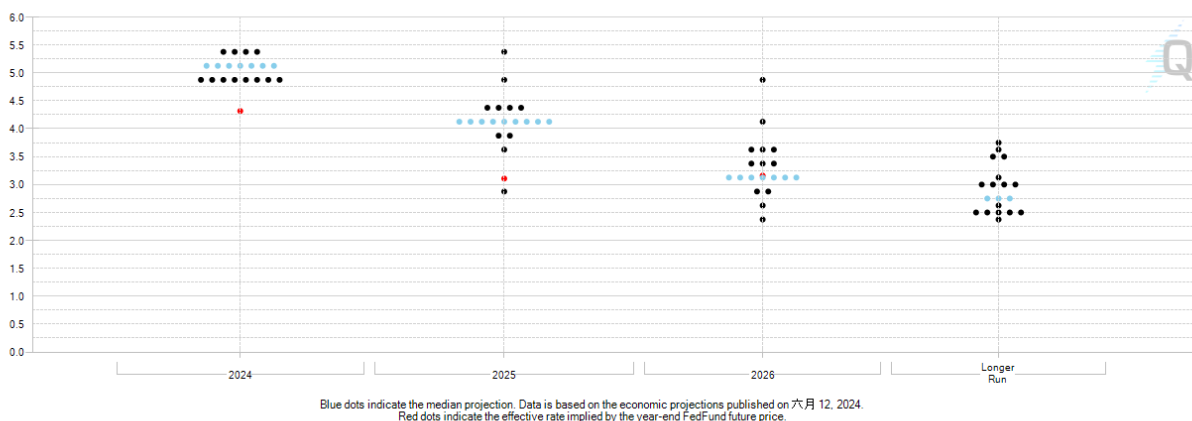
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18									0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	71.5%
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	41.3%	50.2%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	21.2%	44.8%	30.7%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.9%	24.6%	42.7%	26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	8.3%	27.0%	40.6%	22.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	21.2%	36.4%	28.4%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.6%	4.4%	16.3%	31.5%	31.0%	14.0%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.3%	2.2%	9.6%	22.9%	31.2%	23.6%	8.9%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	0.9%	4.8%	14.2%	25.8%	28.6%	18.5%	6.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME FED WATCH TOOLS，东莞证券研究所

长期的降息预期。长期视角上，美国大选结果难以预测，但美国当前无论民主党候选人还是共和党候选人均提出降低利率相关执政方针，长期来看美国仍将进入降息周期并打开全球央行降息空间，带动红利资产相对收益率上升。尽管美联储并未明确降息路径，但根据 FOMC 成员的降息点阵图显示，绝大多数成员赞成在 2025 年降息，中枢降至 4.0%-4.25% 区间；所有成员同意在 2026 年降息，中枢降至 3.0%-3.25% 区间。FOMC 成员评估点阵图显示，美国将进入降息周期，有望打开我国央行降息空间。

图 22：FOMC 点阵图显示美国将进入降息周期

FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"



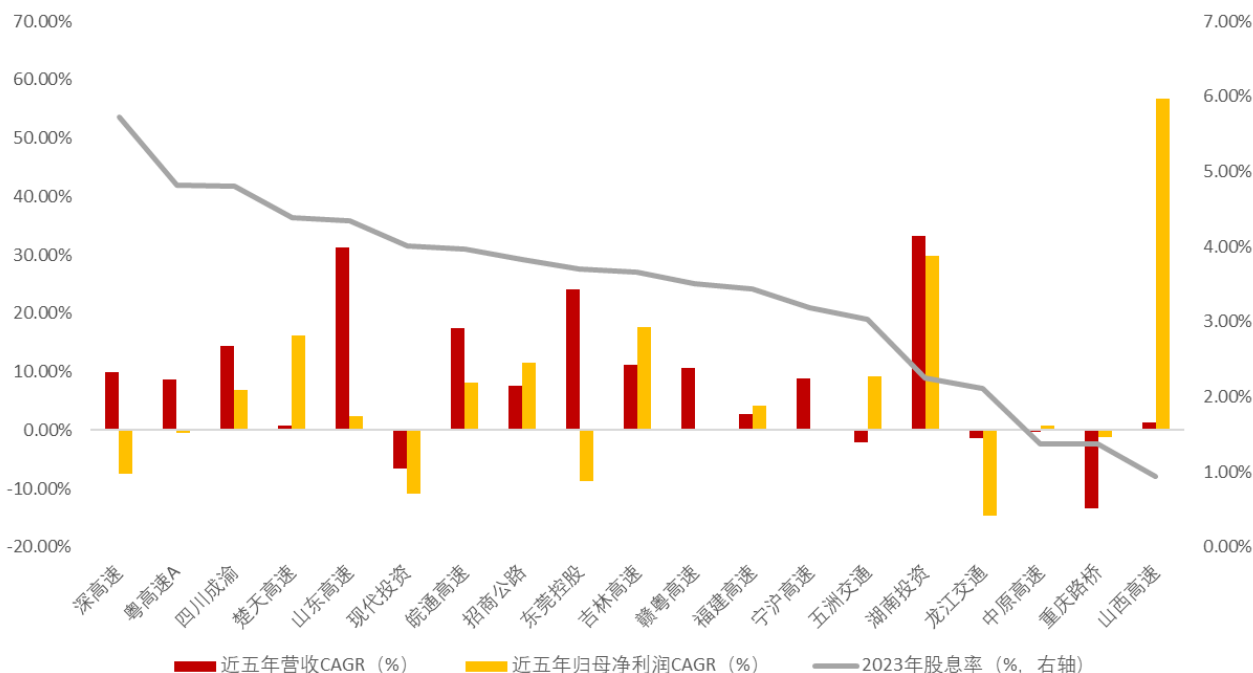
Note: Each shaded circle indicates the value (rounded to the nearest 1/8 percentage point) of an individual participant's judgment of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. One participant did not submit longer-run projections for the federal funds rate.

资料来源：CME FED WATCH TOOLS，美联储，东莞证券研究所

3、如何选股

优选高股息稳收入。在当前环境下，选择高速公路板块的逻辑主要是注重其防御属性和获取股息收入，因此在选股时注重收入稳定增长、股息率越高越好。高速公路行业业绩稳定的个股，更倾向于提高分红率，如深高速、粤高速、招商公路等。

图 23：SW 高速公路板块个股近五年业绩复合增速及股息率情况



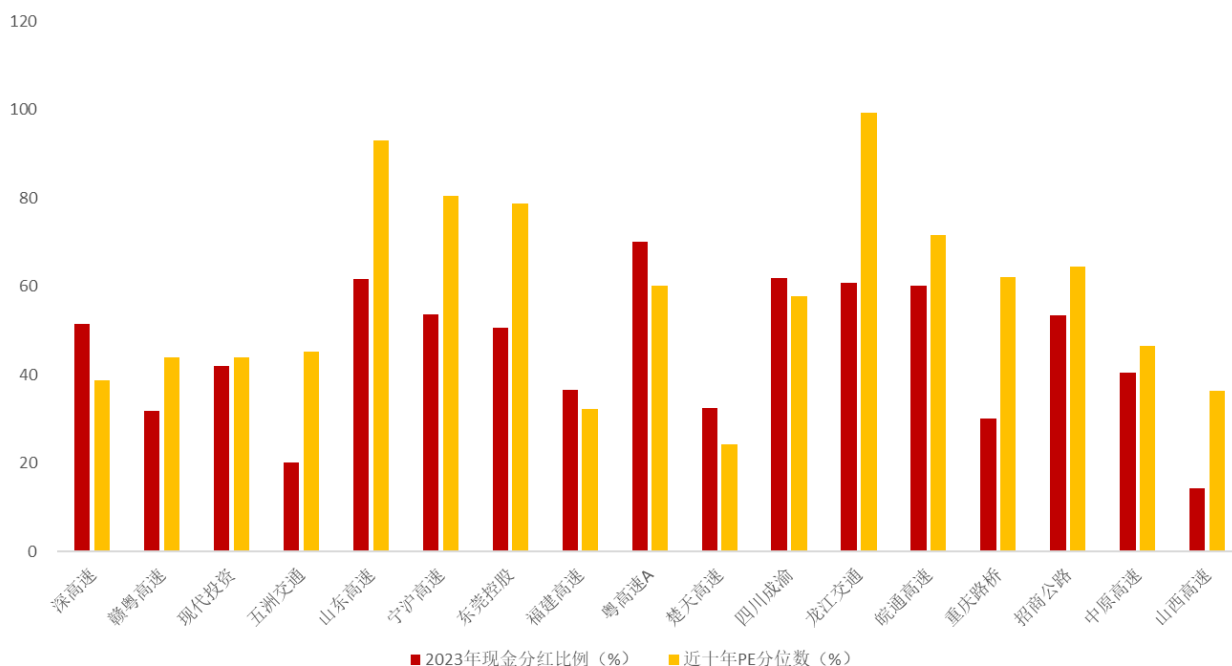
资料来源：Wind，东莞证券研究所

公路资产占比越高越好。由于高速公路行业现金流强劲，主要路网进入成熟期，上市公

司往往选择再投资路产相关业务以维持业绩增长。部分上市公司选择扩大投资范围，开拓地产、环保、新能源等业务，随着再投资回报率下降，在当前阶段来看上市公司公路相关资产占比越高收入越稳定。

高成长性。随着中特估的提出及新《国九条》落地，各地方国企对上市公司市值管理提出了更高的要求，高速公路板块部分上市公司分红仍有提升空间。此外，部分公司背后的省级交投集团可能向上市平台注入更多优质路产以维护估值，资产注入可能改善上市公司收费期限结构、提振收入和分红。对比分红比例和估值分位数来看，申万高速公路板块普遍表现出分红比例越高，估值越高的趋势。若后续上市公司收入和分红比例提高，估值有望得到重估。

图 24：SW 高速公路板块分红比例与近十年 PE 分位数情况（按 2024 年 8 月 28 日计算）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4、投资策略

给予高速公路板块整体“标配”的投资评级。红利股的预期收入主要包含股息收入和买卖证券产生的资本损益两部分，股息收入部分主要由业绩和分红率决定，而持有证券到卖出期间的资本损益则取决于市场。我们认为，在长期降息预期背景与国内资产荒共振的情况下，高速公路等分红稳定的红利资产较为稀缺，在当前国内流动性过剩的情况下有望保持一定的拥挤度，股息收入和资本损益长期来看都将保持稳定，随着全面降息扩大利差和国企市值管理要求推动提高分红比例，红利股长期仍有提升空间。个股方面，建议关注(1)稳收入高分红：招商公路(001965)、粤高速 A(000429)、宁沪高速(600377)。

(2)高成长高分红：皖通高速(600012)。(3)可关注具有分红提升潜力的深高速(600548)、四川成渝(601107)。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/8/28）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600012	皖通高速	15.37	1.00	1.08	1.14	15.37	14.23	13.48	持有	下调
001965	招商公路	12.80	1.08	1.01	1.06	11.85	12.67	12.08	增持	维持
000429	粤高速 A	11.38	0.78	0.8	0.83	14.59	14.23	13.71	增持	维持
600377	宁沪高速	14.97	0.88	0.93	1.02	17.01	16.10	14.68	持有	维持
600548	深高速	9.62	1.07	1.11	1.26	8.99	8.67	7.63	买入	上调
601107	四川成渝	5	0.39	0.42	0.46	12.82	11.90	10.87	增持	下调

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