

控股里程不断超“越”，三平台架构一枝独“秀”

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司通过持续进行资产优化, 不断做强做大收费公路主营业务, 得益于平临高速于2024年11月入表, 2025年上半年, 公司整体收入增长14.9%至20.99亿元; 2) 2025年12月31日公司发布公告, 与越秀集团订立的秦滨高速项目85%股权转让协议已获股东大会通过; 3) 公司自2010年以来维持稳定及可持续的派息, 每年股息总额约占股东应占盈利的50%到60%。
- **第一支在香港上市的公路红筹股, 万亿国企越秀集团旗下四大核心产业之一。** 公司1997年成为国内第一支在香港上市的公路红筹股。作为国内公路上市公司中少有的非交投背景企业, 经过多年的发展, 公司控股、参股、代管的高速公路、桥梁、码头项目共18个, 总里程约1039.54公里。2025年上半年, 公司整体收入增长14.9%至20.99亿元, 归母净利润同比增长14.9%至3.61亿元。
- **收入增长放缓但成本持续上升, 收支缺口或通过政策迭代和业务多元化等方式破局。** 我国公路行业已进入成熟期, 已完成超七成《国家综合立体交通网规划纲要》中提出的里程目标。行业的整体收入虽在疫情后稳步恢复, 但新造公路成本攀升, 未来或仍面临收支缺口。从《收费公路管理条例(修订草案)》等多份相关政策来看, 新版收费公路管理条例或在不久后出台, 其中, 打破原有收费期限已成趋势。结合政策和市场需求, 我们判断未来我国收费公路企业将积极参与改扩建、并购优质的成熟路产和在原有主业的基础上推进业务多元化。
- **投资布局广, 路产质量佳, 募资渠道畅通。** 公司已形成独有的资产布局, 路产所在地区区位优势明显, 营运效率良好。近五年来, 越秀集团代为孵化的公路资产规模近250亿元, 2021年, 公司成功搭建REITS平台, 标志着公司“孵化平台、上市公司、公募REITS”三平台架构基本成型, 依托三平台良性互动, 公司可以运用多元融资工具, 多渠道筹集资金, 完善“投、融、建、管、退”全链条的金融化发展模式, 降低上市公司的资产负债率, 优化公司的资产结构。
- **盈利预测与评级。** 我们选用PB对公司进行相对估值, 通过对标公司的估值和业务布局, 我们给予公司2026年0.7倍PB, 对应目标价5.21元, 按照2025年12月人民币: 港元的汇率约为1: 1.1来计算, 为5.73港元。我们看好公司成为国内领先的交通基建资产管理公司, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策风险、平行公路竞争风险、投资决策风险、自然灾害风险、并表存在不确定性以及进度不及预期风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	3867.12	4382.56	5109.54	5286.22
增长率	-2.51%	13.33%	16.59%	3.46%
归属母公司净利润(百万元人民币)	656.78	726.16	792.32	858.53
增长率	-14.18%	10.56%	9.11%	8.36%
每股收益EPS	0.39	0.43	0.47	0.51
净资产收益率	5.54%	5.98%	6.36%	6.71%
PE	10.49	9.48	8.69	8.02

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	3.29-4.79
3个月平均成交量(百万)	1.3
流通股数(亿)	16.73
市值(亿)	76.63

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 省内路产方面, 公司的省内路产主要是广州北二环高速, 我们预计随着广州北二环高速改扩建项目的逐步推进, 广州北二环高速的收入将会有所恢复, 2025/26/27 年预计收入同比+0.7%、+2%、+3%, 毛利率分别为 60.9%、61.0%、61.0%。

假设 2: 省外路产方面, 公司于 2024 年 11 月才完成河南平临高速 55% 的股权收购, 因此 2025 年河南平临高速相比 2024 年的并表收入会有大幅提升, 同时, 湖北汉鄂高速的竞争路段武黄高速自 2024 年 5 月起封闭施工, 因此湖北汉鄂高速在 2025 年的营收相比同期也将有明显提升, 公司其他省外路产预计也将保持稳健增长, 因此我们预计公司省外路产 2025/26/27 年收入同比+21.8%、+3.3%、+2.0%, 毛利率分别为 43.8%、43.1%、43.2%。

假设 3: 山东秦滨高速方面, 我们公司预计可以在 2026 年顺利收购并表, 但是随着荣乌高速沧州段改扩建等项目施工完毕, 加之秦滨高速天津段大修和 G228 沧州段完工, 导致 2026 年通行费收入下降, 2027 年, 受长深高速改扩建等影响, 预计收入有所回升, 因此 2025/26/27 年收入同比+20%、-35%、+10%, 毛利率分别为 50%、40%、42%。

我们区别于市场的观点

当前市场对公司并购高速公路路产的可持续性有所担忧, 我们认为公司依托“孵化平台、上市公司、公募 REITs”三平台的良性互动, 能够把握具有潜力路产的收购机会, 并在保障持续经营的基础上有效提升公司盈利能力。同时, 公司当前 PB 估值低于同行, 其低估值、高股息的特征, 对于具有绝对收益需求、低风险偏好的稳健型投资者仍具有较强的吸引力。

股价上涨的催化因素

并购省外优质路产; 收费公路政策优化 (延长收费期限/提高收费标准)。

估值和目标价格

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 6.39 元。但是事实上, 我国高速公路公司只拥有 25 年左右的收费权, 收费期限到期后则路产价值基本可视为归零, 因此与绝对估值法中的永续经营假设会形成一定偏差, 加之行业公司的经营模式和期限与本公司具有相似性和可比性, 因此本次报告我们选择相对估值法。结合行业及公司的自身属性, 我们选用 PB 对公司进行相对估值, 通过对标公司的估值和业务布局, 我们给予公司 2026 年 0.7 倍 PB, 对应目标价 5.21 元, 按照 2025 年 12 月, 人民币: 港元的汇率约为 1: 1.1 来计算, 为 5.73 港元。我们看好公司成为国内领先的交通基建资产管理公司, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

行业政策风险、平行公路竞争风险、投资决策风险、自然灾害风险、并表存在不确定性以及进度不及预期风险等。

目 录

1 公司概况：第一支在香港上市的公路红筹股，万亿国企越秀集团旗下四大核心产业之一	1
2 行业分析：收入增长放缓但成本持续上升，收支缺口或通过政策迭代和业务多元化等方式破局	3
2.1 我国公路行业已进入成熟期，里程目标完成率超七成	3
2.2 收入稳步恢复，但新造公路成本攀升，未来或仍面临收支缺口	4
2.3 新版收费公路管理条例或将出台，打破原有收费期限已成趋势	8
2.4 未来行业发展三大关键词：改扩建、并购和业务多元化	10
3 公司分析：投资布局广，路产质量佳，募资渠道畅通	12
3.1 深耕收费公路行业近三十年，累计投资管理近三十个项目	12
3.2 已形成独有的资产布局，项目所在地区区位优势明显	13
3.3 旗下项目营运效率良好，未来收入仍有增长潜力	16
3.4 通过“集团孵化+注入上市公司”的交易路径实现对优质路产的并购，提升可持续发展能力	18
3.5 成功搭建 REITs 平台，运用多元融资工具，多渠道筹集资金	21
3.6 积极拓展其他收入来源，优化通行效率与服务水平	22
3.7 公司近十五年每年股息总额约占股东应占盈利的 50%到 60%	23
4 财务分析：经营获现能力良好，短期债务占比下降	24
4.1 盈利能力：公司销售毛利率有所下降但仍处于较好水平	24
4.2 资本结构及偿债能力：以非流动资产为主，整体偿债能力保持在较好水平	25
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 绝对估值	28
5.3 相对估值	29
6 风险提示	30

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025H1)	1
图 3: 公司 2025H1 主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2020 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2020 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 2006-2024 年全国公路里程及同比增速.....	3
图 8: 2006-2024 年全国高速公路里程及同比增速.....	3
图 9: 2010-2024 年国家高速公路里程目标完成率.....	3
图 10: 国家综合立体交通网主骨架布局示意图.....	3
图 11: 收费公路企业盈利模型.....	4
图 12: 2010-2024 年公路旅客周转量 (亿人公里)	5
图 13: 2010-2024 年公路旅客周转量占比.....	5
图 14: 2010-2024 年公路货物周转量 (亿吨公里)	5
图 15: 2010-2024 年公路货物周转量占比.....	5
图 16: 部分省份 2020 年 GDP (亿元)	6
图 17: 部分省份高速公路 2020 年单公里收入 (万元/公里/年)	6
图 18: 2025H1 越秀交通基建 (1052.HK) 成本构成.....	6
图 19: 越秀交通基建 (1052.HK) 无形经营权摊销占比 (%)	6
图 20: 2024 年部分省份高速公路里程 (万公里)	7
图 21: 2024 年部分省份高速公路密度 (公里/万平方千米)	7
图 22: 2013-2021 年收费公路通行费收入及经营支出 (亿元)	8
图 23: 2013-2021 年收费公路收支缺口 (亿元)	8
图 24: 2013-2021 年收费公路及收费高速公路里程 (公里)	8
图 25: 高速公路在公路里程的占比持续提升.....	8
图 26: 2020-2024 年公路建设投资额及同比增速.....	8
图 27: 2020-2024 年高速公路建设投资额及同比增速.....	8
图 28: 收费公路债务余额持续攀升 (亿元)	11
图 29: 收费公路建设投资额中主要为银行贷款.....	11
图 30: 2024 年在运交通分布式可再生能源项目	12
图 31: 全国交通领域的光伏潜在开发规模 (GW)	12
图 32: 越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 旗下在管项目分布位置图.....	13
图 33: 部分项目所在省份 2024 年 GDP 增速.....	14
图 34: 部分项目所在省份 2024 年民用车辆保有量增速.....	14
图 35: 公司控股项目总收费里程 (公里)	14
图 36: 公司控股项目应占权益里程 (公里)	14
图 37: 经营性公路收费期限对比 (不超过/年)	15
图 38: 2025 年上半年公司省外路产总收费里程占比.....	15
图 39: 2021-2025H1 公司省内路产收入 (亿元) 及增速.....	15

图 40: 2021-2025H1 公司省内路产收入占比	15
图 41: 2021-2025H1 公司省外路产收入 (亿元) 及增速	15
图 42: 2021-2025H1 公司省外路产收入占比	15
图 43: 2025 年上半年公司省内路产车型结构	16
图 44: 2025 年上半年公司省外路产车型结构	16
图 45: 截至 2025H1 公司控股路产的获取方式数量占比	16
图 46: 2021-2024 年公司控股路产单公里年通行费收入 (万元)	16
图 47: 公司控股资产 2025H1 收入 (亿元) 及同比增速	17
图 48: 公司参股资产 2025H1 收入 (亿元) 及同比增速	17
图 49: 越秀交通基建有限公司 (1052.HK) “投、融、管、退” 一体化商业模式	18
图 50: 三条高速公路均位于湖北武汉城市圈	19
图 51: 公司收购广晟湖北高速公路资产包前后对比	19
图 52: 兰尉高速是河南省规划的公路骨架网中的重要组成部分	19
图 53: 2022-2025H1 河南兰尉高速日均收费车流量 (架次/天)	19
图 54: 平临高速是国家高速公路网的重要组成部分	20
图 55: 河南越秀平临高速公路有限公司股权结构	20
图 56: 秦滨高速埋口至沾化段由民营企业强荣集团投资建设	20
图 57: 秦滨高速 (G0111) 是环渤海快捷通道	20
图 58: 山东秦滨高速通行费收入情况 (亿元)	21
图 59: 被公司收购前山东秦滨高速的股权结构	21
图 60: 华夏越秀高速公路 REITs 上市以来营业收入及增速	21
图 61: 华夏越秀高速公路 REITs 上市以来净利润及增速	21
图 62: 广州北二环高速线位	22
图 63: 2022-2025H1 北二环高速日均收费车流量 (万架次/天)	22
图 64: 公司光伏发电量 (万度)	22
图 65: 湖南长株高速黄花互通分布式光伏	22
图 66: 2025 年上半年公司已安装充电设施的客车车位占比	23
图 67: 公司旗下路产平均 ETC 计费成功率、车牌自动识别率	23
图 68: 公司销售毛利率和销售净利率	25
图 69: 公司期间费用率	25
图 70: 公司投入资本回报率	25
图 71: 公司平均净资产收益率 ROE	25
图 72: 公司非流动资产 / 总资产 (%)	26
图 73: 公司资产负债率 (%)	26
图 74: 公司已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	26
图 75: 公司短期债务占比 (%)	26

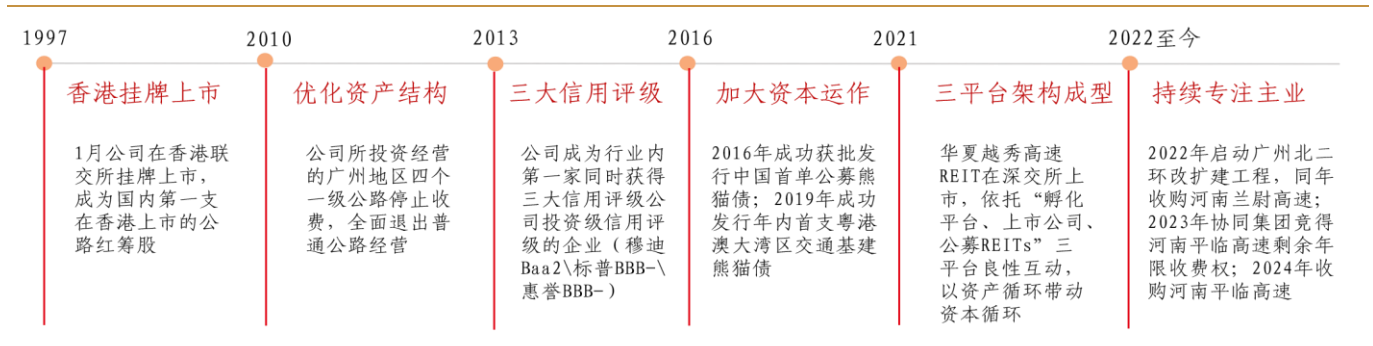
表 目 录

表 1: 部分省份高速公路收费标准.....	5
表 2: 2025 年以来部分省份批复的高速公路建设规划信息.....	7
表 3: 2004 版《收费公路管理条例》、2015 版及 2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》移交要求.....	7
表 4: 2023 年以来部分收费期满且停止收费的高速公路.....	9
表 5: 2004 版《收费公路管理条例》、2015 版及 2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》收费期限表述.....	9
表 6: 2023 年以来收费公路行业主要相关政策文件.....	10
表 7: 2025 年以来国家和地方有关公路改造的政策文件.....	10
表 8: 国家和地方有关公路“光伏+”的政策文件.....	11
表 9: 越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 旗下在管及曾经投资管理的项目.....	12
表 10: 截至 2025H1 公司控股及参股路产收费截止日期及剩余经营年限（非桥梁和码头）.....	17
表 11: 2025H1 公司控股及参股项目（含公路、桥梁和码头）日均收入及流量.....	18
表 12: 公司 1999 年以来派息情况.....	23
表 13: 分业务收入及毛利率.....	27
表 14: 绝对估值假设条件.....	28
表 15: FCFF 估值结果.....	28
表 16: FCFF 估值敏感性分析.....	29
表 17: 可比上市公司估值.....	29
附表: 财务预测与估值（百万元）.....	31

1 公司概况：第一支在香港上市的公路红筹股，万亿国企越秀集团旗下四大核心产业之一

越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 成立于 1996 年，1997 年依托广东省“四路一桥”资产在香港联交所上市，成为国内第一支在香港上市的公路红筹股。作为国内高速公路上市公司中少有的非交投背景企业，公司自上市以来依托收费路桥主业，不断探索市场化发展模式，不仅是第一个市场化并购高速公路的企业和第一个获得国际三大评级机构给予投资级评级的公路上市公司，还是第一个发行欧元债的高速公路企业，第一个在上交所发行熊猫债的企业。经过 29 年的不断发展，越秀交通控股、参股、代管的高速公路、桥梁、码头项目共 18 个，总里程约 1039.54 公里，其中控股项目 10 个、参股项目 7 个、代管项目 1 个，分布于大湾区及湖北、河南、湖南、山东等经济发展高增长省份，资产规模超 370 亿元。

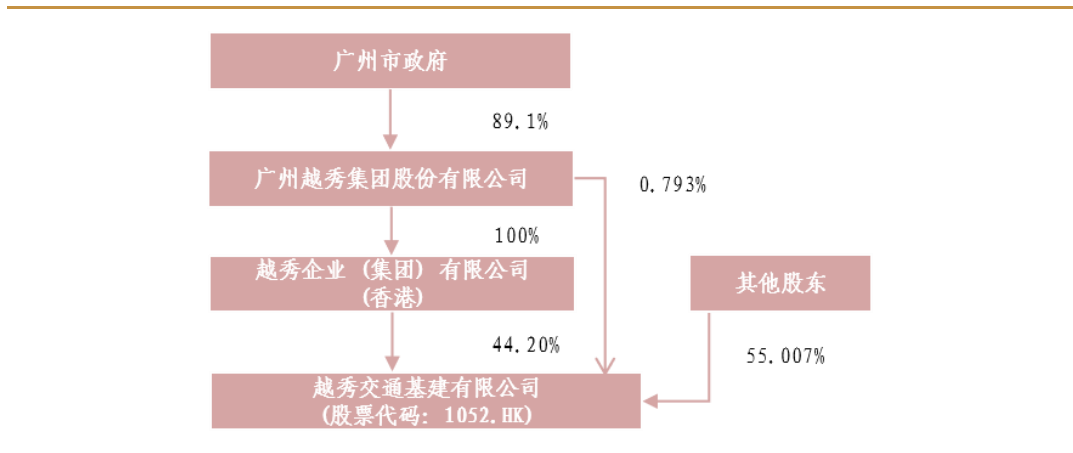
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

越秀交通基建有限公司的母公司是广州越秀集团股份有限公司，越秀集团于 1985 年在香港成立，是目前广州市资产规模最大、经营效益最好的龙头国有企业之一。经过近四十年的改革发展，越秀集团已形成以金融、房地产、交通基建、食品为四大主业，是国务院国企改革“双百企业”。截至 2024 年，越秀集团旗下拥有 6 个上市平台，资产总额超过 1 万亿，在中国企业 500 强榜单中位列第 208 位，在中国 100 大跨国公司中位列第 11 位。背靠强大的母公司，公司能够在对外参股、并购、合作等方面迈出更大的步伐，进一步拓展规模。

图 2：公司股权结构（截至 2025H1）

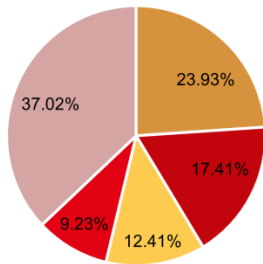


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自**路费收入**，占比**98%**，来自一般收费公路经营的其他收入占比**2%**，主要包含来自服务区及加油站的收入和委托公路管理服务的收入。公司路费收入中，广州北二环高速收入占比最高，达**24%**，其次为湖北随岳南高速和2024年才购入的河南平临高速，占比分别为**17%**和**12%**；毛利贡献方面，广州北二环高速贡献毛利占比最高，达**31%**，其次为湖北随岳南高速和河南平临高速，占比分别为**20%**和**12%**。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况

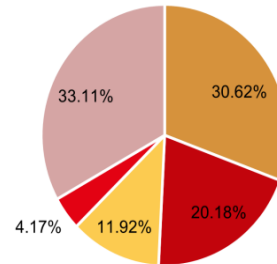
■ 广州北二环高速 ■ 湖北随岳南高速 ■ 河南平临高速
 ■ 湖北大广南高速 ■ 其他收费路桥



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况

■ 广州北二环高速 ■ 湖北随岳南高速 ■ 河南平临高速
 ■ 湖北大广南高速 ■ 其他收费路桥

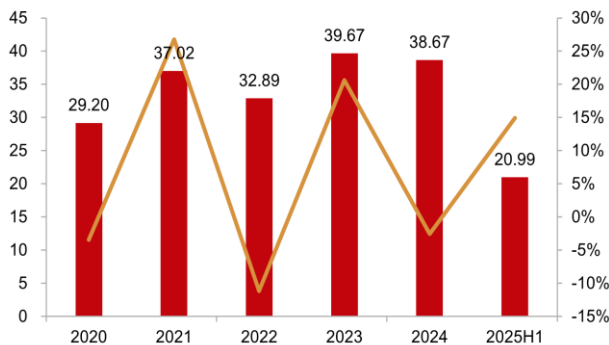


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入和净利润在2020年受疫情影响后，于2021年快速反弹，一方面是由于2020年受疫情期间高速公路免费79天的影响，利润基数较低，另一方面则是因为公司分拆成熟路产汉孝高速，以此为底层资产成功发行华夏越秀高速REITs，并认购了30%的REITs份额。操作完成后公司实现现金回笼约14亿元，获利9.6亿元，并依然持有汉孝高速30%股东权益。整体而言，公司通过持续进行资产优化做强做大以收费公路为主的基础设施业务。2025年上半年，公司并购的平临高速实现迅速创收创利，为公司发展注入新动能，上半年贡献路费收入2.56亿元和应占盈利0.42亿元，推动公司2025年上半年整体收入增长14.9%至20.99亿元，归母净利润也同比增长14.9%至3.61亿元。随着2025年广州北二环高速公路改扩建进入全面建设新阶段以及平临高速等项目成为新的增长引擎，公司的营业收入和净利润率有望实现稳健增长，展现出交通基建龙头的韧性。

图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速

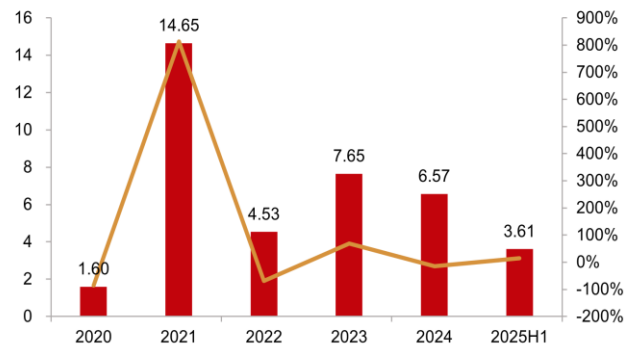
■ 营业收入 (亿元) ■ 营业收入同比增长率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速

■ 归母净利润 (亿元) ■ 归母净利润同比增长率 (%)



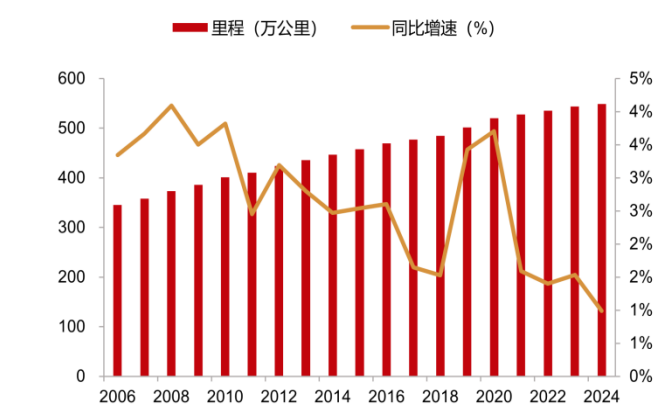
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：收入增长放缓但成本持续上升，收支缺口或通过政策迭代和业务多元化等方式破局

2.1 我国公路行业已进入成熟期，里程目标完成率超七成

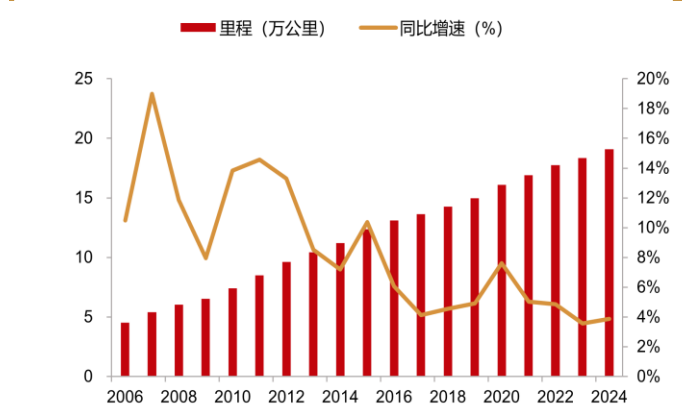
进入二十一世纪以来，我国积极推动包括公路在内的基础设施现代化，使之能够有效地为社会生产和居民生活提供公共服务，形成国内统一大市场。根据交通运输部发布的交通运输行业发展统计公报，我国公路里程从 2005 年的 334.52 万公里增加到 2024 年的 549.04 万公里，居世界第 2 位，仅排在美国之后。自 1988 年我国建设第一条高速公路后，到 2024 年我国高速公路总里程已达到 19.07 万公里，超过美国居世界第 1 位，覆盖了超过 98.8% 的城区人口 20 万以上城市及地级行政中心，连接了全国约 88% 的县级行政区和约 95% 的人口。

图 7：2006-2024 年全国公路里程及同比增速



数据来源：交通运输部，西南证券整理

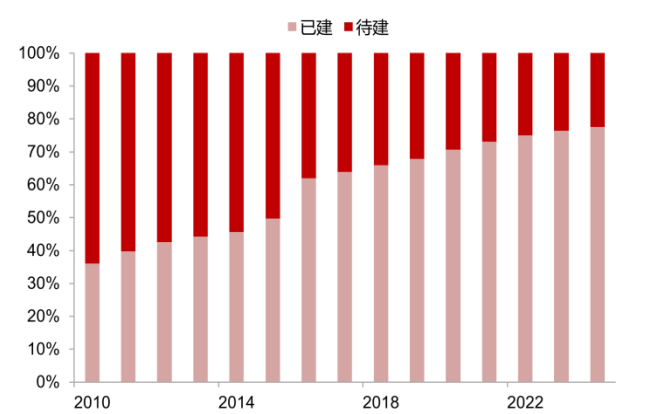
图 8：2006-2024 年全国高速公路里程及同比增速



数据来源：交通运输部，西南证券整理

2021 年中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》指出，到 2035 年，要建成国家高速公路网 16 万公里左右，普通国道网 30 万公里左右。截至 2024 年底，我国已建成 12.41 万公里国家高速公路，完成率超过 77%；已建成国道 38.67 万公里，提前完成对应目标，未来我国公路投资建设将重点推进如山区、高原地区等复杂地形路段建设。

图 9：2010-2024 年国家高速公路里程目标完成率



数据来源：交通运输部，西南证券整理

图 10：国家综合立体交通网主骨架布局示意图

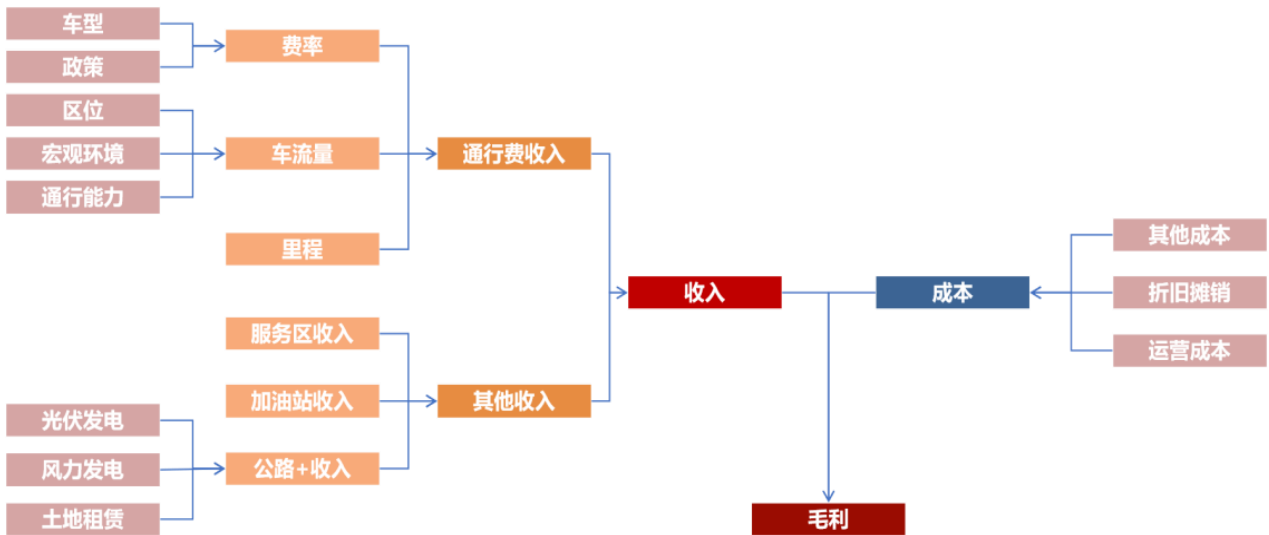


数据来源：国务院，西南证券整理

2.2 收入稳步恢复，但新造公路成本攀升，未来或仍面临收支缺口

收费公路企业的收入主要为高速公路的通行费收入，其他收入方面，主要包括服务区的收入、加油站收入以及在主业基础之上的清洁能源和土地租赁（物流仓储）收入等。

图 11：收费公路企业盈利模型

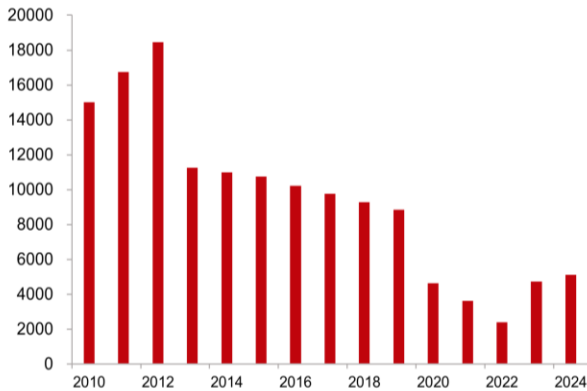


数据来源：西南证券整理

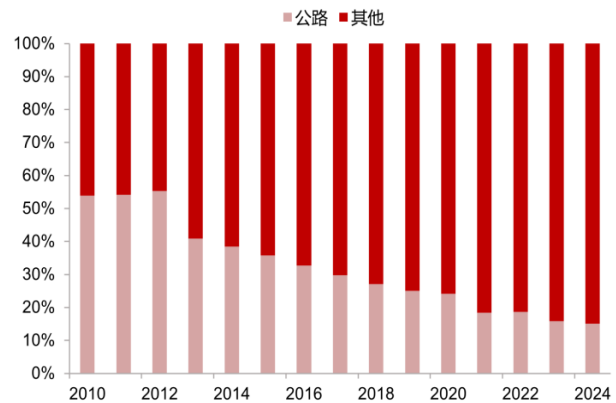
2.2.1 公路旅客周转量和货物周转量仍有增长潜力

随着经济社会发展，旅客运输需求向高速、舒适、便捷升级，在高铁的冲击之下，公路客运的活动范围收至 400 公里以内，而短途运输又受到私家车和网约车的分流，2010 年以来公路客运行业进入深度调整期，公路旅客周转量占比整体下降趋势。相比公路客运行业，虽然公路货运行业占比有所下滑，但幅度相对较小，公路货运车辆的载运能力正不断增强，朝大型化、专业化发展，可与铁路、水路形成互补，共同构成现代物流体系。

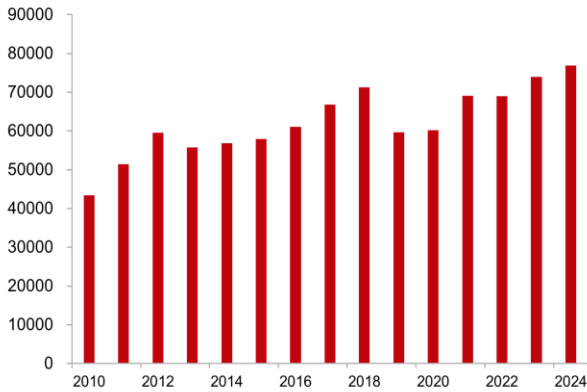
未来国内旅游消费潜力的释放、区域交通一体化深度发展以及汽车保有量提升等将支撑客运需求。根据文化和旅游部公布的国内旅游数据，2025 年上半年国内出游人次 32.85 亿，同比增长 20.6%，其中低成本的周边游、自驾游热度延续高涨。同时，区域交通一体化通过缩短时空距离、促进资源要素高效流动，进一步刺激收费公路客运需求。另一方面，城镇化进程的加速、汽车消费政策的鼓励和引导也进一步带动了汽车保有量的提升。货运方面，由于货运需求的相对刚性，在国内经济的强大韧性与潜力下，公路货运规模仍将保持较强韧性。

图 12：2010-2024 年公路旅客周转量（亿人公里）


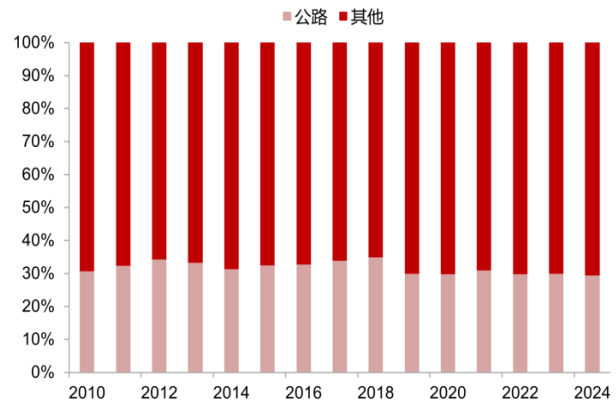
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 13：2010-2024 年公路旅客周转量占比


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 14：2010-2024 年公路货物周转量（亿吨公里）


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 15：2010-2024 年公路货物周转量占比


数据来源: iFinD, 西南证券整理

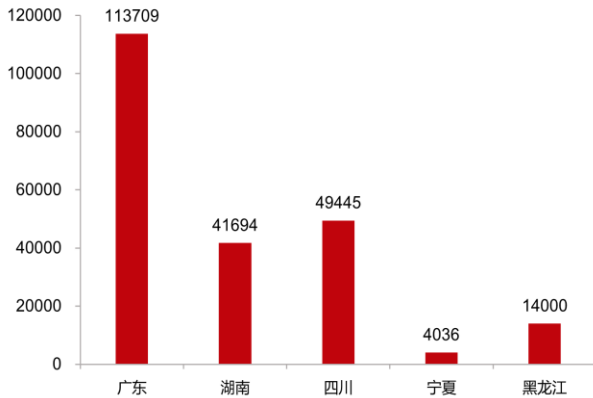
2.2.2 区域差异明显，东部发达省份单公里收入普遍高于欠发达的中西部省份

单公里收入主要受车流量及通行费单价影响，通行费单价方面，以 1 型客车为例，各省收费普遍介于 0.3-0.6 元/公里，收费费率与公路车道数量和造价相关，通常车道越多和造价越贵的路段收费则越高，同时发达省份经济水平更高，自然居民收入水平更高，对通行费的承受能力也更强，因此东部发达省份收费标准略高于中西部省份，另一方面发达省份的经济活动更活跃，车流量也显著高于欠发达省份，因此，东部发达省份的单公里收入普遍高于欠发达的中西部省份，单公里收入与经济发展水平呈现明显的正相关关系。

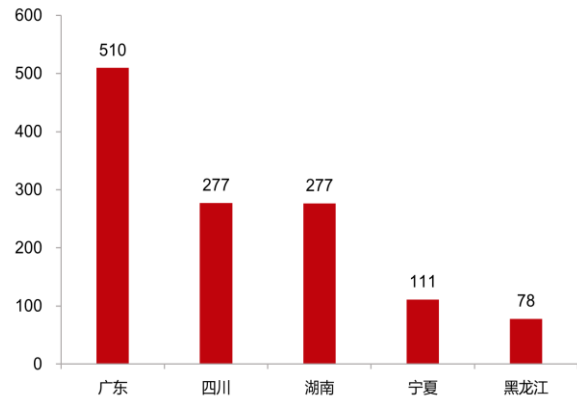
表 1：部分省份高速公路收费标准

省份(市)	所属区域	1 型客车收费费率 (元/公里)
广东	华南	0.6 (六车道及以上高速公路)
湖南	华中	0.5 (造价在每公里 6000 万元及以上的四车道路段和六车道路段)
四川	西南	0.5-0.6
宁夏	西北	0.45
黑龙江	东北	0.45

数据来源: 各省(市)交通运输厅, 西南证券整理

图 16: 部分省份 2020 年 GDP (亿元)


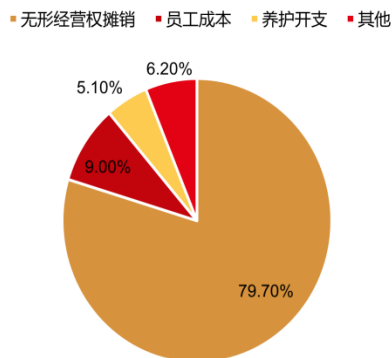
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 17: 部分省份高速公路 2020 年单公里收入 (万元/公里/年)


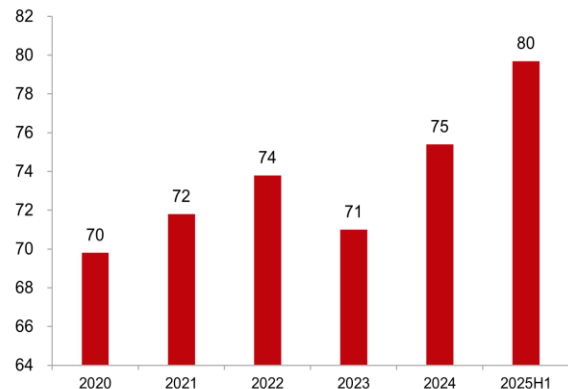
数据来源: iFinD, 西南证券整理 (考虑数据完整性选取 2020 年数据)

2.2.3 公路新建项目单公里建设成本已破亿元, 未来或面临更大投资压力

收费公路主要成本包括折旧摊销和运营成本, 其中折旧摊销在成本中占比最高, 以越秀交通基建 (1052.HK) 2025 年中报为例, 由于公司主要路产为收购所得, 所以成本记为无形经营权摊销, 主要为旗下路产的折旧摊销, 占比接近 80%, 其次是运营成本, 主要包括员工成本和维护成本, 分别占比 9% 和 5%, 整体比例较为稳定。

图 18: 2025H1 越秀交通基建 (1052.HK) 成本构成


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 19: 越秀交通基建 (1052.HK) 无形经营权摊销占比 (%)


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

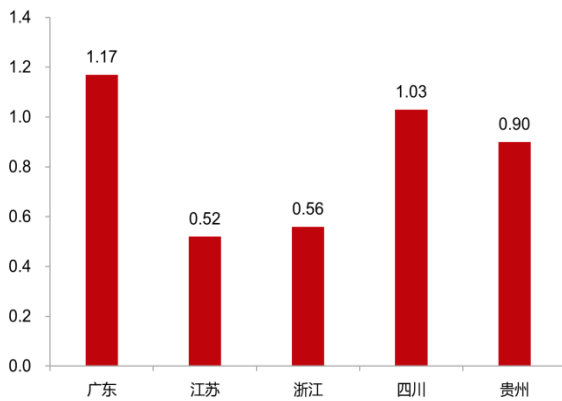
折旧摊销与公路建造成本直接相关, 伴随着经济发展, 建造公路所必需的土地和人工等成本也在上升, 从 2025 年以来各省发改委批复的路段建设规划来看, 新开工或改扩建的公路单公里建设成本多数在 1-3 亿元, 部分发达省份的公路建造成本甚至超过了 4 亿元/公里。

同时现阶段我国高速公路主要集中于东部发达省份, 密度也居于前列, 未来国家将加大在四川等中西部欠发达省份的高速路网建设, 但这些省份未修区域大多地形复杂, 公路建造成本或将更高, 从而在未来进一步压缩投资回报率, 增大投资压力。

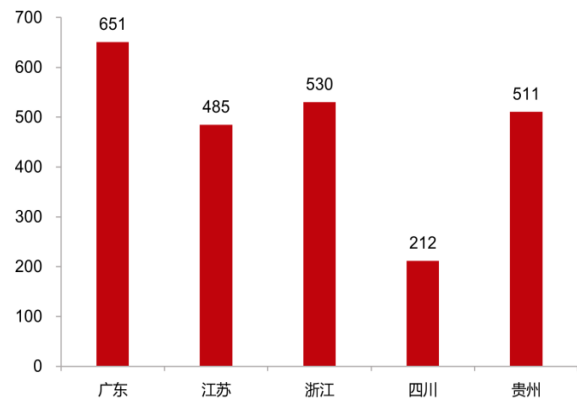
表 2：2025 年以来部分省份批复的高速公路建设规划信息

城市	项目名称	建设长度 (公里)	总投资 (亿元)	单公里建设成本 (元/公里)
杭州	柯诸高速公路工程	39.3	174.8	4.45 亿
衢州	甬金衢上高速公路金华婺城至浙赣界项目	122.4	293.4	2.40 亿
重庆	沿江高速南线	142	312	2.20 亿
浏阳	G9907 浏阳沙市至宁乡高速公路工程	93	214.04	2.30 亿
茂名	广西北流（粤桂界）至广东化州高速公路	62.15	69	1.11 亿
安庆	G4212 合安高速公路桐城南枢纽至凉亭枢纽段改扩建工程	34.3	38.89（概算）	1.13 亿
上饶	弋阳至南丰高速公路新建工程	177.44	212.076	1.20 亿

数据来源：各省市发改委网站、各省市官方日报公开信息，西南证券整理

图 20：2024 年部分省份高速公路里程（万公里）


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：2024 年部分省份高速公路密度（公里/万平方千米）


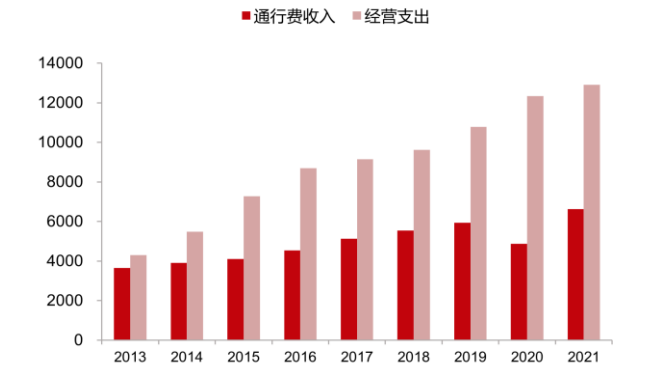
数据来源：iFinD，西南证券整理

从收入端来看，随着我国汽车保有量增速放缓，我国高速公路收入的增速也同样趋缓。从成本端来看，随着我国新建和扩建的公路建造成本日益上升，加之交通运输部在 2018 年发布的《收费公路管理条例（修订草案）》规定，经营性公路经营期届满前 1 年，省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门应当对收费公路进行鉴定和验收，相比 2015 年发布的《收费公路管理条例（修订草案）》又提前了 6 个月，因此收费公路企业在日常还需支付日益高昂的养护费用。根据交通运输部最新公开的《2021 年全国收费公路统计公报》可以佐证，我国当前收费公路仍面临超过 6000 亿元的收支缺口。

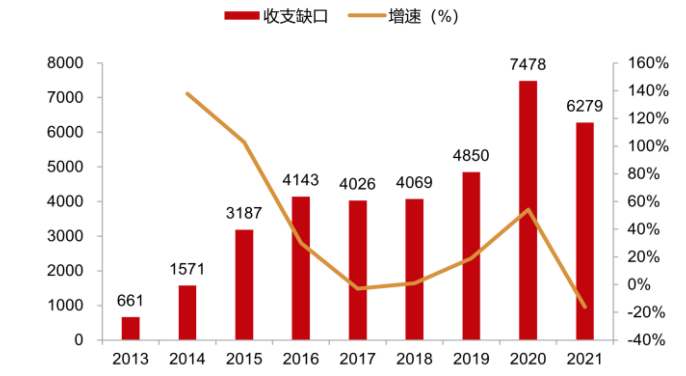
表 3：2004 版《收费公路管理条例》、2015 版及 2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》移交要求

文件	移交要求
2004 版《收费公路管理条例》	收费公路终止收费前 6 个月，省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门应当对收费公路进行鉴定和验收
2015 版《收费公路管理条例（修订草案）》	特许经营公路经营期届满前 6 个月，省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门应当对收费公路进行鉴定和验收
2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》	经营性公路经营期届满前 1 年，省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门应当对收费公路进行鉴定和验收

数据来源：交通运输部，西南证券整理

图 22: 2013-2021 年收费公路通行费收入及经营支出 (亿元)


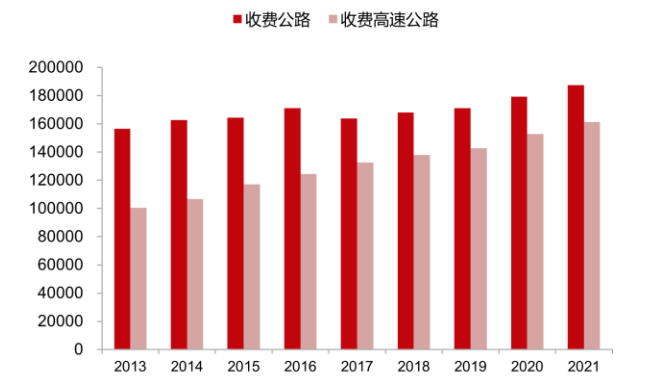
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 23: 2013-2021 年收费公路收支缺口 (亿元)


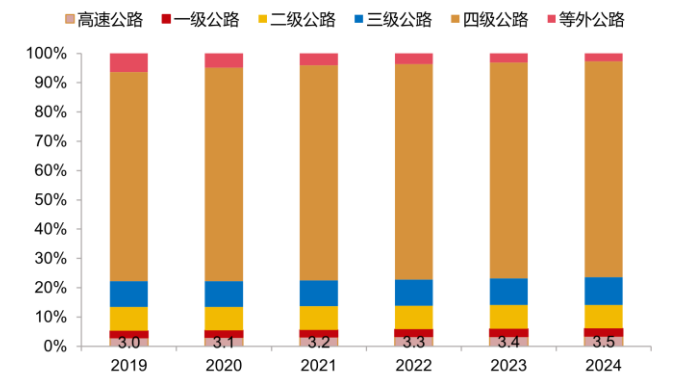
数据来源: iFinD, 西南证券整理

2.3 新版收费公路管理条例或将出台, 打破原有收费期限已成趋势

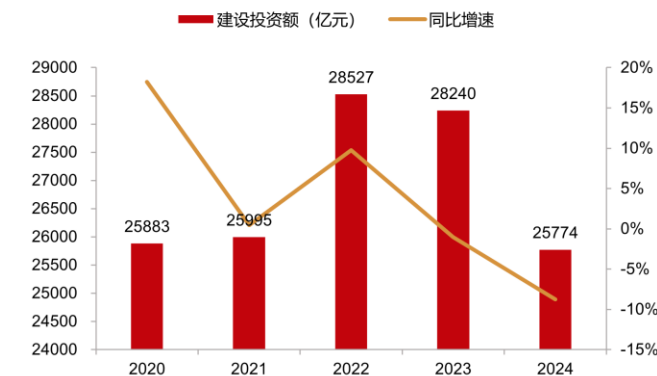
早在 2009 年, 国务院办公厅就发布《关于转发发展改革委、交通运输部、财政部逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知》, 要求逐步取消政府还贷二级公路收费, 加之近年来新增的收费公路以高速公路为主, 我国的收费公路结构不断优化, 高速公路占比持续提升, 等外公路占比不断压缩, 但整体而言, 近五年我国公路建设投资有所放缓。

图 24: 2013-2021 年收费公路及收费高速公路里程 (公里)


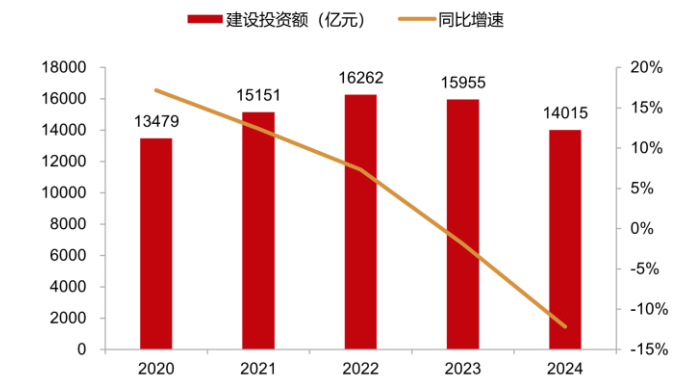
数据来源: iFinD, 西南证券整理 (最新数据为 2021 年)

图 25: 高速公路在公路里程的占比持续提升


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 26: 2020-2024 年公路建设投资额及同比增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 27: 2020-2024 年高速公路建设投资额及同比增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

当前新建公路项目放缓的另一面是行业内收费公路到期压力逐步凸显，根据中诚信国际 2025 年 1 月发布的《中国收费公路行业展望》显示，预计 2025-2027 年收费公路运营企业中将有超过 1000 公里的收费公路面临收费权到期的问题。

表 4：2023 年以来部分收费期满且停止收费的高速公路

名称	通车时间	收费里程（公里）	停止收费时间
京平高速	2008 年	71.40	2023 年 9 月 8 日
潭耒高速公路衡耒段	2004 年	50.90	2024 年 3 月 20 日
广州北环高速	1993 年	21.65	2024 年 3 月 23 日
S18 武汉天河机场高速公路	1995 年	18.30	2025 年 6 月 19 日

数据来源：中诚信国际、湖北省交通运输厅，西南证券整理

目前界定高速公路收费期限和收费标准的法律法规仍是 20 多年前施行的《收费公路管理条例》（2004 版），明显难以适应现阶段公路行业发展的需要，交通运输部于 2015 年和 2018 年分别形成了新的征求意见稿，对收费公路的经营期限做出调整，截至 2025 年 10 月，新修订的收费公路管理条例尚未正式出台，但现存的收费期限政策突破几乎已成发展趋势。

表 5：2004 版《收费公路管理条例》、2015 版及 2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》收费期限表述

文件	收费期限
2004 版《收费公路管理条例》	（一）政府还贷公路的收费期限，按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定，最长不得超过 15 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年 （二）经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限， 最长不得超过 30 年
2015 版《收费公路管理条例（修订草案）》	（一）政府收费公路的偿债期限，应当按照用收费偿还债务的原则确定。其中，高速公路由省级人民政府按照统借统还核定，其他收费公路最长不得超过 15 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 20 年 （二）特许经营公路的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报。高速公路的经营期限不得超过 30 年， 但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过 30 年 。一级公路和独立桥梁、隧道的经营期限最长不得超过 25 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 30 年
2018 版《收费公路管理条例（修订草案）》	政府收费公路项目的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 经营性公路项目的经营期限，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 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者经营期限

数据来源：交通运输部，西南证券整理

2023 年以来，随着多条高速公路因收费到期而停止收费，有关收费公路的相关政策已密集出台，结合中诚信国际 2025 年 1 月发布的《中国收费公路行业展望》和各项政策文件，我们推测新版《收费公路管理条例》或将规定收费公路到期后可以重新核定偿债期限或者经营期限，为收费公路行业可持续发展及防控债务风险提供有力保障。

表 6：2023 年以来收费公路行业主要相关政策文件

时间	政策	主要内容
2023 年 11 月	《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》	新 PPP 机制将特许经营期限由此前原则上不超过 30 年提高至 40 年 ，并允许投资规模大、回报周期长的特许经营项目根据实际情况适当延长，法律法规另有规定的除外
2024 年 3 月	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	特许经营期限原则上不超过 40 年 ，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长，法律法规另有规定的除外
2024 年 12 月	《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》	完善综合交通运输管理体制机制。推进公路收费制度和养护体制改革，推动收费公路政策优化
2025 年 5 月	《交通运输部 2025 年立法工作计划》	年内完成部内工作或者公布的立法项目：收费公路管理条例（修订）

数据来源：中诚信国际，西南证券整理

2.4 未来行业发展三大关键词：改扩建、并购和业务多元化

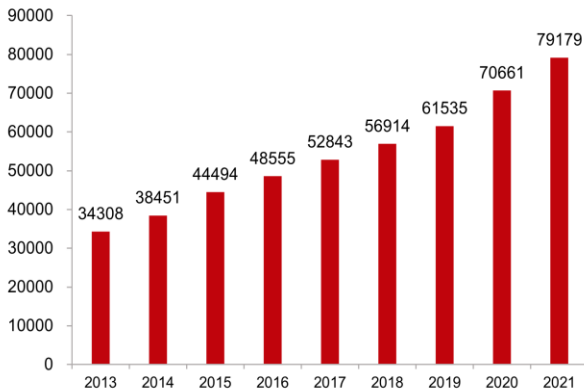
结合政策和市场需求，未来我国收费公路企业将积极参与改扩建。从政策上看，国务院 2022 年颁布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》明确指出要推进高速公路繁忙路段扩容改造，加快普通国省道低等级路段提质升级。同时根据现行政策，改扩建可根据实际投资情况延长一定年限收费期。从市场需求上看，随着城市化的不断发展，部分原先建设的公路已适应不了现阶段发展的需求，而且改扩建相对另建新线还具有一定优势。据人民日报报道，既有高速公路一般占据了较为理想的线位，周边相关路网及配套产业设施已基本形成，另建新线往往难以取代既有公路承担的交通功能，沿老路扩建还可以充分利用现有资源、集约节约利用土地，与现有路网和经济带的适应性最佳。

表 7：2025 年以来国家和地方有关公路改造的政策文件

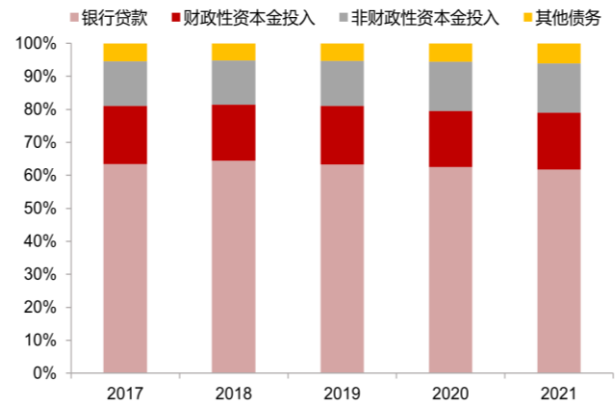
时间	政策	主要内容
2025 年 4 月	《收费公路政府和社会资本合作新机制操作指南》	项目实施机构应当根据国务院发展改革部门制定的支持民营企业参与的新建及改扩建特许经营项目清单 ，结合项目实际情况，优先选择民营企业参与
2025 年 7 月	《新一轮农村公路提升行动方案》	到 2027 年，全国完成新建农村公路 30 万公里 ，便捷高效、普惠公平的农村公路网络基本建成；实施修复性养护工程 30 万公里，技术状况优良路率保持在 70% 以上
2025 年 3 月	《广东省交通运输高质量发展三年行动方案（2025—2027 年）》	推动繁忙路段扩容改造 ，推进京港澳、沈海、广昆、济广等国家高速公路改扩建工程； 加快实施粤东粤西粤北地区县道低等级路段改造 ，进一步提高农村公路双车道覆盖范围
2025 年 5 月	《广东省交通运输厅关于高速公路改扩建管理的办法》	年平均日交通量与设计通行能力之比达到 80%（含 80%）以上，且无直接可替代线路规划的应及时推进改扩建工作

数据来源：交通运输部、广东省人民政府、广东省交通运输厅，西南证券整理

除了改扩建，并购优质的成熟路产也将会成为未来收费公路企业扩充主业的重要方式。公路重资产高负债的行业属性叠加新建公路由于位置欠佳和成本攀升带来的投资回报下滑，部分企业开始逐步退出，加快了我国公路行业的并购整合进程，另一方面，有实力的行业内企业也可以借此机会通过对外投资等方式收购有发展潜力的成熟路产，寻求高质量发展。

图 28: 收费公路债务余额持续攀升 (亿元)


数据来源: iFinD, 西南证券整理 (最新数据为 2021 年)

图 29: 收费公路建设投资额中主要为银行贷款


数据来源: iFinD, 西南证券整理

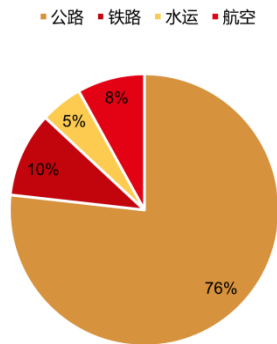
当前,我国收费公路企业在主业经营压力大,铁路、民航的快速发展以及政府加快推进货运“公转铁”的进程、新版《公路法》和《收费公路管理条例》等尚未出台客观实际前,面临一定的发展瓶颈。因此,近几年政府也出台相关政策,鼓励收费公路企业在原有主业的基础上,通过业务多元化进一步延伸产业链,以拓展新业态、寻找新的利润增长点。以公路“光伏+”为例,我国政府自 2022 年以来提出了多项政策,为其融合发展提供了根本遵循。

表 8: 国家和地方有关公路“光伏+”的政策文件

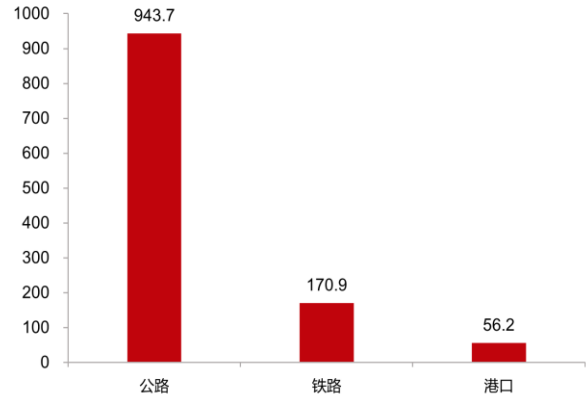
时间	政策	主要内容
2022 年 6 月	《“十四五”可再生能源发展规划》	积极推进“光伏+”综合利用行动,推动光伏在新能源汽车充电桩、铁路沿线设施、高速公路服务区及沿线等交通领域应用
2024 年 7 月	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	提升新建车站、机场、码头、高速公路设施绿色化智能化水平,推进既有交通基础设施节能降碳改造提升,建设一批低碳(近零碳)车站、机场、码头、高速公路服务区,因地制宜发展高速公路沿线光伏
2025 年 3 月	《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》	推动交通与能源基础设施一体化建设,全面推进公路基础设施清洁能源开发利用。按照依法依规、宜建尽建原则,在确保安全的前提下,充分利用高速公路等公路沿线服务区、收费站、养护工区、监控中心,以及原省界收费站用地、边坡、隧道出入口、隔离带、互通立交、匝道圈中的土地建设清洁能源开发利用项目
2025 年 4 月	《云南省推动高速公路融合发展若干政策措施(试行)》	支持“高速+光伏”。支持高速公路经营单位牵头编制“高速+光伏”建设规划,报省发展改革委、省能源局、省交通运输厅按程序审定后印发实施。光伏发电设施建设不要形成光污染,不要影响景观美化

数据来源: 国家发展改革委、交通运输部、云南省人民政府办公厅, 西南证券整理

在政策和双碳目标驱动下,交通与能源两大基础性行业正在加速融合,从早期试点探索迈向规模化发展的新阶段。对收费公路企业而言,发展公路“光伏+”不仅可以降低运营成本、盘活闲置土地,实现闲置资源的高效利用与价值重构,更有希望成为企业新的利润增长点。据交通运输部科学研究院数据,截至 2024 年底,全国在运交通分布式可再生能源项目达 3326 个,总装机容量超 2.24GW,其中公路光伏占比高达 76%,应用场景已从最初的服务区屋顶,延伸至边坡、隔离带等场景,成为光伏领域新的增量市场。据交通运输部科学研究院测算,全国公路光伏潜在开发规模可达 943.7GW。

图 30：2024 年在运交通分布式可再生能源项目


数据来源：北极星太阳能光伏网，西南证券整理

图 31：全国交通领域的光伏潜在开发规模 (GW)


数据来源：北极星太阳能光伏网，西南证券整理

3 公司分析：投资布局广，路产质量佳，募资渠道畅通

3.1 深耕收费公路行业近三十年，累计投资管理近三十个项目

越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 成立 29 年以来，专注于收费公路的投资与运营，曾投资管理的收费公路项目接近 30 个，是专业的收费公路投资运营商，同时公司也曾经参与过桥梁、码头等资产的投资、运营、管理和建设，探索出了一条“市场化收购+多元化融资+专业化改扩建+精细化管控+金融化退出”的“投、融、建、管、退”全链条商业模式，是业内少数具有丰富的资产并购和不良资产处置经验的企业。

表 9：越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 旗下在管及曾经投资管理的項目

时间	附属公司	联营公司、合营企业及其他投资
1997 年	广深公路、广从公路第一段、广汕公路、新丰公路、广花公路	虎门大桥、东阳公路
1998 年	广从公路第二段、1909 省道通车，收购陕西西临高速 51% 权益	收购广州北环高速 24.3% 权益、清连公路 15.6% 权益
1999 年	收购湖南湘潭湘江二桥 75% 权益	-
2001 年	增持陕西西临高速权益至 100%，出售新丰公路权益	广州北二环高速通车，出售东阳公路权益
2002 年	-	收购汕头海湾大桥 30% 权益
2004 年	-	收购广州西二环高速 35% 权益
2005 年	-	转让广州北二环高速 6% 权益
2006 年	增持广州北二环高速权益至 60%	-
2007 年	-	增持虎门大桥权益至 27.78%
2008 年	收购广西苍郁高速 90% 权益，1909 省道更名为 355 省道	-
2009 年	收购天津津保高速 60% 权益，政府回购湘江二桥经营权，广从公路第一段停止收费	-
2010 年	收购湖北汉孝高速 90% 权益，全面退出普通公路经营（广深公路、广汕公路、广花公路、广从公路第二段、355 省道）	-
2011 年	收购梧州港赤水圩码头 51% 权益、广西苍郁高速剩余 10% 权益、湖南长林高速 90% 权益	-

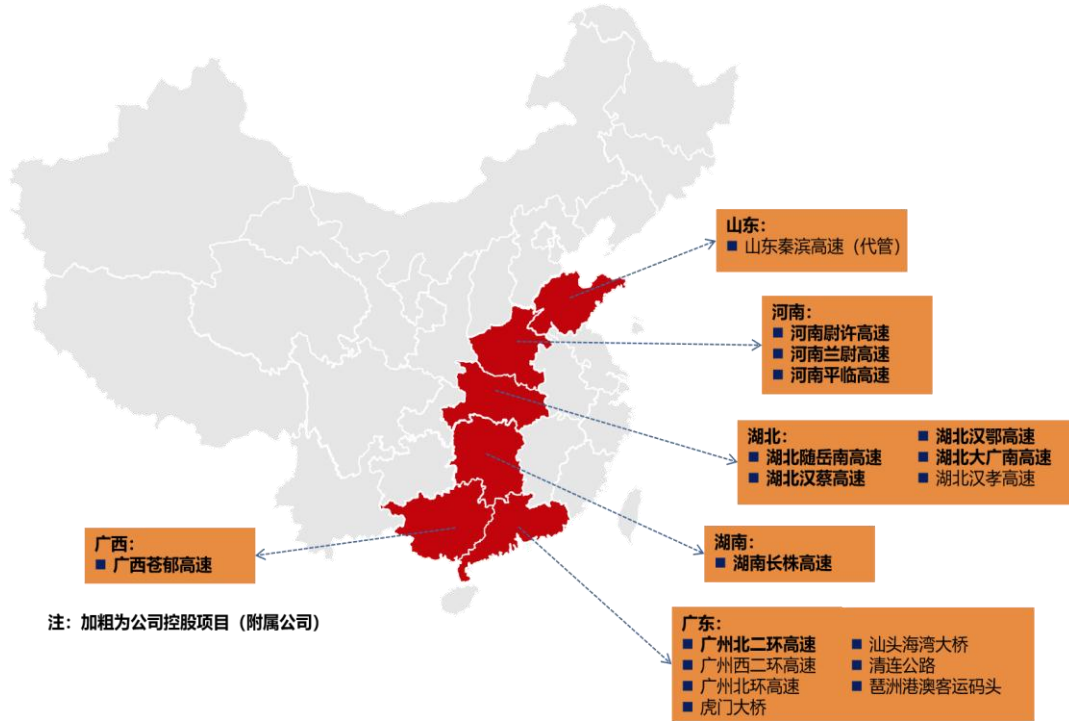
时间	附属公司	联营公司、合营企业及其他投资
2012年	收购河南尉许高速 100%权益	-
2013年	梧州港赤水圩码头更名为越新赤水码头	-
2014年	收购湖北汉孝高速剩余 10%权益	-
2015年	收购湖南长株高速剩余 10%权益、湖北随岳南高速 70%权益	-
2016年	出售广西越新赤水码头 51%权益	-
2019年	收购湖北汉蔡高速 67%权益、湖北汉鄂高速 100%权益、湖北大广南高速 90%权益，津保高速更名为津雄高速	-
2020年	-	广州琶洲港澳客运口岸项目动工建设
2022年	收购河南兰尉高速 100%权益	-
2023年	广州北二环改扩建全线动工建设	-
2024年	收购河南平临高速 55%权益	-
2025年	计划收购山东秦滨高速 85%权益	-

数据来源：公司官网、公司年报，西南证券整理（截至 2025 年 12 月）

3.2 已形成独有的资产布局，项目所在地区区位优势明显

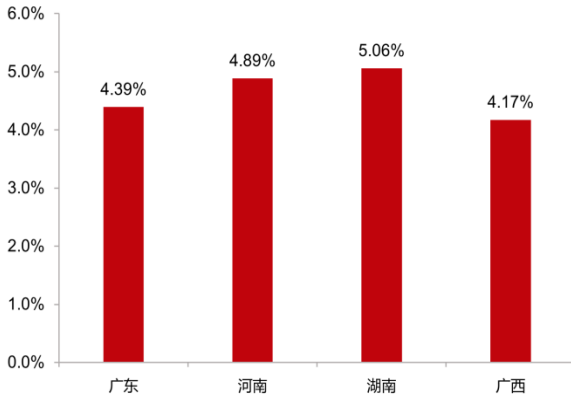
经过多年的探索和实践，公司（含附属公司、联营公司和合营企业）已经形成了“立足粤港澳大湾区，深耕中部，布局环渤海，辐射西部”的资产布局和发展格局。

图 32：越秀交通基建有限公司 (1052.HK) 旗下在管项目分布位置图

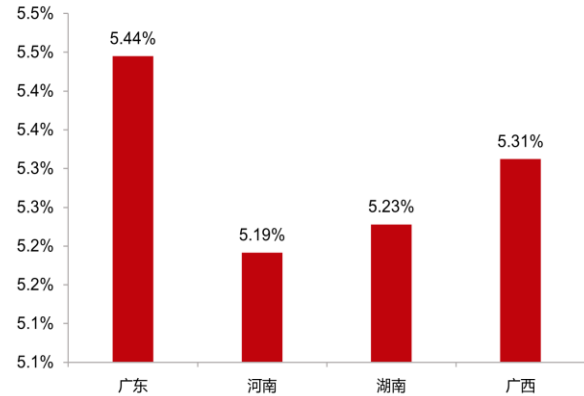


数据来源：公司中报，西南证券整理（地图不含南海诸岛）

公司旗下高速公路、桥梁和码头项目主要位于广东、湖北和河南等经济稳步增长、民用车辆保有量不断提高的省份，为公司的业务开展提供了良好的外部环境。

图 33: 部分项目所在省份 2024 年 GDP 增速


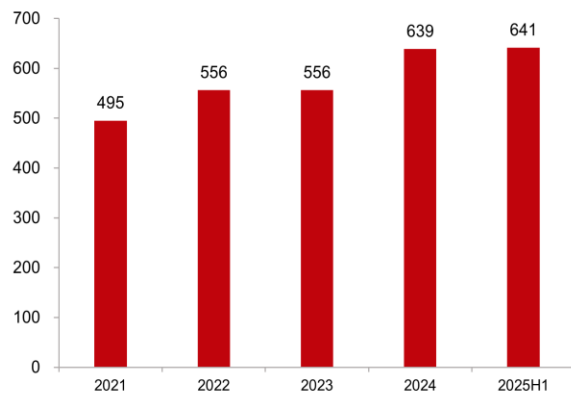
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 34: 部分项目所在省份 2024 年民用车辆保有量增速


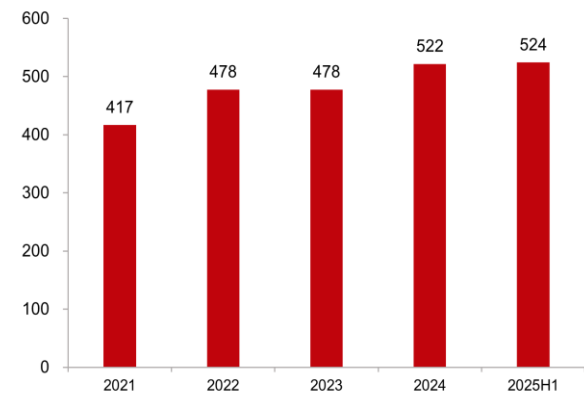
数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司核心路产广州北二环高速位于广东省, 作为全国改革开放先行省份, 广东省较早进入经济发展的新常态, 经济发展总体向好; 近年来国家对于粤港澳大湾区发展的大力支持和资源引进将使得广东省及周边地区保持较高的发展速度。区域经济的增长和人口的流动将带动交通需求持续增长, 为公司广州北二环高速通行费收入持续增长提供了内在驱动力。

与此同时, 作为全国性的收费公路投资运营主体, 公司通过持续收购盈利水平良好且占据重要地理位置的主干线或者国高网路产以扩大自身主业的规模。自 2019 年公司通过收购湖北汉蔡高速 67% 权益、湖北汉鄂高速 100% 权益、湖北大广南高速 90% 权益实现公司资产规模跃升后, 公司控股项目总收费里程从 2021 年的 495.2 公里到 2024 年底已增长至 638.8 公里, 截至 2025 年上半年, 公司控股项目总收费里程已达 641.4 公里, 控股项目应占权益里程增长至 524.2 公里, 主要是由于湖北大广南高速黄石收费站于 2025 年 1 月建成通车, 该收费站建成通车后使得湖北大广南高速收费里程延长至 109.7 公里。

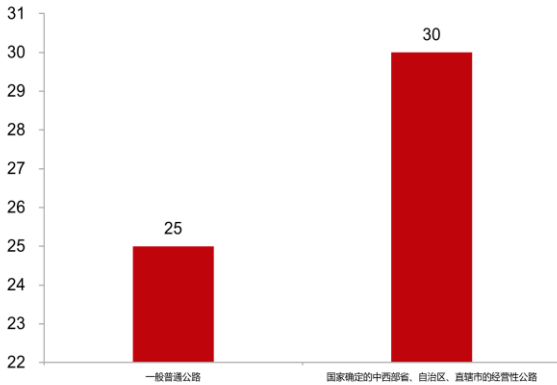
图 35: 公司控股项目总收费里程 (公里)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

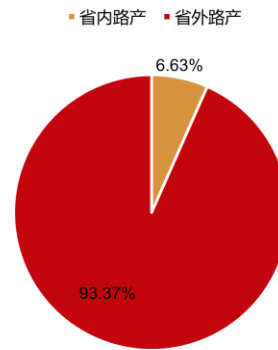
图 36: 公司控股项目应占权益里程 (公里)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

与大多数交投背景的收费公路上市公司不同, 公司的省外路产主要集中于中部省份, 从现有的 2004 版《收费公路管理条例》中可以明确看到, 国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限相比一般的经营性公路多五年, 公司选择将收购重心放在中部省份不仅响应了国家的区域协调发展战略, 而且也有利于未来获得相关政策倾斜。截至 2025 年上半年, 公司拥有省外路产总收费里程 598.9 公里, 占控股路产总规模的 93.37%。

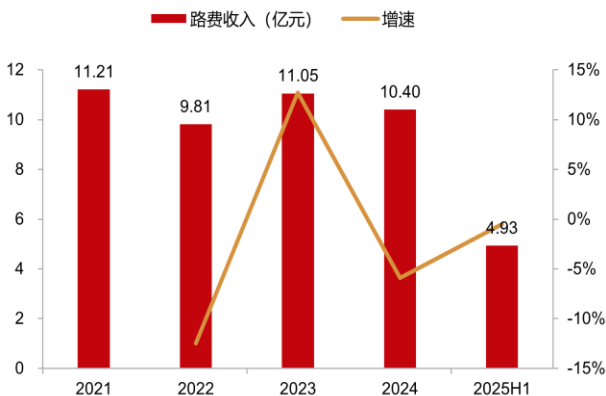
图 37: 经营性公路收费期限对比 (不超过/年)


数据来源: 2004 版《收费公路管理条例》, 西南证券整理

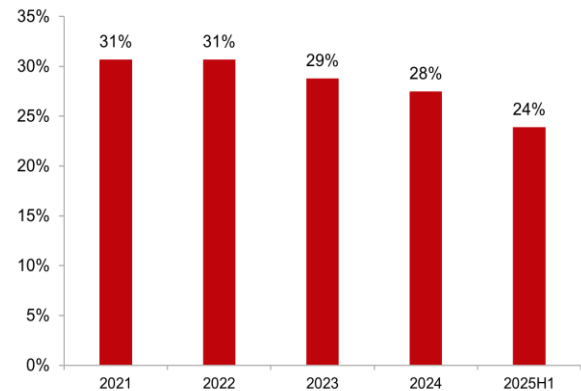
图 38: 2025 年上半年公司省外路产总收费里程占比


数据来源: 公司中报, 西南证券整理

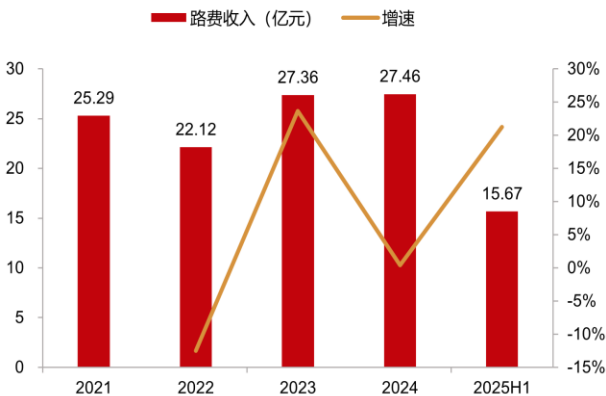
经过多年发展, 公司省内路产的收入占比从 2021 年的 31% 下降至 2025 年上半年的 24%, 省外路产的收入占比则从 2021 年的 69% 提升至 76%, 预计未来随着山东秦滨高速的成功注入, 省外路产在公司收入的整体占比将进一步提升。

图 39: 2021-2025H1 公司省内路产收入 (亿元) 及增速


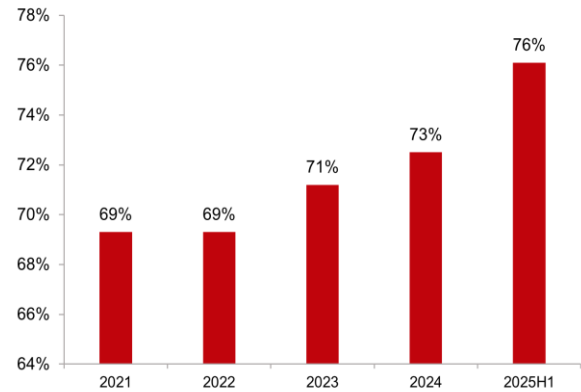
数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

图 40: 2021-2025H1 公司省内路产收入占比


数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

图 41: 2021-2025H1 公司省外路产收入 (亿元) 及增速


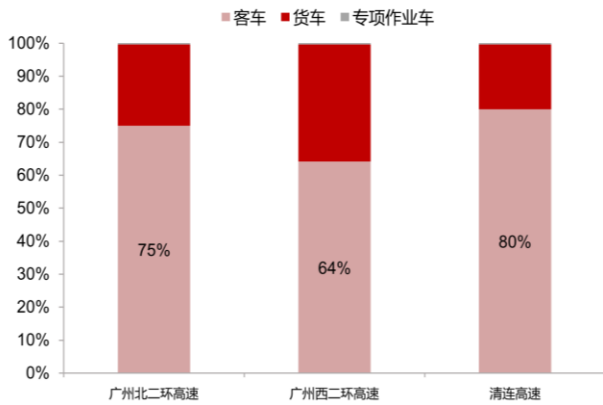
数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

图 42: 2021-2025H1 公司省外路产收入占比


数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

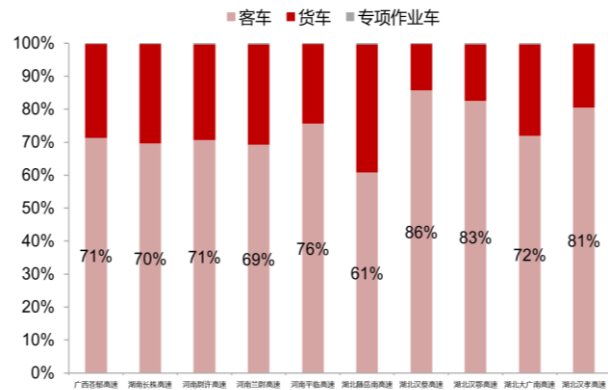
从车型来看，公司省内外控股及参股路产的通行车型均以客车为主，占比均超过 60%。

图 43：2025 年上半年公司省内路产车型结构



数据来源：公司中报，西南证券整理

图 44：2025 年上半年公司省外路产车型结构

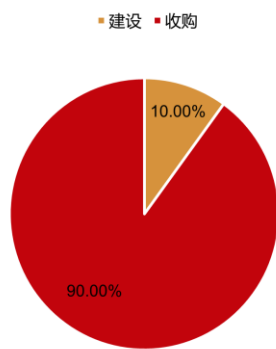


数据来源：公司中报，西南证券整理

3.3 旗下项目营运效率良好，未来收入仍有增长潜力

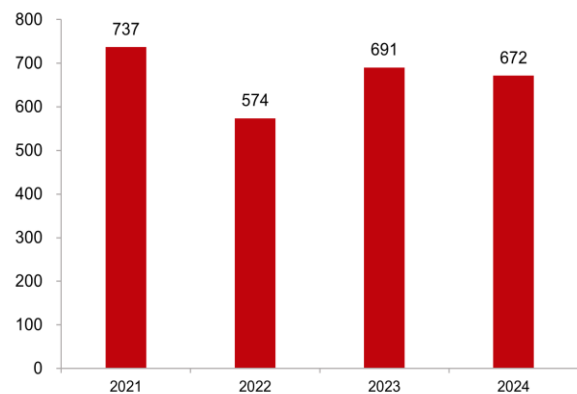
公司控股项目除了广州北二环高速采用“建设+运营”的经营模式，其余路产均为“收购+运营”的经营模式。公司通过收购方式获取路产，一方面可以跳过公路建设过程中的征地、拆迁、规划、建造等环节，避免公路建设周期不确定带来的风险；另一方面能够对已建成公路的里程、车流量等情况进行直观考察，通过可量化的投资考核指标选择盈利能力强的收购对象。根据中诚信国际《越秀交通基建有限公司年度跟踪评级报告》，2024 年公司控股路产单公里年通行费收入为 671.52 万元，运营效率处于同行业较高水平。

图 45：截至 2025H1 公司控股路产的获取方式数量占比



数据来源：公司中报，西南证券整理

图 46：2021-2024 年公司控股路产单公里年通行费收入（万元）



数据来源：中诚信国际《年度跟踪评级报告》，西南证券整理

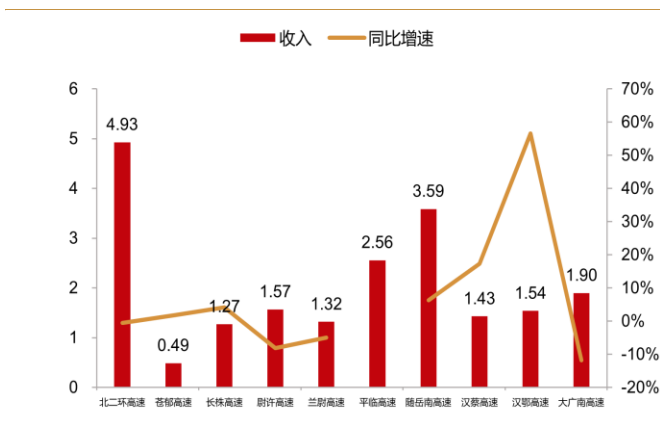
在收费期限方面，公司控股及参股路产的到期期限基本在 2030 年至 2042 年，因此暂无收费权到期压力。其中，广州北二环高速部分路段拥堵且原有收费年限截至 2032 年 1 月，剩余收费期限不足 7 年，公司已于 2024 年 6 月全线开工对其进行改扩建以延长其收费期限。

表 10: 截至 2025H1 公司控股及参股路产收费截止日期及剩余经营年限 (非桥梁和码头)

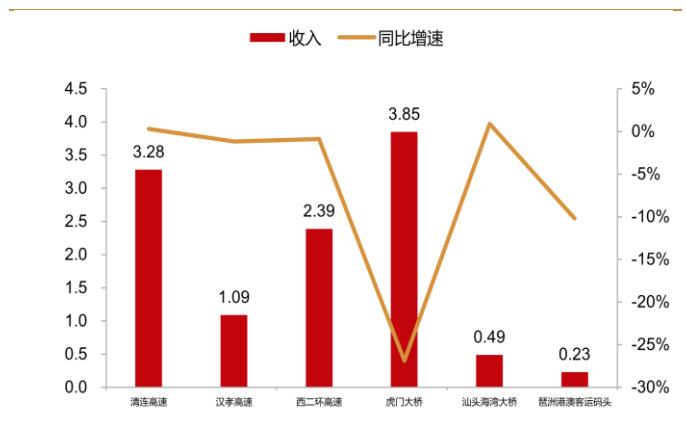
路产名称	持股比例 (%)	性质	收费截止日期	剩余经营年限 (年)
广州北二环高速	60	控股	2032 年 1 月	7
广西苍郁高速	100	控股	2030 年 12 月	5
湖南长林高速	100	控股	2040 年 8 月	15
河南尉许高速	100	控股	2035 年 11 月	10
河南兰尉高速	100	控股	2034 年 7 月	9
河南平临高速	55	控股	2033 年 10 月	8
湖北随岳南高速	70	控股	2040 年 3 月	15
湖北汉蔡高速	67	控股	2038 年 8 月	13
湖北汉鄂高速	100	控股	2042 年 6 月	17
湖北大广南高速	90	控股	2042 年 4 月	17
清连高速	23.63	参股	2034 年 6 月	9
湖北汉孝高速	30	参股	2036 年 12 月	11
广州西二环高速	35	参股	2030 年 12 月	5
广州北环高速	24.3	参股	2024 年 3 月	-

数据来源: 公司中报, 西南证券整理 (截至 2025 年上半年, 广州北环高速项目移交政府相关工作正在推进当中)

公司现有控股及参股的资产均为各个区域内的重要项目, 营运能力良好。2025 年上半年, 公司大部分项目路费收入同比有所增长, 尤其湖北汉鄂高速同比增长超过 56.6%, 其主要受益于竞争路段武黄高速自 2024 年 5 月 10 日起封闭施工, 导致部分车辆尤其是货车绕行至湖北汉鄂高速。同时, 由于 2024 年公司部分省外路产所在的如湖北、河南、湖南等省份在春节前后受到大范围雨雪低温冰冻天气影响, 导致同期基数较低, 因此在今年上半年营收同比有所改善。另一方面, 公司也有部分项目受路网分流影响, 导致路费收入同比有所下降, 如河南尉许高速和兰尉高速、湖北大广南高速及虎门大桥等, 但整体来看, 公司旗下控股及参股项目 (含公路、桥梁和码头) 仍具备竞争力和收入增长潜力。

图 47: 公司控股资产 2025H1 收入 (亿元) 及同比增速


数据来源: 公司中报, 西南证券整理 (河南平临高速增速暂缺)

图 48: 公司参股资产 2025H1 收入 (亿元) 及同比增速


数据来源: 公司中报, 西南证券整理

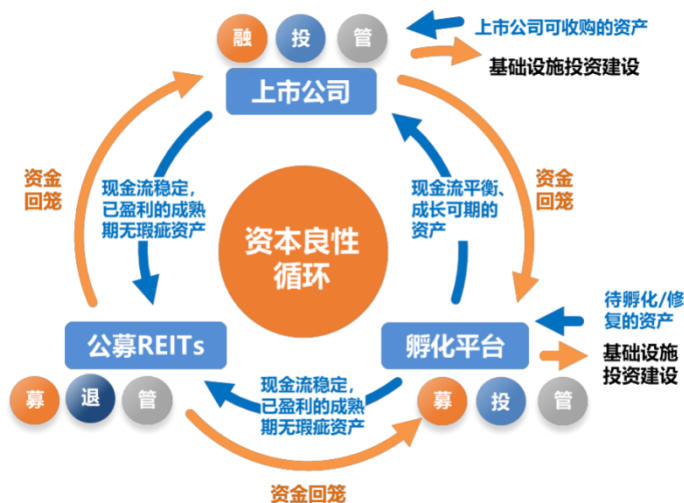
表 11：2025H1 公司控股及参股项目（含公路、桥梁和码头）日均收入及流量

路产名称	持股比例 (%)	性质	日均路费收入/码头票务收入 (万元)	日均收费车流量/码头日均客流量 (次)
广州北二环高速	60	控股	272.3	294098
广西苍郁高速	100	控股	27.3	19238
湖南长林高速	100	控股	70	70708
河南尉许高速	100	控股	86.9	25899
河南兰尉高速	100	控股	73	31588
河南平临高速	55	控股	141.2	37245
湖北随岳南高速	70	控股	198.1	32059
湖北汉蔡高速	67	控股	79	54099
湖北汉鄂高速	100	控股	85	57667
湖北大广南高速	90	控股	105	28098
清连高速	23.63	参股	181.4	52201
湖北汉孝高速 (华夏越秀高速 REITs)	30	参股	60.4	34359
广州西二环高速	35	参股	131.8	91934
虎门大桥	27.78	参股	212.8	80791
汕头海湾大桥	30	参股	27.2	17468
琶洲港澳客运码头	45	参股	12.6	338

数据来源：公司中报，西南证券整理

3.4 通过“集团孵化+注入上市公司”的交易路径实现对优质路产的并购，提升可持续发展能力

近五年来，越秀集团代为孵化的公路资产规模近 250 亿元，集团先收购有待培育、瑕疵有待修复或在出让方式方面上市公司无法参与的资产，待资产孵化至现金流平衡、成长可期以及满足上市公司要求再注入公司，这一方式极大助力了公司获取优质资源和可持续发展。

图 49：越秀交通基建有限公司 (1052.HK) “投、融、管、退”一体化商业模式


数据来源：公司宣传册，西南证券整理

3.4.1 并购广晟湖北高速公路资产包大幅提升公司控股路产收费里程

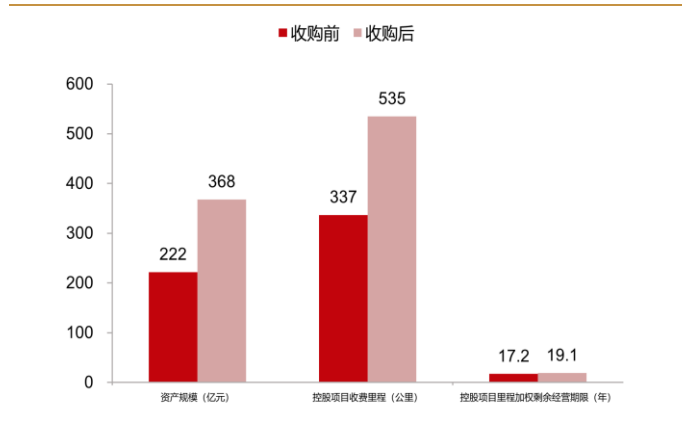
在广东省国企改革背景下，2018 年底，越秀集团与广晟公司就 150 亿元湖北高速公路资产包签署收购协议。2019 年 11 月，公司从越秀集团收购该资产包，一举拿下越秀集团在湖北省三条高速公路相关资产，交易总价款的最终金额约为人民币 59.75 亿元。

图 50：三条高速公路均位于湖北武汉城市圈



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 51：公司收购广晟湖北高速公路资产包前后对比



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.4.2 国内第一个高速公路收费权司法拍卖项目——河南兰尉高速

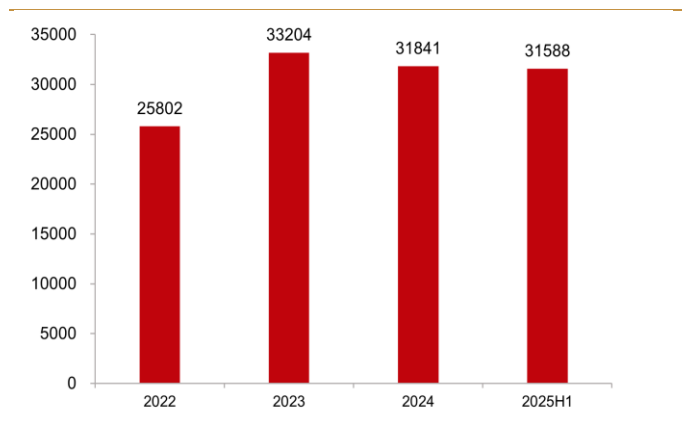
兰尉高速公路是河南民营资本投资的高速公路，2019 年因该企业不能正常向银行偿还贷款及利息，经多家银行起诉，开封中院判决该企业向银行偿还贷款、利息和违约金。2020 年 11 月 17 日，开封中院首开全国“高速公路收费权”司法拍卖先河，越秀集团以约 24.83 亿元的最高价成功竞得。2021 年 3 月 19 日越秀集团顺利完成兰尉高速剩余收费权项目签约仪式，2022 年 11 月 18 日，公司以 10.98 亿元从越秀集团收购兰尉高速 100% 权益，此次投资的内部回报率达 9.5%，收购完成后，公司可立即获得利润贡献，资产规模、收入规模和盈利能力均有所提升，控股收费里程从 495.2 公里增加 12.3% 至 556.23 公里。

图 52：兰尉高速是河南省规划的公路骨架网中的重要组成部分



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 53：2022-2025H1 河南兰尉高速日均收费车流量 (架次/天)



数据来源：公司年报、公司中报，西南证券整理

3.4.3 平临高速剩余收费权拍卖项目体现了公司“三平台”模式的优势

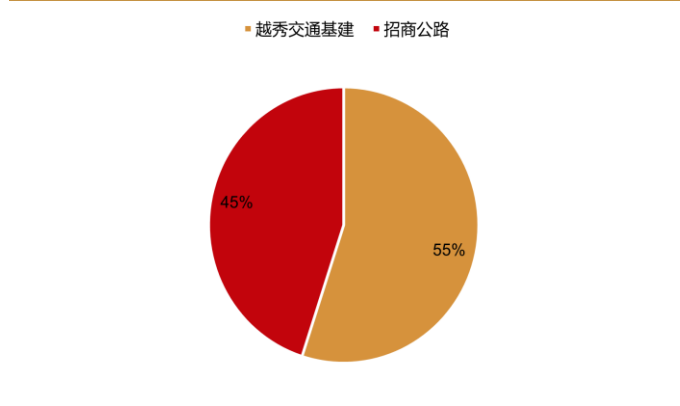
平临高速是国家高速公路网的重要组成部分，2023年2月越秀集团旗下控股公司河南越秀平临高速公路有限公司以底价24.49亿元成功竞得河南平临高速剩余年限收费权，此次成功竞拍是越秀集团与招商局集团在交通领域进行深度战略合作的有益尝试。2024年11月，公司以7.5845亿元从越秀集团收购平临高速55%权益，此次交易内部回报率约为9.2%，且此次收购交易价款使用公司2021年分拆汉孝高速并发行华夏越秀高速REIT所取得的款项净额支付，充分体现了公司“母公司孵化+司法拍卖”模式的优势。

图 54：平临高速是国家高速公路网的重要组成部分



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 55：河南越秀平临高速公路有限公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.4.4 山东秦滨高速项目注入上市公司已获股东特别大会投票通过

秦滨高速是环渤海快捷通道，2020年11月由强荣控股集团投资建设的埭口互通至沾化枢纽互通段建成通车，但随后由于资金等原因面临停工风险，2021年12月越秀集团与强荣集团等就秦滨高速达成协议，以约8.55亿元获得秦滨高速85%股权，越秀集团接管后化解了项目停工风险，提前3个月建成开通漳卫新河特大桥，并于2022年1月实现全线通车。

图 56：秦滨高速埭口至沾化段由民营企业强荣集团投资建设



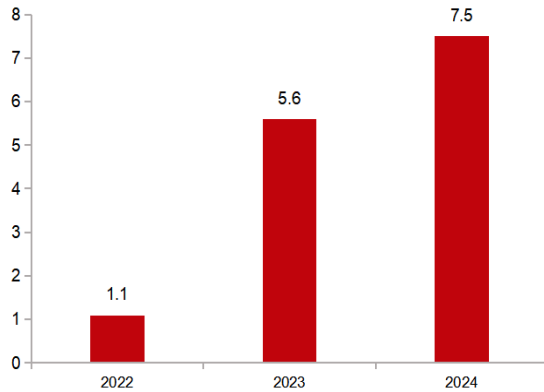
数据来源：大众网，西南证券整理

图 57：秦滨高速 (G0111) 是环渤海快捷通道

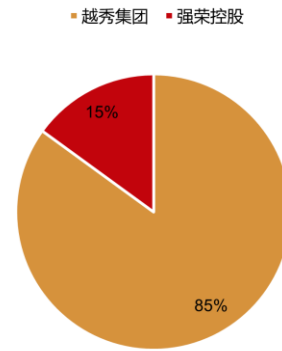


数据来源：公司宣传册，西南证券整理

秦滨高速建成后为越秀集团持续带来营收贡献,2024年秦滨高速实现收入约7.53亿元,2025年12月3日公司发布公告,准备以11.535亿元与越秀集团订立秦滨高速项目85%的股权转让协议,内部回报率估计为10.43%,12月31日该收购已获股东特别大会投票通过,顺利完成收购后将使得公司营收增长约15%,并将资产平均特许经营年限延长约0.8年。

图 58: 山东秦滨高速通行费收入情况 (亿元)


数据来源: 越秀集团评级报告, 西南证券整理

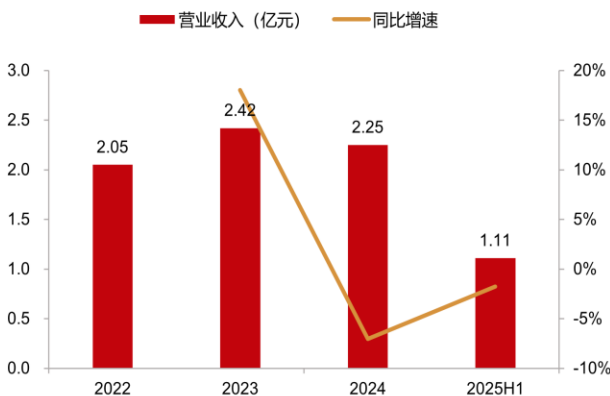
图 59: 被公司收购前山东秦滨高速的股权结构


数据来源: 越秀集团评级报告, 西南证券整理

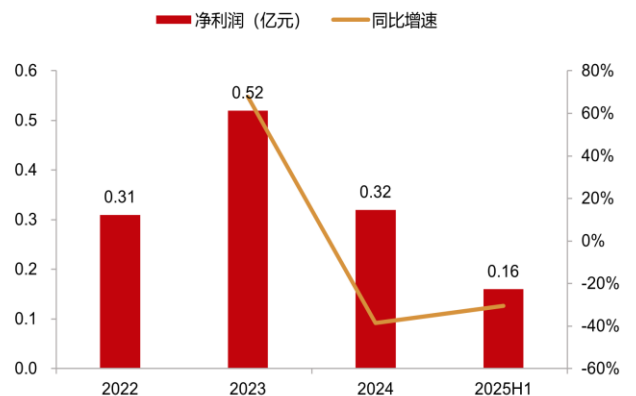
3.5 成功搭建 REITs 平台, 运用多元融资工具, 多渠道筹集资金

2021年12月,在历时781天,22个政府监管机构和回复监管19轮正式问题后,华夏越秀高速 REITs 在深交所成功上市,成功募集资金规模21.3亿元。REITs 的成功上市不仅使公司获得现金流入20.31亿元,获得资产处置收益9.61亿元,更重要的是,这标志着越秀交通“孵化平台、上市公司、公募 REITs”三平台架构基本成型。

依托三平台良性互动,公司可以更好完善“投、融、建、管、退”全链条的金融化发展模式,通过前端搭建孵化平台锁定优质资产,后端发挥 REITs 平台承接现金流稳定,已盈利的无瑕疵资产以达到资产退出作用,降低上市公司的资产负债率,优化上市公司资产结构。公司可以借助孵化平台、国内基础设施公募房地产投资信托基金与上市公司的良性互动,实现资产有进有出,持续优化公司资产组合,为股东创造更大价值。

图 60: 华夏越秀高速公路 REITs 上市以来营业收入及增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 61: 华夏越秀高速公路 REITs 上市以来净利润及增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

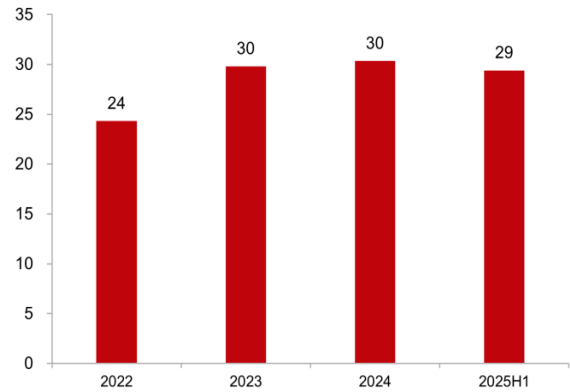
另一方面,利用 REITs 回笼资金投资改扩建项目也是 REITs 平台和上市平台互动的重要实践。公司 REITs 所回笼的资金部分用于广州北二环高速公路的改扩建,有效提升资产品质。

图 62: 广州北二环高速线位



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 63: 2022-2025H1 北二环高速日均收费车流量 (万架次/天)



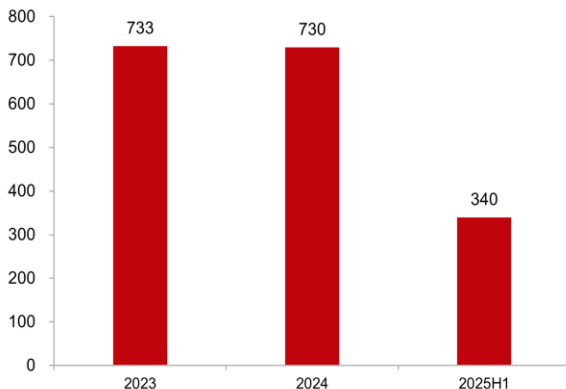
数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

3.6 积极拓展其他收入来源, 优化通行效率与服务水平

公司多年来积极拓展其他收入来源, 持续深化“高速公路+”理念, 加大力度推进高速公路服务区、沿线附属土地及设施、广告牌等资源的盘活利用。

公司通过开发利用道路附属资产资源, 推进沿线光伏发电, 截至 2025 年上半年, 公司合计光伏总装机容量约 6.6 兆瓦, 2025 年上半年的发电量约 340 万度, 实现减少二氧化碳排放量约 3388 吨, 约为去年同期减少二氧化碳排放量的 132%。公司也积极对服务区进行提质升级改造, 其中, 公司旗下的湖南长株高速长沙东零碳服务区项目于 2024 年成功入围成为交通运输部首批 7 个零碳服务区试点之一。

图 64: 公司光伏发电量 (万度)



数据来源: 公司年报、公司中报, 西南证券整理

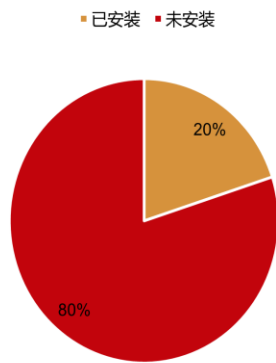
图 65: 湖南长株高速黄花互通分布式光伏



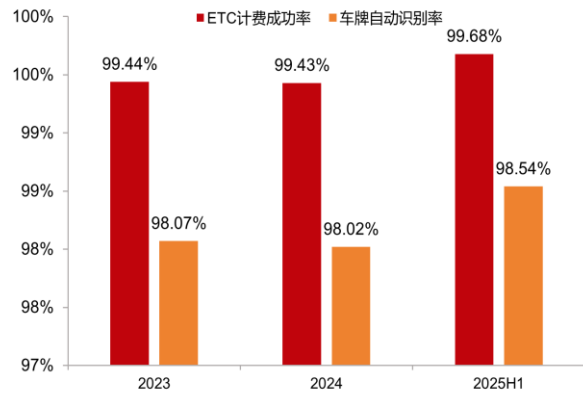
数据来源: 官方公众号, 西南证券整理

同时，公司坚持绿色发展出行理念，不仅实现所辖服务区充换电设施全覆盖，同时，在公司所辖服务区中，已安装充电设施的客车车位占所有客车车位的比例达 20%，在有效顺应行业低碳发展要求及新能源汽车行驶需求的同时产生经济效益。

为优化高速公路及收费站的通行效率与服务水平，公司近年来持续优化多方应急保畅机制，试点无人化收费优化服务质量，通过加强对关键收费设施设备维护及调优，在附属公司路段上线机电资产智能管控平台，以确保设施的运行稳定。2025 年上半年公司旗下路产的平均 ETC 计费成功率、车牌自动识别率分别为 99.68%、98.54%，均优于行业标准水平。

图 66：2025 年上半年公司已安装充电设施的客车车位占比


数据来源：公司中报，西南证券整理

图 67：公司旗下路产平均 ETC 计费成功率、车牌自动识别率


数据来源：公司年报、公司中报，西南证券整理

3.7 公司近十五年每年股息总额约占股东应占盈利的 50%到 60%

自 2018 年起，公司持续在年报披露股息政策，整体而言，公司致力维持稳定及可持续的派息政策。股息政策以平衡股东期望和维持公司持续发展为原则，当中考虑本公司业务现时状况、未来营运和收入财务状况、现在及未来宏观经济状况和发展、资金需求和资本储备、未来重大投资或收购计划、行业政策的调整和过往派息政策的连贯性等因素。

2010 年，公司优化资产结构，全面退出普通公路经营，将四条公路全面移交至广州市政府，并因此获得政府赔偿现金约 13.13 亿元。同年，越秀（中国）交通基建投资有限公司成立，开始构建境内投资与资产经营平台，以上举措使得公司开始逐步储备稳定的现金流和增强抗风险能力，自 2010 年开始，公司每年股息总额约占股东应占盈利的 50%到 60%。

表 12：公司 1999 年以来派息情况

时间	股息率	股利支付率	每股股利（港元）
1999	5.88%	--	0.07
2000	3.42%	8.28%	0.04
2001	3.82%	25.98%	0.06
2002	5.04%	44.09%	0.06
2003	3.54%	41.92%	0.09
2004	4.24%	39.22%	0.10
2005	3.70%	36.45%	0.10
2006	1.79%	16.93%	0.07

时间	股息率	股利支付率	每股股利 (港元)
2007	2.59%	39.40%	0.14
2008	6.96%	44.06%	0.16
2009	5.18%	61.50%	0.16
2010	4.89%	59.36%	0.22
2011	7.06%	58.23%	0.24
2012	5.33%	64.14%	0.20
2013	6.40%	60.94%	0.26
2014	5.92%	61.44%	0.28
2015	5.76%	73.69%	0.28
2016	6.79%	53.77%	0.33
2017	6.27%	51.60%	0.36
2018	6.57%	53.37%	0.39
2019	5.63%	50.83%	0.39
2020	1.33%	61.91%	0.07
2021	13.20%	55.14%	0.61
2022	4.71%	61.92%	0.20
2023	7.06%	59.01%	0.30
2024	6.49%	60.03%	0.25
2025H1	--	50.6%	0.12

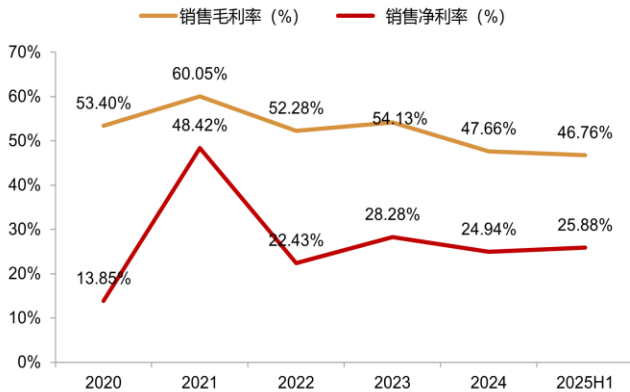
数据来源：公司年报、公司中报，西南证券整理

4 财务分析：经营获现能力良好，短期债务占比下降

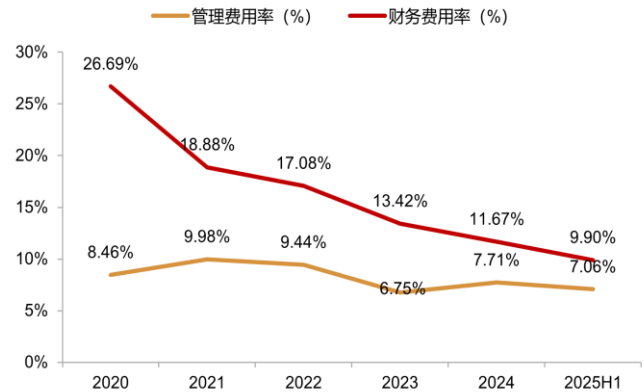
4.1 盈利能力：公司销售毛利率有所下降但仍处于较好水平

车辆通行服务是公司产业布局的基石，2025 年上半年公司收入整体增加 2.72 亿元至 20.99 亿元，同比上升 14.9%，主要是由于平临高速于 2024 年 11 月入表使得公司路费收入同比增加 2.56 亿元。公司收费道路成本主要系由道路资产前期购买成本的摊销及养护成本构成，其中公司路产系按照交通流量法摊销，即根据特定期间的车流量对无形资产使用年限内的预测总车流量，按单位使用基准计算，以摊销其成本。虽然今年上半年公司收入上升，但公司无形经营权摊销等刚性成本仍存，致使毛利率水平略微下降至 46.76%。公司的利润总额主要来自经营业务产生的利润和投资收益，2021 年公司因出售汉孝高速确认收益导致销售净利率短暂攀升至 48.42%，自 2022 年以来公司销售净利率基本维持在 20% 以上。

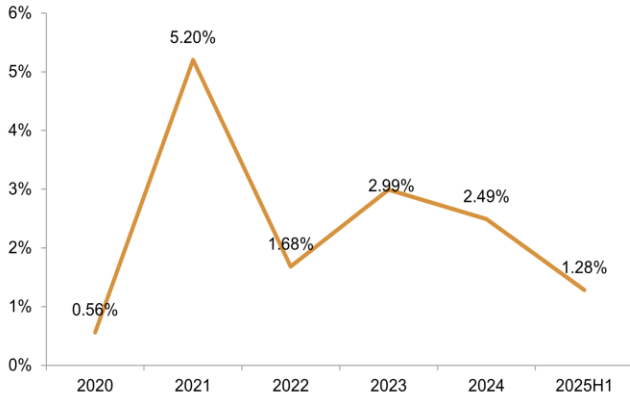
公司的期间费用主要由财务费用和一般及行政开支即管理费用构成，2019 年由于公司路产收购推升公司债务规模导致财务费用快速增长，对公司利润造成一定侵蚀，但公司费用管控能力较强，2020-2025 年 H1 期间费用率持续下降，从 2020 年的 35.15% 下降至 2025 年 H1 的 16.96%。整体来看，公司盈利能力保持稳定且处于较好水平。

图 68：公司销售毛利率和销售净利率


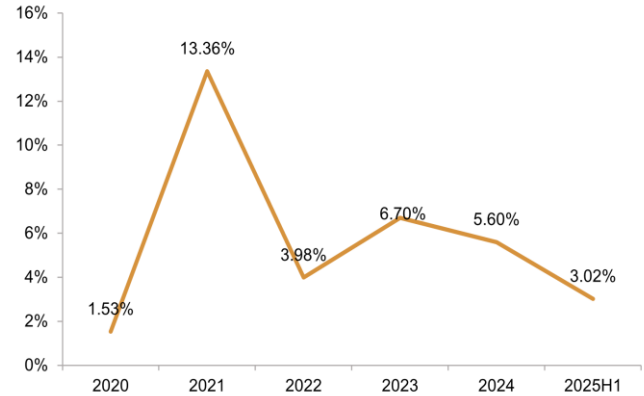
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 69：公司期间费用率


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 70：公司投入资本回报率


数据来源：iFinD，西南证券整理

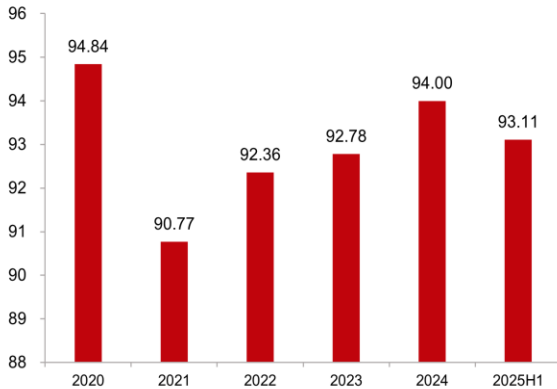
图 71：公司平均净资产收益率 ROE


数据来源：iFinD，西南证券整理

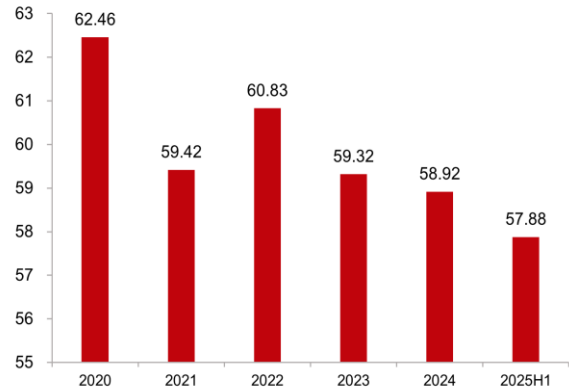
4.2 资本结构及偿债能力：以非流动资产为主，整体偿债能力保持在较好水平

公司主要资产由短期银行存款、现金及现金等价物、公路特许经营权形成的无形资产及对合营及联营企业投资构成。收费公路的行业特点决定了公司以非流动资产为主，近年来非流动占总资产的比重均在 90% 以上。公司在 2024 年收购平临高速后，无形资产经营权的规模有所上升，在 2024 年底非流动资产占总资产达 94%。截至 2025 年 H1 公司控股公路经营权净值人民币 311.5 亿元，较年初减少人民币 4.7 亿元，下跌 1.5%，主要为摊销的影响。

虽然公司近年来坚持发展战略积极收购优质路产，但公司旗下路产盈利能力良好并带来稳定的现金流入，利润积累使公司总权益规模同比增长，叠加债务规模有所减少，公司资产结构持续改善。截至 2025 年上半年，公司资产负债率从 2020 年的 62.46% 下降至 57.88%。

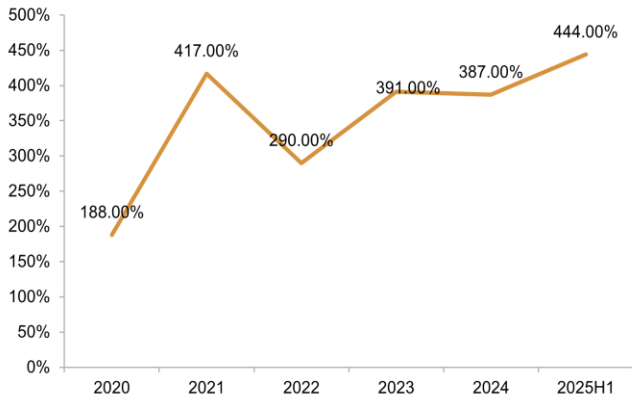
图 72: 公司非流动资产 / 总资产 (%)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

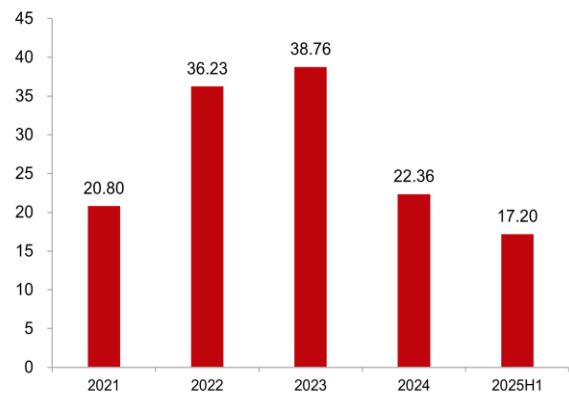
图 73: 公司资产负债率 (%)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

偿债能力方面, 虽然公司整体债务规模较大, 但由于公司能够发挥境内外、股权+债权融资能力优势多渠道筹集资金, 叠加近年资本市场宽松利率环境使公司综合融资成本下降, 2024 年公司新增融资成本低至 2.42% (加权平均), 因此公司的已获利息倍数从 2022 年的 2.9 倍增长至 2025 年上半年的超过 4.4 倍, EBIT 可完全覆盖利息。同时, 公司短期融资占比持续降低, 中长期融资占比不断提高, 进一步优化融资期限。

图 74: 公司已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 75: 公司短期债务占比 (%)


数据来源: iFinD, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于上述分析, 我们做出如下假设:

假设 1: 省内路产方面, 公司的省内路产主要是广州北二环高速, 受 2023 年底与广州北二环高速相连的路段从埔高速开通, 部分车辆行驶路径缩短影响, 2024 年, 广州北二环高速全年路费收入为人民币 10.4 亿元, 相比 2023 年下降 5.9%。我们预计随着广州北二环高速改扩建项目的逐步推进, 广州北二环高速的收入将会有所恢复, 2025/26/27 年预计收入同比+0.7%、+2%、+3%, 毛利率分别为 60.9%、61.0%、61.0%。

假设 2: 省外路产方面, 公司目前已并表的省外路产包括广西苍郁高速、湖南长株高速、河南尉许高速、河南兰尉高速、河南平临高速、湖北随岳南高速、湖北汉蔡高速、湖北汉鄂高速和湖北大广南高速, 其中, 公司于 2024 年 11 月才完成河南平临高速 55% 的股权收购, 因此 2025 年河南平临高速相比 2024 年的并表收入会有大幅提升, 同时, 湖北汉鄂高速的竞争路段武黄高速自 2024 年 5 月起封闭施工, 导致部分车辆尤其是货车绕行至湖北汉鄂高速, 因此, 湖北汉鄂高速在 2025 年的营收相比同期也将有明显提升, 公司其他省外路产预计在未来三年也将保持稳健增长, 因此我们预计公司省外路产 2025/26/27 年收入同比 +21.8%、+3.3%、+2.0%, 毛利率分别为 43.8%、43.1%、43.2%。

假设 3: 山东秦滨高速方面, 2024 年全年路费收入约为人民币 7.5 亿元, 相比 2023 年上升 33.6%, 我们预计秦滨高速可以在 2026 年顺利并表, 但是随着荣乌高速沧州段改扩建、G228 滨州段以及 S236 大修等项目施工完毕, 加之秦滨高速天津段大修和 G228 沧州段完工, 导致 2026 年通行费收入下降, 2027 年, 受长深高速改扩建等影响, 预计收入有所回升, 因此 2025/26/27 年收入同比 +20%、-35%、+10%, 毛利率分别为 50%、40%、42%。

假设 4: 其他收入方面, 2024 年全年其他收入约为人民币 8088.5 万元, 相比 2023 年下降 35.5%, 我们预计随着公司积极拓展辅业, 未来其他收入会有所上涨, 因此预计 2025/26/27 年收入同比 +10%、+15%、+20%, 毛利率分别为 80%、81%、82%。

另一方面, 考虑到天津津雄高速项目剩余的收费年限较短等多个因素, 公司于 2024 年 12 月 18 日以约人民币 1.9 亿元向天津高速公路集团有限公司完成 60% 股权转让, 因此公司的 2024 年收入中还包括天津津雄高速在 2024 年出售前约 8179 万元的路费收入。

表 13: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
省内路产	收入	1039.8	1047.3	1068.3	1100.3
	增速	-5.90%	0.7%	2.0%	3.0%
	成本	409.4	409.5	416.6	429.1
	毛利率	60.6%	60.9%	61.0%	61.0%
省外路产	收入	2664.6	3246.2	3352.0	3417.5
	增速	0.5%	21.8%	3.3%	2.0%
	成本	1540.8	1825.4	1908.3	1941.3
	毛利率	42.2%	43.8%	43.1%	43.2%
山东秦滨高速	收入	-	903.0	586.9	645.6
	增速	-	20.0%	-35.0%	10.0%
	成本	-	451.5	352.2	374.5
	毛利率	-	50.0%	40.0%	42.0%
其他收入	收入	80.9	89.0	102.3	122.8
	增速	-35.5%	10.0%	15.0%	20.0%
	成本	16.1	17.8	19.4	22.1
	毛利率	80.1%	80.0%	81.0%	82.0%
天津津雄高速	收入	81.8	-	-	-
	增速	-	-	-	-
	成本	57.9	-	-	-

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	29.90%	-	-	-
合计	收入	3867.1	4382.6	5109.5	5286.2
	增速	-2.5%	13.3%	16.6%	3.5%
	成本	2024.2	2252.7	2696.5	2767.0
	毛利率	47.7%	48.6%	47.2%	47.7%

数据来源：公司官网，西南证券

基于上述假设和测算：预计 2025/26/27 年公司分别实现营业收入 43.8 亿元、51.1 亿元、52.9 亿元，同比分别+13.3%、+16.6%、+3.5%。预计公司 2025/26/27 年归母净利润分别为 7.3 亿元、7.9 亿元、8.6 亿元，EPS 分别为 0.43 元、0.47 元、0.51 元。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无杠杆 β 系数为 0.8；
- 2) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 14：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	0.5%
无风险利率 R_f	5%
市场组合报酬率 R_m	25%
有效税率 T_x	25%
过渡期增长率	1%
β 系数	0.8
债务资本成本 K_d	2.84%
债务资本比重 W_d	53.02%
股权资本成本 K_e	21%
WACC	11.37%

数据来源：西南证券

表 15：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	29,846.67
股票价值	10,697.97
每股价值	6.39

数据来源：西南证券

表 16: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 WACC	0.38%	0.41%	0.45%	0.50%	0.55%	0.61%	0.67%
8.54%	11.40	11.47	11.54	11.62	11.72	11.82	11.94
9.40%	9.52	9.57	9.63	9.69	9.77	9.85	9.94
10.34%	7.82	7.86	7.91	7.96	8.02	8.08	8.15
11.37%	6.28	6.32	6.35	6.39	6.44	6.49	6.55
12.51%	4.90	4.92	4.95	4.98	5.02	5.06	5.10
13.76%	3.64	3.66	3.69	3.71	3.74	3.77	3.81
15.13%	2.51	2.53	2.55	2.57	2.59	2.61	2.64

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 6.39 元。但是事实上, 我国高速公路公司不拥有高速公路的所有权, 而是拥有 25 年左右的收费权, 收费期限到期后则路产价值基本可视为归零, 因此与绝对估值法中的永续经营假设会形成一定偏差, 加之行业公司的经营模式和期限与本公司具有相似性和可比性, 因此本次报告我们选择相对估值法。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与越秀交通基建 (1052.HK) 业务最为相近的三家公司, 2024 年三家公司的平均 PB (MRQ) 约为 1.1 倍。我们判断公司未来将受益于两大看点: 1) 广州北二环高速, 广州北二环高速改扩建项目是公司近年来投资规模最大的战略性工程项目, 改扩建有助于巩固和加厚公司这一最重要的创收资产, 助力持续经营。截至 2025 年 6 月底, 土地征收、拆迁及工程建筑安装方面均有序推进。我们判断公司将顺利推进剩余土地征收、拆迁及现场工程建设; 2) 公司在 2025 年 12 月 3 日发布公告, 准备以 11.535 亿元与越秀集团订立秦滨高速项目 85% 的股权转让协议, 将山东秦滨高速注入公司, 秦滨高速是环渤海快捷通道, 总里程 60.7 公里, 批复收费年限 25 年, 12 月 31 日该收购已获股东特别大会投票通过, 秦滨高速是公司未来三年业绩大幅提升的关键节点, 也是公司未来成长性的最大的看点。

结合行业及公司的自身属性, 我们选用 PB 对公司进行相对估值, 通过对标公司的估值和业务布局, 我们给予公司 2026 年 0.7 倍 PB, 对应目标价 5.21 元, 按照 2025 年 12 月, 人民币: 港元的汇率约为 1: 1.1 来计算, 为 5.73 港元。我们看好公司成为国内领先的交通基建资产管理公司, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 17: 可比上市公司估值

证券代码	可比公司	股价 (港元)	每股净资产 (港元)				PB (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
576.HK	浙江沪杭甬	6.97	8.54	9.14	9.74	10.41	0.8	0.8	0.7	0.7
995.HK	安徽皖通高速公路	13.00	8.96	9.57	10.08	10.46	1.5	1.4	1.3	1.2
177.HK	江苏宁沪高速公路	9.14	8.52	9.07	9.54	10.18	1.1	1.0	1.0	0.9
平均值							1.1	1.0	1.0	0.9
1052.HK	越秀交通基建	4.10	7.08	7.25	7.44	7.65	0.6	0.6	0.6	0.5

数据来源: iFinD, 西南证券整理 (越秀交通基建货币单位为元)

6 风险提示

1) 行业政策风险。未来收费公路管理条例的修订或将进一步深化收费公路制度改革，为降低物流成本，国家部委印发《全面推广高速公路差异化收费实施方案》，进一步推动高速公路货车费率标准差异化，部分地方政府出台货车通行费优惠政策，调减货车收费费率。随着行业规范化管理进一步加强，道路通行要求和养护标准不断提升，未来或对公司的经营管理、收入及成本产生一定的压力和风险。

2) 平行公路竞争风险。公司在管高速公路相关路网变化，在建或拟建平行公路或可替代线路开通后或平行路段不再收费后都可能对公司在管高速公路造成一定分流。若公司未能采取积极措施应对，可能对公司在管高速公路车流造成影响，影响公司路费收入。

3) 投资决策风险。公司通过与其他高速公路经营主体联营或合营的方式，参股投资了多个项目，公司利润总额中有相当一部分来自投资收益。根据公司的发展战略，未来将继续收购新项目，能否选择优质的项目，做出科学的投资决策对公司未来发展影响深远。

4) 自然灾害风险。自然灾害如山体滑坡，边坡滑塌、泥石流等可能会对公司旗下路产造成破坏，例如洪水可能冲毁路面、损坏桥梁支撑结构，不仅增加公司的运营和维护成本，还需要额外的时间和资源来恢复正常运营，从而影响车流量，导致路费收入下降。

5) 并表存在不确定性以及进度不及预期。收购秦滨高速已获公司股东特别大会通过，目前山东省交通厅审批在正常推进中，若审批不通过则会影响公司 2026-2027 年盈利预测。

附表：财务预测与估值（百万元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1978.43	3497.00	6006.83	7817.81	营业额	3867.12	4382.56	5109.54	5286.22
应收账款	187.51	168.96	196.98	203.80	销售成本	2024.24	2252.70	2696.54	2766.99
其他应收款项	0.83	19.60	22.85	23.65	财务费用	451.44	546.57	505.56	498.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1196.23	1422.28	1589.51	1693.07
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	101.38	24.82	17.30	47.83
流动资产总计	2251.01	3824.73	6388.92	8213.12	税前利润	1297.61	1447.10	1606.81	1740.90
固定资产	53.39	45.03	36.66	28.30	所得税	333.25	345.46	404.80	438.45
无形资产	31667.82	30401.11	29134.40	27867.69	税后利润	964.36	1101.64	1202.01	1302.45
其他非流动资产	1522.68	1518.14	1513.59	1509.05	非控制股东利润	307.58	375.48	409.69	443.92
非流动资产合计	35255.78	34078.10	32829.06	31583.08	母公司股东利润	656.78	726.16	792.32	858.53
资产总计	37506.79	37902.84	39217.99	39796.20	EBITDA	3295.00	3273.29	3392.00	3518.52
应付账款	1925.08	3635.62	3994.99	3732.15	NOPLAT	1227.71	1489.40	1564.88	1637.01
其他流动负债	1310.49	1357.45	1586.61	1640.33	EPS(元)	0.39	0.43	0.47	0.51
流动负债合计	5262.97	4993.07	5581.60	5372.49					
其他非流动负债	3274.21	3274.21	3274.21	3274.21	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	16837.69	16837.69	16837.69	16837.69	成长能力				
负债合计	22100.65	21830.76	22419.29	22210.17	营收额增长率	-2.51%	13.33%	16.59%	3.46%
股本	147.32	147.32	147.32	147.32	EBIT 增长率	-15.96%	13.99%	5.95%	5.99%
母公司股东权益	11848.31	12138.77	12455.70	12799.11	盈利能力				
非控制股东权益	3557.83	3933.31	4342.99	4786.91	毛利率	47.66%	48.60%	47.23%	47.66%
权益合计	15406.14	16072.08	16798.70	17586.03	净利率	24.94%	25.14%	23.52%	24.64%
负债和权益合计	37506.79	37902.84	39217.99	39796.20	ROE	5.54%	5.98%	6.36%	6.71%
					ROA	1.75%	1.92%	2.02%	2.16%
					ROIC	4.62%	5.07%	5.89%	6.58%
					估值倍数				
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	P/E	10.49	9.48	8.69	8.02
税后经营利润	812.46	981.25	1158.57	1233.26	P/S	1.78	1.57	1.35	1.30
折旧与摊销	1545.95	1279.62	1279.62	1279.62	P/B	0.58	0.57	0.55	0.54
财务费用	451.44	546.57	505.56	498.00	股息率	0.12	0.06	0.07	0.07
其他经营资金	-151.46	1702.34	534.17	-222.33	EV/EBIT	10.38	7.55	6.16	5.21
经营性现金净流量	2658.39	4509.79	3477.92	2788.55	EV/EBITDA	5.51	4.60	3.84	3.32
投资性现金净流量	-1301.10	18.44	12.86	35.55	EV/NOPLAT	14.79	10.10	8.32	7.13
筹资性现金净流量	-1759.69	-3009.66	-980.96	-1013.12					
现金流量净额	-402.40	1518.57	2509.83	1810.98					

数据来源：iFinD, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
