

| 证券研究报告 |

内蕴生机叠加外部催化，高速公路迎来价值重估

高速公路行业专题报告

2025.01.23

杜冲 (分析师)

S0740522040001

duchong@zts.com.cn

邵美玲 (分析师)

S0740524110001

shaoml@zts.com.cn

内蕴生机叠加外部催化，高速公路迎来价值重估

投资要点：

内蕴生机：收费公路管理条例优化在即，高速公路板块或迎估值提升。现行的《收费公路管理条例》于2004年公布，经过多年发展，目前其制度设计已不适应保障公路可持续发展的需要。2024年12月，《中共中央办公厅、国务院办公厅关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》中明确提出“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”。收费公路管理条例（修订）出台步伐有望加快，若后续在收费期限和收费标准等方面的规定上有所优化调整，高速公路上市公司有望迎来价值重估。

外部催化：低利率预期叠加市值管理深化，绝对收益配置价值仍强。1) 在低利率弱情绪市场环境中，高速公路板块防御属性凸显。根据Wind统计，截至2025年1月23日收盘，多数高速公路上市公司股息率（TTM）仍高于10年期及30年期国债收益率，在长端利率下行预期下，仍然具备较强的配置价值。2) 市值管理政策持续落地，高速公路板块内优质央国企的投资价值有望进一步提升。3) 政策鼓励中长期资金入市，高速公路作为核心红利资产有望受到青睐。

投资建议：择优布局，未来可期。高速公路上市公司的盈利模式较为稳健，收费政策优化有望加速推进，强现金支持高分红，板块防御属性凸显，在长端利率下行预期下具备较强的配置价值。另外，随着央国企市值管理的深入推进，优质低估值标的有望迎来价值重估。红利资产配置视角下：建议关注主业经营稳健，股息率仍具备吸引力的**山东高速、皖通高速、粤高速A、宁沪高速、招商公路、四川成渝、深高速**；市值管理深化视角下：建议关注当前估值较低，后续有望迎来**PB修复的赣粤高速、楚天高速、中原高速、福建高速**。

风险提示：宏观经济下行、行业政策调整、多元化经营、其他交通方式竞争、数据测算误差、第三方数据可信性、使用信息数据更新不及时风险

目录

CONTENTS

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01. 盈利框架

02. 内蕴生机

03. 外部催化

04. 投资建议

05. 风险提示



1

盈利框架

领先

1.1 高速公路：行业进入成熟期，投资建设节奏放缓

历经起步期和高速增长期后，高速公路行业已逐步进入成熟期。

- 自2016年起高速公路里程年同比增速稳定在个位数，截至2023年底，我国高速公路通车里程达18.36万公里，同比增长约3.6%。
- 从各省份/自治区高速公路“十四五”建设计划完成进度来看，截至2023年底，云南、广西等部分西部地区省份建设任务相对较重。整体来看，目前东部地区路网相对完善，预计未来高速公路建设任务重心将向中西部地区转移。2024年1-11月，公路建设固定资产投资累计值为2.36万亿元，同比下降约10.8%。

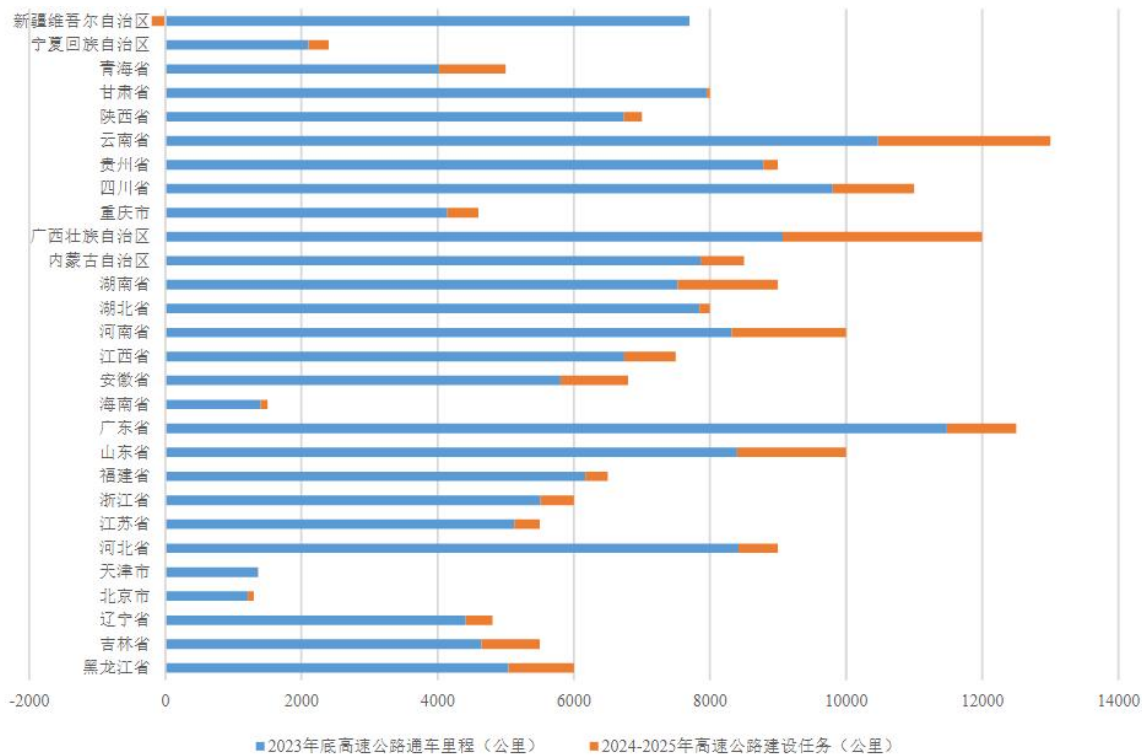
图表：2023年全国高速公路里程同比增长约3.6%



图表：2024年1-11月公路建设固定资产投资同比下降约10.8%



图表：中国各省高速公路2023年底通车里程及未来两年建设任务



注：新疆已提前完成2025年规划目标；上图中甘肃高速公路通车里程及未来建设任务均包含一级公路数据。

1.1 高速公路：行业集中度较高，区域性特征较强

我国高速公路行业市场集中度较高，龙头企业具有较强的区域专营优势。

▶ 高速公路建设具有投资规模大、回收周期长等特点以及公共产品属性，行业进入壁垒较高。目前收费公路运营管理主体主要是各省的高速公路管理单位、交通投资集团，一般以投资、运营本省收费公路为主，除山东高速集团外，各省交通投资集团在其它省份投资较少；全国布局的收费公路投资经营企业中，除招商公路和越秀交通外，大多是以建设施工为主业的企业。

图表：不同区域高速公路运营主体概览

区域	运营主体	路产情况
江苏省	江苏交通控股有限公司	截至2023年末，江苏交通控股有限公司运营和管理的高速公路里程达4556公里，占同期末江苏省高速公路通车总里程89%。
山东省	山东高速集团有限公司	截至2024年3月末，山东高速集团有限公司所辖通车运营路产104条，均为经营性收费高速公路，收费里程合计8072.15公里，其中省内路产收费里程占全省高速公路收费里程比重超80%。除山东省外，公司道路资产还分布于云南、湖南、湖北、山西等地。
安徽省	安徽省交通控股集团有限公司	截至2023年末，安徽省交通控股集团有限公司全资及控股的营运路产达到75条，全部为经营性收费公路，运营总里程约5087.65公里，约占安徽省已通车里程的92%左右；同期末，公司参股路产2条，参股路产建设总里程约122.00公里。
广东省	广东省交通集团有限公司	截至2023年末，广东省交通集团有限公司经营管理的高速公路（含参股项目）里程8213.42公里，占同期末广东省高速公路通车总里程72%；公司并表路段里程数为5831.14公里，占同期末广东省高速公路通车总里程51%。
四川省	蜀道投资集团有限责任公司	截至2023年末，蜀道投资集团有限责任公司（由原四川交投和四川铁投合并重组设立）已通车高速公路共75条（含参股的成绵高速91.94公里），通车里程达7241.07公里，占四川省高速公路通车里程的70%以上。
江西省	江西省交通投资集团有限责任公司	截至2024年3月末，江西省交通投资集团有限责任公司已通车收费公路54条，其中收费还贷/还债公路20条，经营性高速34条；高速公路运营总里程为5787公里，占2023年末江西省高速公路已通车总里程的85.84%。
福建省	福建省高速公路集团有限公司	截至2023年末，福建省高速公路集团有限公司已经建成并投入运营的控股、参股高速公路77条，通车总里程达5220.30公里，收费里程5138.10公里，其中控股66条，通车总里程为4564.36公里，收费里程为4459.07公里，国高网在福建省内路段占比约为89%。
河南省	河南交通投资集团有限公司	截至2023年末，河南交通投资集团有限公司管理的路产110条，总里程达6362.70公里，占河南省省内高速公路通车里程的比重为76.47%。
山西省	山西交通控股集团有限公司	截至2023年末，山西交通控股集团有限公司旗下控股已通车高速公路共计80条，收费里程合计5635.12公里，占山西省高速公路通车里程的91.07%；其中政府还贷性公路共计60条，收费里程合计4383.54公里；经营性公路共计20条，收费里程合计1258.58公里。
湖北省	湖北交通投资集团有限公司	截至2024年3月末，湖北交通投资集团有限公司全资及控股路产共88条，其中，经营性高速公路58条、政府收费还贷性高速公路30条；全资路产73条，控股路产15条，通车里程（不含参股路产）合计6159.17公里，占2023年末湖北省高速公路里程的78%。
湖南省	湖南省高速公路集团有限公司	截至2024年3月末，湖南省高速公路集团有限公司已建成投入运营的控股高速公路里程5881.89公里，占2023年末全省高速公路通车里程的78.11%。其中，政府还贷高速公路4943.85公里，经营性高速公路938.04公里。
广西省	广西交通投资集团有限公司	截至2024年3月末，广西交通投资集团有限公司运营收费公路总里程5501.20公里（含试运营路段），约占广西高速公路收费总里程的60%。其中，经营性公路50条，收费还贷公路4条。
吉林省	吉林省高速公路集团有限公司	截至2024年3月末，吉林省高速公路集团有限公司控股高速路产总里程4217公里，占吉林省高速公路通车总里程的90.81%。

来源：各公司信用评级报告、跟踪评级报告、募集说明书；中泰证券研究所

1.1 高速公路：上市公司多为地方国企，拥有优质路段

高速公路上市公司通常具有地方国资背景，重资产属性较为显著。

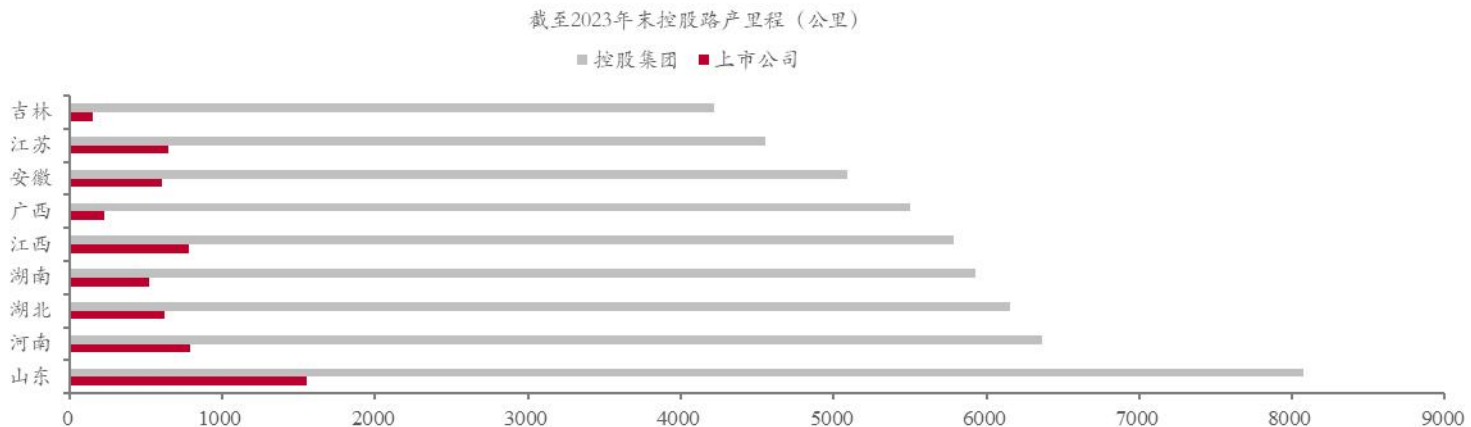
- ▶ 高速公路上市公司一般由国资委等政府部门实际控制；控股股东大部分为省属大型企业，多数股东与控股上市公司间具有“大集团、小公司”的特点。
- ▶ 高速公路上市公司拥有的路段一般较为优质，区位优势显著，运营效率相对较高。例如，皖通高速拥有路段均为穿越安徽地区的过境国道主干线，2023年皖通高速所辖路产单公里通行费收入约664万元，同期安徽交控集团所辖路产单公里通行费收入约482万元。

图表：高速公路上市公司股权结构概览

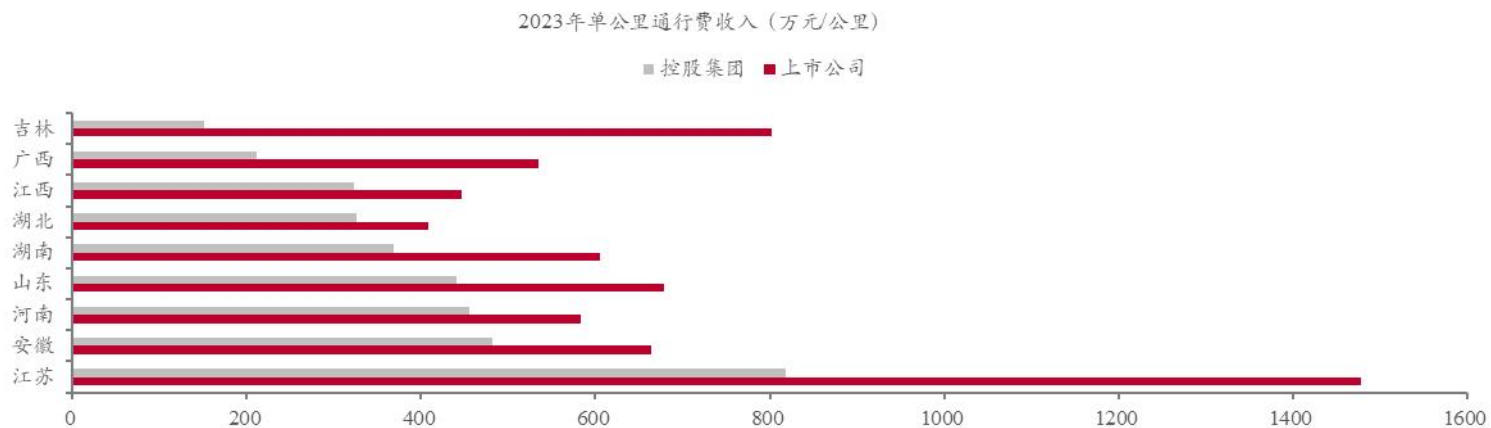
证券代码	证券简称	公司属性	实际控制人	第一大股东	第一大股东持股比例	非流动资产/总资产
		2024/9/30	2024/9/30	2024/9/30	2024/9/30	2024/9/30
001965.SZ	招商公路	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会	招商局集团有限公司	62.19%	91.97%
600377.SH	宁沪高速	地方国有企业	江苏省政府国有资产监督管理委员会	江苏交通控股有限公司	54.44%	88.71%
600350.SH	山东高速	地方国有企业	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	山东高速集团有限公司	70.31%	83.69%
600012.SH	皖通高速	地方国有企业	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	安徽省交通控股集团有限公司	31.63%	79.12%
000429.SZ	粤高速A	地方国有企业	广东省人民政府国有资产监督管理委员会	广东省交通集团有限公司	24.56%	78.74%
600548.SH	深高速	地方国有企业	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	香港中央结算(代理人)有限公司	33.46%	87.99%
601107.SH	四川成渝	地方国有企业	四川省人民政府国有资产监督管理委员会	四川省交通投资集团有限责任公司	39.86%	93.45%
600269.SH	赣粤高速	地方国有企业	江西省交通运输厅	江西省交通投资集团有限责任公司	47.52%	77.36%
000828.SZ	东莞控股	地方国有企业	东莞市人民政府国有资产监督管理委员会	东莞市交通投资集团有限公司	41.81%	57.85%
600033.SH	福建高速	地方国有企业	福建省人民政府国有资产监督管理委员会	福建省高速公路集团有限公司	36.16%	83.29%
600020.SH	中原高速	地方国有企业	河南省人民政府	河南交通投资集团有限公司	45.09%	86.90%
000755.SZ	山西高速	地方国有企业	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	山西省高速公路集团有限责任公司	58.42%	91.39%
600035.SH	楚天高速	地方国有企业	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会	湖北交通投资集团有限公司	37.64%	93.17%
000900.SZ	现代投资	地方国有企业	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	湖南省高速公路集团有限公司	27.19%	84.36%
600368.SH	五洲交通	地方国有企业	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	广西交通投资集团有限公司	36.45%	81.43%
601518.SH	吉林高速	地方国有企业	吉林省人民政府国有资产监督管理委员会	吉林省高速公路集团有限公司	54.35%	64.67%
601188.SH	龙江交通	地方国有企业	黑龙江省人民政府国有资产监督管理委员会	黑龙江省高速公路集团有限公司	33.47%	58.44%
000548.SZ	湖南投资	地方国有企业	长沙市人民政府国有资产监督管理委员会	长沙环路建设开发集团有限公司	32.31%	40.77%
600106.SH	重庆路桥	公众企业	-	重庆国际信托股份有限公司	14.96%	71.62%

1.1 高速公路：上市公司多为地方国企，拥有优质路段

图表：控股集团与上市公司路产里程对比



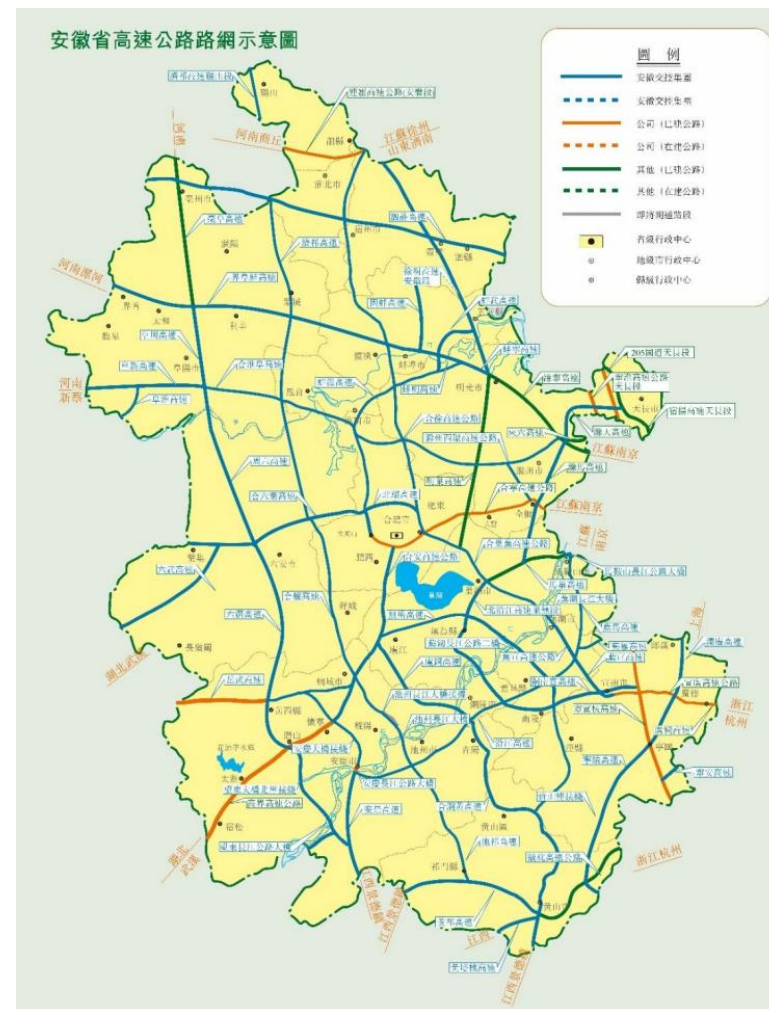
图表：控股集团与上市公司路产效率对比



注：以上各地控股集团分别指吉林省高速公路集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、江西省交通投资集团有限责任公司、湖北交通投资集团有限公司、湖南省高速公路集团有限公司、山东高速集团有限公司、河南交通投资集团有限公司、安徽省交通控股集团有限公司、江苏交通控股有限公司；相应的上市公司分别指吉林高速、五洲交通、赣粤高速、楚天高速、现代投资、山东高速、中原高速、皖通高速、宁沪高速。

来源：各控股集团信用评级报告、跟踪评级报告；各上市公司公告、信用评级报告、跟踪评级报告；中泰证券研究所

图表：安徽省高速公路路网示意图

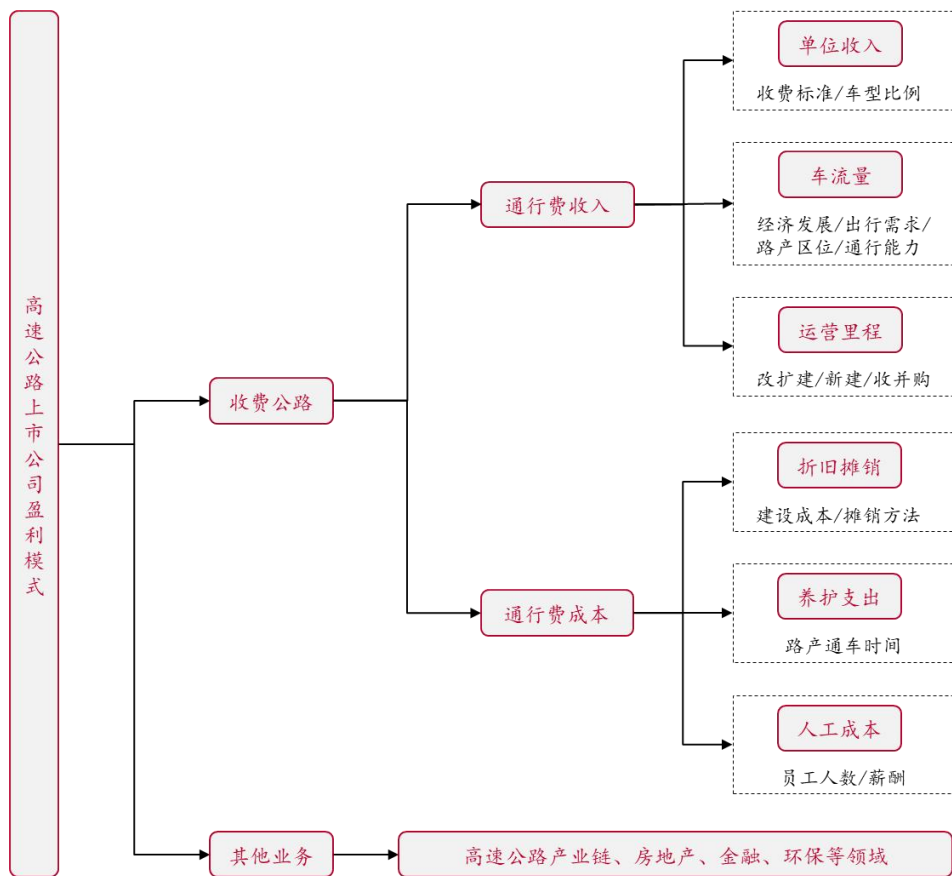


注：橙色线条为皖通高速拥有的线路，上图信息截至2023年末。

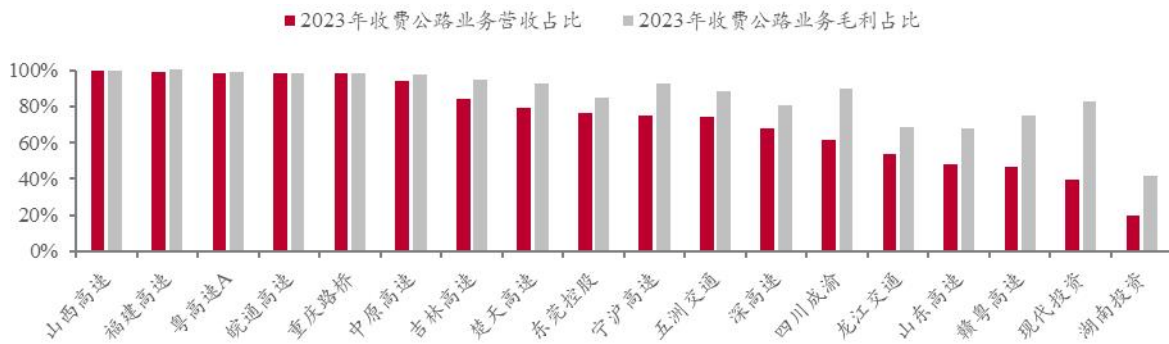
1.2 盈利模式：收费公路业务为主，多元化布局为辅

高速公路上市公司主要从事收费公路业务，通过投资建设及收购等方式获取经营性公路资产，为过往车辆提供通行服务，按照收费标准收取车辆通行费，并对运营公路进行养护维修和安全维护。此外，部分高速公路上市公司还会在高速公路产业链、房地产、金融、环保等领域进行布局，不同公司辅业的营收占比及业绩表现有所差异，部分辅业周期性较强，可能会加大公司的盈利波动性。

图表：高速公路上市公司盈利模式

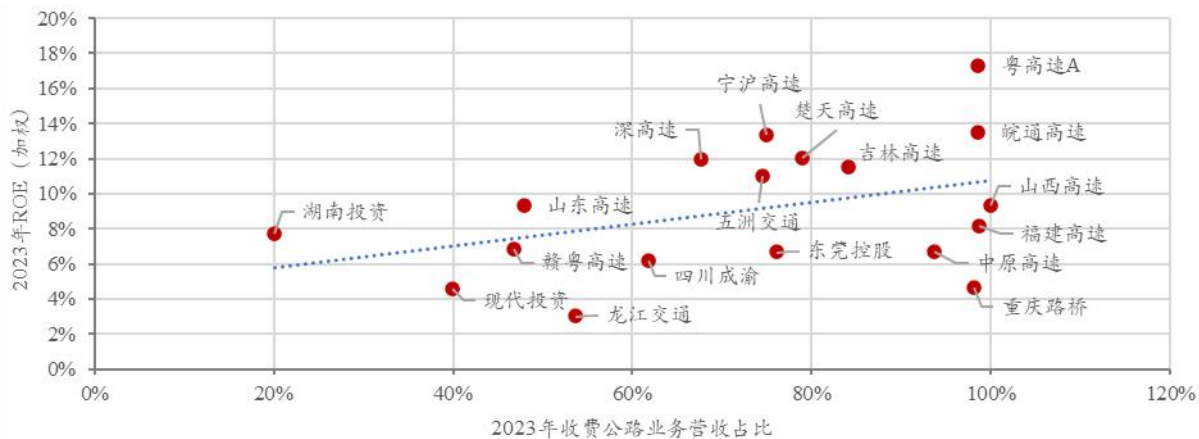


图表：高速公路上市公司收费公路业务营收及毛利占比情况



注：计算收费公路业务占比时不考虑建造服务收入/成本，下同。

图表：高速公路上市公司ROE水平与收费公路业务营收占比情况



1.2 通行费收入：运营里程及效率决定规模，经济发展构建增长引擎

收费公路业务的收入主要为车辆通行费，受路产收费能力以及运营里程等因素影响。

目前收费标准的制定或调整主要取决于国家相关政策及政府部门的审批，高速公路运营企业自主权较小，因此车流量的情况在很大程度上决定了路产的收费能力。其中，客车流量增长驱动来自车辆保有量及出行频次，对经济周期敏感度较低；货车流量增长驱动来自社会物流总额及单车装载率，会受到一定程度经济周期影响。此外，不同路产的车流量还会受到自身改扩建、相连或平行道路改扩建、周边竞争性或协同性路网变化等因素的影响。整体来看，位于经济发达地区、区域交通要道的高速公路车流量相对较高。

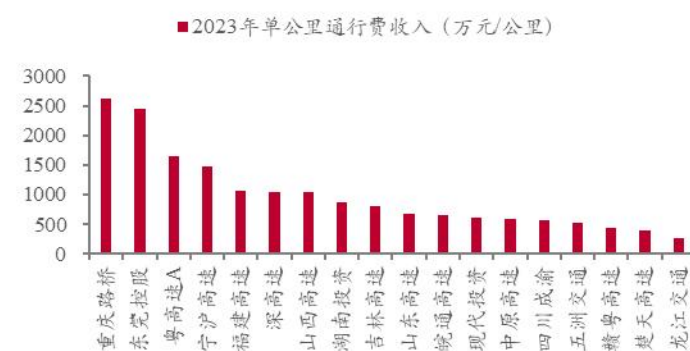
图表：高速公路上市公司通行费收入情况



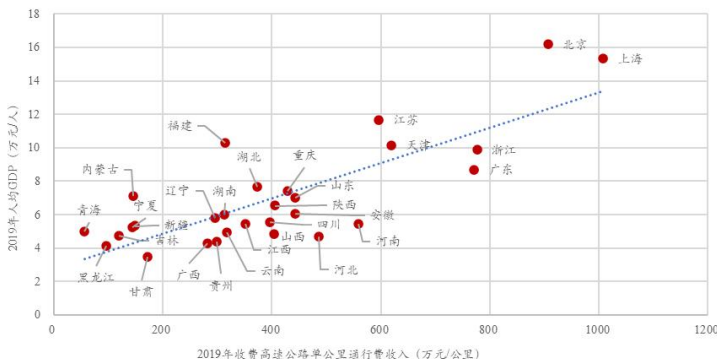
图表：高速公路上市公司控股路产运营里程情况



图表：高速公路上市公司控股路产运营效率情况



图表：不同区域经济发展情况与路产运营效率



注：图中上海2019年单公里通行费收入数据缺失，用2018年数据替代。

图表：不同区域客货车流量情况



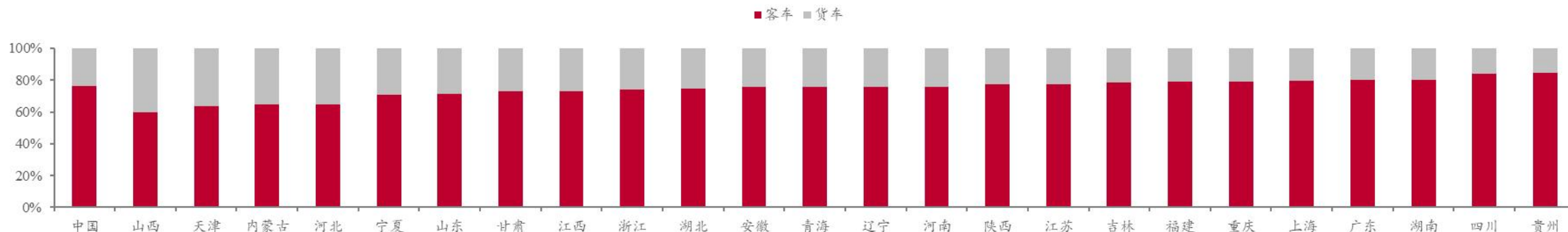
图表：深高速收费公路项目车流量情况



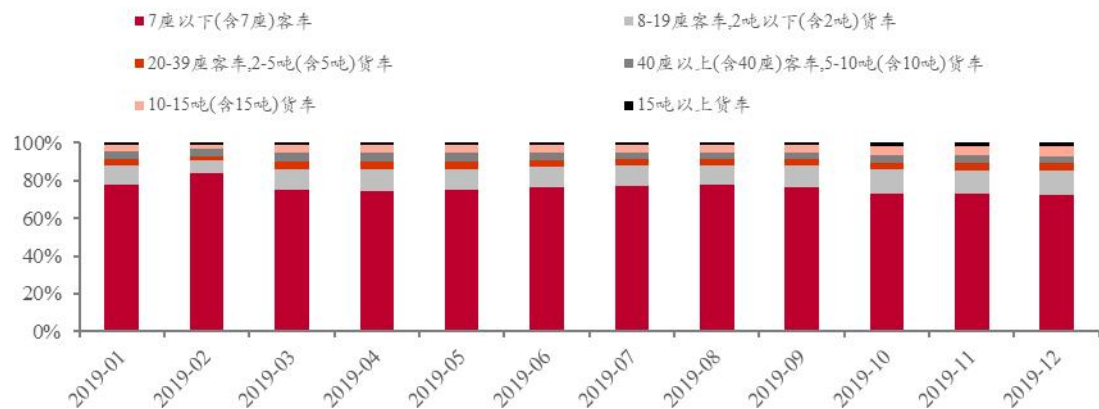
1.2 通行费收入：运营里程及效率决定规模，经济发展构建增长引擎

► 通行车辆结构影响通行费收入和车流量变化的同步情况。根据2019年数据，全国高速公路客车流量约占总车流量的76%，货车流量约占总车流量的24%；而具体各区域受市场环境等因素影响，客货车流量占比有所差异。2024年H1，宁沪高速核心路产沪宁高速日均通行费收入同比下降约4.9%；同期，日均车流量同比增长2.2%，其中日均客车流量同比增长2.8%，日均货车流量同比下降0.8%。

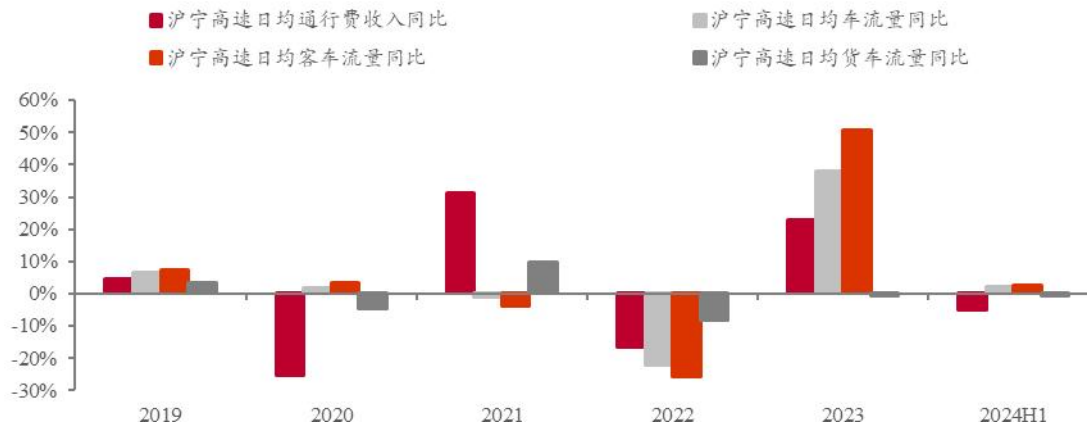
图表：2019年全国及各区域高速公路车流量结构



图表：2019年沪宁高速通行车辆结构



图表：2019-2024H1沪宁高速通行费及车流量同比



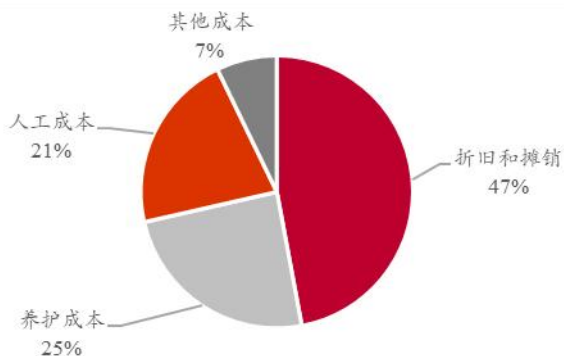
来源：Wind、中泰证券研究所

1.2 通行费成本：固定成本占比较高，主要为折旧摊销

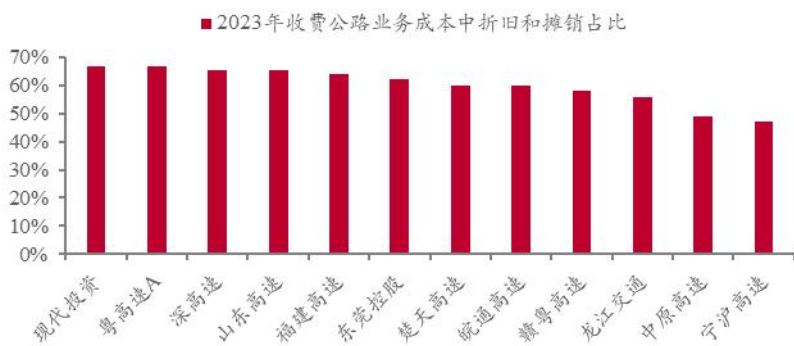
高速公路上市公司收费公路业务的成本主要为折旧摊销、养护支出和人工成本。

➤ **折旧摊销：**占收费公路业务成本的50%左右，主要为收费公路特许经营权摊销。目前大多数高速公路上市公司采用车流量法摊销，通常情况下，每条路产每年的摊销金额随车流量变化与通行费收入变化趋势相同，毛利率较为稳定；少数高速公路上市公司采用年限平均法摊销，每条路产每年的摊销金额较为稳定，毛利率随车流量变化与通行费收入变化趋势相同，运营初期车流量爬坡时毛利率较低。

图表：2023年宁沪高速收费公路业务营业成本结构



图表：2023年高速公路上市公司收费公路业务营业成本中折旧摊销成本占比



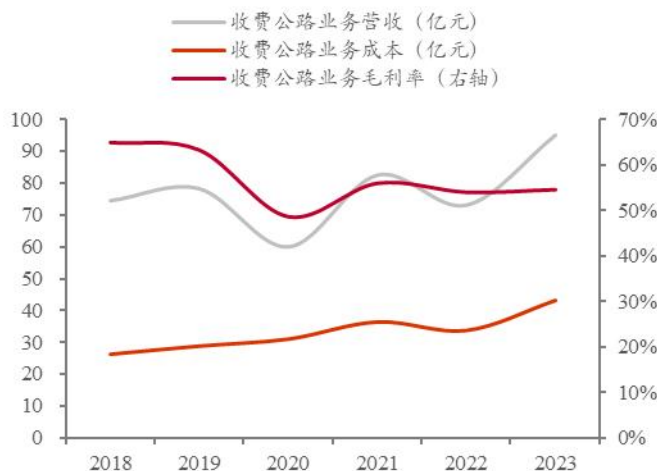
来源：各上市公司公告、Wind、中泰证券研究所

图表：高速公路上市公司收费公路特许经营权摊销方法

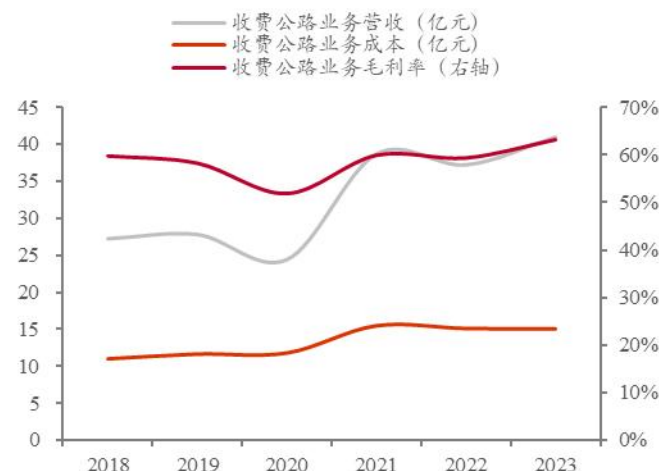
收费公路特许经营权摊销方法	高速公路上市公司
车流量法	宁沪高速、山东高速、粤高速A、深高速、四川成渝、赣粤高速、福建高速、中原高速、山西高速、楚天高速、现代投资、五洲交通、吉林高速、龙江交通
年限平均法	皖通高速、湖南投资、东莞控股

注：1、各公司情况截至2023年年报。2、山东高速，2015年7月1日以前，收费公路特许经营权的摊销方法为年限平均法；自2015年7月1日起，将收费公路特许经营权的摊销方法由原来的年限平均法变更为车流量法。

图表：2018-2023年宁沪高速收费公路业务经营情况



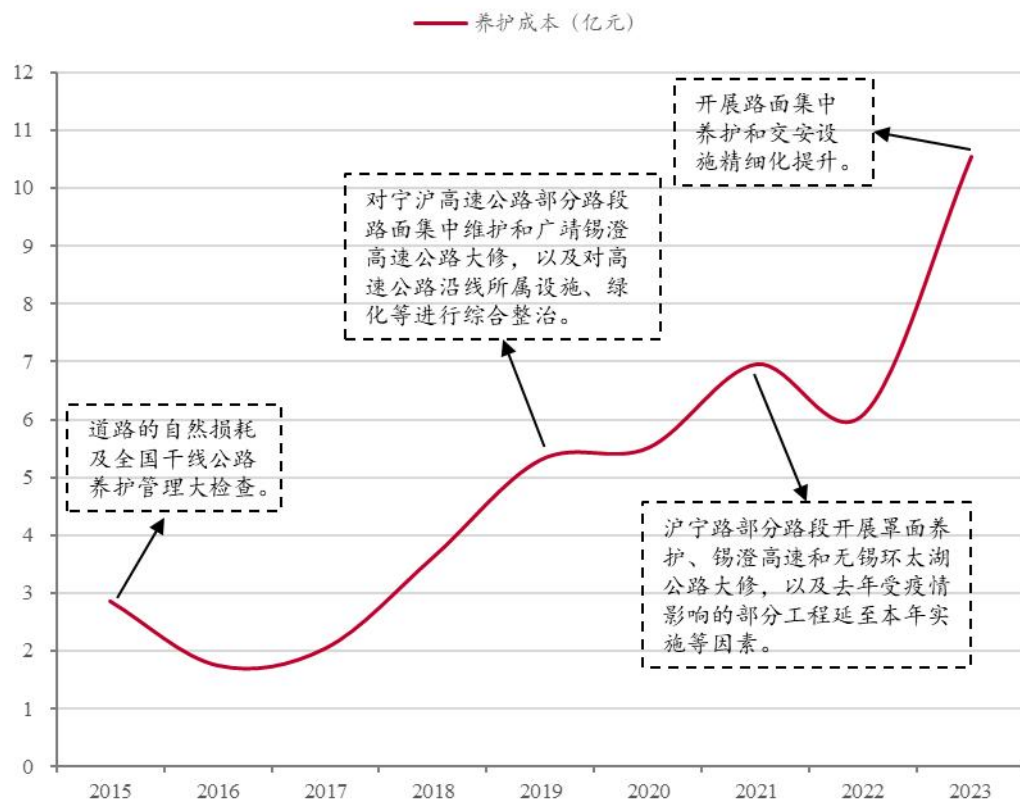
图表：2018-2023年皖通高速收费公路业务经营情况



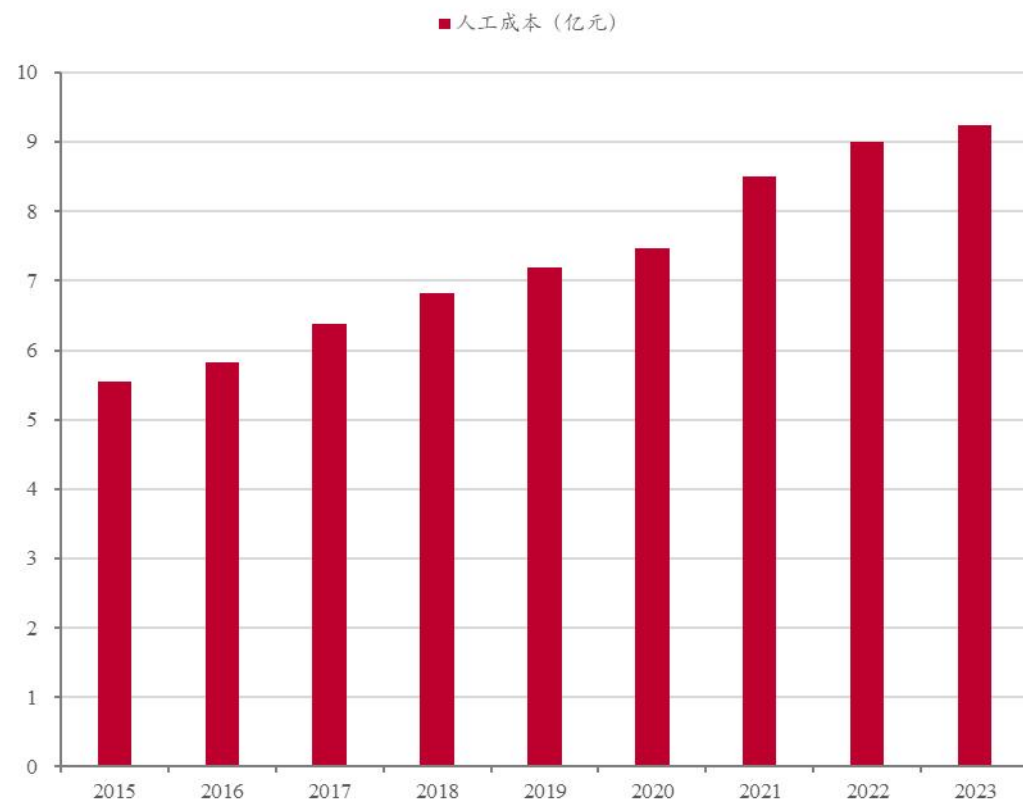
1.2 通行费成本：固定成本占比较高，主要为折旧摊销

- **养护成本：**高速公路建成通车后，需要定期对道路进行日常养护，以保证良好的通行环境；运营一定期限后，为保证路面的通行质量，需要进行大修或技术改造，从而导致养护成本增加，进而影响经营业绩。
- **人工成本：**主要跟员工数量、薪酬水平等因素相关，随着收费公路业务的发展有上涨压力。

图表：2015-2023年宁沪高速收费公路业务养护成本变化



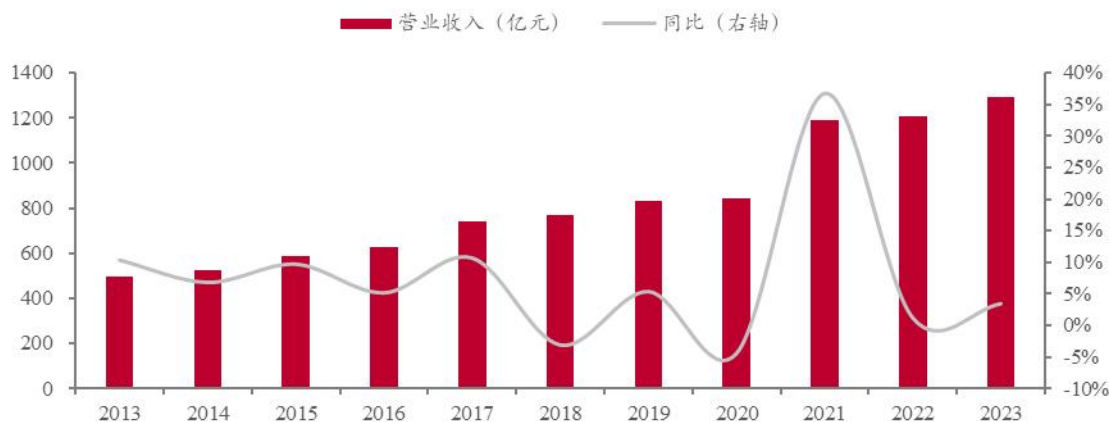
图表：2015-2023年宁沪高速收费公路业务人工成本变化



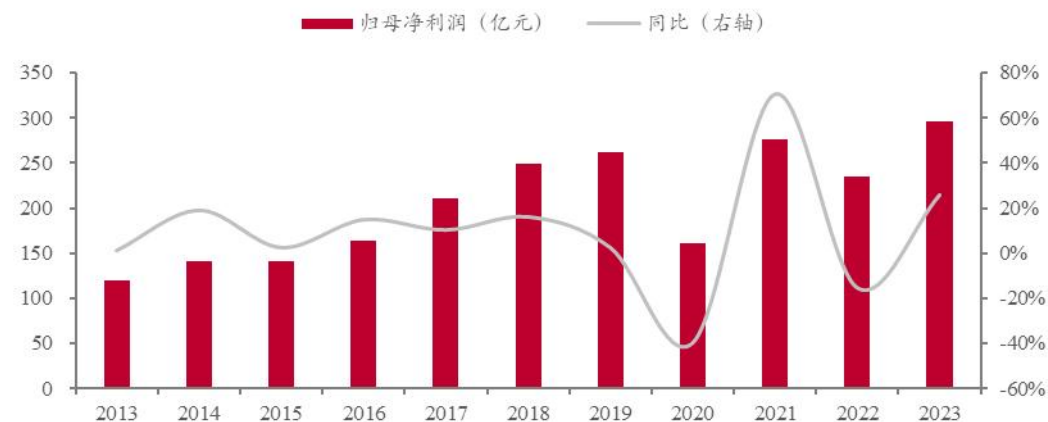
1.3 经营表现：板块业绩较为稳健，龙头盈利能力较强

受益于成熟优质的盈利模式，高速公路板块整体的业绩表现较为稳健，除非遇到政策性减免或不可抗力事件影响；上市公司可以通过“内生增长+外延并购”的发展模式不断增强自身路产活力，拥有优质路产的企业盈利能力较强。2013-2019年，SW高速公路板块归母净利润保持增长趋势，ROE（加权）在10%左右；2020-2023年，受疫情等因素影响SW高速公路板块经营业绩有所波动。

图表：2013-2023年SW高速公路板块营业收入及同比



图表：2013-2023年SW高速公路板块归母净利润及同比



图表：2013-2023年SW高速公路板块销售毛利率及净利率



图表：2013-2023年SW高速公路板块净资产收益率（加权）



1.3 经营表现：板块业绩较为稳健，龙头盈利能力较强

图表：SW高速公路板块上市公司杜邦分析

证券代码	公司简称	归母净利率 (%)			资产周转率 (次)			权益乘数			净资产收益率ROE (平均) (%)		
		2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
000429.SZ	粤高速A	32.16	30.64	33.49	0.27	0.21	0.23	2.28	2.17	2.20	20.10	14.14	17.27
600012.SH	皖通高速	38.62	27.75	25.03	0.22	0.25	0.31	1.60	1.77	1.75	13.36	12.40	13.51
600377.SH	宁沪高速	30.30	28.09	29.05	0.21	0.18	0.19	2.20	2.35	2.38	14.30	11.98	13.39
600035.SH	楚天高速	22.68	24.77	29.48	0.20	0.16	0.17	2.50	2.46	2.40	11.08	9.98	12.02
601518.SH	吉林高速	25.03	26.98	37.76	0.19	0.23	0.23	1.69	1.48	1.33	8.10	9.17	11.52
600368.SH	五洲交通	38.33	34.50	40.45	0.18	0.17	0.17	1.98	1.76	1.60	13.85	10.55	11.00
001965.SZ	招商公路	57.65	58.58	69.53	0.09	0.08	0.07	1.70	1.79	2.17	8.78	8.18	10.78
600548.SH	深高速	23.97	21.49	25.04	0.19	0.14	0.14	2.43	2.82	3.13	10.93	8.76	10.65
000755.SZ	山西高速	24.44	27.13	26.80	0.15	0.12	0.13	4.10	3.03	2.68	15.42	10.13	9.67
600033.SH	福建高速	27.85	31.46	29.59	0.18	0.16	0.18	1.62	1.57	1.52	8.15	7.91	8.23
600350.SH	山东高速	18.84	15.45	12.42	0.15	0.14	0.18	3.19	3.42	3.55	8.89	7.43	8.11
000548.SZ	湖南投资	12.10	8.42	11.90	0.17	0.14	0.39	1.39	1.66	1.65	2.86	1.89	7.70
601107.SH	四川成渝	20.54	7.69	10.19	0.22	0.24	0.24	2.47	2.30	2.92	11.36	4.33	7.09
600269.SH	赣粤高速	13.88	10.30	15.71	0.18	0.19	0.21	2.19	2.10	2.04	5.54	4.20	6.83
000828.SZ	东莞控股	17.47	20.20	14.01	0.35	0.19	0.17	1.88	2.26	2.60	11.43	8.70	6.21
600020.SH	中原高速	13.26	1.90	14.53	0.12	0.15	0.11	3.89	3.87	3.65	6.14	1.13	6.06
600106.SH	重庆路桥	155.20	167.24	181.17	0.02	0.02	0.02	1.62	1.56	1.49	6.09	4.50	4.63
000900.SZ	现代投资	3.96	2.73	6.86	0.31	0.28	0.15	4.73	5.05	4.73	5.75	3.80	4.47
601188.SH	龙江交通	31.31	28.33	21.04	0.11	0.08	0.12	1.13	1.14	1.17	3.74	2.74	3.04

来源：Wind、中泰证券研究所

1.4 展望后续：随着经济发展向好，车流量有望同比改善

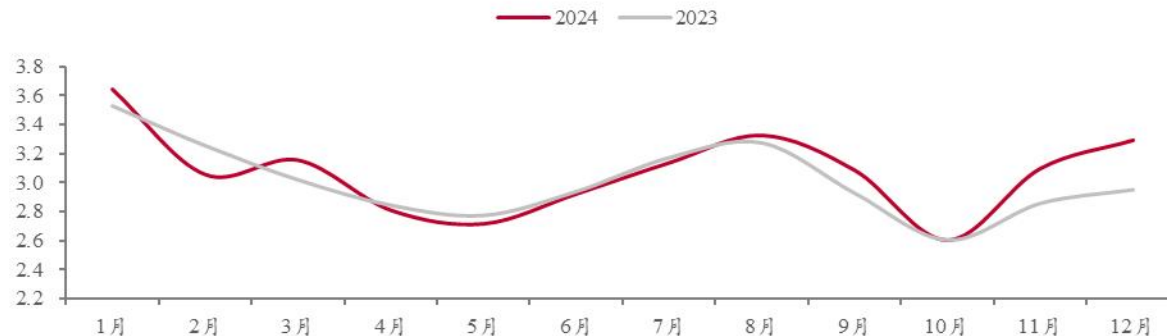
预计受国内有效需求不足、恶劣天气天数偏多等因素影响，2024年SW高速公路板块整体通行费收入有所承压，其中部分上市公司还受到自身路产改扩建施工以及路网结构变化等因素的影响。展望2025年，随着经济发展向好，高速公路客货车流量有望实现同比改善；中长期看，公路运输在现代交通运输体系中占据着重要地位，高速公路通行需求增长仍具备较强稳健性及韧性。

图表：SW高速公路板块上市公司盈利情况

代码	简称	2019-2023年		2024年Q1-Q3	
		归母净利润 年均复合增长率	归母净利润 同比增速方差	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速
851731.SI	高速公路(申万)	3.1%	0.13	221.4	-3.5%
001965.SZ	招商公路	11.8%	0.32	41.6	-4.6%
600377.SH	宁沪高速	1.2%	0.13	41.2	2.1%
600350.SH	山东高速	2.0%	0.05	25.2	-5.7%
600548.SH	深高速	-1.8%	0.04	13.7	-10.7%
000429.SZ	粤高速A	6.7%	0.25	13.6	0.0%
600012.SH	皖通高速	10.9%	0.11	12.2	-9.6%
600269.SH	赣粤高速	1.4%	0.16	11.5	6.2%
601107.SH	四川成渝	2.3%	0.68	11.2	0.3%
600020.SH	中原高速	-13.2%	1.23	8.2	-9.8%
600033.SH	福建高速	2.2%	0.17	7.9	-0.2%
000828.SZ	东莞控股	-11.2%	0.01	7.3	-2.8%
600035.SH	楚天高速	10.3%	0.35	6.6	-17.6%
600368.SH	五洲交通	-6.9%	0.36	5.7	3.0%
000900.SZ	现代投资	-13.7%	0.06	4.1	-3.3%
601518.SH	吉林高速	30.3%	0.96	3.9	-0.5%
000755.SZ	山西高速	32.3%	3.43	3.8	-1.5%
601188.SH	龙江交通	-21.6%	0.07	1.5	-14.6%
600106.SH	重庆路桥	-4.1%	0.02	1.3	-23.7%
000548.SZ	湖南投资	28.0%	0.16	0.9	35.1%

来源：Wind、中泰证券研究所

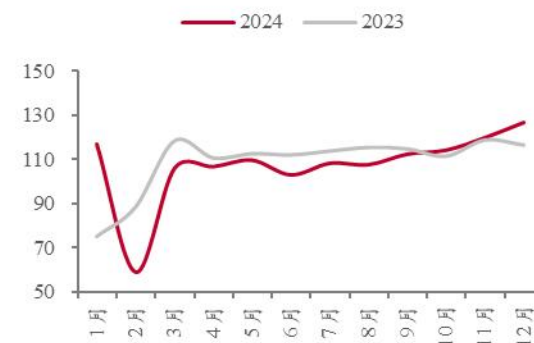
图表：2023-2024年赣粤高速月度通行费变化情况(亿元)



图表：2013-2023年民用汽车拥有量变化情况



图表：2023-2024年整车货运流量指数变化情况





2

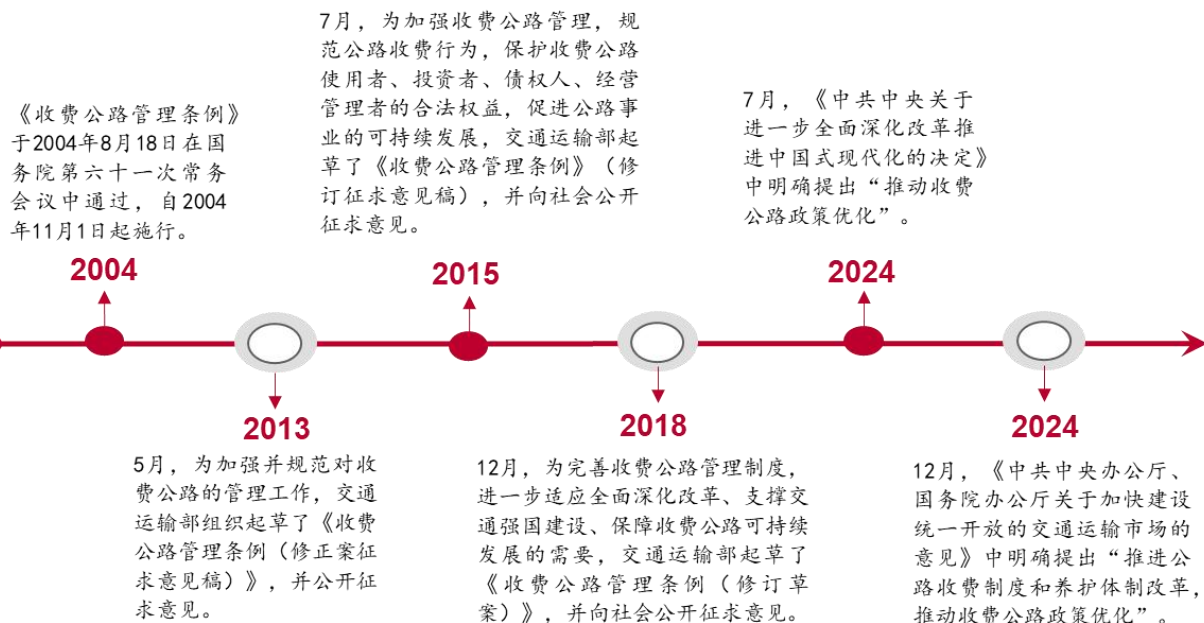
内蕴生机

领先一步

2.1 政策优化加速推进，行业发展内蕴生机

收费公路管理条例优化在即，高速公路板块或迎估值提升。现行的《收费公路管理条例》于2004年8月18日在国务院第六十一次常务会议中通过，自2004年11月1日起施行。2024年7月，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》中明确提出“推动收费公路政策优化”；2024年12月，《中共中央办公厅、国务院办公厅关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》中明确提出“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”；收费公路管理条例（修订）出台步伐有望加快，若后续在收费期限和收费标准等方面的规定上有所优化调整，高速公路上市公司有望迎来价值重估。

图表：《收费公路管理条例》相关历程梳理



图表：2013-2021年经营性收费公路收支情况



图表：2013-2021年还贷性收费公路收支情况



2.2 收费期限或将有所突破，可持续经营能力有望增强

根据现行《收费公路管理条例》（2004年），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。目前，对于即将到期的存量路产，高速公路上市公司可以通过改扩建方式重新核定收费期限，也可以选择到期后无偿移交政府。同时，为应对存量路产到期可能带来的影响，并提高自身整体抗风险能力，高速公路上市公司还可以通过收购新路产来扩大主业规模。若后续经营性公路的收费期限上限能够有所突破，高速公路上市公司的可持续经营能力有望增强。

图表：《收费公路管理条例》及其修订征求意见稿相关内容梳理之【收费期限】

《收费公路管理条例》 (2004)	《收费公路管理条例》 (修正案征求意见稿) (2013)	《收费公路管理条例》 (修订征求意见稿) (2015)	《收费公路管理条例》 (修订草案征求意见稿) (2018)
<p>第十四条 收费公路的收费期限，由省、自治区、直辖市人民政府按照下列标准审查批准：</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p>	<p>将第十四条第二项修改为：“(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。国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。”</p> <p>并增加两项作为第三项、第四项：“(三)高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定。</p> <p>(四)还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准。”</p>	<p>第十三条 收费公路的偿债期限或者经营期限，由省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门按照下列标准审核后，报省级人民政府批准：</p> <p>(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；</p> <p>(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。</p> <p>根据经济社会发展需要实施收费公路改扩建工程，将一级公路改建为高速公路或者提高高速公路通行能力，且增加政府债务或者社会投资的，可重新核定偿债期限或者经营期限。</p> <p>基于公共利益需要，政府提前终止特许经营合同、实施通行费减免等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门报做出决策的政府予以行政补偿。</p>	<p>第十一条 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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>第二十八条 基于公共利益需要，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报作出决策的政府，通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。</p>

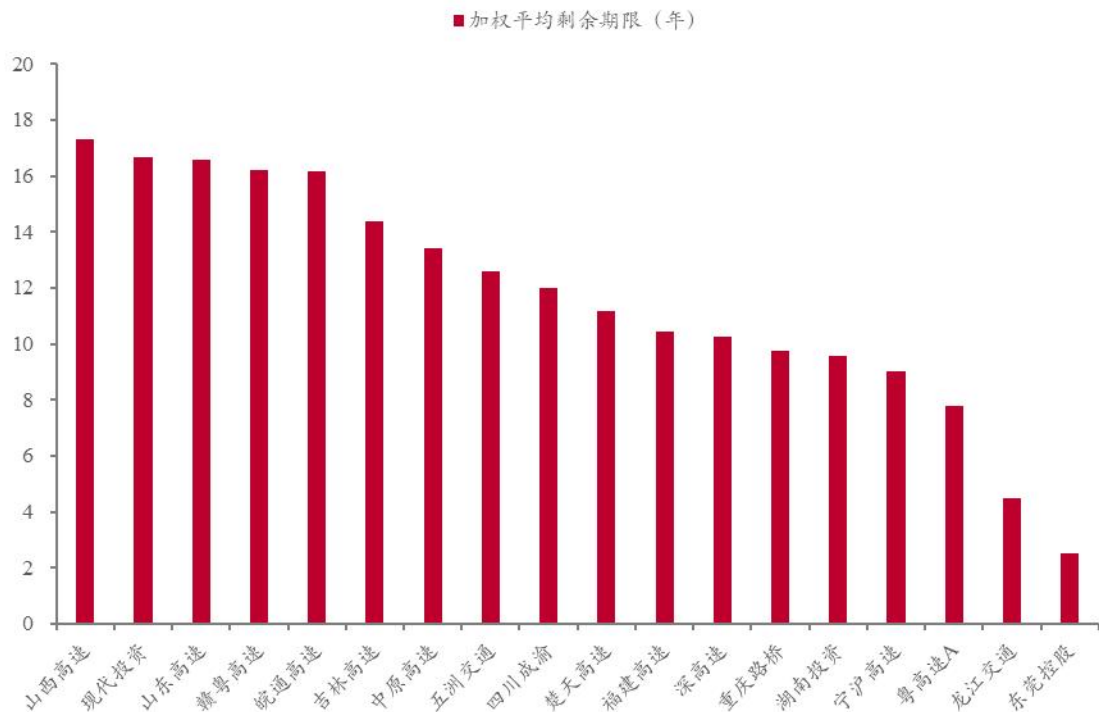
图表：新旧两版《基础设施和公用事业特许经营管理办法》对于特许经营期限的规定

《基础设施和公用事业特许经营管理办法》 (2015)	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》 (2024)
<p>第六条 基础设施和公用事业特许经营期限应当根据行业特点、所提供公共产品或服务需求、项目生命周期、投资回收期等综合因素确定，最长不超过30年。</p> <p>对于投资规模大、回报周期长的基础设施和公用事业特许经营项目(以下简称特许经营项目)可以由政府或者其授权部门与特许经营经营者根据项目实际情况，约定超过前款规定的特许经营期限。</p>	<p>第八条 基础设施和公用事业特许经营期限应当根据行业特点、所提供公共产品或服务需求、项目生命周期、项目建设投资和运营成本、投资回收期等综合因素确定，充分保障特许经营经营者合法权益。</p> <p>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。</p>

2.2 收费期限或将有所突破，可持续经营能力有望增强

▶ 路产改扩建可显著提升通行服务能力，并可根据实际投资情况延长收费期限。例如，宁沪高速核心路产沪宁高速2006年初实现“四改八”改扩建全线通车，经营期限截止时间延长至2032年；山东高速核心路产济青高速2019年底实现“四改八”改扩建全线通车，经营期限截止时间延长至2044年。改扩建和新建路产获取收费期本质无差异，但在工期、培育期等方面，改扩建具有一定优势。改扩建路段占据区位优势，经过多年积累，围绕其建设的产业布局已经形成并稳固，无需经历新建路产车流量从无到有的培育期，可以实现开通即高负荷运营，为改扩建项目投资收益率提供最大保障。

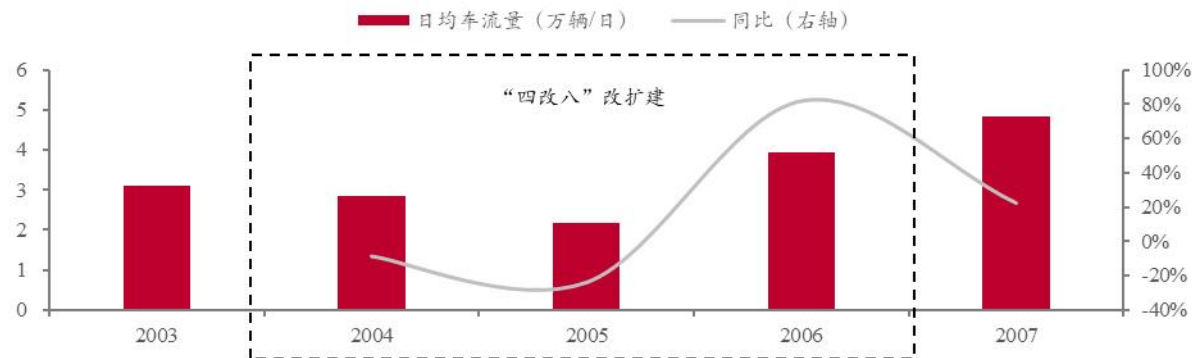
图表：高速公路上市公司控股路产剩余期限



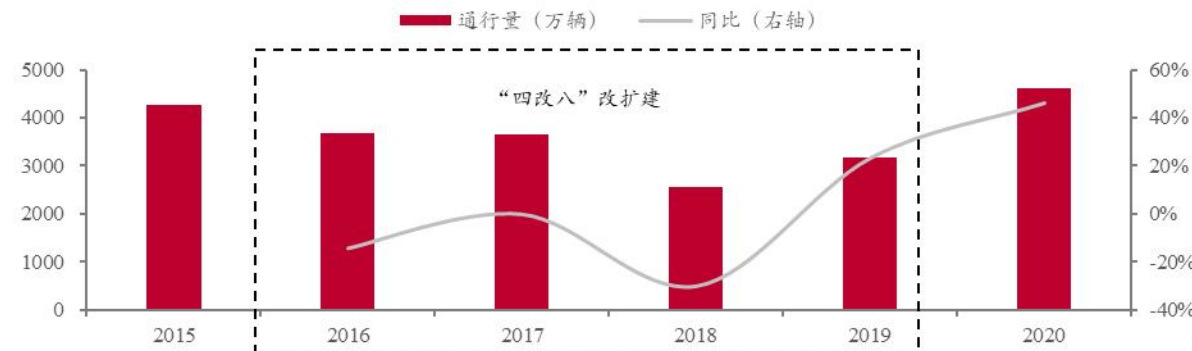
注：剩余期限从2024年12月31日起测算；以路产收费里程*车道数量进行加权；部分路产改扩建后正式收费期限未定，暂按公司公告中预计的期限进行测算；测算过程包含部分假设内容，结果可能存在误差。

来源：各上市公司公告、信用评级报告、跟踪评级报告、募集说明书；山西省交通运输厅；湖南省交通运输厅；人民网；四川省公共资源交易信息网；四川省交通运输厅；四川省人民政府；宁沪高速官网；广东省国资委；广东省交通集团有限公司官网；广州日报；黑龙江省交通运输厅；Wind；中泰证券研究所

图表：2003-2007年沪宁高速日均车流量及同比



图表：2015-2020年济青高速通行量及同比



2.2 收费期限或将有所突破，可持续经营能力有望增强

▶ 路产收并购可直接增加收费公路里程，并可改善旗下路产加权平均剩余期限。收购成熟优质路产不需要经历建设期，可有效突破资产规模对业绩增长和价值提升潜力的限制，多数高速公路上市公司控股股东省内路产资源丰富，拥有较大的资产注入空间。

图表：国家政策鼓励国有上市公司实施并购重组



图表：2020年以来部分高速公路上市公司收购事件

上市公司	收购标的	交易前股权结构	事件进展	路产情况
皖通高速	阜周公司100%股权与泗许公司100%股权	安徽交控集团持股100%	签署转让协议 (2025/1/2)	阜周高速公路收费里程83.57公里，收费期自2009年12月27日至2039年12月26日；泗许高速淮北段收费里程52.20公里，收费期自2012年12月24日至2042年12月23日。
	六武公司100%股权	安徽省交通控股集团有限公司持股100%。	股东大会未通过 (2023/11/11)	六武高速收费里程92.7公里，双向四车道，收费经营期限为30年，即从2009年12月28日至2039年12月27日。
	安庆大桥公司100%股权及相关债权	安徽省交通控股集团有限公司持股100%。	已完成	安庆长江公路大桥全长约6公里，双向4车道，收费经营期限为29年，自2004年12月26日至2033年12月25日止；岳武高速公路安徽段全长46.26公里，双向四车道，收费经营期限为30年，2015年12月31日至2045年12月30日止。
四川成渝	荆宜公司85%股权	蜀道（四川）创新投资发展有限公司持股85%，金浩集团有限公司持股15%。	董事会预案 (2025/1/4)	荆宜高速全长94.998公里，双向四车道，收费期限为2007年12月25日起至2038年3月13日止
	蓉城二绕公司100%股权	四川蜀道高速公路集团有限公司持股81%，四川公路桥梁建设集团有限公司持股19%。	已完成	成都第二绕城高速公路西段全长114.26公里，双向六车道，收费期为2016年2月16日至2046年1月11日，期限30年。
宁沪高速	苏锡常南部高速公路65%股权	江苏交通控股有限公司持股65% 无锡市交通产业集团有限公司持股22.8% 常州高速公路投资发展有限公司持股12.2%。	已终止 (2024/7/13)	苏锡常南部高速公路常州至无锡段收费里程约43.9公里，双向六车道，2021年12月30日正式开通，收费期限为25年，至2046年12月29日止
山东高速	泸州东南公司20%股权	山东高速持股80%，四川发展公司持股20%。	董事会预案 (2024/4/8)	沪渝高速公路全长73.15公里，双向四车道，收费期为2013年6月28日至2043年6月27日，期限30年。
	泸州东南公司80%股权	波司登股份有限公司持股78.1175%，山东康博实业有限公司持股21.8825%。	已完成	
楚天高速	豫南公司100%股权	河南蓝天集团股份有限公司持股100%。	已完成	大广高速河南境内新县段高速公路全长35.223公里，双向四车道，特许经营权自2010年1月1日至2039年12月31日。
山西高速	平榆公司100%股权	山西高速集团持股100%。	已完成	平榆高速收费里程长83.066公里，双向四车道2012年12月25日建成通车，收费期限为30年，至2042年12月24日止。
深高速	龙大公司89.93%股权	宝通公司持股89.93%，东莞市大岭山镇资产经营管理有限公司持股10.07%。	已完成	龙大高速松岗以北至莞佛高速公路长度约4.426公里，收费经营期至2027年10月8日。
粤高速A	广惠高速21%股权	广东省高速公路有限公司持股37.50%，粤高速持股30.00%，珠江投资持股30.00%，东江投资持股2.50%。	已完成	广惠高速公路全长153.08公里，萝岗至石湾段收费经营期至2029年8月，石湾至小金口段收费经营期至2027年8月，小金口至凌坑段收费经营期至2027年8月。

注：事件进展列括号内为Wind统计的最新披露日；以上信息获取时间为2025年1月21日。

2.3 收费标准或将优化调整，路产经营效率有望提升

根据现行《收费公路管理条例》（2004年），车辆通行费的收费标准，应当依照价格法律、行政法规的规定进行听证，其中经营性公路的收费标准，由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级价格主管部门审核后，报本级人民政府审查批准；应当根据公路的技术等级、投资总额、当地物价指数、偿还贷款或者有偿集资款的期限和收回投资的期限以及交通量等因素计算确定。若后续收费标准相关规定能够有所优化调整，高速公路上市公司路产经营效率有望提升。

图表：《收费公路管理条例》及其修订征求意见稿相关内容梳理之【收费标准】

《收费公路管理条例》 (2004)	《收费公路管理条例》 (修正案征求意见稿) (2013)	《收费公路管理条例》 (修订征求意见稿) (2015)	《收费公路管理条例》 (修订草案征求意见稿) (2018)
<p>第十五条 车辆通行费的收费标准，应当依照价格法律、行政法规的规定进行听证，并按照下列程序审查批准：</p> <p>(一) 政府还贷公路的收费标准，由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级价格主管部门、财政部门审核后，报本级人民政府审查批准。</p> <p>(二) 经营性公路的收费标准，由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级价格主管部门审核后，报本级人民政府审查批准。</p> <p>第十六条 车辆通行费的收费标准，应当根据公路的技术等级、投资总额、当地物价指数、偿还贷款或者有偿集资款的期限和收回投资的期限以及交通量等因素计算确定。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。</p> <p>修建与收费公路经营管理无关的设施、超标准修建的收费公路经营管理设施和服务设施，其费用不得作为确定收费标准的因素。</p> <p>车辆通行费的收费标准需要调整的，应当依照本条例第十五条规定的程序办理。</p>	<p>将第十六条修改为：“车辆通行费的收费标准，应当根据下列因素确定：</p> <p>(一) 对于政府还贷公路的收费标准，应当根据贷款、有偿集资款总额、融资成本、偿还债务的期限、当地物价指数、收费年限以及交通流量等因素计算确定。</p> <p>(二) 对于经营性公路的收费标准，应当根据投资总额、融资成本、合理回报、当地物价指数、收费年限以及交通流量等因素确定。</p> <p>(三) 对于还贷、经营期满后的高速公路收费标准应当根据养护及运营管理成本确定。</p> <p>(四) 修建与收费公路经营管理无关的设施、超标准修建的收费公路经营管理设施和服务设施，其费用不得作为确定收费标准的因素。</p> <p>(五) 车辆通行费收费标准可根据交通流量、当地物价指数变化情况等因素适时予以调整，其程序应当依照本条例第十五条规定办理。</p>	<p>第十六条 车辆通行费的收费标准，应当依照价格法律、行政法规的规定进行听证，由省级人民政府交通主管部门会同价格部门、财政部门审核后，报本级人民政府审查批准。</p> <p>听证应当由收费公路使用者、投资者、经营管理者等各方共同参与。听证结果应当作为审查批准的依据。</p> <p>第十七条 车辆通行费的收费标准，应当根据下列因素确定：</p> <p>(一) 政府收费公路偿债期的收费标准，应当根据债务规模、利率水平、养护运营管理成本、当地物价水平、偿债期限以及交通流量等因素计算确定；</p> <p>(二) 特许经营公路经营期的收费标准，应当根据社会资本投资规模、合理回报、养护运营管理成本、当地物价水平、经营期限以及交通流量等因素计算确定；</p> <p>(三) 高速公路的养护管理收费标准，应当低于偿债期和经营期的收费标准，根据实际养护运营管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素计算确定。</p> <p>修建与收费公路运营管理无关的设施、超标准修建的收费公路运营管理设施和服务设施，其费用不得作为确定收费标准的因素。</p> <p>省级人民政府应当建立收费公路收费标准动态评估调整机制，车辆通行费定价因素发生重大变化需要调整的，应当依照本条例第十六条规定的程序进行合理调整。</p>	<p>第十五条 车辆通行费的收费标准，应当根据下列因素确定：</p> <p>(一) 政府收费公路的收费标准，应当根据债务规模、利率水平、养护运营管理成本、当地物价水平、偿债期限以及交通流量等因素综合计算确定；</p> <p>(二) 经营性公路的收费标准，应当根据社会资本投资规模、合理回报、养护运营管理成本、当地物价水平、经营期限以及交通流量等因素综合计算确定；</p> <p>(三) 高速公路的养护管理收费标准，应当根据实际养护运营管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素综合计算确定。</p> <p>收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费。</p> <p>省、自治区、直辖市人民政府应当建立收费公路收费标准动态评估调整机制，评估调整周期最长不得超过5年。</p> <p>第十六条 车辆通行费的收费标准由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同财政、价格主管部门审核后报省、自治区、直辖市人民政府批准。</p>

2.3 收费标准或将优化调整，路产经营效率有望提升

收费标准存在区域差异，以1类客车为例：

- 根据《关于印发安徽省收费公路车辆通行费计费方式调整方案的通知》（皖交路〔2019〕144号），高速公路1类客车收费标准为0.45元/车公里。
- 根据《广东省人民政府关于调整收费公路车辆通行费计费方式的批复》（粤府函〔2019〕416号），四车道高速公路收费费率为0.45元/标准车公里，六车道及以上高速公路收费费率为0.6元/标准车公里，1类客车的收费系数为1。

图表：不同区域主要高速公路收费标准存在差异（元/车公里）

车型	地区	广东		山西			山东	
		安徽	四车道	六车道及以上	甲类	乙类	丁类	2018年以前开通
客车-1类	0.45	0.45*1	0.60*1	0.39	0.36	0.30	0.40	0.50
客车-2类	0.8	0.45*1.5	0.60*1.5	0.63	0.54	0.40	0.50	0.65
客车-3类	1.1	0.45*2	0.60*2	1.03	0.87	0.63	0.60	0.78
客车-4类	1.3	0.45*3	0.60*3	1.545	1.41	1.15	0.75	0.98
货车-1类	0.45	0.45*1	0.60*1	0.40			0.40	0.50
货车-2类	0.90	0.45*2.1	0.60*2.1	1.07			0.75	0.90
货车-3类	1.35	0.45*3.16	0.60*3.16	1.44			1.20	1.55
货车-4类	1.70	0.45*3.75	0.60*3.75	1.92			1.65	2.05
货车-5类	1.85	0.45*3.86	0.60*3.86	2.27			1.70	2.15
货车-6类	2.20	0.45*4.09	0.60*4.09	2.58			2.20	2.75

图表：河南省主要高速公路收费标准（元/车公里）

客车				
第一类 ≤9座	第二类 10-19座	第三类 ≤39座	第四类 ≥40座	适用路段
0.45	0.65	0.85	1.00	京港澳高速漯河至驻马店段、连霍高速公路开封至洛阳段等
0.45	0.70	0.90	1.10	沪陕高速南阳至内乡段等
0.45	0.70	1.00	1.30	京港澳高速郑州至漯河段等
0.50	0.80	1.00	1.20	郑民高速开封至民权段等
0.50	0.75	0.95	1.10	商南高速周口至南阳段等
0.55	0.80	1.00	1.20	二广高速分水岭至南阳段等
0.55	0.75	0.95	1.10	南林高速安阳至南乐段等
0.55	0.80	1.10	1.30	郑西高速公路平顶山段等
0.55	0.80	1.10	1.20	郑民高速开封至民权段等
货车				
类别	总轴数 (含悬浮轴)	收费标准1	收费标准2	收费标准3
1类货车	2	0.45	0.50	0.55
2类货车	2	1.4	1.50	1.70
3类货车	3	1.70	1.90	2.00
4类货车	4	2.00	2.20	2.30
5类货车	5	2.30	2.40	2.60
6类货车	6	2.50	2.60	2.80



3

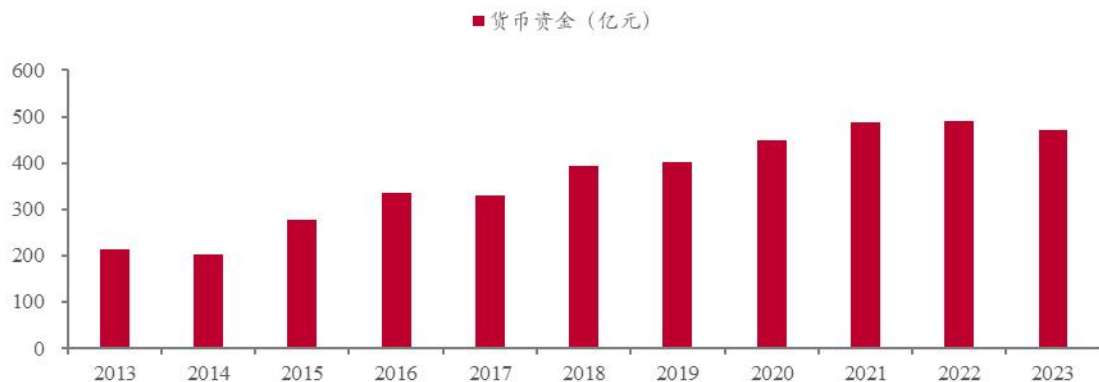
外部催化

领先一步

3.1 强现金高分红凸显防御属性，低利率预期下配置价值较强

经营性现金流充沛支持高分红。随着高速公路行业进入成熟期，资本开支压力有所减轻，优质高速公路上市公司账上现金充足，每年经营性现金流入充沛，有能力进行分红的同时重视股东回报，近年来行业整体现金分红比例呈上升趋势，2023年SW高速公路板块现金分红比例约为53.7%。受疫情影响业绩承压期间，优质高速公路上市公司仍保持了分红的连续性和稳定性；2019-2023年，粤高速A现金分红比例维持在70%高位，宁沪高速、山东高速等公司保持了每股股利不下降。

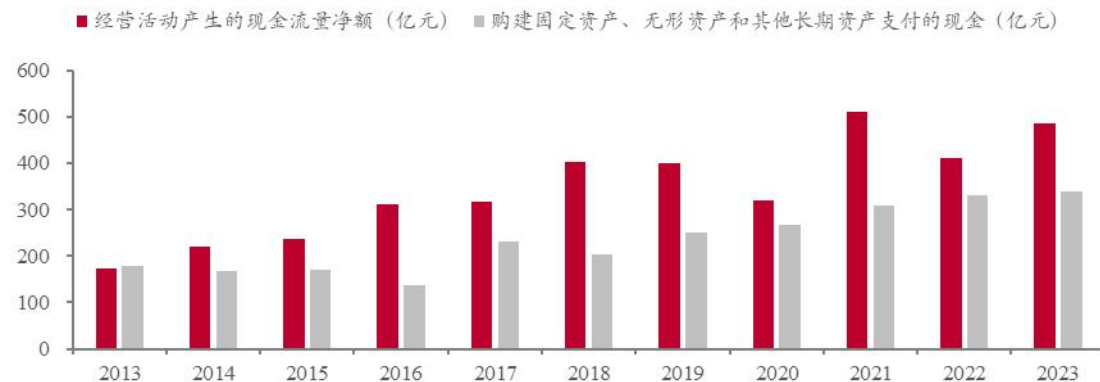
图表：2013-2023年SW高速公路板块货币资金



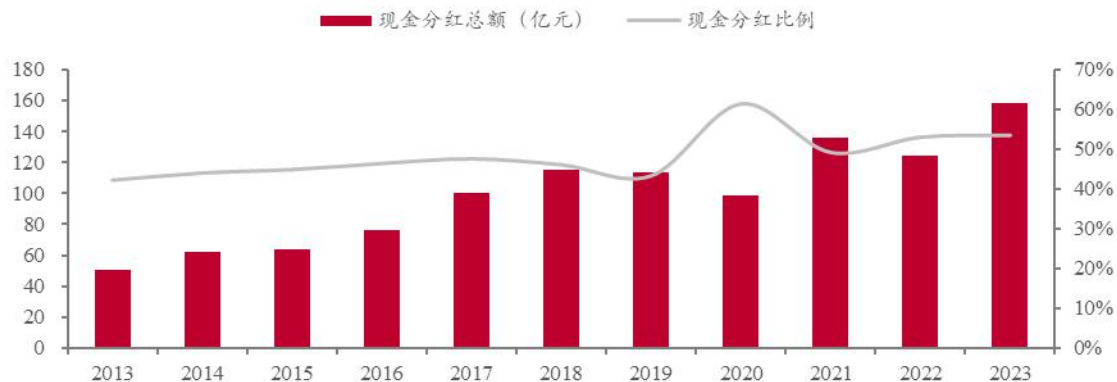
图表：2013-2023年SW高速公路板块资产负债率



图表：2013-2023年SW高速公路板块经营现金流及资本开支



图表：2013-2023年SW高速公路板块现金分红总额及比例



3.1 强现金高分红凸显防御属性，低利率预期下配置价值较强

图表：SW高速公路板块上市公司现金分红情况

证券代码	公司名称	每股股利（税前）（元）					现金分红比例					股东回报规划
		2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023	
000429.SZ	粤高速A	0.42	0.29	0.57	0.43	0.55	70%	70%	70%	70%	70%	2024-2026年，每年度以现金方式分配的利润不低于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的70%。
601107.SH	四川成渝	0.11	0.08	0.11	0.10	0.24	31%	36%	18%	40%	62%	2023-2025年，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。
600350.SH	山东高速	0.38	0.38	0.40	0.40	0.42	60%	90%	63%	68%	62%	2020-2024年，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。
601188.SH	龙江交通	0.16	0.05	0.08	0.06	0.06	58%	30%	60%	60%	61%	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
600012.SH	皖通高速	0.23	0.23	0.55	0.55	0.60	35%	42%	60%	63%	60%	连续三个年度以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
600377.SH	宁沪高速	0.46	0.46	0.46	0.46	0.47	55%	94%	55%	62%	54%	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
001965.SZ	招商公路	0.28	0.18	0.35	0.41	0.53	40%	49%	43%	53%	54%	2022-2024年，每年拟以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的55%。
600548.SH	深高速	0.52	0.43	0.62	0.46	0.55	45%	46%	52%	50%	52%	2024-2026年，每年以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的55%。
000828.SZ	东莞控股	0.30	0.25	0.27	0.25	0.33	29%	28%	30%	31%	51%	以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%，且任意三个连续会计年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%。
000900.SZ	现代投资	0.16	0.16	0.16	0.10	0.15	25%	46%	39%	35%	42%	2022-2024年，每年度以现金方式分配的利润不低于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的20%。
600020.SH	中原高速	0.06	0.04	0.10	0.02	0.15	9%	32%	30%	30%	40%	每个年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%，且任意连续三年以现金方式累计分配的利润原则上应不少于该三年实现的年平均可分配利润的30%。
600033.SH	福建高速	0.05	0.10	0.15	0.15	0.12	17%	61%	50%	49%	37%	2024-2026年，每年拟以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的35%。
600035.SH	楚天高速	0.16	0.07	0.14	0.14	0.19	42%	35%	30%	31%	32%	2022-2024年，最近三年公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%。
600269.SH	赣粤高速	0.15	0.20	0.12	0.10	0.16	31%	89%	31%	34%	32%	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
601518.SH	吉林高速	0.00	0.00	0.02	0.00	0.09	0%	0%	10%	0%	31%	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%。
000548.SZ	湖南投资	0.00	0.02	0.02	0.02	0.09	0%	11%	19%	29%	30%	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
600106.SH	重庆路桥	0.07	0.05	0.06	0.05	0.05	32%	30%	30%	30%	30%	2024-2026年，最近三年以现金方式累计分配的利润原则上应不少于该三年实现的年均可分配利润的30%。
600368.SH	五洲交通	0.08	0.15	0.19	0.05	0.11	10%	30%	30%	10%	20%	2024-2026年，每年以现金方式分配的利润不少于公司合并报表当年实现的归属公司股东可分配利润的10%；公司每三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的归属公司股东的年均可分配利润的30%。
000755.SZ	山西高速	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0%	0%	0%	0%	14%	2023-2025年，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的40%。

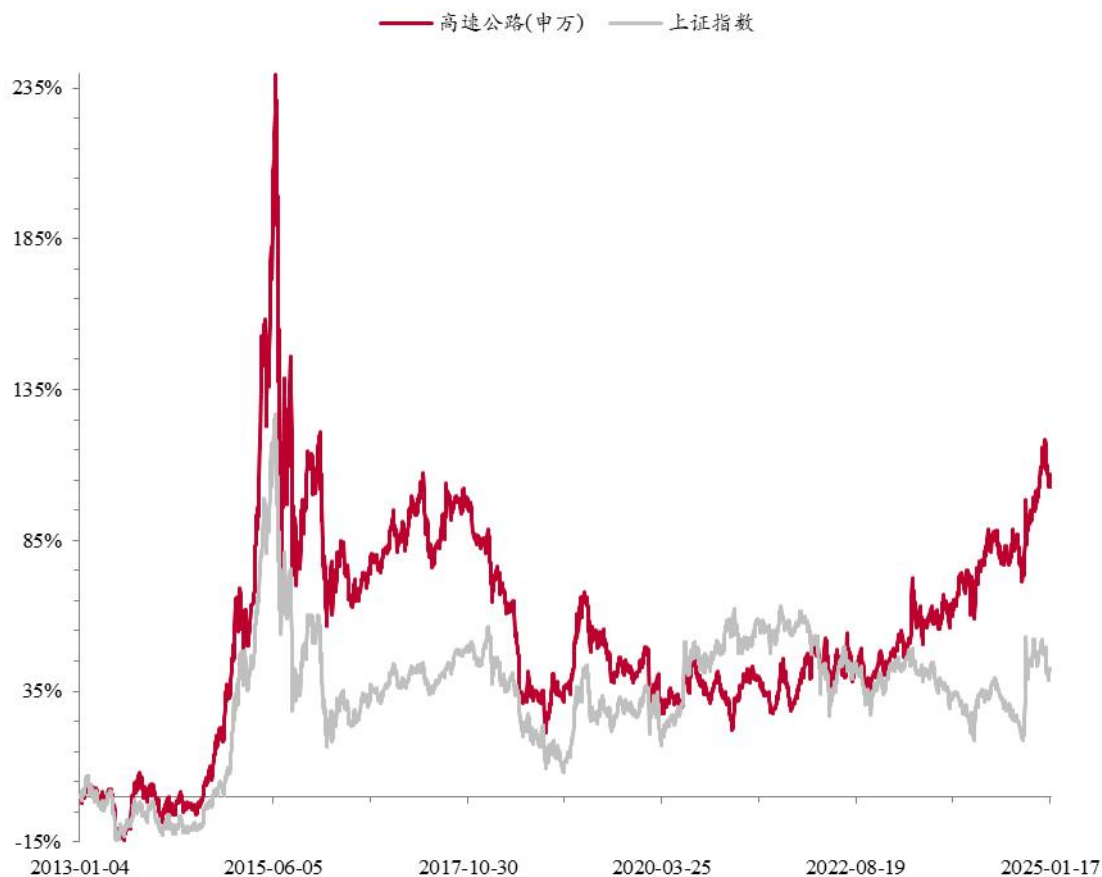
注：各公司股东回报规划均需在满足相应现金分红条件下进行，以上信息获取时间为2025年1月21号。

来源：Wind、各上市公司公告、中泰证券研究所

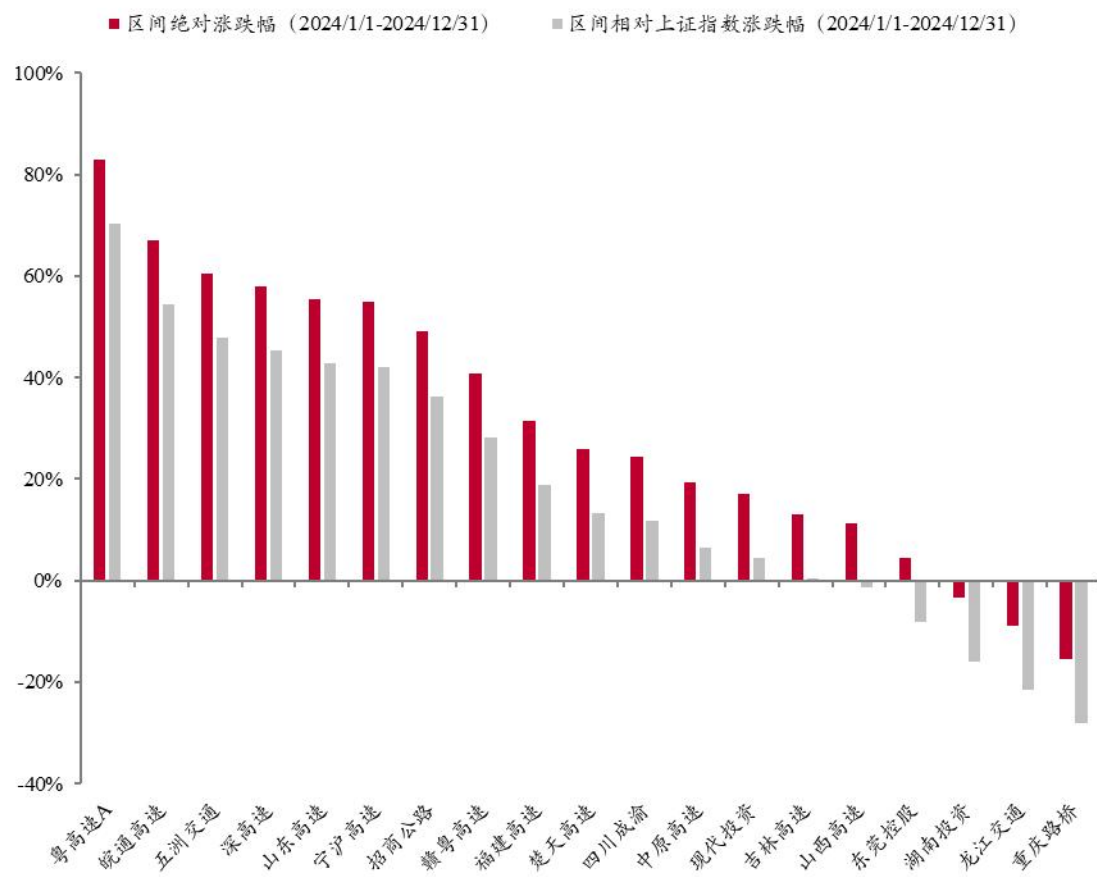
3.1 强现金高分红凸显防御属性，低利率预期下配置价值较强

在低利率弱情绪市场环境中，高速公路板块防御属性凸显。Wind数据显示，2024年申万高速公路指数（851731.SI）涨幅显著高于上证指数，个股方面粤高速A涨幅领先。根据Wind统计，截至2025年1月23日收盘，多数高速公路上市公司股息率（TTM）仍高于10年期及30年期国债收益率，在长端利率下行预期下，仍然具备较强的配置价值。

图表：申万高速公路指数vs上证指数

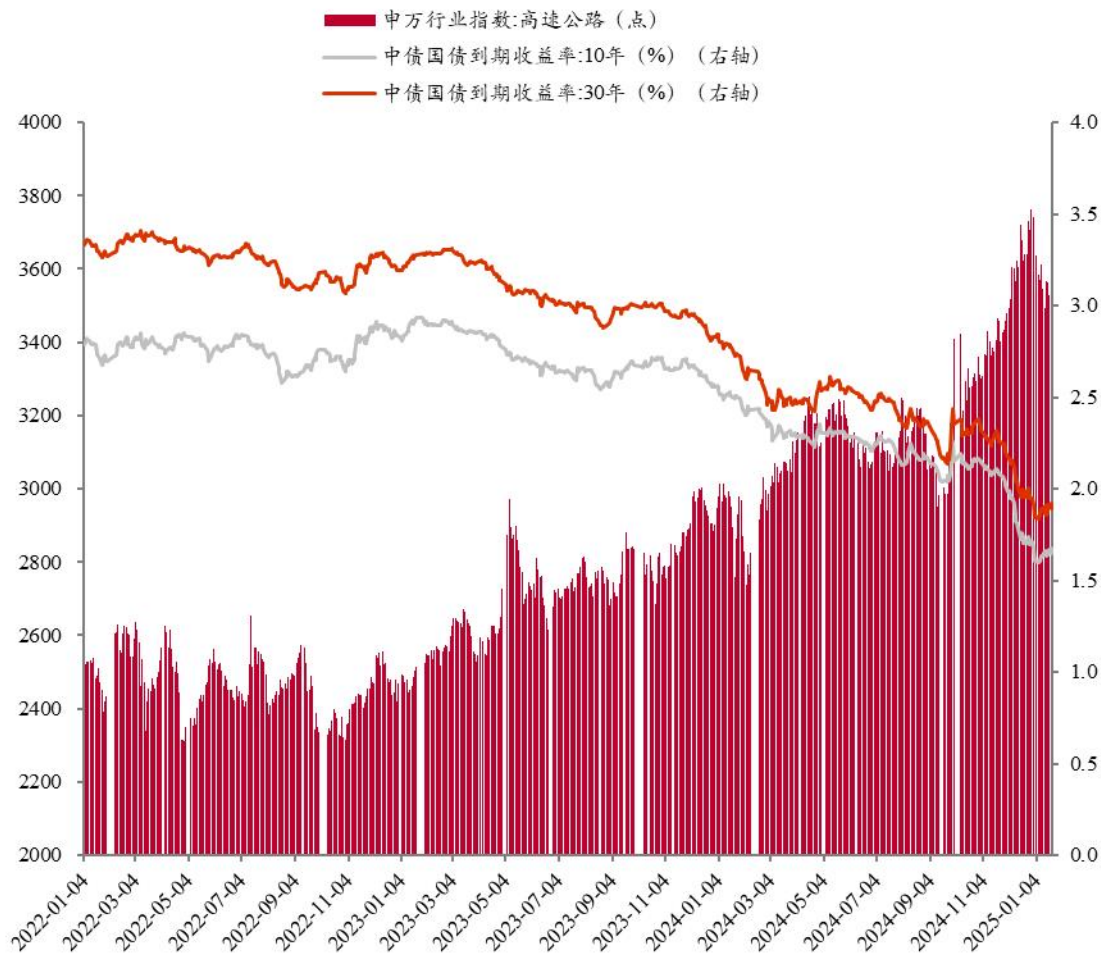


图表：SW高速公路板块上市公司2024年涨跌幅

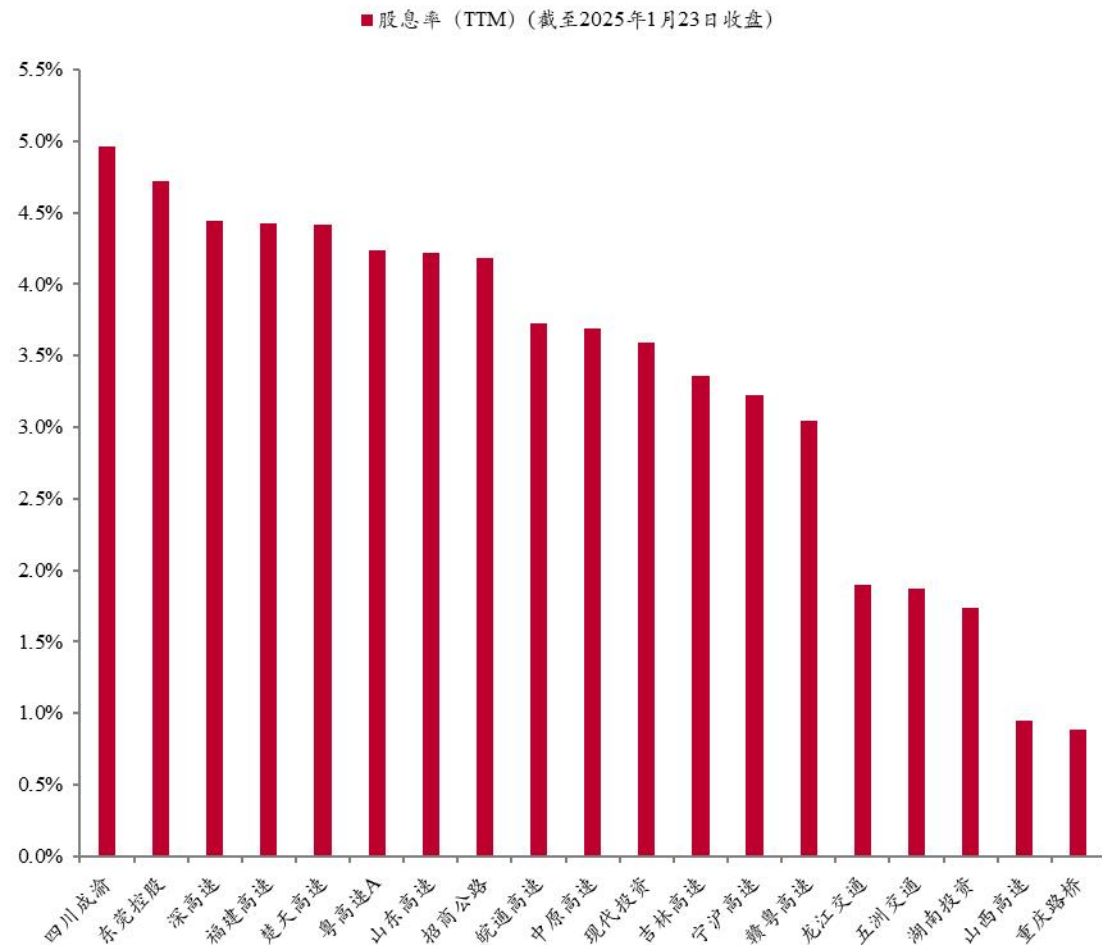


3.1 强现金高分红凸显防御属性，低利率预期下配置价值较强

图表：申万高速公路指数vs国债收益率



图表：SW高速公路板块上市公司股息率情况



3.2 市值管理政策持续落地，央企投资价值有望提升

2024年11月15日，证监会发布《上市公司监管指引第10号—市值管理》，要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量；并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。随着市值管理的不断深化，高速公路板块内优质央企的投资价值有望进一步提升。

图表：市值管理相关政策梳理

时间	文件或会议	相关内容
2024年1月24日	国务院新闻办就聚焦增强核心功能、提升核心竞争力更好实现中央企业高质量发展举行发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。前期已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024年1月29日	国务院国资委召开中央企业、地方国资委考核分配工作会议	各中央企业要更加突出精准有效，推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。
2024年3月15日	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	加强现金分红监管，增强投资者回报。对分红采取强约束措施。多措并举提高股息率。推动一年多次分红。推动上市公司加强市值管理，提升投资价值。压实上市公司市值管理主体责任。提升股份回购效果和监管约束力。支持上市公司通过并购重组提升投资价值。鼓励上市公司综合运用各类工具提升对长期投资的吸引力。合力支持优质公司加快发展。依法从严打击“伪市值管理”。
2024年4月12日	《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》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024年11月15日	证监会发布《上市公司监管指引第10号—市值管理》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。
2024年12月17日	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	中央企业要将市值管理作为一项长期战略管理行为，明确市值管理工作的组织领导机制和责任落实机制，推动控股上市公司制定全面务实的市值管理制度并依法合规披露制度制定情况。指导控股上市公司“一企一策”细化年度实施方案和具体举措，依法依规开展市值管理工作，持续提升工作成效。国务院国资委将加强对中央企业市值管理工作的跟踪指导，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。

来源：中国政府网、证监会、国资委、中泰证券研究所

3.2 市值管理政策持续落地，央国企投资价值有望提升

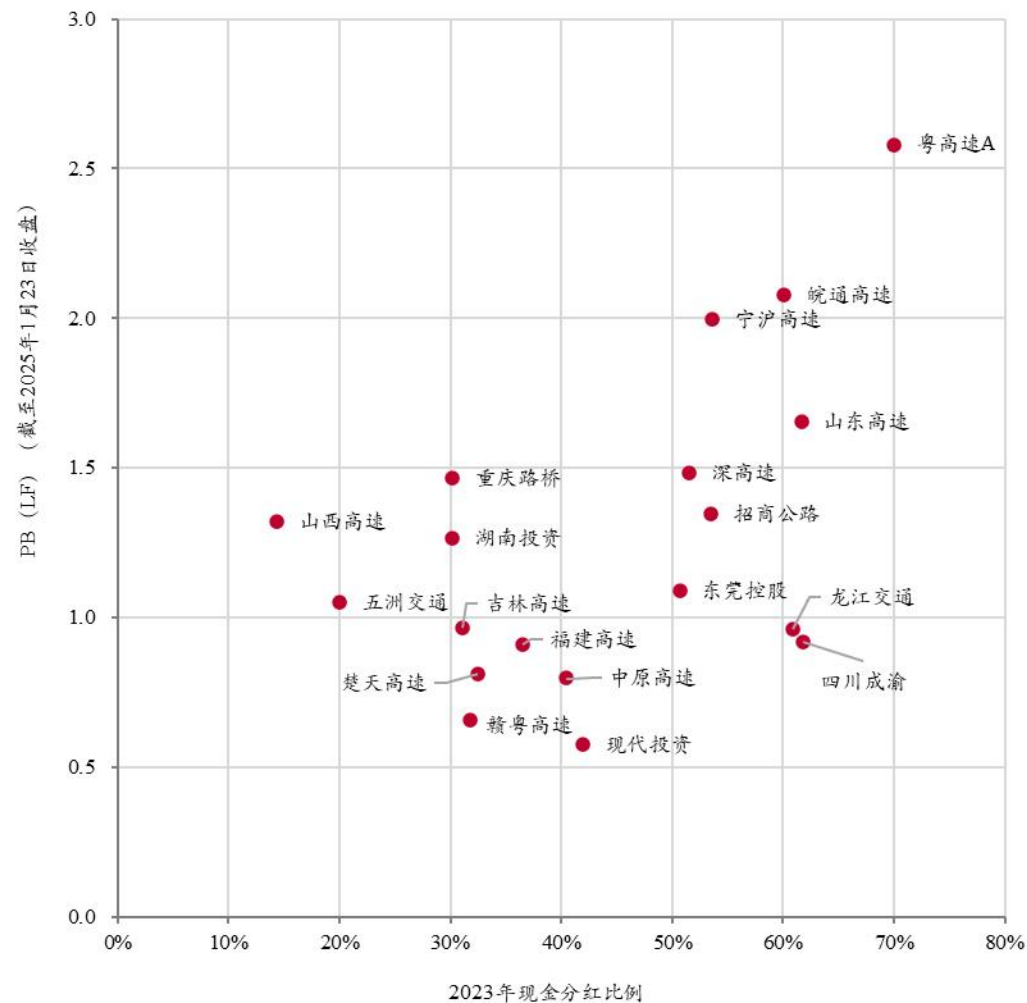
图表：部分高速公路上市公司具备分红提升潜力

证券代码	证券简称	2023年净资产收益率 ROE (加权)	总市值/2023年货币资金	总市值/2023年经营净现金流	2023年资产负债率	2023年有息负债率
000429.SZ	粤高速A	17.3%	5.72	7.05	41.9%	36.0%
600012.SH	皖通高速	13.5%	6.78	10.09	35.1%	30.0%
600377.SH	宁沪高速	13.4%	85.25	9.94	48.0%	42.4%
600035.SH	楚天高速	12.0%	4.24	3.39	51.2%	42.9%
600548.SH	深高速	12.0%	12.55	6.60	58.5%	45.1%
601518.SH	吉林高速	11.5%	3.35	5.02	18.0%	6.9%
001965.SZ	招商公路	11.4%	9.71	19.53	47.8%	39.1%
600368.SH	五洲交通	11.0%	9.84	7.17	34.2%	25.7%
000755.SZ	山西高速	9.4%	8.30	5.94	61.1%	54.5%
600350.SH	山东高速	9.3%	10.87	8.02	63.8%	45.3%
600033.SH	福建高速	8.2%	9.17	5.02	18.9%	8.8%
000548.SZ	湖南投资	7.7%	3.36	6.84	33.3%	7.3%
600269.SH	赣粤高速	6.8%	5.32	4.97	45.6%	25.9%
000828.SZ	东莞控股	6.7%	3.10	26.93	39.0%	28.8%
600020.SH	中原高速	6.7%	18.81	3.59	70.5%	62.7%
601107.SH	四川成渝	6.2%	7.46	4.58	71.1%	65.3%
600106.SH	重庆路桥	4.6%	5.08	41.60	30.3%	24.4%
000900.SZ	现代投资	4.5%	1.62	3.31	75.0%	67.4%
601188.SH	龙江交通	3.1%	6.85	30.02	10.5%	0.2%

注：总市值选取Wind统计的总市值2，数据截至2025年1月23日收盘。

来源：Wind、中泰证券研究所

图表：高速公路上市公司现金分红比例VS市净率



3.3 政策鼓励中长期资金入市，高速公路板块有望受到青睐

中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。随着中长期资金投资规模和比例提升，红利资产有望成为较优选择，其中高速公路作为核心红利资产或有较强配置价值。

图表：政策鼓励中长期资金入市相关内容梳理

日期	会议或文件	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。
2023/10/25	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	国有商业保险公司要坚持审慎、安全、增值的原则，根据保险资金长期属性，平衡好投资收益和风险，优化资产配置，合理确定投资标的、投资规模、期限结构和流动性安排。保险资金要投向风险可控、收益稳健、具有稳定现金流回报的资产，不得用于收益不稳健、价格波动大、现金流不稳定的高风险投资。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。
2024/1/22	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。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。完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活度。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。
2024/9/26	中共中央政治局会议	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2024/9/26	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。 二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。 三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
2025/1/13	中国证监会召开2025年系统工作会议	以深化投融资综合改革为牵引，进一步打通中长期资金入市卡点堵点，协同推动各类中长期资金建立长周期考核机制，提高权益投资比例，深化公募基金改革。
2025/1/22	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。 二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。 三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。 四是提高权益类基金的规模和占比。 五是优化资本市场投资生态。

来源：中国政府网、中泰证券研究所

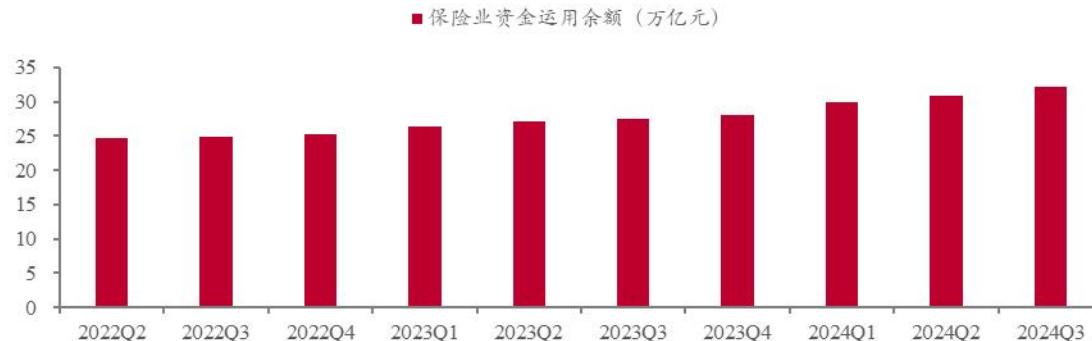
3.3 政策鼓励中长期资金入市，高速公路板块有望受到青睐

- ▶ 随着保费收入的增长，保险业资金运用余额稳健提升。根据金融监管总局的数据，2024年1-11月，我国保险业原保险保费收入为5.36万亿元，按可比口径，行业汇总原保险保费收入同比增长6.2%；截至2024年三季度末，保险公司资金运用余额为32.15万亿元，同比增长14.06%。
- ▶ 受会计准则变更以及低利率环境等因素的影响，保险资金对高股息、低估值标的的配置力度有望增强。截至2024年上半年末，主要上市保险公司中国平安/中国太保/中国人保/新华保险/中国人寿以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）的股票规模占投资资产比重分别为4.0%/1.9%/1.2%/1.2%/0.6%，占比均较2023年末有所提升。2024年Q3，保险公司重仓流通股中，SW高速公路板块的持股数量环比2024年Q2提升显著。

图表：保险业原保险保费收入变化



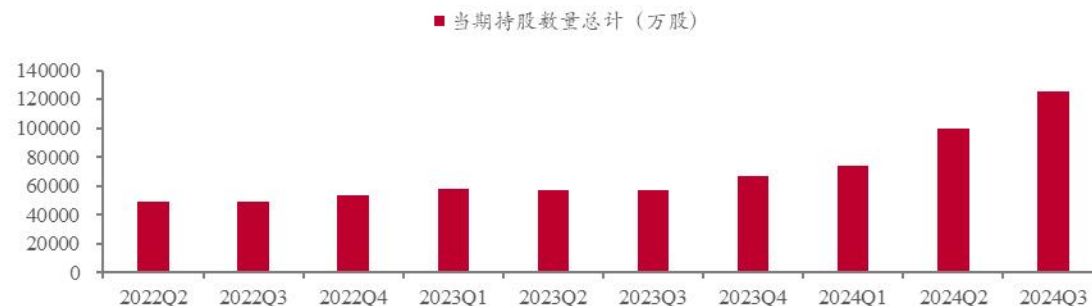
图表：保险业资金运用余额变化



图表：2024年H1主要上市险企FVOCI股票规模及占比

	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人保	新华保险
投资资产 (亿元)	60865	52033	24560	15318	14390
股票投资 (亿元)	4417	3319	2213	450	1443
FVOCI股票 (亿元)	341	2060	460	182	168
FVOCI股票占投资资产的比例	0.6%	4.0%	1.9%	1.2%	1.2%
较2023年末	+0.3pct	+0.3pct	+0.7pct	+0.1pct	+0.8pct
FVOCI股票占股票投资的比例	7.7%	62.1%	20.8%	40.5%	11.7%
较2023年末	+4.3pct	+2.1pct	+6.4pct	+5.3pct	+6.6pct

图表：SW高速公路板块保险公司重仓流通股情况



3.3 政策鼓励中长期资金入市，高速公路板块有望受到青睐

图表：SW高速公路板块保险公司重仓流通股情况

代码	名称	公司名称	持仓数量(万股)			占流通股比例(%)			报告期
			本期	变动	上期	本期	变动	上期	
001965.SZ	招商公路	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002深	21,466.04	0.00	21,466.04	3.15	0.00	3.15	2024-09-30
		泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	9,173.52	0.00	9,173.52	1.35	0.00	1.35	2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	6,940.24			1.02			2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	4,457.08			0.65			2024-09-30
000429.SZ	粤高速A	中国太平洋人寿股票红利型产品(寿自营)委托投资	2,800.08	626.94	2,173.14	2.15	0.48	1.67	2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	2,597.11			1.99			2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-万能-国寿瑞安	1,956.38			1.50			2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	1,526.49			1.17			2024-09-30
600012.SH	皖通高速	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	1,650.34			1.42			2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1,441.42	824.07	617.35	1.24	0.71	0.53	2024-09-30
		中国平安人寿保险股份有限公司	1,149.31	-20.65	1,169.96	0.99	-0.02	1.00	2024-09-30
		中国人寿保险股份有限公司-万能-国寿瑞安	1,115.89			0.96			2024-09-30
600020.SH	中原高速	长城人寿保险股份有限公司	13,328.44	0.00	13,328.44	5.93	0.00	5.93	2024-09-30
		长城人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	7,193.98	0.00	7,193.98	3.20	0.00	3.20	2024-09-30
		富国基金国寿股份成长股票传统可供出售单一资产管理计划	688.27			0.31			2024-09-30
		富国基金国寿股份成长股票型组合单一资产管理计划	445.35			0.20			2024-09-30
600377.SH	宁沪高速	中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	2,398.64	1,508.04	890.60	0.63	0.40	0.23	2024-09-30
		中国平安人寿保险股份有限公司	1,610.75			0.42			2024-09-30
		中国太平洋人寿股票红利型产品(寿自营)委托投资	1,124.35	0.00	1,124.35	0.30	0.00	0.30	2024-09-30
600350.SH	山东高速	中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	2,800.48	1,245.55	1,554.93	0.58	0.26	0.32	2024-09-30
		中国平安人寿保险股份有限公司	1,438.26	-43.96	1,482.22	0.30	-0.01	0.31	2024-09-30
601107.SH	四川成渝	广发基金国寿股份均衡股票传统可供出售单一资产管理计划	799.06	0.00	799.06	0.37	0.00	0.37	2024-09-30
		广发基金国寿股份均衡股票型组合单一资产管理计划(可供出售)	537.41			0.25			2024-09-30
600033.SH	福建高速	中国人寿(集团)公司-传统-普通保险产品-港股通(创新策略)	2,776.32			1.01			2024-09-30
		中国人寿财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1,815.09			0.66			2024-09-30
600035.SH	楚天高速	长城人寿保险股份有限公司	7,301.57	-500.00	7,801.57	4.53	-0.31	4.85	2024-09-30
		天安财产保险股份有限公司	1,275.64	0.00	1,275.64	0.79	0.00	0.79	2024-09-30
600269.SH	赣粤高速	长城人寿保险股份有限公司	14,840.86	418.17	14,422.69	6.35	0.18	6.18	2024-09-30
600368.SH	五洲交通	长城人寿保险股份有限公司	8,032.25	3,192.99	4,839.26	4.99	1.98	3.01	2024-09-30
000828.SZ	东莞控股	长城人寿保险股份有限公司	643.74	-600.00	1,243.74	0.62	-0.58	1.20	2024-09-30

来源：Wind、中泰证券研究所



4

投资建议

领先一步

投资建议：择优布局，未来可期

投资建议：择优布局，未来可期。高速公路上市公司的盈利模式较为稳健，收费政策优化有望加速推进，强现金支持高分红，板块防御属性凸显，在长端利率下行预期下具备较强的配置价值。另外，随着央企市值管理的深入推进，优质低估值标的有望迎来价值重估。

- 红利资产配置视角下：建议关注主业经营稳健，股息率仍具备吸引力的**山东高速、皖通高速、粤高速A、宁沪高速、招商公路、四川成渝、深高速**；
- 市值管理深化视角下：建议关注当前估值较低，后续有望迎来PB修复的**赣粤高速、楚天高速、中原高速、福建高速**。

图表：高速公路上市公司盈利预测与估值表

代码	名称	收盘价（元）	PB	每股收益（元）				市盈率PE			
		2025/1/23		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000429.SZ	粤高速A	12.92	2.6	0.78	0.75	0.79	0.81	16.6	17.2	16.4	16.0
600012.SH	皖通高速	16.14	2.1	1.00	0.95	1.04	1.13	16.1	17.0	15.5	14.3
600377.SH	宁沪高速	14.59	2.0	0.88	0.91	0.99	1.06	16.7	16.0	14.8	13.8
600350.SH	山东高速	9.94	1.7	0.68	0.68	0.72	0.79	14.6	14.6	13.8	12.6
600548.SH	深高速	12.39	1.5	0.98	0.92	1.02	1.07	12.6	13.5	12.1	11.5
001965.SZ	招商公路	12.71	1.3	1.06	0.91	0.95	1.02	12.0	14.0	13.4	12.5
000755.SZ	山西高速	4.74	1.3	0.31	0.32	0.34	0.36	15.2	14.9	14.0	13.2
600368.SH	五洲交通	4.40	1.1	0.53	0.43	0.44	0.46	8.2	10.2	9.9	9.6
601188.SH	龙江交通	3.35	1.0	0.11	0.10	0.11	0.12	31.9	32.2	29.8	27.2
601107.SH	四川成渝	4.84	0.9	0.39	0.40	0.43	0.46	12.5	12.2	11.3	10.5
600033.SH	福建高速	3.84	0.9	0.33	0.35	0.36	0.38	11.7	11.1	10.6	10.1
600020.SH	中原高速	4.04	0.8	0.32	0.39	0.41	0.44	12.7	10.4	9.8	9.1
600269.SH	赣粤高速	5.25	0.7	0.50	0.55	0.60	0.63	10.5	9.5	8.8	8.3

注：山东高速、皖通高速EPS为中泰交运预测值，赣粤高速、粤高速A2024年EPS来自业绩快报公告，其余公司EPS来自Wind一致预期（180天），数据截至2025年1月23日收盘

来源：Wind、赣粤高速公告、粤高速A公告、中泰证券研究所



5

风险提示

风险提示

- 宏观经济下行风险
- 收费政策调整风险
- 多元化经营风险
- 其他交通方式竞争风险
- 数据测算误差风险
- 第三方数据可信性风险
- 使用信息数据更新不及时风险

谢谢观赏



重要声明

- 中泰证券股份有限公司（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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。