

日本高速公路改革如何借鉴？

行业评级：看好

2025年3月11日

分析师

邮箱

证书编号

李丹

lidan02@stocke.com.cn

S1230520040003

分析师

邮箱

证书编号

李逸

liyi01@stocke.com.cn

S1230523070008

1、复盘：日本高速公路行业改革历程

- **民营化改革**：日本高速公路行业扩张高峰期过后，2005年民营化改革后实施产权、经营权分离模式。改革初始行政机构继承约37万亿元债务，计划于2050年前还清。截至2023年末，管理机构债务余额约25万亿元（约合1.24万亿元人民币）。
- **费率先提再降**：因建造成本高昂，日本收费标准为全球最高。财源紧张背景下，1972-1995年日本高速公路基础费率从8日元/km提高到24.6日元/km，1995-2024年维持不变。民营化经营带来灵活的费率设定，2001年日本引入ETC收费折扣制度。2008年起，为了应对经济低迷物价下跌、油价上涨，日本加大折扣优惠力度，实行更弹性灵活的费用制度，高速公路通行费水平下调。
- **延长收费年限**：为了筹措扩建修缮资金，同时高速公路行政机构还留有巨额债务，2014年日本政府将高速公路最长收费期限从2050年延长至2065年；2023年将高速公路最长收费期限延长到2115年。

2、日本高速公路公司经营对比

- **发展现状**：经过高速扩张后，路产进入成熟期，三家高速公路株式会社管理全国94%的高速公路。
- **财务状况**：日本高速公路公司收入非常稳健但利润率较低，06-23财年收入CAGR不到1%，归母利润率在1%左右。
- **业态延伸**：日本高速公路服务区销售额体量庞大，高速公路公司对服务区商户实施激励折扣制度，租金费率约15%-26%。我国上市公司高速公路服务区业务对标日本仍有较大发展空间。
- **跨国收并购**：2011年起日本高速公路公司尝试联合出海输出成熟技术与经验，当前已进入越南、印尼、印度等国。

3、我国高速公路行业改革如何借鉴？

- **延长收费年限——已有眉目。**24年5月《基础设施和公用事业特许经营管理办法》修订版将特许经营最长期限从30年延长到40年。国务院将《收费公路管理条例》(修订)列为2024年拟修订的行政法规，经营性公路收费期限有望延长。
- **费率提升——部分省份已实施。**山东省对2018年后新建/改扩建通车的道路实施差异化收费，收费标准涨幅超25%。广东省按车道数实施差异化收费，六车道收费标准较四车道的涨幅超30%。
- **分红提升——兼具能力与意愿。**我国高速公路行业进入成熟期，公路公司长期维持稳定的高水平盈利，拥有较强的分红能力与分红意愿。近年来多家高速公路公司提高分红比例，增强配置价值，拉动估值提升。
- 在宏观形势、会计新规推动下，保险资金加速“耐心资本”化，2024年险企共20次举牌19家上市公司，创下近四年新高。展望未来，若港股市场推出进一步提升流动性的政策，比如港股通红利税减免，有望进一步提振对港股高股息标的的投资热情。
- 表征无风险利率的10年期国债利率收益率持续下行，具备稳定高分红回报的高股息投资价值上升。2025年3月7日，公路股息率与十年期国债收益率的差值2.08%，处于历史85%分位。

4、投资建议

- 复杂宏观背景下持续高增长行业稀缺，盈利稳健、现金流稳定、分红意愿及能力强的高股息资产价值凸显。高速公路管理条例修订在即，若延长收费年限，将推动板块估值提升。**重点推荐A+H股高股息标的：皖通高速H、宁沪高速H、招商公路。**

风险提示

- 1、宏观经济不及预期
- 2、车流不及预期
- 3、改扩建不及预期

目录

CONTENTS

01

复盘日本高速公路改革历程

- 费率先提再降
- 两次延长收费年限至2115年

02

日本高速公路公司经营对比

- 发展成熟，里程、交通量、通行费收入平稳
- 通行费收入占比约9成，服务区业务利润贡献高
- 试水海外收购

03

我国高速公路改革如何借鉴？

- 延长收费年限已有眉目
- 提高费率已有部分省份实践

04

投资建议

01

日本高速公路 改革历程

民营化改革

费率先提再降

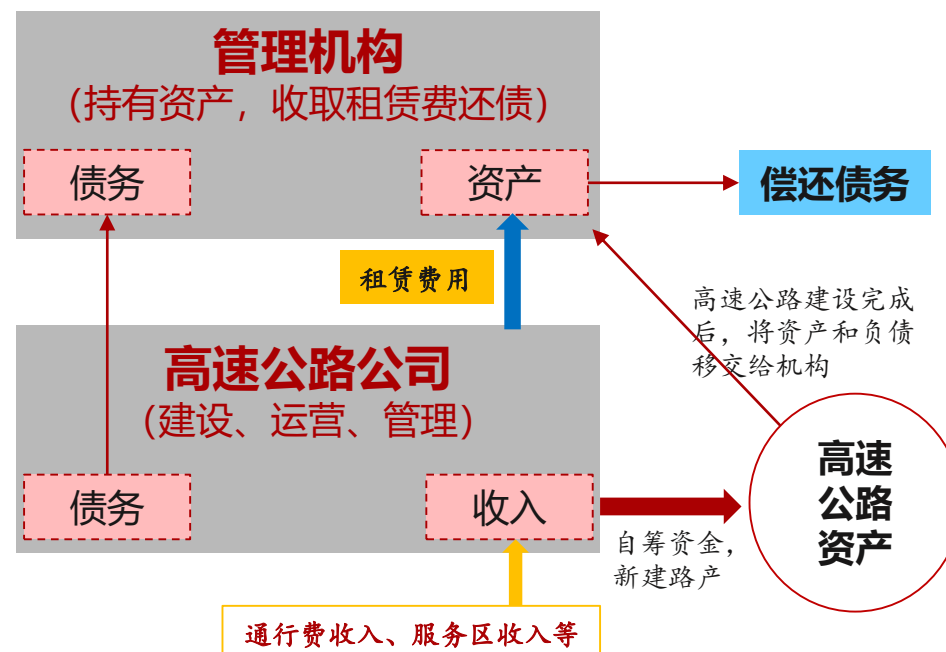
两次延长收费年限

- 日本高速公路行业扩张高峰期过后，时代背景下推进民营化改革，实施产权、经营权分离模式，资产及债务均由管理机构所有，股份公司负责建设、运营、管理。
- 2005年日本道路公团民营化改革落地，将高速公路公司分割为6家仅负责道路建设和管理的高速公路公司，并成立一家代表国家的独立行政管理机构——日本高速公路股份及债务偿还机构（下文简称“管理机构”），实施永久性的产权和经营权分离。
- 改革后，管理机构继承高速公路资产及长期债务，从事运营的高速公路公司从管理机构有偿租赁路产使用，租赁收入全额用于还债。高速公路公司决定新线投资建设需获得管理机构审批，建设资金由公司自筹，建设完成后将路产资产和负债移交给管理机构，管理机构负责在规定时间内用高速公路租赁收入还清债务，债务还清后该机构将解散，高速公路恢复免费通行。

表：日本高速公路行业2005年民营化改革为所有权、经营权分离模式

时间	发展历程
1956年	日本道路公团成立，负责日本高速公路建设与管理，建设资金来自政府。
1959-1970年	日本又先后成立由中央与地方政府共同出资、专门负责区域性事务的首都高速道路公团、阪神高速道路公团、本州四国联络桥公团
20世纪70-90年代	日本高速公路高速建设发展，公团在经营层面暴露较多问题： (1) 公团建设高速公路资金主要来源于中央，因此在地方利益驱使下，各地进行政治施压一再扩大高速公路建设规划，其中包括许多利用率较低而难以实现收支平衡的路线。到2004年日本高速公路43条线路中有23条收不抵支。 (2) 公团采用交叉补贴方式扩张高速公路网，不考虑单一路段造价和流量，整个路网实行统一收费标准，盈利路线的通行费收入用于对亏损路线进行交叉补贴，亏损路线占比提升导致日本高速公路通行费率位于全球前列。
2004年	日本国会通过了《道路关系四公团民营化关系法》
2005年	日本的高速公路公司被改制成6家仅负责道路建设和管理的高速公路公司（东日本、西日本、中日本、首都高速、阪神高速、本州四国高速公路股份有限公司），以及一家代表国家的独立机构（日本高速公路股份及债务偿还机构）继承高速公路资产及长期债务。改革后实施永久性的高速公路产权与经营权分离。

图：日本高速公路行业经营模式



□ 日本高速公路建设高峰期已过，截至2021年已建设高速公路国道9168km，占21世纪规划目标长度的78%。

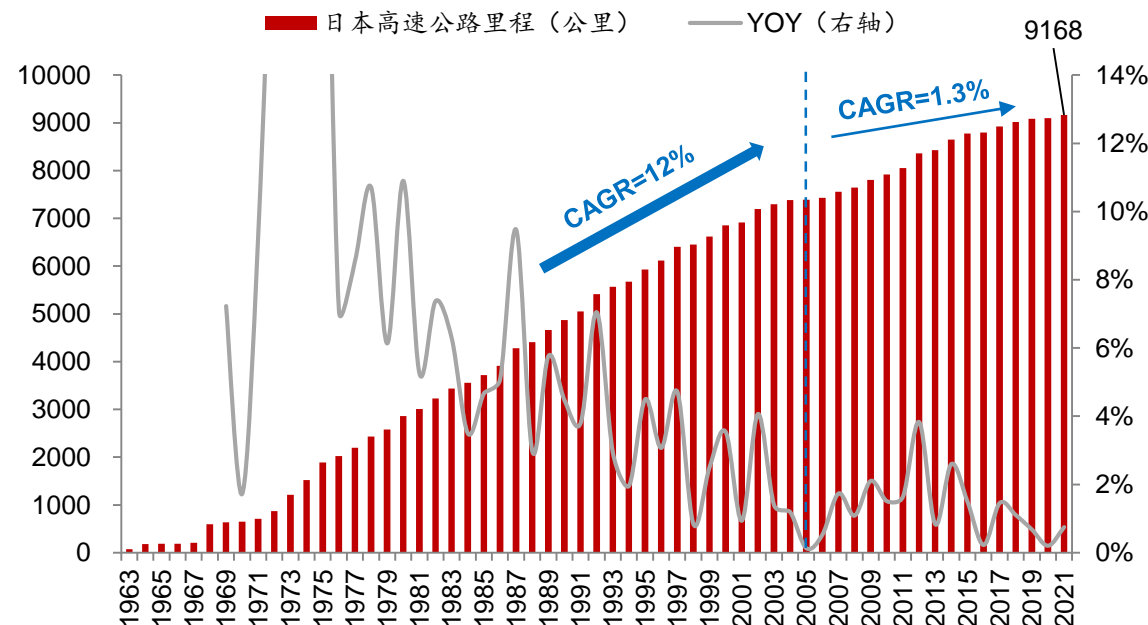
- 1963年，日本第一条高速公路名神高速通车。1966年《国土开发干线公路建设法》修订版、1987年《高标准干线公路网规划方案》提出更高建设目标，日本高速公路行业进入建设高峰期。1963-2005年全国高速公路里程从71公里延长至7392公里，对应CAGR约为12%。
- 2005年日本高速公路民营化改革落地，到2021年全国高速公路里程9168公里，对应2005-2021年CAGR为1.3%。

表：日本高速公路建设规划与实施

时间	具体规划与实施情况
1943年	日本内务省提出日本第一个全国高速公路计划，规划里程5490公里，但建设严重滞后
1954年	实施公路发展五年计划，加速高速公路网建设
1963年	日本第一条高速公路名神高速通车
1966年	日本修订《国土开发干线公路建设法》，规划到2000年建设32条、总长7600公里高速公路
1987年	日本再次修订《国土开发干线公路建设法》，并公布《高标准干线公路网规划方案》，21世纪规划高标准干线公路目标增加至1.4万公里，其中高速公路国道1.152万公里。

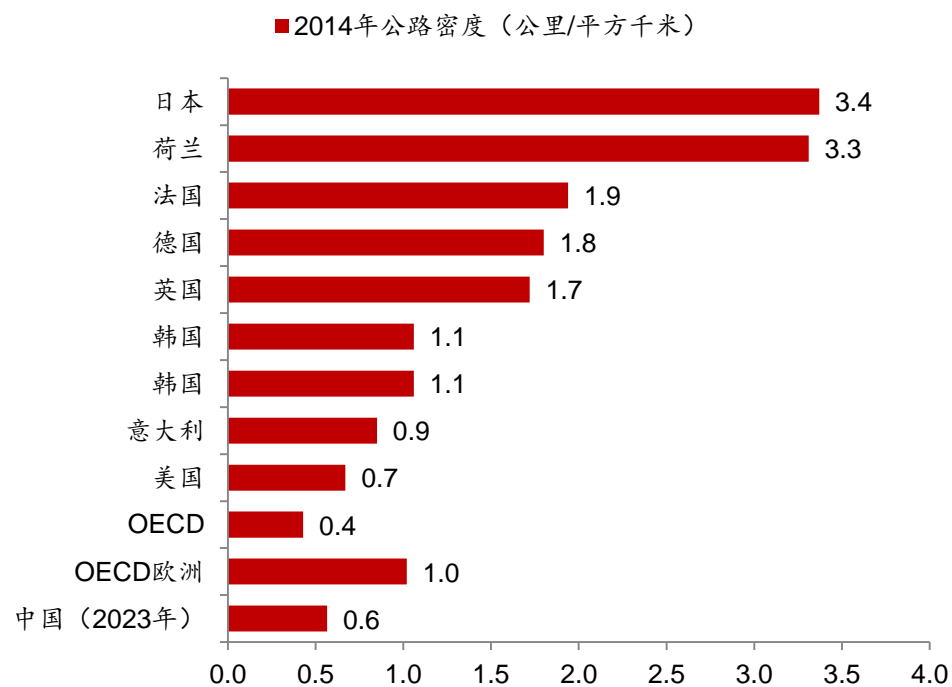
20世纪70-90年代 日本进入高速公路建设高峰期

图：20世纪70-90年代日本高速公路里程快速扩张

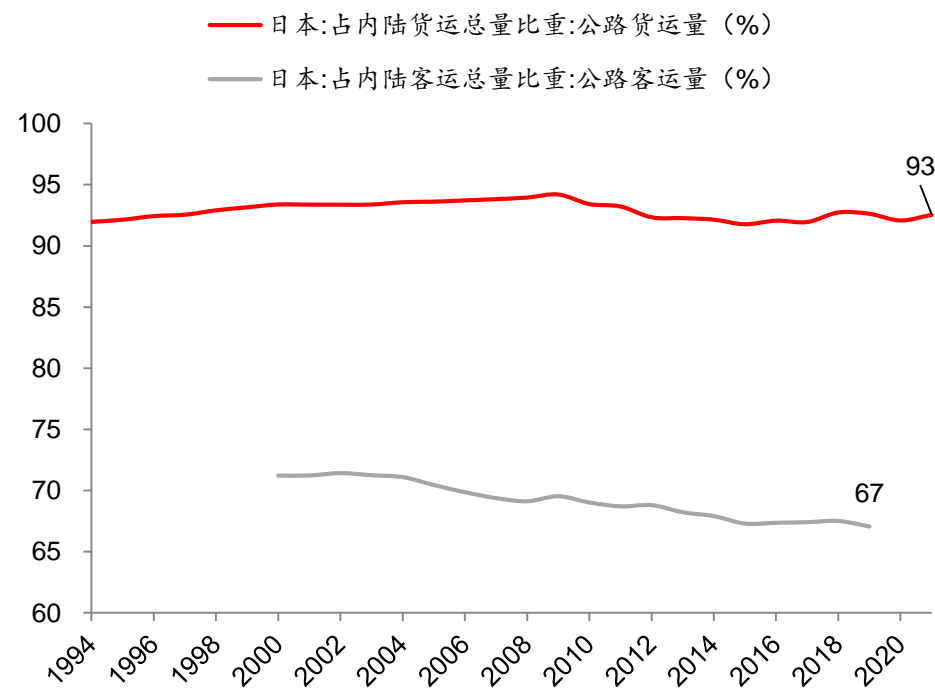


- **日本高速公路网络非常发达，公路密度位居世界前列。**根据OECD，2014年日本公路密度接近3.4公里/平方千米，而OECD欧洲国家约为1公里/平方千米。2023年，中国公路（含收费、不收费）密度为0.6公里/平方千米。
- **日本公路货运量占国内货运的93%。**2019年，日本公路货运量占内陆货运量的93%，公路客运量占比约67%。2023年，中国营运性货运量中，公路运输占比约74%。

图：日本公路密度位居世界前列

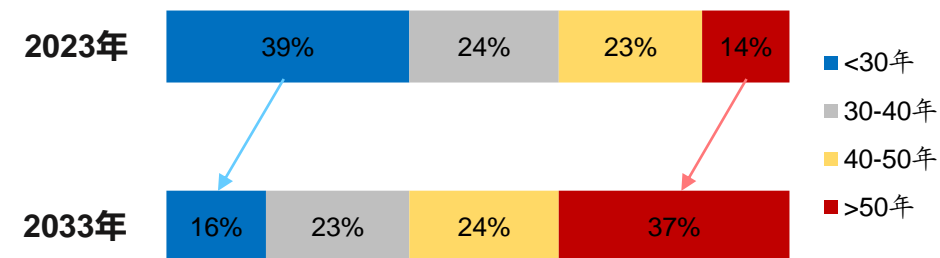


图：日本公路货运量、客运量占比

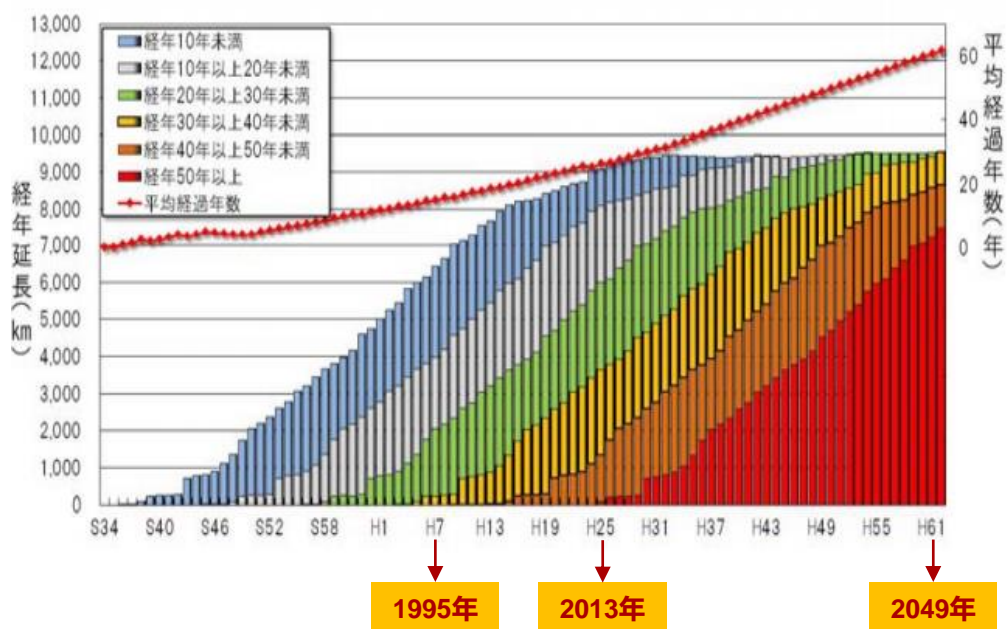


□ **2015年起日本高速公路公司推进大规模更新改造计划。**日本第一条高速公路1963年开通，到2015年使用超过30年以上的里程约有3700公里（占4成）。2015年，日本高速公路公司公布“大规模更新、修缮计划”，预计在15年内完成，其中NEXCO 3公司计划更新2220km，计划投资额高达4.12万亿日元（约2015亿元人民币）。

图：日本三大高速公路公司管理路产使用年份结构



图：日本高速公路里程及平均使用年数



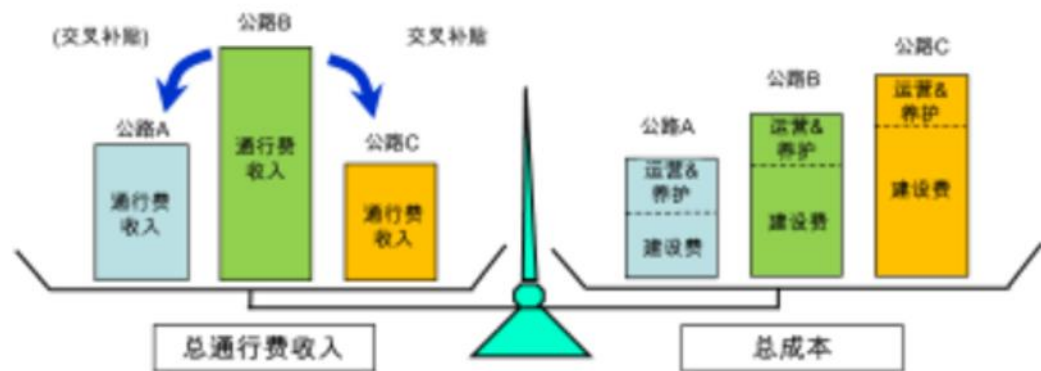
表：日本高速公路更新计划

经营主体	路况	更新计划	计划投资额
NEXCO 3 (东日本、西日本、中日本高速)	2023年底，约4000km（占4成）高速公路开通时间超过40年	2220km	4.12万亿日元（约2015亿元人民币）
首都高速	截至2022年底，约46%里程使用年限超过40年。	63km	6262亿日元（约306亿元人民币）
阪神高速	管理长度258km，其中桥梁占比8成。截至2022年底，使用年限超过50年的桥梁占3成	62km	3685亿日元（约180亿元人民币）

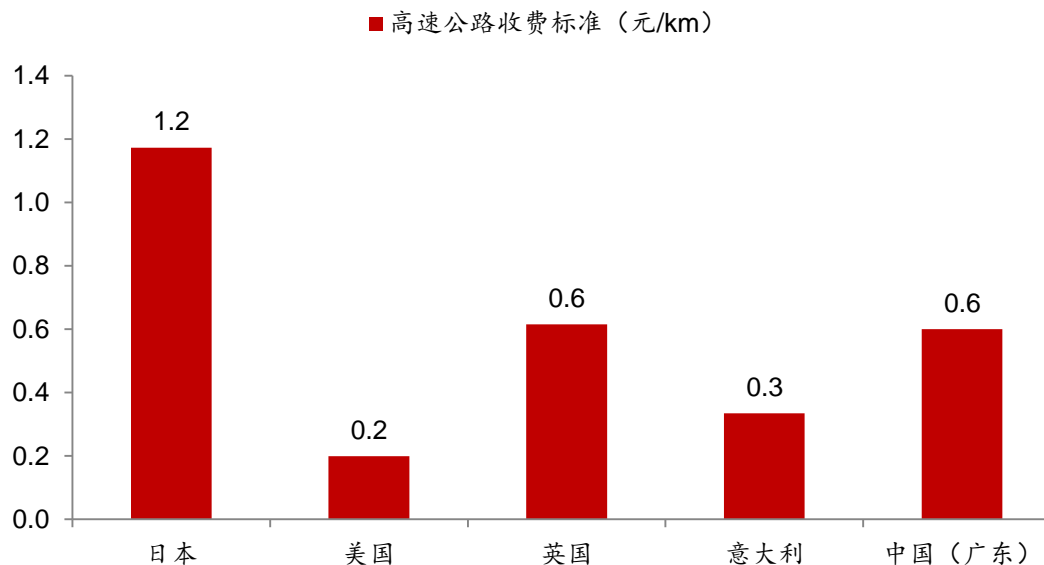
01 费用制度：收费还贷、统贷统还，收费年限统一

- 日本收费公路实行“贷款修路、收费还贷”模式，费用制度以偿还主义和资金池制度为基础，统一道路收费年限与费率。日本新建、改扩建高速公路以免费公开原则为前提，临时征收通行费，在收费期限偿还建设花费贷款与维护管理费用。1972年日本引入高速公路收费池制度，统一全国通行费水平与收费年限（不考虑单条路线通车日期），通行费收入进入到资金池进行统筹，以获利路线的通行费收入对亏损路线进行交叉补贴，纠正了因建设周期、建造成本不同而造成的通行费差异。
- 因建造成本高昂，日本收费标准为全球最高。日本是一个地形陡峭的山地国家，且自然灾害较多，公路建造与维护成本较高，因此，日本高速公路收费标准较高，位于全球前列。引入收费池制度初期，日本不区分车种区分，统一基准费率。随着路网扩大导致投资额增加，为了实现偿债目标，日本多次调整费率。

图：日本高速公路资金池制度



图：日本高速公路收费标准全球最高（单位：人民币）

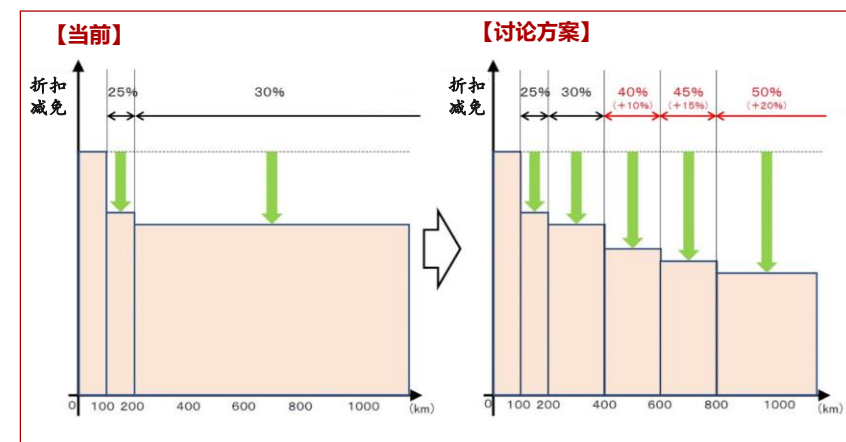
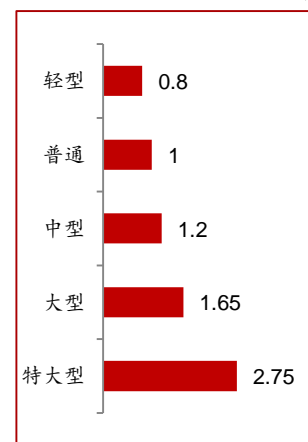
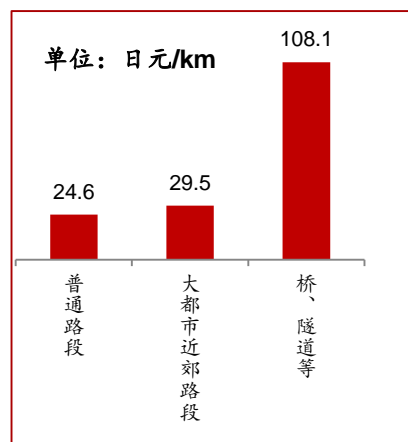


注：1) 图中收费标准选取常规路段普通客车型对应收费标准；
2) 广东省收费标准为六车道对应水平。

- 日本高速公路按距离收取通行费，设置三档收费基准（对部分特殊路段实行差异化收费），分5类汽车类型设置系数。其中，常规路段普通车型费率为24.6日元/km，该水平从1995年起维持不变。考虑到特殊路段建造成本更高，对部分路段实行差异化收费。
- 长距离递减制度：即日本政府计划扩大长途折扣范围与力度，最大折扣力度或从30%提高到50%。

图：日本高速公路距离制收费计算公式（单位：日元）

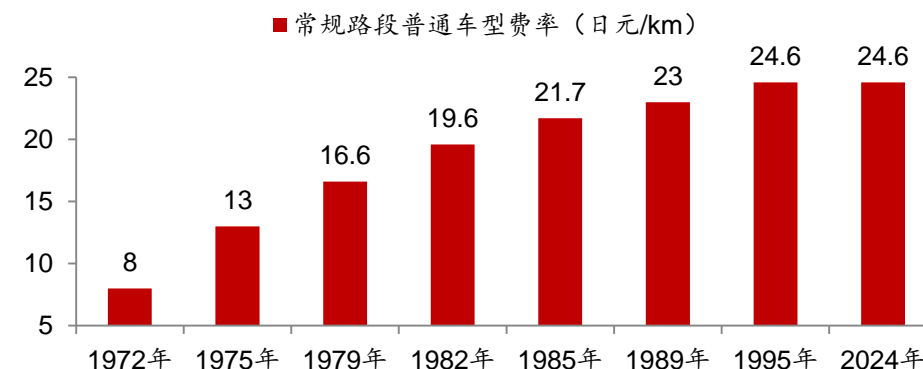
$$\text{高速公路通行费} = \left\{ \begin{array}{l} \text{终点站建设费} \\ \text{(150元/次)} \end{array} + \begin{array}{l} \text{单公里收费标准} \\ \times \end{array} \begin{array}{l} \text{行驶距离} \\ \times \end{array} \begin{array}{l} \text{车型系数} \\ \times \end{array} \begin{array}{l} \text{长距离折扣} \end{array} \right\} \times 1.1 \text{ (消费税)}$$



□ 日本高速公路费率改革趋势：先提高基础费率，再引入折扣制度，根据经济背景与高速公路债务偿还情况，下调费用水平。

- **提费：**财源紧张背景下，1972-1995年日本高速公路基础费率从8日元/km提高到24.6日元/km。1995-2024年维持不变。
- **灵活降费：**民营化经营带来灵活的费率设定。2001年日本引入ETC收费折扣制度，2008年起，为了应对经济低迷物价下跌、油价上涨，日本加大折扣优惠力度，实行更弹性灵活的费用制度，高速公路通行费水平下调。

图：1972-1995年日本高速公路费率持续提升

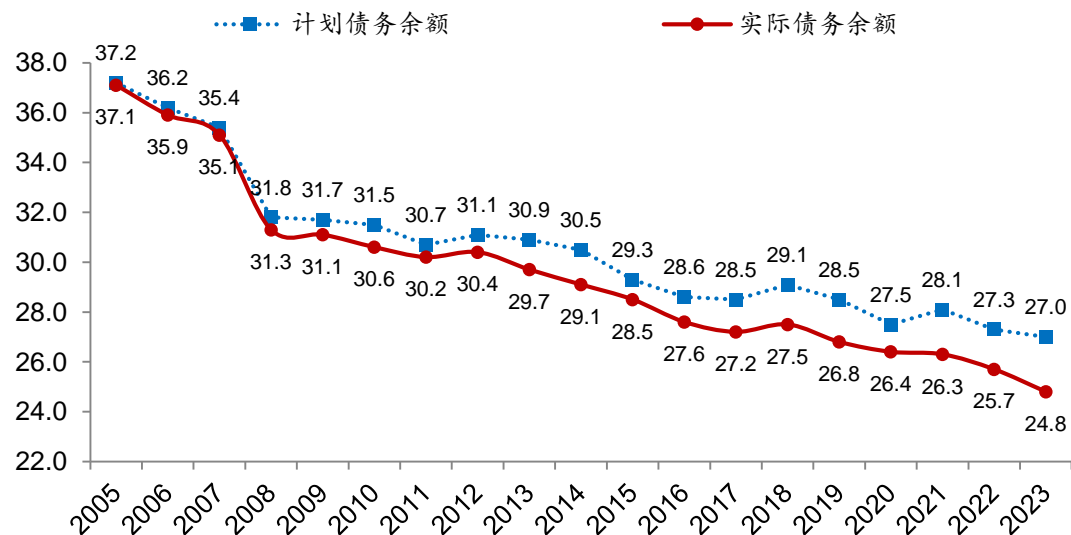


表：东日本、西日本、中日本高速公路公司主要折扣一览（以普通路段为例，同一行程不可重复适用工作日早晚折扣/假期折扣/深夜折扣）

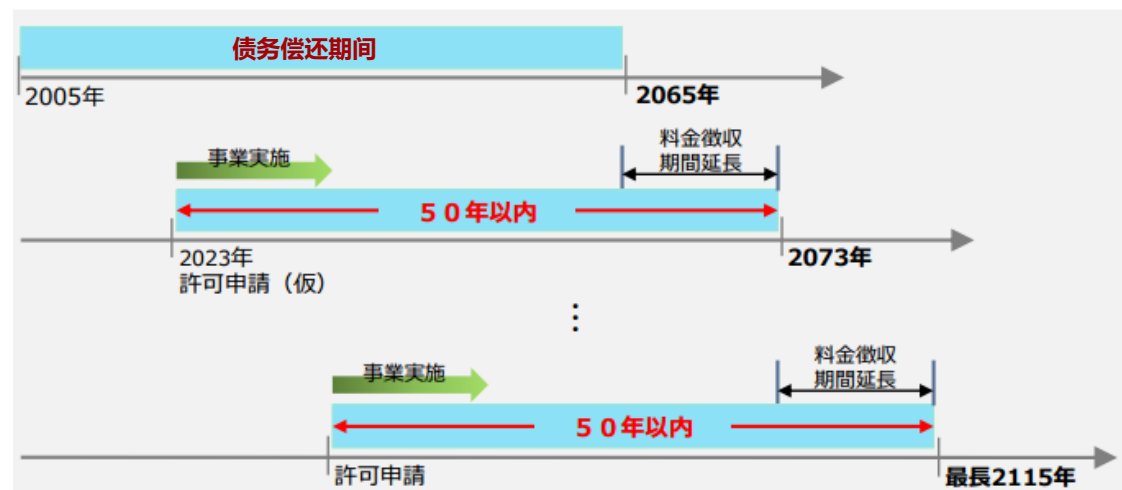
类型	长途折扣	工作日早晚通勤折扣	假期折扣	深夜折扣	量大/多频折扣	里程积分折扣
目的	鼓励使用高速公路，降低生活成本	缓解拥堵	观光振兴	减轻周围一般道路负担	降低物流成本	降低生活成本
适用时间	/	周一至周五（节假日除外） 6:00-9:00或17:00-22:00	周六、周日、节假日	22点-5点	/	/
折扣规则	/	早晚仅第一次通过收费站出入口可享受此折扣	普通汽车、轻型车、摩托车均享受统一折扣，出行次数和距离无限制	普通车上限距离105km/小时	/	/
折扣力度	行程<100km: 无折扣 行程100-200km: 减25% 行程>200km: 减30%	行程<5次: 无折扣 行程5-9次: 减30% 行程>10次: 减50%	减30%	减30%	减10%-40%	每50日元通行费积1分，最大折扣率9.1%

- **高速公路机构债务压力巨大。**2005年日本高速公路民营化改革，由行政机构继承约37万亿日元债务，计划于2050年前还清。截至2023年末，管理机构债务余额约25万亿日元（约合1.24万亿元人民币）。
- **日本高速公路民营化后，两次延长高速公路最长收费期限，从2050年延长到2115年。**由于设备老化、翻新费用增加，为了筹措扩建修缮资金，同时高速公路行政机构还留有巨额债务，2014年日本政府将高速公路最长收费期限从2050年延长至2065年；2023年2月，日本政府内阁会议通过相关法律修订案，将高速公路最长收费期限延长到2115年。

图：日本高速公路股份及债务偿还机构债务余额巨大（万亿日元）



图：日本政府将高速公路最长收费期限延长到2115年



- 随着建造成本、维护费用提高，日本高速公路管理机构为了实现还贷目标，积极推动收费率合理增长以及收费期限延长。
- **提升费率：**1972年起日本引入高速公路收费池制度，随着道路建设/维护成本增加，以及交通量较低路段占比提升，1972-1995年日本高速公路收费标准（普通车型）从8日元/km提高到24.6日元/km。
 - **延长收费期限：**2005年日本高速公路民营化改革，继承40万亿日元债务，预计2050年前还清。2014、2023年日本两次修订道路相关法律，将最长收费期限延长到2115年。

表：日本高速公路收费标准、偿债期限改革时间表

年份		1972	1975	1979	1982	1985	1989	1995	1999	2001	2005	2014.4	2014.11	2024.4	
收费里程 (km)		3895	4816	5415	5415	5777	6410	7887	9006	9342	8520	8563			
收费标准	普通车型收费 (日元/km)	8	13	16.6	19.6	21.7	23	24.6							
	终点站建设费 (日元/次)	-	100				150								
消费税率		-					3%		5%			8%		10%	
偿债期限 (收费期限)		约30年						40年 (1992.6起)	45年 (1999年起)	50年内	最长到2050年		最长到2065年	50年内 (最长到2115年)	

02

日本高速公路 公司经营对比

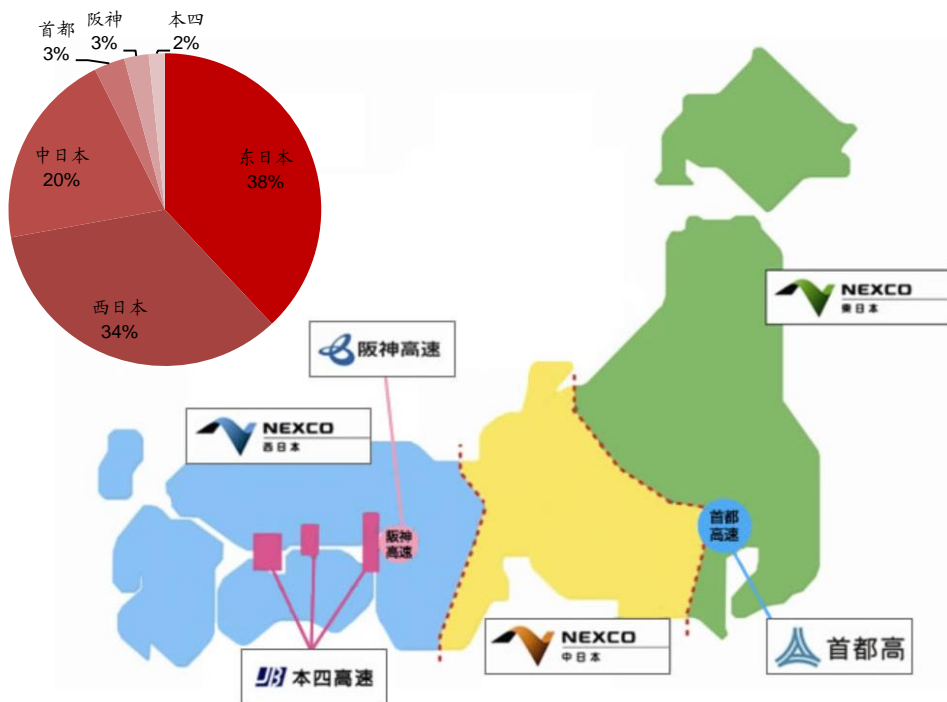
**发展成熟，里程、交通量、
通行费收入平稳**

**通行费收入占比约9成，
服务区业务利润贡献高**

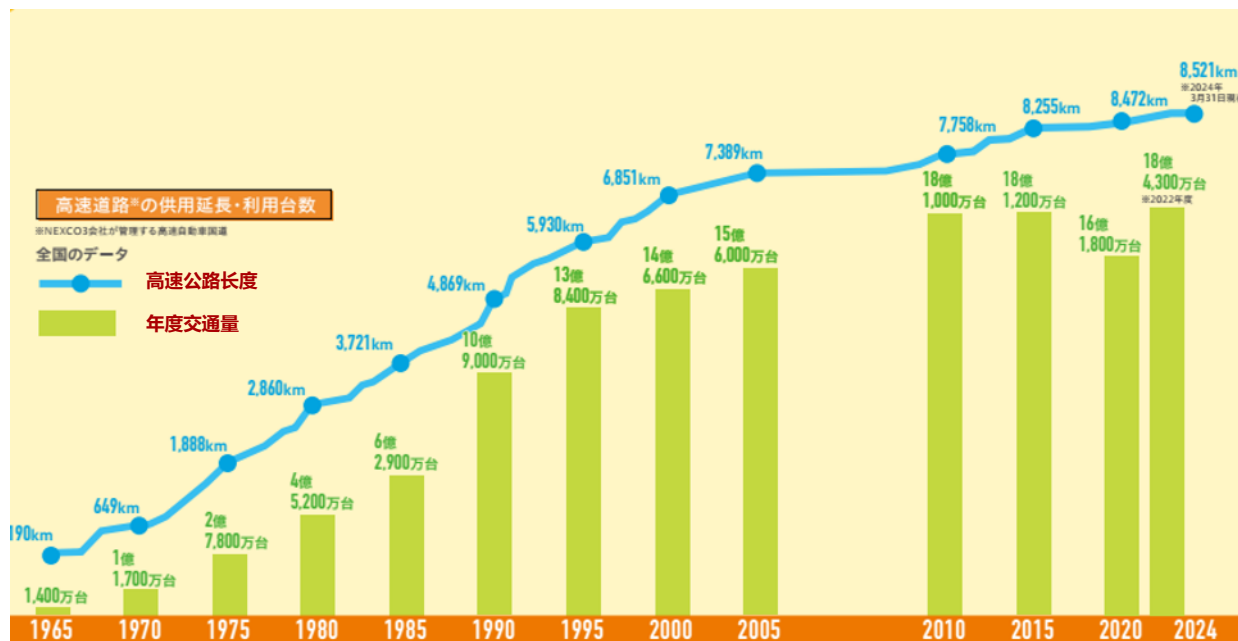
出海已有试水

- 依据高速公路株式会社法设立的三家特殊会社（东日本、西日本、中日本）2023年管理高速公路长度占全国9成以上。日本有6家负责高速公路建设和管理的高速公路公司，包括东日本、西日本、中日本、本州四国4家全国性高速公路公司，以及首都高速、阪神高速2家区域性高速公路公司。

图：日本6家高速公路公司运营范围分布与管理里程份额

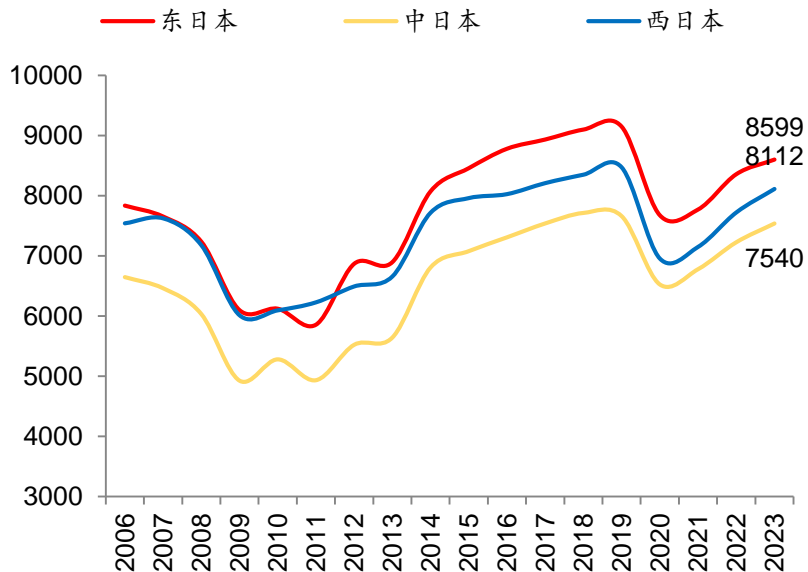


图：日本3家高速公路株式会社管理高速公路里程与交通量

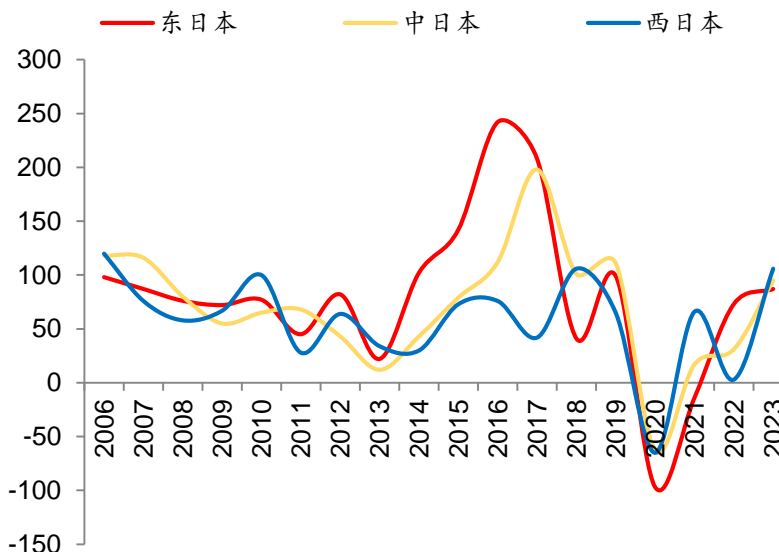


- **收入端非常稳健**：2023财年（2023.4-2024.3），东日本、中日本、西日本高速公路公司营业收入分别为408、358、385亿元人民币，06-23年CAGR为0.5%、0.7%、0.4%。
- **归母利润率常年处于较低水平**：2023财年，东日本、中日本、西日本高速公路公司归母净利润分别为4.1、4.5、5.0亿元人民币，归母净利率分别为1.0%、1.3%、1.3%。

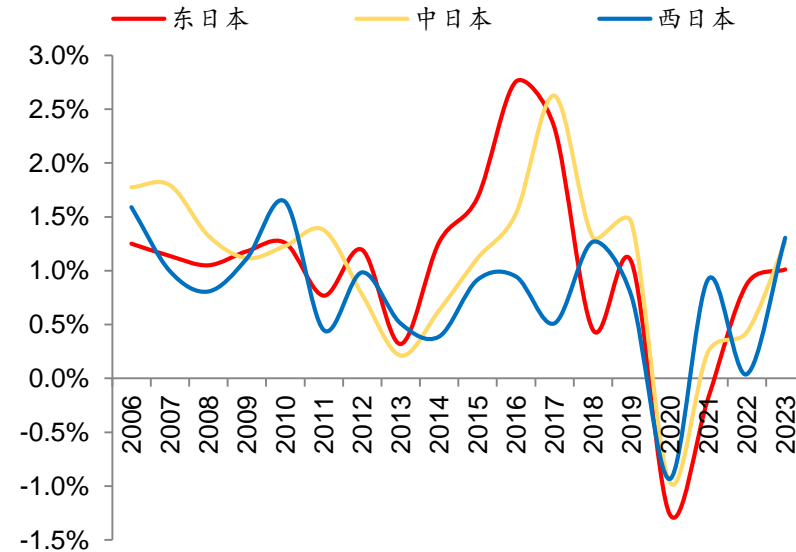
图：日本高速公路公司营业收入（亿日元）



图：日本高速公路公司归母净利润（亿日元）

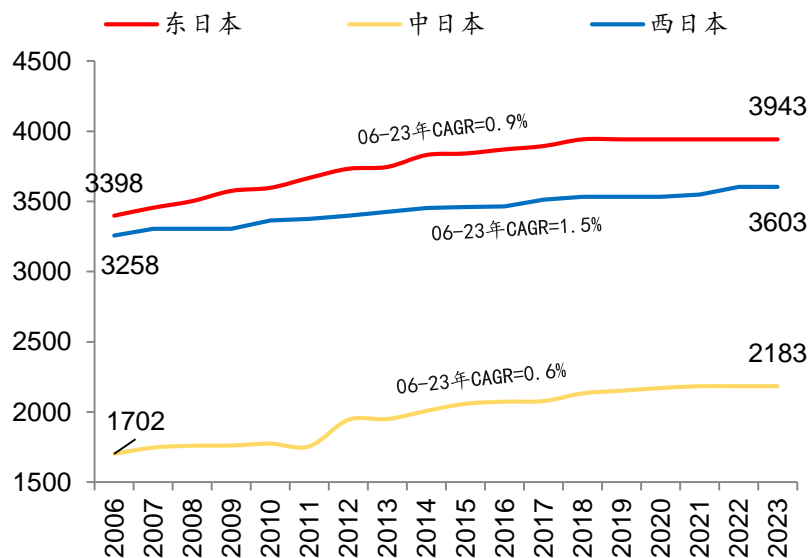


图：日本高速公路公司归母净利率较低

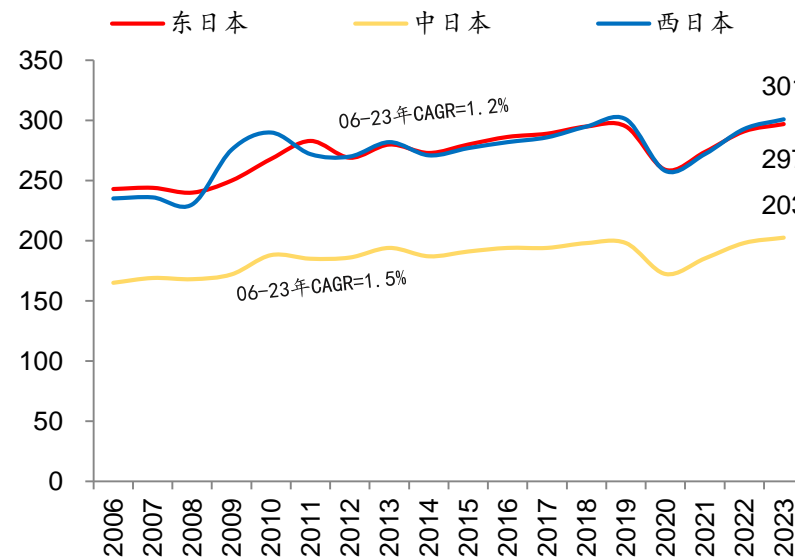


- 高速公路里程：**2023财年，东日本、西日本、中日本高速公路管理里程分别为3943、3603、2183公里，在全国范围内分别占38%、35%、21%。
- 高速公路交通量：**2023财年，东日本、西日本、中日本高速公路通车量日均分别为297、301、203万车次，06-23年CAGR分别为1.2%、1.2%、1.5%。
- 通行费收入：**2023财年，东日本、西日本、中日本高速通行费收入分别为8165、7615、6721亿日元，06-23年CAGR分别为0.8%、0.6%、0.9%。

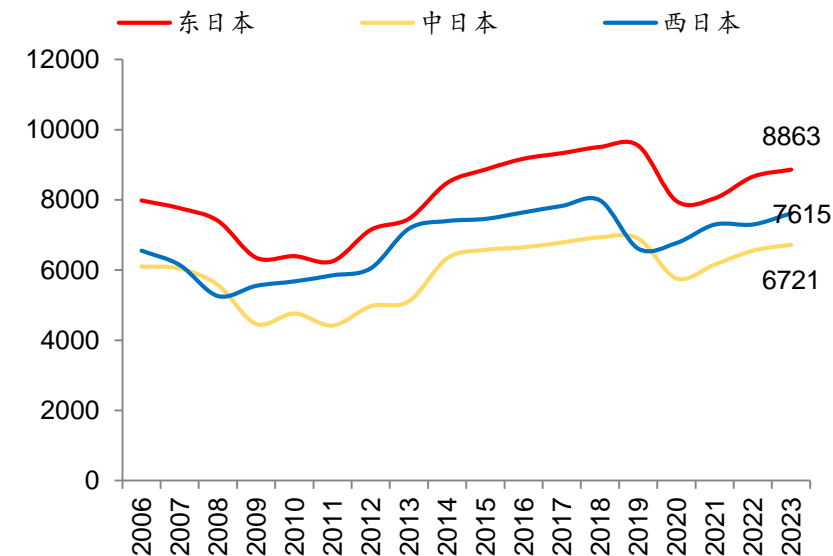
图：高速公路里程（单位：KM）



图：高速公路日均交通量（万车次）

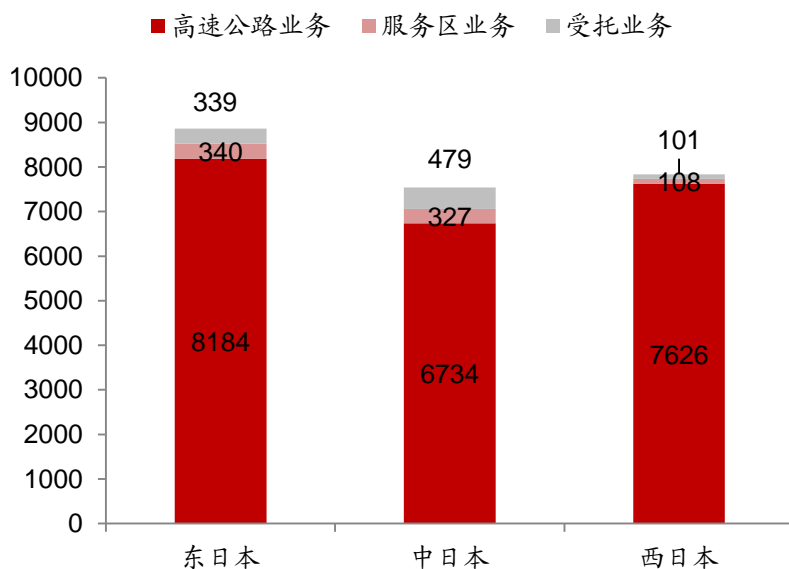


图：高速公路通行费收入（亿日元）

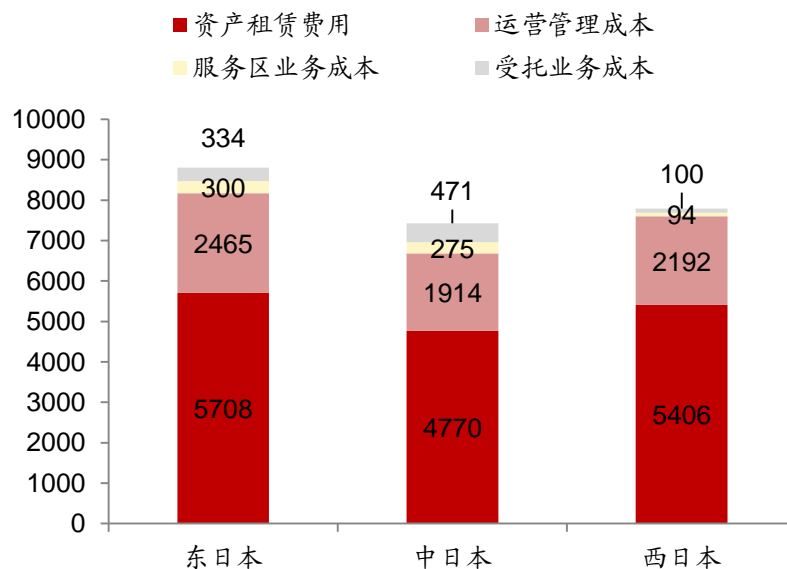


- 收入端：**日本三大高速公路公司聚焦主业，主营业务包括高速公路业务、道路服务区业务、受托业务（包括旅行社旅游商品销售、住宿代理、房地产业务等）。2023财年，东日本、中日本、西日本高速公路业务收入占比分别为92%、89%、97%，服务区租金收入占比分别为4%、4%、1%。
- 成本端：**日本三大高速公路公司2023财年成本中，支付给行政机构的资产租赁费用占比约64%-69%，高速公路管理费用占比约26%-28%，服务区业务相关成本占比约1%-4%，受托业务相关成本占比约1%-6%。
- 营业利润端：**高速公路业务利润率较薄，服务区业务利润率相对较高。2023财年日本三大高速公路公司营业利润中，高速公路业务贡献20%-63%，服务区业务贡献33%-71%，受托业务贡献5%-9%。其中，高速公路业务营业利润率为0.1%-0.7%，服务区业务为11.8%-15.6%，受托业务为1.5%-2.0%。

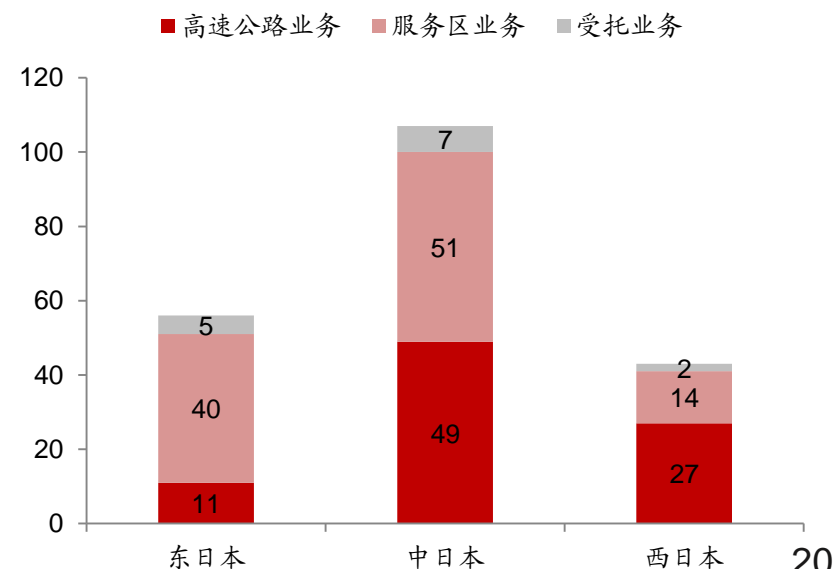
图：日本高速公路公司营业收入结构（亿日元）



图：日本高速公路公司成本结构（亿日元）



图：日本高速公路公司营业利润结构（亿日元）

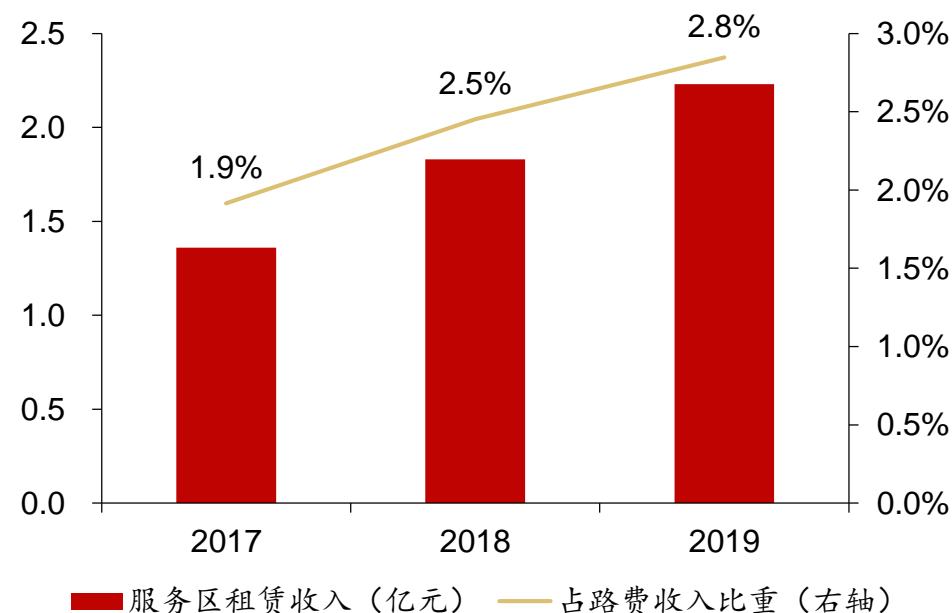


- **日本高速公路服务区经济发展由来已久，具有借鉴意义。**自2005年开始，日本实施道路公团民营化，按区域成立6家高速公路公司后，经营效益成为重点内容之一，而日本高速公路公司业绩主要体现在服务区和停车场。
- **日本高速公路服务区销售额体量庞大，高速公路公司对服务区商户实施激励折扣制度，租金费率约15%-26%。**2019财年，西、中、东日本高速公路株式会社3个公司旗下服务区销售规模为76-102亿元人民币，高速公路公司收取租金收入为16-20亿元人民币，费率约15%-26%。
- **我国上市公司高速公路服务区业务对标日本仍有较大发展空间。**以宁沪高速为例，2019年配套服务收入13.48亿元，其中服务区租赁收入2.23亿元，占同期通行费收入比重仅为2.8%。

表：日本高速公路公司2019财年服务区业务收入及平均费率

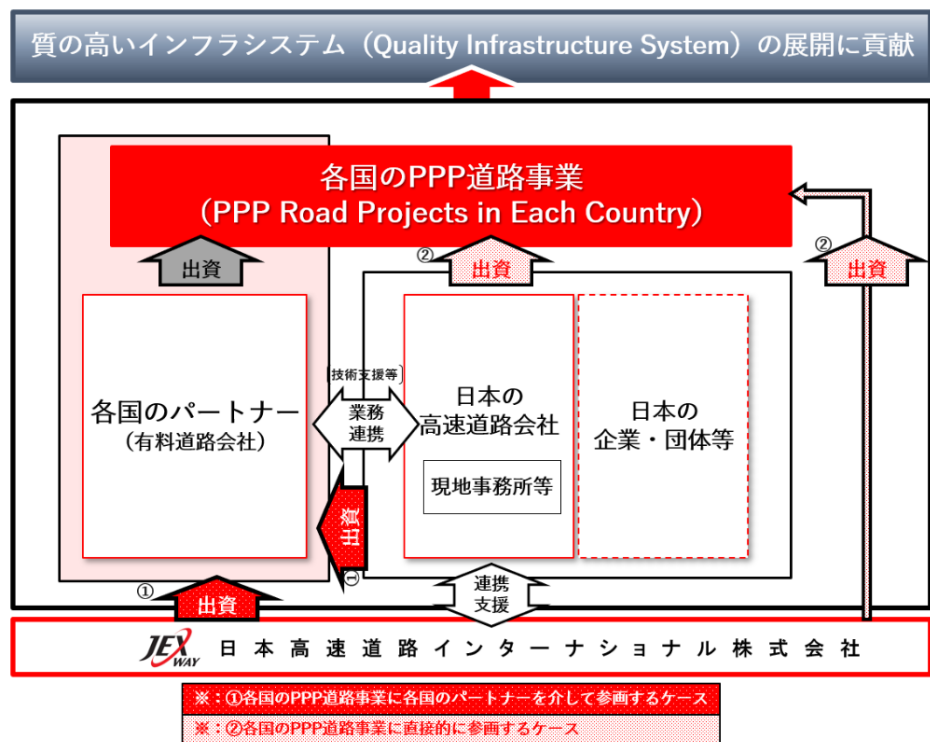
	西日本高速	中日本高速	东日本高速
高速里程（公里）	3534	2151	3943
服务区（对）	306	181	199
停车区（对）			129
日通行量（万辆）	301	198	295
通行费收入（亿日元）	7982	6897	8574
单车通行费收入（日元/辆）	727	954	797
单车服务区消费金额（日元/辆）	147	288	145
服务区销售总额（亿日元）	1620	2081	1564
平均费率	20%	15%	26%
高速公路服务区业务收入（亿日元）	330	317	406
服务区收入占比	3.9%	4.1%	4.3%
服务区营业利润（亿日元）	32	39	22
服务区营业利润占比	47%	29%	22%

图：宁沪高速服务区租赁收入占比



- 2011年起日本高速公路公司开始尝试联合出海输出成熟高速公路建设技术与运营经验，当前已进入越南、印尼、印度等国。2011年9月，日本5家高速公路公司（东日本、西日本、中日本、首都高速、阪神高速）共同成立了“日本高速公路国际株式会社”（JEXWAY），以实施海外事业为目标，以亚洲为中心参与海外收费公路PPP项目。

图：日本高速公路国际株式会社商业计划



图：日本高速公路公司出海成就

时间	公司	出海国	发展历程
2014年	西日本高速	印尼	西日本高速联合JEXWAY收购印尼Serpong公路（7.25公里收费公路）的运营公司BSD社约4%股份（约3.5亿日元）。
2017年	中日本高速	越南	收购越南河内附近收费公路（43.44km，2016年开通）的运营公司FCC社20%的股份
2017年	东日本高速	印度	与三菱商事株式会社、日本海外交通城市开发株式会社组成财团，共同收购印度收费公路运营公司Cube Highways and Infrastructure 20%的股份
2020年	西日本高速	印尼	西日本高速、JEXWAY取得印尼高速公路运营公司MUN社约10%的股份，今后将扩大在印尼的高速公路事业

03

国内改革 如何借鉴？

年限拉长——已有眉目

费率提升——部分实践

分红提升——提升配置价值

2024年险企密集举牌红利股

公路股息率与十年国债差值
处于历史85%分位

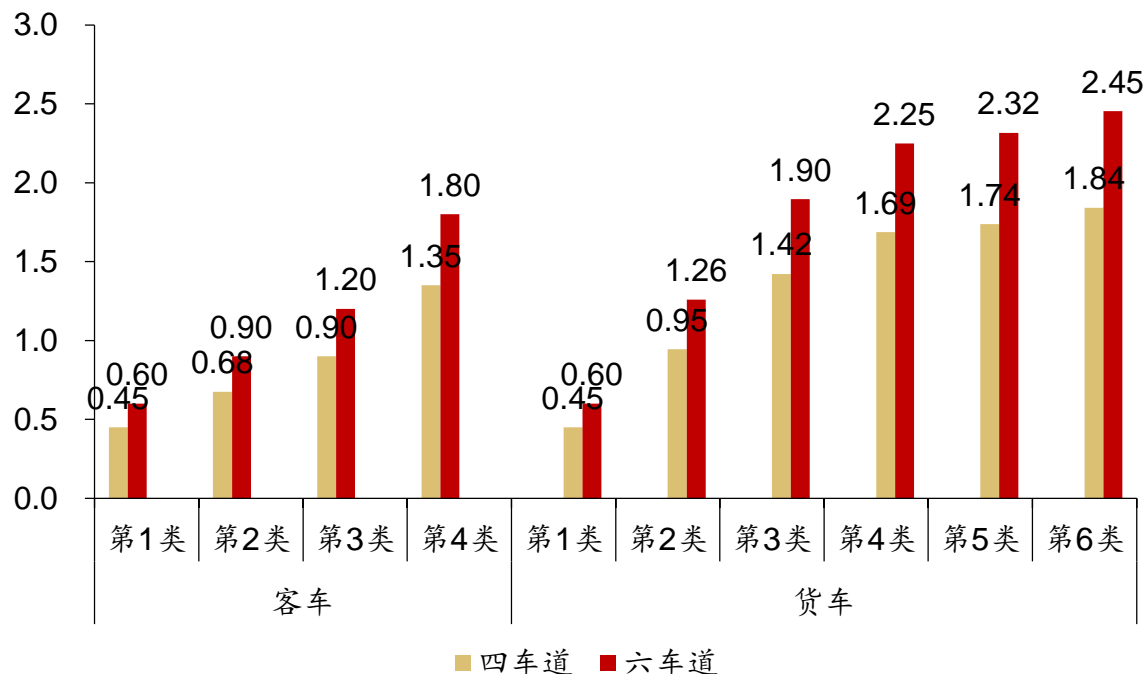
- 国务院将《收费公路管理条例》(修订)列为2024年拟修订的行政法规，经营性公路收费期限有望延长。为完善收费公路管理制度，在2004年版《收费公路管理条例》的基础上，交通运输部于2013、2015、2018年对修订稿进行公开征求意见，对收费年限、收费标准等方面进行局部修订：**最长收费期限25年→最长收费期限30年→投资规模大、回报周期长的可以超过30年。**
- 2024年5月《基础设施和公用事业特许经营管理办法》修订版实施，**将特许经营最长期限从30年延长到40年。**

表：《收费公路管理条例》及修订征求意见稿中关于**收费期限**的表述

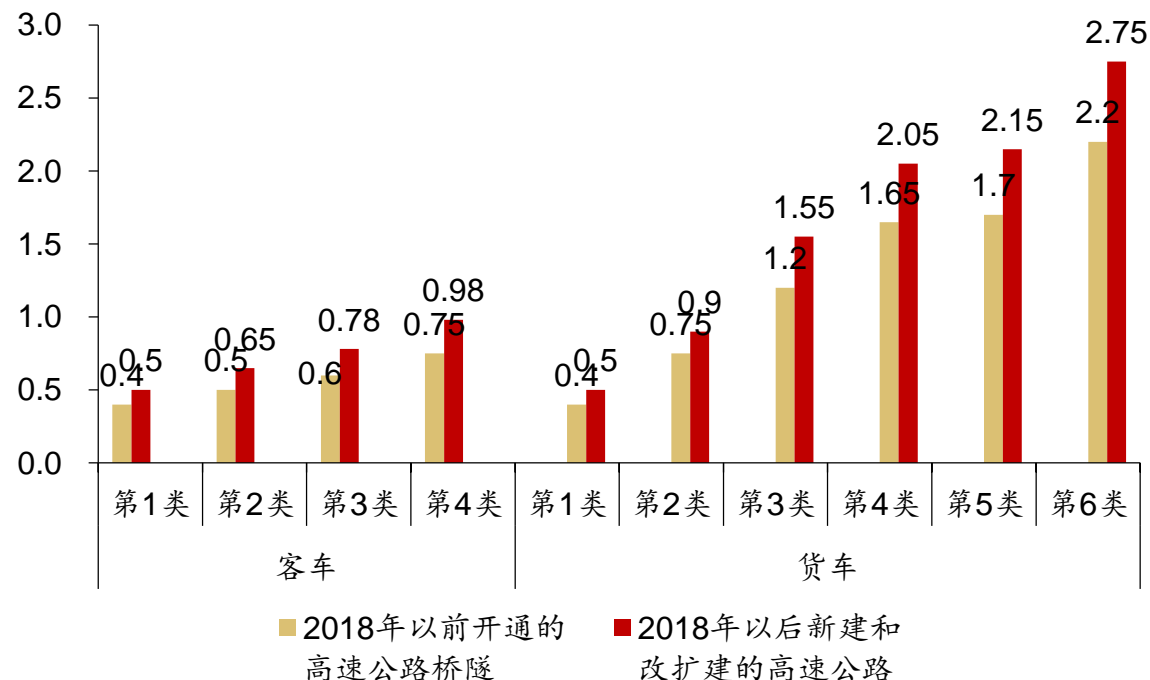
时间	文件	经营性公路收费期限相关内容
2004年	《收费公路管理条例》	第十四条 收费公路的收费期限，由省、自治区、直辖市人民政府按照下列标准审查批准： (二) 经营性公路 的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25年 。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30年 。
2013年	《收费公路管理条例》 (修正案征求意见稿)	将第十四条第二项修改为：“(二) 经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。 国家实施免费政策给经营管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。 ”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。(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。”
2015年	《收费公路管理条例》 (修订征求意见稿)	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： (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。 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。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。
2018年	《收费公路管理条例》 (修订草案征求意见稿)	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。 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。 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。

- 山东省：按建造年份实施差异化收费，涨幅超25%。**自2020年1月4日，山东省政府网站发布《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，规定2018年后新建和改扩建的高速公路，比2018年以前开通的高速公路，收费标准有一定上浮，例如，1类客车/货车的收费从0.4元/公里提高到0.5元/公里。
- 广东省：按车道数实施差异化收费，涨幅超30%。**自2020年1月1日起，广东省六车道以上和六车道以下的高速公路执行不同的收费标准，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。

图：广东省对于车道数不同实施差异化收费

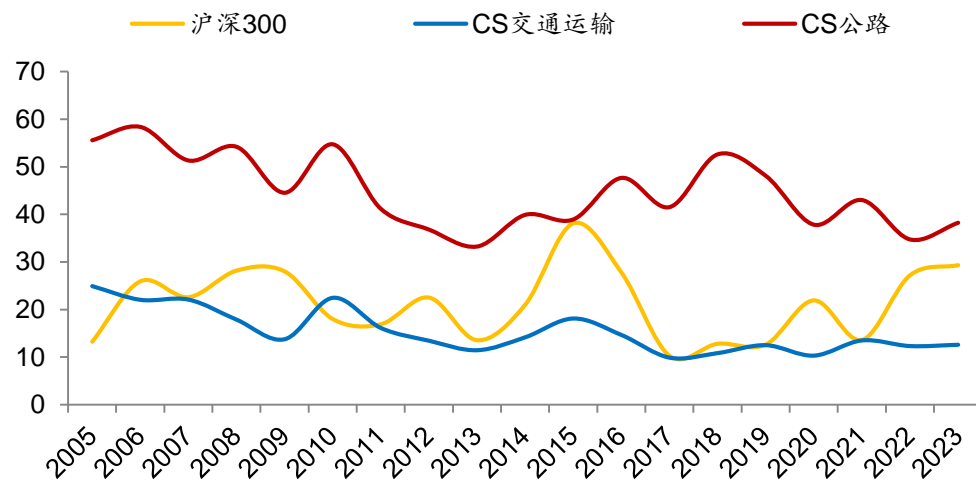


图：山东省提高2018年后运营的高速公路收费标准



- 我国高速公路行业进入成熟期，公路公司长期维持稳定的高水平盈利，拥有较强的分红能力与分红意愿。近年来多家高速公路公司提高分红比例，增强配置价值，拉动估值提升。
- 高速公路板块业绩不易受经济波动影响，尤其在经济下行期，业绩更具稳定性。2019-2023年，高速公路行业净利润率平均值约25%，远高于沪深300指数成分（11%）。
- 付现成本少+现金收入比重高，行业现金流状况很好，奠定高分红基础。2019-2023年高速公路行业经营活动现金流净额占营业收入比重的平均值约40%，远高于沪深300指数成分（21%）。

图：经营活动产生的现金流量净额/营业收入（%）



表：高速公路核心上市公司2010-2024年派息率（注：2024年派息率根据公司股东回报规划以及历史分红情况预测）

公司	派息率															趋势
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
深高速	47%	40%	41%	48%	45%	48%	41%	46%	45%	45%	46%	52%	50%	52%	55%	
粤高速A	32%	29%	36%	49%	39%	40%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
四川成渝	23%	21%	21%	24%	25%	25%	32%	34%	36%	31%	36%	18%	40%	62%	60%	
山东高速	28%	38%	31%	31%	36%	31%	31%	32%	36%	60%	90%	63%	68%	62%	60%	
招商公路	未上市							40%	40%	40%	49%	43%	53%	54%	55%	
皖通高速	44%	41%	44%	43%	44%	41%	41%	35%	37%	35%	42%	60%	63%	60%	60%	
赣粤高速	19%	21%	30%	30%	34%	49%	34%	40%	20%	31%	89%	31%	34%	32%	30%	
东莞控股	53%	44%	47%	47%	44%	38%	38%	29%	27%	29%	28%	30%	31%	51%	30%	
宁沪高速	73%	75%	78%	71%	74%	80%	63%	62%	53%	55%	94%	55%	62%	54%	52%	

- 在宏观形势、会计新规推动下，保险资金加速“耐心资本”化，2024年险企共20次举牌19家上市公司，创下近四年新高。一方面，国债利率持续下行，险资不得不加大权益投资，而高股息策略与险资“确定性收益”诉求较匹配。另一方面，根据新会计准则，交易型权益资产波动直接计入公司损益，亦推动险企采取低波策略。险企持有举牌标的5%股份以上，有望取得上市公司董事席位，拿到席位后该笔投资将纳入长期股权投资，从而可避免股价短期波动带来的账面投资亏损。
- 展望未来，若港股市场推出进一步提升流动性的政策，有望进一步提振对港股高股息标的的投资热情。2023年8月，香港成立流动性专责小组，此后港股下调印花税，证监会于2024年4月出台对港合作5项措施，未来有望进一步推出潜在提升港股流动性的政策。

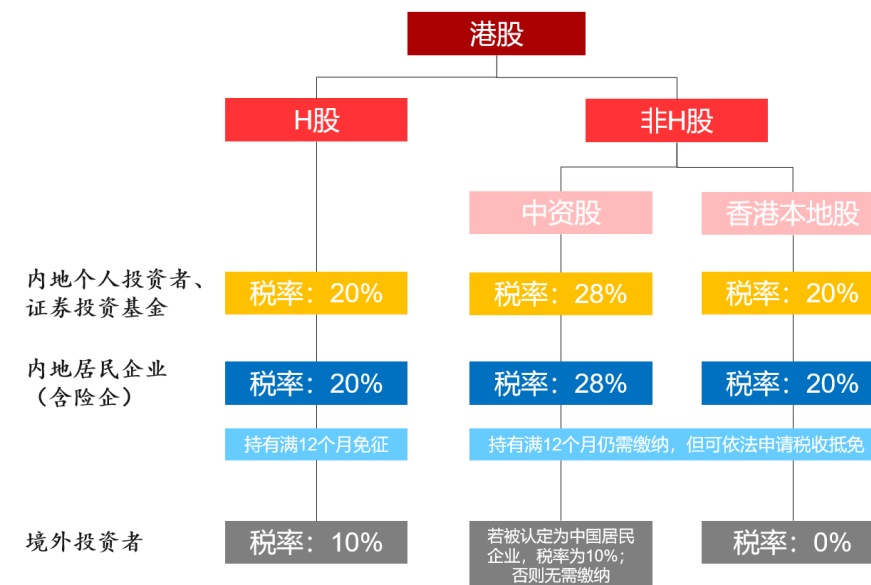
表：2024年保险公司举牌20次

时间	被举牌上市公司	行业	举牌公告当日股息率
长城人寿	赣粤高速	高速公路	3.3%
	秦港股份	港口	2.6%
	无锡银行	银行	4.0%
	城发环境	环保	2.0%
	绿色动力环保H	环保	6.2%
紫金财险	江南水务	环保	1.9%
	华光环保	公用事业	3.3%
太保寿险	华电国际H	公用事业	4.1%
	华能国际H	公用事业	4.5%
	中远海能H	航运	10.3%
瑞众人寿	龙源电力H	公用事业	3.3%
	中国中免H	零售	3.3%
中邮人寿	安徽皖通高速H	高速公路	7.5%
新华保险	国药股份	医药	2.5%
	上海医药H	医药	4.1%
利安人寿	深圳国际H	交运	6.2%
平安人寿	工商银行H	银行	9.5%

图：AH股溢价指数仍处于高位

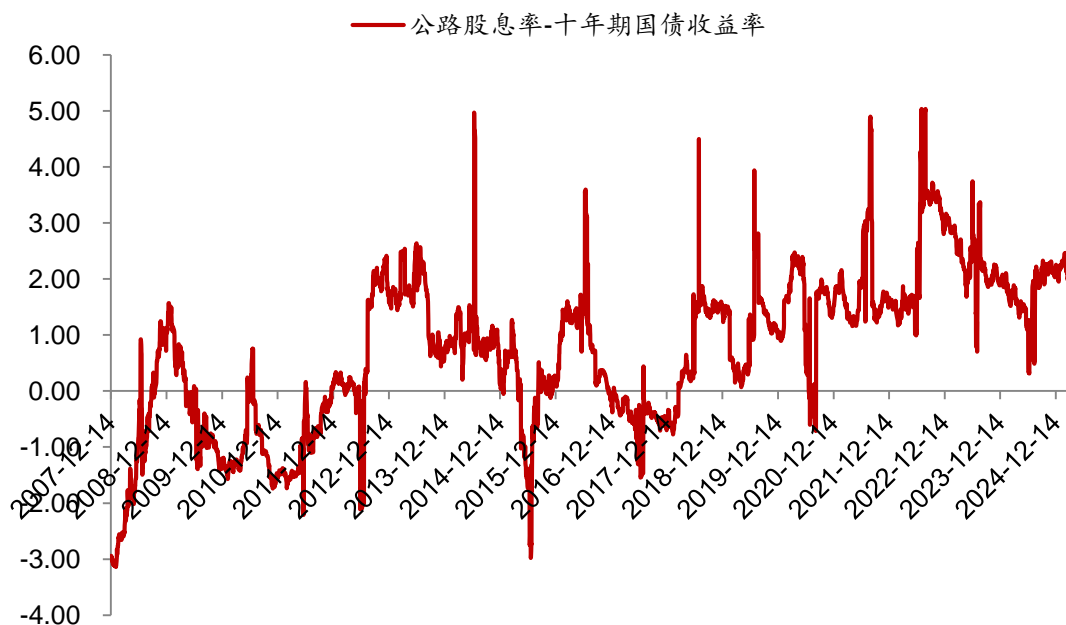


图：港股红利税扣税规则



- 表征无风险利率的10年期国债利率收益率持续下行，具备稳定高分红回报的高股息资产投资价值上升。
- 公路股息率与十年期国债收益率的差值处于历史85%分位。2019年以来，公路板块股息率普遍处于高于同期十年期国债收益率的水平。2025年3月7日，公路股息率与十年期国债收益率的差值为2.08%，位于历史85%分位。

图：公路股息率与十年国债差值（%）处于历史85%分位



图：无风险利率持续向下



04

投资建议

□ 当前复杂宏观背景下，持续高增长行业稀缺，盈利稳健、现金流稳定、分红意愿及能力强的高股息资产价值凸显。高速公路管理条例修订在即，若延长收费年限，将推动板块估值提升。重点推荐A+H股高股息标的：

- **皖通高速H**：聚焦高速公路主业，盈利能力、再投资收益率行业领先，宣广高速改扩建项目于25年初通车，看好盈利提升。
- **宁沪高速H**：高速公路龙头企业，盈利能力稳健领跑，分红稳中向上。
- **招商公路**：唯一高速公路央企，持续进行资产并购，经营整体稳健。

表：盈利预测与估值（以2025.3.10收盘价计算，单位：亿元人民币）

公司	市值	归母净利润		PE		分红比例		股息率	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
皖通高速 (H)	153	17.6	18.4	8.7	8.3	60%	60%	6.9%	7.2%
宁沪高速 (H)	409	51.5	54.1	7.9	7.6	46%	44%	5.8%	5.8%
招商公路	896	62.3	67.3	14.4	13.3	55%	55%	3.8%	4.1%

- (1) 宏观经济不及预期：**高速公路货车流量与经济周期高度相关，若宏观经济不及预期，或传导至货车流量不及预期，将导致高速公路公司业绩不及预期。
- (2) 车流不及预期：**车流直接影响高速公路通行费收入，若车流不及预期，将导致公司业绩不及预期。
- (3) 改扩建不及预期：**改扩建项目施工期间影响车流，且造价成本持续上升，若改扩建完成后车流不及预期，将拖累高速公路公司整体盈利能力。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>