

高速公路行业报告系列（一）：

中国高速公路行业回顾与展望

投资建议： 强于大市（维持评级）

上次建议： 强大于市

➤ 高速公路现状概览：经营性高速经济效益更优

根据《2021年收费公路统计公报》，我国经营性高速公路9.26万公里，占收费高速公路里程的57.4%；经营性高速公路收入为4030.8亿元，占高速公路收入的64.7%，经营性高速公路是高速公路行业收入的主力路产。

➤ 我国高速公路发展大致历经四个阶段

“八五”——“九五”规划期间是探索与起步阶段，“十五”——“十一五”期间我国高速公路网初现雏形，“十二五”——“十三五”期间在积极的财政政策和货币政策刺激下高速公路建设迎来跨越式发展，“十四五”——至今，高速公路行业步入“查漏补缺”、技术赋能的新时期。

➤ 行业目前存在的痛点问题

收入空间收窄，项目建设成本不断增加：高铁和民航对公路客运产生分流，货运受到“公转铁”等政策的影响，高速公路路费收入空间缩窄。土地价格上升以及材料、人工等成本的攀升等原因导致建设成本日益高企。

支出远大于收入，债务负担日益沉重：高速公路行业属借钱修路、收费还贷的经营模式，在面临收支缺口扩大的情况下债务负担较为沉重。

➤ 基于当下困境，“内外兼顾”则可行之致远

根据现行政策，提高高速公路通行能力的改扩建工程可重新核定经营期限。通过改扩建延长成熟路产，扩建后无需经历新路产培育期，投资收益率可以有所保障，同时可使收费年限得到有效延长。

着眼于具有发展潜力地区的路段成为当前高速主体扩充主业的重要方式。日益崛起的中部地区成为收购的重点区域，从实际收益来看，通过发掘省外的潜力路产的确能够实现主业的有效扩容。

➤ 投资建议

山东高速（600350.SH）：看好京台高速德齐段和济泰段通车后车流量回升增厚业绩，以及公司稳健的经营业绩将为分红收益提供保障，给予“买入”评级。给予公司2023年9.3倍PE，对应目标价7.0元，首次覆盖，给予“买入”评级。

越秀交通基建（1052.HK）：看好兰尉高速并表后有效减轻分拆汉孝高速的影响，进一步提升公司的盈利水平。给予公司2023年9.5倍PE，对应目标价5.6港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

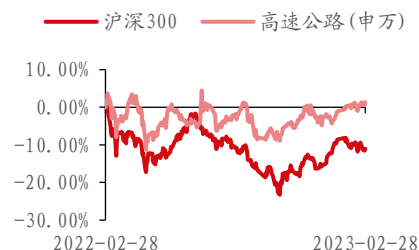
风险提示：经济增长不及预期风险；路网分流风险；行业政策变化。

重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
山东高速	0.66	0.75	0.81	9.1	8.0	7.4	8.67%	买入
越秀交通基建	0.42	0.52	0.57	8.7	7.1	6.5	-	买入

数据来源：公司公告，iFinD，wind，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 2 月 28 日收盘价

相对大盘走势



分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

电话：18611895566

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

分析师：李蔚

执业证书编号：S0590522120002

电话：18505357988

邮箱：liwyj@glsc.com.cn

相关报告

1、《交通运输行业 2023 年度策略：美后疫情时代多板块拐点在即》2023.1.19

投资聚焦

研究背景

我国高速公路建设发展至今已有 40 余年，高速路网的不断完善促进了区域间人员流动，降低了全社会流通成本，也为推动工业化提供了基本条件。同时，高速公路行业也面临着收入空间收窄，新路建设成本高企，行业债务负担加重的问题。本篇报告中，我们对我国高速公路发展历史进行简要梳理，对行业目前存在的痛点问题及基于当下困境的突破口进行分析。

不同于市场的观点

当前市场对高速公路主体路产到期后的经营可持续性有所担忧，根据现行政策和已有案例来看，通过进行成熟路产改扩建以及外延收购具有潜力路产能够缓解当前面临的困局，并在保障持续经营的基础上有效提升公司盈利能力。

核心结论

- 通过改扩建延长成熟路产，扩建后无需经历新路产培育期，投资收益率可以有所保障，同时可使收费年限得到有效延长。
- 着眼于具有发展潜力地区的路段成为当前高速主体扩充主业的重要方式。从实际收益来看，通过发掘省外的潜力路产的确能够实现主业的有效扩容。

正文目录

1	高速公路现状概览：经营性高速经济效益更优	5
2	我国高速公路建设发展历程	6
2.1	“八五”——“九五”期间：探索与起步	6
2.2	“十五”——“十一五”期间：路网初现雏形	8
2.3	“十二五”——“十三五”期间：政策刺激下迎来跨越式发展	9
2.4	“十四五”——至今：着眼全国，全面启航	10
3	目前存在的痛点问题	13
3.1	收入空间收窄，项目建设成本不断增加	13
3.2	支出远大于收入，债务负担日益沉重	15
4	基于当下困境，“内外兼顾”则可行之致远	17
4.1	立足自身：改扩建到期路产以延长收费期限	17
4.2	放眼外界：积极收购省外优质路产	20
5	相关标的	22
5.1	山东高速	22
5.2	越秀交通基建	23
6	风险提示	24

图表目录

图 1：政府还贷公路与经营性公路的差异	5
图 2：截至 2021 年底我国政府还贷公路构成情况	5
图 3：截至 2021 年底我国经营性公路构成情况	5
图 4：2021 年政府还贷公路收入情况	6
图 5：2021 年经营性公路收入情况	6
图 6：“12 射、28 纵、30 横”国道网	6
图 7：八五-九五期间建成通车的第一批高速公路	7
图 8：国道主干线系统规划路网	7
图 9：1991-2000 年高速公路里程变化情况	8
图 10：1991-2000 年公路客货运情况	8
图 11：7918 网概览	8
图 12：2001-2010 年高速公路里程变化情况	9
图 13：2001-2010 年公路客货运情况	9
图 14：71118 网概览	9
图 15：全国公路固定资产投资情况（单位：亿元）	10
图 16：2008-2020 年我国高铁营业里程变化	10
图 17：公路、高铁、国内民航客运量	10
图 18：2021 年以来高速公路行业主要相关政策	11
图 19：国家综合立体交通网主骨架布局示意图	12

图 20: “十四五”现代综合交通运输体系发展规划中高速公路重点工程 (部分)	12
图 21: 2013-2021 年我国高速公路收入情况.....	13
图 22: 2020 年我国高速公路里程前十省份及其高速公路密度	14
图 23: 2020 年以来部分省份批复的高速公路建设规划信息.....	14
图 24: 2013-2021 年高速公路收支情况 (单位: 亿元)	15
图 25: 2013-2021 年高速公路收支缺口	15
图 26: 2013-2021 年高速公路投资额构成 (单位: 亿元)	16
图 27: 2013-2021 年高速公路支出构成 (单位: 亿元)	16
图 28: 2013-2021 年收费公路通行费减免情况	16
图 29: 2013-2021 年高速公路通行费减免情况	16
图 30: 2013-2021 年高速公路债务情况 (单位: 亿元)	17
图 31: 2015-2021 年高速公路债务情况	17
图 32: 济青高速地理位置示意图	18
图 33: 济青高速历年车流量情况	19
图 34: 山东省高速公路收费政策变化.....	19
图 35: 济青高速历年通行费收入情况 (单位: 亿元)	20
图 36: 越秀交通基建省外路产收购历程	20
图 37: 越秀交通省内外路产收入情况 (单位: 亿元)	21
图 38: 中部地区路产收入增长情况 (单位: 亿元)	21
图 39: 越秀交通省外路产日均收费车流量 (单位: 架次/天)	21
图 40: 山东高速盈利预测	22
图 41: 越秀交通盈利预测	23

1 高速公路现状概览：经营性高速经济效益更优

高速公路作为现代综合交通运输体系中的重要组成部分,对国民经济的发展起到了不容忽视的作用。我国高速公路建设始于 20 世纪 80 年代初,发展至今已有 40 余年,高速路网的不断完善促进了区域间人员流动,降低了全社会流通成本,也为推动工业化提供了基本条件。

我国收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路是指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路。经营性公路指国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路。

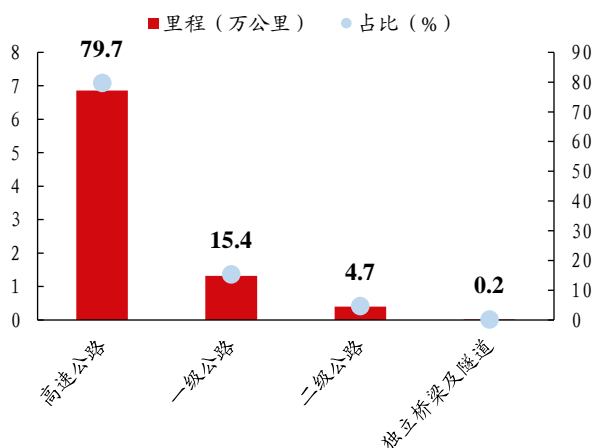
图 1：政府还贷公路与经营性公路的差异

	政府还贷公路	经营性公路
投资主体	县级以上人民政府交通主管部门	国内外经济实体
投资来源	政府投资、市场融资	自有资本、市场融资
收费主体	县级以上地方人民政府交通主管部门或其不以营利为目的的专门机构	经授权的投资主体,以营利为目的
车辆通行费性质	国家行政事业性收费,纳入国家财政专户管理	企业经营收费,由企业进行管理
收费用途	只能用于偿还贷款、集资款和必要的养护管理支出	除有法律、法规、规章限定和合同约定的事项,以及用于养护管理支出外,其他基本不受限制
收费期限	最长不超过 20 年	最长不超过 30 年
项目要求	收益要求较低	收益要求较高
税费政策	免营业税	依法纳税

资料来源:《公路法》,《收费公路管理条例》,国联证券研究所整理

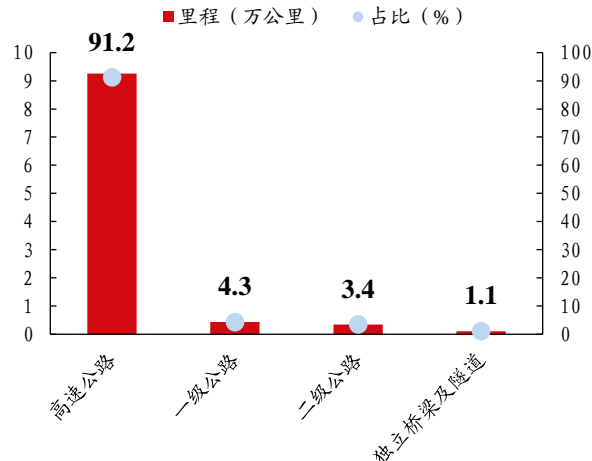
根据《2021 年收费公路统计公报》,截至 2021 年底,我国政府还贷公路总里程 8.60 万公里,其中高速公路 6.86 万公里,占收费高速公路里程的 42.6%;经营性公路总里程为 10.15 万公里,其中高速公路 9.26 万公里,占收费高速公路里程的 57.4%。

图 2：截至 2021 年底我国政府还贷公路构成情况



资料来源: 2021 年收费公路统计公报, 国联证券研究所

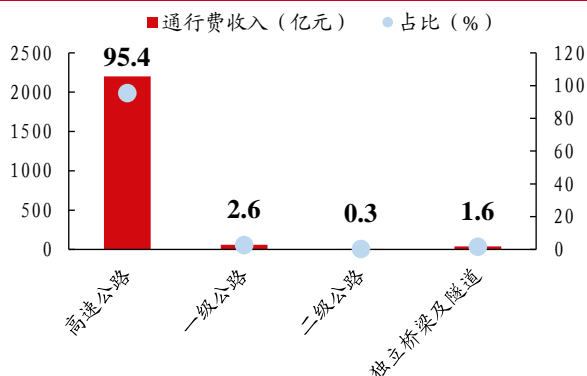
图 3：截至 2021 年底我国经营性公路构成情况



资料来源: 2021 年收费公路统计公报, 国联证券研究所

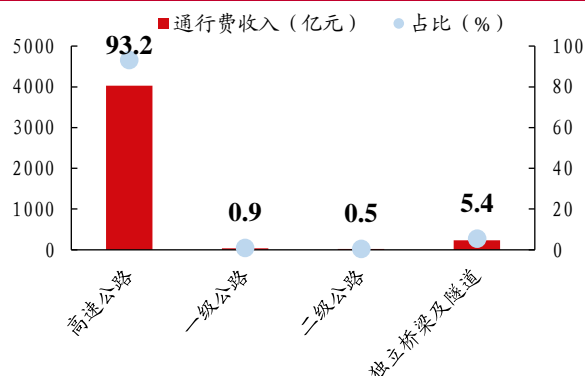
2021 年政府还贷高速公路通行费收入为 2201.2 亿元，单公里年收入为 320.9 万元，经营性高速公路收入为 4030.8 亿元，单公里年收入为 435.3 万元，政府还贷高速公路盈利能力要显著弱于经营性高速公路，经营性高速公路是整个高速公路行业收入的主力路产。

图 4：2021 年政府还贷公路收入情况



资料来源：2021 年收费公路统计公报，国联证券研究所

图 5：2021 年经营性公路收入情况



资料来源：2021 年收费公路统计公报，国联证券研究所

2 我国高速公路建设发展历程

2.1 “八五”——“九五”期间：探索与起步

20 世纪 80 年代，改革开放促进我国经济进入高速发展的快车道，经济社会的发展对客货的运输需求急剧增加，也对公路的技术标准与通行能力提出了更高的要求。1981 年交通部组织编制了我国第一个国家级干线公路网规划《国家干线公路网（试行方案）》，根据该方案，我国国道干线网络由“12 射、28 纵、30 横”共 70 条路线组成，里程总计约 10.92 万公里，为国家干线公路网的搭建奠定了基础。

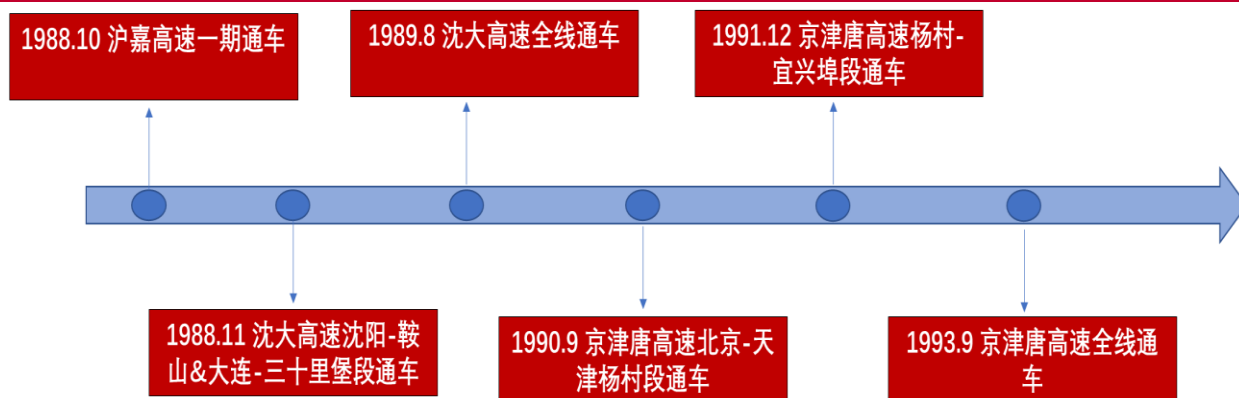
图 6：“12 射、28 纵、30 横”国道网



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

《国家干线公路网(试行方案)》经批准后,我国高速公路进入了起步建设阶段。1988年10月底,沪嘉高速一期通车,全长20.5公里,其中近80%的路段按照高速公路标准建设,正式打破了高速公路零的突破;11月,沈大高速的沈阳至鞍山和大连至三十里堡两段建成通车,并于次年8月完成全线通车,全长371公里;1993年9月,京津塘高速公路全线建成通车,全长142.69公里。京津塘高速的建成使北京直达天津港的时间缩短至1.5h,并与首都机场、天津机场构成完整的海陆空交通体系。

图7:八五-九五期间建成通车的第一批高速公路



资料来源:交通运输部,国联证券研究所整理

1993年,基于公路、水运、港口联动建设的考量,交通部出台了《国道主干线系统规划》,确定“五纵”、“七横”为我国公路网的主骨架路线,贯通首都、各省会、直辖市、经济特区、主要交通枢纽城市以及对外开放口岸,总里程约3.5万公里,其中高速公路规划里程为2.58万公里,占规划总里程的74.85%。

图8:国道主干线系统规划路网

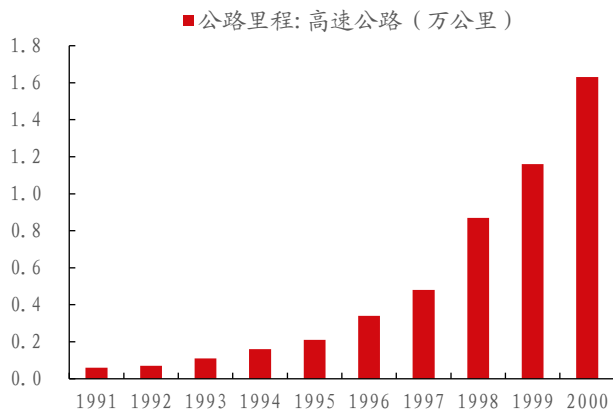


资料来源:交通运输部,国联证券研究所

国家干线规划的相继出台为我国高速主干线的搭建奠定了基础，同时期京沈、京沪、京珠、沪蓉、连霍等主干线高速公路陆续建成通车，跨区域长途运输的瓶颈被打破，使我国东、中、西部地区实现有效连接。

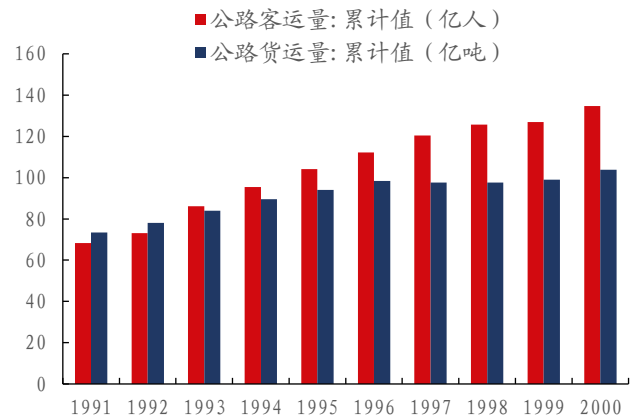
到 2000 年底，我国高速公路里程达到 1.63 万公里，年复合增长率为 39.12%；公路客运量累计达到 134.74 亿人次，货运量累计值达 103.88 亿吨。

图 9：1991-2000 年高速公路里程变化情况



资料来源：wind，国联证券研究所

图 10：1991-2000 年公路客货运情况



资料来源：wind，国联证券研究所

2.2 “十五”——“十一五”期间：路网初现雏形

2004 年 12 月，国务院审议通过《国家高速公路网规划》，在“五纵”、“七横”的国道主干线基础上，规划国家高速公路网由 7 条首都放射线、9 条南北纵线、18 条东西横线组成（“7918 网”），规划里程约 8.5 万公里。

图 11：7918 网概览

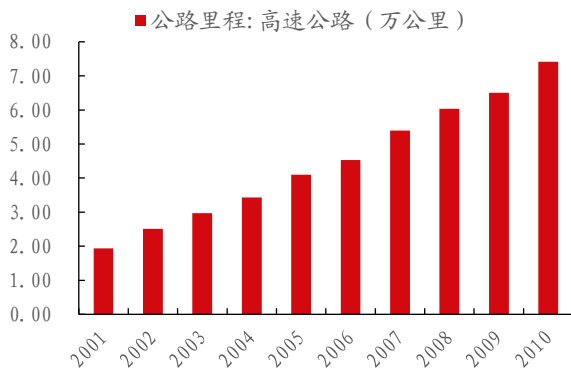


资料来源：交通运输部，国联证券研究所

2007 年底，“7918 网”初步成网，“五纵七横”国道主干线系统基本贯通，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。

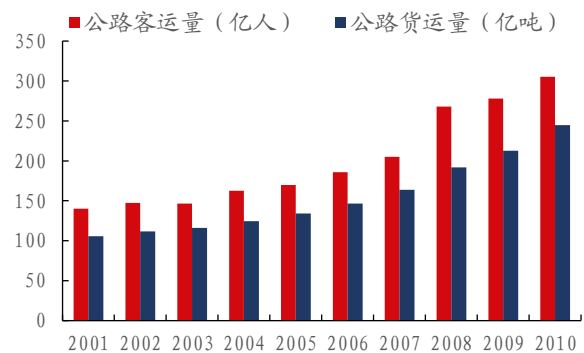
2008 年，次贷危机的负面影响蔓延到全球实体经济，我国化危为机，通过拉动基建投资、扩大内需，对冲经济下滑的态势。铁路、公路、桥梁等领域成为当时基建投资的重点，自此我国高速公路建设进入了跨越式快速发展阶段。

图 12：2001-2010 年高速公路里程变化情况



资料来源：wind，国联证券研究所

图 13：2001-2010 年公路客货运情况



资料来源：wind，国联证券研究所

2.3 “十二五”——“十三五”期间：政策刺激下迎来跨越式发展

2013 年 6 月，交通运输部正式公布《国家公路网规划（2013 年—2030 年）》，根据本规划，国家高速公路由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线组成，总里程约 11.8 万公里，简称“71118 网”。

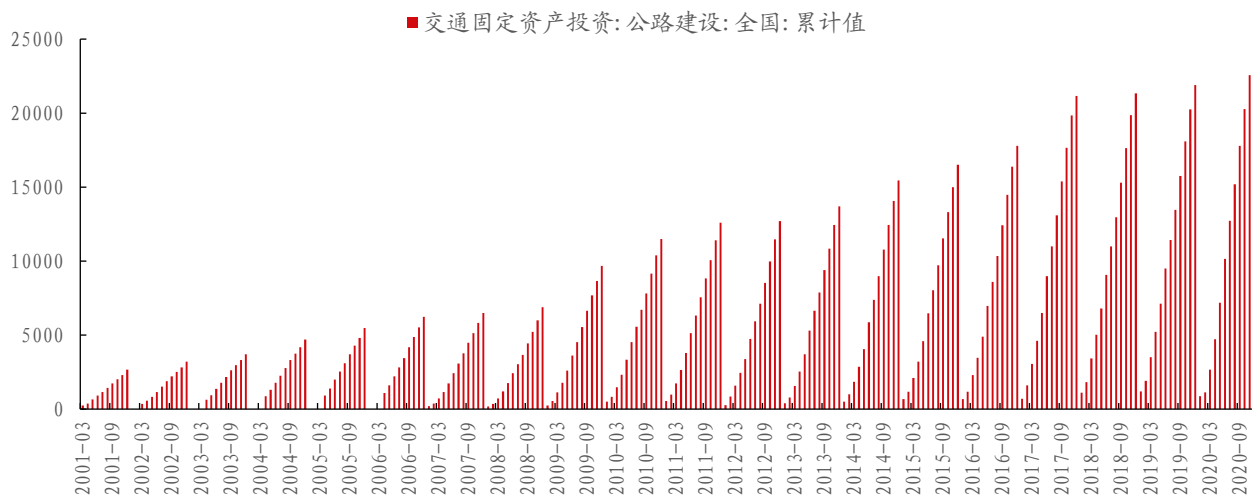
图 14：71118 网概览



资料来源：懂车帝，国联证券研究所

同时，在积极财政政策与货币政策的刺激下，高速公路建设投资迈入高增速阶段。“十二五”至“十三五”十年间，全国公路完成固定资产投资 17.7 万亿元，全国高速公路新增里程 7.61 万公里。截至 2020 年，高速公路通车里程达 16.1 万公里，居世界第一位。

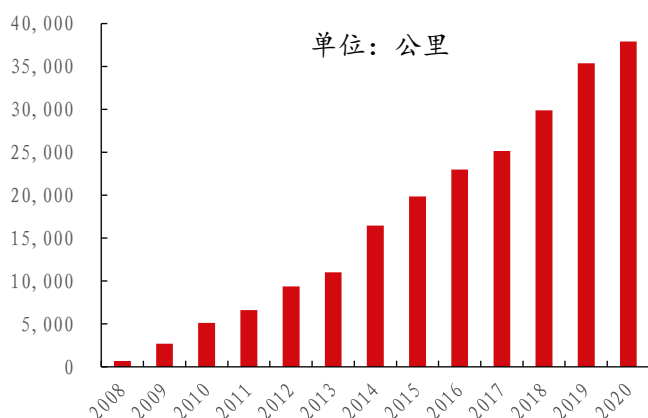
图 15：全国公路固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

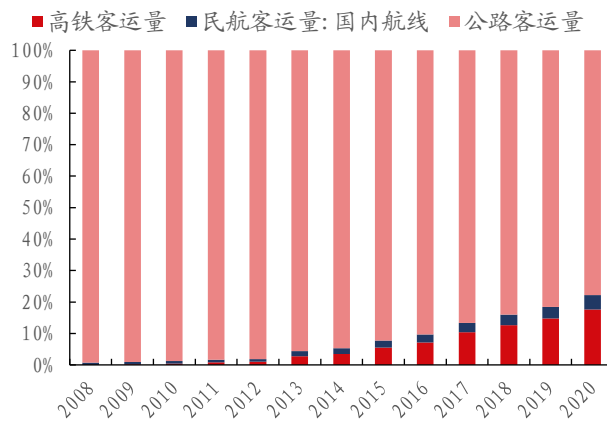
另一方面，值得关注的是，基建投资也同样带动了铁路和航空业的快速发展。随着高速铁路技术的更新迭代不断加快以及航空的渗透率不断提升，民众出行对时效性和便利性也具有了更高的需求，公路客运遭受明显的分流，客运量出现明显的下滑。

图 16：2008-2020 年我国高铁营业里程变化



资料来源：wind，国联证券研究所

图 17：公路、高铁、国内民航客运量



资料来源：wind，国联证券研究所

2.4 “十四五”——至今：着眼全国，全面启航

目前，我国高速公路网络已覆盖 98.8% 的城区人口 20 万以上城市及地级行政中心，连接全国约 88% 的县级行政区和约 95% 的人口，高速公路行业步入“查漏补缺”、技术赋能的新时期。

我国基建正从“旧基建”积极向“新基建”转型，“新基建”包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三个方面，具体涵盖 5G 网络建设、工业互联网、人工智能、大数据、智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。

根据 2020 年 8 月交通运输部下发的《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》，建设智慧公路将成为高速公路未来发展的方向，包括推动先进信息技术应用，推动公路感知网络与基础设施同步规划、同步建设，应用智能视频分析等技术，推进智慧公路示范区建设等。

图 18：2021 年以来高速公路行业主要相关政策

发布时间	主管部门	政策法规	内容
2021.02	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	到 2035 年，国家综合立体交通网主骨架实体线网里程 29 万公里左右，其中国家高速铁路 5.6 万公里，普通铁路 7.1 万公里，国家高速公路 6.1 万公里，普通国道 7.2 万公里，国家高等级航道 2.5 万公里
2021.03	国家发改委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	以西部地区为重点，尤其是乡村振兴重点帮扶县，进一步加大项目、资金的支持力度，加快补齐发展短板，加快推进铁路规划建设，加快国家高速公路待贯通路段、普通国道低等级路段等建设，加密西部地区机场，大力实施川藏铁路、西部陆海新通道、出疆入藏等综合运输大通道建设
2021.07	国家发改委、工信部、财政部等十部门	《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》	赋能 5G 应用重点领域，推动 5G+ 互联网融合深化应用，推动车联网基础设施与 5G 网络协同规划建设，选择重点城市典型区域、合适路段以及高速公路重点路段等，加快 5G+ 车联网部署，推广 C-V2X 技术在园区、机场、港区、矿山等区域的应用
2021.12	国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	提升国家高速公路网络质量，实施京沪、京港澳、京昆、长深、沪昆、连霍、包茂、福银、泉南、广昆等国家高速公路主线繁忙拥挤路段扩容改造，加快推进并行线、联络线以及待贯通路段建设，合理引导地方高速公路有序发展
2022.04	银保监会、交通运输部	《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》	以出疆入藏、中西部地区、沿江沿边沿海战略骨干通道以及西部陆海新通道、城市群城际通道、交通一体化、综合立体交通走廊、革命老区公路等为重点，支持国家高速公路待贯通路段建设和交通繁忙路段扩容改造，支持具有国家高速公路分流作用的省级高速公路建设
2022.04	交通运输部	《“十四五”公路养护管理发展纲要》	到 2025 年，高速公路技术状况（MQI）优等路率保持在 90% 以上，高速公路路面技术状况（PQI）优等路率保持在 88% 以上，高速公路一、二类桥梁比例达到 95% 等

资料来源：交通运输部，前瞻产业研究院，国联证券研究所

根据 2021 年 2 月中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》，到 2035 年实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、

全球主要城市 3 天送达)。

到 2030 年，主骨架基本建成，实体线网里程达到 28 万公里左右。其中公路包括国家高速公路网 16 万公里左右，由 7 条首都放射线、11 条纵线、18 条横线组成；普通国道网 30 万公里左右，由 12 条首都放射线、47 条纵线、60 条横线及若干条联络线组成。

图 19：国家综合立体交通网主骨架布局示意图



资料来源：《国家综合立体交通网规划纲要》，国联证券研究所

根据 2021 年 12 月国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2025 年按照国家综合立体交通网“6 轴 7 廊 8 通道”主骨架布局，构建完善以“十纵十横”综合运输大通道为骨干，以综合交通枢纽为支点，以快速网、干线网、基础网多层次网络为依托的综合交通网络。

其中高速公路方面的重点是完善公路网结构功能，提升国家高速公路网络质量，实施京沪、京港澳、京昆、长深、沪昆、连霍、包茂、福银、泉南、广昆等国家高速公路主线繁忙拥挤路段扩容改造，加快推进并行线、联络线以及待贯通路段建设。

图 20：“十四五”现代综合交通运输体系发展规划中高速公路重点工程（部分）

待贯通路段建设	京雄等雄安新区对外高速公路
	呼北高速炉红山至慈利段
	德州至上饶高速安徽段
	溧阳至宁德高速黄山至千岛湖段
	上海至武汉高速无为至岳西段
	集宁至阿荣旗高速白音查干至乌兰浩特段
	杭州湾地区环线高速杭州至宁波支线

瓶颈路段升级改造

京哈高速绥中（冀辽界）至盘锦段
青兰高速涉县至冀晋界段
连霍高速忠和至茅茨段
沪昆高速昌傅至金鱼石段
荣乌高速威海至烟台段
济广高速济南至菏泽段
京港澳高速耒阳大市至宜章（湘粤界）段

资料来源：《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，国联证券研究所

3 目前存在的痛点问题

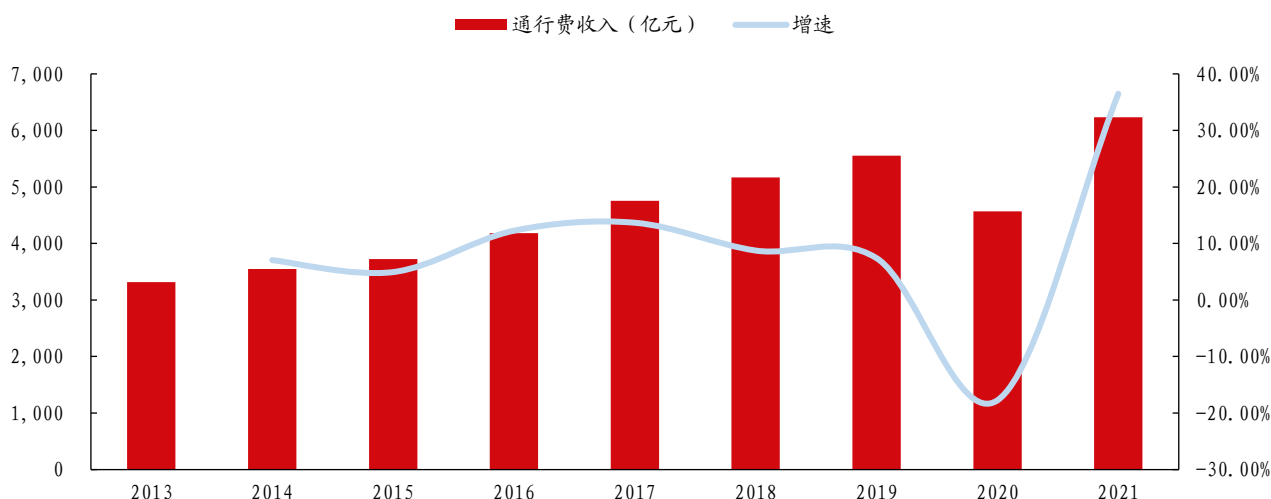
3.1 收入空间收窄，项目建设成本不断增加

在收费单价相对稳定的情况下，车流量是高速公路通行费收入最直接的影响因素，车流量背后反映的是路产区位、路网贯通情况以及当地及周边区域经济发展水平。

近年来，随着我国人均车辆保有量的增长以及经济高速发展对运输需求的攀升，高速公路通行费收入在持续稳步增长，但可以看出从2018年开始收入增速开始下降，除了上文提到的高铁和民航对客运的分流，货运方面也受到“公转铁”等政策的影响，导致高速公路的路费收入增速开始萎靡。

2020年，交通运输部修订《收费公路车辆通行费车型分类》，起用电子不停车收费功能，ETC单卡用户不再享受原则上不小于5%的车辆通行费基本优惠政策。同时重新核定车型分类，对车长小于6米的8座和9座小型客车由按二类收费改为按1类客车收取车辆通行费，收费缩减近1/2。

图 21：2013-2021 年我国高速公路收入情况



资料来源：wind，国联证券研究所

我国高速公路行业发展至今，东部经济发达地区路网已较为完善，剩余待建设的路段大多位于中西部地区，建设成本高企。而东中西部地区的交通量差异也导致了地区间收入的失衡。根据2021年国家干线公路交通情况分析报告，东部地区干线公路

拥挤度为 0.58，中部为 0.46，西部则为 0.32，东部地区承担的行驶量为 426931 万车 (pcu)·公里/日，占全国总量的 45%。

从 2020 年各省发布的数据来看（由于 2021 年部分省份未披露高速公路收入，因此选用 2020 年），高速公路里程排名前十的省份虽然囊括东、中、西部区域，但高速公路密度和收入水平却呈现出明显的分化。东部区域在里程领先的情况下，密度和收入也居于前列。而云南、四川等区域，虽然受益于近几年国家着力中西部地区的高速路网建设，高速公路里程增幅较大，但路网密度仍然处于较低水平，年收入水平亦不足发达省份的 20%。

图 22：2020 年我国高速公路里程前十省份及其高速公路密度

	省份	高速公路里程 (单位：公里)	高速公路密度 (单位：公里/万平方千米)	2020 年高速公路收入 (单位：亿元)
1	广东	10488	584	535.04
2	云南	8406	213	137.39
3	四川	8140	167	224.74
4	河北	7809	414	296.25
5	贵州	7607	432	158.04
6	山东	7473	473	249.94
7	湖北	7230	389	190.35
8	河南	7100	425	294.89
9	内蒙古	6985	59	78.90
10	湖南	6951	328	193.74

资料来源：交通运输部，各省交通运输厅，澎湃新闻，wind，国联证券研究所

伴随着土地价格上升以及材料、人工等成本的攀升，目前新路建设以及改扩建工程的建设成本也日益高企。从 2020 年以来各省发改委批复的路段建设规划来看，新开工或改扩建的高速公路单公里建设成本多数在 1.5 亿元以上，部分东南沿海省份的高标准车道建造成本甚至超过了 3 亿元/公里。

图 23：2020 年以来部分省份批复的高速公路建设规划信息

	路段	建设长度	车道标准	建设成本	建设周期	单公里建设成本
安徽省	南京至合肥高速公路合肥段	34.21 公里	双向六车道	78.15 亿元	3 年	2.3 亿元/公里
	淮南至桐城高速公路淮南段	56.4 公里	起点至合周高速公路段约 42.5 公里采用双向四车道，合周高速公路至终点段约 13.9 公里采用双向六车道	97.96 亿元	3 年	1.7 亿元/公里
	安吉至旌德高速公路宁国至旌德段	32.01 公里	双向四车道	49.72 亿元	3 年	1.6 亿元/公里
云南省	马关至西畴高速公路工程	40.56 公里	双向四车道	79.36 亿元	-	2.0 亿元/公里

广东省	莞深高速（含龙林高速）改扩建	55.65 公里	莞深高速主线采用双向 10 车道高速公路标准建设（部分路段采用 12 车道标准建设），龙林支线采用双向 8 车道高速公路标准建设	177.48 亿元	5 年	3.2 亿元/公里
山东省	高青至商河高速公路	56.8 公里	双向六车道	102.3 亿元	2 年	1.8 亿元/公里
	潍坊港疏港高速公路	27.5 公里	双向四车道	42 亿元	3 年	1.5 亿元/公里
湖南省	衡阳至永州高速公路	107.5 公里	双向四车道	151.78 亿元	3 年	1.4 亿元/公里
	沅陵至辰溪高速公路	50.3 公里	双向四车道	67.36 亿元	3 年	1.4 亿元/公里
	桂东至新田（宁远）高速公路	57.7 公里	双向四车道	93.9 亿元	3 年	1.6 亿元/公里

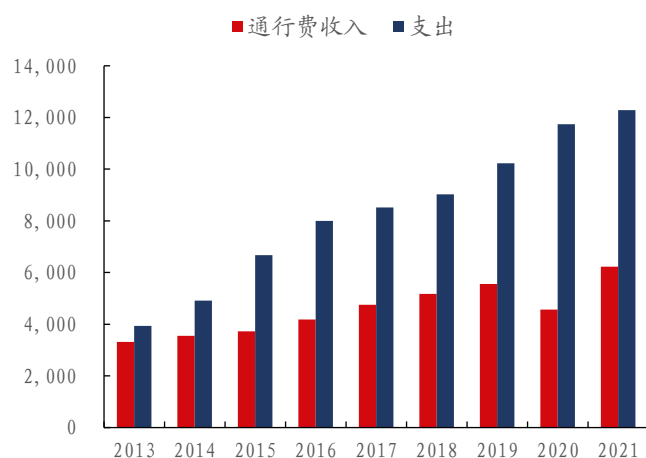
资料来源：各省市发改委网站，wind，国联证券研究所

3.2 支出远大于收入，债务负担日益沉重

2013 年以来，我国高速公路行业一直面临着入不敷出的情况，且收支缺口面临逐年增长的态势。根据 2021 年全国收费公路统计公报，2021 年全国高速公路通行费收入为 6232.0 亿元，而全年支出为 12279.3 亿元，收支缺口高达 6047.3 亿元。

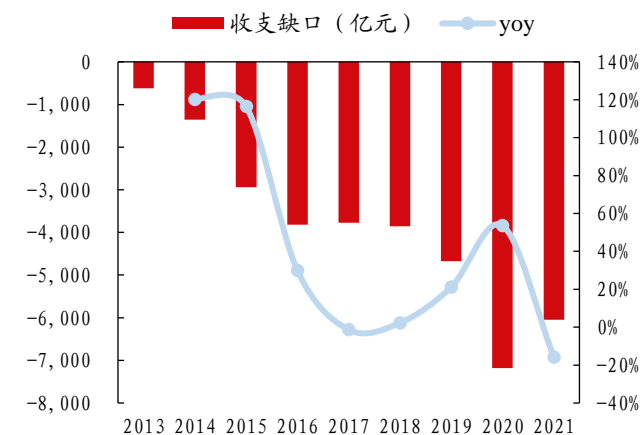
由上文 3.1 我们可以得出，在收入收窄的情况下，新建和扩建的路产的建造成本却在日益上升，资金回笼周期相对较长，而高速公路行业普遍是借钱修路、收费还贷的经营模式，在面临收支缺口的情况下债务负担也较为沉重。

图 24：2013-2021 年高速公路收支情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

图 25：2013-2021 年高速公路收支缺口



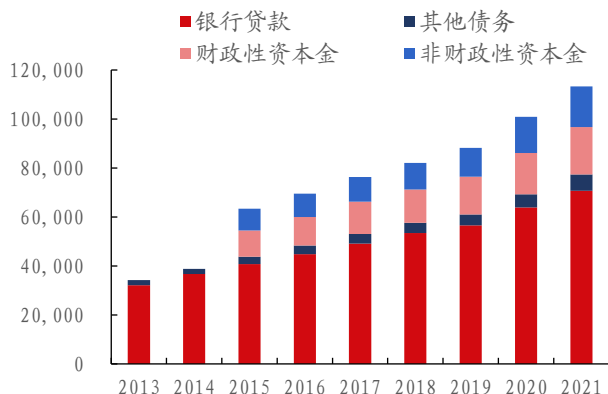
资料来源：wind，国联证券研究所

从高速公路的支出结构来看，支出主要包括负债建设带来的还本付息费用、养护

费用、改扩建及运营管理费用等。2021 年，全国高速公路支出 1.23 万亿元，其中，还本付息支出约 1.01 万亿元，养护经费 694 亿元，运营管理费用约 790 亿元，养护运营费用约占整个支出的八分之一。

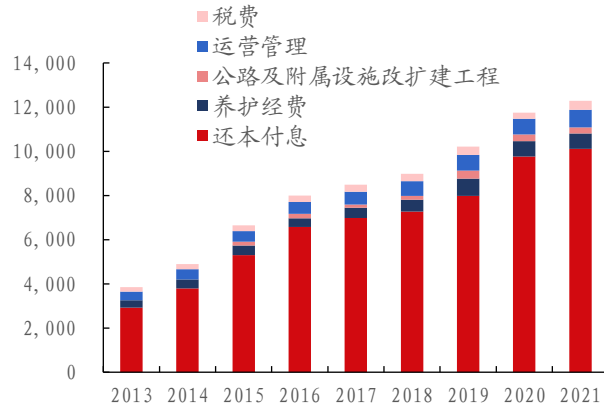
根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十四五”期间规划新建 2.5 万公里高速公路，据中国交通报社测算，“十四五”期间高速公路年均养护资金需求约为 800 亿元，是“十三五”期投入的 1.9 倍。

图 26: 2013-2021 年高速公路投资额构成(单位: 亿元)



资料来源: wind, 国联证券研究所

图 27: 2013-2021 年高速公路支出构成(单位: 亿元)

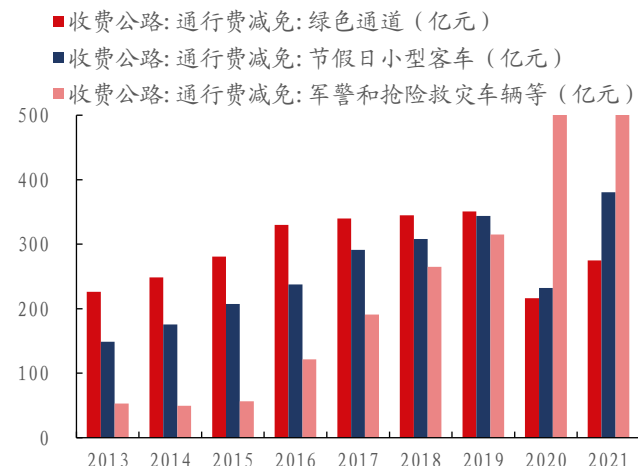


资料来源: wind, 国联证券研究所

另一方面，高速公路行业每年均进行车辆通行费减免，减免额约占应收总额的 15% 左右。

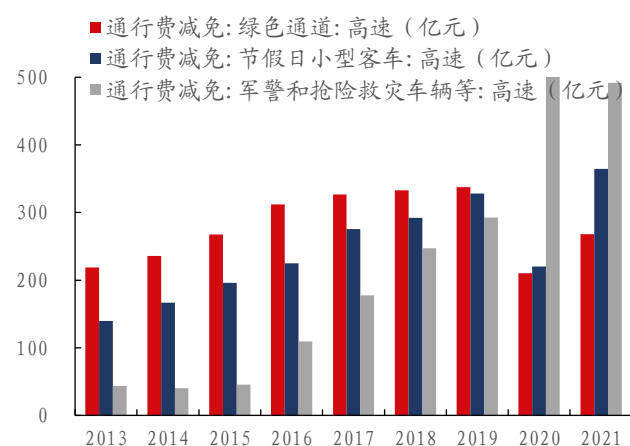
正常情况下，每年春节、清明节、劳动节和国庆节法定假期期间，高速公路实行免费通行政策，通常为 22 天左右。疫情期间免费时间范围有所扩大：2020 年春节假期高速免费时间由 7 天增至 16 天；2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日，全国高速公路免费通行；2022 年 9 月四季度，全国收费公路货车通行费在原有优惠基础上减免 10%。因此疫情期间高速公路通行费减免额对比往年有明显增长，2020-2021 年减免额 2266.35 亿元和 1123.94 亿元，相比 2019 年分别增长 136.6%和 17.3%。

图 28: 2013-2021 年收费公路通行费减免情况



资料来源: wind, 国联证券研究所

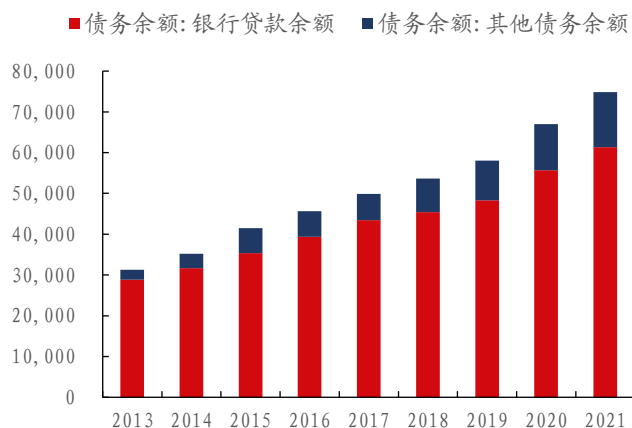
图 29: 2013-2021 年高速公路通行费减免情况



资料来源: wind, 国联证券研究所

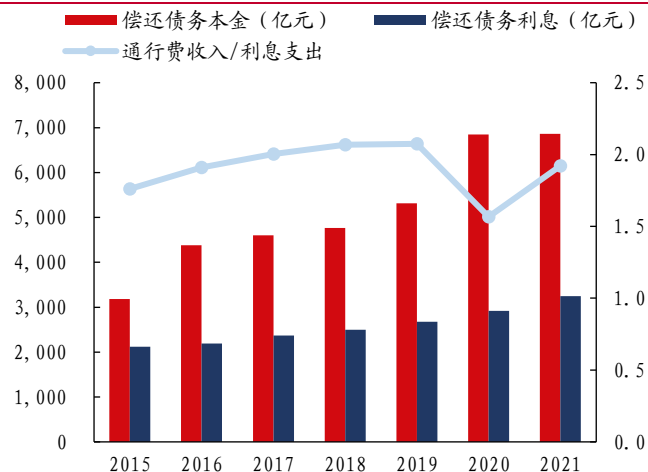
收支缺口日益扩大的情况下，我国高速公路债务总量持续增加。2021 年，全国收费高速公路债务余额为 7.49 万亿元，相比 2020 年增加约 0.79 万亿元，还本付息增速显著快于通行费收入增速，通行费收入对债务利息支出的覆盖能力波动下降。我国高速路网已经基本成形，未来高速公路年均新增里程预计将逐步降低，债务压力预计将同步回落。

图 30：2013-2021 年高速公路债务情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

图 31：2015-2021 年高速公路债务情况



资料来源：wind，国联证券研究所

4 基于当下困境，“内外兼顾”则可行之致远

目前行业内面临的问题主要集中在收支缺口和债务压力，而从投资角度看，国内上市的高速公路公司拥有相对优质的资产，旗下路产大多占据着较为优秀的区位，保持较为稳健增长的路费收入和现金流，但和其他高速公路主体一样，上市公司也面临着新建路产成本较高、存量路产收费期到期等问题，从立足高速主业的角度，我们认为高速主体可以从自身路产改扩建和外部路产收购两方面入手解决当前困境。

4.1 立足自身：改扩建到期路产以延长收费期限

根据 2004 年版本的《收费公路管理条例》，收费公路的收费期限届满须终止收费。2018 年出台《收费公路管理条例修订说明》，明确经营性公路项目经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，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。此外，对一级收费公路改建为高速公路或者提高高速公路通行能力的改扩建工程，可重新核定偿债期限或经营期限。

2022 年 1 月，交通运输部印发《公路“十四五”发展规划》，规划“十四五”时期我国将完成 2.5 万公里高速公路的新改建任务。其中，东部沿海发达省份路网已经较为成熟完善，未来发展重点将集中在现有路段改扩建。由于主要干线路段多数于 90 年代后期至 20 年代初建成，按目前现行政策收费期限将至。主干线路段多数占据比较明显的区位优势，车流量已达到甚至超饱和状态，扩建后不需要经历新路产培育期，投资收益率可以有所保障，因此我们认为通过改扩建延长成熟路产收费年限是较为实际和高性价比的方式。

➤ 案例：山东高速改扩建济青高速

山东高速旗下的济青高速是山东省内修建的第一条高速公路，也是收入贡献占比最高的路产。济青高速连接济南和青岛两大省内核心城市，途径潍坊、淄博等交通枢纽，在原有四车道修建标准下车流量压力较大。根据济青高速的可研报告，2013 年济青高速全线平均交通量已达 56211 pcu/d（折算小客车），其中大型、特大型车辆占比约 30%，拥堵现象严重。

图 32：济青高速地理位置示意图



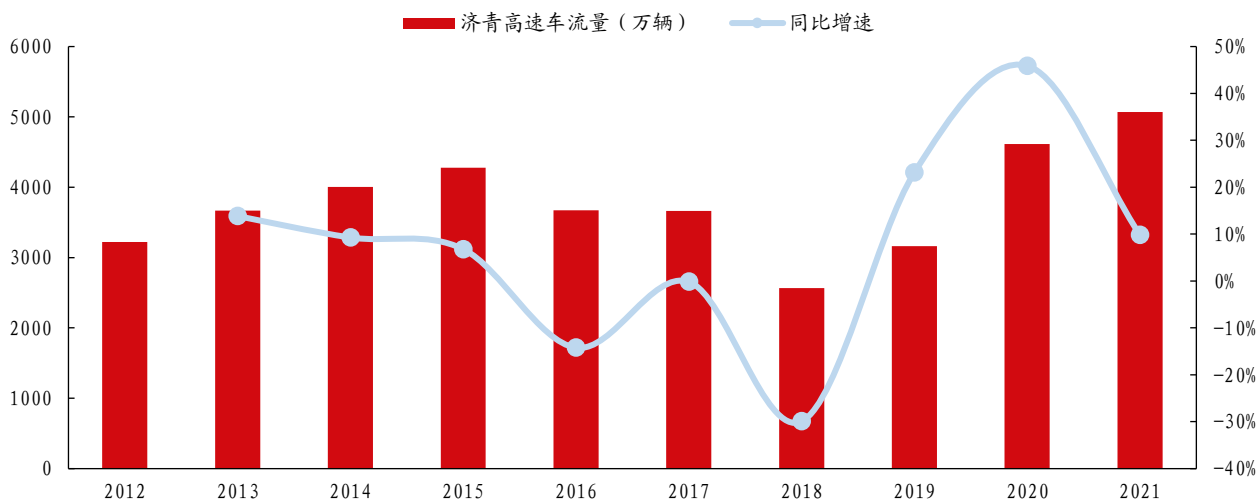
资料来源：百度地图，国联证券研究所

基于路段扩容需求，济青高速改扩建工程将全线四车道扩建至双向八车道，全长 309.17 公里，于 2016 年 6 月开工建设，并于 2019 年底全线通车。济青高速改扩建项目总预算金额为 307.99 亿元，实际建造成本约为 240 亿元，单公里造价为 0.78 亿元左右。

济青高速改扩建期间，受限速限行影响，车流量有所下滑，2016-2018 年分别减少 14.21%、0.16 和 29.91%。2019 年陆续分段通车后，车流量重回正增长。

在 2019 年底全线通车后，济青高速车流量呈现快速回升的走势。2020 年通行量为 4613 万辆，已经超过 2015 年改扩建前的 4278 万辆。2021 年，在疫情因素的干扰下，车流量依然呈现近 10% 的增速，年车流量达到 5067 万辆，相比 2015 年增加 18.44%。济青高速的可研报告中预测 2019-2029 年交通量年均增速为 4.1%，2022 年受防控政策影响，预计车流量增速相比 2021 年有所回落，受经济回暖及低基数效应，2023 年增速预计将高于原预测。

图 33：济青高速历年车流量情况



资料来源：山东高速公司公告，国联证券研究所

2020 年 1 月 4 日，山东省交通运输厅出台了《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，2020 年 1 月 1 日起，2018 年以后新建和改扩建的高速公路收费基准上涨 25%，基础费率由 0.40 元/车公里提高至 0.50 元/车公里。

图 34：山东省高速公路收费政策变化

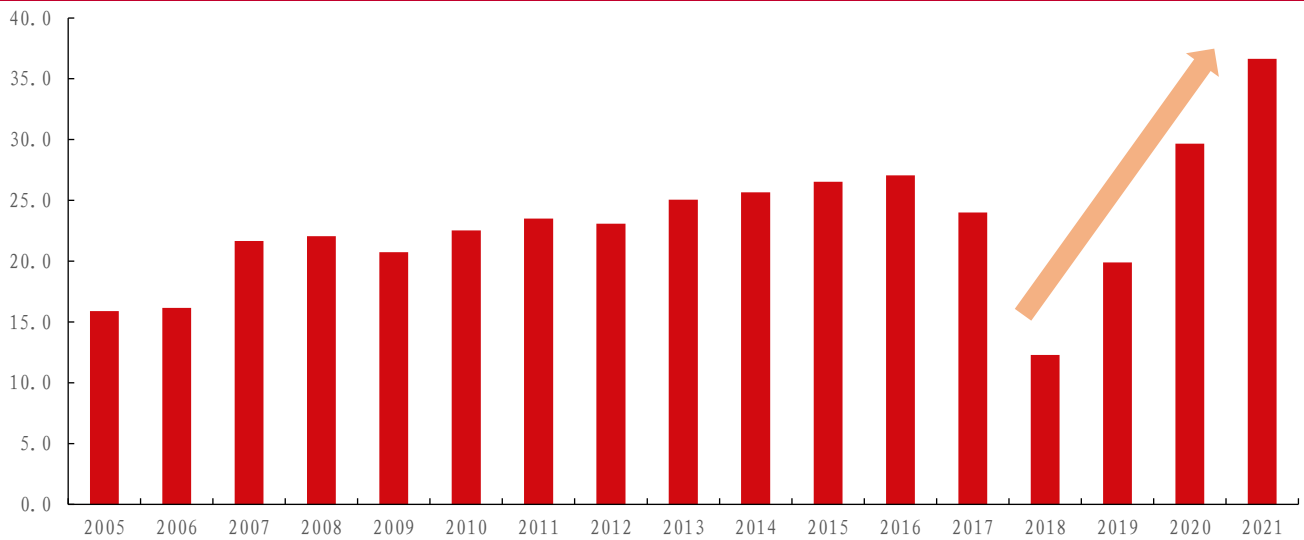
车型分类		2018 年以前开通的高速公路桥隧	2018 年以后新建和改扩建的高速公路
客车	第 1 类客车	0.40 元/车公里	0.50 元/车公里
	第 2 类客车	0.50 元/车公里	0.65 元/车公里
	第 3 类客车	0.60 元/车公里	0.78 元/车公里
	第 4 类客车	0.75 元/车公里	0.98 元/车公里
货车	第 1 类货车	0.40 元/车公里	0.50 元/车公里
	第 2 类货车	0.75 元/车公里	0.90 元/车公里
	第 3 类货车	1.20 元/车公里	1.55 元/车公里
	第 4 类货车	1.65 元/车公里	2.05 元/车公里
	第 5 类货车	1.70 元/车公里	2.15 元/车公里
	第 6 类货车	2.20 元/车公里	2.75 元/车公里

资料来源：山东省交通运输厅，国联证券研究所

受益于车流量的提升和收费标准的提高，济青高速通车后其路费收入也实现了突破式增长。2020-2021 年，济青高速通行费收入分别为 29.68 亿元和 36.65 亿元，相较于 2015 年分别增长 11.89% 和 38.16%。

同时，根据山东省人民政府《关于同意 G20 青银高速青岛至济南段改扩建项目收费期限为 25 年的批复》，济青高速改扩建完成后，收费期限延长至 2044 年。可以说济青高速的改扩建实现了量价双赢，并且使收入的可持续性得以保障，为业内主体提供了一个出色的参考案例。

图 35：济青高速历年通行费收入情况（单位：亿元）



资料来源：山东高速公司公告，国联证券研究所

4.2 放眼外界：积极收购省外优质路产

在新建路产成本日益攀高的情况下，除通过改扩建自身优质的成熟路产外，着眼于具有发展潜力地区的路段成为当前高速主体扩充主业的重要方式。目前，东部省份路网已趋于完善，且很多主干线路段已被上市公司所控股，而日益崛起的中部地区则成为收购的重点区域，而从实际收益来看，通过发掘省外的潜力路产的确能够实现主业的有效扩容。

➤ 案例：越秀交通基建深耕中部省份

越秀交通通过持续收购中西部省份的主干线路产以扩大自身主业规模，截至 2022 年底，公司拥有省外路产 452.7 公里，占控股路产总规模的 91.42%。

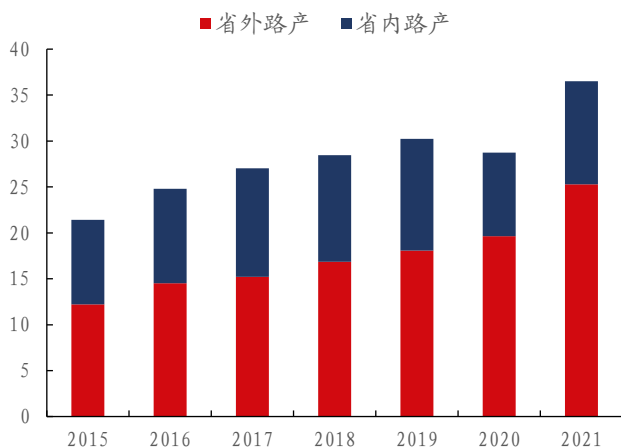
图 36：越秀交通基建省外路产收购历程

时间	收购路产	所在省份	股权占比
1998 年	西临高速	陕西省	51%（2001 年增持至 100%）
2008 年	津雄高速	天津市	60%
2009 年	苍郁高速	广西省	90%（2011 年增持至 100%）
2010 年	汉孝高速	湖北省	90%（2014 年增持至 100%，2022 年分拆至公募 REITs）
	长株高速	湖南省	90%（2015 年增持至 100%）
2012 年	尉许高速	河南省	100%
2015 年	随岳南高速	湖北省	70%
2019 年	汉蔡高速	湖北省	67%
	汉鄂高速	湖北省	100%
	大广南高速	湖北省	90%
2022 年	兰尉高速（拟收购）	河南省	100%

资料来源：越秀交通公司公告，国联证券研究所

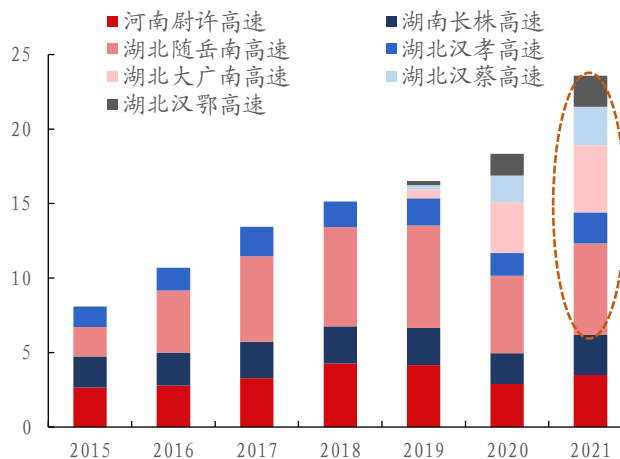
从收入占比来看，2021 年公司省外路产路费收入已经占到总收入的 69.3%，接近 70%。其中，河南尉许高速、湖北随岳南高速与大广南高速属于省外的主力路产，合计贡献省外路产收入的 56%，在公司整体收入中占比近 40%，盈利能力出色。

图 37：越秀交通省内外路产收入情况（单位：亿元）



资料来源：越秀交通公司公告，国联证券研究所

图 38：中部地区路产收入增长情况（单位：亿元）

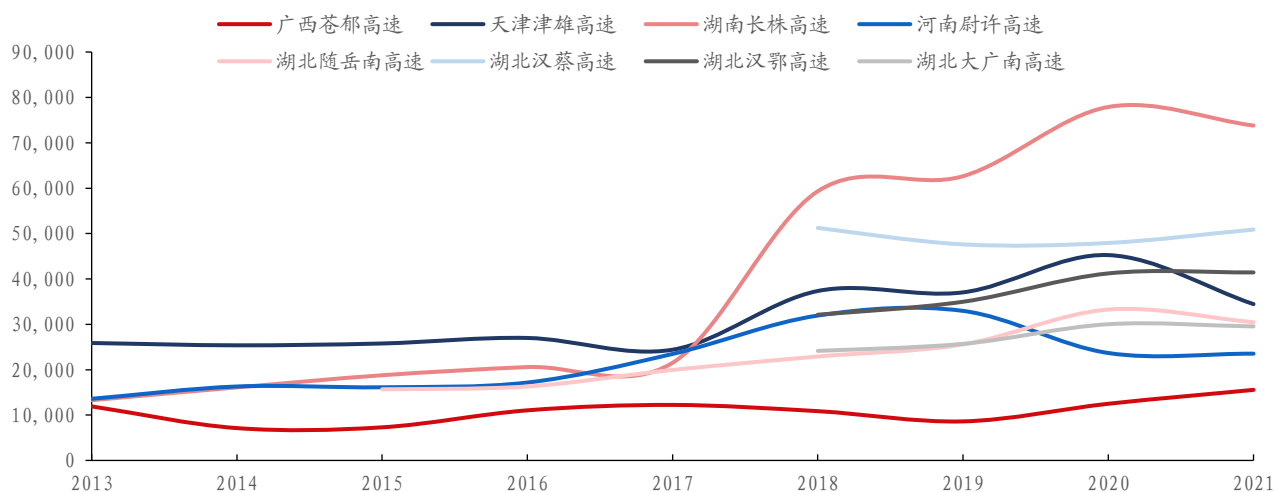


资料来源：越秀交通公司公告，国联证券研究所

除省内的广州北二环高速和早期收购的陕西西临高速外，越秀交通旗下的路产多数位于中西部地区。尤其是 2010 年以来，公司顺应国家中部崛起战略，主要聚焦于中部地区发力，收购的路产集中在湖北、河南和湖南地区。

我国中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南六省，2016 年底国务院批复《促进中部地区崛起“十三五”规划》，将中部地区定位于全国重要能源原材料基地、现代装备制造和高技术产业基地，培育先进制造龙头企业和产业集群。中部地区工业制造业的崛起也促进了人流、物流的流动，从车流量情况来看，湖南长株高速以及湖北地区路产通行量均有不俗的表现。

图 39：越秀交通省外路产日均收费车流量（单位：架次/天）



资料来源：越秀交通公司公告，国联证券研究所（注：2020 年为下半年数据）

2019 年公司收购湖北汉蔡、汉鄂和大广南三条高速，其中汉鄂高速和大广南高

速收购时仍属于培育期阶段。自 20 年始，大广南高速受益于武汉周边路网贯通成长性凸显。2020-2021 年，大广南高速录得收入分别为 3.40 亿元、4.50 亿元，跃升为公司旗下收入贡献第三的路产，仅次于广东省内的广州北二环高速和同样位于湖北省内的随岳南高速。

2018 年国务院、中央军委批复同意新建鄂州民用机场，飞行区跑道滑行道系统按满足 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨的目标设计。2022 年 7 月鄂州花湖机场正式通航，鄂州机场投放预计将带来增量的运输需求，汉鄂和大广南高速车流量仍具有较高的增长空间。

5 相关标的

5.1 山东高速

➤ **看点 1:** 京台高速德齐段和济泰段改扩建项目分别于 2021 年 7 月和 2022 年 10 月完工通车，我们看好两路段通车能力提高后车流量回升增厚业绩。目前齐济段改扩建工程正在推进，预计全线改扩建完成后京台高速将成为公司业绩的有力支撑。

➤ **看点 2:** 根据公司披露的《未来五年 2020-2024 年股东回报规划》，2020 年-2024 年每年现金分红不少于当年合并报表归母净利润的 60%，公司稳健的经营业绩将为分红收益提供保障。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 165.82/180.37/185.29 亿元，对应增速分别为 2.34%/8.77%/2.73%；归母净利润分别为 31.77/36.17/39.17 亿元，对应增速分别为 4.07%/13.85%/8.31%，3 年 CAGR 约为 8.67%，EPS 分别为每股 0.66/0.75/0.81 元，对应的 PE 为 9.1x/8.0x/7.4x。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 9.3 倍 PE，对应目标价 7.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 40：山东高速盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13003	16204	16582	18037	18529
增长率（%）	24.86	24.61	2.34	8.77	2.73
EBITDA（百万元）	8267	10195	11868	12820	13486
归母净利润（百万元）	2281	3052	3177	3617	3917
增长率（%）	-27.04	33.83	4.07	13.85	8.31
EPS（元/股）	0.47	0.63	0.66	0.75	0.81
市盈率（P/E）	12.7	9.5	9.1	8.0	7.4
市净率（P/B）	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.7	7.9	7.6	6.8	6.2

资料来源：ifind，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 2 月 28 日收盘价

➤ 风险提示

京台高速车流量恢复不及预期，行业收费政策变化。

5.2 越秀交通基建

➤ **看点 1:** 2022 年 10 月 17 日，公司发布公告拟以 10.98 亿元收购兰尉高速 100% 股权。兰尉高速是河南省兰南高速的重要组成部分，也是中原地区通往山东沿海地区的重要通道，全长 61.03 公里，收费期限至 2034 年 7 月。2021 年及 2022 年 1-7 月，兰尉高速分别实现收入 3.09 和 1.98 亿元。兰尉高速是已运营 17 年的成熟路产，盈利能力较为出色，公告中测算本次收购 IRR 约为 9.5%，兰尉高速并表后将有效减轻分拆汉孝高速的影响，进一步提升公司的盈利水平。

➤ **看点 2:** 广州北二环高速即将进入改扩建周期，短期影响不改优质路产本色。据公司公告，公司于 2022 年底进行广州北二环的改扩建，由双向六车道增至双向十/十二车道，预计 2028 年 6 月完工。总投资 170 亿元，其中公司预计投入资本金 30.6 亿元。广州北二环是公司主力创收路产，改扩建期间车流量和路费收入将受到负面影响，考虑到该路段立足大湾区的显著区位优势 and 改扩建后收费期限的有效延长（按现行政策延至 2053 年），我们积极看好通车后车流量扩容带来的收入增量贡献。

➤ **看点 3:** 公司维持稳定的派息率。2009 年以来，公司分红率一直维持在 50% 以上，在疫情影响最为严重的 2020 年分红率仍达到 61%，彰显公司对股东回报的重视。随着盈利逐步修复，预计公司仍将保持较高的分红。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 33.87/36.22/38.51 亿元，对应增速分别为 -12.98%/6.95%/6.31%；归母净利润分别为 7.10/8.71/9.53 亿元，对应增速分别为 -51.54%/22.72%/9.43%，EPS 分别为每股 0.42/0.52/0.57 元，对应的 PE 为 8.7x/7.1x/6.5x。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 9.5 倍 PE，对应目标价 5.6 港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 41：越秀交通盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,229.85	3,892.14	3,386.86	3,622.11	3,850.82
增长率（%）	-4.01	20.51	-12.98	6.95	6.31
EBITDA（百万元）	1,224.15	1,622.03	2,996.61	3,226.28	3,469.63
归母净利润（百万元）	160.49	1,464.98	709.89	871.18	953.29
增长率（%）	-85.89	812.81	-51.54	22.72	9.43
EPS（元/股）	0.68	0.10	0.42	0.52	0.57
市盈率（P/E）	5.45	37.09	8.74	7.12	6.51
市净率（P/B）	0.59	0.60	0.57	0.53	0.51
EV/EBITDA	14.26	10.32	6.99	4.19	3.35

资料来源：wind，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 2 月 28 日收盘价

➤ 风险提示

受路网分流等因素影响车流量增速不及预期，行业收费政策变化。

6 风险提示

经济增长不及预期风险：高速公路行业车流量与宏观经济紧密相关，若经济复苏程度不及预期，运输需求将受到负面影响；

路网分流风险：关注标的旗下路产若受到路网分流或建设进度不及预期，车流量增长将受到压制；

政策变化风险：若国家层面再次出台全面通行费优惠政策，高速主体收入水平将受到负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695