仅供内部参考，请勿外传！

万联证券 WANLIAN SECURITIES

聚焦主业，行稳致远

——粤高速 A（000429）首次覆盖

增持（首次）

2026 年 10 月 20 日

报告关键要素：

公司作为广东交通集团旗下唯一路产上市平台，其控股和参股路产资源均处于广东省，腹地经济发达，车流量增长有保障，公司持续聚焦主业，经营稳健，财务表现良好，相关路产改扩建持续推进，控股股东路产资源丰富，潜在资产注入机会未来可期。今年下半年以来市场持续调整，公司现金流表现良好，分红率处于行业领先水平，具有较强的防御属性，我们进行首次覆盖，给予“增持”评级。

投资要点：

公司是广东交通集团旗下唯一路产上市平台：公司成立于 1993 年 2 月，由广东省交通集团控股，公司实际控制人为广东省国资委。公司通过收并购等方式持续扩充路产资源，目前公司核心控股路产包括广佛高速公路、佛开高速公路、京珠高速公路广珠段、广惠高速公路，并参股多条湾区内高速公路。截至 2026 年中期，公司控股高速公路里程 306.78 公里，参、控股高速公路按照权益比例折算里程合计 295.88 公里。广东省交通集团有限公司路产丰富，粤高速 A 作为其旗下唯一路产上市平台，潜在资产注入机会可期。

公司财务稳健：公司 2016-2025 年营业收入复合增速为 5.23%，归母净利润复合增速为 6.74%，公司经营业绩稳健，盈利能力突出，从纵向角度来看，剔除疫情期间影响，公司历年毛利率水平保持稳中有升的态势；从横向角度来看，公司毛利率水平高于同业可比公司，体现出了较强的盈利能力。

公司有望持续受益于大湾区区域经济发展：广东省经济处于国内领先水平，其 GDP 规模稳居各省市首位，历年 GDP 增速保持稳健，人口持续增长，占全国人口比重持续提升，汽车保有量规模持续增加，较强的经济活力持续带动路产需求提升。

公司现金流良好，高分红优势凸显：受益于高速公路业务性质，公司现金流表现良好，且当前资本支出压力较小；公司 2025 年分红比例为 70%，居于行业同类公司首位，公司分红比例稳定保持高位，股息率优势凸显。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 45.05/45.67/46.21 亿元，同比分别+0.8%/+1.4%/+1.2%，预计归母净

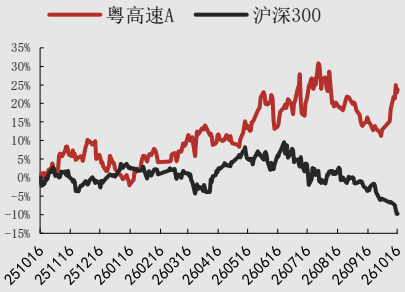
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4469.74	4505.19	4566.60	4621.38
增长比率（%）	-2.19	0.79	1.36	1.20
归母净利润（百万元）	1801.34	1593.60	1606.80	1620.13
增长比率（%）	15.31	-11.53	0.83	0.83
每股收益（元）	0.86	0.76	0.77	0.77
市盈率（倍）	15.76	17.82	17.67	17.53
市净率（倍）	2.55	2.48	2.38	2.28

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本（百万股）	2,090.81
流通A股（百万股）	1,303.33
收盘价（元）	13.66
总市值（亿元）	285.60
流通A股市值（亿元）	178.03

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师： 潘云娇
执业证书编号：S0270522020001
电话：18122037718
邮箱：panyj@wlzq.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

利润分别为 15.94/16.07/16.20 亿元，同比分别-11.5%/+0.8%/+0.8%。今年下半年以来市场持续调整，公司现金流表现良好，分红率处于行业领先水平，具有较强的防御属性，我们进行首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：宏观经济下滑、改扩建进展不及预期、政策风险等。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 广东交通集团旗下唯一路产上市平台.....5
1.1 公司发展历程.....5
1.2 公司持股结构.....5
1.3 公司业务情况.....6
2 公司财务稳健.....7
2.1 公司营收及归母净利润整体保持稳健增长.....7
2.2 公司盈利能力优于同业可比公司.....9
2.3 公司期间费用率水平持续下降.....10
3 高速公路行业情况.....10
3.1 高速公路里程增速放缓，投资规模下降.....10
3.2 客运及货运周转量有望保持平稳增长.....11
3.3 高速公路收费标准以及收费期限有望优化.....14
3.4 并购带来潜在新机遇.....17
3.5 广东省高速公路发展情况.....17
4 公司现金流良好，高分红优势凸显.....19
5 盈利预测和估值情况.....20
5.1 盈利预测结果.....20
5.2 估值情况.....21
6 投资建议及风险提示.....21

图表 1: 公司发展历程.....5
图表 2: 公司股权结构图.....5
图表 3: 公司参控股路产基本信息.....6
图表 4: 公司控股路产近年车流量（万辆）情况.....7
图表 5: 公司近年参股路产车流量（万辆）情况.....7
图表 6: 公司营业总收入（亿元，左轴）及同比增速（右轴）.....7
图表 7: 公司归母净利润（亿元，左轴）及同比增速（右轴）.....7
图表 8: 公司历年营收结构情况.....8
图表 9: 公司历年对联营企业和合营企业的投资收益情况（亿元，左轴）及占营收比重（右轴）.....9
图表 10: 公司同业相关公司毛利率水平比较（%）.....9
图表 11: 公司综合毛利率及净利率情况.....9
图表 12: 公司核心路产毛利率情况（%）.....9
图表 13: 公司及同业相关公司财务费用率水平比较（%）.....10
图表 14: 公司及同业相关公司管理费用率水平比较（%）.....10
图表 15: 我国高速公路里程（万公里，左轴）及同比增速（右轴）.....11
图表 16: 我国公路建设投资规模（万元，左轴）及同比增速（右轴）.....11
图表 17: 我国高速公路新增里程（公里）.....11
图表 18: 我国高速公路里程(公里，左轴)及高速公路里程占收费公路里程的比重(右轴）.....11
图表 19: 我国民用载客汽车拥有量（万辆）.....12
图表 20: 2019 年我国各省市高速公路客货运车流量结构.....12
图表 21: 我国公路客运量（左轴）及同比增速.....12

仅供内部参考，请勿外传！

图表 22：我国公路货运量（左轴）及同比增速.....12
图表 23：我国公路旅客周转量（左轴）及同比增速.....13
图表 24：我国公路货物周转量（左轴）及同比增速.....13
图表 25：公路货运量与 GDP 增速（%）.....13
图表 26：我国各省市单公里通行费收入与人均 GDP 正相关.....13
图表 27：各省市高速公路客货运流量（万辆）.....13
图表 28：我国高速公路收支平衡结果（亿元）.....14
图表 29：经营性高速公路累计投资额与里程的比值.....14
图表 30：近年各地高速公路收费标准调高的情况梳理.....15
图表 31：高速公路相关政策梳理.....15
图表 32：部分高速公路上市公司及其第一大股东所控股运营里程情况.....17
图表 33：2025 年各省市 GDP 规模（亿元）.....17
图表 34：广东省经济增速保持稳健（%）.....17
图表 35：广东省常住人口（万人，左轴）及占全国人口比重（右轴）.....18
图表 36：广东省民用汽车拥有量（万辆，左轴）及同比增速（右轴）.....18
图表 37：广东省高速公路里程（公里，左轴）及同比增速（右轴）.....18
图表 38：公司现金流情况（亿元）.....19
图表 39：公司历年的分红比例及股息率.....19
图表 40：A 股高速公路板块个股 2025 年分红比例（%）.....19
图表 41：公司目前主要改扩建项目资本支出计划.....19
图表 42：粤高速 A 盈利预测拆分表（百万元）.....20
图表 43：粤高速 A 与可比公司比较.....21

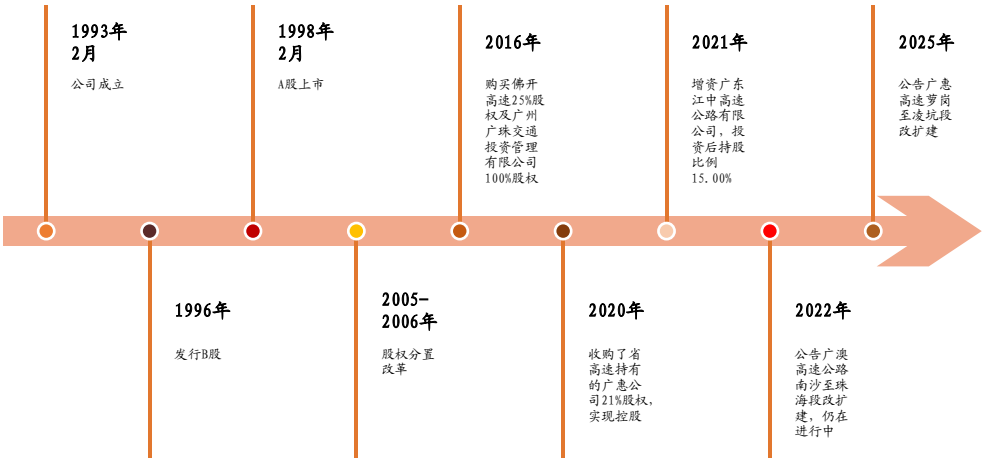
仅供内部参考，请勿外传！

1 广东交通集团旗下唯一路产上市平台

1.1 公司发展历程

广东省高速公路发展股份有限公司（证券简称：粤高速A，证券代码：000429.SZ，以下简称为“粤高速A”或“公司”）成立于1993年2月，前身为广东省佛开高速公路股份有限公司。1993年6月，经广东省企业股份制试点联审小组办公室批准，公司重组更名为“广东省高速公路发展股份有限公司”。1996年，公司向境外投资者发行13,500万股境内上市外资股（B股），为高速公路建设筹集5.13亿元资金；1998年2月20日，公司A股在深圳证券交易所挂牌上市，搭建起境内外融资共有平台；2005-2006年期间完成股权分置改革；2016年公司进行重大资产重组，购买广东省高速公路有限公司持有的广东省佛开高速公路有限公司25%股权以及广州广珠交通投资管理有限公司100%股权，同时公司向亚东复星亚联投资有限公司、西藏赢悦投资管理有限公司、广发证券股份有限公司进行定向增发。2020年公司收购了省高速持有的广惠公司21%股权，实现控股；2022年公司启动广澳高速公路南沙至珠海段改扩建；2025年公司启动广惠高速萝岗至凌坑段改扩建。

图表1:公司发展历程

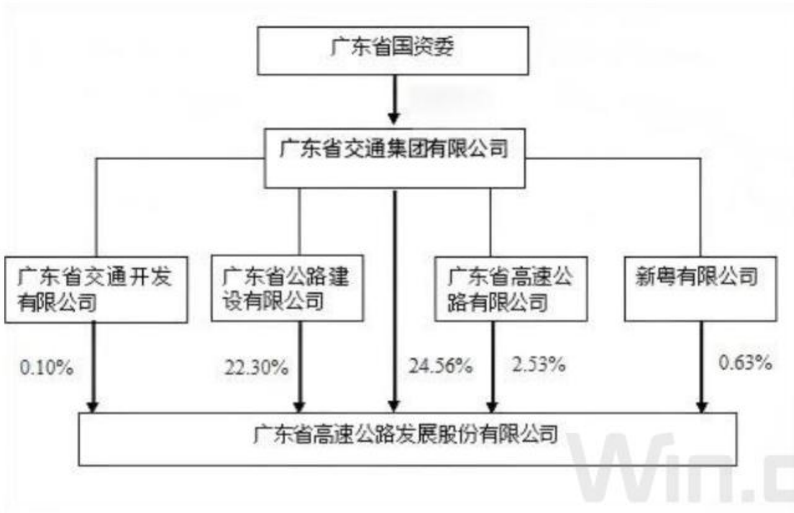


资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

1.2 公司持股结构

公司是广东省交通集团有限公司旗下唯一的路产上市平台，广东省交通集团通过直接和间接共计持有公司50.12%的股份，公司实际控制人为广东省国资委。公司第三大股东山东通汇资本投资集团有限公司持有公司9.68%的股份，山东通汇资本的控股股东为山东高速集团有限公司。

图表2:公司股权结构图



资料来源：wind，公司2025年年报，万联证券研究所

1.3 公司业务情况

公司主营业务涵盖高速公路、等级公路及桥梁的投资、建设、收费与养护管理，具体包括广佛高速公路、佛开高速公路、京珠高速公路广珠段和广惠高速公路的收费和养护工作及对外投资，同时参股了深圳惠盐高速公路有限公司、广东江中高速公路有限公司、肇庆粤肇公路有限公司、赣州康大高速公路有限责任公司、赣州赣康高速公路有限责任公司、广东省粤普小额再贷款股份有限公司、广东广乐高速公路有限公司、国元证券股份有限公司、车库电桩控股（深圳）有限公司、广东粤通启源芯动力科技有限公司。截至2026年中期，公司控股高速公路里程306.78公里，参、控股高速公路按照权益比例折算里程合计295.88公里。公司相关路段改扩建情况主要包括：京珠高速广珠段中山城区至珠海段改扩建工程已于2024年9月建成通车，其余路段计划于2028年底建成；广惠高速改扩建工程已于2025年9月开工，计划于2029年底建成；粤肇高速改扩建工程按计划有序推进实施，计划于2028年底建成。此外，江中高速已经完成改扩建，收费期限待核定更新。

图表3:公司参控股路产基本信息

参控股路段	路产性质	通车里程（公里）	持股比例	收费期限
广佛高速公路	经营性	15.70	75.00%	1989 年 8 月至 2022 年 3 月 3 日
佛开高速公路	经营性	79.86	100.00%	1997 年 1 月起；北段（谢边至三堡段）46.60 公里，至 2036 年 3 月；南段（佛开高速公路三堡至水口段）33.26 公里，至 2044 年 6 月 14 日
京珠高速公路广珠段	经营性	58.14	75.00%	1999 年 12 月至 2030 年 5 月
广惠高速公路	经营性	153.08	51.00%	1999 年起，其中萝岗至石湾段至 2029 年，石湾至小金口段至 2027 年，小金口至凌坑段至 2027 年
惠盐高速公路	经营性	20.60	33.33%	2022 年 2 月－2047 年 2 月
广肇高速公路	经营性	51.13	25.00%	2002－2031 年 11 月
江中高速公路	经营性	40.07	15.00%	2005－2027 年 8 月
康大高速公路	经营性	56.65	30.00%	2007 年 12 月－2037 年 12 月
赣康高速公路	经营性	43.59	30.00%	2010 年 7 月－2040 年 7 月

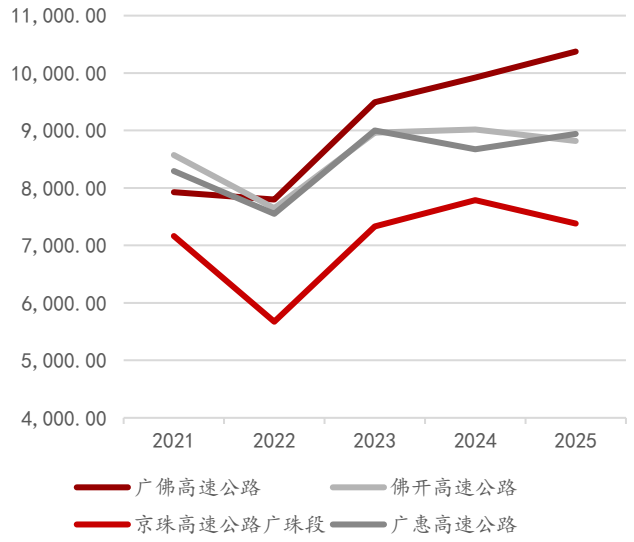
仅供内部参考，请勿外传！

广乐高速公路	经营性	298.19	9.00%	2014 年 10 月－2039 年 10 月

资料来源：公司公告，2024年跟踪评级报告，万联证券研究所

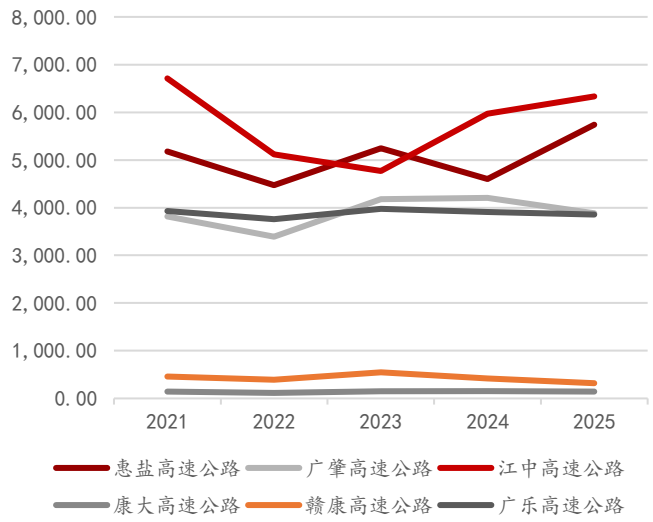
公司参控股路产车流量保持稳健。公司参控股高速公路均为国家及省级路网主骨架的关键组成部分，形成覆盖珠三角核心区域的战略性资产布局，珠三角区域经济发达，受益于腹地经济，公司控股的核心四大路产近年车流量整体保持稳步提升的态势，参股路产车流量虽有波动，但整体保持稳健。

图表4:公司控股路产近年车流量（万辆）情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表5:公司近年参股路产车流量（万辆）情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2 公司财务稳健

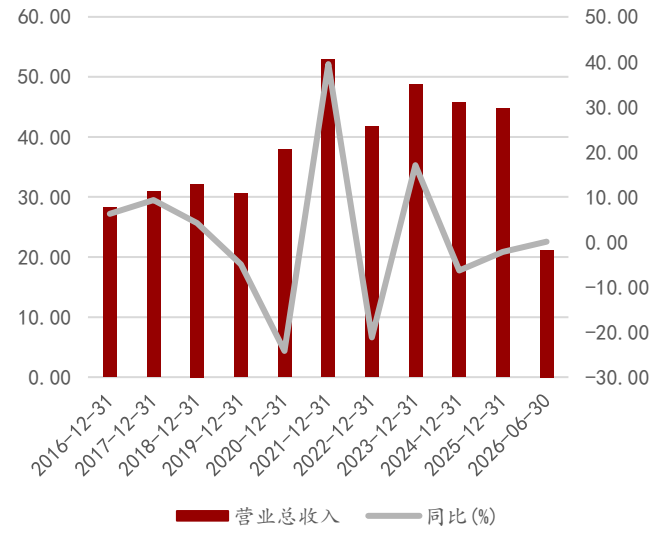
2.1 公司营收及归母净利润整体保持稳健增长

公司2016-2025年营业收入复合增速为5.23%，2025年度公司营业收入实现44.70亿元，同比下降2.19%，2025年营收微降的主要原因是佛开高速及京珠高速广珠段受深中通道、中开及南中高速通车分流影响，叠加改扩建施工等因素影响下车流量和通行费收入有所下降；公司2016-2025年归母净利润复合增速为6.74%，2025年度公司归母净利润实现18.01亿元，同比增长15.31%，在营收微降的同时公司归母净利润实现较快增长的原因主要是冲回广佛公司对代垫的管养支出全额计提的减值准备。2026年H1公司实现营业收入21.19亿元，同比微增0.05%，实现归母净利润8.50亿元，同比下降19.58%，主要是由于上年同期控股子公司广佛高速公路有限公司冲回坏账准备34,294万元，导致基数较高。

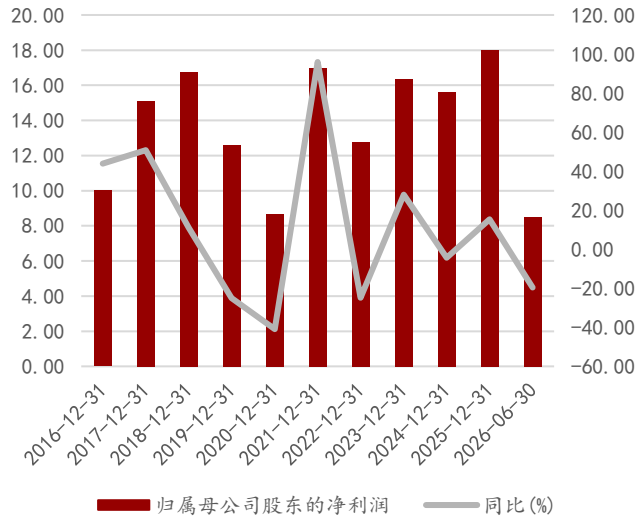
图表6:公司营业总收入（亿元，左轴）及同比增速（右轴）

图表7:公司归母净利润（亿元，左轴）及同比增速（右轴）

仅供内部参考，请勿外传！



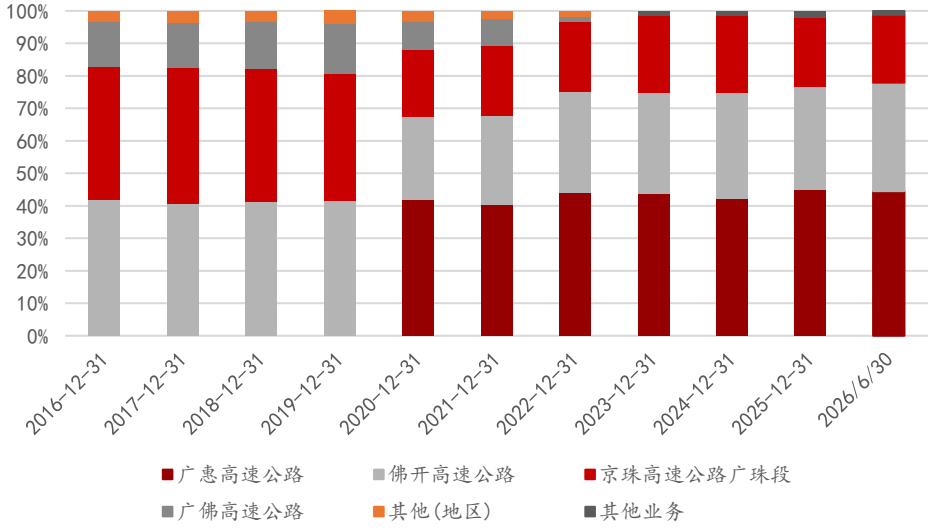
资料来源：wind，万联证券研究所



资料来源：wind，万联证券研究所

公司控股的四大核心路产是公司历年的主要收入来源。从收入构成上来看，公司绝大部分收入均来自于高速公路通行费收入，2025年占比达到98%。从具体各路产收入占比角度来看，2016-2019年公司来自于佛开高速、京珠高速公路广珠段及广佛高速公路的收入占比达到96%-97%，2020年完成对广惠高速的收购后，2020-2021年公司来自于广惠高速、佛开高速、京珠高速公路广珠段及广佛高速公路的收入占比达到96.7%、97.8%，2022年3月广佛高速收费期限到期，2023-2025年及2026年H1期间公司来自于广惠高速、佛开高速、京珠高速公路广珠段的收入占比达到98%-99%。

图表8:公司历年营收结构情况



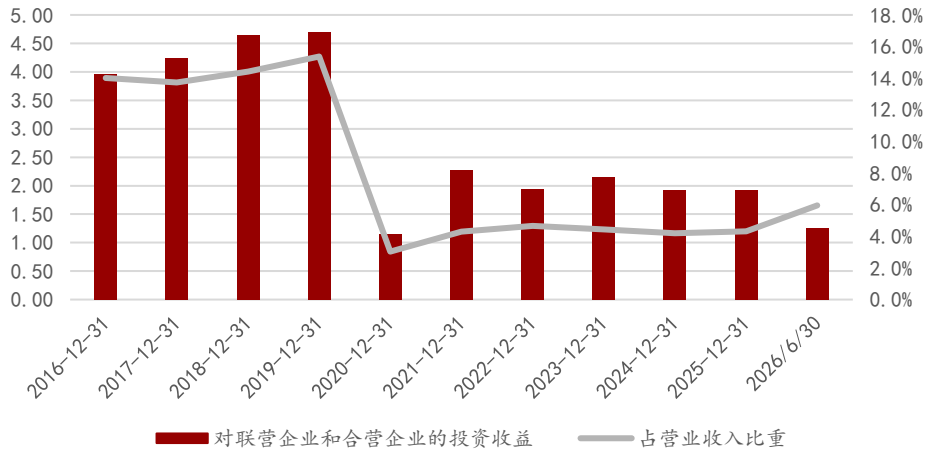
资料来源：wind，万联证券研究所

公司来自于参股公司的投资收益近年保持相对平稳。2024年公司进一步收购广惠高速21%股权，实现了对其控股，自2020年起公司对联营企业和合营企业的投资收益较之前年份出现明显下降，但近年公司对联营企业和合营企业的投资收益保持相对平稳的态势。受益于惠盐、江中高速公路改扩建完成并通车影响，2026年H1公司来自于

仅供内部参考，请勿外传！

参股公司的投资收益明显增加。

图表9:公司历年对联营企业和合营企业的投资收益情况（亿元，左轴）及占营收比重（右轴）

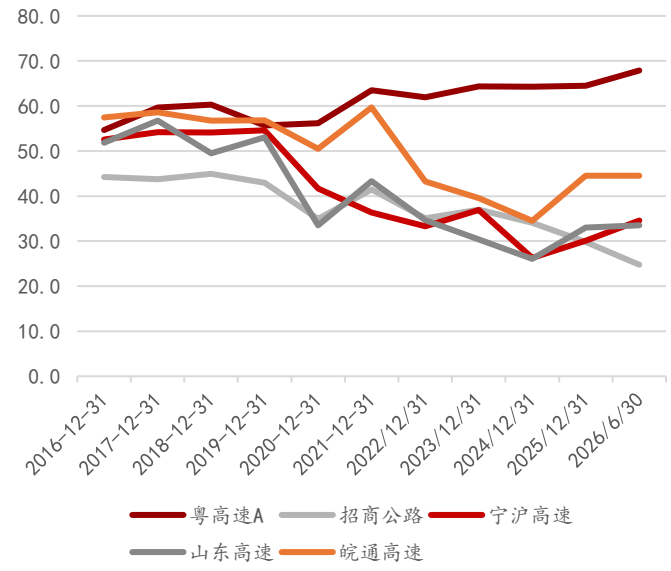


资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 公司盈利能力优于同业可比公司

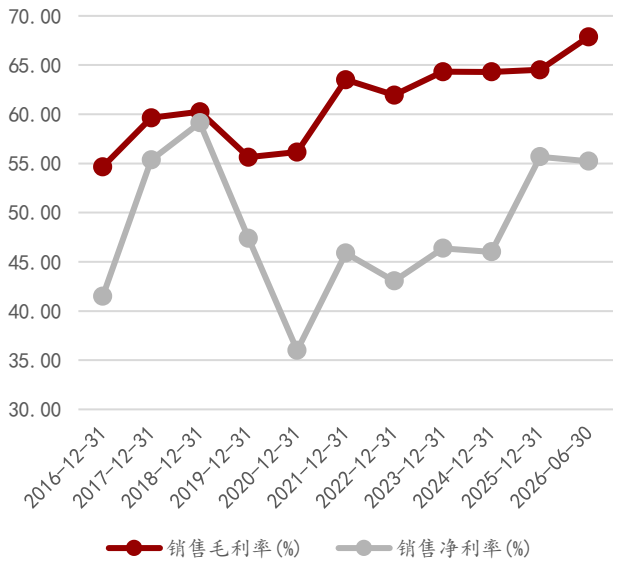
公司盈利能力突出，从纵向角度来看，剔除疫情期间影响，公司历年毛利率水平保持稳中有升的态势；从横向角度来看，公司毛利率水平高于同业可比公司，体现出了较强的盈利能力；公司当前的三大核心路产所处腹地经济发展良好，车流量较大且保持较为稳定，近年毛利率水平均保持稳健。

图表10:公司同业相关公司毛利率水平比较（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

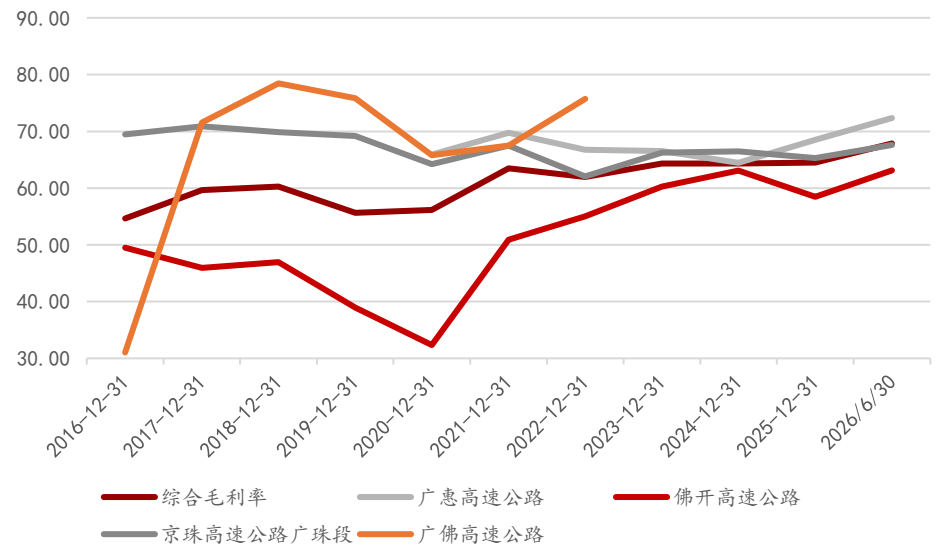
图表11:公司综合毛利率及净利率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12:公司核心路产毛利率情况（%）

仅供内部参考，请勿外传！

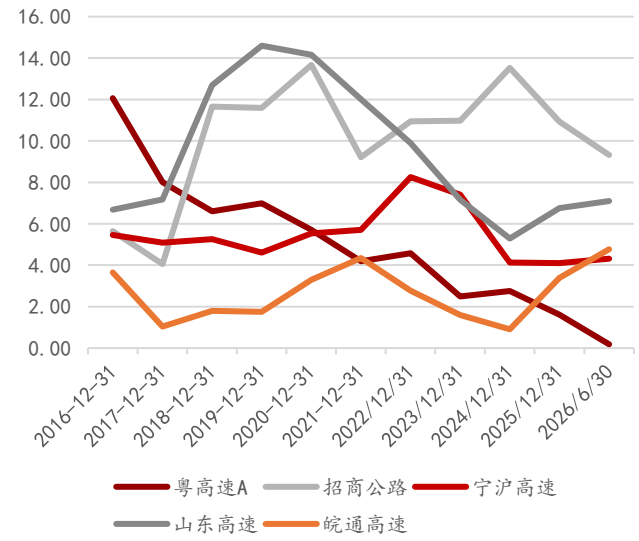


资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 公司期间费用率水平持续下降

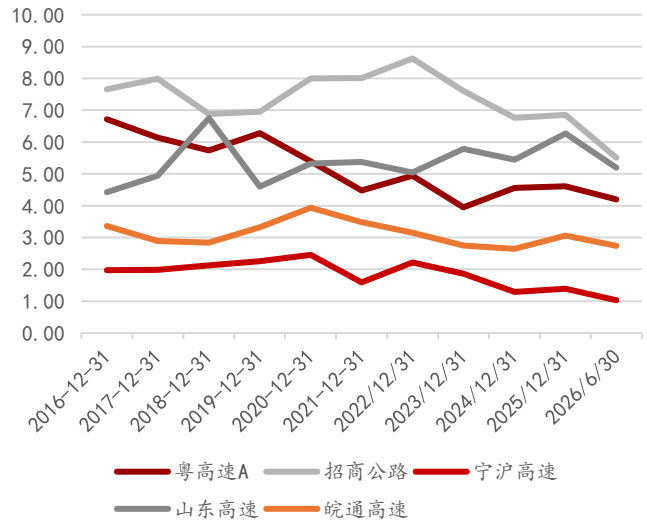
受益于公司业务性质以及公司近年大额资本开支下降，公司负债规模持续下降，现金流充裕，财务费用率持续下降，2025年公司财务费用率为1.62%，2026年H1公司财务费用率仅为0.18%，明显低于同业可比公司同期水平。公司持续推进管理体系优化，提质增效，实现管理费用率稳中有降，管理费用率水平处于同业可比公司中等水平。

图表13:公司及同业相关公司财务费用率水平比较（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14:公司及同业相关公司管理费用率水平比较（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

3 高速公路行业情况

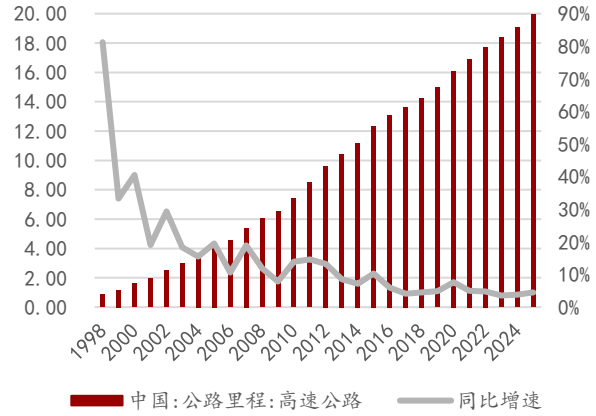
3.1 高速公路里程增速放缓，投资规模下降

当前行业进入成熟期，投资规模下降。我国内地高速公路起步较晚，20世纪80年代开始逐步酝酿产生，经历从无到有及缓慢发展阶段后，自1998年随着财政政策的扩张，

仅供内部参考，请勿外传！

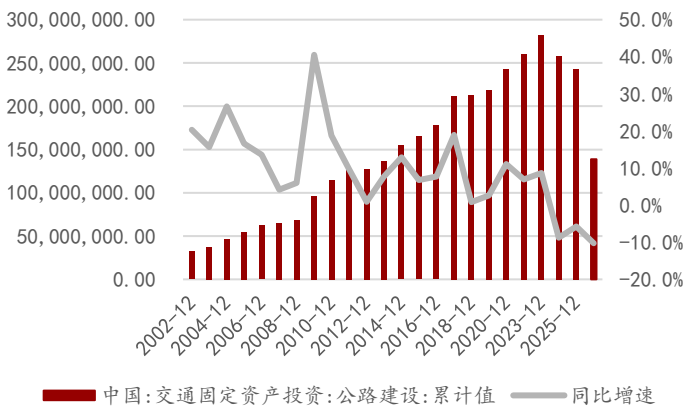
高速公路行业进入快速发展阶段，1998-2007年高速公路里程年均复合增速达到22%；随着2008年金融危机的爆发，我国积极的财政政策再度发力，高速公路行业乘势进入跨越式发展阶段，2008-2015年高速公路里程复合增速达到11%。自2016年起高速公路行业进入全面规范和高质量发展阶段，公路里程的增长进入平稳阶段，2016-2025年高速公路里程年均复合增速为4.8%。截至2025年末，我国高速公路总里程达到了19.94万公里，同比增长4.6%。当前，我国高速公路已经成为收费公路的主要构成部分，2021年高速公路里程占收费公路里程比重达到86%，其中经营性高速公路占比持续提升。随着路网的不断完善，我国公路建设投资规模增速整体呈现下降趋势，2025年我国公路建设投资规模2.43万亿元，同比下降5.7%，2026年1-8月投资规模1.39万亿元，同比下降10.3%。

图表15:我国高速公路里程（万公里，左轴）及同比增速（右轴）



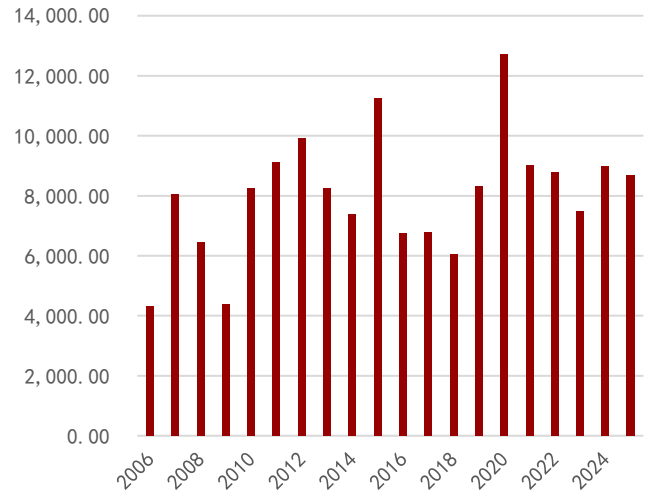
资料来源：wind，交通运输部，国家统计局，万联证券研究所

图表16:我国公路建设投资规模（万元，左轴）及同比增速（右轴）



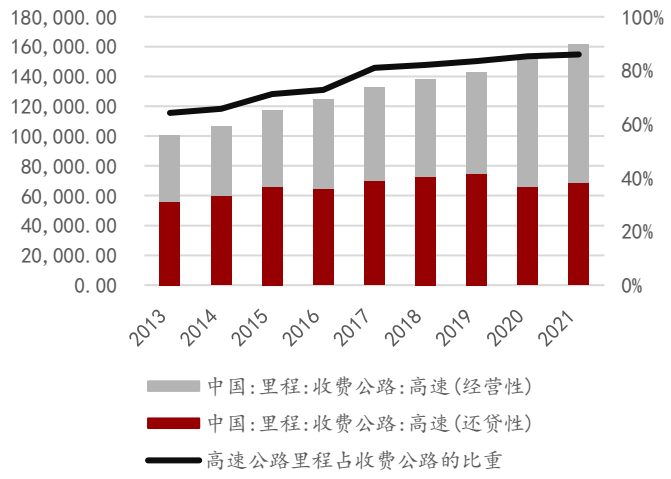
资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所

图表17:我国高速公路新增里程（公里）



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表18:我国高速公路里程（公里，左轴）及高速公路里程占收费公路里程的比重（右轴）



资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所

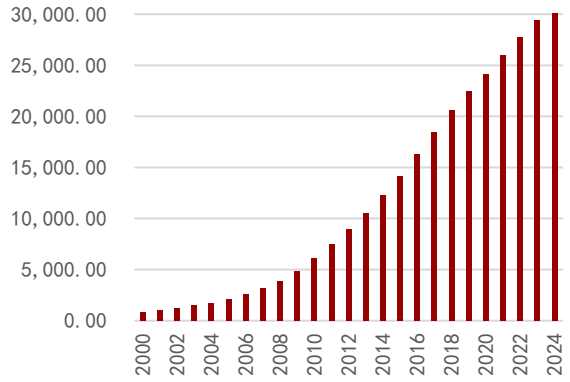
3.2 客运及货运周转量有望保持平稳增长

仅供内部参考，请勿外传！

客运及货运周转量有望保持稳定增长。车流量由客运和货运两部分构成，根据交通运输部公布的数据显示，2019年全国高速公路客车流量占比约76%，货车流量占比约24%，各个省市间客车和货车流量结构上略有差异。客车流量方面，我国民用载客汽车保有量保持稳定增长。受疫情影响，在疫情期间公路客运量及客运周转量出现大幅下滑，疫情之后呈现逐步修复态势，2025年公路旅客周转量5100.44亿人公里，同比持平，2026年1-8月公路旅客周转量3396.82亿人公里，同比微降0.5%，随着自驾游等跨区域流动需求的不断抬升，客运流量有望保持平稳增长；货运流量方面，货运流量与宏观经济息息相关，从历史数据可以看到公路货运量与GDP增速明显正相关，2025年货运周转量达到79,510.73亿吨公里，同比增长3.50%，2026年1-8月实现52,984.94亿吨公里，同比增长3.0%，整体保持平稳，随着宏观经济的持续修复，预计公路货运流量有望保持稳定增长。

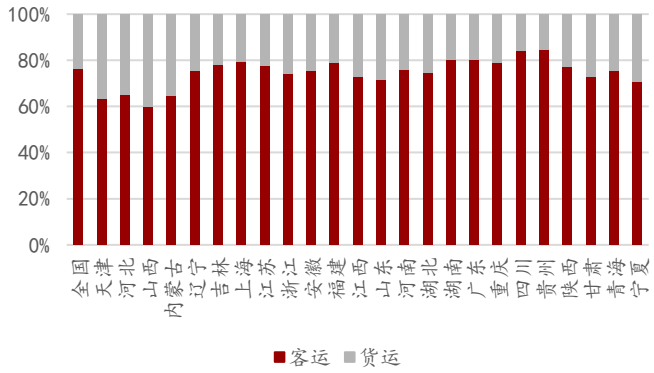
由于区域经济发展不平衡，高速公路车流量及通行费收入与区域经济发展水平高度相关。我们以各省市人均GDP与单公里高速公路通行费收入进行刻画，可以明显看到经济相对发达的区域单公里高速公路通行费收入较高。从各个区域车流量表现上也可以看到，广东、江苏等区域经济相对发达的区域车流量更大。

图表19:我国民用载客汽车拥有量（万辆）



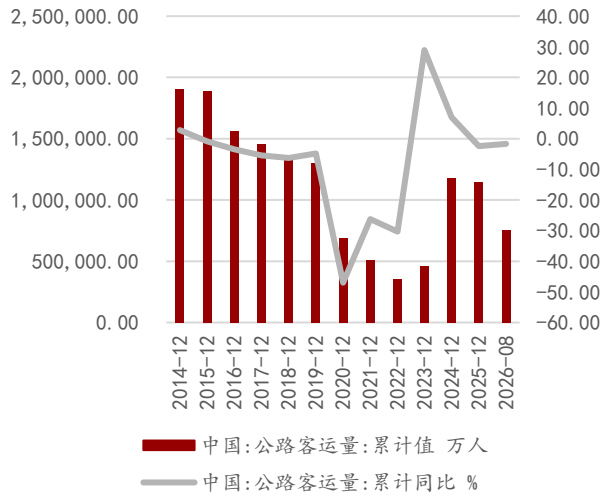
资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表20:2019年我国各省市高速公路客货运车流量结构



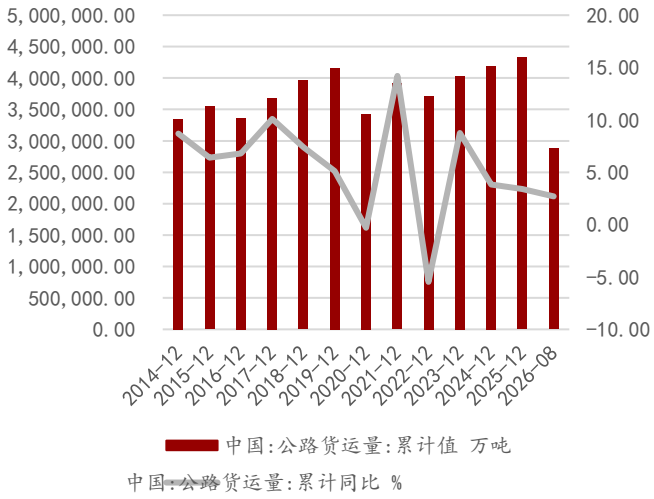
资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所

图表21:我国公路客运量（左轴）及同比增速



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

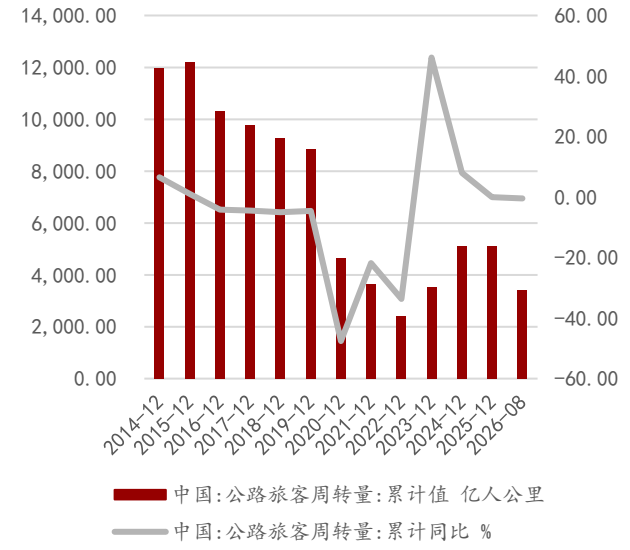
图表22:我国公路货运量（左轴）及同比增速



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

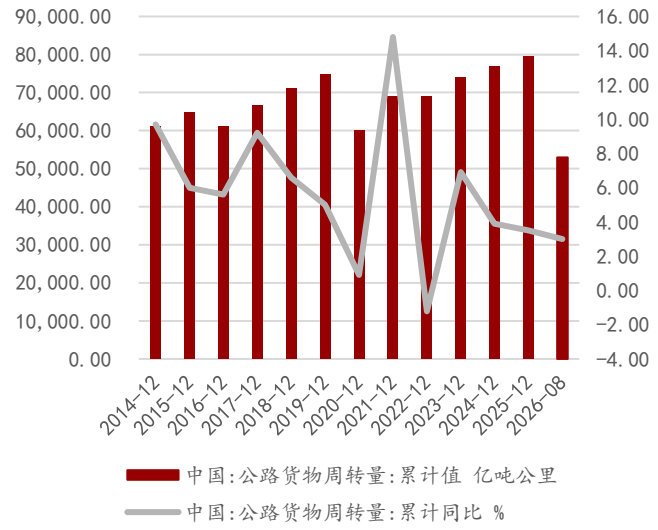
仅供内部参考，请勿外传！

图表23:我国公路旅客周转量（左轴）及同比增速



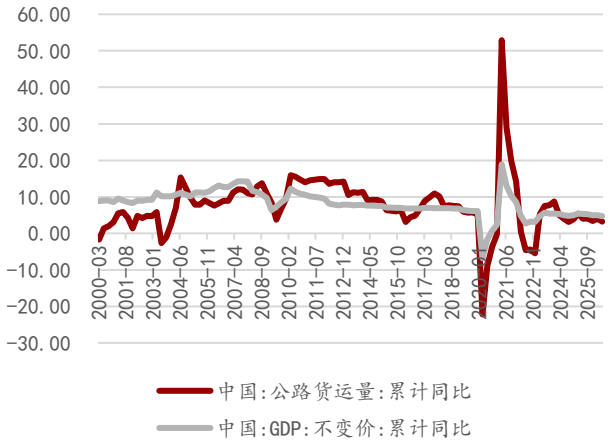
资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表24:我国公路货物周转量（左轴）及同比增速



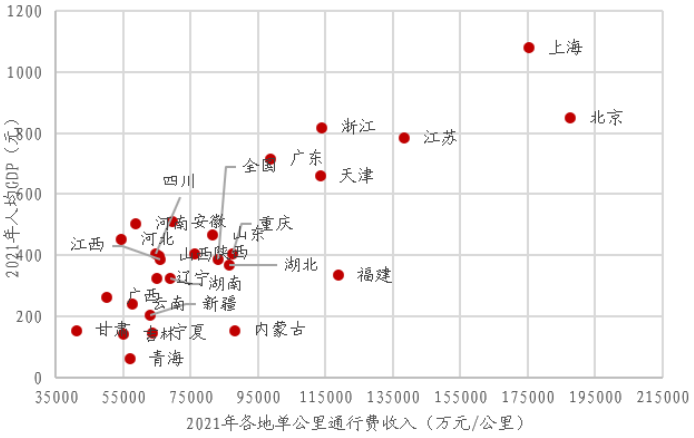
资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表25:公路货运量与GDP增速（%）



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

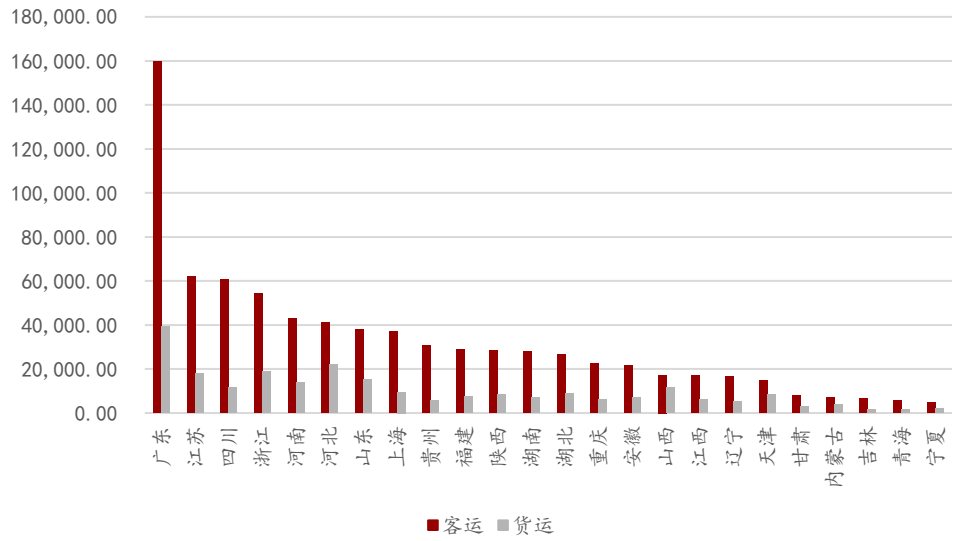
图表26:我国各省市单公里通行费收入与人均GDP正相关



资料来源：wind，交通运输部，国家统计局，各地交通运输厅，万联证券研究所

图表27:各省市高速公路客货运流量（万辆）

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所

3.3 高速公路收费标准以及收费期限有望优化

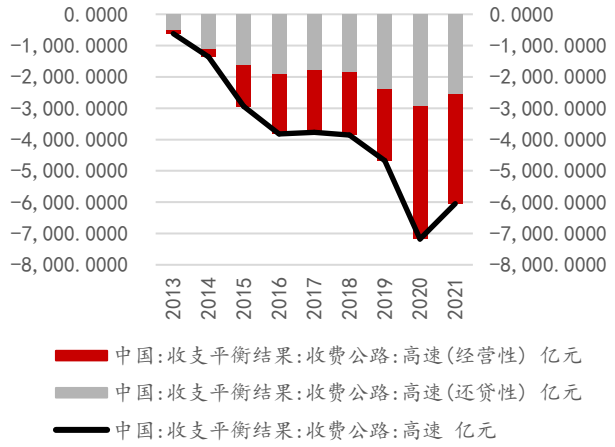
高速公路建设成本持续抬升、收支缺口持续扩大，提高收费标准、延长经营期限的潜在诉求持续增强。根据我国高速公路收支平衡结果显示，高速公路收支缺口较大并有扩大的趋势，截至2021年还贷性和经营性高速公路收支缺口分别约为2500和3500亿元。我们通过计算高速公路累计投资额与里程的比值，可以进一步说明高速公路建设成本在过去多年以来持续抬升。历史收支缺口叠加高速公路新建成本的持续抬升，以及当前土地财政持续承压，地方财政压力加大，均指示着高速公路收费标准以及经营期限存在进一步优化调整的必要性。

近年来部分区域高速公路收费标准已经出现上调的现象，区域间有望扩散。根据2004年《收费公路管理条例》，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，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。高速公路收费标准的调整需要经过严格审批程序，近年来，山东对新建和改扩建的高速公路收费标准进行了上调，宁夏、甘肃拟对存量高速公路收费标准进行优化调整。中西部区域单公里通行费相对东部区域更低，且其财政压力也相对较大，具有更强的调价诉求，预计在部分中西部区域率先调价后，有望向其他区域扩散，但是预计整个周期较长。

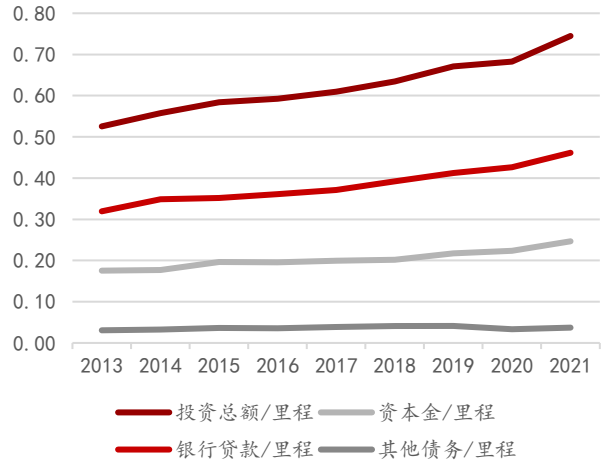
收费期限有望突破。当前我国高速公路行业收费管理政策执行的仍是2004年所出台的《收费公路管理条例》，距今已经历时超过20年，行业的发展情况发生了诸多变化，期间也推出了多次修订版征求意见稿，整体来看对于经营期限上均作出了延长的修订，同时多个重要会议中均有提及“推动收费公路政策优化”。2025年及2026年连续两年预备提请全国人大常委会审议公路法修订草案、预备修订收费公路管理条例；2026年9月交通运输部就公路法修正草案征求意见稿向社会公开征求意见，预计后续政策优化有望加快推出。

图表28:我国高速公路收支平衡结果（亿元）　　图表29:经营性高速公路累计投资额与里程的比值

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所



资料来源：wind，交通运输部，万联证券研究所

图表30:近年各地高速公路收费标准调高的情况梳理

时间	省份	主要内容
2020	山东	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。
2025	山西	9 座及以下客车将从现行 0.36 元/公里上调至 0.49 元/公里，涨幅达 36.11%。
2025	宁夏	2025 年 4 月召开宁夏 32 个收费公路项目客车收费标准调整听证会，三个方案对应的 1 类客车收费标准较现行涨幅最低达到 50%。
2025	甘肃	2025 年 9 月甘肃省召开优化全省部分高速公路收费标准听证会，对现行第一套（0.35）和第二套（0.50）收费基价进行合并统一，其他类型车辆收费标准适当调整。整体看新方案收费标准有一定上浮。

资料来源：各地发改委官网，新浪网等，万联证券研究所

图表31:高速公路相关政策梳理

日期	文件名	主要内容
2004 年 9 月	《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。
2013 年 5 月	《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

仅供内部参考，请勿外传！

		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 7 月	《收费公路管理条例》（修订征求意见稿）	一是政府收费公路中的高速公路实行统借统还，修订后的《条例》不再规定具体的收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限。高速公路以外的政府收费公路，维持现行《条例》最长不超过 15 年、中西部最长不超过 20 年的规定。二是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。其中高速公路的经营期限一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以约定超过 30 年的特许经营期限。高速公路以外一级公路及桥隧的经营期限，维持现行《条例》最长不超过 25 年、中西部最长不得超过 30 年的规定。三是政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费，以解决高速公路养护费用的问题，保证高速公路正常通行。四是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增加了政府债务或社会投资的改扩建工程，可重新核定偿债期限或经营期限。除高速公路以外，其他所有政府收费公路和特许经营公路在偿债期、经营期满后必须停止收费，其剩余政府性债务经审计后全部纳入预算管理。
2018 年 12 月	《收费公路管理条例（修订草案）》	明确政府收费高速公路项目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，防范政府收费高速公路债务风险。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，有效吸引社会资本投资收费公路建设。
2021 年 6 月	《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	（一）分路段差异化收费。（二）分车型（类）差异化收费。（三）分时段差异化收费。（四）分出入口差异化收费。（五）分方向差异化收费。（六）分支付方式差异化收费。
2024 年 7 月	二十届三中全会《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	深化综合交通运输体系改革，推进铁路体制改革，发展通用航空和低空经济，推动收费公路政策优化。
2024 年 12 月	《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》	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	国务院办公厅关于印发《国务院 2025 年度立法工作计划》的通知	公路法修订草案/收费公路管理条例，已经纳入 2025 年提请全国人大常委会预备审议/预备修订
2026 年 5 月	国务院办公厅关于印发《国务院 2026 年度立法工作计划》的通知	公路法修订草案预备提请全国人大常委会审议；预备修订收费公路管理条例

仅供内部参考，请勿外传！

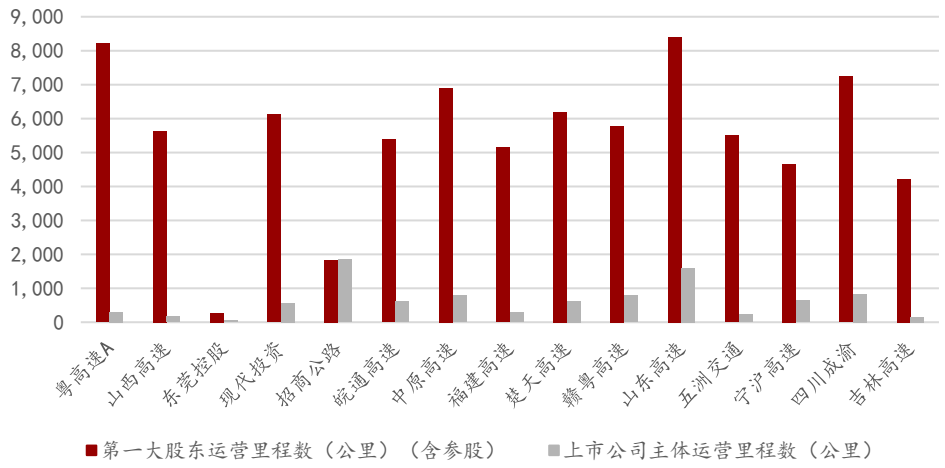
2026 年 9 月	《中华人民共和国公路法（修正草案征求意见稿）》	征求意见稿进一步严格审批管理。征求意见稿进一步明确管理养护资金筹集渠道。

资料来源：中国政府网，交通运输部等，万联证券研究所

3.4 并购带来潜在新机遇

高速公路行业具有明显的区域性特征，行业内上市公司通常为地方国有企业，控股股东一般为所属省份大型国资企业，其所控股路产较为丰富。而高速公路上市公司一般所控股的路段为其所属区域中具有一定优势的路段，运营效率较高。近年来国家政策鼓励国有上市公司实施并购重组，高速公路上市公司大股东资产相对较为丰富，未来有望向上市公司主体注入新的资产，有助于高速公路上市公司进一步扩大资产规模和提升业绩增速。广东省交通集团有限公司路产丰富，粤高速A作为其旗下唯一路产上市平台，潜在资产注入机会可期。

图表32:部分高速公路上市公司及其第一大股东所控股运营里程情况



资料来源：各公司公告及其第一大股东相关公告等，万联证券研究所

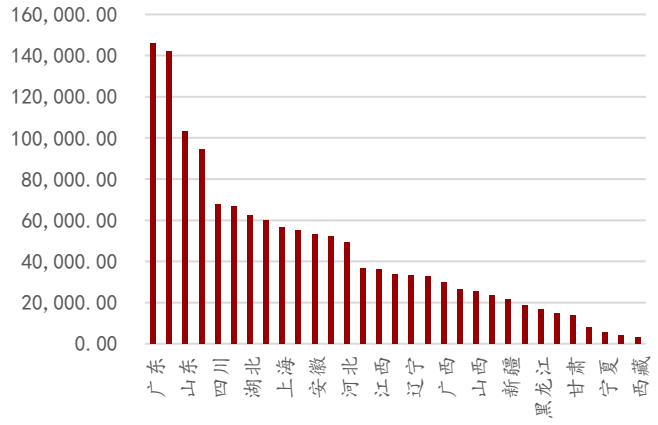
3.5 广东省高速公路发展情况

正如前面所述，高速公路盈利水平与腹地经济水平息息相关，区域经济发展带动路产需求提升。广东省经济处于国内领先水平，其GDP规模稳居各省市首位，历年GDP增速保持稳健，人口持续增长，占全国人口比重持续提升，汽车保有量规模持续增加，较强的经济活力持续带动路产需求提升。

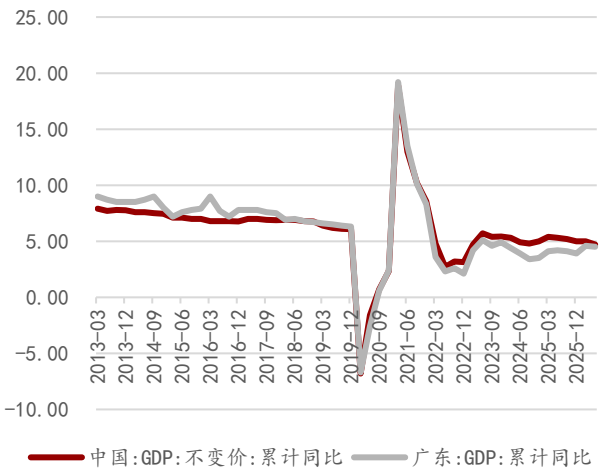
图表33:2025年各省市GDP规模（亿元）

图表34:广东省经济增速保持稳健（%）

仅供内部参考，请勿外传！

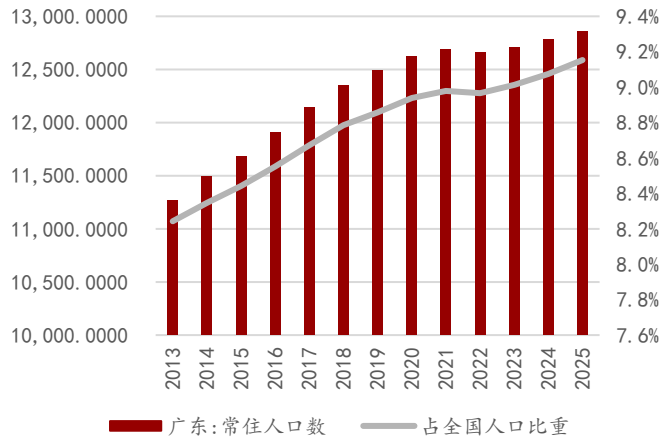


资料来源：wind，各省市统计局，万联证券研究所



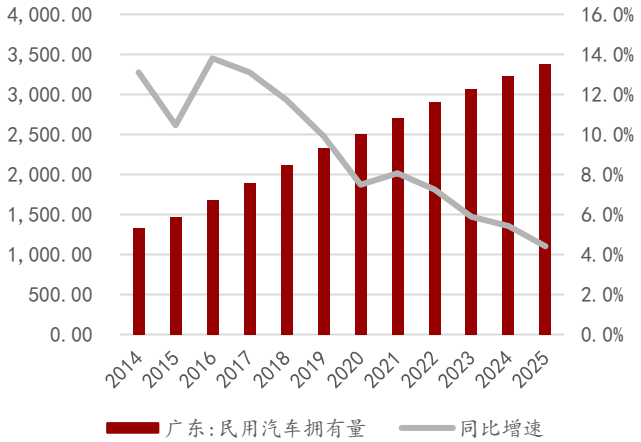
资料来源：wind，国家统计局，广东省统计局，万联证券研究所

图表35:广东省常住人口（万人，左轴）及占全国人口比重（右轴）



资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表36:广东省民用汽车拥有量（万辆，左轴）及同比增速（右轴）

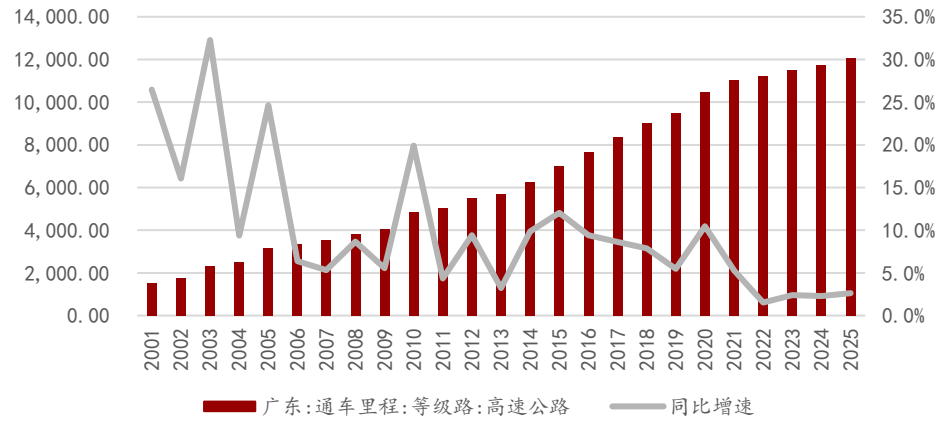


资料来源：wind，广东省统计局，万联证券研究所

广东省高速公路里程持续增长，2011-2020年期间其增速保持较高速增长，2021年以来随着路网不断完善，高速公路里程进入低速增长阶段，2021-2025年年均增速为0.3%。

图表37:广东省高速公路里程（公里，左轴）及同比增速（右轴）

仅供内部参考，请勿外传！



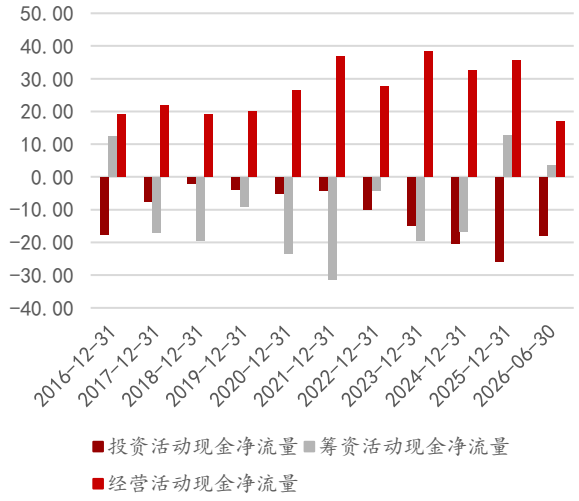
资料来源：wind，广东省统计局，万联证券研究所

4 公司现金流良好，高分红优势凸显

受益于高速公路业务性质，公司现金流表现良好，资本支出压力不大。公司目前主要资本支出是在建的控股项目广惠高速、广珠东高速及参股广肇高速改扩建工程的资本金投入，其中目前资本支出规模最大的项目是广惠高速，公司承担资本金出资额54.48亿元，按照4-5年工期推测，每年平均资本支出规模相对可控，公司整体资本支出压力不大。

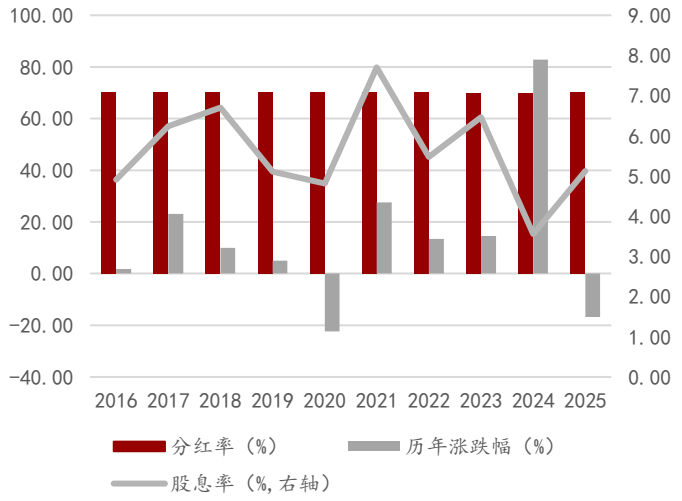
公司分红比例居行业首位，股息率优势凸显。公司2025年分红比例为70%，居于行业同类公司首位，公司分红比例稳定保持高位，股息率优势凸显。

图表38:公司现金流情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表39:公司历年的分红比例及股息率

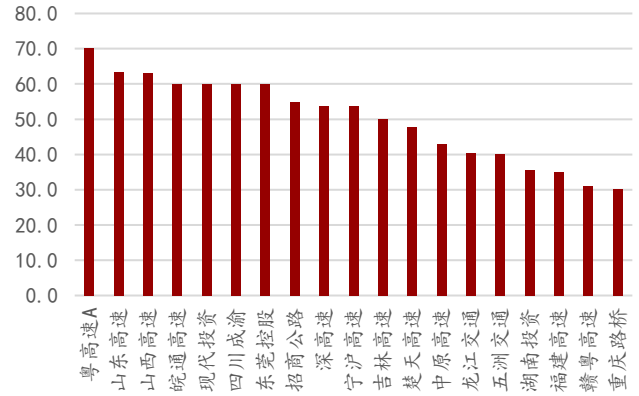


资料来源：wind，万联证券研究所，股息率按照截至历年12月31日估算

图表40:A股高速公路板块个股2025年分红比例（%）

图表41:公司目前主要改扩建项目资本支出计划

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：wind，万联证券研究所

项目	投资预算总额（亿元）	公司承担资本金出资额（亿元）	开工时间	计划完成时间
广澳高速公路南沙至珠海段改扩建	137.36	34.14	2022年	2028年底
广惠高速	305.2	54.48	2025年9月	2029年底
粤肇高速	92.2	8.07	-	2028年底

资料来源：公司公告，万联证券研究所

5 盈利预测和估值情况

5.1 盈利预测结果

公司收入主要来自于其控股的广惠、佛开及京珠高速公路广珠段高速公路，关于公司三大路产2026-2028年核心假设如下：

1、广惠高速，2025年9月开始改扩建，2025年四季度处于改扩建前期工作，对车流量整体影响不大，2025年广惠高速通行费收入同比增长4.08%，预计从2026年开始改扩建对车流量的影响有所加大，2026年上半年广惠高速通行费收入仍实现微增0.27%，惠增高速预计2027年通车，或将对广惠高速形成一定分流影响，假设2026-2028年广惠高速通行费收入同比分别+0.4%、-1%、-1.5%。

2、佛开高速，2025年受深中通道、中开高速通车对粤东西部之间通行流量的辐射分流影响，以及深岑高速江门段四村立交至莲花山互通段主线实施全封闭施工、汾江大桥施工等影响，佛开高速车流量、通行费收入分别同比下降2.24%和4.78%，2026年上半年实现修复性增长，2026H1佛开高速车流量和通行费收入分别同比增长7.87%和3.46%。假设2026-2028年佛开高速通行费收入同比+4%、+3%和+3%。

3、京珠高速公路广珠段，该路段处于改扩建中，其中京珠高速广珠段中山城区至珠海段改扩建工程已于2024年9月建成通车，其余路段计划于2028年底建成。2026年上半年受周边路网分流及自身改扩建工程施工等因素的影响，京珠高速广珠段车流量、通行费收入同比小幅下降1.4%和4.56%。预计2026-2028年京珠高速公路广珠段通行费收入增速分别为-4%、+3%、+3%。

基于以上对公司核心路产的预测，同时假设公司管理费用率和财务费用率等保持相对平稳，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为45.05/45.67/46.21亿元，同比分别+0.8%/+1.4%/+1.2%，预计归母净利润分别为15.94/16.07/16.20亿元，同比分别-11.5%/+0.8%/+0.8%。

图表42:粤高速A盈利预测(百万元)

仅供内部参考，请勿外传！

项目	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4469.7	4505.2	4566.6	4621.4
同比增速	*-2.2%*	*0.8%*	*1.4%*	*1.2%*
通行费收入	4382.6	4409.4	4461.2	4505.4
广惠高速公路	2003.3	2011.3	1991.2	1961.3
同比增速	*4.1%*	*0.4%*	*-1.0%*	*-1.5%*
佛开高速公路	1423.8	1480.7	1525.1	1570.9
同比增速	*-4.8%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.0%*
京珠高速广珠段	955.5	917.3	944.8	973.2
同比增速	*-11.5%*	*-4.0%*	*3.0%*	*3.0%*
其他收入	87.1	95.8	105.4	116.0
营业成本	1586.1	1649.4	1675.0	1698.5
毛利	2883.593	2855.829	2891.561	2922.915
毛利率	64.5%	63.4%	63.3%	63.2%
管理费用率	4.5%	4.3%	4.4%	4.4%
财务费用率	1.6%	1.7%	2.3%	2.3%
营业利润	3166.0	2850.0	2850.4	2872.8
归母净利润	1801.3	1593.6	1606.8	1620.1
同比增速	*15.3%*	*-11.5%*	*0.8%*	*0.8%*

资料来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

5.2 估值情况

基于以上盈利预测结果计算，公司2026年盈利预测结果对应当前（10月15日）PE估值水平为16.6倍，公司和可比公司对比情况如下：

图表43:粤高速 A 与可比公司比较

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600350.SH	山东高速	531.3	32.1	33.2	34.5	16.6	16.0	15.4
600012.SH	皖通高速	281.8	18.8	20.4	20.1	15.9	14.6	14.9
001965.SZ	招商公路	704.7	46.1	50.3	52.2	15.3	14.0	13.5
600377.SH	宁沪高速	645.6	45.9	48.1	49.7	15.1	14.4	14.0
601107.SH	四川成渝	177.0	15.1	16.4	17.0	13.0	11.9	11.6
	均值					15.2	14.2	13.9
000429.SZ	粤高速 A	264.4	18.0	15.9	16.1	14.7	16.6	16.5

资料来源：wind，万联证券研究所

6 投资建议及风险提示

投资建议：公司作为广东交通集团旗下唯一路产上市平台，其控股和参股路产资源均处于广东省，腹地经济发达，车流量增长有保障，公司持续聚焦主业，经营稳健，财务表现良好，相关路产改扩建持续推进，控股股东路产资源丰富，潜在资产注入机会未来可期。今年下半年以来市场持续调整，公司现金流表现良好，分红率处于行业领先水平，具有较强的防御属性，我们进行首次覆盖，给予“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示：宏观经济下滑、改扩建进展不及预期、政策风险等。



仅供内部参考，请勿外传！

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4470**	**4505**	**4567**	**4621**
同比增速(%)	-2.19	0.79	1.36	1.20
营业成本	1586	1649	1675	1698
毛利	2884	2856	2892	2923
营业收入(%)	64.51	63.39	63.32	63.25
税金及附加	24	23	23	24
营业收入(%)	0.53	0.50	0.51	0.51
销售费用	0	0	0	0
营业收入(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	200	192	201	203
营业收入(%)	4.48	4.27	4.40	4.38
研发费用	6	5	5	6
营业收入(%)	0.14	0.10	0.12	0.12
财务费用	72	75	104	108
营业收入(%)	1.62	1.67	2.28	2.33
资产减值损失	0	-3	-1	-1
信用减值损失	310	0	0	0
其他收益	2	8	7	6
投资收益	240	276	276	270
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
资产处置收益	24	8	11	14
营业利润	**3166**	**2850**	**2850**	**2873**
营业收入(%)	70.83	63.26	62.42	62.16
营业外收支	-1	-6	-3	-4
利润总额	**3165**	**2844**	**2847**	**2869**
营业收入(%)	70.81	63.12	62.35	62.09
所得税费用	676	659	653	645
净利润	2489	2184	2195	2224
营业收入(%)	55.68	48.48	48.06	48.12
归属于母公司的净利润	**1801**	**1594**	**1607**	**1620**
同比增速(%)	15.31	-11.53	0.83	0.83
少数股东损益	687	591	588	604
EPS（元/股）	0.86	0.76	0.77	0.77

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6545	5892	5764	5658
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	97	103	95	100
存货	0	0	0	0
预付款项	10	7	7	8
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	615	290	364	439
流动资产合计	7267	6292	6230	6206
长期股权投资	4363	4842	5425	6122
固定资产	8268	9176	9925	10347
在建工程	4760	4267	3952	3889
无形资产	179	183	184	188
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	31	35	35	35
其他非流动资产	1923	2842	3056	3174
资产总计	**26791**	**27638**	**28807**	**29961**
短期借款	259	159	109	59
应付票据及应付账款	220	220	229	231
预收账款	0	1	1	1
合同负债	0	0	0	0
应付职工薪酬	22	22	23	23
应交税费	175	150	154	163
其他流动负债	846	957	944	897
流动负债合计	1262	1349	1350	1316
长期借款	10036	9836	9936	10036
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	292	262	262	262
其他非流动负债	997	1043	1043	1043
负债合计	**12587**	**12491**	**12592**	**12657**
归属于母公司的所有者权益	11116	11469	11949	12434
少数股东权益	3088	3678	4266	4870
股东权益	**14204**	**15147**	**16216**	**17304**
负债及股东权益	**26791**	**27638**	**28807**	**29961**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**3559**	**3616**	**3591**	**3764**
投资	-348	-289	-796	-816
资本性支出	-2410	-1720	-1911	-2027
其他	172	-836	276	270
投资活动现金流净额	**-2586**	**-2845**	**-2432**	**-2573**
债权融资	-655	263	0	0
股权融资	372	0	0	0
银行贷款增加（减少）	3567	-300	50	50
筹资成本	-2014	-1310	-1337	-1347
其他	-12	-77	0	0
筹资活动现金流净额	**1259**	**-1424**	**-1287**	**-1297**
现金净流量	**2232**	**-653**	**-128**	**-106**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.86	0.76	0.77	0.77
BVPS	5.32	5.49	5.72	5.95
PE	15.76	17.82	17.67	17.53
PEG	1.03	-1.54	21.33	21.12
PB	2.55	2.48	2.38	2.28
EV/EBITDA	7.17	7.83	7.49	7.18
ROE	16.20%	13.89%	13.45%	13.03%
ROIC	9.41%	8.72%	8.48%	8.25%

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场