

行业研究/动态点评

2018年08月27日

行业评级:

交通运输 中性(维持)
路桥 II 中性(维持)

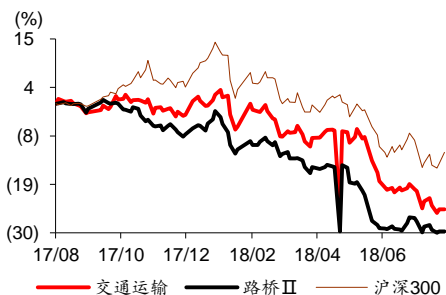
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 0755-82492723
联系人 linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《吉祥航空(603885,增持): 业绩略低于预期, 但运营效率高》2018.08
- 2《宁沪高速(600377,增持): 扣非业绩符合预期, 维持增持评级》2018.08
- 3《天津港(600717,增持): 业绩符合预期, 散杂货业务量减少》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

通行费入不敷出, 净债务持续扩大

《2017年全国收费公路统计公报》解读

收支缺口超 4000 亿元, 通行费不足以偿付债务本息

8月24日, 交通部发布《2017年全国收费公路统计公报》。2017年, 全国收费公路通行费收入达到 5130 亿元, 通行费尚不足以偿付债务本息, 其中偿还债务本金 4953 亿元、利息 2496 亿元。再考虑养护、改扩建、运营、税费等支出, 行业总收支缺口仍有 4027 亿元。在此背景下, 我们认为, 高速公路行业大幅下调收费标准的空间并不大。据交通部新闻会, 《收费公路管理条例》的新版修订方案正在征求相关部委和地方政府的意见, 下一步将公开征求社会意见。考虑行业处于政策变革期, 且新版征求意见稿尚未公布, 我们维持对高速公路行业的“中性”评级。

因普通公路陆续取消收费, 收费公路总里程同比下降 7356 公里

2017年, 全国收费公路总里程同比减少 7356 公里, 下降 4.3%。其中, 高速公路里程同比增长 8130 公里, 提高 6.5%; 一级公路里程同比减少 2846 公里, 下降 12.1%; 二级公路里程同比减少 12399 公里, 下降 56.5%。普通公路(一、二级公路)里程下降, 主要因为广东省取消年票制一级公路收费, 内蒙古、甘肃、青海、宁夏取消政府还贷二级公路收费。我们认为: 1) 普通公路逐步取消收费, 有利于降低居民出行成本, 促进物流降本增效; 2) 普通公路的里程占行业 18.45%, 通行费收入仅占行业 3.25% (2017年), 其里程降低对行业的负面影响较小。

通行费收入收不抵支, 净债务持续扩大

2017年, 全国收费公路实现通行费收入 5130 亿元, 而总支出达到 9157 亿元。其中, 偿还债务本金 4953 亿元、利息 2496 亿元, 养护、改扩建、运营、税费等支出合计约 1708 亿元。通行费收入入不敷出, 净债务持续增大。2017年末, 全国收费公路债务余额 52844 亿元, 同比增长 8.8%。在债务规模扩大、收支缺口较大的背景下, 我们认为, 高速公路行业大幅下调收费标准的空间并不大。大幅降低收费标准或者扩大通行减免范围, 或将进一步扩大债务规模, 影响债务本息的正常偿付。

行业处于政策变革期, 关注《收费公路管理条例》的修订

根据 8月24日交通部新闻会, 《收费公路管理条例》的新版修订方案正在征求部委和地方政府的意见, 下一步将公开征求社会意见。2018年政府工作报告提到, 要深化收费公路制度改革, 降低过路过桥费用。我们对潜在的收费标准调整持中性态度。原因在于: 1) 新版征求意见稿尚未出台, 影响程度无法预知; 2) 如果收费标准降低, 关键是能否获得足够的补偿。因政策扰动因素增多, 我们维持高速公路板块“中性”评级。在投资策略方面, 建议自下而上梳理标的。我们看好有持续的人口净流入基础的长三角、珠三角地区上市公司, 建议买入深高速、增持粤高速 A。

风险提示: 经济超预期滑坡、路网变化可能带来负面影响、收费公路政策改革低于预期。

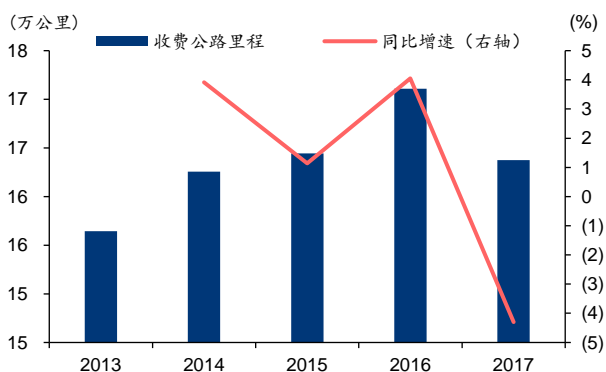
重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600548	深高速	8.12	买入	0.65	0.80	0.93	1.06	12.41	10.15	8.69	7.65
000429	粤高速 A	7.90	增持	0.72	0.68	0.73	0.78	10.94	11.67	10.89	10.19

资料来源: 华泰证券研究所

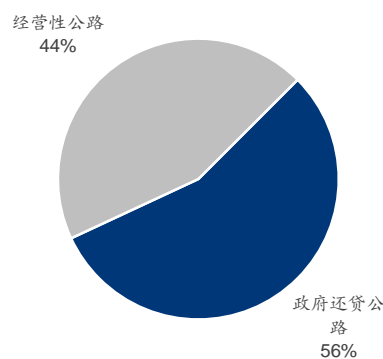
因普通公路陆续取消收费，收费公路总里程略有下降。2017年，全国收费公路总里程同比减少7356公里，下降4.3%。其中，高速公路里程同比增长8130公里，提高6.5%；一级公路里程同比减少2846公里，下降12.1%；二级公路里程同比减少12399公里，下降56.5%；独立桥梁及隧道里程同比减少240公里，下降21.4%。一级公路收费里程下降2846公里，主要因为广东省取消年票制一级公路收费。二级公路收费里程下降12399公里，主要因为内蒙古、甘肃、青海、宁夏取消政府还贷二级公路收费。我们认为：1) 普通公路逐步取消收费，有利于降低居民出行成本，促进物流降本增效；2) 普通公路的收费里程占行业18.45%，通行费收入仅占行业3.25%（2017年），其里程降低对行业的负面影响较小；3) 随着高速公路收费里程逐步增长，普通公路收费里程有序降低（2016年，普通公路收费里程约占行业26.57%；2017年，这一比例降低至18.45%），全国收费公路结构将进一步优化。

图表1：中国收费公路里程（2013-2017年）



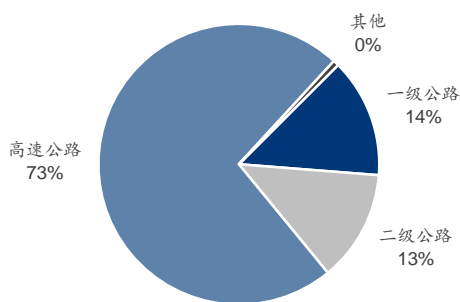
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：收费公路里程分类（2017年）



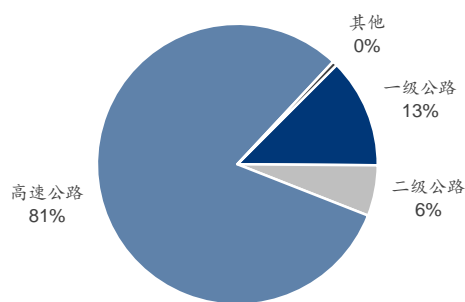
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：收费公路技术等级构成（2016年，按通车里程口径计算）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

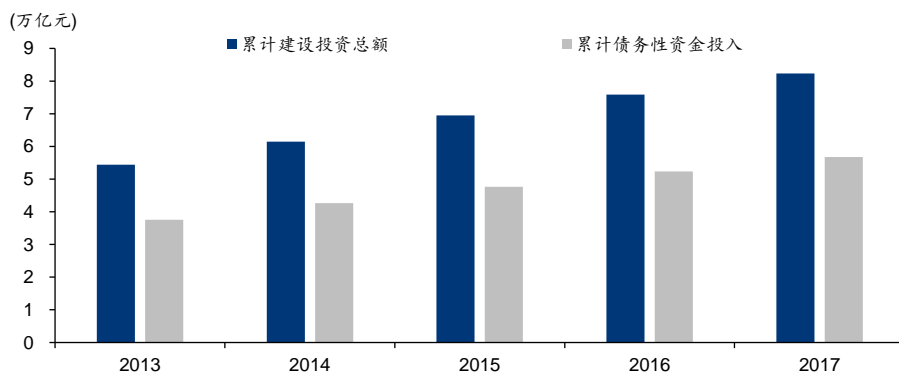
图表4：收费公路技术等级构成（2017年，按通车里程口径计算）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

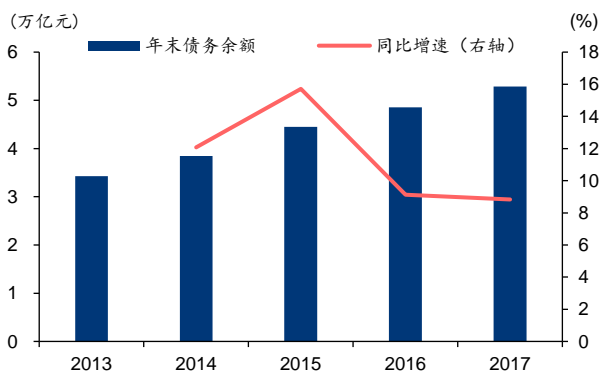
因高速公路里程增加、每公里建造造价提升，债务规模持续扩大。2017年年末，全国收费公路累计建设投资总额同比增加6487亿元，增长8.6%。其中，银行贷款和其他债务本金同比增加4391亿元，增长了8.4%。新增债务主要为建设投资高速公路产生的银行贷款和其他债务。受高速公路里程增加、造价提升的影响，2017年年末，收费公路债务余额同比增加4289亿元，增长8.8%。（数据来源：《2017年全国收费公路统计公报》）

图表5：收费公路累计建设投资额（2013-2017年）



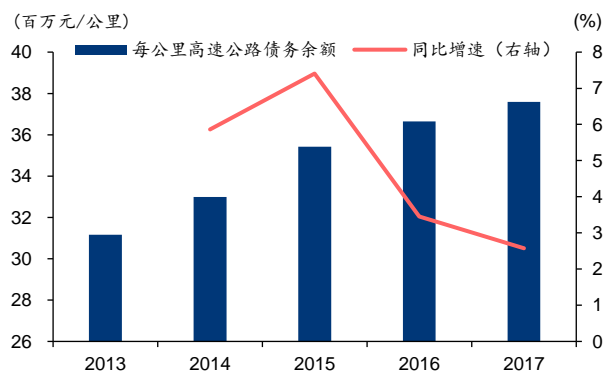
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：收费公路年末债务余额（2013-2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

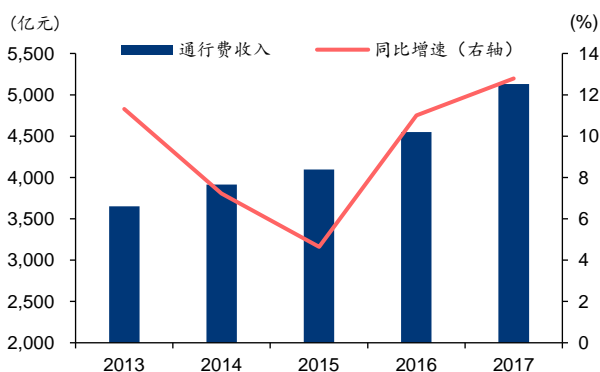
图表7：每公里高速公路债务余额（2013-2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

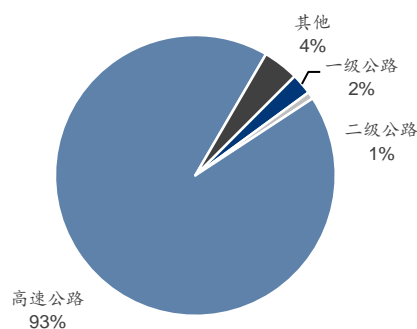
通行费收入收不抵支，净债务持续扩大。2017年，全国收费公路车辆通行费收入达到5130亿元，同比增长12.8%。行业总支出达到9157亿元。其中，偿还债务本金4953亿元、偿还债务利息2496亿元，养护支出534亿元，公路及附属设施改扩建工程支出154亿元，运营管理支出628亿元，税费支出360亿元，其他支出33亿元。通行费收入尚不足以支付债务本息。自2011年起，收费公路行业的收支缺口持续扩大。2017年，收支缺口达到4026亿元，虽然同比略有下降，但收支缺口总量仍处于高位。在债务规模扩大、收支缺口较大的背景下，我们认为，高速公路行业大幅下调收费标准的空间并不大。大幅降低收费标准或者扩大通行减免范围，或将进一步扩大债务规模，影响债务本息的正常偿付。

图表8：收费公路通行费收入（2013-2017年）



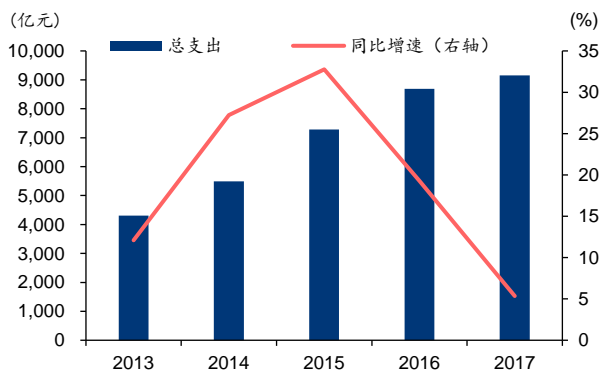
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：收费公路通行费收入构成（2017年，按收入口径计算）



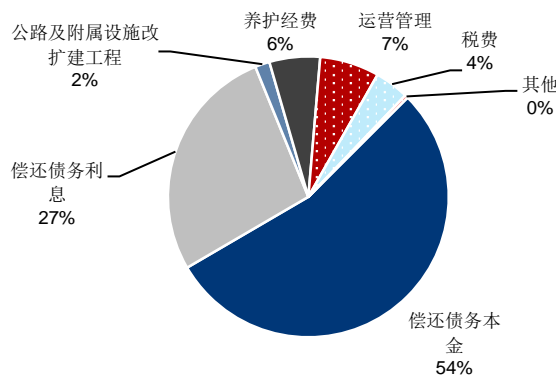
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10: 收费公路总支出 (2013-2017年)



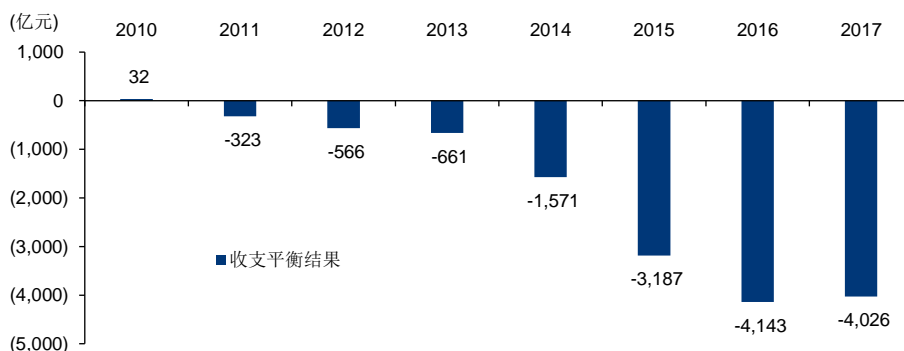
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 收费公路支出构成 (2017年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

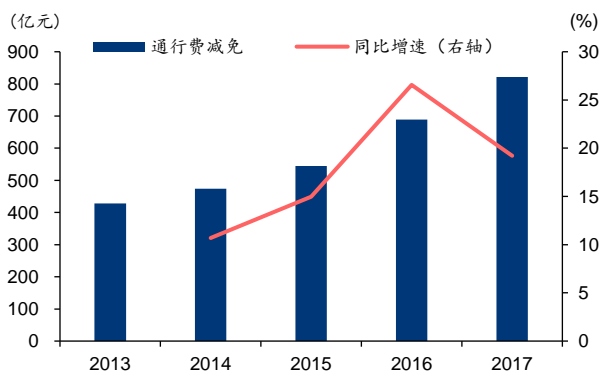
图表12: 收费公路收支平衡结果 (2010-2017年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

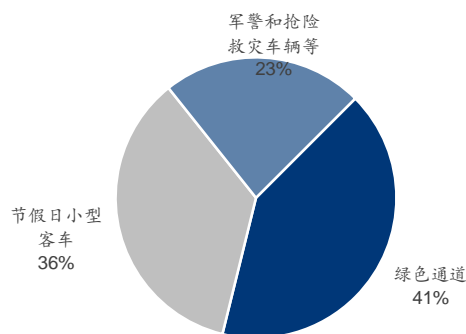
2017年,全国收费公路共减免通行费822亿元,占2017年应收通行费的13.8%。其中,鲜活农产品车辆减免340亿元,同比增长3.0%;重大节假日小型客车减免291亿元,同比增长22.5%;其他政策性减免191亿元,同比增长56.8%。(数据来源:《2017年全国收费公路统计公报》)。与2016年相比,2017年,各省加大了对高速公路货车通行费的减免力度,其他减免政策(包括重大节假日小客车免费通行、鲜活农产品绿色通道政策等)与2016年基本一致。

图表13: 收费公路通行费减免金额 (2013-2017年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 通行费减免构成 (2017年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 各省货车优惠政策汇总表

省份	期限	优惠政策简介
陕西省	2017年1月1日-2019年12月31日	载货类车辆高速公路通行费现行标准下调9%
广东省	2017年7月1日起	43条高速公路对使用国标粤通卡的合法装载货运车辆, 试行通行费八五折优惠
河南省	2017年8月1日起 2018年8月1日起	当日22:00至次日6:00期间驶离河南省高速公路收费站口的货运车辆, 通行费实施9.5折优惠, 对持有河南ETC卡的货车实施9折优惠 当日20:00至次日6:00期间驶离河南省高速公路收费站口的货运车辆, 通行费实施9.5折优惠, 对持有全国各地ETC非现金支付卡的货车实施9折优惠
云南省	2017年10月1日-2019年9月30日	对办理使用ETC“云通卡”交费的货车给予20%的高速公路通行费优惠
江苏省	2017年1月1日起	对持有江苏省“运政苏通卡”缴费的货运车辆享有的优惠幅度从2%提高到10%, 但对超限超载运输车辆不予优惠
湖北省	2017年5月起	对使用通衢卡电子支付的货车用户, 高速公路通行费优惠比例由10%提高到15%
安徽省	2016年7月1日-2019年6月30日	对享受安徽省ETC卡收费优惠的货运车辆, 在现行通行费95折的基础上, 再降10个百分点
福建省	2017年5月4日-2018年12月31日	对使用记账卡的车辆实行通行费减征2%, 使用储值卡的车辆实行通行费减征5%
浙江省	2017年9月1日起	对车货总重5吨至15吨(含)的合法装载货车计重收费费率下调为按0.09元/吨·公里计费(原为按0.09元/吨·公里*1.5线性递减到0.09元/吨·公里计费)
山西省	2017年10月1日-2018年9月30日	25吨以上货车在通行13条高速公路路段时, 车辆通行费实行“递远递减”按里程阶梯收费方式

资料来源: 交通运输部、华泰证券研究所

行业处于政策变革期, 关注《收费公路管理条例》的修订。2018年政府工作报告提到, 要深化收费公路制度改革, 降低过路过桥费用。8月24日, 交通部新闻会提到, 《收费公路管理条例》的新版修订方案正在征求部委和地方政府的意见, 下一步将公开征求社会意见, 交通部将以推进《收费公路管理条例》修订为切入点, 以深化收费公路供给侧结构性改革为主线, 以建立降低公路收费长效机制为目标, 积极推动各项相关工作。

我们预计, 高速公路行业2018年增长驱动力为: 1) 经济增长和消费升级带来的客货车流量内生增长; 2) 多元化业务释放业绩锦上添花。2018年行业整体景气预计向上, 但政策扰动因素也在增多, 包括: 1) 治超重点转向高速公路入口治超; 2) 货车通行费优惠、分时段收费政策陆续出台; 3) 《收费公路管理条例》正在修订。因政策扰动因素增多, 我们维持高速公路板块“中性”评级。在投资策略方面, 建议自下而上选择个股。我们看好有持续的人口净流入基础的长三角、珠三角地区, 建议买入深高速、增持粤高速A。

风险提示

(1) 经济超预期滑坡: 高速公路货车流量与宏观经济紧密相连, 若经济大幅下滑, 可能使货车增速大幅放缓, 从而影响高速公路公司的通行费收入。

(2) 路网格局变化: 作为物流降本增效行动的一环, 各省陆续推出针对货车的优惠政策, 不同省份优惠力度和附加条件不同, 可能使路网格局发生变化, 使部分路段受损、部分路段受益。

(3) 政策风险: 2018年政府工作报告提出深化收费公路制度改革, 降低过路过桥费用。细则尚未公布, 政策变动可能带来利空或利好影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com