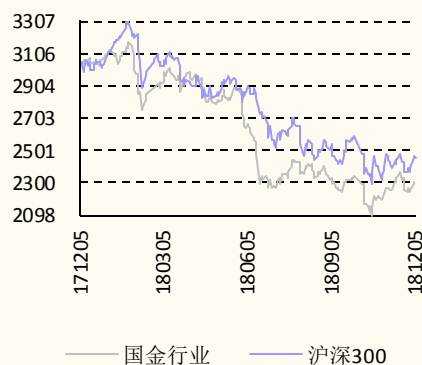


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金公路铁路指数	2300.78
沪深300指数	3252.00
上证指数	2649.81
深证成指	7928.51
中小板综指	8072.95



相关报告

1. 《铁路货运价格市场化改革进一步深入, 2018年重视铁路改革-公...》, 2017.12.27

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

徐君 联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

准公共物品属性提升, 优选龙头优质公司

投资建议

- **行业策略:** 公路准公共品属性逐步提升, 但我们认为通行费收入模式短期难有质变, 预计高速公路公司仍会通过落实长期收费、差异化通行费收费等方式, 维持追求资本回报的属性。政府以降低物流成本为目的的降费以及宏观经济下滑, 对于优质路产影响较小。
- **推荐组合:** 在目前市场环境下, 我们将股息率作为最主要指标, 并结合道路资产所在地经济状况、车流结构以及估值, 采用“自下而上”的方法, 重点推荐公路龙头: **深高速、粤高速 A、宁沪高速、山东高速**, 关注**福建高速**。以上公司路产收益稳定、债务偿付能力较高, 货车占比有限, 受到降费及经济冲击时, 负面影响较小。

行业观点

- **美、德征收燃油附加税和我国收取通行费的差异, 源于对高速公路自然垄断的准公共物品和资金密集的双重经济属性的不同侧重。**美、德等为代表的国家强调高速公路的公共物品属性, 而我国则强调兼顾公共物品和资金回报属性。二者在管理体制、经营模式和资金管理机制上均有明显区别。高速公路的飞速建设和地方政府财政资金紧张之间的矛盾, 使得银行贷款是主要的融资方式(占比65%), 投融资模式差异使我国高速公路具备更强的经济性。
- **通行费收入模式短期难有质变, 准公共物品属性逐渐受重视。**中国高速公路偿债与养护的资金来源主要依靠通行费, 高速公路通行费收取比例在85%以上。2017年, 收费公路收支平衡结果为-4026.5亿元, 比上年减少116.8亿元, 收支缺口绝对值仍然巨大。高速公路整体收支情况并不乐观的现状, 与政府“深化收费公路制度改革, 降低过路过桥费用”的想法明显背离。
- **中国高速公路普适模式仍需探索, 预计落实长期收费、差异化通行费收费政策的趋势更具现实可能。**无论是我国首个进行费改税开征燃油税试点的海南模式, 还是政府回购路产的深圳模式都有其特殊性。考虑燃油税率后, 中国的收费标准处于国际中游水平; 地方政府是还贷性收费高速的主要投资者与举债者, 通行费下调后或将影响可用于偿债的现金流, 将加剧地方政府债务的信用风险; 2017年, 高速公路占公路总里程的2.9%。较目标值6.7%相距甚远等三因素决定现阶段用者付费模式有其必然性。长期而言, 我们认为未来落实长期收费, 以延长收费年限对冲降费影响, 落实差异化收费政策更具落地可行性。
- **降费实施或宏观经济冲击, 对上市高速公路公司净利润几乎无影响。**目前公路内生/外延因素兼备, 区位优势保障车流量增速, 高速公路网络化而使高速公路经济效益成几何级数增加; 凭借改扩建、投资新路产、PPP等模式, 优质龙头公司已经具备优秀的路产再投资能力。市场担忧降费措施以及宏观经济冲击对于公路公司的影响, 但以上两点负面因素主要针对货车, 对通行车辆结构以城市居民轿车为主的深高速、粤高速等公司(客车占比均80%以上)几乎无影响, 若降低15%的通行费, 预计影响上述公司2017年净利润2-4个百分点, 若货车车流量下滑10%, 以宁沪高速为例, 预计影响2017年净利润3.5个百分点。

风险提示

- 公路通行费标准下降, 车流量下降, 改扩建效果低于预期, 多元化业务开展不及预期。

内容目录

1.在现有经济发展模式下，高速公路运营模式难有质变.....	4
2.长期趋势：资本回报属性仍是重心，准公共物品属性逐渐受重视.....	8
2.1 资本回报属性仍是主导，区位优势决定高速公路资产长期回报率.....	8
2.2 准公共物品属性逐渐受重视.....	10
3.中国高速公路普适模式仍需探索，用者付费模式短期难以改变.....	11
3.1 海南模式和深圳模式不具备普适性，中国模式仍需探索.....	11
3.2 趋势：用者付费模式短期难以改变，预计经营性高速公路差异化收费政策将进一步落实.....	12
3.3 降费几乎不影响上市公司路产，制约因素逐步释放.....	15
3.4 小型车占比较高路产随经济周期波动较小.....	19
4.优质龙头公司仍是稳健的投资选择.....	20
4.1 攻守兼备，板块长短期表现均优.....	20
4.2 深高速：公路再投资能力突出，环保转型获实质性进展.....	21
4.3 粤高速：股息之王，路产优质，防御配置价值高.....	24
4.4 宁沪高速：路产质量极优，房地产业务迎来集中交付.....	26
4.5 山东高速：等待济青高速改扩建放量.....	27
5.风险提示.....	28

图表目录

图表 1：高速公路运营模式对比.....	4
图表 2：不同国家的燃油税税率对比.....	5
图表 3：2013-2017 年累计债务投资总额占收费公路累计建设投资总额的 69%.....	5
图表 4：2017 年收费公路累计建设投资总额中资金来源构成.....	5
图表 5：美国高速公路收入资金来源.....	6
图表 6：全国公路新增里程及增速.....	6
图表 7：全国公路行业发展的三个阶段.....	6
图表 8：全国收费公路建设投资总额及增速.....	7
图表 9：全国收费高速公路建设投资总额及增速.....	7
图表 10：全国收费公路及高速公路年末债务余额.....	7
图表 11：收费公路历年收支及缺口变动.....	7
图表 12：高速公路行业平均资产负债率和有息负债比率.....	8
图表 13：二级以上公路收费比例变动.....	8
图表 14：政府还贷公路和经营性公路的区别.....	9
图表 15：我国政府还贷公路收支情况（亿元）.....	9
图表 16：我国经营性公路收支情况（亿元）.....	9
图表 17：高速公路车道数与通行能力.....	9

图表 18: 近年来高速公路造价情况.....	10
图表 19: 2017 年剔除非公路资产后的 ROE.....	10
图表 20: 政府除降费外减少收费的若干措施.....	11
图表 21: 2013-2017 年深圳市财政收入及增速.....	12
图表 22: 国际高速公路通行费费率对比.....	12
图表 23: 地方政府债务/GDP 近年不断上升.....	13
图表 24: 2017 年全国公里里程分技术等级构成.....	14
图表 25: 2015 收费公路管理条例关键点梳理.....	15
图表 26: 主要上市高速公路公司客车流量占比 (2017 年)	16
图表 27: 降费对高速上市公司业绩影响测算.....	16
图表 28: 粤高速相关路产情况.....	17
图表 29: 招商公路参股 A 股上市公路公司汇总.....	18
图表 30: 高速公路主要多元化方向 ROE 水平比较 (% TTM).....	19
图表 31: 主要公路上市公司营收构成 (2017 年)	19
图表 32: 公路货运周转量同比增速与 GDP 增长.....	20
图表 33: 小型车通行量受经济影响较弱 (沪宁高速)	20
图表 34: 货车车流量下滑 10% 的业绩影响 (以宁沪高速为例)	20
图表 35: 交通运输各子板块 2010 年至今市场表现.....	21
图表 36: 交通运输各子板块近 3 月市场表现.....	21
图表 37: 公路板块标的筛选.....	21
图表 38: 2017 年公司路产里程及其比例 (右轴)	22
图表 39: 公司核心路产 2013-2017 年车流量复合增速.....	22
图表 40: 2015~2019E 公司分红收益率.....	23
图表 41: 重庆水务 2014~2017 年业绩表现	24
图表 42: 三峰环境营收预测.....	24
图表 43: 公司核心路产毛利润 (百万, 2017)	24
图表 44: 粤高速路产剩余收费期限 (年)	24
图表 45: 公司参股高速公路情况.....	25
图表 46: A 股高速公路公司股利支付率对比 (%)	26
图表 47: 宁沪高速营收及其增速.....	26
图表 48: 宁沪高速归母净利润及其增速.....	26
图表 49: 2018H1 宁沪高速营收分拆.....	27
图表 50: 山东高速营收及其增速.....	27
图表 51: 山东高速归母净利润及其增速.....	27
图表 52: 2017 年山东高速营收分拆.....	28
图表 53: 重点推荐公司估值表.....	28

1. 在现有经济发展模式下，高速公路运营模式难有质变

- **高速公路具备自然垄断的准公共物品和资金密集的双重经济属性。**我国的大多数普通公路由政府交通主管部门负责修建和维护，属于无偿通行的范围，是公共物品。而高速公路则具备自然垄断的准公共物品和资金密集的双重经济属性，前者决定了政府应该在高速公路配置中发挥主导作用，后者使得包括中国在内的大多数国家的政府难以承担高速公路的全部投资，需要通过多种渠道来筹集高速公路建设资金，实现投资主体多元化、投资渠道多元化。
- **对于公共物品和资金回报的不同侧重，使得高速公路的运营模式产生差异。**美、德等为代表的国家强调高速公路的公共物品属性，而我国则强调兼顾公共物品和资金回报属性。二者在经营模式、管理机制和资金管理机制上均有明显区别。

(1) 经营模式上，征税 vs 收费。美国、德国的大部分高速公路通过财政资金修建，政府资金建设高速公路本身并未为了盈利，而是以较低的物流成本支持本国工业商品价格具有优势。因此美、德等国家基本采用征收燃油税的形式，并代替收费的形式来筹集公路养护和建设资金，符合高速公路准公共用品的经济属性。我国“贷款修路，收费还贷”政策的实施，形成以使用者付费为原则，征收通行费为主的运营模式。

(2) 管理体制上，建、养和管理分离 vs 交通主管部门管理。与经营模式相对应，美、德等国家实行采取由国家计划投资和建设，建成后交由地方专门公路管理部门管理的模式。这样，建和养、管分离，投资决策部门、经营部门各施其责。我国高速公路按资产性质区分，分为政府还贷公路和经营性收费公路，前者以县级以上人民政府交通主管部门或其不以营利为目的的专门机构管理，后者由经授权的投资主体负责管理。

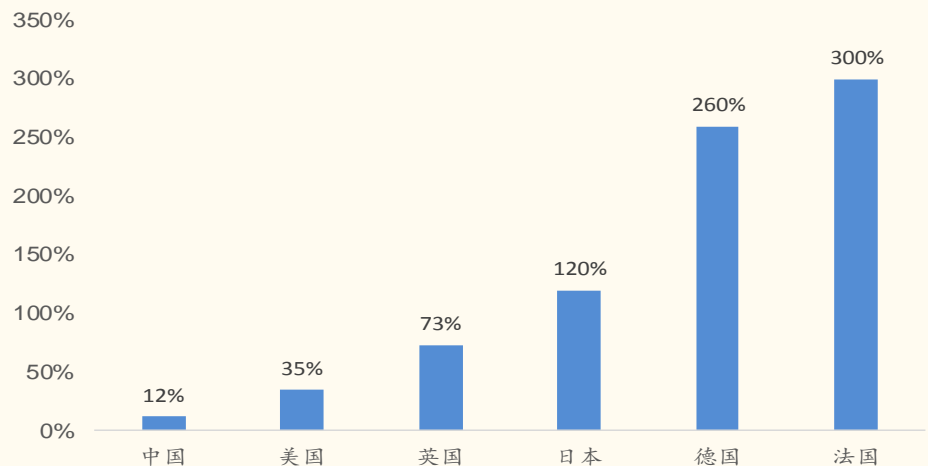
(3) 资金管理机制上，由中央政府资助地方建设为主要来源 vs 各省自主定价模式。美国 1956 年通过的联邦资助公路法和公路税收法决定征收各种公路交通税（包括汽车燃油税、轮胎税、卡车购置税和重型车辆使用税），建立公路信托基金，由中央政府资助地方建设，建成后交地方管理，以 9 : 1 的比例资助各州建立高速公路。而按照我国现行规定，收费标准由各省自行制定，经营性高速公路收费标准变动需要由交通厅和物价局批准，政府还贷公路则还需要加上财政厅的批准，整体来看为各省自主定价模式。

图表 1：高速公路运营模式对比

国家	高速公路的属性	经营模式	管理体制	资金管理机制
美国、德国	公共物品	征收燃油税	国家计划投资和建设，建成后交由地方专门公路管理部门管理的模式	由中央政府资助地方建设为主要来源
中国	兼顾公共物品与资金回报	征收通行费	政府还贷公路和经营性收费公路	收费标准各省制定，收费标准变动由交通厅和物价局批准

来源：基于公开资料整理，国金证券研究所

图表 2：不同国家的燃油税税率对比

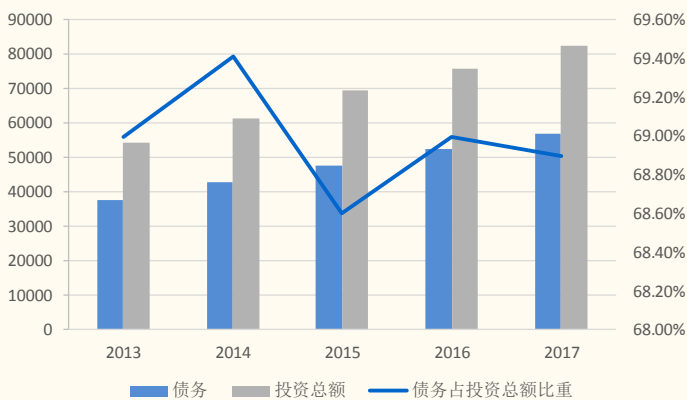


来源：唐俊忠《高速公路收费对社会物流费用的影响》，国金证券研究所

注：中国仅有海南省曾经开征燃油税，2008 年已经停止征收。

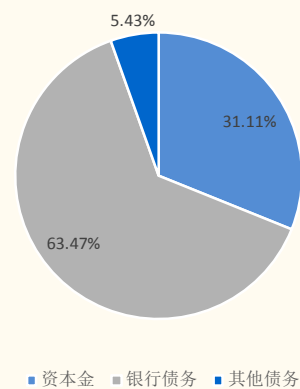
- 与发达国家成熟的公路建设市场化融资机制相比，我国对高速公路的财政资本金投入仅占融资来源的 10% 左右，银行贷款是主要的融资方式，也因此具备更强的经济性。2017 年末，全国收费公路累计建设投资总额 82343.9 亿元，比上年末净增 6486.4 亿元，增长 8.6%。在累计建设投资总额中，累计资本金投入 25614.2 亿元，资本金比例 31.1%；累计债务性资金投入 56729.8 亿元，债务性资金比例 68.9%。总体而言，银行贷款稳定占据 64% 左右的份额，其余约 31% 来源于财政性资本金，5% 来源于其他债务。

图表 3：2013-2017 年累计债务投资总额占收费公路累计建设投资总额的 69%



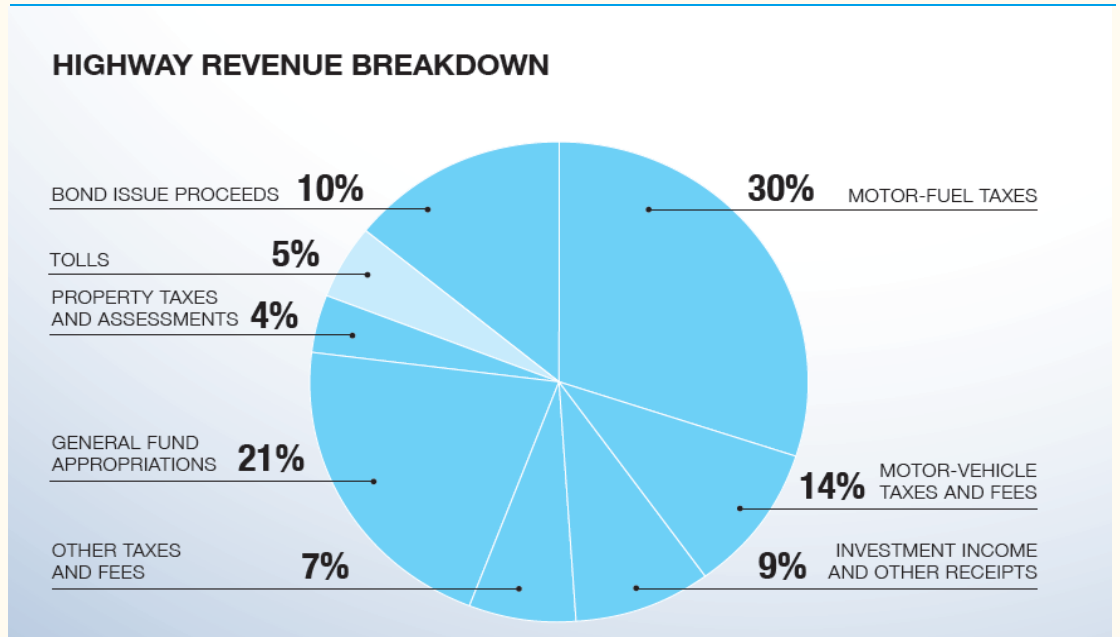
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2017 年收费公路累计建设投资总额中资金来源构成



来源：《2017 年收费公路统计公报》，国金证券研究所

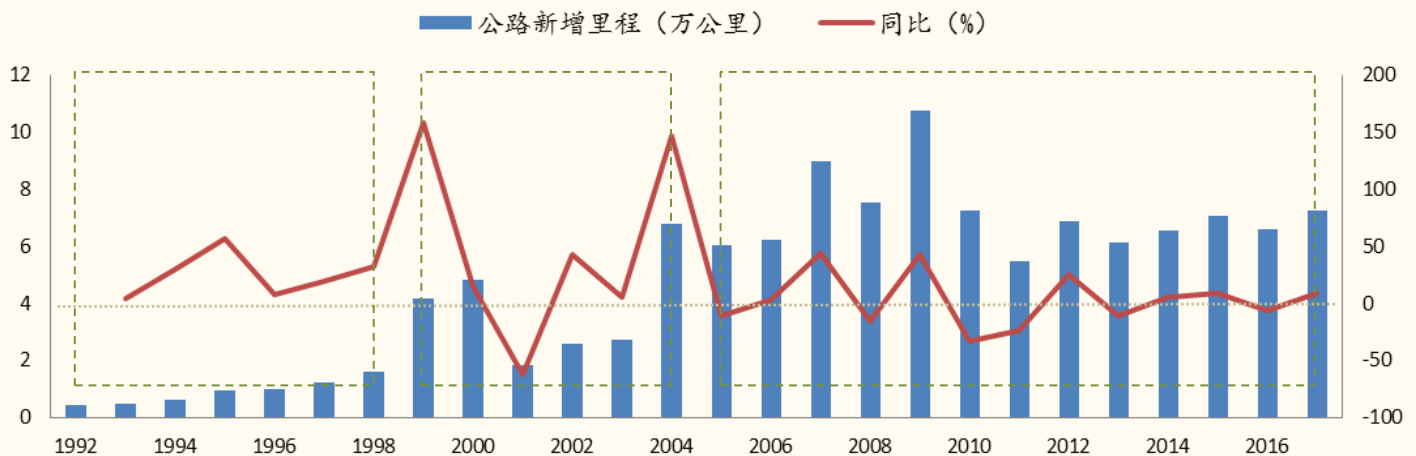
图表 5：美国高速公路收入资金来源



来源：IBTTA2015 年报告，国金证券研究所

- 经过飞速发展后，我国高速公路目前已经步入行业成熟后期，新增里程增速趋于平缓。2005-2017 年，我国高速公路平均年新增里程 7.14 万公里，但增速明显放缓，新增里程年复合增速达到 1.42%，对比 1992-199 年的复合增速 20.25%和 1999-2004 年的复合增速 8.30%，已经明显放缓。

图表 6：全国公路新增里程及增速



来源：wind，国金证券研究所；注：公路新增里程数据统计初始年份为 1992 年

图表 7：全国公路行业发展的三个阶段

阶段划分	平均年新增里程	新增里程年复合增速	主要特点
起步阶段（1992-1998 年）	0.90 万公里	20.25%	年新增里程少，但增速快
高速发展阶段（1999-2004 年）	3.83 万公里	8.30%	年新增里程突增，且保持高速增长
低速平稳阶段（2005-2017 年）	7.14 万公里	1.42%	年新增里程维持高位，但增速下降

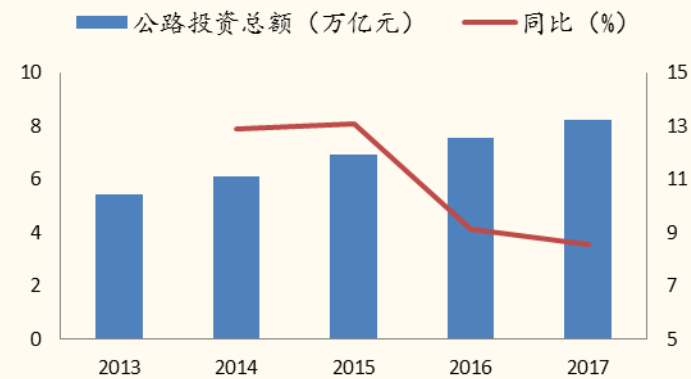
来源：wind，国金证券研究所

- 全国公路里程不断增长，公路建设投资规模也在持续提升。中国高速公路网快速发展背后的关键因素之一，是通过自筹资金和国内外贷款集中中央和省级政府的资源。通常各省由其预算和债务承担 66%到 90%的基建投

资。交通部制定政策和标准，并对建设费用提供补贴。私营部门通过不同形式的特许方案提供少部分的融资。

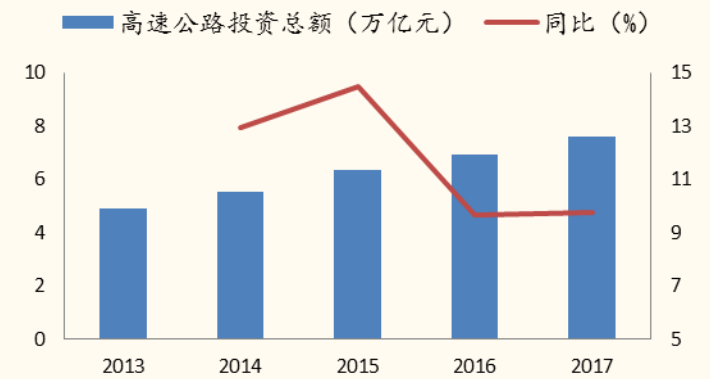
截至 2017 年末，全国共完成收费公路累计建设投资总额 8.23 万亿元，较 2016 年同比增长 8.55%；全国共完成收费高速公路累计建设投资总额 7.63 万亿元，较 2016 年同比增长 9.75%。2014-2017 年，高速公路投资总额增长率经历了“升-降-平缓”的过程。

图表 8：全国收费公路建设投资总额及增速



来源：wind，国金证券研究所

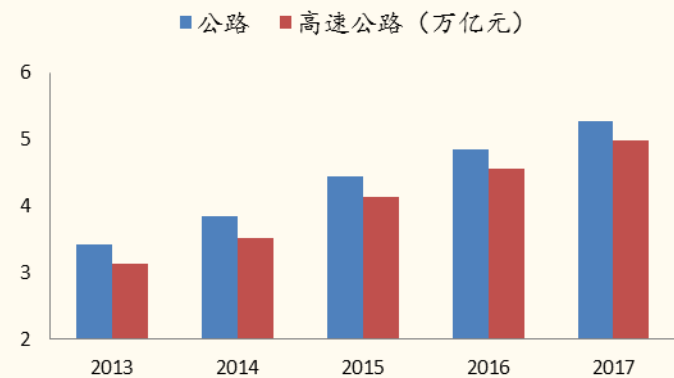
图表 9：全国收费高速公路建设投资总额及增速



来源：wind，国金证券研究所

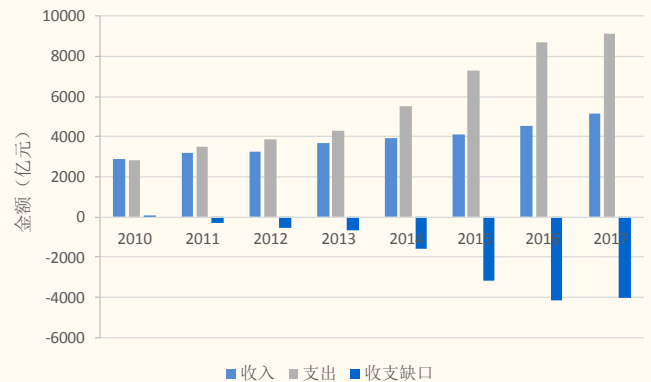
- 在高速公路里程增加的同时，累计建设投资总额和举借债务本金规模进一步扩大。截至 2017 年末，收费公路债务余额总计 5.28 万亿元，其中收费高速公路债务余额 4.99 万亿元。收支平衡结果为-4026.5 亿元，比上年减少 116.8 亿元，下降 2.8%，但收支缺口的绝对值仍然巨大。

图表 10：全国收费公路及高速公路年末债务余额



来源：Wind，国金证券研究所

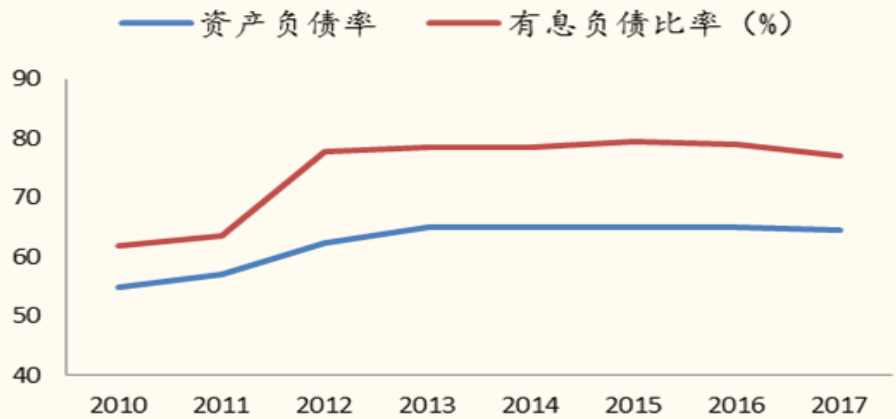
图表 11：收费公路历年收支及缺口变动



来源：wind，国金证券研究所

- 受高速公路基建性质的影响，融资规模大且回收周期长，行业的资产负债率相对较高。2013 年以来，高速公路行业平均资产负债率稳定在 65%左右，负债水平相较前几年略有提升。截至 2017 年末，高速公路行业平均资产负债率和有息负债比率分别为 64.50%和 77.20%。

图表 12：高速公路行业平均资产负债率和有息负债比率



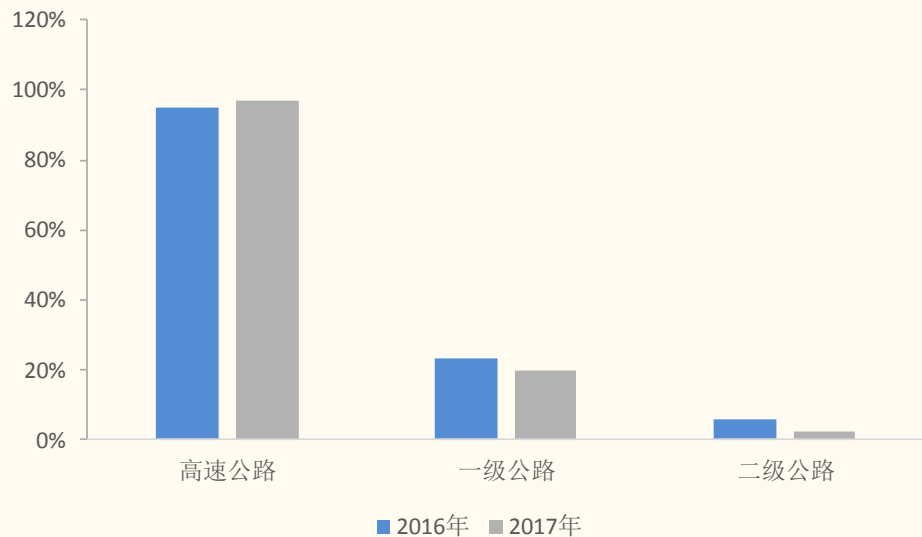
来源：wind，国金证券研究所

2. 长期趋势：资本回报属性仍是重心，准公共物品属性逐渐受重视

2.1 资本回报属性仍是主导，区位优势决定高速公路资产长期回报率

- 中国高速公路偿债与养护的资金来源主要依靠通行费。2017 年末，全国收费公路里程 16.37 万公里，占公路总里程 477.35 万公里的 3.4%。其中 97% 高速公路，20% 的一级公路，和 2% 的中西部的二级公路在征收通行费，且一级、二级的收费比例在下降。

图表 13：二级以上公路收费比例变动



来源：《2017 年全国收费公路统计公报》，国金证券研究所

- 进入发展的快车道的高速公路建设面临资金缺口的问题，由此诞生了两类具备不同资产性质的高速公路，通过对所有权和经营权的分配来解决资金缺口问题。两种模式分别为政府还贷公路和经营性收费公路。

政府还贷公路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。与经营性高速公路相比，政府还贷公路的投资主体是县级以上人民政府交通主管部门，而经营性公路的投资主体则为国内外经济实体；政府还贷公路的投资来源为政府投资与市场融资，所以收费主体是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，收取的通行费纳入财政，而经营性公路的投资来源则为自有资本与市场融资，收费主体为经授权的投资主体，以营利为目的，收取的通行费由企业经营管理。

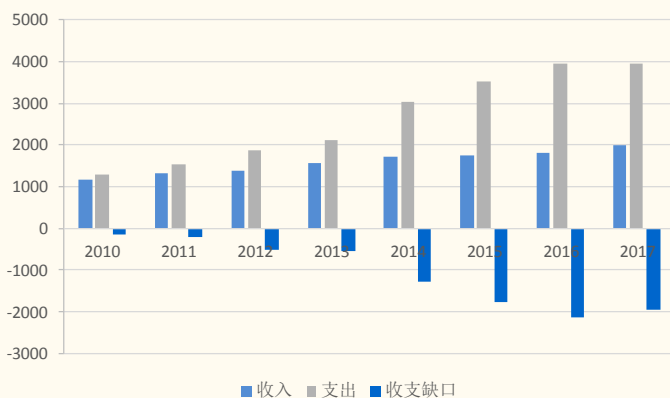
图表 14：政府还贷公路和经营性公路的区别

	政府还贷公路	经营性收费公路
定义	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	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
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	政府投资与市场融资	自有资本与市场融资
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
车辆通行费的性质	国家行政事业性收费，要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	为收回投资并取得合理回报
收费期限	不超过20年	不超过30年
项目要求	收益要求较低	收益要求较高
享受的税费政策	不缴纳营业税	依法纳税

来源：中国建筑网，国金证券研究所

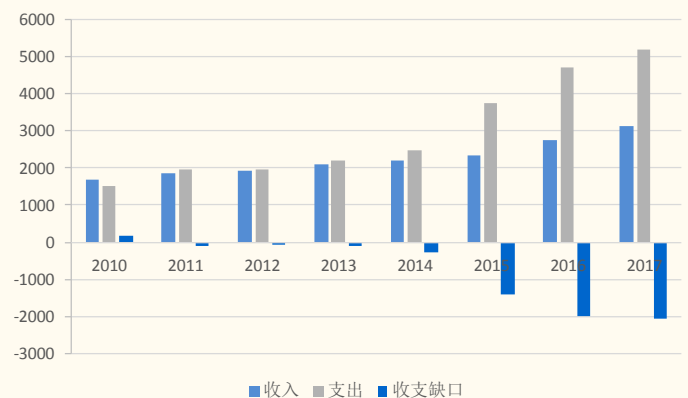
- **经营性高速经营质量通常优于政府还贷高速公路，但仍旧不容乐观。**经营性高速路产收益质量较佳，尽管其总里程低于政府还贷高速公路，但收入规模高于政府还贷公路。2017 年度，政府还贷公路通行费收入 2004.4 亿元，占收费公路通行费收入总额的 39.1%，净增 193.7 亿元，增长 10.7%；经营性公路通行费收入 3125.8 亿元，占收费公路通行费收入总额的 60.9%，净增 388.0 亿元，增长 14.2%。建设成本、常规和阶段性维护以及庞大的财务费用致使成本增速高于收入增速。

图表 15：我国政府还贷公路收支情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：我国经营性公路收支情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

- 高速公路的规模效益递增性和资金密集属性，使得政府在吸引社会资本进入的过程中，将更具区位优势的高速公路建设交由其承担，从而体现为经营性高速经营质量通常优于政府还贷高速公路。但事实上，也只有少数地区的高速公路具备较好的盈利能力。

图表 17：高速公路车道数与通行能力

高速公路车道数	通行能力（标准车/每昼夜但）
4 车道	25000 左右
6 车道	50000 左右
8 车道	100000 左右

来源：公开资料整理，国金证券研究所

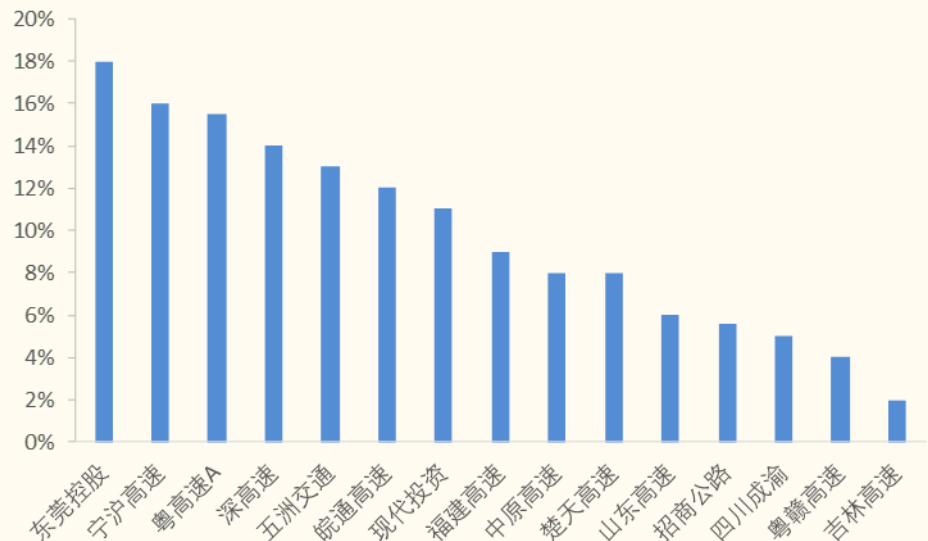
图表 18：近年来高速公路造价情况

	车道数	总投资(亿元)	长度(公里)	每公里造价
北京新机场高速	双向 8 车道	172.6	35.2	4.90
宜攀高速	双向 4 车道	826	451	1.83
汶马高速	双向 4 车道	287	174	1.65
雅康高速	双向 4 车道	230	135	1.70
成都新机场高速	双向 8 车道	208	101	2.06
山东	双向 4 车道			0.6
	双向 6 车道			0.9-1

来源：公司公告，国金证券研究所

- **区位优势，决定高速公路资产长期回报率。**剔除非公路资产后，各上市高速公路公司的 ROE 水平分化明显，珠三角和长三角地区的 ROE 水平大约高出内陆地区 4~5 个百分点。

图表 19：2017 年剔除非公路资产后的 ROE

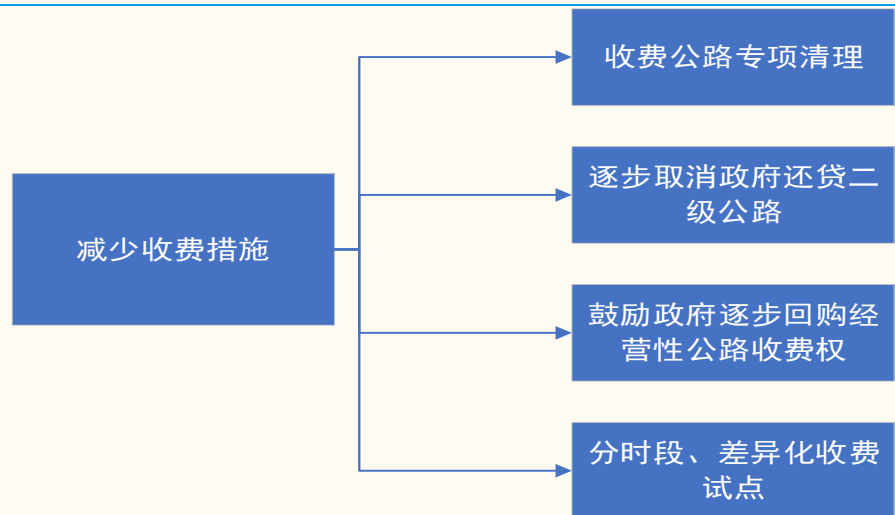


来源：wind，国金证券研究所

2.2 准公共物品属性逐渐受重视

- **新《收费公路管理条例》修订稿出台在即。**今年年初政府工作报告提到，“深化收费公路制度改革，降低过路过桥费用”，交通部或以此次管理条例修订为契机，帮助建立降低公路收费的长效机制。8 月 24 日，交通运输部公路局副局长孙永红在交通运输部 8 月份例行新闻发布会上透露，目前新的《收费公路管理条例》的修订方案已经形成，正在征求相关部委和地方政府的意见。
- **政府回购经营性高速公路收费权、高速公路差异化收费等措施减少收费。**虽然高速公路不能单纯的降低收费甚至是免费，但是交通运输部也采取了多种有效措施，主要体现在四个方面：一是开展了收费公路专项清理工作，全面取消了各类违规及不合理收费，降低了偏高的收费标准。二是逐步有序取消政府还贷二级公路收费。截至目前，除新疆外，其他省份均已全部取消收费。三是鼓励各地结合政府财力状况，逐步回购经营性公路收费权，扩大免费公路范围。四是组织开展高速公路分时段、差异化收费试点工作。五是鼓励各地结合实际，对国际标准集装箱运输车辆实行通行费优惠，对货车使用 ETC 非现金支付进行通行费优惠。

图表 20：政府除降费外减少收费的若干措施



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 综上所述，目前高速公路行业整体收支情况并不乐观，即使是经营质量通常优于政府还贷高速公路的经营性高速经营仍面临巨大的收支缺口。这与政府希望“深化收费公路制度改革，降低过路过桥费用”的想法明显背离。

3.中国高速公路普适模式仍需探索，用者付费模式短期难以改变

3.1 海南模式和深圳模式不具备普适性，中国模式仍需探索

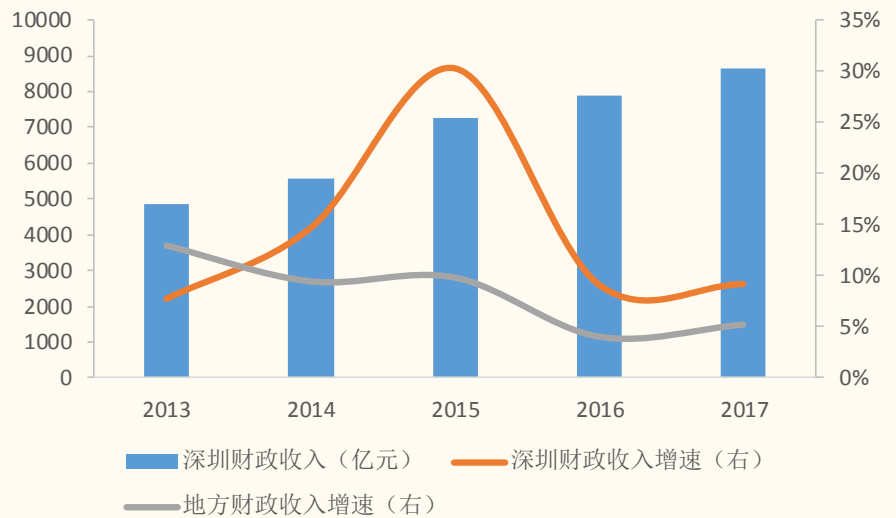
- 海南燃油附加费改革是当年我国进行费改税开征燃油税的一个试点。1994年，海南省率先进行燃油附加费的试点，统一在燃油销售中加收 60%的燃油附加费（08 年已取消）。1995 年，海南全省燃油附加费收入为 3.23 亿元，比 1993 年的交通规费收入 1.87 亿元增长了 72.7%，并在之后的几年中实现了燃油费的持续增长。

可推广性分析：选择在海南进行燃油附加费改革的一个重要原因就是海南独特的地理条件，海南岛四面环岛，可采取相对封闭式的管理来堵塞从岛外偷运的燃油。但由于燃油附加费包含过路、过桥费，海南省的高速公路建成之后不能收费还贷或收费经营，海南省每年提供给投资者的补偿数额也十分巨大，使燃油附加费面临潜在的赤字压力。

- 深圳市政府基于经济发展及交通规划的考虑，于 2014 年回购梅观高速梅林至观澜 13.8 公里路段，2015 年深圳市政府再以 1.68 亿元回购了盐田坳隧道剩余 6 年多的收费权益，2018 年提前收回深高速旗下的南光、盐排、盐坝高速的收费公路权益。

可推广性分析：深圳模式的成功脱离不了深圳特区的经济发展水平和粤港澳一体化的发展规划力度，一般而言只有城市发展水平高、经济竞争力强，地方政府财政充裕的城市可复制深圳模式，如珠海市政府收回粤高速的广澳高速珠海段。

图表 21: 2013-2017 年深圳市财政收入及增速



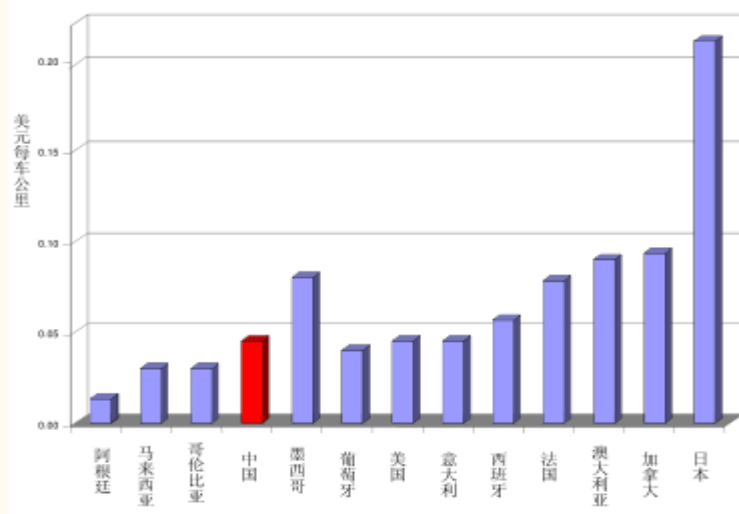
来源: 深圳统计年鉴, wind, 国金证券研究所

3.2 趋势: 用户付费模式短期难以改变, 预计经营性高速公路差异化收费政策将进一步落实

■ 现阶段, 我国用户付费模式有其必然性。

- (1) **投融资模式决定收费制度, 用户自付模式复合我国国情。** 公路建设投资资金来源主要依靠银行贷款, 财政资金的投入占比较低, 这种投融资模式决定了中国高速公路建设与收费模式——分散决策、自主融资、用户自付模式, 用户自付模式避免了过度供应问题。而美国高速公路不收费的原因是, 修建的资金主要来源于政府的财政支出, 虽然美国高速公路不收费, 但是并不免费, 而是通过征收专项税的方式用于公路建设与养护, 包括燃油税等, 德、法、美的燃油税率远高于中国, 考虑燃油税率后, 中国的收费标准并不高。用户自付模式或许是未来高速公路收费制度的趋势, 目前美、德也有部分州区向用着自付模式靠拢, 具体的做法包括批准更多收费公路的建设、征收高额的停车费、对运货大卡车实施收费、容许部分车道收取拥堵费等。

图表 22: 国际高速公路通行费率对比

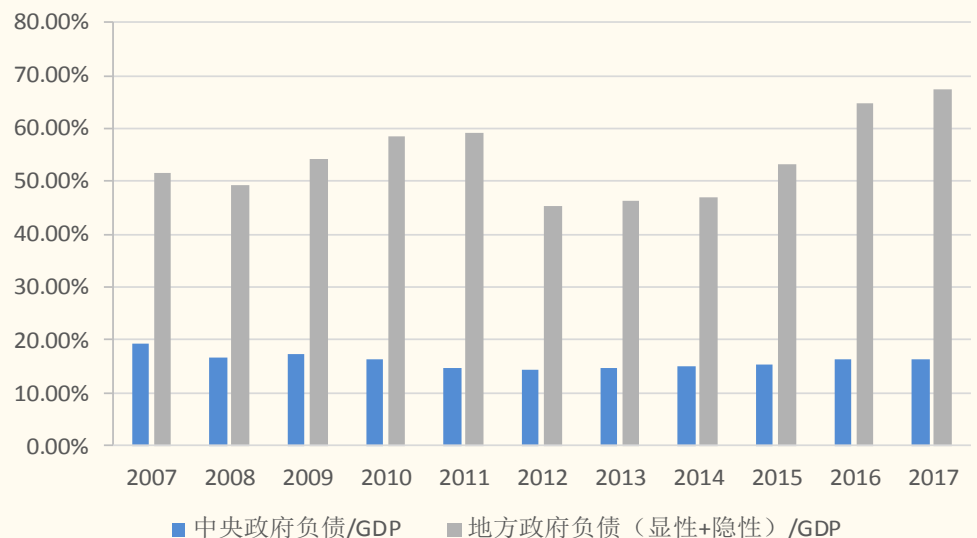


来源: Carruthers and Basu(2005), 国金证券研究所

- (2) **融资渠道单一、通行费高收支缺口、地方政府高负债率使得加大降低收费的难度，当前收费标准处于融资需求和国民经济效益的折中水平。**融资渠道整体较为单一，银行贷款是主要的融资方式，财政资金的投入占比较低，因此公路建设的还本付息压力巨大，中国公路通行费收支缺口逐年加大，地方政府是还贷性收费高速的主要投资者与举债者，通行费下调后或将影响可用于偿债的现金流，将加剧地方政府债务的信用风险，也将影响到地方政府去杠杆进程。

此外，降低通行费，上市公司经营压力迫使减少公路养护开支，将会增加排放、汽车磨损，带来更高的外部费用。收费标准的制定需要综合考虑投资回报与国民经济效益。亚洲开发银行完成的一项国内普通收费公路研究表明，目前中国的高速公路通行费收费水平往往处于融资需求和国民经济效益之间比较好的折中水平上。

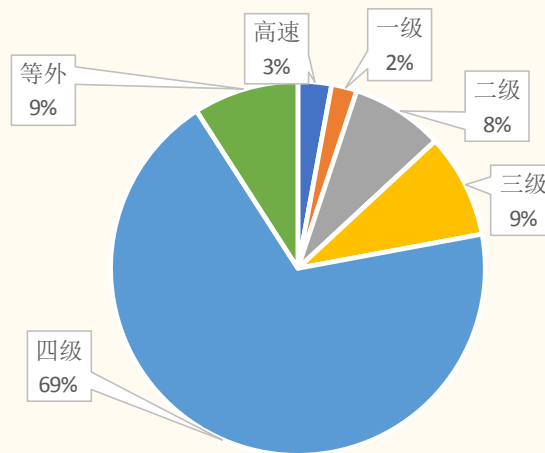
图表 23：地方政府债务/GDP 近年不断上升



来源：wind，公开资料整理，国金证券研究所

- (3) **高速公路占比并未达标，二级以下低等级公路建设过度。**根据交通运输部公布的《2017 年交通运输行业发展统计公报》，公路总里程已达 477.35 万公里，密度为 49.72 公里/百平方公里，均较 2007 年规划目标超出了 60%。分等级看，“二级及以上公路”62.22 万公里，高速公路 13.65 万公里，总里程达标；但“二级及以上公路”占公路总里程的 13%，高速公路占公路总里程的 2.9%，较 2007 年公布的《综合交通网中长期发展规划》中“高速公路占公路总里程达到 6.7%”的目标相距甚远。从吸引社会资本进入的角度，用户付费模式更符合实际情况。

图表 24：2017 年全国公里里程分技术等级构成



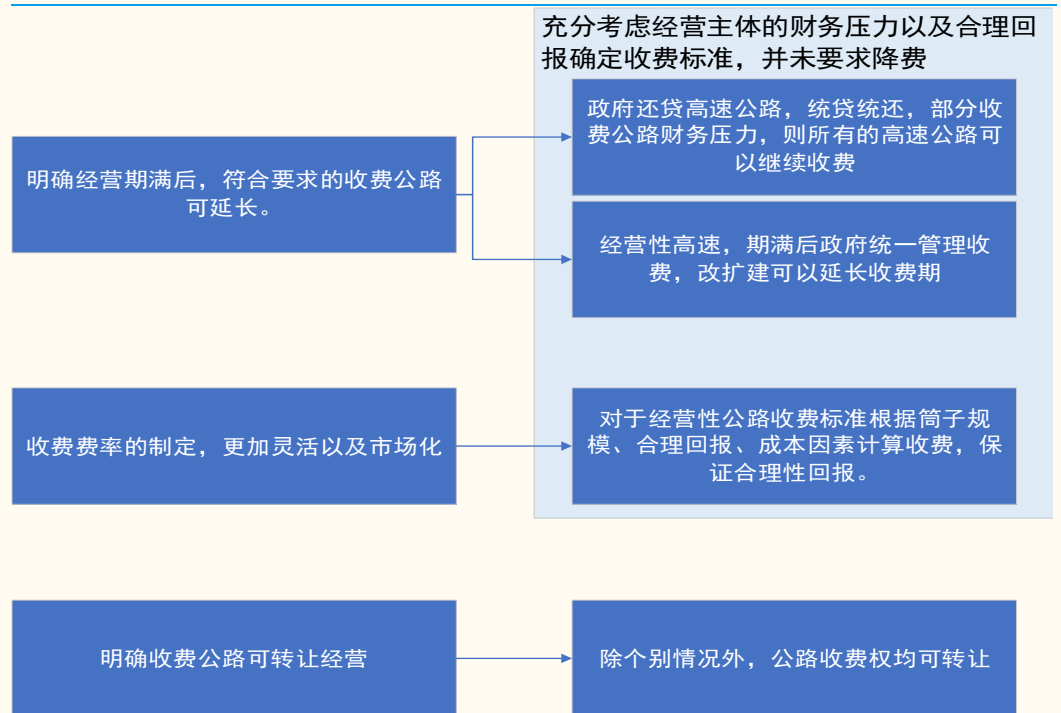
来源：wind，国金证券研究所

■ 长期趋势：我国高速公路收费标准降低的空间不大，高速公路差异化收费和投融资模式扩宽模式有望落地。

- (1) 以降低物流成本为目的的降费预计效果有限。高速公路收费占干线运输成本的 30%-40%。高速公路货车收费占物流成本的 2%，占运输成本的 4%。因此从当前标准来看，高速公路收费降低 10%，才可降低物流成本/GDP 的 0.2%，对于降低物流成本效果并不明显。
- (2) 2015 年 7 月，交通运输部曾发布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，态度倾向于偿债期按实际情况确定，不再确定具体收费期限，并提出收费动态调整机制。我们认为未来落实长期收费，以延长收费年限对冲降费影响，落实差异化收费政策更具落地可行性。

即政府收费公路提供普适性服务，经营性高速公路实行更加市场化的动态收费标准，根据各车型的收费弹性来确定收费标准，在淡旺季可在收费标准的上下限范围内适时调整。补偿机制将更加明确，例如终止收费、减免收费以及降低费率，可通过延长收费期、财政补贴等方式予以行政补偿，从而兼顾效率与公平。

图表 25：2015 收费公路管理条例关键点梳理



来源：《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，国金证券研究所

- (3) **投融资：政府收费公路的举债渠道或将进一步调整为政府债券，纳入预算管理，鼓励多种渠道负担高速公路投资开发支出。**国际经验表明，私营部门融资是提高公路融资资源的重要力量。而高速公路所有权和经营权可以有效分开的特性，也可使得政府在不承担过高风险的前提下，合理提高融资能力。

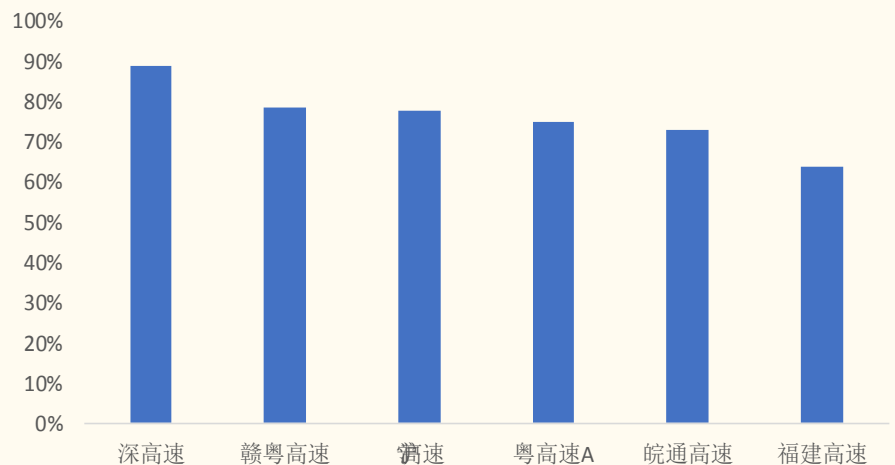
举例来看，为鼓励外国资本和私人资本的投入，许多发展中国家由政府或银行提供贷款担保、交通量增长率承诺。如墨西哥政府允许商业银行为项目特许公司发行的债权和股票提供担保，政府负责最低交通量和交通量增长率，如果达不到承诺值，则可相应延长经营年限，超收利润由特许公司和政府分担。泰国政府建立担保基金，为私人资本向高速公路贷款提供担保。日本、智利等国家允许和鼓励养老金投资于高速公路建设。

2017年7月，财政部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，并在今年开展政府收费公路的试点工作，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费、专项收入偿还的地方政府专项债券，我们预计未来政府收费公路的举债渠道或将进一步调整为政府债券，纳入预算管理。而经营性公路将进一步鼓励低风险、高回报的资本投资高速公路行业。

3.3 降费几乎不影响上市公司路产，制约因素逐步释放

- **降费对上市公司层面影响较小，业绩几乎不受影响。**“用者付费”模式下，通行费收入是上市高速公路公司的最主要来源。“降低物流成本”为目的的降费主要针对货车，而对以城市居民轿车为主的通行车辆结构的高速公路公司则几乎无影响。

图表 26：主要上市高速公路公司客车流量占比（2017 年）



来源：wind，国金证券研究所

图表 27：降费对高速上市公司业绩影响测算

	深高速	山东高速	宁沪高速	粤高速
通行费收入 (亿元)	42.85	60.76	71.04	29.79
估算货车通行费占比	22%	25%	24%	23%
货车收费标准下降幅度	10%	10%	10%	10%
毛利率	50.52%	63%	67.60%	60.50%
利润总额影响 (亿元)	0.48	0.96	1.15	0.41
所得税率	19.30%	28.09%	21.82%	9.80%
对净利润影响 (亿元)	0.38	0.69	0.90	0.37
17 年净利润 (亿元)	15.46	28.77	36.85	17.1
占 17 年净利润的比重	2.49%	2.39%	2.45%	2.19%
降费 15%对净利润影响/17 年净利润	3.73%	3.59%	3.67%	3.28%
降费 20%对净利润影响/18 年净利润	4.97%	4.78%	4.89%	4.37%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于不同区域的车流量增速分化明显，我们主要分析沿海地区路产的车流量情况，并认为以下四大因素或成为目前优质龙头公司通行费收入的主要支撑：

(1) 价格弹性或大于 1，效益增长主要依靠车流量增加。

从替代效应看，如果提高高速公路的通行费标准，由于两地之间最快捷、安全的通道只要一到两条，而普通公路存在车速慢、路况差、安全舒适程度低等特点，替代性不强，因而不会引起车流量的大幅度减少。但如果高速公路的通行费标准降低，即使在道路拥挤的条件下，只要个人的行车利益多于个人的边际成本，就会不断加入车流。

(2) 高速公路具备明显的规模效益递增性，随高速公路网络化而使其经济效益成几何级数增加。

高速公路至少有双向 4 车道，还有 6 车道、8 车道甚至 16 车道等等，其能力用每昼夜最大通行量表示，因此高速公路的车道数与通过的最大交通流量之间呈现的规模效应递增的关系。

有规模经济，自然存在适度经济的问题，而根据世界银行专家的推断，规模效益不变的高速公路车道数是双向 24 车道，我国目前远未达到。另外，高速公路的规模收益递增还表现在高速公路的长度和联网程度上。联网成片会使高速公路的经济效益呈现几何级数增加。由于高速公路全封闭、全

立交、快递的特点，一旦形成网络，就能有效地形成点对点的快捷运输效应，增强高速公路的影响力和扩散力。

(3) 凭借改扩建、投资新路产、PPP 等模式，优质龙头公司已经具备优秀的路产再投资能力。

以粤高速举例，公司是 A 股公司中通行费收入占比较高的公路公司，2018 年通行费收入占比 97.6%。其中广佛高速即在 2016 年完成扩建，另外公司正在进行佛开高速公路南段的扩建，从而延长收费期限。扩建道路会在施工期间部分影响车流量，建成后会经历产能的释放和车流量的上升。

图表 28：粤高速相关路产情况

	持股比例	通车时间	到期时间	里程数 (公里)	2018H1通行费 收入(万元)	YoY	2018H1车流量 (万辆)	YoY
广佛高速	75.0%	1989.8	2021	15.7	22,523.45	13.30%	2,953.85	1.50%
佛开高速	100.0%	1996.12	2036	79.8	63,859.17	8.37%	3,281.51	17.32%
京珠高速广珠段	75.0%	1999.12	2030	62.4	63,529.98	2.40%	3,642.16	2.99%
深圳惠盐高速	33.3%	1994.5	2021	31.4	12,174.57	9.14%	2,046.44	11.95%
粤肇高速	25.0%	2002.9	2031	51.9	26,279.69	7.14%	1,454.50	7.42%
广惠高速	30.0%	2003.12	2029	153.2	86,784.97	2.54%	2,783.87	10.83%
江中高速	15.0%	2006.1	2031	32.4	22,967.71	5.92%	2,574.42	2.84%
康大高速	30.0%	2007.12	2037	56.6	11,305.54	-6.73%	127.01	0.02%
赣康高速	30.0%	2010.8	2040	43.5	7,677.39	18.87%	187.22	35.72%
广乐高速	9.0%	2014.9	2029	302.9	152,842.70	6.41%	1,151.82	18.54%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于新建路产建设难度高、桥隧比上升、人工费用上升等原因，施工成本不断增加，道路修建可能带来的拆迁成本也不断提高，单公里造价成本呈上升趋势。2017 年，全国收费公路单公里造价为 5029 万元/公里，同比 2016 年 4434 万元/公里增长 13.4%。其中高速公路单公里造价更高，为 5755 万元/公里，上市公司修建新高速路产资本开支会面临较大压力。目前收费高速公路里程占比不断提高，2017 年提升至 81%，预计未来收费公路的造价成本将进一步上升，而 PPP 模式则有效破除成本难题，成为主业扩张的重要补充方式。

(4) 平台型公路公司吸收整合已有优质路产，成为控股平台型公路公司首选发展方案。

- 其中招商公路作为高速公路板块唯一央企平台，背靠大股东招商局集团，是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商，通过换股方式吸收合并华北高速实现整体上市。
- 截至 2018H1，招商公路投资经营的公路总里程达 8,675 公里，在经营性高速公路行业中稳居第一。其中，112 条高速公路（含桥）长达 8,517 公里，9 条普通公路（含桥）158 公里，权益里程为 2,082 公里；所投资的路网已覆盖全国 19 个省、自治区和直辖市，多数路产占据重要地理位置，多属于主干线，资产优质，盈利水平领先行业。
- 整体上市后，招商公路拥有覆盖全国的高速网络，不同区域发展状况不同，有助于公司分散区域风险。并且招商公路通过对招商局旗下公路板块整体上市，可以对公路经营集中管理，有利于降低高速公路运营成本、改善服务质量，发挥全国道路的规模效益和协同效应。
- 不过整合全国高速公路的方法对于区域性公路公司，效仿难度较大。招商公路是 A 股上市公路公司唯一央企，拥有招商局集团做后盾。而其余上市公司虽为国企，但实际控制人多为省级国资委，跨省整合公路资产或形成阻碍，整合区域内优质公路资产或将成为发展方向之一。

图表 29：招商公路参股 A 股上市公路公司汇总

名称	总市值 (百万元)	营业收入 (2017年 百万元)	归母净利润 (2017年 百万元)	股权占比
皖通高速	9,481.6	2,861.4	1,091.3	24.37%
四川成渝	9,439.8	7,984.4	888.4	21.73%
福建高速	8,672.3	2,474.3	656.2	17.75%
龙江交通	4,250.3	1,787.1	352.8	16.52%
山东高速	22,035.1	7,379.5	2,644.2	16.02%
吉林高速	3,848.6	973.6	296.7	15.63%
中原高速	9,888.4	5,846.5	1,172.9	15.43%
楚天高速	5,633.6	2,688.4	575.7	15.19%
五洲交通	3,917.2	1,792.2	367.7	13.86%
宁沪高速	48,180.3	9,455.7	3,587.9	11.69%
现代投资	6,663.3	10,592.9	864.9	7.04%
深高速	17,040.9	4,836.6	1,426.4	4.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 多元化再投资效果仍待验证。

公路公司现金流充沛，在没有良好路段修建新路产的情况下，众多公路上市公司寻求外延式发展，进行多元化投资。目前我国上市的公路公司中，已有大部分营收结构中，包含非通行费部分，显示出公路公司在其他领域寻求新增长点的意愿。

外延领域中，主要集中在房地产、工程施工和能源销售方面，另外存在金融领域的投资，不过多体现在投资收益中。

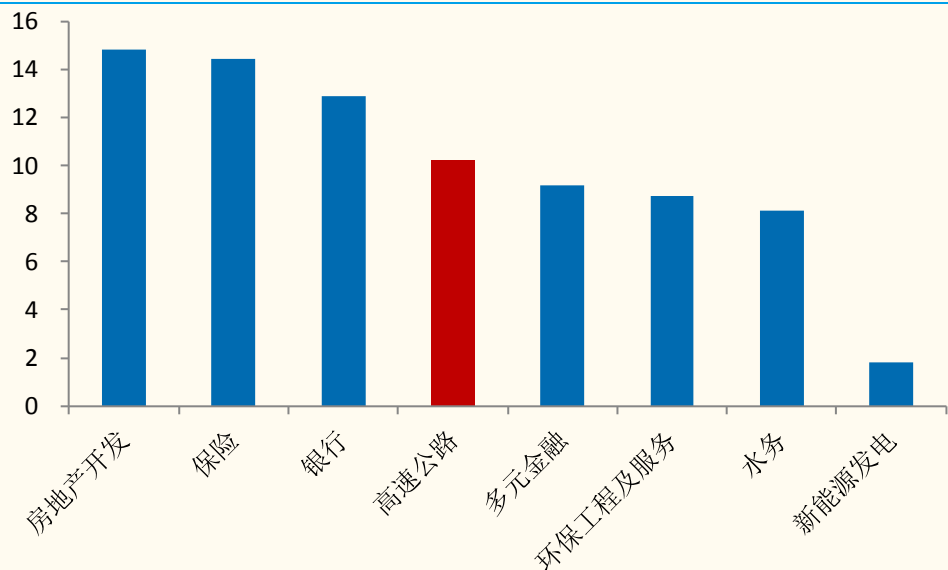
从行业来看，高速公路主要多元化发展方向中，ROE 能高于高速公路行业的多集中在房地产和金融领域。过去 12 个月，A 股上市高速公路公司 ROE 为 10.3%，房地产开发、保险和银行的 ROE 均高于高速公路行业。房地产业务波动较大，金融业务需要获得相应牌照，高速公司通过参股方式进入以上行业，或将带来一定投资收益，增厚业绩。

外延领域的其他业务仍然处于探索阶段。高速公路多元化发展方向中的其他偏实业方向，比如水务治理、光伏电站运营，行业本身 ROE 水平低于高速公路行业，并且其他行业本身存在一定的专业性和不确定性，高速公路进军其他实业可以提供新的业绩增量，但不确定性较高，或将拉低公司盈利水平。

以光伏电站运营行业为例，高速公路预计运营分布式电站，受到政策影响行业存在波动。531 光伏新政之后开始限制补贴规模，另外明年光伏的补贴政策存在不确定性，每度电具体补贴数额和补贴指标，将对光伏电站运营收益率产生较大影响。高速公路企业进军光伏电站运营，需要跟踪补贴规模和维护等成本变化，观察能否对高速公司发展产生正面影响。

整体来看，高速公路公司仍在寻找适合的多元化投资方式和方向。

图表 30：高速公路主要多元化方向 ROE 水平比较 (% TTM)



来源：Wind，国金证券研究所

- 仍以粤高速举例，在探索多元化阶段，通过定增引入战略投资者复星集团、保利地产、广发证券，合计持股比例达到 16.0%。

公司希望通过战略投资者在各自领域的优势，帮助粤高速走上外延发展的快车道，除直接投资以外增加以股权投资基金形式，在节能环保、新能源及大健康等方向上挖掘优质的投资机会。项目放在上市公司体外，待项目稳定贡献利润后，纳入上市公司体内，提供业绩新的增长点。我们认为这或是上市公路公司较为适合的外延路径。

图表 31：主要公路上市公司营收构成 (2017 年)

公司	主营业务构成
宁沪高速	通行费：75.1%；配套服务业务：18.8%；房地产：5.4%；广告及其他：0.7%
粤高速A	通行费：96.5%；其他：3.6%
深高速	通行费：88.6%；房地产：6.6%；其他：4.9%
吉林高速	通行费：99.9%；其他：0.1%
招商公路	通行费：59.4%；交通科技：33.9%；光伏发电：6.6%；其他：0.2%
湖南投资	通行费：16.3%；房地产：77.4%；酒店：5.8%；其他：0.6%
中原高速	通行费：68.9%；房地产：22.5%；能源销售：7.5%；其他：1.1%
皖通高速	通行费：93.5%；其他：6.5%
赣粤高速	通行费：71.1%；能源销售：17.6%；工程施工：9.0%；其他：2.3%
山东高速	通行费：82.3%；房地产：17.7%
四川成渝	通行费：40.4%；能源销售：32.8%；工程施工：18.5%；房地产：4.4%；其他：3.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 小型车占比较高路产随经济周期波动较小

- 公路作为主要货运途径，我国约三分之一货物周转量通过公路完成。

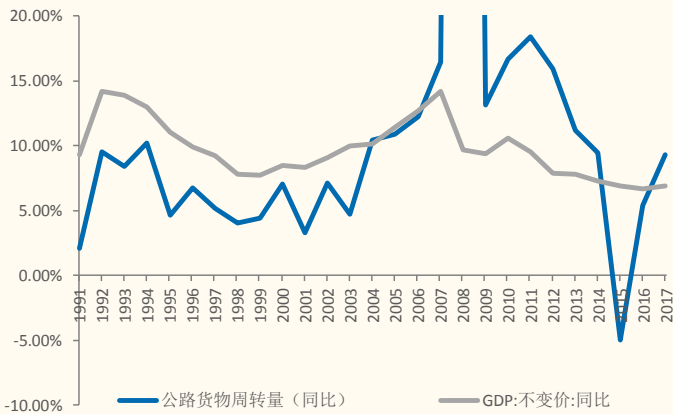
公路货运周转量同比增速和 GDP 增速存在一定相关关系。近 30 年，除去 2008 年由于公路水路统计口径改变，以及 2015 年公路治超，公路货运周转量同比增速随 GDP 增速波动，经济下行对于公路货运将产生冲击。

另一方面，经济发达地区，小型车（7 座及 7 座以下）占比不断提高，2017 年达到 70% 以上。小型车主要为私家车，出行受经济形势影响较小。并且在经济下行时，人们将更多采取短途自驾游，反而对公路车流量和通

行费收入产生缓冲。以沪宁高速为例，通行费收入增速明显下滑期间，小型车车流量增速下滑并不明显。

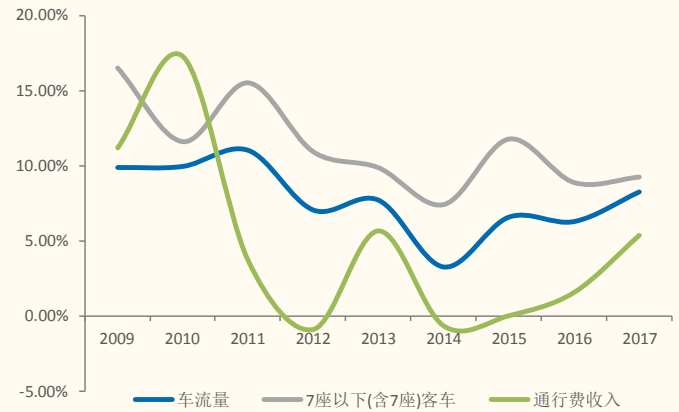
所以我们认为，在小型车占比不断提高的路段及公路公司，高速公路通行费收入受经济周期影响将逐步降低，并且小型车存在缓冲作用，通行费收入波动将减小。

图表 32：公路货运周转量同比增速与 GDP 增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：小型车通行量受经济影响较弱（沪宁高速）



来源：wind，国金证券研究所

- 我们以宁沪高速为例，测算了如果货车车流量下滑 10%，对于公司的业绩影响。由于过去 30 年，全国公路货物吞吐量仅在 2015 年同比下滑 5%，货车车流量下滑 10% 的假设已较为严格。经测算，宁沪高速 2017 年归母净利润将下滑 3.5%，影响较小。

计算过程：我们依照图 27，估算宁沪高速货车通行费占比 24%，分别计算出小型车和货车每辆平均收费，然后计算若货车车流量下滑 10%，对于宁沪高速通行费收入的影响。

图表 34：货车车流量下滑 10% 的业绩影响（以宁沪高速为例）

	宁沪高速
通行费收入（亿元）	71.04
估算货车通行费占比	24%
货车通行费（亿元）	17.0
小型车通行费（亿元）	54.0
货车车流量	8594377
小型车车流量	24475718
货车车流量下滑	10%
下滑后货车车流量	7734939.4
小型车收费（元/辆）	220.6
货车收费（元/辆）	198.4
下滑后通行费收入（亿元）	69.3
下滑后通行费收入减少（亿元）	1.7
2017 年净利润（亿元）	36.85
净利润弹性	3.47%

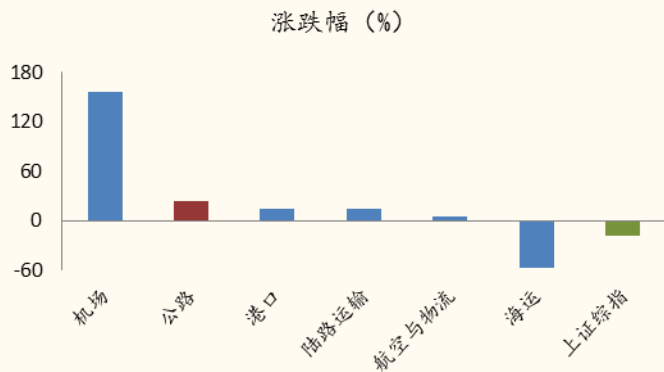
来源：wind，国金证券研究所

4. 优质龙头公司仍是稳健的投资选择

4.1 攻守兼备，板块长短期表现均优

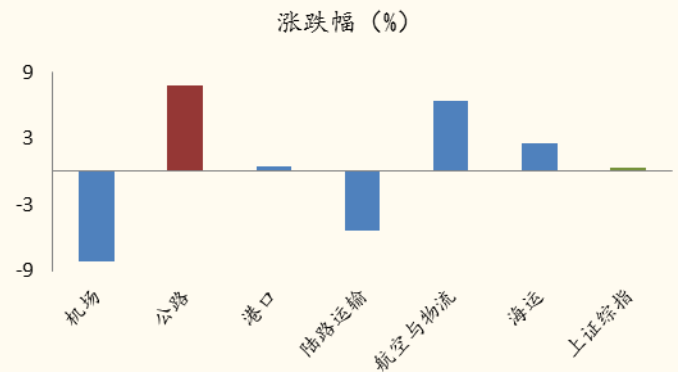
- 公路板块受益于其行业特征，股价表现相对稳定，在熊市具有强防御属性，由于车流量和宏观经济有一定相关性，在牛市的上涨空间也较大。回顾公路板块过去在 A 股短期及长期的表现，2010 年至今，公路板块取得正收益 24.46%，上证综指下跌 18.25%，相对收益显著。而在过去 3 个月，公路板块累计涨幅 6.85%，同样跑赢上证综指，防御属性明显。

图表 35：交通运输各子板块 2010 年至今市场表现



来源：wind，国金证券研究所；注：数据统计时间 2010.1.1-2018.11.16

图表 36：交通运输各子板块近 3 月市场表现



来源：wind，国金证券研究所；注：数据统计时间截至 2018.11.16

- 市场关注公路板块，主要是因为公路板块公司业绩稳定、现金流健康、分红率高、股息率高、估值低，其中业绩主要与公路所处地理位置有关，当地经济增速稳健，将推动公路公司业绩稳健增长，波动较小。

在目前的市场环境下，我们将股息率作为最主要指标，并结合道路资产所在地经济状况以及估值，重点推荐深高速、粤高速 A、宁沪高速、山东高速，关注福建高速。

图表 37：公路板块标的筛选

名称	省份	市盈率PE	股息率	分红比例 2017年	经营活动产生的 现金流量净额/ 营业收入	GDP增速	资产负债率 (%)
粤高速A	广东	10.43	6.72	70.07	60.10	7.5%	40.0
宁沪高速	江苏	13.45	4.59	61.78	55.56	7.2%	37.5
五洲交通	广西	10.65	4.31	34.01	65.44	7.3%	67.2
赣粤高速	江西	9.99	4.05	40.42	41.22	7.3%	51.9
楚天高速	湖北	9.79	3.99	39.08	19.37	7.7%	41.7
山东高速	山东	8.33	3.89	32.39	42.72	7.4%	49.9
中原高速	河南	8.43	3.82	32.19	72.10	7.8%	76.0
福建高速	福建	13.22	3.80	50.19	73.01	8.1%	37.5
皖通高速	安徽	9.50	3.68	34.96	62.80	8.5%	28.6
深高速	深圳	12.78	3.59	45.87	56.27	8.8%	62.2
东莞控股	广东	9.10	3.22	29.30	153.52	7.5%	40.9
四川成渝	四川	11.94	2.88	34.42	43.60	8.1%	57.9
吉林高速	吉林	12.97	2.60	30.26	63.41	5.3%	43.0
龙江交通	黑龙江	12.05	2.51	30.21	67.69	6.4%	15.3
现代投资	湖南	7.70	2.28	17.55	9.05	7.0%	60.9
海南高速	海南	44.14	1.19	52.42	57.27	7.0%	15.3
湖南投资	湖南	18.49	1.04	19.14	17.82	7.0%	20.5

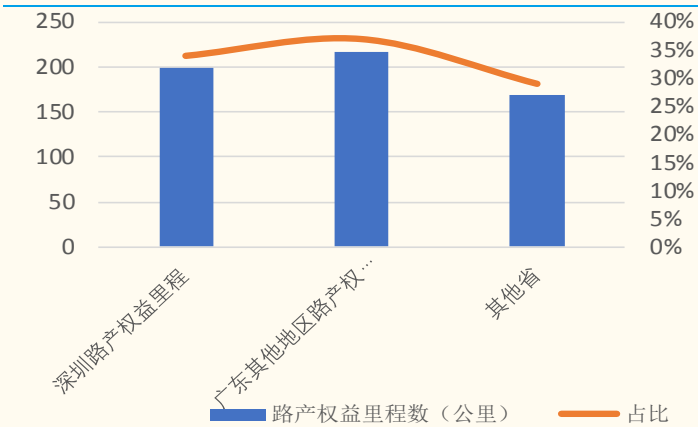
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

4.2 深高速：公路再投资能力突出，环保转型获实质性进展

- 坚定发展公路收费主业，公路里程持续增加。深圳高速公路有限公司主要收入来源为收费公路项目，公司目前拥有梅观高速、机荷高速等 19 条经营和投资的公路项目，里程共计 861.9 公里，权益里程共计 622.1 公里。2017 年，公司控股路产通行费收入达 26.78 亿元，贡献营收的 89% 以及毛利的 93%。

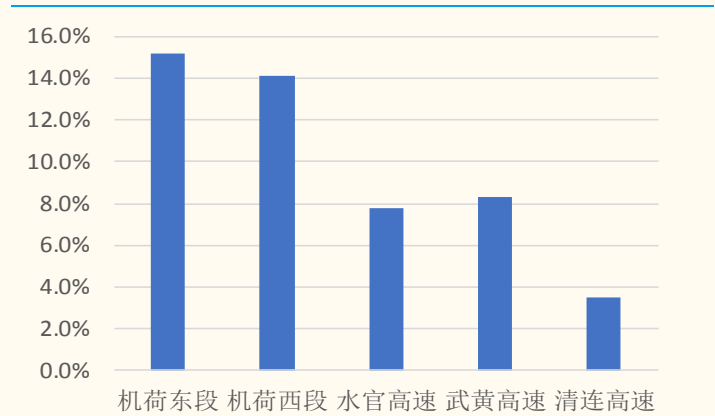
- **路产质量普遍较高，车流内生增速明显高于全国水平。**①公司旗下路产主要位于广深经济带。其中，深圳地区路产权益里程为 235.7 公里，占比约 38%；广东省其他地区路产权益里程为 216.2 公里，占比约 35%；其他省份路产权益里程为 170.2 公里，占比约 27%。②2012-2017 五年期间，公司的核心路产（除去武黄高速）均实现 7%以上的年均复合增速，日均权益车流复合增速 11.58%，明显高于全国高速日均车流量的复合增速水平（+7.54%）。

图表 38：2017 年公司路产里程及其比例（右轴）



来源：公司公告，国金证券研究所

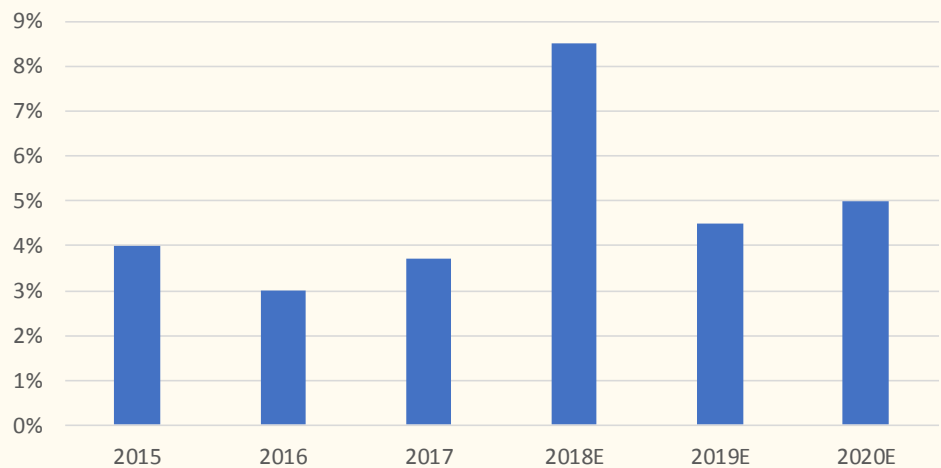
图表 39：公司核心路产 2013-2017 年车流量复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **深圳交委回购公司三条公路路产，预计贡献 15.2 亿元资产处置收益。**11 月 12 日，公司公告深圳交委将提前收回公司旗下的南光、盐排、盐坝高速的收费公路权益，预计可带来约 15.2 亿元税后资产处置收益。2015 年，公司曾与深交委约定三条路段的收费协议，三条路产在 2016 年 2 月 7 日至 2018 年 12 月 31 日之间实施免费通行，而 2019 年 1 月 1 日起，深圳交委可选择继续购买服务或者买断公路。2017 年，三条路产的营收合计数为 7.31 亿元，占总收入的 15%。若假设明年三条路产的收入增速维持在 2%~3%之间，则对 2019 年的收入和净利润的影响分别为 7.5 亿元和 2.2 亿元左右。
- **政府回购加速价值回归，特别股息或可期待。**整体而言，政府回购公司路产相当于将未来收益进行一次性折现，将对公司的现金流产生积极影响，并可以降低公司总体负债水平，改善财务状况，同时公司充裕的现金流有利于公司发展新的产业方向。另外，参考深交委 2014 年向公司回购梅观高速的案例，公司在 2014 年派发特别股息，分红率为 45%。2013-2017 年，公司平均分红率达 45.6%，据股东大会批准的回报规划，2017-2019 年，公司每年现金分红率不低于 45%。假设分红率为 45%，我们预计公司 2018 年度基本股息率为 4.6%，特别股息率为 3.9%。

图表 40：2015~2019E 公司分红收益率



来源：公司公告，国金证券研究所

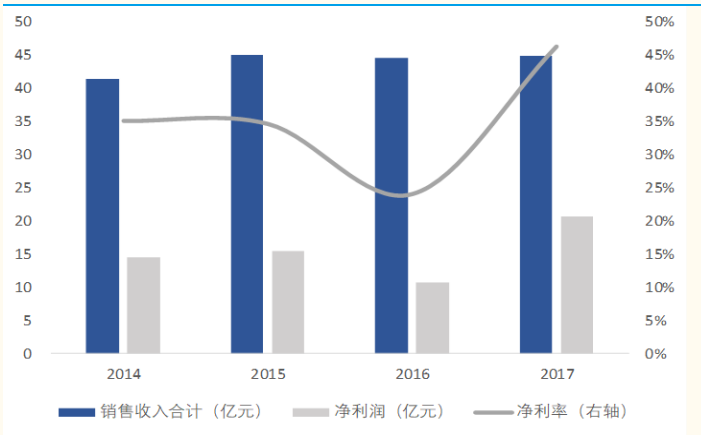
- 环保业务有序推进，贡献稳健投资收益。**在公路投资收益下降，路产经营可持续性风险逐步提升的大环境下，高速公路企业纷纷寻求转型开展多元化业务。公司主要以认购股权的方式逐步渗透进环保行业。2016年12月30日公司董事会批准参与深汕特别合作区南門河综合治理项目，首个环保项目正式落地，总投资将不超过3.2亿元。2017年4月以总计6189万元认购水务规划设计院增资后15%股权。公司认为本次投资水规院可为本集团拓展水环境治理领域业务补充专业技术资源，形成协同效应。5月末以44亿向水务资产收购德润环境20%股权，收购德润环境股权每年可为公司贡献投资收益约2亿元，除此之外德润拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，拥有重庆水务50.04%股权，投资重庆三峰环境产业集团有限公司占31.58%，可扩大公司环保业务，并在未来展开深度合作等。

德润环境：专注垃圾焚烧及污水处理，预计每年贡献投资收益2亿元左右。德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧两项业务。在过去两年里公司营业收入规模稳健增长；并且排除16年重庆水务污水处理业务增值税影响公司15-17年净利润复合增长率在20%以上。公司盈利表现稳健，预计每年将贡献收益2亿元左右。

重庆水务：供水业务产能持续扩张，污水处理业务积极推进市场拓展。重庆水务为一家上市公司，是重庆市最大的供排水一体化经营企业，主要业务为供水及污水处理业务；公司污水处理业务占收入的51%，毛利的68%；自来水销售业务占收入的40%，毛利的30%。公司于2007年被重庆市政府授予供水及排水特许经营权，期限为30年。2015-2018Q3，公司归母净利润分别为15.52、10.68、20.67、13.92亿元，预计未来三年利润增速或保持5%左右。

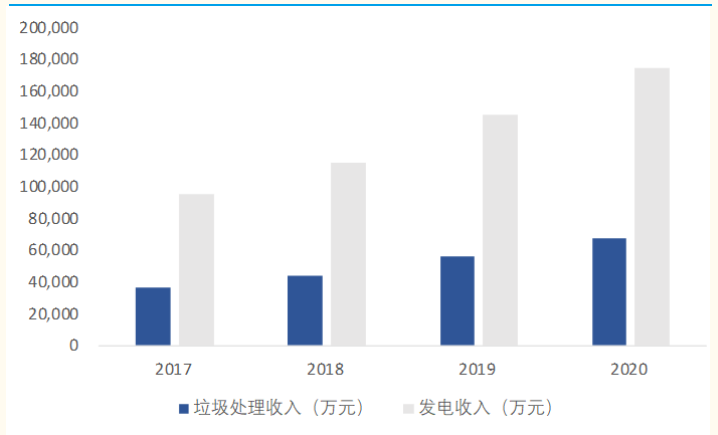
三峰环境：垃圾焚烧运营及设备龙头公司，或迎业绩高速增长。三峰环境专门从事垃圾焚烧发电项目的投资、建设和运营。根据公司官网介绍，公司垃圾焚烧技术及设备在国内的市占率超过30%，居全国第一；截至2018H1，三峰环境已投资和签订27个垃圾焚烧发电项目，日处理生活垃圾能力达4.32万吨，预计公司未来几年利润复合增长率在20%左右，呈现确定性高速增长。另外，三峰环境于2018年8月在重庆证监局办理了辅导备案登记，拟公开发行股票并上市，相当于公司具备隐含上市期权。

图表 41：重庆水务 2014~2017 年业绩表现



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：三峰环境营收预测



来源：公司公告，国金证券研究所

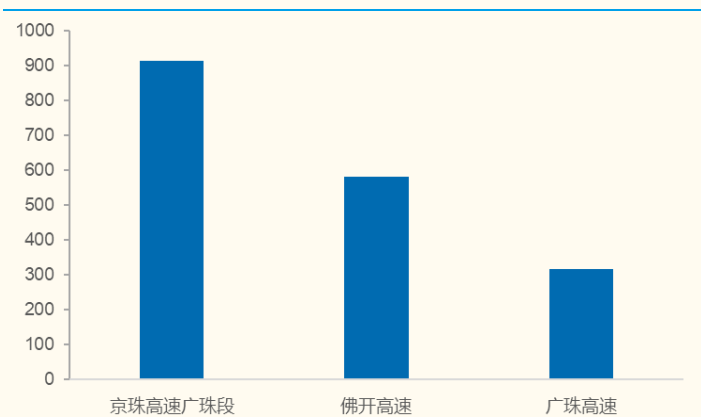
- 此外，值得注意的是，公司 A+H 上市，大股东深圳国际控股有限公司 (0152.HK) 是深圳国资委旗下企业，2016 年 1 月公司公告的限制性股票激励 ROE 达到 9.8-10.8% 之间，其回报率远高于公司历史 ROE 水平，同时在管理层激励刺激下公司转型步伐也将加速。

4.3 粤高速：股息之王，路产优质，防御配置价值高

- 路产优质，剩余收费期较长，路产项目储备充足。公司控股 3 条、参股 7 条高速公路，按权益比例折算里程约 273 公里，路产主要位于珠三角及广东省其他地区，位置优越。盈利主要来自四条公路，分别是广佛高速、佛开高速、京珠高速广珠段、广惠高速。这四条核心路产的平均收费期限约为 11.56 年，其他参股项目的平均收费期限约为 15.55 年。

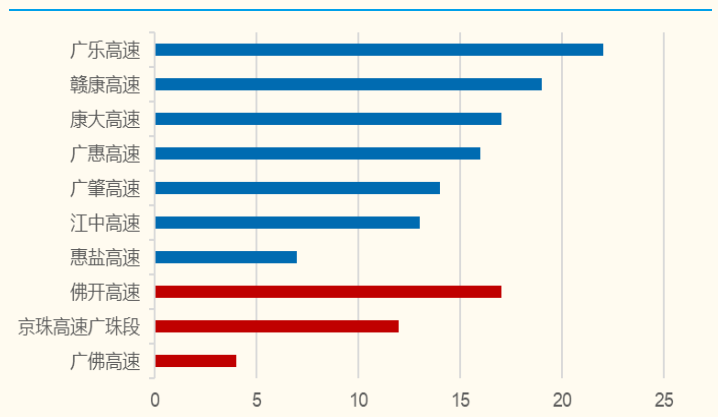
具体而言，广佛高速已于 17 年提前完成折旧，18H1 毛利率提升 17.7%；佛开高速扩建，2017 年末进度 21%，预计 2020 年完成 4 改 8 扩建，费率预计提高 33%，且扩建后可重新核定收费期；京珠高速是连接珠三角东西两岸的必经之路，随港珠澳大桥将于近期投入运营，有望受益于大湾区建设。

图表 43：公司核心路产毛利润 (百万, 2017)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：粤高速公路产剩余收费期限 (年)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 打造“1+4”产业发展格局，稳固主业探索多元发展。根据公司的《十三五发展规划》，公司致力于构建“高速公路主业+沿线资源开发、智慧交通、金融及类金融、投资”的“1+4”产业发展格局。其中高速公路收费业务在未来很长一段时间依旧是公司主要经营项目及利润来源。主要做法有以下 2 点：

- (1) 增强对现有路段管理，做好现有路段改扩建项目。
- (2) 争取增加控股项目减少参股项目，收购省内外优质路产资源。

以上两个做法表示公司在维护存量的同时，注重增量的开发。对于存量管理，在现有路段经营中关注增支降本，以及进行改扩建提升产能瓶颈，但是维护成熟路段仅能保障利润上有持续稳定增长，收购其他路产股权可以有效提升公司利润基数。公司收购现有参股路段相比较收购其他路产资源无论从操作难度及历史经验上来讲，收购现有参股路段可能性更大。

公司目前参股 7 个高速公路项目，除广乐高速开通时间短、仍然亏损外，其他 6 个项目均盈利。参股高速公路里程 684.20 公里，按照权益比例折算里程合计 273.05 公里。

图表 45：公司参股高速公路情况

路产名称	持股比例	位置	2018H1 投资收益 (万元)
惠盐高速	33%	深圳	1781
广惠高速	30%	广东	13414
赣康高速	30%	江西	305
康大高速	30%	江西	1384
粤肇高速	25%	广东	2864
江中高速	15%	广东	690
广乐高速	9%	广东	-

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 未来公司或在以下 4 个业务上有所突破：

1. 沿线资源开发：公司可能借助保利地产在土地商业开发的丰富经验与资源，继续加大高速公路周边闲置土地开发力度。2017 年，公司成立资源开发分公司，探索高速周边土地综合开发。公司的沿线土地资产量不大，但大部分位于珠三角发达地区，近期房地产市场十分火爆，公司盘活土地存量蕴含着很多机会。佛开公司 2016 年转让退出的址山卫浴城项目，获利 2000 多万元，就是公司实现的第一块土地变现案例。

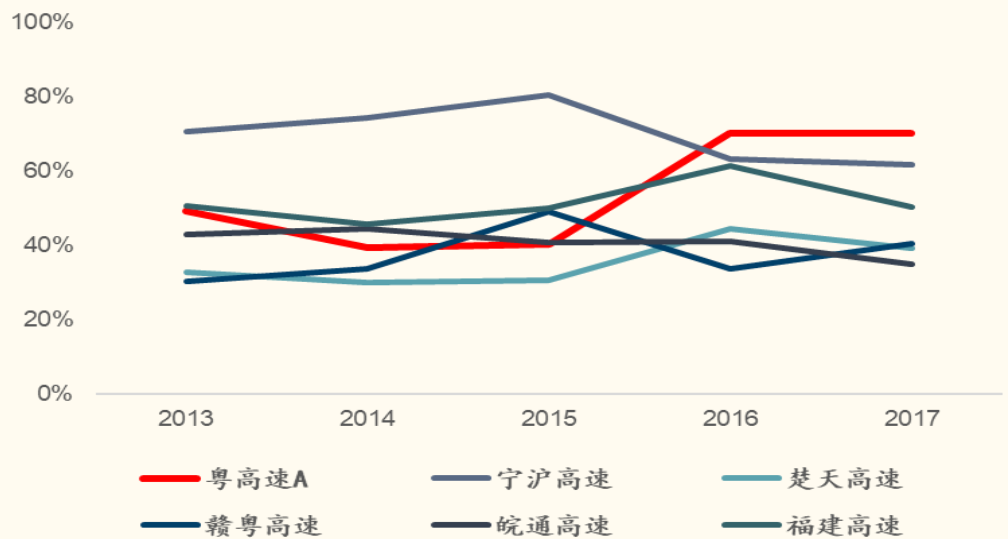
2. 智能交通，加快推进“蓝色通道”项目。蓝色通道与 MTC 相比不需要停车缴费、与 ETC 比不需要安装收费装置，仅需要下载手机 APP，就可以实现不停车缴费通过收费站，可以使车辆路过收费站更加快速便捷。现公司蓝色通道处于系统开发测试阶段，下一步目标是在粤东、粤西片区个别高速公路路段通过生产环境下的实车测试。

3. 金融及类金融业务投资。2013 年公司投资 2 亿元，获得广东省粤科技小额贷款公司 20% 股权；2016 年该公司实现净利润约 6000 万元，粤高速当期确认投资收益 756 万元。2016 年 8 月，公司股东大会批准出资 8 亿元参与认购国元证券的定向增发。2017Q4、2018 Q1，公司分别确认对国元证券的投资收益 619、394 万元。此外，公司还持有光大银行 0.45% 的股权。

4. 投资业务。加大高速公路外新产业的投资力度，除直接投资以外增加以股权投资基金形式，在节能环保、新能源及大健康等方向上挖掘优质的投资机会。

■ 股息之王，股息率和分红率均为 A 股高速之首。公司 2017 年度分红率达到 70.07%，每股股利 0.506 元，对应股息率为 6.3%（基于 2018/11/25 收盘价），在 A 股高速公路板块排第一。根据 2018-2020 年度股东回报计划，公司承诺每年现金股利不低于当年合并报表归母净利润的 70%，目前股利支付率在 A 股高速公路公司中最高。

图表 46: A 股高速公路公司股利支付率对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

4.4 宁沪高速: 路产质量极优, 房地产业务迎来集中交付

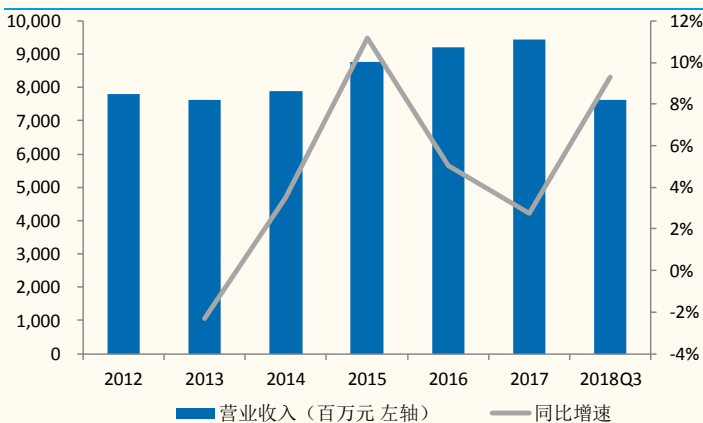
- 宁沪高速是江苏省唯一的交通基建类上市公司, 经营区域位于中国经济最具活力的长江三角洲地区, 公司所拥有或参股路桥项目经济活跃, 交通繁忙。公司核心资产沪宁高速连接上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京 6 个大中城市, 是国内最繁忙的高速公路之一, 区位优势极佳, 客车占比约为 78%, 货车占比约为 22%, 车流量随经济波动较小。截至 2018Q3, 公司直接参与经营和投资的路桥项目达到 16 个, 拥有或参股的公路通车里程已接近 820 公里。

公司不仅进行交通基础设施的投资、建设和经营管理, 并发展公路沿线的服务区配套经营 (包括加油、餐饮、购物及住宿等)。另外公司积极探索及尝试新的业务类型, 进行房地产的投资开发、高速公路沿线广告媒体发布及金融业务的尝试, 以进一步拓展盈利空间并实现可持续发展。

2018 前三季度公司实现营收 76.4 亿, 同增 9.3%, 归母净利润 36.5 亿, 同增 26.1%。公司营收增长提速, 主要是由于房地产销售业务实现营收 8.0 亿, 同增 106.2%, 占比营收提升至 15%。

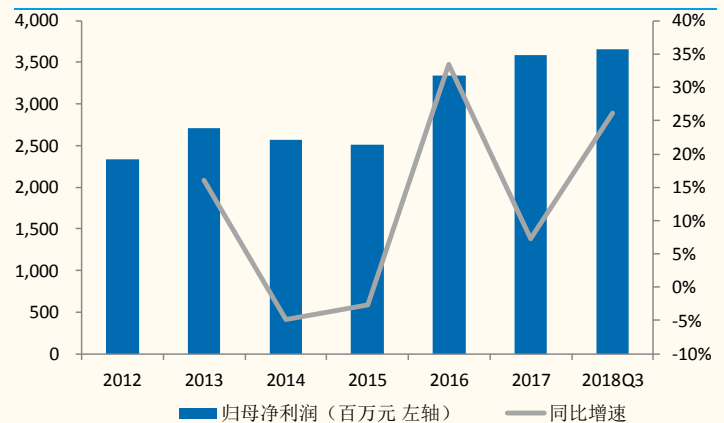
公司房地产业务拥有 17.9 万平米土地储备, 未来 4-5 年开发无忧, 短期公司房地产集中交付, 将继续贡献今年业绩。同时公司将不断有新项目出售贡献收入, 在中长期增厚业绩。

图表 47: 宁沪高速营收及其增速



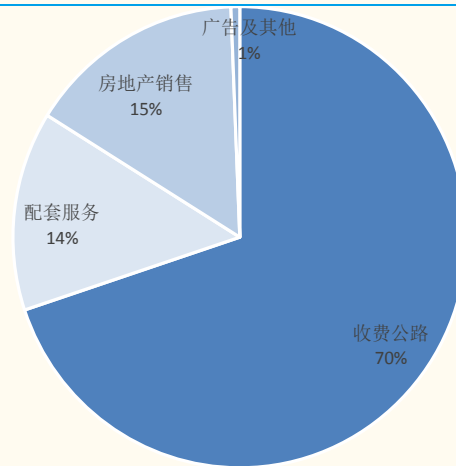
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 宁沪高速归母净利润及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49：2018H1 宁沪高速营收分拆



来源：公司公告，国金证券研究所

- 整体来看，公司以收费公路为主业，房地产业务为辅，主要路产处于长三角地带，车流量增长无忧，利润增长源于沪宁、广靖、锡澄、宁常等车流量的自然增长以及江苏银行分红贡献的投资收益，房地产业务将进入交付高峰。股息支付率超过 60%，股息率在行业名列前茅。

4.5 山东高速：等待济青高速改扩建放量

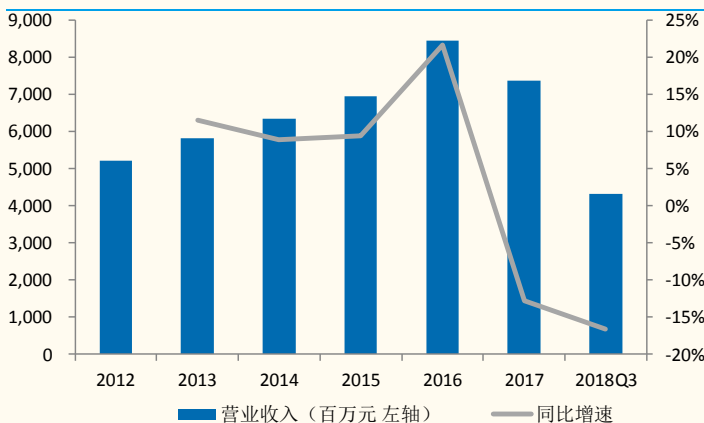
- 山东高速主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。目前公司运营管理的公路总里程 2,075 公里，核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量良好，路网完善，协同效益逐渐显现，为公司快速发展提供了充足的现金流。

同时，公司通过与合作伙伴强强联合，逐步培养了一支专业资本运作团队，提升了公司战略研究和投资发展能力。目前，公司已打造集证券、银行和基金管理公司于一身的多元化投融资平台，为公司“夯实基础路桥主业、加快重点工程建设、加强资本运营”奠定了坚实的基础。

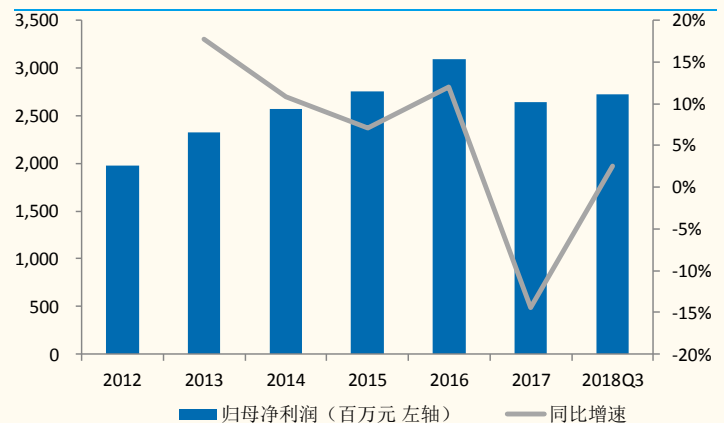
现阶段，公司由于因济青高速改扩建交通管制导致通行费收入较低，并且公司正逐步 2017 年开始公司营收开始负增长。2018 前三季度，公司实现营收 43.1 亿元，同比降低 16.6%。

不过公司在房地产业实施整合战略，逐步退出，避免二三线房地产行业收缩对于公司业绩的冲击。2018 前三季度公司投资收益 29.8 亿，同比增长 123.3%，主要源自转让济南璞园置业 50% 的股权，使得公司实现归属于母公司的净利润 27.3 亿元，同比增长 2.5%。公司仍然拥有其他项目股权有待出售，可以为公司提供稳定的现金流，优化业务结构。

图表 50：山东高速营收及其增速



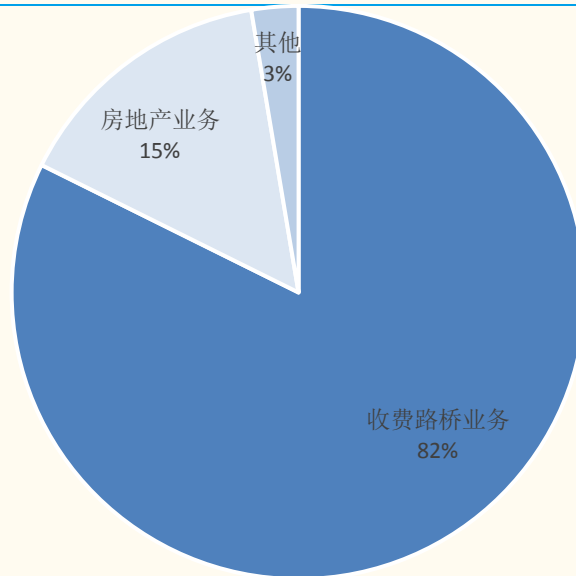
图表 51：山东高速归母净利润及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：2017 年山东高速营收分拆



来源：公司公告，国金证券研究所

- 整体来讲，济青高速改造，公司收入和估值承压，但该条路产是公司盈利能力最强的路产，2019 年底改造完成后，将实现双向 8 车道，虽然建成转固后短期成本将承压，但随着车流量释放，以及房地产业务逐步退出贡献投资收益，公司业绩具有爆发力。

图表 53：重点推荐公司估值表

公司	股价	EPS				PE		评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	
深高速	8.58	0.65	0.84	0.88	0.98	10	9	买入
粤高速A	7.69	0.72	0.72	0.77	0.82	10	10	买入
宁沪高速*	9.41	0.71	0.87	0.85	0.89	11	11	N.A.
山东高速*	4.35	0.55	0.64	0.43	0.47	7	10	N.A.

*为wind一致预期 股价为2018年12月5日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

5.风险提示

- 公路通行费标准下降。《收费公路管理条例》正在修订，存在降低高速收费可能，并且或将出台通行费优惠和分时段收费政策，减少公路公司营收。
- 车流量下降。伴随可能的宏观需求下行，车流量，尤其是货车车流量将随经济波动出现下滑，拉低公路公司业绩增长。
- 改扩建效果低于预期。公路公司改扩建现有路产，将提升折旧等成本，若车流量恢复不及预期，将造成业绩压力。
- 多元化业务开展不及预期。公路公司多元化业务开展广泛，若管理不善，或将造成主业专注度，并且若投资回报率低于社会平均资本回报率，将损害股东利益。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH