

行业研究/深度研究

2018年12月23日

行业评级:

交通运输 中性(维持)
路桥II 增持(调高)

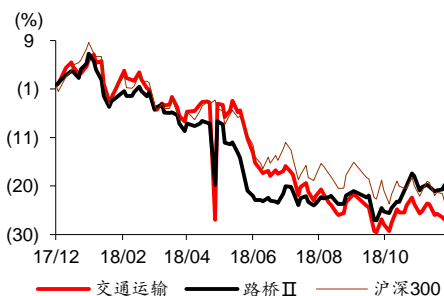
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492723
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《**交通运输: 国内线需求放缓, 客座率同比**下降》2018.12
- 2《**上海机场(600009,增持): 产量增速放缓但**长期看好逻辑不变》2018.12
- 3《**交通运输: 行业周报(第五十周)**》2018.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业条例修订, 释放正面信号

行业条例正在修订中, 草案关注债务风险化解

12月20日, 交通部发布《收费公路管理条例(修订草案)》, 向社会公开征求意见。我们认为, 修订草案对收费公路行业释放中长期利好, 提升路桥板块评级至“增持”。我们总结出十个修订要点, 分别是: 化解债务风险、吸引社会资本投资、加快政府债务偿还、建立养护管理收费制度、建立差异化收费机制、取消省界收费站、规范转让行为、提高服务质量、强化监管、通行费减免应获补偿。

行业现状: 债务风险累积、投资回报降低、长期养护资金不足

现行《收费公路管理条例》自2004年起实施, 行业已发生深刻变化, 在于: 1) 债务风险累积: 收费公路的建设、偿债及养护管理成本增长, 但收费标准基本延续90年代水平, 导致收入成本倒挂, 收支缺口逐年扩大, 累积债务逐年递增。2) 投资回报降低: 新建公路向中西部延伸, 建设成本提高, 项目收益下降, 部分已纳入PPP项目库的建设项目难落地。3) 长期养护资金不足: 燃油税难以满足公路长期养护资金需求, 若高速公路收费期满免费通行, 道路养护资金可能出现断层, 道路质量受到影响。

草案强调防范和化解债务风险, 加快政府债务偿还

草案要求地方政府合理确定公路建设规模, 若通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求, 该省份不得新建收费公路。在此背景下, 我们认为, 中西部省份可能因收支压力较大, 新路桥项目的建设进度可能受到负面影响。债务利息支出与养护管理支出相对刚性, 债务利息与存量债务规模和中长期贷款利率相关, 养护支出与收费公路里程和每公里养护成本挂钩, 两项支出在短期内难以大幅降低。据此, 我们分析, 地方政府主动降低收费标准的可能性下降, 利好高速公路运营企业。

通行费减免应获补偿, 市场悲观预期可能修复

年初, 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”, 市场担忧降费负面影响。我们从总量判断, 行业不具备大幅降费空间。2017年, 全国收费公路通行费收入达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。此次草案提到, 政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策, 应当通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。市场悲观预期有望修复。

建立养护收费制度、差异化收费机制, 有望带来中长期利好

随着高速公路里程增加、路龄老化, 未来养护的资金需求预计持续扩大。草案提出, 高速公路偿债期结束后, 重新核定收费标准, 实行养护管理收费; 可以根据车辆类型、通行路段、通行时段等因素实行差异化收费。我们认为养护收费和差异化收费机制, 有望给行业带来中长期利好。

风险提示: 经济超预期滑坡、路网变化可能带来负面影响、本次征求意见稿可能与实施的终稿存在差异。

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	9.19	买入	0.65	1.52	0.92	1.05	14.05	6.05	9.99	8.75
000429	粤高速A	8.27	增持	0.72	0.70	0.72	0.75	11.45	11.85	11.48	11.04
600377	宁沪高速	9.80	增持	0.71	0.90	0.83	0.89	13.76	10.84	11.81	11.03
600033	福建高速	2.96	增持	0.24	0.25	0.29	0.33	12.38	11.64	10.37	9.01

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

行业条例修订，释放正面信号	3
要点一：防范和化解债务风险	3
要点二：吸引社会资本投资	6
要点三：加快政府债务偿还	8
要点四：建立养护管理收费制度	9
要点五：建立差异化收费机制	10
要点六：取消省界收费站	12
要点七：规范转让行为	12
要点八：提高服务质量	14
要点九：强化监管	14
要点十：通行费减免应获补偿	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：中国收费公路里程（2013-2017 年）	3
图表 2：收费公路里程分类（2017 年）	3
图表 3：收费公路技术等级构成（2016 年，按通车里程口径计算）	4
图表 4：收费公路技术等级构成（2017 年，按通车里程口径计算）	4
图表 5：各省收费公路收支情况（2017 年）	4
图表 6：收费公路通行费收入（2013-2017 年）	5
图表 7：收费公路通行费收入构成（2017 年，按收入口径计算）	5
图表 8：收费公路总支出（2013-2017 年）	5
图表 9：收费公路支出构成（2017 年）	5
图表 10：收费公路收支平衡结果（2010-2017 年）	5
图表 11：涉及高速公路收费期限的文件及其主要条款	7
图表 12：收费公路累计建设投资额（2013-2017 年）	8
图表 13：收费公路年末债务余额（2013-2017 年）	8
图表 14：每公里高速公路债务余额（2013-2017 年）	8
图表 15：收费公路养护支出（2013-2017 年）	9
图表 16：中国收费高速公路里程（2013-2017 年）	9
图表 17：各省高速公路货车优惠政策、差异化收费政策汇总	11
图表 18：涉及高速公路转让的相关政策及法律文件	13
图表 19：收费公路通行费减免金额（2013-2017 年）	14
图表 20：通行费减免构成（2017 年）	14

行业条例修订，释放正面信号

12月20日，交通部发布《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会公开征求意见。根据交通部同日发布的《收费公路管理条例修订说明》，我们总结出十个修订要点，分别是化解债务风险、吸引社会资本投资、加快政府债务偿还、建立养护管理收费制度、建立差异化收费机制、取消省界收费站、规范转让行为、提高服务质量、强化监管、通行费减免应获补偿。

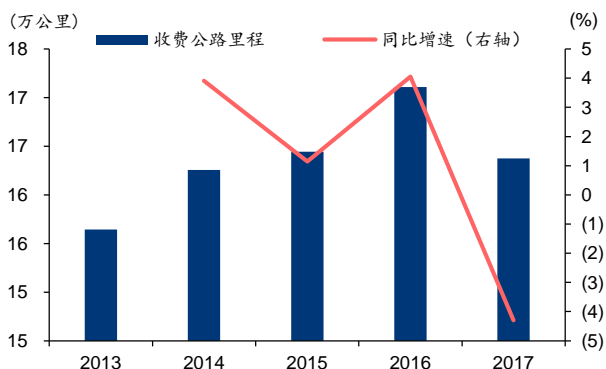
要点一：防范和化解债务风险

原文如下：“（一）提高收费公路设置门槛，建立收费公路发展刚性控制机制，防范和化解债务风险。一是明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。二是严格控制收费公路规模，要求各省级人民政府应当科学合理确定收费公路的建设规模，向社会公开相关信息，充分听取意见建议，并向国务院交通运输主管部门备案。公路项目的审批或核准部门按照收费公路规模进行立项审批或核准。三是明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设，实现收费公路良性发展（第六条、第七条）。”

草案提出停止新建收费一、二级公路和独立桥隧，这与全国逐步取消普通收费路桥的趋势一致。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。

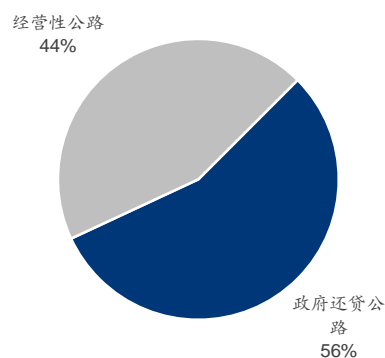
我们认为：1) 停止新建普通收费公路、存量的普通收费公路逐步取消收费或到期结束收费，有利于降低居民出行成本，促进物流降本增效；2) 据《2017年全国收费公路统计公报》，普通公路的收费里程占收费公路行业的18.93%，通行费收入仅占行业7.36%（2017年），其里程降低对行业的负面影响较小；3) 随着高速公路收费里程逐步增长，普通公路收费里程有序降低（2016年，普通公路收费里程约占行业27.13%；2017年，这一比例降低至18.93%），全国收费公路结构将进一步优化。

图表1：中国收费公路里程（2013-2017年）



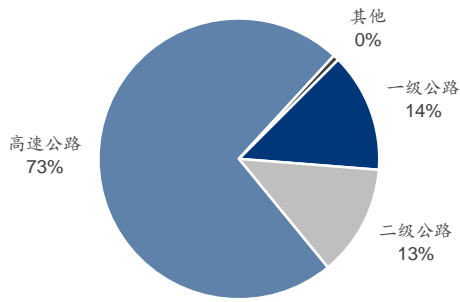
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：收费公路里程分类（2017年）



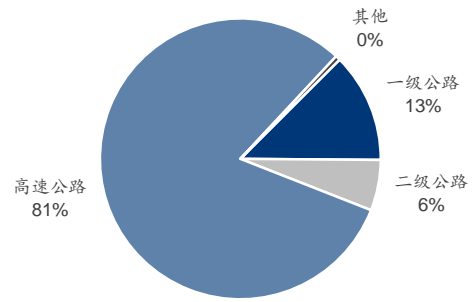
资料来源：Wind、华泰证券研究所

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

草案要求地方政府科学合理确定公路建设规模, 若通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求, 该省份不得新建收费公路。在此背景下, 我们认为, 中西部省份可能因收支压力较大, 新路桥项目的建设进度可能受到负面影响。债务利息支出与养护管理支出相对刚性, 债务利息与存量债务规模和中长期贷款利率相关, 养护支出与收费公路里程和每公里养护成本挂钩, 两项支出在短期内难以大幅降低。据此, 我们分析, 地方政府主动降低收费标准的可能性降低, 利好高速公路运营企业。

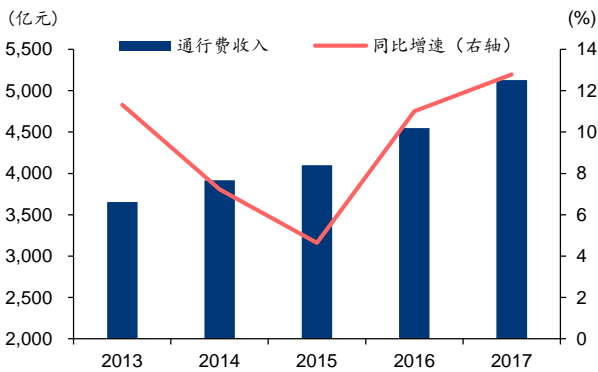
图表5: 各省收费公路收支情况 (2017年)

省份	盈余 (缺口) = 通行费收入减去 债务利息减去养护经费	通行费收入	盈余 (缺口) 占 通行费收入的比重
单位	亿元	亿元	%
广东	351	575	61
江苏	303	391	78
浙江	218	340	64
山东	189	281	67
河南	159	304	52
安徽	129	189	68
河北	113	318	36
四川	90	213	42
江西	69	189	36
上海	52	71	72
湖北	47	207	23
北京	44	88	50
广西	36	136	26
内蒙古	34	136	25
新疆	30	74	41
山西	24	213	11
天津	24	65	36
重庆	16	101	16
湖南	12	199	6
云南	10	159	6
贵州	10	172	6
宁夏	8	24	34
福建	3	154	2
陕西	3	209	1
甘肃	0	74	0
吉林	-5	54	-9
黑龙江	-16	53	-30
青海	-29	19	-155

资料来源: Wind、华泰证券研究所

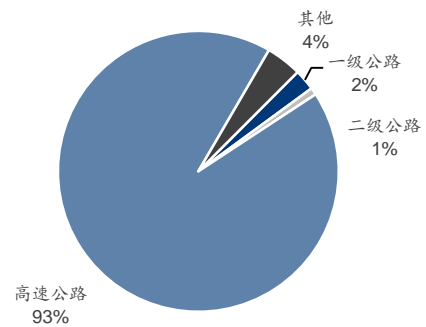
行业收不抵支，净债务持续扩大，不具备大幅降低收费标准的空间。2017年，全国收费公路车辆通行费收入达到5130亿元，同比增长12.8%。行业总支出达到9157亿元。其中，偿还债务本金4953亿元、偿还债务利息2496亿元，养护支出534亿元，公路及附属设施改扩建工程支出154亿元，运营管理支出628亿元，税费支出360亿元，其他支出33亿元。通行费收入尚不足以支付债务本息。自2011年起，收费公路行业的收支缺口持续扩大。2017年，收支缺口达到4026亿元，虽然同比略有下降，但收支缺口总量仍处于高位。在债务规模扩大、收支缺口较大的背景下，我们认为，高速公路行业大幅下调收费标准的空间并不大。大幅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6：收费公路通行费收入（2013-2017年）



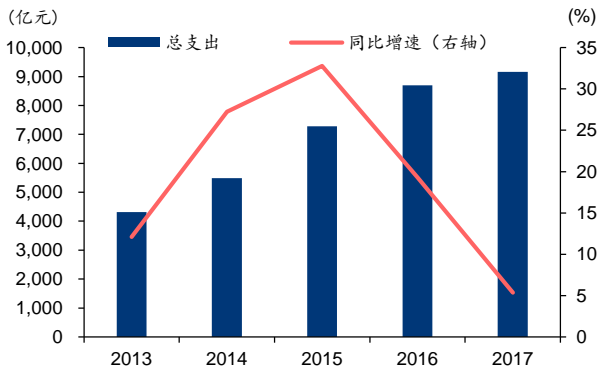
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：收费公路通行费收入构成（2017年，按收入口径计算）



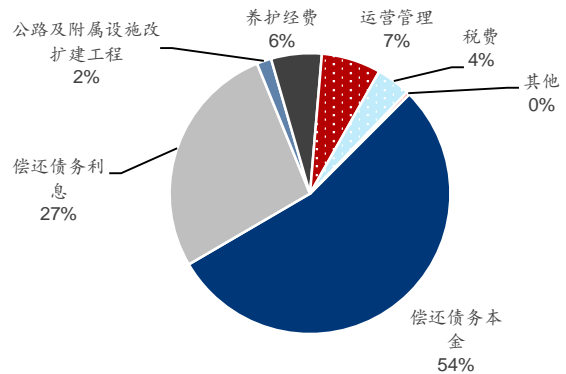
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：收费公路总支出（2013-2017年）



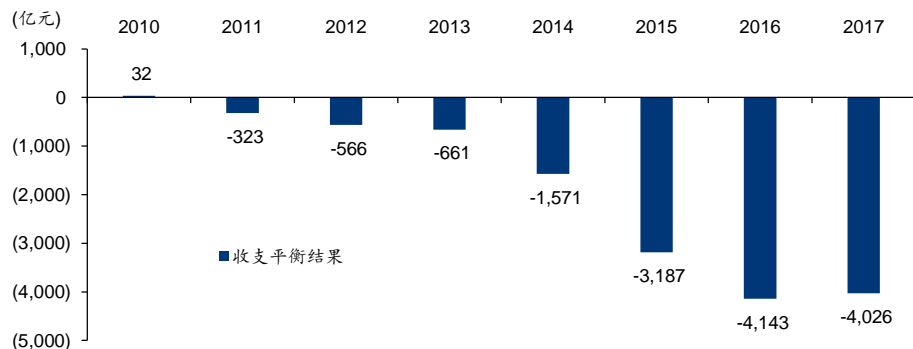
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：收费公路支出构成（2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：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

要点二：吸引社会资本投资

原文如下：“（二）明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则，防范政府债务风险，吸引社会资本投资。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（第十一条）。”

上市公司持有的高速公路资产均为经营性公路项目。2018 年草案提到，经营性公路项目的收费期限一般不超过 30 年。目前执行的 2004 年《收费公路管理条例》约定，东部省经营性公路项目期限最长不得超过 25 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 30 年。2018 年草案相当于将东部省收费期上限提高 5 年，这与 2015 年征求意见稿的内容相同。

2018 年草案提出，条例施行前在建的和已投入运营的经营性高速公路的经营期限按照原条例执行。据此，我们判断，上市公司已运营项目和在建项目不受影响；在新条例实施后，东部省未来新建项目的收费期限有望提高至 30 年，远期仍有利好。

图表11： 涉及高速公路收费期限的文件及其主要条款

相关政策及法律文件	相关内容
《收费公路管理条例》(修订征求意见稿) 2018	<p>第十一条 政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置。</p> <p>经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。</p> <p>实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。</p>
《收费公路管理条例》(修订征求意见稿) 2015	<p>第十三条 收费公路的偿债期限或者经营期限，由省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门按照下列标准审核后，报省级人民政府批准：</p> <p>(一) 政府收费公路的偿债期限，应当按照用收费偿还债务的原则确定。其中，高速公路由省级人民政府按照统借统还核定，其他收费公路最长不得超过 15 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 20 年；</p> <p>(二) 特许经营公路的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报。高速公路的经营期限不得超过 30 年，但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过 30 年。</p> <p>根据经济社会发展需要实施收费公路改扩建工程，将一级公路改建为高速公路或者提高高速公路通行能力，且增加政府债务或者社会投资的，可重新核定偿债期限或者经营期限。</p>
《收费公路管理条例》 2013	<p>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：</p> <p>“(三) 高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定。(四) 还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准。”</p>
《收费公路管理条例》 2004	<p>第十四条 收费公路的收费期限，由省、自治区、直辖市人民政府按照下列标准审查批准：</p> <p>(一) 政府还贷公路的收费期限，按照用收费偿还贷款、偿还有偿集贷款的原则确定，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。</p> <p>(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。</p>

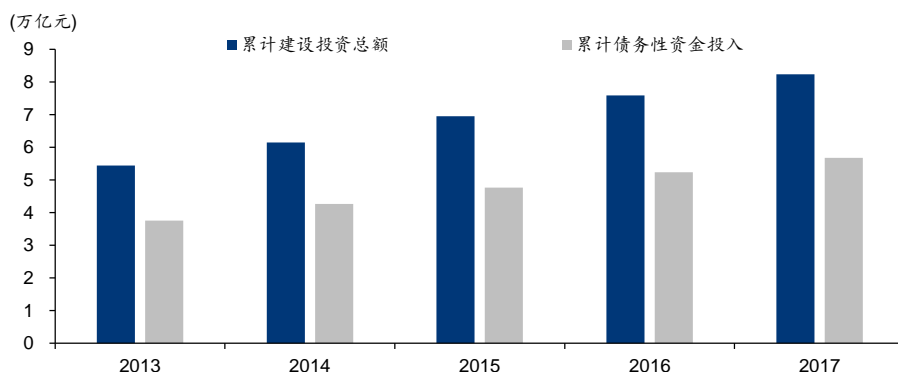
资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

要点三：加快政府债务偿还

原文如下：“（三）完善政府收费公路“统借统还”制度，加快政府债务偿还。一是将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为“省、自治区、直辖市人民政府”。二是将现行《条例》规定的“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排。三是将统借统还的范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”。通过统借统还模式，降低融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力，加快债务偿还，降低债务风险（第十三条）。”

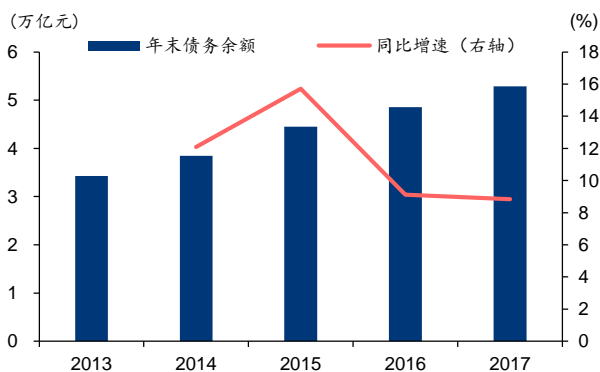
因高速公路里程增加、每公里建造造价提升，我国收费公路行业债务规模持续扩大。2017年年末，全国收费公路累计建设投资总额达到8.23万亿元，其中，政府还贷公路占50%。2017年年末，收费公路债务余额达到5.28万亿元，其中，政府还贷公路占54%。（数据来源：《2017年全国收费公路统计公报》）

图表12：收费公路累计建设投资额（2013-2017年）



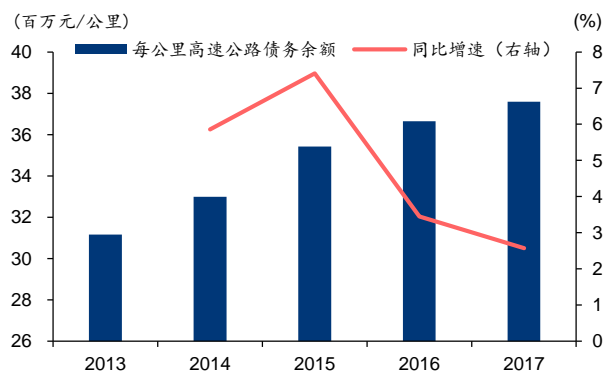
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13：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14：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

2017年，根据《预算法》及《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，政府收费公路领域试点发行收费公路专项债券，规范政府收费公路融资行为。据财政部发布的《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债的发行主体。收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。收费公路专项债融资制度彻底改变了现行《条例》约定的交通运输主管部门“贷款修路、收费还贷”的融资模式。本次草案因此进行调整。草案进一步明确“统借统还”的范围限定为：偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路、处于偿债期的政府收费高速公路。

要点四：建立养护管理收费制度

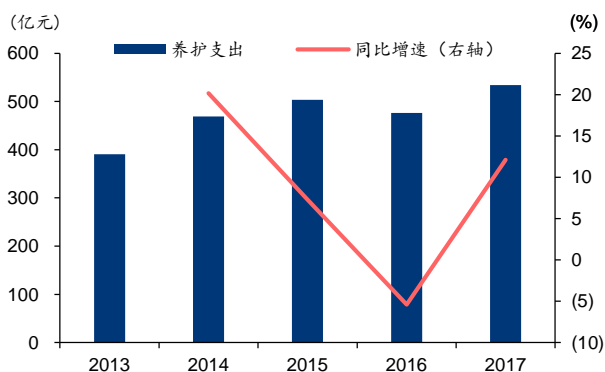
原文如下：“（四）建立养护管理收费制度，保障高速公路可持续发展的资金需求。明确省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要，保持路网运行平稳（第十四条）。”

我国高速公路养护任务越来越重。据交通部《收费公路管理条例修订说明》，目前，收费高速公路养护资金来自通行费收入，平均路况良好率为99.6%；非收费普通公路养护资金来自燃油税，由于资金存在明显缺口，约有40%的普通公路路况处于中差水平。燃油税难以满足普通公路养护需求，在此背景下，更加无法保障高速公路的养护需求。随着高速公路里程增加、路龄老化，未来养护的资金需求将持续扩大。

高速公路到期后若免费通行，可能产生资金缺口。因此，草案提出偿债期结束后，重新核定收费标准，实行养护管理收费。向来车收取养护管理费更符合谁使用谁付费原则。此外，高速公路作为准公共品，如果免费通行，也可能影响通行效率。

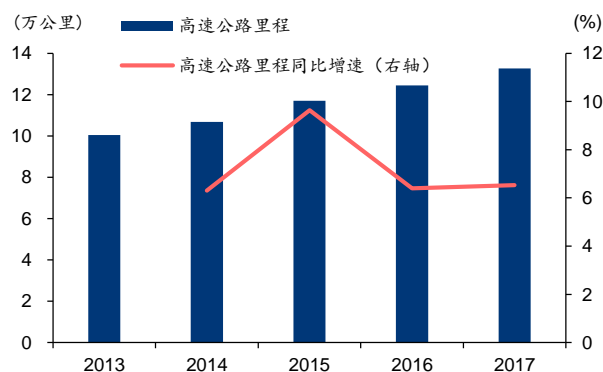
据《2017年全国收费公路统计公报》，2017年，我国收费公路的养护费支出为534亿元（其中：高速公路为471亿元），收费公路里程为16.4万公里（其中：高速公路为13.3万公里），平均每公里养护费为每年32.6万元（其中：高速公路为35.4万元）；收费公路通行费收入为5130亿元（其中：高速公路为4753亿元），养护费约占收费公路收入的10.4%（其中：高速公路为9.91%）。

图表15：收费公路养护支出（2013-2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16：中国收费高速公路里程（2013-2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2004年《收费公路管理条例》指出：“收费公路的收费期限届满，必须终止收费。政府还贷公路在批准的收费期限届满前已经还清贷款、还清有偿集资款的，必须终止收费。”2013年征求意见稿指出：“还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准。对于还贷、经营期满后的高速公路收费标准应当根据养护及运营管理成本确定。”2015年征求意见稿指出：“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费。政府统一管理的高速公路在政府债务偿清后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。”

要点五：建立差异化收费机制

原文如下：“（五）明确车辆通行费收费标准确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。一是明确债务规模、利率水平、投资规模、合理回报、养护运营管理成本、物价水平、偿债期限、经营期限、交通流量等作为政府收费公路和经营性公路收费标准的确定因素。二是明确高速公路养护管理收费标准应根据实际养护管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素重新核定确定。三是明确收费公路可以实行差异化收费，各省份应建立收费标准动态评估调整机制（第十五条）。”

2017 年，国务院印发《关于进一步推进物流业降本增效促进实体经济发展的意见》。为响应政策号召，在 2017 年至 2018 年期间，各省陆续推出货车通行费优惠政策，部分省份试点差异化收费政策。货车通行费优惠力度各省不同，使路网效应错综交织。例如，在长距离运输时，相邻省份存在不同的货车折扣，优惠力度大的省份可能吸引更多车流量；但是在短途运输时，省与省之间的优惠政策差异对货车路径的影响不大。

草案提到：“收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费。省、自治区、直辖市人民政府应当建立收费公路收费标准动态评估调整机制，评估调整周期最长不得超过 5 年。”我们认为，差异化收费政策有望使路网中车流量更加平衡，利好行业的中长期发展。

图表 17: 各省高速公路货车优惠政策、差异化收费政策汇总

省份	期限	优惠政策简介
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现有的 2% 提高到 10%，但对超限超载运输车辆不予优惠
	2018 年 11 月 20 日-2020 年 12 月 31 日	凡持有“运政苏通卡”的货运车辆在江苏境内通行费优惠从 9 折提高至 8.5 折。对进出南京港、连云港、太仓港的集装箱运输车辆及中欧班列集装箱主要装车点和集货点的运输车辆，无论空箱、重箱运输，在全省所有高速公路、普通公路收费站全免车辆通行费。
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）
	2019 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日	省属及市、县（市）属国有全资和控股的高速公路路段，对使用浙江省货车非现金支付卡的合法装载货运车辆试行通行费八五折
广东省	2017 年 7 月 1 日起	广东 47 个路段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
湖南省	2016 年 10 月 1 日起	对使用“湘通储值卡”结算的合法装载货运车辆，享受车辆通行费九折优惠
四川省	2007 年 6 月起	对所有合法装载的货运车辆按基本费率的 80% 计收通行费
	2014 年 1 月 15 日-2019 年 1 月 14 日	将四轴及四轴以上合法装载车辆的优惠幅度由 80% 提高至 70%
	2019 年 1 月 15 日起	不再执行对二轴，三轴正常装载货车计重收费 20% 的优惠和四轴及四轴以上正常装载货车计重收费 30% 的优惠，均恢复为按货车计重收费基本费率（高速公路 0.075 元/吨公里）计算收取车辆通行费。对使用四川 ETC 卡并且正常合法装载的货车车辆，通行费按计重收费总额的 95% 收取。载货类车辆高速公路通行费现行标准下调 9%
陕西省	2017 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 31 日	
陕西省	2018 年 9 月 1 日-2019 年 9 月 1 日	陕西省境内部分高速公路开展货车差异化收费试点工作，共涉及 7 条高速公路、44 个收费站，总里程约 608.96 公里
河南省	2017 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
	2018 年 8 月 1 日起	优惠时间由每天 22 时至次日 6 时共 8 小时调整为每天 20 时开始共 10 小时，由河南省 ETC 卡扩大到对持有全国各地 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”缴费的货车给予 20% 的高速公路通行费优惠
湖北省	2017 年 5 月 1 日起	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，即 85 折
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%
山西省	2017 年 10 月 1 日-2018 年 9 月 30 日	25 吨以上货车在 13 条特定高速公路路段时，车辆通行费实行“递远递减”按里程阶梯收费方式
黑龙江省	2018 年 8 月 30 日-2019 年 12 月 31 日	客车 ETC 和货车非现金支付卡用户均可享受省内高速公路通行费 9.5 折优惠政策
青海省	2018 年 9 月 1 日起	五条高速公路开展差异化收费：对持 ETC 卡交费，通行 G0613 共和至玉树高速公路、G0615 花石峡至久治高速公路的客车和合法运输货车给予 30% 的通行费优惠；对持 ETC 卡交费、每日高峰时段内（即 8:00—10:00、18:00—20:00）通行 G0612 南绕城高速公路西宁段的客车给予 20% 的通行费优惠。对持 ETC 卡交费，每日 22 时至次日 7 时内通行 G6 高速公路（民和至湟源段）、S305 民和至小峡一级公路的合法运输货车给予 20% 的通行费优惠

资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

要点六：取消省界收费站

原文如下：“（六）取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，明确规定收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站。同时，考虑到匝道收费站的设置按照基本建设程序在初步设计阶段已通过审批进行控制，设计变更程序也较为严格，在这种情况下再规定由省级人民政府对匝道收费站予以审批必要性已不大，所以一并取消了现行《条例》中所规定的收费站审批事项（第十七条）。”

交通部推动取消高速公路省界收费站。5 月 16 日，国常会提出取消高速公路省界收费站目标。9 月 4 日，交通部印发《关于开展取消高速公路省界收费站试点工作的通知》。12 月 6 日，交通部副部长戴东昌指出，确保今年年底前完成取消苏鲁和川渝省界站的任务。苏鲁和川渝的经验将为全国推广奠定基础。我们认为，取消高速公路省界收费站，利好物流企业降低成本，对高速公路上市公司的影响较小。

据交通部 5 月 24 日新闻会，1) 取消省界收费站，主要是利用 ETC 替代人工收费的方式，提高通行效率、降低物流成本；2) 执行的难点在于，高速公路收费政策、收费系统和清算系统实行以省为主的管理体制，取消省界收费站需要做大量基础性准备，特别在车辆识别、路径识别、系统运算能力、网络安全、跨省协调等方面，需要调整和强化。

要点七：规范转让行为

原文如下：“（七）规范收费公路转让行为。一是明确经营期届满后由政府收回纳入统一管理的经营性公路、收费时间超过批准偿债期三分之二以及对债务偿还未做出妥善安排的政府收费公路，收费权不得转让（第二十一条）。二是明确转让经营性公路收费权，应当征得签订经营协议的省级人民政府或者其授权的交通运输主管部门同意，并重新签订经营协议（第二十四条）。三是明确政府转让收费权不得提高收费标准，政府收费公路转让前的偿债期和受让后的经营期累计不得超过 30 年，经营性收费公路转让不得延长经营期限（第二十五条）。”

图表18： 涉及高速公路转让的相关政策及法律文件

相关政策及法律文件	相关内容
《收费公路管理条例》(修订征求意见稿) 2018	<p>第二十一条 有下列情形之一的，收费公路收费权不得转让：</p> <p>(一) 政府收回的纳入政府收费公路统一管理的经营性公路；</p> <p>(二) 收费时间超过批准的偿债期限三分之二的政府收费公路；</p> <p>(三) 对债务偿还未做出妥善安排的政府收费公路。</p> <p>第二十五条 转让政府收费公路收费权，不得提高车辆通行费标准，转让前的偿债期和受让后的经营期累计不得超过 30 年。转让经营性公路收费权，不得延长经营期限和提高车辆通行费标准。</p>
《收费公路管理条例》(修订征求意见稿) 2015	<p>第二十一条 有下列情形之一的，收费公路收费权不得转让：</p> <p>(一) 实行非营利性养护管理收费的高速公路；(二) 经营期满的特许经营公路；(三) 长度小于 1000 米的独立桥梁和隧道；(四) 二级公路；(五) 政府收费公路中收费时间已超过批准的偿债期限 2/3 的一级公路、独立桥梁、独立隧道，以及收费时间超过 15 年的高速公路。</p> <p>第二十六条 转让政府收费公路中的一级公路和独立桥梁、隧道收费权，不得以转让为由提高车辆通行费标准，但可以申请延长收费期限，延长的期限不得超过 5 年，且累计收费期限不得超过 20 年；国家确定的中西部省、自治区、直辖市的累计收费期限不得超过 25 年。</p>
《收费公路管理条例》(修订征求意见稿) 2013	<p>将第二十一条修改为：“转让政府还贷公路权益中的收费权，不得提高车辆通行费标准，但可以申请延长收费期限，延长的期限不得超过 5 年。转让经营性公路权益中的收费权，不得延长收费期限和提高车辆通行费标准。”</p> <p>将第二十二条修改为：“收费时间已超过批准收费期限 2/3 的收费公路以及经批准已经收费的二级公路不得转让收费权。”</p>
《收费公路权益转让办法》2008	<p>第十三条 转让政府还贷公路收费权，可以向省级人民政府申请延长收费期限，但延长的期限不得超过 5 年，且累计收费期限的总和最长不得超过 20 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市政府还贷公路累计收费期限的总和，最长不得超过 25 年。转让经营性公路收费权，不得延长收费期限，且累计收费期限的总和最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市经营性公路累计收费期限的总和，最长不得超过 30 年。不得以转让公路收费权为由提高车辆通行费标准。</p>
《收费公路管理条例》2004	<p>第二十一条 转让政府还贷公路权益中的收费权，可以申请延长收费期限，但延长的期限不得超过 5 年。转让经营性公路权益中的收费权，不得延长收费期限。</p> <p>第二十二条 有下列情形之一的，收费公路权益中的收费权不得转让：</p> <p>(一) 长度小于 1000 米的二车道独立桥梁和隧道；(二) 二级公路；(三) 收费时间已超过批准收费期限 2/3。</p>

资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

要点八：提高服务质量

原文如下：“（八）保障和提高收费公路服务质量。一是明确经营者在收费公路养护管理、保证服务质量方面的责任和义务，保证收费公路处于良好技术状态（第三十条）。二是通过收费公路实行联网收费，实行通行车辆身份的唯一性识别和行驶路径记录，推行不停车收费，逐步减少人工收费方式，提高通行效率和服务水平（第三十二条）。三是明确收费公路养护保通应急等义务及措施，进一步强化服务职能（第三十五条）。”

要点九：强化监管

原文如下：“（九）强化对收费公路的监管。一是加强政府对收费公路技术状态和通行服务水平的监管，明确省级人民政府交通运输主管部门应当组织开展收费公路技术状况、安全状况和服务水平进行检测和评定，并根据评定结果提出管理要求（第三十条）。二是明确政府收费公路债务、收支纳入预算管理（第四十条）。三是建立收费公路信息公开制度，明确和落实收费公路相关信息向社会公示的主体、内容、形式及相关责任（第五章）。”

要点十：通行费减免应获补偿

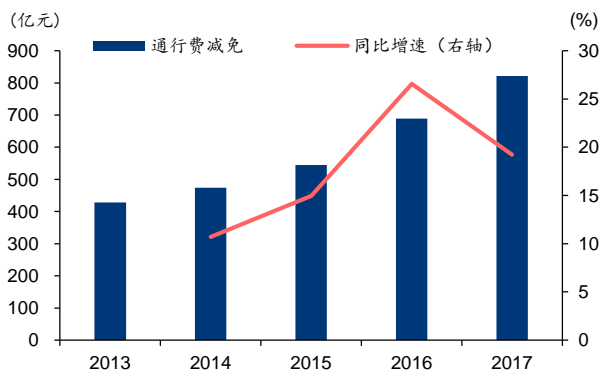
2018年草案提出：“基于公共利益需要，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报作出决策的政府，通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。”

2013年和2015年两版草案也有类似表述。2013年草案提出：“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。”2015年草案提出：“基于公共利益需要，政府提前终止特许经营合同、实施通行费减免等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门报做出决策的政府予以行政补偿。”

据《2017年全国收费公路统计公报》，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%。

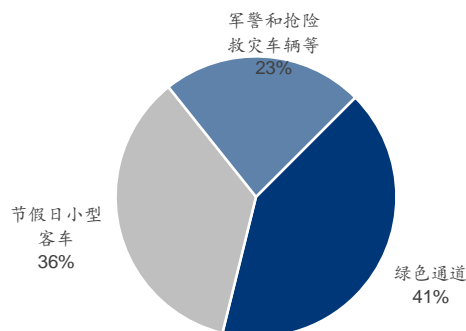
2018年初，政府工作报告提出“深化收费公路制度改革，降低过路过桥费用”，市场担忧降费负面影响。此次草案提到，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，应当通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。市场悲观预期有望修复。

图表19：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20：通行费减免构成（2017年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

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：收费公路管理条例正在修订中，本次征求意见稿可能与实施的终稿存在差异。

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，需在允许的范围内使用，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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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