

唐川 徐君  
 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001 联系人  
 tangchuan@gjzq.com.cn xu\_jun@gjzq.com.cn

## 高速公路：完善投融资体制，保障社会资本新建高速公路回报率

### 事件

- 12月20日,《公路法修正案(草案)》、《收费公路管理条例(修订草案)》公开征求意见。新修订草案在建设规模、收费期限、费率、补偿机制等方面,做出了一定调整。

### 评论

- “政府主导、银行借贷”为主的投融资模式有望改善,进一步明确“两个公路体系”以及“用路者付费、差别化负担”的政策方向。①过去,新修高速公路对当地GDP可以直接产生拉动作用,“政府主导、银行借贷”支撑的高速公路投资持续膨胀,并且经常忽视实际的车流量需求。高负债修路,资金压力不断显现。②本次修订稿与2013版、2015版最大的变化之一在于进步提高了收费公路的建设门槛,而政府收费高速公路债务清偿的,亦可重新核定收费标准,实行养护管理收费。③新修订案一方面可有效遏制地方政府盲目投资建设的冲动,而养护管理收费制度的建立,亦可改善目前高速公路到期停止收费,导致债务悬空、并“无钱养护”的现状。④2017年底我国高速公路占总里程比仅为2.9%,预计未来5年仍处于高速建设期,收费公路差异化收费标准和经营期限的突破,将进一步提高对社会资本的吸引力,优化高速公路建设结构。
- 对经营性高速公路而言,差异化收费、收费标准动态评估调整机制以及改扩建后可重新核定偿债、经营期限等,将进一步降低公路公司的治理风险。①公路路产具备类项目公司属性,除分红外的自由现金流在公司未必能够带来新增收益,政府管制和充当地区交通建设的融资窗口为主的治理结构是此前压制公路股估值的重要因素。②新意见稿在引导优化路产结构的同时,通过对收费期限的调整对冲降费影响;通过差异化收费和收费标准动态评估调整机制,保障新增路产的回报率,降低债务风险。我们认为,在绝对估值视角下,这将使得高速公路公司的大量留存现金用于再投资并可能致使再投资回报率下降,以致DCF贴现结果需要给予折扣的经营模式缺陷得以修正。
- 降费几乎不影响上市公司路产,制约因素逐一破除。修订稿贯彻落实中央关于“深化收费公路制度改革,降低过路过桥费用”的部署要求。但同时,我们认为差异化收费并不等于“降费”,且意见稿中并未提及降费。此外,降费措施主要针对货车,对以城市居民轿车为主的通行车辆结构的深高速、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,预计影响深高速、粤高速等公司2017年净利润2-3个百分点。并且,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。我们认为,区位优势保障车流量增速(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),高速公路网络化而使优质地区的高速公路经济效益成几何级数增加(4车道改8车道,通行能力翻四倍以上)。宏观经济放缓背景下,优质区内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,并且小型车存在一定的缓冲作用,具备较好的防御属性。

### 投资建议

- 市场对公路股的估值体系伴随着行业发展阶段的变化经历了从PE到DDM的转变,PE的关键假设是企业将未分配利润投资于与社会平均资本回报率接近的项目,而市场对高速公路再投资能力的质疑,使得高速公路公司的股票价值目前大多体现为对股利的贴现。我们认为,新修订稿对打通公路投融资体制、降低债务风险具备重要意义,社会资本新建高速公路回报率得以保障。综合路产的区位因素(决定长期ROE)、公司治理结构(推荐A+H股上市公司,治理结构更加完善)、分红率(减少再投资风险、构筑安全边际),推荐深高速、粤高速A、宁沪高速、山东高速。

### 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。

图表 1：修订意见稿对比细目

2018 年修订要点	2015 年	2018 年	修改说明
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。	<p>第六条</p> <p>建设收费公路，应当符合国家和省、自治区、直辖市公路发展规划，符合本条例规定的设立收费公路的技术等级和里程要求。</p> <p>收费公路建设应当统筹考虑建设成本、偿债能力，合理确定建设规模和实施步骤。</p>	<p>第六条</p> <p><b>修改：</b>“综合考虑经济社会发展实际需求、财政承受能力、债务规模、收支状况等因素，科学合理确定本行政区域内收费公路规模。”</p> <p><b>增加</b>“向国务院交通运输主管部门备案。各省、自治区、直辖市人民政府确定本行政区域内收费公路规模时，应当向社会公开相关信息，听取意见建议。”</p> <p><b>新增：</b>收费公路的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。</p>	
	<p>第七条</p> <p>建设收费公路，应当符合下列技术等级和里程要求：</p> <p>（一）高速公路；</p> <p>（二）一级公路连续里程 50 公里以上；</p> <p>（三）独立桥梁、隧道，长度 1000 米以上。</p> <p>...</p> <p>新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费。</p>	<p>第七条</p> <p><b>修改为</b>“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求。”</p> <p><b>删除</b>“收费一、二级公路和独立桥梁、隧道”</p>	

<p>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。</p>	<p>第十三条： 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>特许经营公路的经营期限，…，一级公路和独立桥梁、隧道的经营期限最长不得超过 25 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 30 年。</p> <p>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，…，可重新核定偿债期限或者经营期限。</p>	<p>第十一条 <b>政府收费公路项目的偿债期限调整为：应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置。</b></p> <p><b>删除了关于高速公路、其他收费公路、中西部经营期限的要求。</b></p> <p>经营性公路项目的经营期限<b>删除</b>：一级公路、独立桥梁、隧道的经营期限的描述。</p> <p>公路改扩建延长经营期限的范围<b>删除</b>：“一级公路改建为高速公路”</p>	
<p>完善政府收费公路“统借统还”制度，加快政府债务偿还。</p>	<p>—</p>	<p>增加第十三条 <b>省、自治区、直辖市人民政府对本行政区域内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实行统一管理，由省、自治区、直辖市人民政府统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排。</b></p>	<p>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”。</p>

<p>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。</p>	<p>第十七条 省级人民政府应当建立收费公路收费标准动态评估调整机制……</p>	<p>第十五条 <b>增加</b>“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。”  <b>增加</b>“评估调整周期最长不得超过 5 年。”</p>	
<p>取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。</p>	<p>第十一条 由省、自治区、直辖市人民政府交通运输主管部门按照规定审核后，报省级人民政府批准  高速公路除两端出入口和省界外，不得在主线上设置收费站；省界收费站应当联合设置；</p>	<p>第十七条 <b>取消收费站设置审批</b>  “收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站。”<b>取消了省界收费站。</b></p>	
<p>规范收费公路转让行为</p>	<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： （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>第二十一条 收费公路收费权不得转让： <b>第一二项统一调整为“经营期满后由政府收回纳入统一管理的经营性公路。”</b>  <b>第五项调整为：收费时间超过批准的偿债期限三分之二的政府收费公路。</b>  <b>增加</b>“对债务偿还未做出妥善安排的政府收费公路”  <b>删除</b>桥梁隧道、二级公路</p>	

	<p>第二十四条 转让特许经营公路收费权应当征得签订该公路特许经营协议的交通运输主管部门同意。 特许经营公路收费权转让后，受让者应当重新签订特许经营协议。</p>	<p>第二十四条 “省级人民政府或者其授权的交通运输主管部门同意”，<b>增加省级人民政府</b></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，…，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。 转让政府收费公路中的高速公路收费权，…，累计收费期限不得超过 25 年。</p>	<p>第二十五条 <b>将累计收费期限提高至 30 年。</b> “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。”</p>	

来源：交通部，国金证券研究所

**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，而不应视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