

## 高速公路 II 行业

货车计费调整加快展开，通行效率提升或部分对冲收费挤出效应

### 核心观点：

8月6-7日，交通部联合发改委、财政部先后公布《切实做好货车通行费计费方式调整有关工作》、《全面清理规范地方性车辆通行费减免政策》、《进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策》等通知，点评如下：

#### ● 收费政策调整旨在统一收费口径，改善高速公路通行效率

根据国务院5月印发的《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，取消省站、实现不停车快捷收费，共需落实完善收费体系（制定技术方案、软硬件改造等）、加快ETC系统推广、修订完善收费政策法规、推动收费公路存量债务置换4方面工作。

本次政策是对此前工作安排的具体落实，内容符合预期，旨在统一全国范围内的相关收费口径、降低收费执行难度，提升道路车辆通行效率。

#### ● 货车计费调整将减轻满载货车收费负担，差异化收费积极引流增效

货车计费方式调整包括车型分类收费标准重新核定、推广差异化收费、加快货车ETC车载装置安装等工作。其中，货车费率由计重收费改为按车型（轴）分类收费，旨在简化此前货车停车称重以核定通行费率的计费流程。新收费标准根据6类车型（轴）的对应货车总质量限值，进行费率换算调整，将在19年10月底前完成。预计标准装载状态下货车收费负担减轻将形成流量诱增，“大吨小标”的收费逃漏现象将得到一定遏制，空载、少载货车的收费挤出影响有望在一定程度上得到对冲。

而分路段、分时段、分行驶方向、分特定出入口等差异化收费政策的全面推广，也将通过市场化手段有效增加路网通行流量和利用效率。

#### ● 地方性减免清理规范及“绿通”优化，有利于保障路企收入应收尽收

此前，地方性减免政策主要存在歧视性收费、跨省交费不便等问题，“绿通”政策主要存在各省品种目录不统一、停车查验效率低等问题，此次清理规范及优化，将对各省减免优惠范围实现统一，从而保证全国高速通行收费的效率与公平。今后，除落实国家相关规定以及差异化收费外，各省均不得以任何形式制定其他车辆通行费减免政策，“绿通”车辆还将实行预约制和出口查验，有利于保障路企通行费收入实现应收尽收。

#### ● 预计ETC推广及设施改造对主要路企2020年利润影响在4~8%

若仅考虑ETC用户95折优惠及收费公路设施改造投资带来的收支变动，假设：1)路企ETC收费占比为40%，该类用户此前已享受98折优惠；2)路企设施改造投资共计约1~3亿，根据公司所属路产剩余路龄进行资本化摊销；预计主要路企2019年归母净利润所受影响约在1.3%~3.2%，2020年影响约为3.8%~7.8%。实际影响还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及ETC按实际里程收费的影响。

#### ● 风险提示：差异化收费调整超出预期，新版货车收费标准低于预期

行业评级

买入

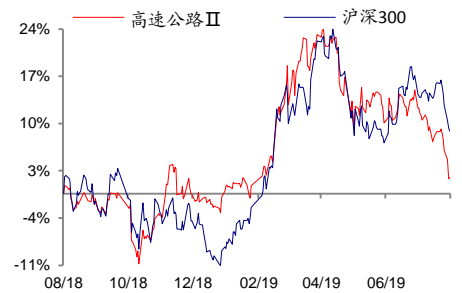
前次评级

买入

报告日期

2019-08-08

### 相对市场表现



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

高速公路 II 行业:新《收费公路 2018-12-21

管理条例》征求意见稿发布，  
完善投融资体制

高速公路 II 行业:从绝对估值 2018-12-19

角度看高速公路投资框架

联系人：

孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
招商公路	001965.SZ	人民币	7.96	2019/5/11	买入	10.74	0.69	0.77	11.57	10.39	14.60	13.35	8.8	9.3
深高速	600548.SH	人民币	9.30	2019/3/25	买入	11.60	0.69	0.77	13.51	12.14	7.08	6.15	11.4	12.6
深圳高速公 路股份	00548.HK	人民币	8.98	2019/3/25	买入	-	0.69	0.77	13.05	11.72	7.09	6.16	11.4	12.6
皖通高速	600012.SH	人民币	5.42	2019/7/12	增持	7.31	0.64	0.51	8.41	10.61	3.35	3.15	10.0	7.6
安徽皖通高 速公路	00995.HK	港币	4.60	2019/7/12	增持	5.20	0.77	0.72	5.97	6.39	3.39	3.18	9.4	7.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

8月6-7日，交通部联合发改委、财政部先后公布《切实做好货车通行费计费方式调整有关工作》、《全面清理规范地方性车辆通行费减免政策》、《进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策》等通知，点评如下：

## 收费政策调整旨在统一收费口径，改善高速公路通行效率

根据国务院5月印发的《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，取消省站、实现不停车快捷收费，共需落实完善收费体系（制定技术方案、软硬件改造等）、加快ETC系统推广、修订完善收费政策法规、推动收费公路存量债务置换4方面工作。

本次政策是对此前工作安排的具体落实，内容符合预期，旨在统一全国范围内的相关收费口径、降低收费执行难度，提升道路车辆通行效率。

表1：取消高速公路省界收费站相关政策梳理

时间	政策/事件	主要内容
2018.05	国务院常务会议	确定进一步降低实体经济物流成本的措施，包括推动取消高速公路省界收费站，简化物流企业分支机构设立手续等。
2018.12	苏鲁川渝4省取消15个高速公路省界收费站	4省作为试点率先取消两两间所有高速公路省界收费站，交通运输部将总结省份试点经验，优化完善方案，扩大试点范围，在全国逐渐推广。
2019.03	2019年政府工作报告	两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费，减少拥堵、便利群众。
2019.05	国务院常务会议	将《政府工作报告》提出的两年内基本取消全国高速公路省界收费站的任任务提前至力争今年年底实现，要求推广电子不停车快捷收费系统，优化货车通行费计费方式，完善相关制度和政策。
2019.05	《收费公路车辆通行车型的分类》标准修订	进一步统一、规范和完善全国收费公路车型分类
2019.05	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	推广电子不停车快捷收费系统；修订《收费公路车辆通行车型的分类》；全面清理规范地方性车辆通行费减免；进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”
2019.05	《关于大力推动高速公路ETC发展应用工作的通知》	全面实施ETC车载装置免费安装，并增加安装服务网点；开展互联网发行服务；分类推进车辆安装；加大ETC车辆通行优惠，优化ETC产品服务。
2019.08	《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》	各省根据清理内容自行出台实施车辆通行费减免政策并形成书面报告，以维护公平规范的公路收费秩序，减少拥堵，便利群众
2019.08	《关于进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》	严格免收车辆通行费范围；优化鲜活农产品运输车辆通行服务。
2019.08	《关于切实做好货车通行费计费方式调整有关工作的通知》	加快货车车型分类调整工作；科学测算大件运输车辆收费系数；加强收费标准调整监管；全面推广高速公路差异化收费；加快货车ETC车载装置安装。

数据来源：人民政府网、交通部官网，广发证券发展研究中心

## 货车计费调整将减轻满载货车收费负担，差异化收费引流增效

货车计费方式调整包括车型分类收费标准重新核定、推广差异化收费、加快货车ETC车载装置安装等工作。其中，货车费率由计重收费改为按车型（轴）分类收费，旨在简化此前货车停车称重以核定通行费率的计费流程。新收费标准根据6类车型（轴）的对应货车总质量限值，进行费率换算调整，将在19年10月底前完成。预计标准装载状态下货车收费负担减轻将形成流量诱增，“大吨小标”的收费逃漏现象将得到一定遏制，空载、少载货车的收费挤出影响有望在一定程度上得到对冲。

而分路段、分时段、分行驶方向、分特定出入口等差异化收费政策的全面推广，也将通过市场化手段有效增加路网通行流量和利用效率。

## 地方性减免清理规范及“绿通”优化，保障路企收入应收尽收

此前，地方性减免政策主要存在歧视性收费、跨省交费不便等问题，“绿通”政策主要存在各省品种目录不统一、停车查验效率低等问题，此次清理规范及优化，将对各省减免优惠范围实现统一，从而保证全国高速通行收费的效率与公平。今后，除落实国家相关规定以及差异化收费外，各省均不得以任何形式制定其他车辆通行费减免政策，“绿通”车辆还将实行预约制和出口查验，有利于保障路企通行费收入实现应收尽收。

## 预计 ETC 推广及设施改造对主要路企 2020 年利润影响在 4~8%

若仅考虑ETC用户95折优惠及收费公路设施改造投资带来的收支变动，假设：

- 1) 路企ETC收费占比为40%，该类用户此前已享受98折优惠；
- 2) 路企设施改造投资约1~3亿，主要用于收费站设施改造及道路沿途门架加装等，我们根据公司所属路产剩余路龄进行资本化摊销；
- 3) 若路企旗下存在实施货车通行费85折等优惠的路段，货车不再叠加享受ETC 95折优惠，假设该部分通行费占比为10%。

预计主要路企2019年归母净利润所受影响约在1.3%~3.2%，2020年影响约为3.8%~7.8%。

表2: ETC推广及设施改造对主要路企利润影响测算

股票简称	股票代码	2019E		2020E	
		归母净利润影响 (百万元)	占比	归母净利润影响 (百万元)	占比
宁沪高速	600377.SH	-81.7	-1.3%	-249.6	-3.8%
深高速	600548.SH	-41.9	-2.7%	-142.4	-7.8%
皖通高速	600012.SH	-26.0	-2.4%	-45.5	-5.2%
招商公路	001965.SZ	-50.9	-3.2%	-93.5	-4.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

取消收费省站政策施行对路企利润的实际影响，还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及ETC按实际里程收费的影响。

## 风险提示

差异化收费调整超出预期，新版货车收费标准低于预期

## 广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。  
孙瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。  
曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。