

推广差异化收费，优质资产更加受益

华泰研究

2021年3月08日 | 中国内地

动态点评

交通运输
路桥

增持 (维持)
增持 (维持)

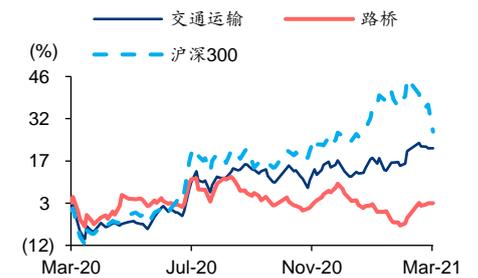
研究员 沈晓峰
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

研究员 林霞颖
SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840 +86101056793943

华泰证券 2021 春季线上策略会



行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
招商公路	001965 CH	9.23	买入
粤高速 A	000429 CH	8.67	买入
山东高速	600350 CH	7.11	增持

资料来源：华泰研究预测

推广高速公路差异化收费，优质资产或将更加受益

2021 年政府工作报告提出全面推广高速公路差异化收费，受到广泛关注。差异化收费的形式主要包括分时段、分区域、分车型、分路段、分支付方式等，核心思路是将价格杠杆运用于路况管理，即车流高峰路段/时段收费标准高，车流低谷路段/时段收费标准低。我们认为：1) 差异化收费将促进车流量分配更加均衡，减少交通拥堵，对用路者产生节油省时的降成本效果；2) 部分路段/时段合理降价，诱导普通公路车辆选择高速公路，运营企业效益获得增厚；3) 区位优势强和用户粘性高的优质路产将更加受益。建议买入招商公路和粤高速 A，增持山东高速。

差异化收费是帕累托改进，并非零和博弈

在现阶段，价格手段并未用于我国高速公路的车流量调节管理，除少数试点项目外，同一省份的高速公路收费标准基本相同。路网流量不平衡的现象普遍存在，例如：1) 有的老路车流量饱和，但与其平行的新路车流量较小；2) 小轿车白天通行量大、夜间通行量小，货车流量则没有明显的时段差异；3) 偏远山区的路段超前建设，车流量达不到预测水平，但同方向的免费国道车流拥挤且路面损毁较严重。我们认为，多种差异化收费方式结合，将有效提升路网运行效率，缓解高峰路段/时段交通拥堵，提高低谷路段/时段使用率，同时也将引导普通公路车辆选择高速公路，产生帕累托改进。

国内拥有成功试点经验，“降本增效”是政策初心

交通部在 2016 年 8 月首次提出高速公路差异化收费（《交通运输部关于推进供给侧结构性改革促进物流业“降本增效”的若干意见》）。随后，山西、浙江、河南、湖南自 2017 年起开展了分路段（交通量低的路段打折）、分车型（国标集装箱车辆打折）、分时段（给予货车夜间优惠）、分区域（偏远山区降低费率）、分支付方式（ETC 折扣）的试点。发改委与交通部在 2020 年 5 月发布《关于进一步降低物流成本的实施意见》，要求全面推广高速公路差异化收费。2021 年政府工作报告将高速公路差异化收费列在“用改革办法推动降低企业生产经营成本”段落内。综上，“降本增效”是政策初心。

从试点结果看，以小幅降价换车流量大增是最优结果

从试点结果看，分时段、分区域、分路段试点项目通过小幅降价获得车流量大幅提升，用路者与运营方获得双赢；分车型与分支付方式试点项目主要落实了“降本”目的。山西省在 2016 年对偏远山区的货车实施通行费减半优惠，高速公路通行量同比增长约 138%（中国交通报）。河南省自 2017 年 8 月至 2018 年 7 月对驶离省境的货车实施夜间（22 时至次日 6 时）9.5 折优惠，其中使用本省 ETC 的货车 9 折；河南省夜间货车流量同比增长约 19%（白天货车流量增长约 10-15%），交通事故起数下降约 67%（河南日报）。

对上市公司的启示：优质资产更加受益

我国拥有 21 家 A 股和 11 家 H 股高速公路上市公司，合计运营里程约占全国高速公路的 10%（2019 年末）。因建成时间早、区域优势佳、产业集成好，上市公司拥有各省最优质的高速公路资产，通常也是各省建成的第一条高速公路。同时，因车流量较为饱和，这些路段的拥堵情况较为突出；我们认为，通过分时段差异化收费调节路况，其夜间产能利用率仍有提升潜力。凭借较强的区位优势 and 较高的用户粘性，优质资产的价值在差异化收费推广过程中将进一步凸显。

风险提示：差异化收费政策不达预期，使公路运营企业收益下降。

招商公路 (001965 CH, 买入, 目标价 9.23 元)

推荐逻辑:

- 1、公司为高速公路龙头企业,有望受益于基础设施公募 REITs 试点政策。
- 2、在长期赛道,我们看好公司路桥投资里程增长与后端产业链发展前景。
- 3、我们预测 2020/21/22 年度股息率达到 2.4%/4.9%/5.5% (假设分红率维持 40%)。

定价基础:

目标价 9.23 元是根据分部估值法测算得出,基于: 1) 对公司持有的 12 家 A 股上市公司股权,我们按市值计算; 2) 对交通科技/智慧交通/招商生态业务,我们基于可比公司估值中枢 7.2x 2021 PE 计算; 3) 对于参控股的高速公路与光伏项目,我们按照 WACC=7.06% 计算 (估值日期 2021/1/7; 报告《招商公路 (001965 CH, 买入): 公路景气上行,龙头率先受益》)。

风险提示: 经济增速放缓、路网格局变化、政府降低物流成本。

粤高速 A (000429 CH, 买入, 目标价 8.67 元)

推荐逻辑:

- 1、公司主要路产位于珠三角地区,地理优势突出。
- 2、公司收购广惠高速股权,实施重大资产重组,有利于提高 ROE; 佛开南段有望延长收费期,DCF 价值有望提升。
- 3、高股息率具有吸引力,2020/21/22 年度股息率预计为 3.8%/8.4%/7.7% (假设分红率维持 70%)。

定价基础:

目标价 8.67 元取自 DCF (9.10 元) 测算和 PE (8.25 元) 测算的均值。PE 测算是基于 10.2x 2021PE,参考行业估值中枢 8.19x 2021PE (Wind 一致预期),因公司分红率高于行业而给予 25% 溢价率; DCF 测算是基于 WACC =7.26% (估值日期 2021/1/31; 报告《粤高速 A (000429 CH, 买入): 4Q20 盈利超预期,基本面持续改善》)。

风险提示: 疫情抑制出行意愿,珠三角经济增速放缓,路网分流高于预期。

山东高速 (600350 CH, 增持, 目标价 7.11 元)

推荐逻辑:

- 1、京台高速正在实施改扩建,待项目完工后,有望提升车流量与收费标准;
- 2、高股息率具有吸引力,2020/21/22 年度股息率预计为 4.7%/6.5%/7.9% (假设分红率维持 60%)。

定价基础:

目标价 7.11 元是基于 10.3x 2021PE; 高速公路行业估值中枢为 7.9x 2021PE,公司承诺 2020-2024 年度分红率 (60%) 高于行业 2019 年度均值 (40%),我们在行业估值中枢上给予约 30% 溢价 (估值日期 2020/10/31; 报告《山东高速 (600350 CH, 增持): 3Q 超预期,受益济青路量价提升》)。

风险提示: 车流量低于预期、路网分流高于预期、资本开支高于预期。

图表1: 重点推荐公司估值表

公司名称	公司代码	评级	03月08日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价 (元)	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
招商公路	001965 CH	买入	7.03	9.23	0.70	0.42	0.86	0.96	10.04	16.74	8.17	7.32
粤高速 A	000429 CH	买入	6.77	8.67	0.60	0.37	0.81	0.74	11.28	18.30	8.36	9.15
山东高速	600350 CH	增持	6.34	7.11	0.63	0.50	0.69	0.84	10.06	12.68	9.19	7.55

资料来源: Wind、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司