

行业专题研究

2020年02月18日

# 公路行业疫情影响测算

——静待长期机会来临

姓名：皇甫晓晗（分析师）

邮箱：huangfuxiaohan@gtjas.com

电话：0755-23976795

证书编号：S0880518070005

姓名：郑武（分析师）

邮箱：zhengwu@gtjas.com

电话：0755-23976528

证书编号：S0880514030002



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

# 目录 / CONTENTS

01 公路行业盈利敏感性测算

02 龙头企业基本情况介绍

## 投资要点（行业评级：中性）

01

### 疫情影响下，公路企业利润弹性有限。

高速公路虽是重资产行业，但因平均利润率较高、多数企业采用车流量法折旧，利润对车流量变化敏感性较低。

02

### 免费政策有损股东利益，具体配套保障政策有待另行出台。

疫情防控期间，高速公路免费通行，客观上降低了公路股东回报。具体配套保障政策，有待交通部另行出台。

03

### 公路企业长期回报的来源依然是区位优势与再投资能力，维持行业中性评级。

公路行业收费管制，车流量与成本差异导致企业盈利分化显著，区位优势与再投资能力仍是公路企业长期股东回报的主要来源。

# 01 公路行业盈利敏感性测算

---

# 01 公路企业利润对车流量变化弹性有限

年度车流量变化率	扣非归母净利润变化率（以2018年为基准）						
	粤高速	深高速	宁沪高速	皖通高速	福建高速	赣粤高速	浙江沪杭甬
30%	39%	51%	33%	51%	53%	68%	37%
20%	26%	34%	22%	34%	35%	45%	25%
10%	13%	17%	11%	17%	18%	23%	12%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
-10%	-13%	-17%	-11%	-17%	-18%	-23%	-12%
-20%	-26%	-34%	-22%	-34%	-35%	-45%	-25%
-30%	-39%	-51%	-33%	-51%	-53%	-68%	-37%
-40%	-52%	-68%	-45%	-68%	-70%	-90%	-49%
-50%	-65%	-85%	-56%	-85%	-88%	-113%	-61%

数据来源：国泰君安证券研究

## 公路企业利润对车流量变化弹性有限，两个原因：

1. 高利润率——公路行业平均营业利润率为约40%；
2. 车流量折旧法——当期车流量下降，折旧成本也随之下降（只有皖通高速、浙江沪杭甬采取直线折旧法）。

## 02 龙头企业基本情况介绍

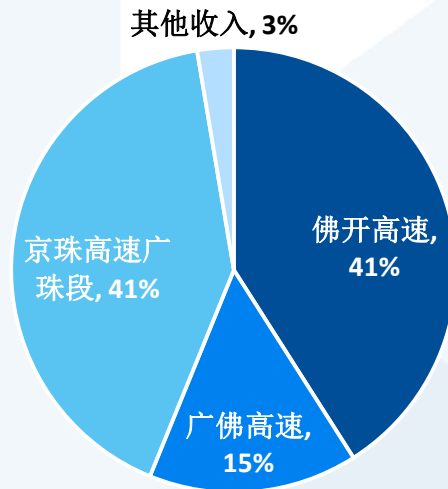
---

## 2.1 粤高速A——当期分红率最高的公路龙头

主要路产与剩余期限

路段	持股比例	全长（公里）	剩余收费年限
广佛高速公路	75%	15.7	2
佛开高速公路	100%	80	17
京珠高速广珠段	75%	62.4	11
惠盐高速	33.33%	31.4	5
广肇高速	25%	48	13
广惠高速	30%	153.2	14
江中高速	15%	32.4	11
赣州康大高速	30%	56.6	19
赣州赣康高速	30%	52.7	21

主营业务收入占比



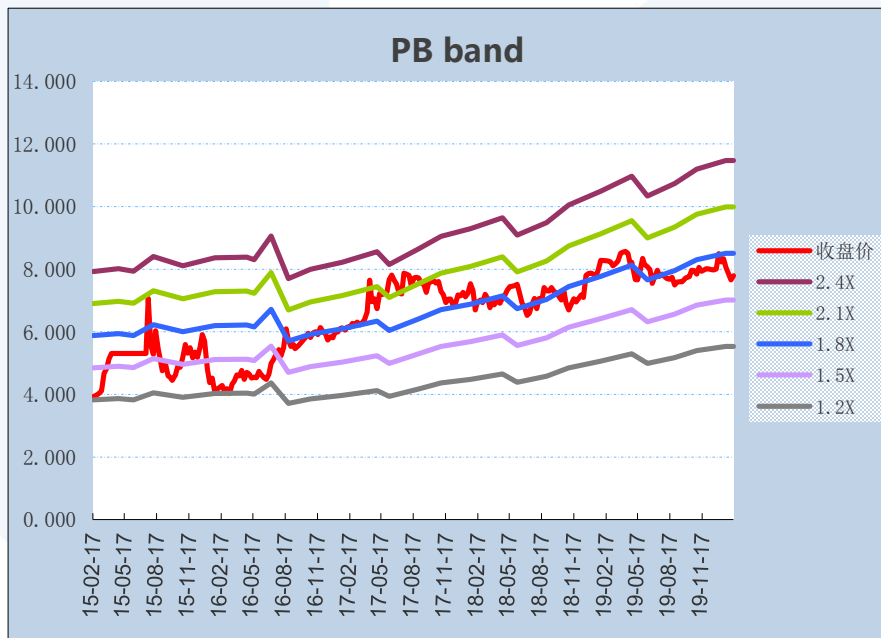
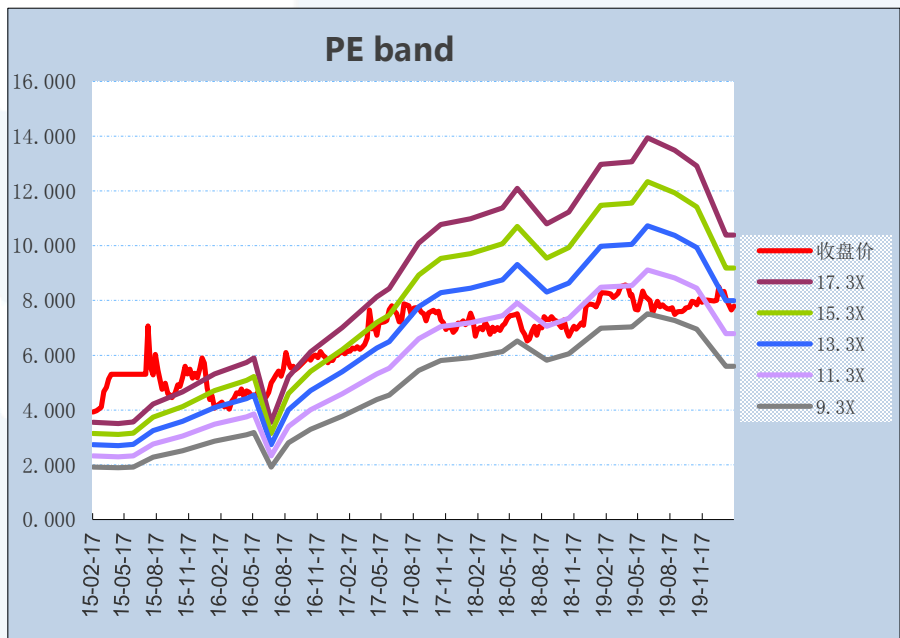
粤高速主要路产所处的广东省是人口流入第一大省，区位优势显著。

## 2.1 粤高速A——当期分红率最高的公路龙头



### 历史估值情况

高速公路属于有限期资产，PE、PB因路产生命周期变化而不同，参考价值有限。贴现价值对于长期投资者更具参考意义。





## 2.2 深高速——客车占比最高的公路龙头

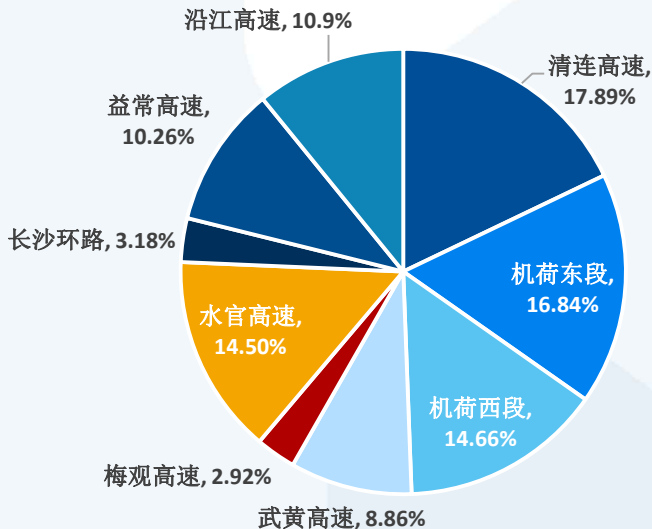


主要路产与剩余期限

路段	持股比例	全长（公里）	剩余收费年限
梅观高速	100%	5.4	8
机荷东段	100%	23.7	8
机荷西段	100%	21.8	8
盐坝高速	100%	29.1	7年(A段) 9年(B段) 16年(C段)
盐排高速	100%	15.6	8
南光高速	100%	31	14
武黄高速	100%	70.3	3
长沙环路	51%	34.7	10
益常高速	100%	73.1	14
清连高速	76.37%	216	15
水官高速	50%	20	8
沿江高速（深圳）	100%	37	19
外环A项目	100%	60	2019年底通车



各路产收入占比



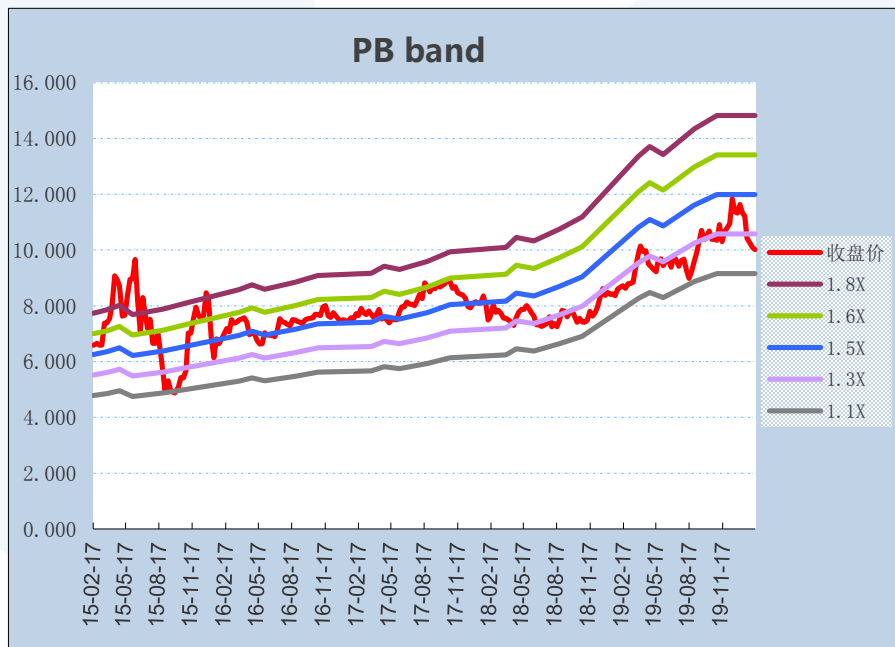
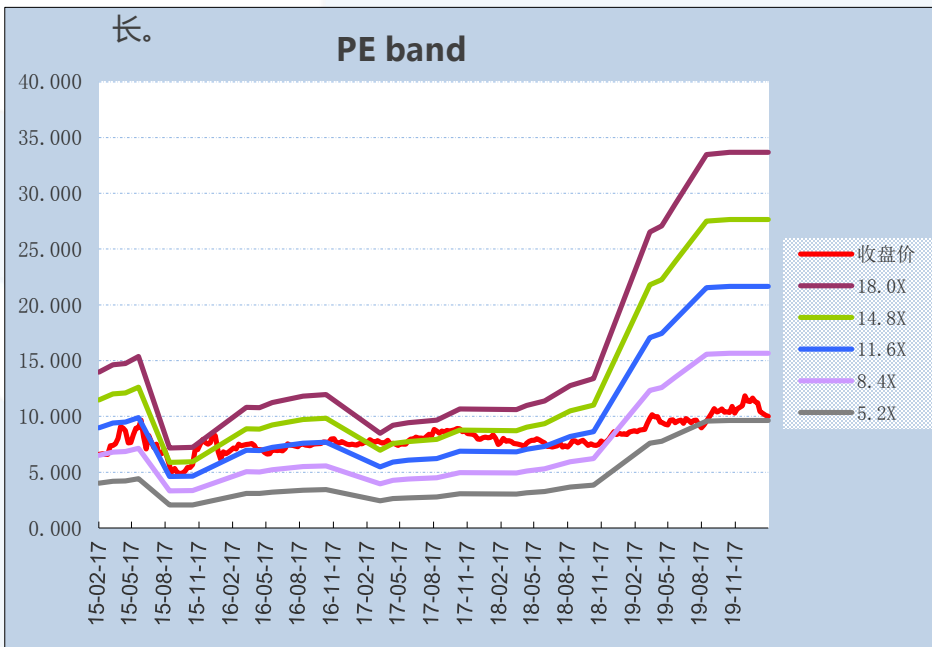
请参阅附注免责声明

## 2.2 深高速——客车占比最高的公路龙头



### 估值情况

高速公路属于有限期资产，PE、PB因路产生命周期变化而不同。资产期限也将影响估值，同行比较，深高速资产（包括新建）期限较长。

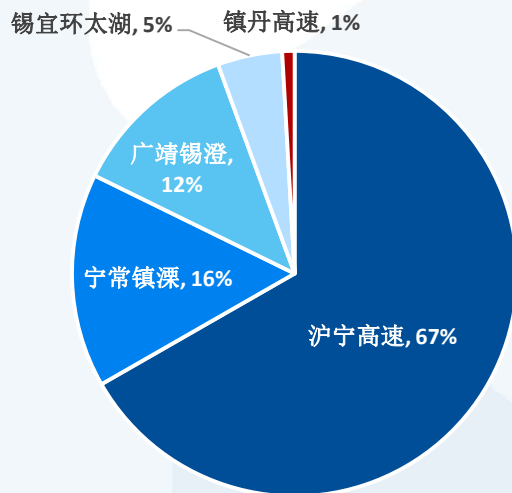


## 2.3 宁沪高速——累计分红比例最高的公路龙头

主要路产与剩余期限

路段	持股比例	全长（公里）	剩余收费年限
沪宁高速（江苏段）	100%	248.21	13
宁常高速	100%	87.26	13
镇溧高速	100%	65.66	13
宁连一级公路（南京段）	100%	29.8	10
广靖高速	85%	17.2	10
锡澄高速	85%	35	10
锡宜高速	85%	69.3	9
环太湖高速	85%	20	12
陆马一级公路	85%	10	9
镇丹高速	70%	21.6	2018年通车
常宜高速一期	60%	18	2020年通车
五峰山大桥及南北连接线	64.5%	35.92	2020年通车
宜长高速	60%	25.67	2020年通车

各路产收入占比

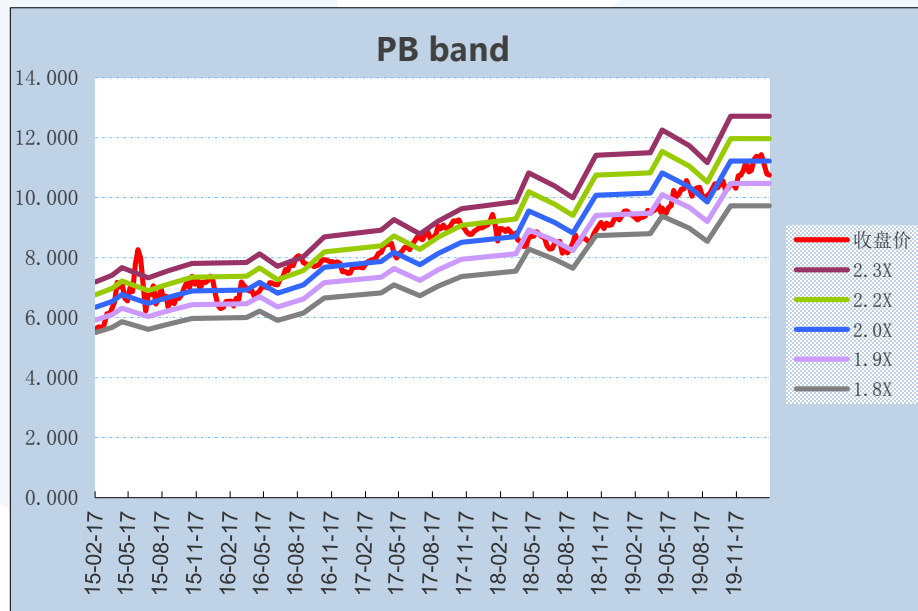
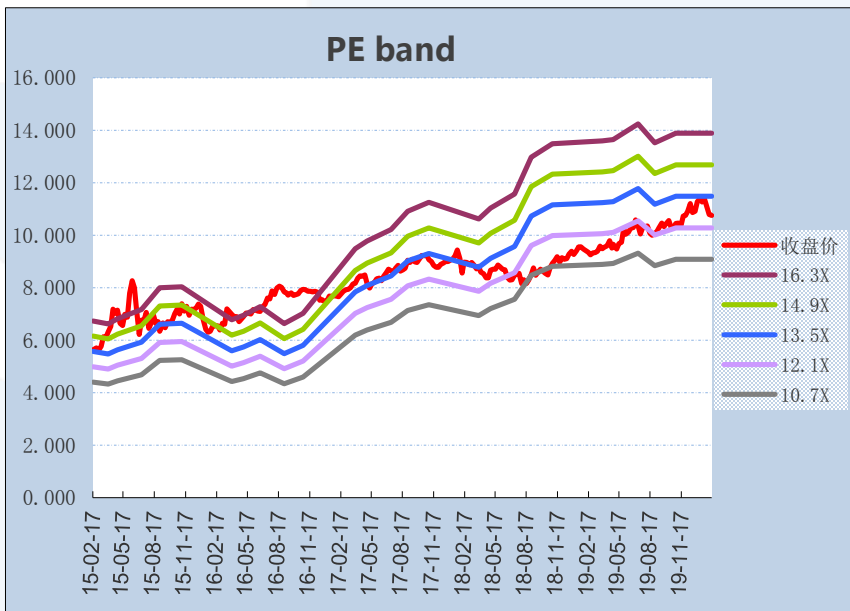


## 2.3 宁沪高速 —— 累计分红比例最高的公路龙头



### 估值情况

高速公路属于有限期资产，PE、PB因路产生命周期变化而不同。由于再投资的不确定性，分红率是影响估值的另一重要因素。

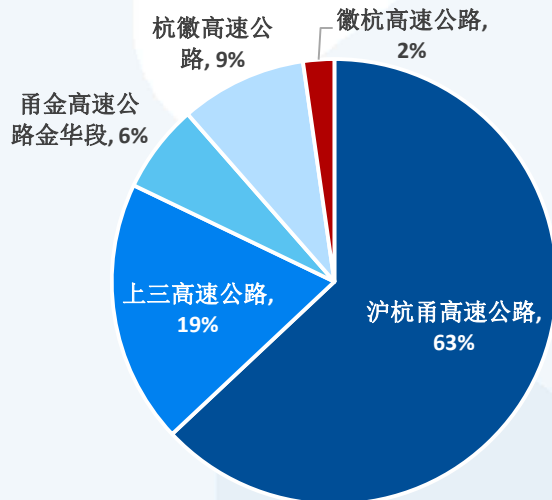


## 2.4 浙江沪杭甬——直线折旧的长三角公路龙头

主要路产与剩余期限

路段	持股比例	全长（公里）	剩余收费年限
<b>沪杭高速公路</b>			
嘉兴段	99.9995%	88.1	9
余杭段	51%	11.1	9
杭州段	100%	3.4	9
<b>杭甬高速公路</b>			
杭州至红垦段	100%	16	8
红垦至段塘段	100%	124	8
段塘至大朱家段	100%	5	8
<b>上三高速公路</b>	73.63%	142	11
<b>甬金高速公路（金华段）</b>	100%	69.7	11
<b>杭徽高速公路</b>			
昌昱段	88.67%	36.7	10
昌杭段	88.67%	85.6	12
<b>徽杭高速公路</b>	100%	81.6	14

各路产收入占比

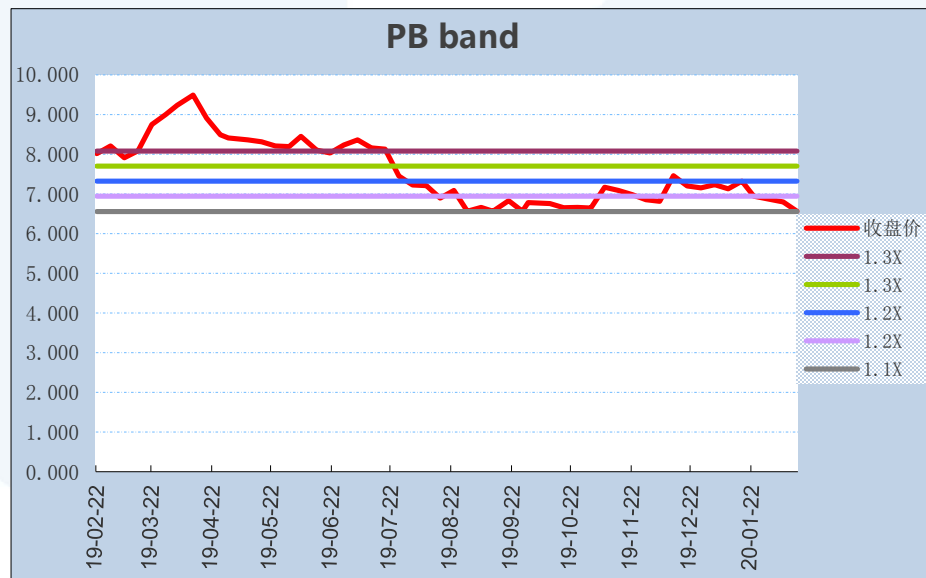
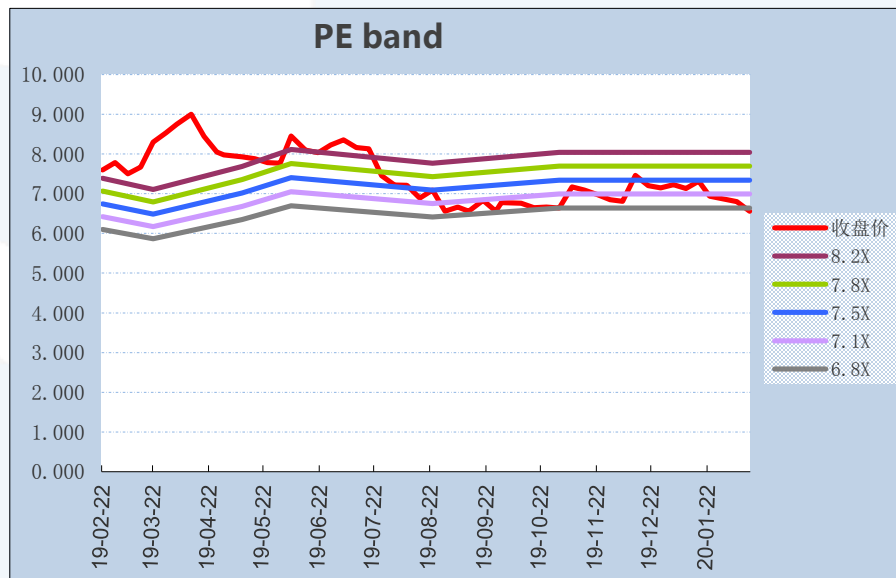


## 2.4 浙江沪杭甬——直线折旧的长三角公路龙头



### 估值情况

高速公路属于有限期资产，PE、PB因路产生命周期变化而不同。采用直线折旧法的企业，生命周期后期利润率提升更快。



# 国君安运相关系列报告

## 公路行业报告：

[《公路股的短期属性与长期回报》 2019.01.03](#)

## 宁沪高速：

[《宁沪高速更新报告：车流增长稳健，业绩略超预期——宁沪高速  
三季报点评》 2019.11.11](#)

[《宁沪高速更新报告：车流增速平稳，估值修复完成》 2019.02.04](#)

[《宁沪高速首次覆盖：车流稳步增长，分红逐步提升》 2018.08.05](#)

## 深高速：

[《深高速（H股）：短期股息丰厚，长期贴现低估》 2019.04.01](#)

[《深高速（H股）：区位优势、公司治理与地方政府契约精神》  
2019.01.03](#)

[《深高速（H股）首次覆盖：资产优质久期长，公司治理风险低》  
2018.11.12](#)

## 浙江沪杭甬：

[《浙江沪杭甬更新报告：券商盈利有所恢复，整体价值仍被低估》  
2019.11.11](#)

[《浙江沪杭甬首次覆盖：三个视角看沪杭甬》 2019.01.04](#)

## 粤高速A：

[《粤高速A：单位折旧下降，增厚年度利润》 2020.01.03](#)

[《粤高速A：短期业绩在低谷，安全边际仍充足——2019半年报点评》  
2019.09.10](#)

[《粤高速A：盈利再超预期，股息率定价转向DCF定价》 2019.04.01](#)

[《公路股的短期属性与长期回报》 2019.01.03（文末有粤高速A更新报告）](#)

[《粤高速A：步步为营，再超预期》 2018.10.31](#)

[《粤高速A：治理优良，稳中求进》 2018.09.04](#)

[《粤高速A：高分红价值安好》 2018.05.11](#)

[《高分红延续，确定性增加——粤高速2017年年报点评》 2018.03.28](#)

[《粤高速A：由DDM到DCF》 2018.03.25](#)

[《安享高股息，静待再投资》 2017.10.22](#)

[《中期业绩预告超市场预期》 2017.07.18](#)

[《湾区投资退潮，长期机会重临》 2017.04.28](#)

[《做时间的朋友，赚增长的钱》 2017.04.03](#)

[《上调盈利预测，绝对收益机会再临》 2017.01.02](#)

[《粤高速A：公路股龙头，业绩一再超预期》 2016.08.21](#)

[《国企治理改革：立竿见影来日方长——粤高速上调目标价至7.52元》  
2016.07.10](#)

[《公路国改龙头，价值成长慢牛——粤高速股权多元化点评》 2016.07.07](#)

[《粤高速A：绝对收益品种即将嫁接相对收益基因》 2016.04.28](#)

[《价值股估值，并购式成长——粤高速A首次覆盖》 2016.03.03](#)

联系人：皇甫晓晗（微信：hf86248）/郑武

# 免责声明

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



# 国泰君安交运团队

Thank you for listening

