

中信证券研究部



扈世民
首席交通运输分析师
S1010519040004



汤学章
交通运输分析师
S1010520090006

核心观点

30 年快速发展推动我国高速公路运营里程全球第一，但收费公路收支缺口自 2013 年 661 亿元扩大至 2019 年 4850 亿元，REITs 为公路建设和发展提供新的融资途径。对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力。可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，中国公路公募 REITs 呼之欲出。

■ 高速公路通车里程全球第一，公募 REITs 推动多元化融资再加速。1984 年以来率先推进“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投资体系，截至 2019 年底收费公路通车里程达 17.1 万公里，2013~2019 年高速公路里程占比收费公路由 64.2%升至 83.5%、结构持续优化。2010~2019 年高速公路通车里程 CAGR 8.1%，较全国公路高近 6pcts，预计未来 3 年高速公路通车里程 CAGR 4%左右。公募 REITs 有望提供新的融资渠道，推动多元化融资再加速，同时倒逼公路运输企业提升经营效率、经营机制更加灵活，激活优质资产潜力。

■ REITs 为公路建设和发展提供新的融资途径，还本付息占收费公路支出 78%，传统融资模式难以为继。截至 2019 年底，全国收费公路债务总额同增 8.1%至 6.2 万亿，同比提升 8.1%，其中银行贷款余额占比 82%。2019 年全国收费公路支出 1.08 万亿元，其中还本付息支出 0.84 万亿元、占比 78%，收费公路收支缺口自 2013 年 661 亿元扩大至 2019 年 4850 亿元。以银行贷款为主的单一融资方式较难持续，REITs 为我国高速公路建设和发展提供新的融资途径。

■ 公路有望成为 REITs 重要的底层资产。高速公路收取通行费的营业模式具备“银货两讫”的特征，营业收入以现金流入的账期极短。公路板块 2016~2020 年（经营活动现金流净额/营业收入）指标高出全部 A 股 20.9~42.4pcts，板块具备“现金牛”属性，若不考虑 2020 年疫情影响，毛利率维持在 45%左右，净利率 25%~35%之间。收费公路资产有望与 REITs 介于股和债之间的定位能够较好的契合，为投资者带来资产增值和高分红的双线回报，可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，公路有望成为 REITs 重要的底层资产。

■ 对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，中国公路公募 REITs 呼之欲出。对比海外，IRBIF 以印度境内 7 条收费公路为底层资产，上市以 3 年来股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力。高股息、稳定收益吸引机构投资者，截至 2020 年末前 10 大股东中机构投资者持有股权 38.9%。2021 年 4 月 21 日基础设施公募 REITs 迎来首批申报项目，例如浙商汇金沪杭甬基础设施证券投资基金，中国公路公募 REITs 呼之欲出。

■ 风险因素：资产整合进度不及预期，路产盈利能力不及预期，公募 REITs 落地不及预期。

■ 投资策略。高速公路 2019 年末通车里程 14.28 万公里，30 年快速发展推动运营里程全球第一。同时银行贷款为主融资模式导致还本付息占支出 78%，收费公路收支缺口自 2013 年 661 亿元扩大至 2019 年 4850 亿元，REITs 为公路建设和发展提供新的融资途径。对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，中国公路公募 REITs 呼之欲出。维持高速公路行业“强于大市”评级。

交通运输行业

评级 **强于大市（维持）**

简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E
宁沪高速	10.4	0.49	0.88	0.94	19	12	11
深高速	9.93	0.94	1.10	1.22	9.4	9.1	8.2
粤高速	7.22	0.42	0.75	0.68	14.6	9.6	10.6
招商公路	8.08	0.36	0.79	0.87	19.2	10.2	9.3

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价，采用 wind 一致预期。

目录

高速公路里程全球第一，传统融资模式亟需改变.....	1
高速公路里程全球第一，占比收费公路 84%、结构持续优化.....	1
收支缺口扩大至 4850 亿，银行贷款为主融资模式亟需改变.....	4
公路或成为 REITs 重要的底层资产.....	7
车流量内生驱动收费公路，未来 3 年国高网日均车流量或维持 5%增长.....	7
“现金牛”强防守，区位优势的路产盈利能力更突出.....	9
有能力稳定回报投资者，与 REITs 定位契合度高.....	11
对比海外股息率 10%~12%，公路 REITs 落地在即.....	13
对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力.....	13
风险因素	16
投资策略	16
行业观点更新	16
投资策略.....	17

插图目录

图 1：2010~2019 年全国公路通车里程 CAGR2.5%	1
图 2：2010~2019 年全国高速公路复合增速 8.1%.....	1
图 3：国家高速公路布局方案图.....	2
图 4：截至 2019 年末全国收费公路通车里程 17.1 万公里	2
图 5：2019 年高速公路占收费公路里程 83.5%	4
图 6：经营性收费公路里程占比逐年上升	4
图 7：新增收费公路区位从东南沿海向西北内陆延伸	4
图 8：近 3 年我国高速公路通行费收入复合增速 9.9%	5
图 9：高速收费收入占比由 2013 年 90.8%提升至 2019 年 93.5%.....	5
图 10：2019 年全国收费公路通行费收入同增 7.0%至 5938 亿元	5
图 11：2016~2019 年收费公路投资总额 CAGR 为 7.8%	6
图 12：截至 2019 年，银行贷款占建设投资金额 63%	6
图 13：2019 年末全国收费公路债务总额提升 8.1%至 6.2 万亿	6
图 14：截至 2019 年底银行贷款余额占债务总额的 82%.....	6
图 15：近 5 年支出年均支出增速高出收入 5.8pcts.....	7
图 16：还本付息占 2019 年收费公路支出的 78%.....	7
图 17：2013~2019 年收费公路收支缺口从 661 亿扩大至 4850 亿.....	7
图 18：2013~2019 年高速公路收支缺口从 618 亿扩大至 4674 亿.....	7
图 19：2019 年全国高速公路客车、货车车流量分别同比增长 8.3%、6.6%.....	8
图 20：中西部货车流量增长成为重要驱动力，2019 年宁夏地区货车车流量同增 17%....	8
图 21：2019 年宁沪高速客车流量占比超 80%	8
图 22：2020 年全国汽车保有量同比增长 8.1%	9
图 23：2018 年乘用车销售首次负增长	9
图 24：2019 年国高网日均车流量同比增长 4.5%.....	9
图 25：宁沪高速折旧摊销成本占 49.4%.....	10
图 26：高速公路板块净利率、毛利率稳定	10
图 27：公路板块（经营活动现金流净额/营业收入）指标高出全部 A 股 20.9~42.4pcts. 10	
图 28：经济发达地区高速公路日均车流量显著高于全国平均水平	11
图 29：粤高速 A、宁沪高速等龙头分红比例领先行业（%）	11
图 30：REITs 为收费公路建设提供新的融资途径	12
图 31：IRBIF 基础设施公募基金底层资产为 7 条印度境内的收费公路	13
图 32：IRBIF 主要路产包括 7 条印度境内的收费公路	14
图 33：排除 2020 年疫情影响，收入基本稳定	14
图 34：FY20 税后净利润下降 12.7%.....	14
图 35：IRBIF 收入主要来自苏拉特-达西沙、杜姆吉尔-吉德勒杜尔加和巴鲁奇-苏拉特 . 15	
图 36：IRBIF 在 2019 年 3 月、2020 年 3 月分红对应股息率 12.0%、10.4%	16
图 37：IRBIF 上市 3 年股息率高于印度 10 年期国债到期收益率均值 3.6~4.3pcts	16

表格目录

表 1：我国收费公路政策演变.....	3
表 2：REITs 试点项目满足条件.....	11
表 3：新征求意见稿明确保护高速公路企业合理诉求，为差异化收费或指明方向.....	12
表 4：IRBIF 前 10 大股东持股比例.....	15
表 5：重点跟踪公司盈利预测.....	17

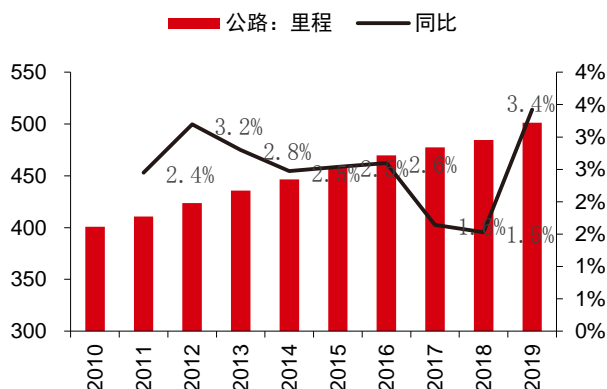
■ 高速公路里程全球第一，传统融资模式亟需改变

高速公路里程全球第一，占比收费公路 84%、结构持续优化

2010~2019 年高速公路通车里程 CAGR 8.1%，较全国公路高近 6pcts，预计未来 3 年高速公路通车里程 CAGR 4%左右。高速公路作为网络型的基础设施，成为推动区域经济发展的重要支撑。截至 2019 年底，全国公路通车总里程 501.3 万公里，为 1984 年末的 5.4 倍，2010~2019 年公路通车里程 CAGR 2.5%。其中高速公路 2019 年末通车里程 14.28 万公里，位居全球第一（VS.美国 10.85 万公里），2010~2019 年高速公路通车里程 CAGR 8.1%，较全国公路高近 6pcts。随着经济转向高质量发展对公路基础设施提出更高要求，高速公路网络通达性需求提升，预计未来 3 年高速公路通车里程 CAGR 4%左右。

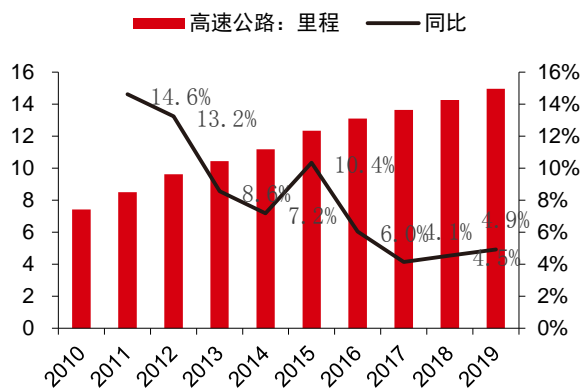
2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，进一步提出至 2035 年高速公路网里程升至 16 万公里，由 7 条首都放射线、11 条纵线、18 条横线及若干条地区环线、都市圈环线、城市绕城环线、联络线、并行线组成，料高速公路通车历程的增长快于预期。

图 1：2010~2019 年全国公路通车里程 CAGR 2.5%



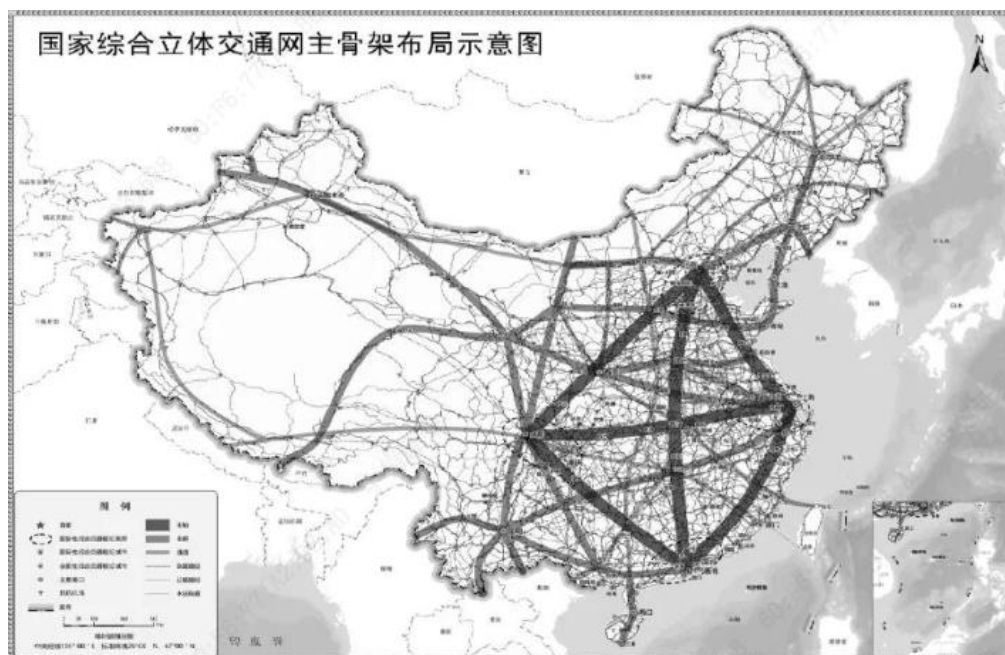
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部 单位：万公里

图 2：2010~2019 年全国高速公路复合增速 8.1%



资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部 单位：万公里

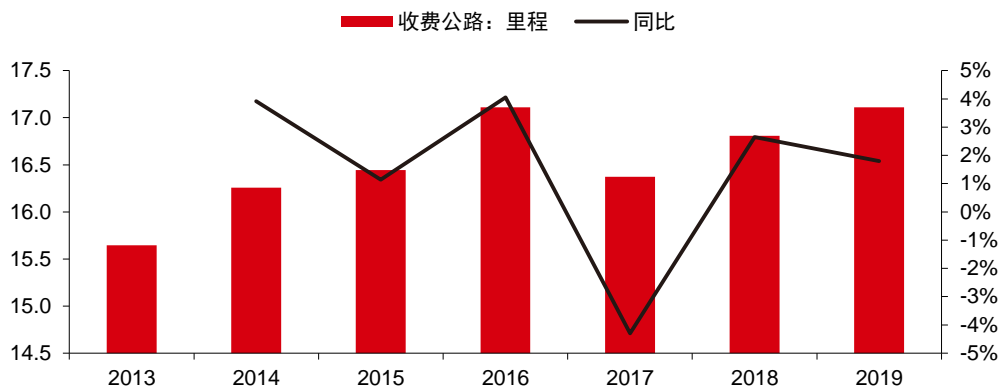
图 3: 国家高速公路布局方案图



资料来源：交通运输部官网

1984 年以来逐渐形成“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投资体系，截至 2019 年底收费公路通车里程达 17.11 万公里，高速公路里程占比升至 83.5%、结构持续优化。改革开放之初，为加快公路基础设施建设，缓解对经济社会发展的制约瓶颈，1984 年国务院常务会议提出“贷款修路，收费还贷”，并逐步探索形成“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”多元化投资体系。单纯依靠财政投资的束缚被打破，我国第一条高速公路沪嘉高速于 1988 年建成通车。1987 年起我国陆续颁布《交通管理条例》、《收费公路管理条例》等文件逐步明确收费公路的范围、分类、收费标准、运营年限等。截至 2019 年底我国收费公路通车里程 17.11 万公里，其中高速公路占比 83.5%。随着高速公路里程增长和逐步有序取消政府还贷二级公路收费，全国收费公路结构进一步优化。

图 4: 截至 2019 年末全国收费公路通车里程 17.1 万公里



资料来源：Wind，中信证券研究部 单位：万公里 注：2017 年收费公路里程减少主要取消政府还贷二级公路收费。

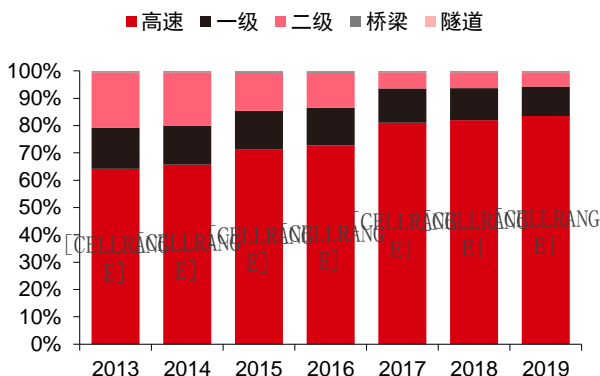
表 1：我国收费公路政策演变

时间	收费公路政策发展
1984 年	国务院第 54 次常务会议决定将“ 贷款修路、收费还贷 ”作为发展公路事业的优惠政策之一。
1987 年	国务院发布《交通管理条例》正式规定对利用集资、贷款修建的高速公路、一级公路、二级公路和大型的公路桥梁、隧道、轮渡码头等设施，可以依法收取通行费以偿还集资和贷款。
1988 年	交通部、财政部和国家物价局等部门联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》，规定了利用贷款新建和改建的高速公路，报经省级人民政府批准后，可对过往的车辆收取通行费。
1996 年	交通部印发《公路经营权有偿转让管理办法》，初步规范了公路经营权的转让。
1998 年	当年实行的《公路法》规定：可以收取车辆通行费的公路包括：“由县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人集资建成的公路，由国内外经济组织依法受让收费还贷公路收费权的公路，由国内外经济组织依法投资建成的公路，符合国务院交通主管部门规定的技术等级和规模，可以依法收取车辆通行费”。至此，我国收费公路可分为政府还贷公路和经营性收费公路。
2004 年	国务院制定的《收费公路管理条例》施行，明确了经营公路应当达到的技术等级和规模，进一步规范了公路经营企业的公路投资经营行为，明确将收费公路分为政府还贷公路和经营性公路，并初步规范了政府还贷公路和经营性公路的收费期限。
2008 年	交通运输部、发改委、财政部联合颁布了《收费公路权益转让办法》，明确规定转让经营性公路的收费权不得借此延长收费期限，并且规定累计收费期限最长不超过 25 年
2010 年	《关于进一步完善鲜活农产品运输绿色通道政策的紧急通知》规定全国所有收费公路纳入鲜活农产品运输“绿色通道”网络范围，对整车合法装载运输鲜活农产品车辆免收车辆通行费。
2012 年	国务院发布了《重大节假日免收小型客车通行费实施方案》，规定了 7 座以下（含 7 座）载客车辆在春节、清明节、劳动节和国庆节等四个国家法定节假日免费通行。
2015 年	《收费公路管理条例》修订稿提出投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准经营期限可以超过 30 年，提高收费公路设置门槛。
2018 年	《收费公路管理条例（修订草案）》取消省界收费站、完善政府统借统还、建立养护管理收费制度、建立差异化收费等。
2019 年	国务院印发《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》，计划 2019 年底前全面取消省界收费站，并实现电子不停车快捷收费。
2020 年 4 月	《关于恢复收费公路收费的公告》宣布自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）

资料来源：交通运输部官网，国务院官网，中信证券研究部

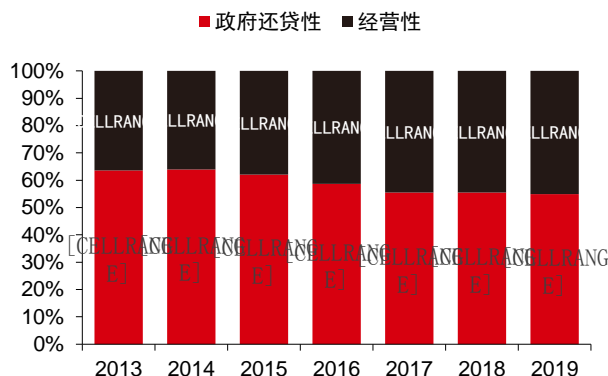
2013~2019 年高速公路里程占比收费公路由 64.2%升至 83.5%，区位从东南沿海向西北内陆延伸，经营性收费公路里程结构持续优化。从技术等级来看，我国收费公路可以分为高速、一级、二级和桥隧，其中高速公路是收费公路的最主要组成部分。2013~2019 年高速公路里程由 10.04 万公里增长至 14.28 万公里，年均复合增速为 6.0%，在收费公路中的里程占比由 64.2%升至 83.5%。新增收费公路以高速公路为主，且区位上看，从东南沿海向西北内陆延伸。2004 年国务院制定《收费公路管理条例》明确将收费公路分为政府还贷公路和经营性公路，2019 年末两者里程分别占全国收费公路的 54.9%和 45.1%。但随着近年来经营权放开，政府部门积极吸引社会资本参与公路基础设施建设，经营性收费公路里程占比逐年上升，2013 年~2019 年占比提升 8.7pcts。

图 5：2019 年高速公路占收费公路里程 83.5%



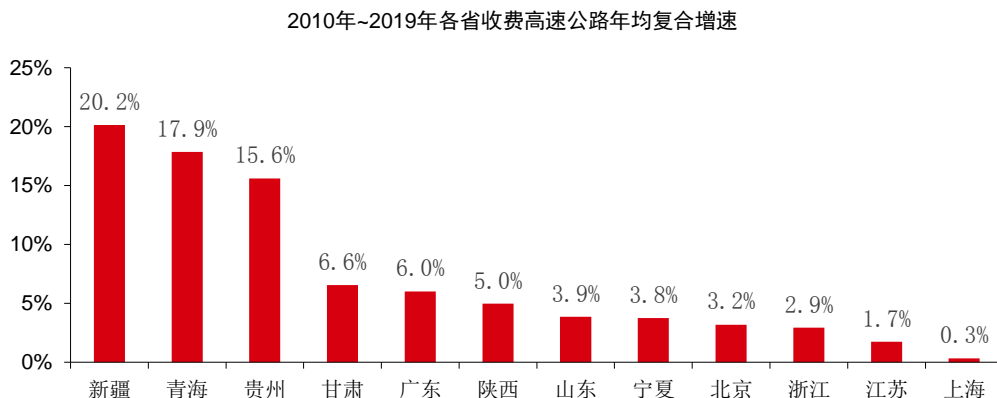
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 6：经营性收费公路里程占比逐年上升



资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 7：新增收费公路区位从东南沿海向西北内陆延伸

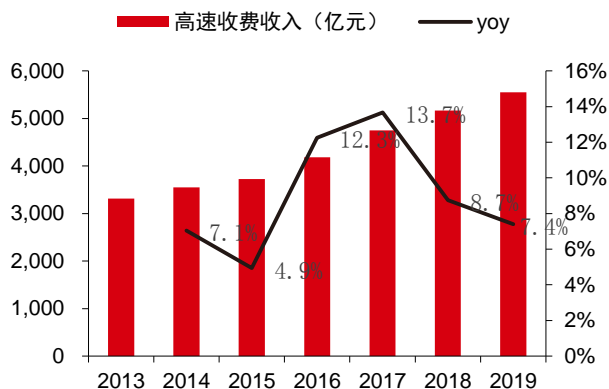


资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

收支缺口扩大至 4850 亿，银行贷款为主融资模式亟需改变

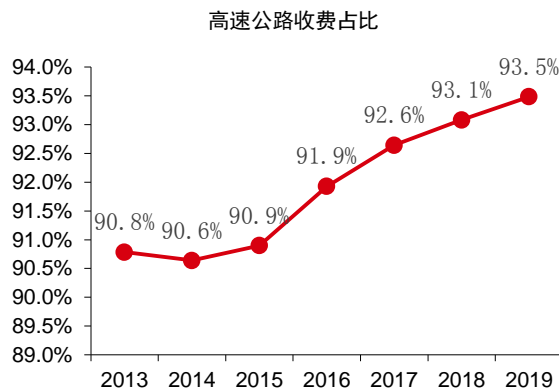
2019 年全国收费公路收入同增 7.0% 至 5938 亿元，其中高速公路通行费收入占比提升至 93.5%。收费公路通过向来往车辆收取通行费来偿还建设经营过程中发生的债务并覆盖运营成本开支，经营性公路在偿清贷款的基础上，经营期限内还可获得一定合理的利润。收费公路通行费收入随着通车里程和车流量增长同步提升，2019 年全国收费公路通行费收入总计 5937.9 亿元，同比增长 6.95%，其中高速公路通行费收入 5551.0 亿元，近 3 年复合增速 9.9%。高速收费收入自 2013 年以来占比 90.8% 提升至 2019 年 93.5%，未来高速公路里程占比持续提升，车流量水平、收费标准高于一、二级收费公路，料未来 3 年全国收费公路收入 CAGR 为 6% 左右。

图 8：近 3 年我国高速公路通行费收入复合增速 9.9%



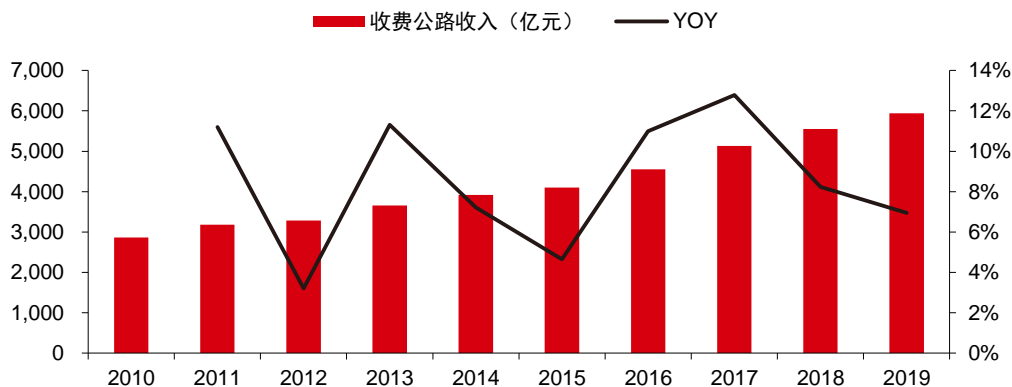
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：高速收费收入占比由 2013 年 90.8% 提升至 2019 年 93.5%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：2019 年全国收费公路通行费收入同增 7.0% 至 5938 亿元

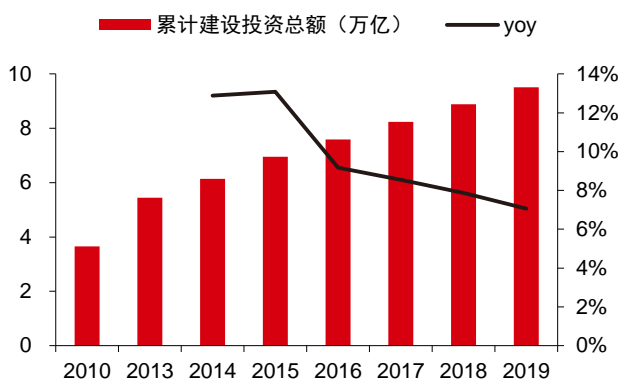


资料来源：Wind，中信证券研究部

目前收费公路渠道仍以银行贷款为主，截至 2019 年底银行贷款债务占比 82%，传统融资模式亟需改变。“贷款修路，收费还贷”模式于 1984 年提出，1998 年福州“全国加快公路建设会议”正式打开银行贷款进入公路行业的瓶颈，为缓解基础设施领域的债务问题，2014 年起 PPP 模式被正式推广并进入收费公路领域，社会资本得以参与公路的投资建设，2017 年政府开始发行收费公路专项债券，用于发展建设政府收费公路。我国收费公路已形成主体多元化的投资体系。

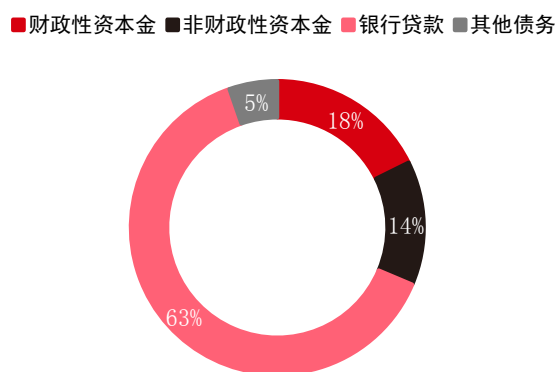
2010-2019 年收费公路累计建设投资总额自 3.7 万亿升至 9.5 万亿，2016 年以来复合增速约 7.8%，其中截至 2019 年底，累计建设资金中 63% 均来自银行贷款，32% 来自财政性或非财政性资本金，其他类债务占比仅 5%。受高速公路里程增加和建设投资总额扩大的影响，收费公路债务余额持续上升，截至 2019 年底，全国收费公路债务总额 6.15 万亿，同比提升 8.1%，其中银行贷款余额 5.08 万亿元，占比 82%。

图 11：2016~2019 年收费公路投资总额 CAGR 为 7.8%



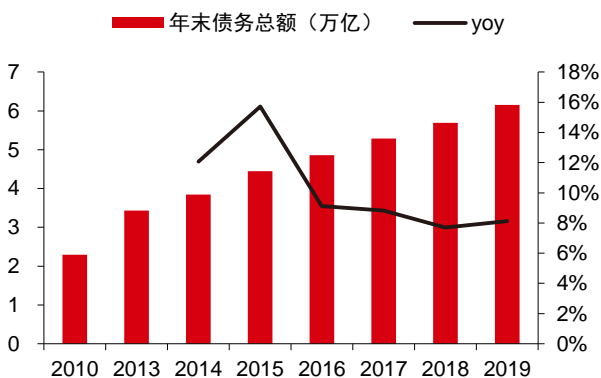
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 12：截至 2019 年，银行贷款占建设投资金额 63%



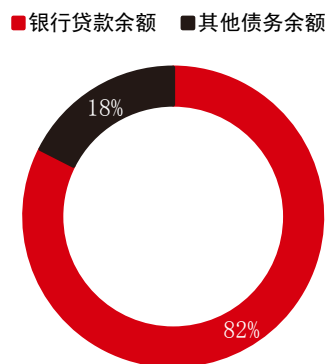
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 13：2019 年末全国收费公路债务总额提升 8.1%至 6.2 万亿



资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 14：截至 2019 年底银行贷款余额占债务总额的 82%

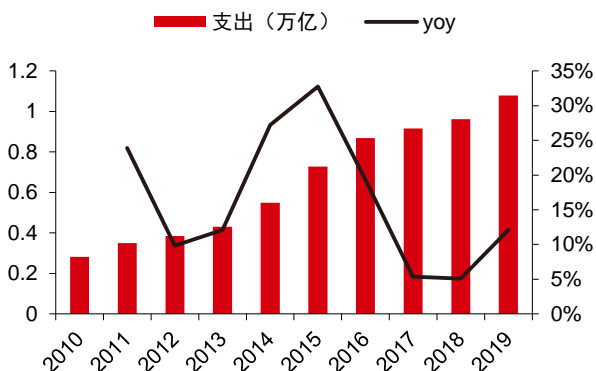


资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

还本付息占 2019 年收费公路支出的 78%，2019 年收支缺口扩大至 4850 亿元，银行贷款为主的融资模式亟待突破。公路建设成本逐年增加，不考虑区位因素，对比 2008 年开工的五洲交通旗下筋竹至岑溪高速公路单公里建设成本 0.5 亿元，而 2015 年开工的现代投资旗下怀芷高速单公里成本约 1.0 亿元左右。而与之相对的收费公路收费标准变化不大，随着降低社会物流成本、节假日免收费和绿色通道等政策出台，部分路产单车收费存下降趋势，收支压力存在扩大风险。

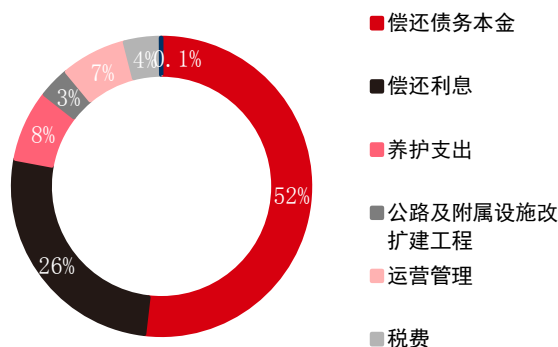
收费公路除养护经费、运营管理、税费等开支以外，每年还需支付大量还本付息费用。2019 年全国收费公路支出 1.08 万亿元，其中还本付息支出 0.84 万亿元，合计占比 78%。虽然通行费收入逐年上升，但近 5 年支出年均支出增速高出收入 5.8pcts，收费公路收支缺口逐年扩大。**2013 年行业收支缺口为 661 亿元，2019 年扩大至 4850 亿元**，其中高速公路同期收支缺口从 618 亿元扩大至 4674 亿元。行业债务压力日益突出，收支失衡的恶性循环难以突破，整体盈利能力明显受限。收费公路的传统融资渠道受限，以银行贷款为主的单一融资方式较难持续，亟待新融资工具破局。

图 15：近 5 年支出年均支出增速高出收入 5.8pcts



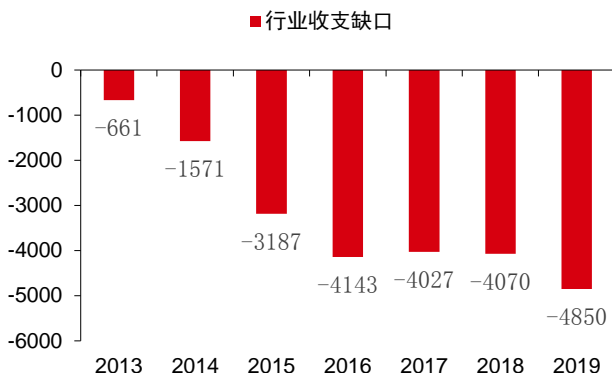
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 16：还本付息占 2019 年收费公路支出的 78%



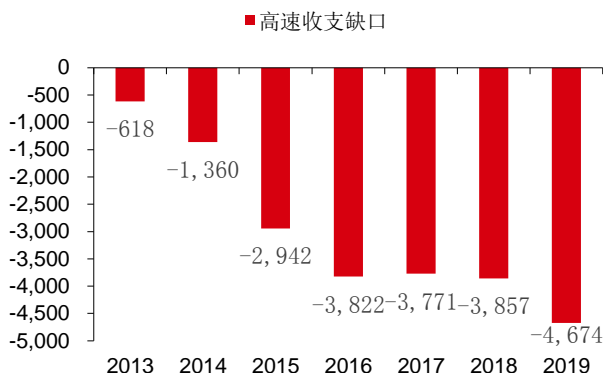
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 17：2013~2019 年收费公路收支缺口从 661 亿扩大至 4850 亿



资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

图 18：2013~2019 年高速公路收支缺口从 618 亿扩大至 4674 亿



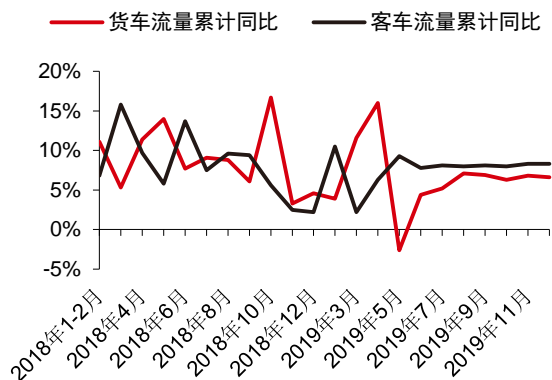
资料来源：《全国收费公路统计公报》，中信证券研究部

公路或成为 REITs 重要的底层资产

车流量内生驱动收费公路，未来 3 年国高网日均车流量或维持 5% 增长

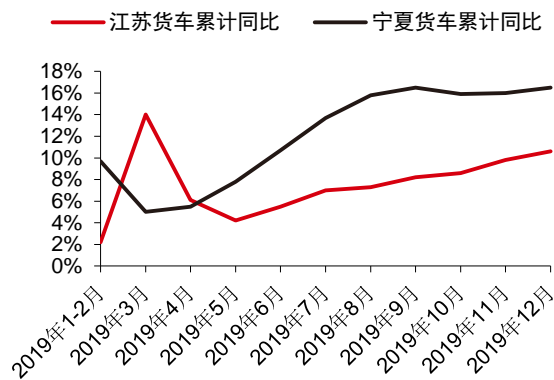
客车占比提升抗周期增强，东部和中西部表现分化。收费公路内生驱动源自路网内车流量增长，货车车流量与宏观经济关联度较高，客车车流则表现出一定的抗周期性。随着人口增长叠加消费升级，我国高速公路客车车流量占比持续走高，东部地区表现尤为明显。以宁沪高速为例，2019 年客车流量占比超 80%。2019 年全国高速公路客车、货车车流量分别同比增长 8.3%、6.6%。分区域来看：东部地区路产客车占比更高，2019 年江苏省高速公路客车流量占比 77.5%；中西部地区货车流量增长成为重要驱动力，对比东部江苏和宁夏，2019 年宁夏地区货车车流量增速较江苏地区高 5.9pcts。

图 19:2019 年全国高速公路客车、货车车流量分别同比增长 8.3%、6.6%



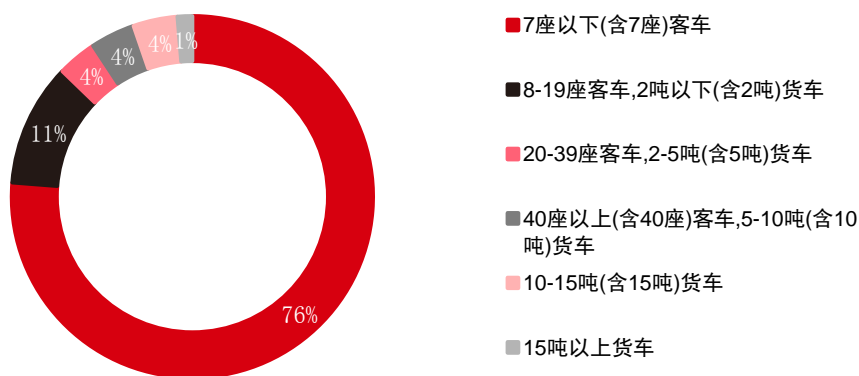
资料来源：交通运输部《高速公路车流量和货物运输量统计数据》，中信证券研究部

图 20: 中西部货车流量增长成为重要驱动力, 2019 年宁夏地区货车车流量同增 17%



资料来源：交通运输部《高速公路车流量和货物运输量统计数据》，中信证券研究部

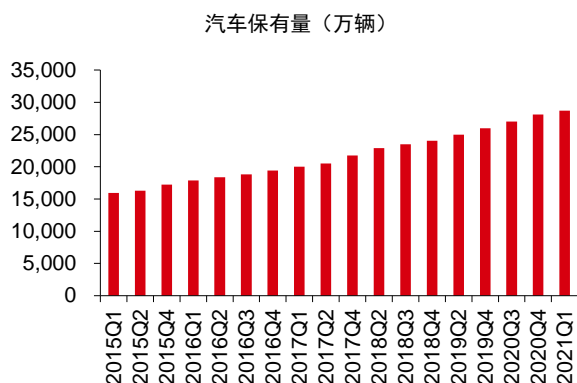
图 21: 2019 年宁沪高速客车流量占比超 80%



资料来源：Wind，中信证券研究部

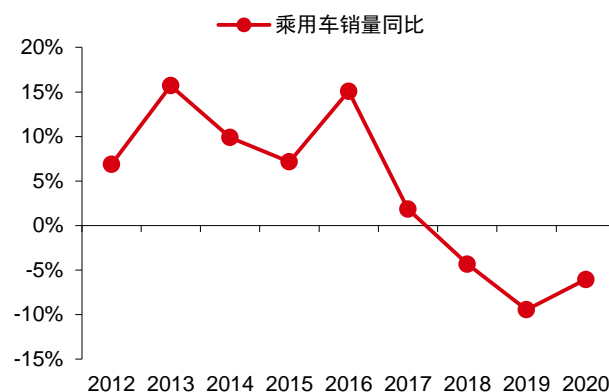
未来 3 年国高网日均车流量或维持 5% 稳健增长。近年来我国乘用车销量增速放缓，2018 年首次出现同比负增长，2020 年国内乘用车销量同比下降 6.1%。汽车保有量为存量叠加新增减去当期报废量，2020 年全国汽车保有量同增 8.1%。2021 年国内乘用车保有量同比增长 8% 左右。国家高速公路日均车流量保持增长，2019 年同比增长 4.5% 至 2.8 万辆/天，预计通车里程和乘用车保有量稳健增长驱动未来 3 年国高网车流量增速维持 5% 左右。

图 22：2020 年全国汽车保有量同比增长 8.1%



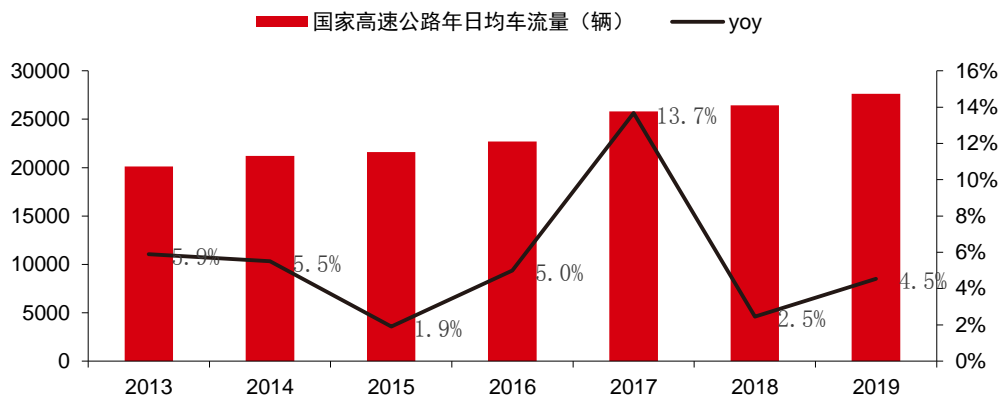
资料来源：公安部官网，中信证券研究部

图 23：2018 年乘用车销售首次负增长



资料来源：公安部官网，中信证券研究部

图 24：2019 年国高网日均车流量同比增长 4.5%

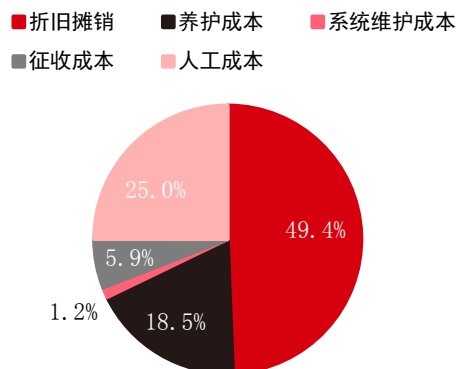


资料来源：Wind，中信证券研究部

“现金牛”强防守，区位优势的路产盈利能力更突出

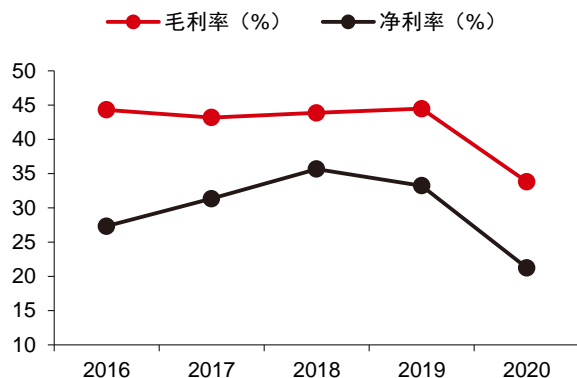
高速公路板块能产生稳定的现金流和盈利，具备“现金牛”属性。高速公路收取通行费的营业模式具备一定“银货两讫”的特征，营业收入以现金流入的账期极短，同时付现成本较少，以宁沪高速为例，2019 年收费公路业务的营业成本中，折旧摊销占比达到 49.4%。稳定的车流量产生稳定的现金流和盈利，CS 公路板块 2016~2020 年（经营活动现金流净额/营业收入）指标高出全部 A 股 20.9~42.4pcts，板块具备“现金牛”属性，若不考虑 2020 年疫情影响，毛利率维持在 45%左右，净利率 25%~35%之间。

图 25：宁沪高速折旧摊销成本占 49.4%



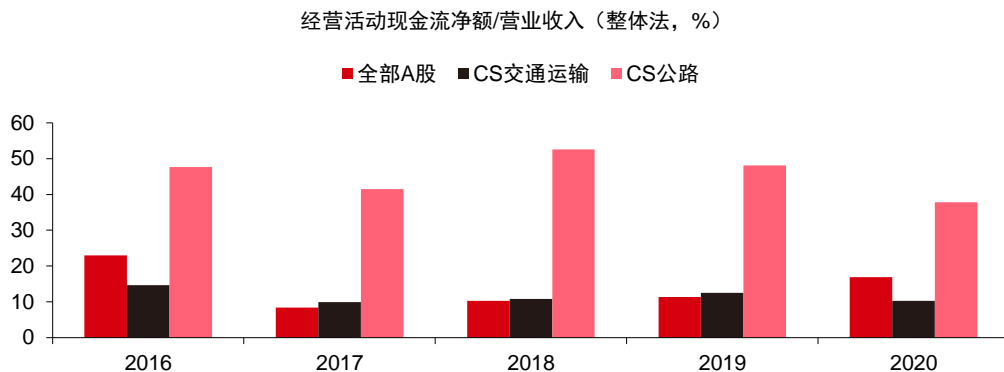
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：高速公路板块净利率、毛利率稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：公路板块（经营活动现金流净额/营业收入）指标高出全部 A 股 20.9~42.4pcts

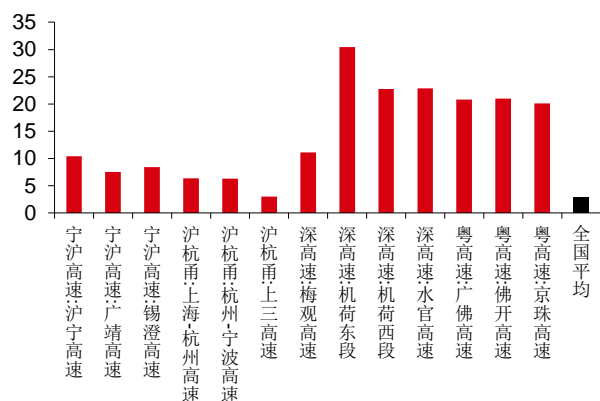


资料来源：Wind，中信证券研究部

具备区位优势的路产盈利能力更突出，龙头公司的现金分红比例领先行业。车流量与结构决定路产的盈利能力，局部地区的车流量与当地经济发展水平密切相关，因此区位优势对收费公路至关重要，2019 年全国高速公路平均日均车流量为 2.79 万辆，部分珠三角公路日均车流量超过 20 万辆。高速公路上市公司中，路产位于经济发达地区的公司盈利状况要明显优于中西部地区，如粤高速 A 在 2019 年的毛利率和净利率为 55.6% 和 47.4%，宁沪高速分别为 54.6% 和 42.7%，但西南地区的四川成渝毛利率和净利率仅为 38.9% 和 17.6%。

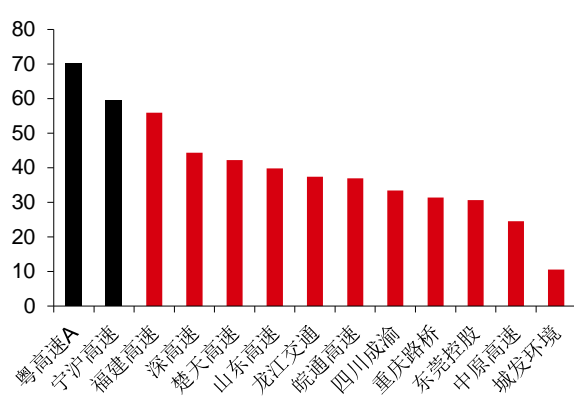
具备区位优势龙头公司拥有稳定且高企的车流量，具备行业内更优的业绩和现金流，投资回报率更高。粤高速、浙江沪杭甬、宁沪高速的 ROE 历年来较为稳定，约为 15% 左右，显著高于行业的平均值 10%。同时粤高速 A、宁沪高速还具备行业内最高的现金分红比例，2015~2019 年平均约为 70%、59%。

图 28：经济发达地区高速公路日均车流量显著高于全国平均水平



资料来源：相关公司公告，中信证券研究部 单位：万辆

图 29：粤高速 A、宁沪高速等龙头分红比例领先行业（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

有能力稳定回报投资者，与 REITs 定位契合度高

权属清晰、近 3 年内总体保持盈利或经营性净现金流为正等试点项目细则明确。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，相较于之前的 40 号文进一步明确具体要求，确保试点项目能够持续良好经营，并为投资者带来稳健回报。

我国基础设施 REITs 试点项目的底层资产总体要求权属清晰、具备成熟的经营模式和市场化运营能力、已产生持续稳定的收益及现金流、投资回报良好且能够持续经营、原始权益人及运营企业信用稳健等。

表 2：REITs 试点项目满足条件

REITs 试点项目须满足的基本条件
基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人（原始权益人）依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权，相关股东已协商一致同意转让。
项目运营时间原则上不低于 3 年。
现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好，近 3 年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。预计未来 3 年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%
基础设施运营管理机构具备丰富的同类项目运营管理经验，配备充足的运营管理人员，公司治理与财务状况良好，具有持续经营能力。
发起人（原始权益人）、基金管理人、基础设施运营管理机构近 3 年在投资建设、生产运营、金融监管、工商、税务等方面无重大违法违规记录，项目运营期间未出现安全、质量、环保等方面的重大问题。

资料来源：《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，中信证券研究部

公路资产契合 REITs 定位，具备为投资者提供稳定回报的能力。收费公路资产权属清晰、具备明确的运营年限，且根据 2018 年《收费公路管理条例(修订草案)》征求意见稿，高速公路改扩建可重新核定偿债期限，能够产生稳定的盈利和现金流，具备持续经营能力。同时行业进入壁垒较高，运营维护配备专业人员和团队，整体符合 REITs 长期稳定回报、风险波动较小的特点。我国规定 REITs 收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%，2019 年 A 股上市公司公路板块股息率 3.6%，现金分红比例较高。区位优势突出的路产整体盈利能力较高，收费公路资产有望与 REITs 介于股和债之间的定位能够较好的契合，为投资者带来资产增值和高分红的双线回报。

表 3：新征求意见稿明确保护高速公路企业合理诉求，为差异化收费或指明方向

	2004 版	2015 年征求意见稿	2018 年修订版征求意见稿
收费公路设置标准	高速公路连续里程 30 公里以上 (机场高速除外)； 一级公路连续里程 50 公里以上； 二车道桥梁隧道 800 米以上，四 车道桥梁隧道 500 米以上。	高速公路； 一级公路连续里程 50 公里以上； 独立桥梁隧道 1000 米以上。	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。 建设收费公路，应当符合高速公路技术等 级要求。
收费期限原则	政府还贷公路：最长不超过 15 年， 中西部省份最长不超过 20 年。 经营性公路：最长不超过 25 年， 中西部省份最长不超过 30 年。	政府还贷公路：高速公路由省级人民 政府按照同届铜环核定。其他最长不 超过 15 年，中西部省份最长不超过 20 年。 经营性公路：高速公路最长不超过 30 年但投资规模大、回报周期长的高速 公路，经批准可超过 30 年。	政府还贷公路：按照覆盖还本付息需求合 理设置。 经营性公路：高速公路最长不超过 30 年， 但投资规模大、回报周期长的高速公路， 经批准可超过 30 年。 高速公路改扩建可重新核定偿债期限。
收费标准原则		根据实际养护运营管理成本、当地物 价水平以及交通流量等因素计算确 定高速公路收费标准。 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。	高速公路的养护管理收费标准，应当根据 实际养护运营管理成本、当地物价水平以 及交通流量等因素综合计算确定。 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。
补偿原则		政府提前终止特许经营合同、实施通 行费减免等的补偿机制，由交通运 输主管部门会同财政部门做出评估，政 府补偿高速公路经营企业。	政府提前终止特许经营合同、实施通行费 减免、降低收费标准等，由交通运输主管 部门会同财政部门做出评估， 通过延长收 费期限、给与财政补贴方式予以补偿。

资料来源：交通运输部官网，中信证券研究部

注：加粗部分为政策调整。

公募 REITs 为收费公路建设提供融资困境的破局之法，改善资产负债表，释放运营潜
力。我们在《中国 REITs 市场洞察系列报告之三（铁路篇）：化解融资困境，激活资产潜
力》（2021-4-14）中论述过，公募 REITs 将有效改善资产负债表，盘活存量资产，放大资

产价值，能够为公路建设提供全新融资途径。同时从经营的角度来看，公募 REITs 试点

可以通过提供更畅通的投融资管退循环、吸引社会资本参与公路运营，引入市场监督，发

挥优秀资产潜力，倒逼公路运输企业进一步提高经营效率和市场化程度，从而实现双赢。

图 30：REITs 为收费公路建设提供新的融资途径



资料来源：中信证券研究部绘制

■ 对比海外股息率 10%~12%，公路 REITs 落地在即

对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力

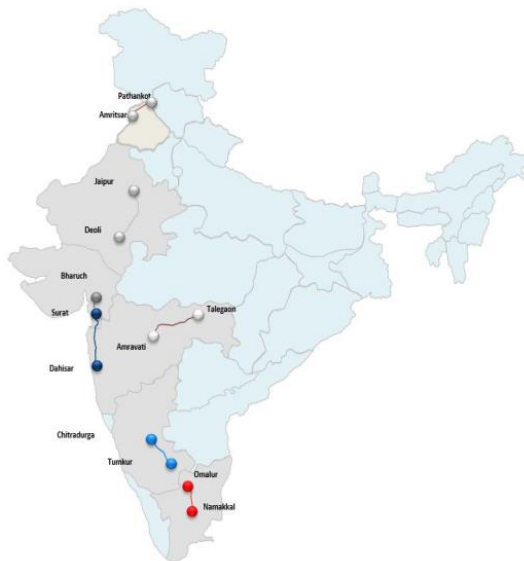
IRBIF 基础设施公募基金底层资产为 7 条印度境内的收费公路。对比海外，印度市场将基础设施 REITs 单设为独立的产品品类 (Infrastructure Investment Trusts, 简称“InvITs”), 与传统房地产为主的不动产 REITs 同步发展。IRB 基础设施投资信托基金 (简称“IRBIF”) 于 2017 年 5 月在印度国家证券交易所 (NSE)、孟买证券交易所 (BSE) 上市, 主要路产包括 7 条印度境内的收费公路, 合计运营里程 4055 公里, 13 座收费站分布印度 6 个邦, 其中 4 条公路是印度黄金四边形高速公路项目的组成部分, 1 条是东西走廊的组成部分。

图 31: IRBIF 基础设施公募基金底层资产为 7 条印度境内的收费公路

序号	公路名称及编号	SPV 名称	所在邦	收费站数	长度 (公里)	特许期 (年)	特许期起始日	剩余特许期*
1	巴鲁奇-苏拉特 MH-8	IDAA 基础设施私人有限公司 (IDAAIPL)	古吉拉特邦	1	390	15	2007 年 1 月 2 日	1 年 2 个月
2	苏拉特-达希沙 MH-8	IRB 苏拉特-达希沙收费公路有限公司 (ISDTPL)	古吉拉特邦	4	1,434	12	2009 年 2 月 20 日	近 3 个月
3	德莱冈-阿姆拉瓦提 MH-6	IRB 德莱冈-阿姆拉瓦提收费公路有限公司 (ITATPL)	马哈拉施特拉邦	1	267	22	2010 年 9 月 3 日	12 年 9 个月
4	斋浦尔-代奥利 MH-12	IRB 斋浦尔-代奥利收费公路有限公司 (IJDTPL)	拉贾斯坦邦	2	595	25	2010 年 6 月 14 日	15 年 6 个月
5	杜姆古尔-吉德勒杜尔加 MH-4	IRB 杜姆古尔-吉德勒杜尔加收费公路有限公司 (ITCTPL)	卡纳塔克邦	2	684	26	2011 年 6 月 4 日	17 年 11 个月
6	奥马尔 - 塞勒姆 - 纳马卡尔 MH-7	M.V.R. 基础设施和收费公路有限公司 (MITPL)	泰米尔纳德邦	1	275	20	2006 年 8 月 14 日	6 年 8 个月
7	坦科-阿姆利则 MH-15	IRB 坦科-阿姆利则收费公路有限公司 (IPATRPL)	旁遮普邦	2	410	20	2010 年 12 月 30 日	7 年

资料来源: IRBIF Corporate Presentation, 截至 2020.12.31, 中信证券研究部 注: 部分路段考虑维修导致收费延长

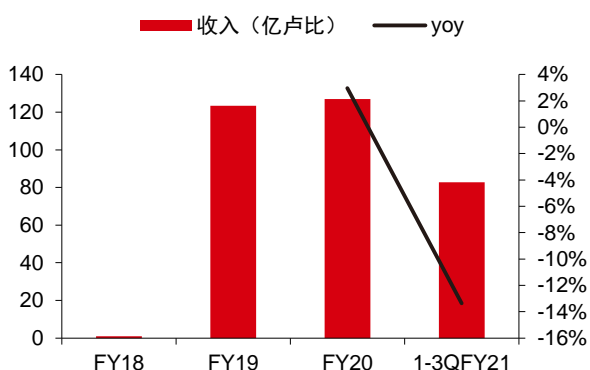
图 32：IRBIF 主要路产包括 7 条印度境内的收费公路



资料来源：公司官网，中信证券研究部

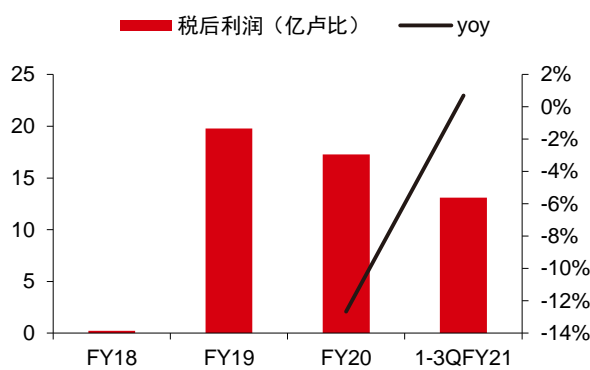
稳定的盈利和现金流是高分红基础，可通过路产收购实现资产扩容和持续经营。高速公路存续期较长，通车收费的模式稳定且可持续，若不考虑 2020 年疫情影响，IRBIF 上市以来收入较稳定，2020 财年实现收入 127.0 亿卢比，同比增长 3.0%，因营业成本有所增加，税后净利润 17.3 亿卢比，同比下降 12.7%。稳定现金流成为高分红的基础。其中 IRBIF 收入主要来自苏拉特-达西沙、杜姆吉尔-吉德勒杜尔加和巴鲁奇-苏拉特，分别占比 30%、20%和 20%。苏拉特-达西沙和巴鲁奇-苏拉特两条路产剩余收费期限较短，发起人可通过收购新路产实现扩容和持续经营。

图 33：排除 2020 年疫情影响，收入基本稳定



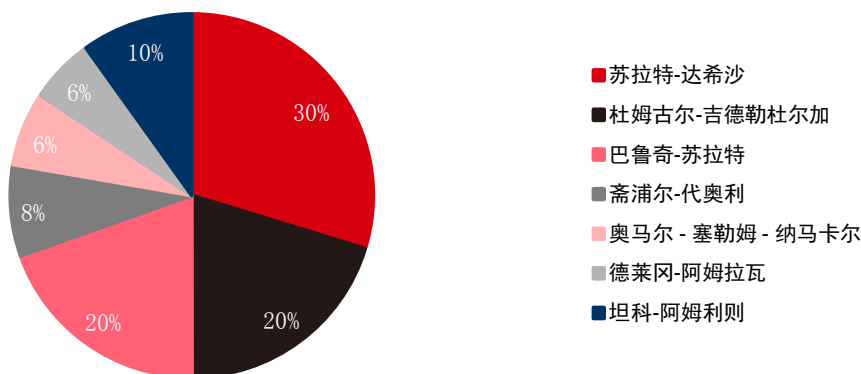
资料来源：公司公告，中信证券研究部 单位：万辆

图 34：FY20 税后净利润下降 12.7%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：IRBIF 收入主要来自苏拉特-达西沙、杜姆吉尔-吉德勒杜尔加和巴鲁奇-苏拉特



资料来源：Corporate Presentation 2020，中信证券研究部

印度 IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力。IRBIF 每季度派息，在 2017 年 5 月上市以来分别在 2018 年 3 月、2019 年 3 月、2020 年 3 月以高股息率 10.5%、12.0%、10.4%，高于印度 10 年期国债到期收益率均值 3.6~4.3pcts。3 年来 IRBIF 分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%，高股息、稳定收益吸引机构投资者，特别是 QF 的关注，截至 2020 年末前 10 大股东中机构投资者持股 38.9%。

2021 年 4 月 21 日，基础设施公募 REITs 迎来首批申报项目，例如浙商汇金沪杭甬基础设施证券投资基金，中国公路公募 REITs 呼之欲出。

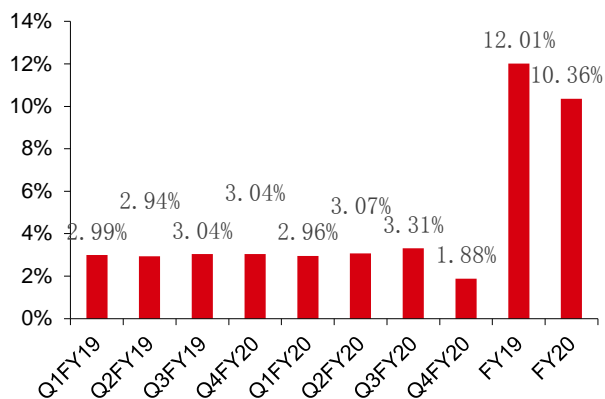
表 4：IRBIF 前 10 大股东持股比例

名称	持股占比
IRB 基础设施开发有限公司	15.97%
新加坡政府	8.26%
Aditya Birla Sun Life Trustee Private Limited A/C Aditya Birla Sun Life Equity Hybrid '95 Fund	6.39%
Bny Mellon Investment Funds Newton Asian Income Fund	6.07%
Prusik Umbrella UCITS Fund PIC/Prusik Asian Equity Income Fund	4.48%
CIM Investment Find ICAV	4.22%
新加坡金融管理局	2.80%
PFIL 证券有限公司	2.36%
施罗德亚洲资产收益基金	2.17%
Virendra D Mhaikar	2.11%

资料来源：Corporate Presentation 2020

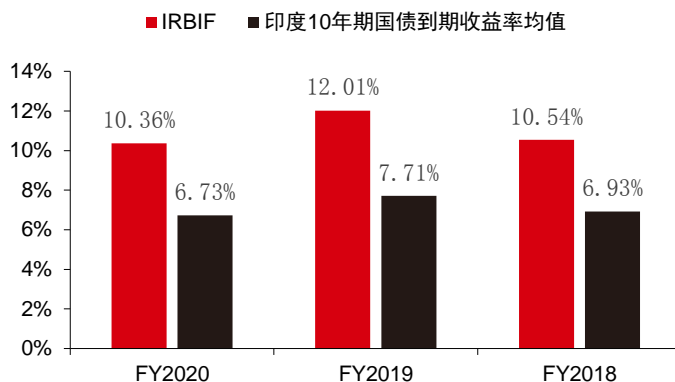
截止时点为 2020 年 12 月 31 日

图 36：IRBIF 在 2019 年 3 月、2020 年 3 月分红对应高股息率 12.0%、10.4%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 37：IRBIF 上市 3 年股息率高于印度 10 年期国债到期收益率均值 3.6~4.3pcts



资料来源：公司年报，Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

资产整合进度不及预期，路产盈利能力不及预期，公募 REITs 落地不及预期。

■ 投资策略

行业观点更新

1984 年以来率先推进“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投资体系，截至 2019 年底收费公路通车里程达 17.1 万公里，2013~2019 年高速公路里程占比收费公路由 64.2%升至 83.5%、结构持续优化。传统融资模式难以为继。截至 2019 年底全国收费公路银行贷款余额占比 82%，还本付息占公路支出的 78%，收费公路收支缺口自 2013 年 661 亿元扩大至 2019 年 4850 亿元。以银行贷款为主的单一融资方式较难持续，REITs 为我国高速公路建设和发展提供新的融资途径。

公募 REITs 有望提供新的融资渠道，推动多元化融资再加速，同时倒逼公路运输企业提升经营效率、经营机制更加灵活，激活优质资产潜力。高速公路收取通行费的营业模式具备“银货两讫”的特征，营业收入以现金流入的账期极短。公路板块 2016~2020 年（经营活动现金流净额/营业收入）指标高出全部 A 股 20.9~42.4pcts，板块具备“现金牛”属性，若不考虑 2020 年疫情影响，毛利率维持在 45%左右，净利率 25%~35%之间。收费公路资产有望与 REITs 介于股和债之间的定位能够较好的契合，为投资者带来资产增值和高分红的双线回报，可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，公路有望成为 REITs 重要的底层资产。

对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，中国公路公募 REITs 呼之欲出。对比海外，IRBIF 以印度境内 7 条收费公路为底层资产，上市以 3 年来股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力。高股息、稳定收益吸引机构投资者，截至 2020 年末前 10

大股东中机构投资者持有股权 38.9%。2021 年 4 月 21 日基础设施公募 REITs 迎来首批申报项目，例如浙商汇金沪杭甬基础设施证券投资基金，中国公路公募 REITs 呼之欲出。

投资策略

高速公路 2019 年末通车里程 14.28 万公里，30 年快速发展推动运营里程全球第一。同时银行贷款为主融资模式导致还本付息占支出 78%，收费公路收支缺口自 2013 年 661 亿元扩大至 2019 年 4850 亿元，REITs 为公路建设和发展提供新的融资途径。对比海外，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，中国公路公募 REITs 呼之欲出。维持高速公路行业“强于大市”评级。

表 5：重点跟踪公司盈利预测

简称	收 盘 价 (元)	EPS (元)			PE		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E
宁沪高速	10.4	0.49	0.88	0.94	19	12	11
深高速	9.93	0.94	1.10	1.22	9.4	9.1	8.2
粤高速	7.22	0.42	0.75	0.68	14.6	9.6	10.6
招商公路	8.08	0.36	0.79	0.87	19.2	10.2	9.3

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价，采用 wind 一致预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。