

免收通行费背景下的疫情对高速公路行业影响简析

工商企业二部 贺畅 王伟

据交通运输部 2 月 15 日消息，经国务院同意，2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费，具体截至时间另行通知，相关配套保障政策将另行出台。

疫情对高速公路企业通行费收入的影响大小将直接取决于持续时间，但无疑会对企业短期经营业绩造成较大负面影响；考虑到通行费收入对全年刚性支出的覆盖程度较好，整体行业信用风险仍较低

新冠肺炎疫情将对短期经济增长产生明显的负面冲击，具体影响程度仍取决于疫情持续时间，尽管新增病例整体呈下降趋势，但何时能解除防控仍存在不确定性。因此，预测疫情对宏观经济及高速公路行业的影响，需要假设不同的情景。情境一是疫情防控比较得力，防控效果持续显现，到 3、4 月份就实现完全控制；情境二是春节后复工，尤其是大城市出现返工潮，加之此前防控初显成效后民众可能会出现防控意识的松懈，导致疫情反复，疫情一直持续到 5 月份气温转暖使得病毒自身丧失活力，并在上半年完全控制住；情境三相对比较悲观，即疫情会一直持续至下半年甚至更长时间，但我们认为政府会极力避免这种情景出现。

我们可以粗略估算疫情持续时间长短对企业通行费收入的影响。春节期间免收客车通行费时间为 1 月 24 日至 1 月 31 日，后延长至 2 月 2 日；此外 2 月 17 日之后免收通行费直至疫情结束。那么一季度的实际收费期间分别为：1 月 1 日-1 月 23 日（23 天，受疫情影响较小）和 2 月 2 日—2 月 16 日（14 天）。根据交通运输部数据，从春运开始至武汉封城日止（春运前 14 日），全国道路发送旅客 8.90 亿人次，同比下降 0.5%，而自武汉封城之后，国民对疫情的重视程度突飞猛进，至春运第 33 日，全国道路发送旅客 11.32 亿人次，下降 45.4%，由此可以推测在进入全面防治阶段后的 19 天内，全国道路发送旅客增速同比下降了 78.71%，由此可以近似假设后 14 天收费期间内车流量减少了 80%。由此估计，若至 2 月末仍不能恢复收费的话，则意味着 1-2 月的全国通行费收入将同比减少 50%以上。

受经济增长以及新通车路段的逐步培育等因素影响，全国高速公路的通行费收入每年都会自然增长，在此保守假设 2020 年自然增速¹为 5%，且假设货运及客运在疫情结束后恢复期间均长达 2 个月，恢复期间收入近似按照 80%计算，则根据疫情持续时间长短，可计算得出以下数据。

图表 1 预计疫情持续时间对全国通行费收入造成的影响（单位：%）

收入增速	情景一		情景二		情景三
	3月初恢复	4月初恢复	5月初恢复	6月初恢复	12月末恢复
预计一季度通行费收入增速	-40.00	-66.67	-66.67	-66.67	-66.67

¹ 2014-2018 年全国通行费收入增速分别为 7.05%、4.94%、12.26%、13.67%和 8.75%。

预计上半年通行费收入增速	-23.33	-40.00	-56.67	-70.00	-83.33
预计全年通行费收入增速	-11.67	-20.00	-28.33	-36.67	-91.67
预计全年通行费收入增速 (考虑自然增速)	-6.67	-15.00	-23.33	-31.67	-91.67

数据来源：Wind，东方金诚整理预测

由此可见，疫情对高速公路企业通行费收入的影响大小将直接取决于持续时间，但无疑会对短期经营业绩造成较大负面影响。

我们从通行费收入对刚性支出的覆盖情况来判断行业整体融资压力及整体信用风险水平。高速公路绝大部分为国有企业，且历来信用风险水平较低，假设在金融机构不会收紧授信，不考虑还本压力情况下，则企业 2020 年的刚性支出主要由利息支出、养护费用、运营管理费用等构成。从预计通行费收入对刚性支出的覆盖倍数来看，若高速公路能在 5 月初前恢复收费，则企业的刚性支出能完全通过收入来偿还，通行费收入对刚性支出的覆盖程度较好，若恢复收费时间晚于 5 月份，则企业需通过自有资金或新增融资等来维持必要支出。整体来看，高速公路行业信用风险仍较低。

图表 2 预计高速公路通行费收入对必要支出的覆盖倍数² (单位：亿元、倍)

	高速公路通行费收入	高速公路偿债利息支出	高速公路养护费用支出	高速公路运营管理支出	高速公路通行费收入对刚性支出的覆盖倍数
2015	3724.75	2115.92	436.39	471.30	1.23
2016	4181.32	2188.40	396.16	535.89	1.34
2017	4752.75	2372.49	470.71	576.83	1.39
2018	5168.38	2499.24	536.32	656.07	1.40
2019E	5581.86	2683.31	589.95	721.67	1.40
2020E(3月初恢复)	5209.73	2871.14	648.95	793.84	1.21
2020E(4月初恢复)	4744.58	2871.14	648.95	793.84	1.10
2020E(5月初恢复)	4279.42	2871.14	648.95	793.84	0.99
2020E(6月初恢复)	3814.27	2871.14	648.95	793.84	0.88
2020E(12月末恢复)	465.15	2871.14	648.95	793.84	0.11

数据来源：Wind，东方金诚整理预测

疫情冲击下，湖北省和西部地区云南、贵州等地高速公路企业信用风险相对更高

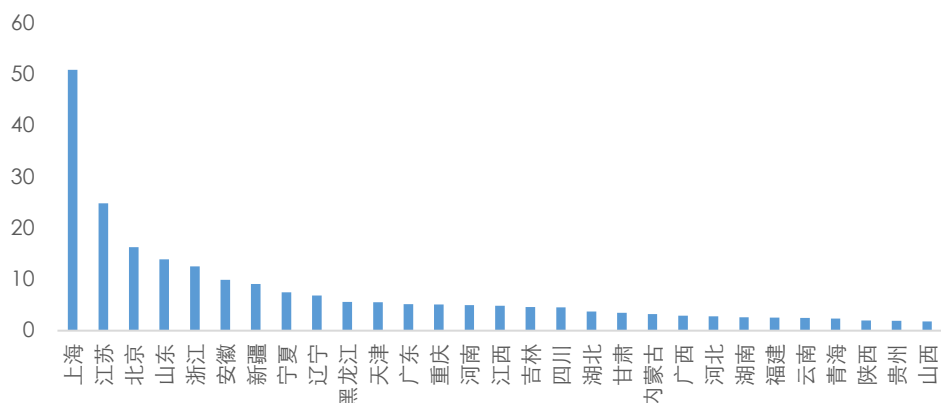
由于高速公路运营具有一定的公益性，大部分省份的收支缺口较高，故政府对高速公路企业，尤其是对各省级集团企业具有一定的政策或资金支持。如 2019 年，为化解省高速公路债务风险，山西省交控集团向国开行等银团平移置换债务 2337 亿元，成为全国成功处置政府债务的典型案列。

受免收通行费政策影响，全国范围内的高速公路企业在短期内基本丧失主要收入来源，预计偿债和维持运营将主要依靠融资以及政府的补贴支持。在此通过衡量各省可用财力对高

² 交通运输部尚未披露 2019 年全国通行费收支明细，在此，2019 年及 2020 年通行费收入增速采用 8% 近似代替；2019 年及 2020 年高速公路养护经费支出增速采用 10% 近似代替；2019 年及 2020 年高速公路运营管理支出增速采用 10% 近似代替；2019 年及 2020 年高速公路偿债利息支出由上年末债务余额及推测成本计算得出，其中 2019 年债务余额增速采用 7% 近似代替；2019 年及 2020 年债务成本采用 5% 近似代替。以上所预计增速均由历史增速模拟近似得出；此处未考虑多元化业务、项目的必要投入以及税费等的影响。

速公路债务余额的覆盖程度来衡量各省的支持能力强弱,其中可用财力采取一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。可以看到,覆盖倍数较低的区域大部分位于西部区域,如云南、贵州等地。

图表 3: 2018 年各省可用财力对高速公路债务的覆盖倍数



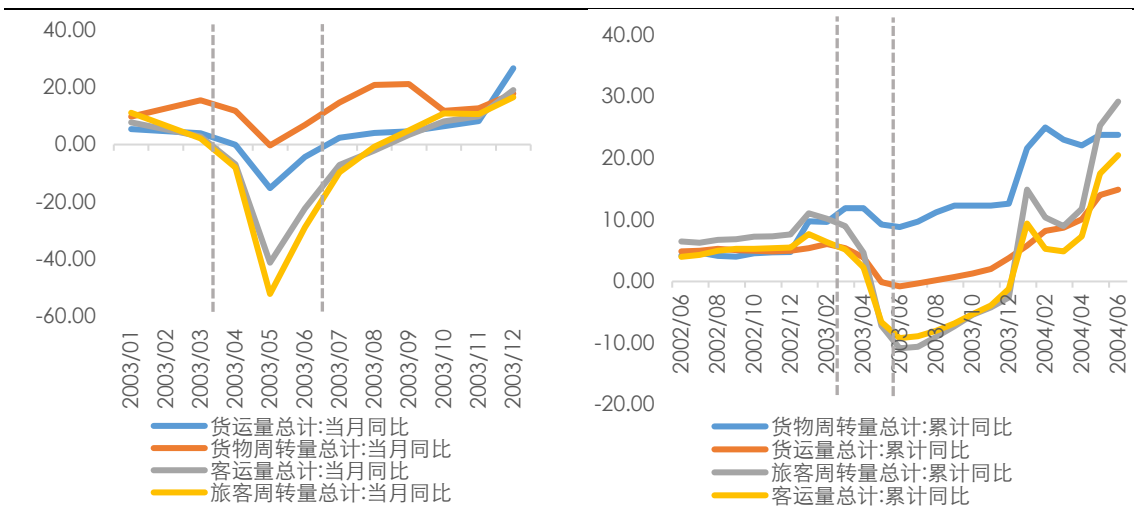
数据来源: Wind, 东方金诚整理

另一方面,由于本次新冠肺炎疫情主要集中于湖北省内,所以我们不排除其余疫情得到控制的省(市、区)高速公路相对提前继续收费的情况;此外爆发区域的相对集中也可能会导致疫情结束后,人们出于心理作用而减少与湖北区域相关的出行及业务,故预计本次新冠肺炎疫情对湖北省高速公路企业的影响将相对较大。

疫情结束后,客货运需求恢复速度较快,且相对货运而言,客运需求恢复相对更慢,云南、贵州等较为依赖旅游业的西部省份高速公路企业或将承受更大压力

SARS 疫情自进入全面防治阶段后(2003 年 4-6 月),客运及货运指标均出现大幅下降,2003 年上半年全国客运量及客运周转量分别累计同比下降 9.20%及 10.85%,同期,货运量及货运周转量分别累计同比增长-0.80%和 8.81%,疫情对公共客运的影响显著高于货运行业。SARS 疫情平复后,客运及货运相关指标均迅速反弹,在 8-9 月份时增速达到疫情前水平;从累计增速来看,在 2003 年下半年,各项增速迅速回升,至 2003 年末客运量及客运周转量累计降幅缺口较 6 月末分别缩窄 8.00 和 8.25 个百分点;货运量及货运周转量增速分别回升 4.60 和 3.79 个百分点,而同期 GDP 累计增速同比下降 0.10 个百分点,下半年客运及货运回暖状况明显。

图 5：2003 年我国主要货运及客运指标同比增速变动情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

SARS 疫情进入全面防治阶段后在 4 月份，春运已经结束，社会已基本回复正常运转；而本次新冠肺炎防治时间正处于春节假期期间，目前共计有 31 省市启动重大突发公共卫生事件一级响应，多地实行交通管制，关闭公共交通，以防止疫情扩散。交通管制直接导致了大量工厂员工不能及时到岗，企业生产及销售受限制；居民旅游消费等外出需求受到重大冲击，预计对我国宏观经济的影响将远高于 SARS 疫情影响。

高速公路的需求端主要为客货运需求。货运需求与经济状况高度相关，由于 2020 年为保 GDP 增速的决胜年，2 月以来国家层面密集出文确保各省有序返工开工，预计以工业为主的第二产业所受影响将低于以服务业为主的第三产业，且在疫情结束后货运需求的恢复期较短。客运主要与居民出行需求有关，其中包括部分如旅游出行等较为弹性的第三产业需求，鉴于本次疫情影响程度已远超 SARS 疫情，预计在疫情平复后，居民仍将心有余悸，减少此类出行规划，使得客运的恢复期相对长于货运的恢复期，我们从 SARS 疫情的走势中也可以得到验证。受此影响，预计云南、贵州等较为依赖旅游业的西部省份高速公路企业或将承受更大压力。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。