



交通运输行业之高速公路篇——

债务化解诉求强烈，贷款置换等金融业务受重视

■ **2016年—2025年是我国高速公路债务高峰期，平台化债诉求强烈。**我国高速公路的建设依赖债务资金，近年通车里程大幅增长导致行业债务规模快速膨胀，我们预计2016年—2025年将是偿债高峰。由于通行费收入尚无法覆盖每年的本息支出，缺口2000多亿元，国内的高速公路平台企业需要借助债务化解来平滑期限结构，以缓解当前的债务负担。目前，山西、吉林、青海等多个省份已经出台或者正在筹划高速公路债务化解方案，由此可能创造相应的金融业务机会。

■ **高速公路信贷属性受重视，国内银行持续追加授信额度。**历史数据上看，高速公路是少数能够兼顾高投放和低不良的信贷投向之一（2018年底债务余额5.37万亿元、不良率预计约1%），“资产荒”环境中其配置价值有望继续受到重视。实际偿债能力方面，尽管还本付息存在缺口，但考虑到高速公路的现金来源稳定并且有效覆盖利息，若债务期限结构得以合理安排，则也能为本金的清偿赢得空间。近年来银行对于高速公路的授信持续增长，彰显金融机构对于高速公路资产的偏好和信心。

■ **各省高速公路平台经营存在分化，客户筛选建议综合考量宏观经济、路产质量、运营指标和政府支持意愿。**①**宏观经济：**高速公路所在地的经济密度、人口密度和人口流入能刺激区域活力；铁路扩张则可能对高速公路形成分流。②**路产质量：**考察潜在的通行费规模、路产性质和规划里程。潜在的通行费规模取决于公路里程和车流量资源；还贷性公路受益于“统贷统还”政策；规划里程高将不利于增量债务控制。③**偿债指标：**包括债务保障能力、资产负债结构和银行授信等。④**政府支持意愿：**行政地位高的高速公路平台在面临资金困境时更有可能获得政府援助。

■ **业务建议和风险提示：**（如需本部分内容，请参照文末联系方式联系研究院）

王海量

行业研究员

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com

感谢总行战略客户部基础设施经营团队、建筑施工与建材经营团队对高速公路行业研究的支持



目录

1. 高速公路进入偿债高峰期，债务化解诉求强烈	1
1.1 全国高速公路的债务余额 5.37 万亿元	1
1.2 目前高速公路已经进入偿债高峰期，债务化解诉求强烈	4
2. 高速公路符合信贷资产配置诉求，银行持续追加授信额度	7
2.1 高速公路具备高投放、低不良等特点，符合信贷配置诉求	7
2.2 高速公路债务负担源自期限错配，利息保障能力尚可	9
2.3 国内银行持续追加高速公路行业的授信额度	10
3. 客户选择建议综合考量企业基本面和政府支持意愿	12
3.1 企业基本面因素一：宏观经济	13
3.2 企业基本面因素二：路产质量	14
3.3 企业基本面因素三：偿债指标	17
3.4 政府支持意愿	17
4. 业务建议和风险提示	19



图目录

图 1: 全国高速公路通车里程.....	1
图 2: 我国高速公路的累计建设投资总额.....	2
图 3: 我国高速公路的债务余额.....	2
图 4: 2018 年底我国各省市的高速公路债务余额（亿元）.....	2
图 5: 政府还贷性高速公路和经营性高速公路区别.....	4
图 6: 我国高速公路的债务余额.....	5
图 7: 我国高速公路的年均还本付息金额.....	5
图 8: 高速公路历年新增通车里程情况.....	5
图 9: 我国高速公路的通行费收入、还本付息与还本付息缺口.....	6
图 10: 全国银行业的贷款投放规模和不良率情况.....	8
图 11: 全国银行贷款不良率呈现上升趋势.....	9
图 12: 不良率变化情况（2017 VS 2015）.....	9
图 13: 全国商业银行对省级高速公路平台的平均授信额度（亿元）.....	11
图 14: 省级高速公路平台综合评分表.....	13
图 15: 各区域高速公路经济密度和五大都市圈人口增长变化.....	14
图 16: 各省份高速公路里程.....	16
图 17: 各省份高速公路客货车流量比例.....	16

1. 高速公路进入偿债高峰期，债务化解诉求强烈

1.1 全国高速公路的债务余额 5.37 万亿元

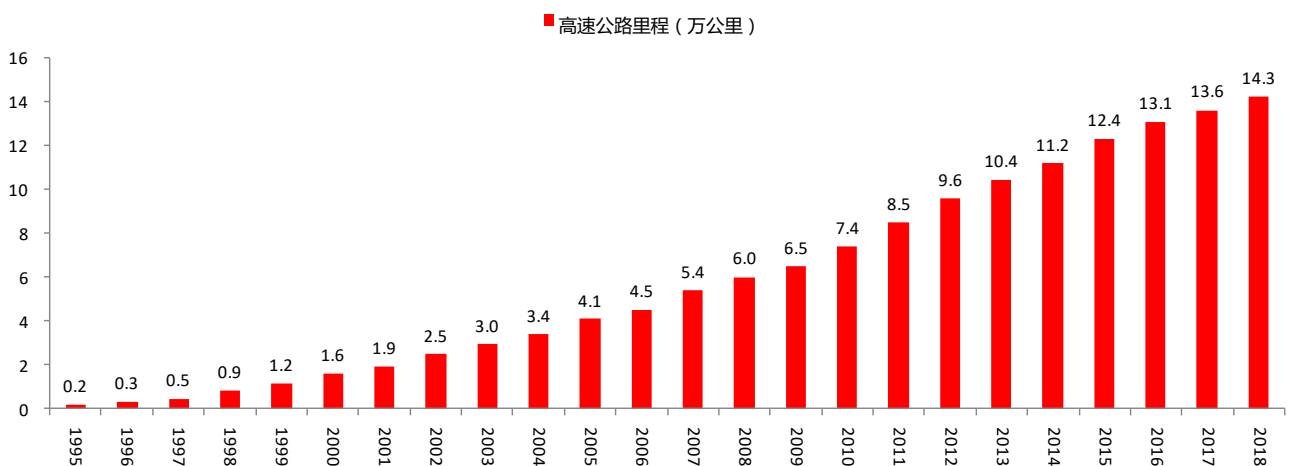
我国高速公路存量债务规模约 5.37 万亿元，中西部规模大且增速快

近些年我国高速公路里程快速增加，2018 年全国通车里程 14.3 万公里，较 2010 年的 7.4 万公里增长接近一倍。由于高速公路建设初始投资大、投资回报期长，以及资本金有限，目前高速公路建设投资主要以债务投入为主，因此，我国的高速公路债务规模也随着建设里程的增加而快速膨胀。

截止至 2018 年底，我国高速公路累计投资总额约为 8.21 万亿元，其中，资本金投入约 2.45 万亿元，债务资金投入约 5.76 万亿元。银行贷款是我国高速公路举债的最重要渠道，5.76 万亿元的债务资金中，共有 5.35 万亿元来自于银行贷款，剩余的 4100 亿元通过债券等其他形式进行筹措。

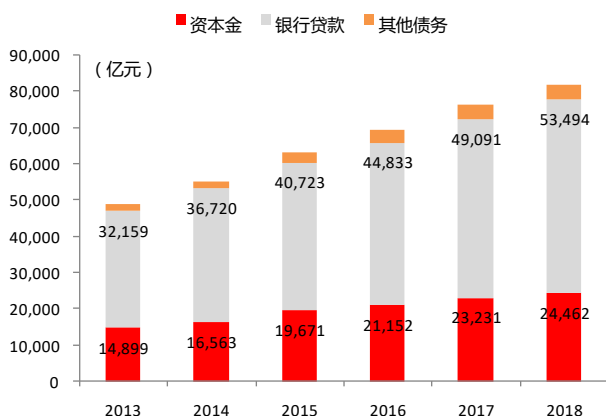
高速公路的债务偿还主要依赖通行费收入，相比于每年新举借的债务以及还本付息金额，单一年份通行费收入的量级明显偏小，因此高速公路债务的偿还周期普遍较长。目前，我国高速公路的债务余额约 5.37 万亿元，银行贷款余额约 4.54 万亿元。

图 1：全国高速公路通车里程



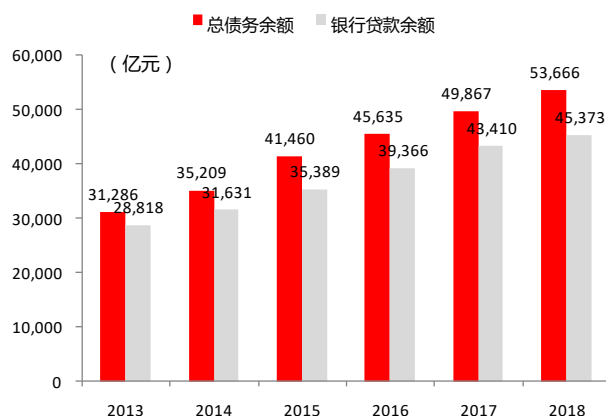
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 2：我国高速公路的累计建设投资总额



资料来源：交通部，招商银行研究院

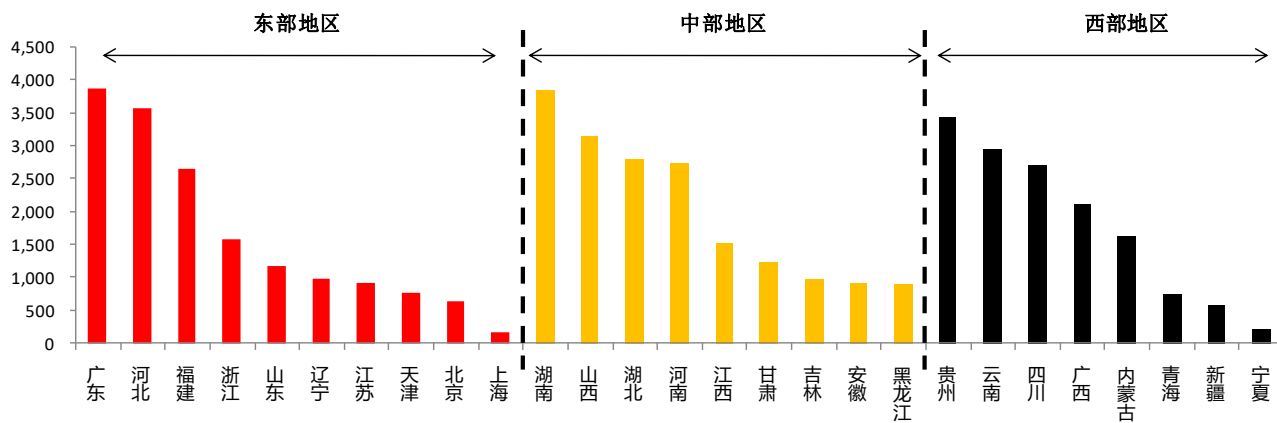
图 3：我国高速公路的债务余额



资料来源：交通部，招商银行研究院

区域分布方面，东部、中部、西部的债务余额呈现逐级递增的分布。我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已经陆续完成偿还，因此债务余额规模相对较小，增速缓慢，2018年为1.64万亿元，2010—2018年复合增速为8.3%。近年来新增的高速公路建设规划开始重点支持中西部地区，新增债务规模较大，加上区域地形复杂、单公里造价成本高，进一步加速了债务的积累。2018年中部/西部的债务余额分别为1.69/2.04万亿元，2010—2018年复合增速分别为15.2%/21.5%。

图 4：2018 年底我国各省市的高速公路债务余额（亿元）



资料来源：交通部，招商银行研究院 注：为与高速公路研究的常用口径保持一致，本报告的区域按照 1986 年全国人大六届四次会议通过的“七五”计划划分为东部、中部、西部，未将东北地区单独划分

高速公路债务与地方政府存在关联

不同的债务主体，其对应的债务偿还模式和潜在风险存在着明显区别，因此，高速公路的债务属性向来是市场尤为关注的话题。一般来说，收费公路可以根据筹建主体的不同分为政府还贷和经营性两类。



政府还贷高速公路是指政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的高速公路。政府还贷公路的投融资主体是政府交通主管部门，2015年之前的旧《预算法》对地方政府举债存在严格限制，所以政府交通部门一般设立高速公路公司代为举债建设，同时负责建成后的运营管理，通行费收入全部存入财政账户，严格实行收支两条线管理。西南证券相关报告指出，政府还贷公路的还款主要依靠地方政府向企业划拨，本质上仍是政府债务。截至2018年底，政府还贷高速公路的债务余额为2.84万亿元。

经营性公路指社会经济组织投资建设或者依法受让政府还贷公路收费权的公路。截至2018年底，经营性高速公路的债务余额为2.52万亿元。理论上说，经营性高速公路以市场化方式运营，投融资主体为市场化程度较高的企业，通行费收入归企业所有且债务也由其承担，因此经营性公路的举债应被认为是企业行为。

图 5：政府还贷性高速公路和经营性高速公路区别

	政府还贷性	经营性
定义	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、个人有偿集资建设	国内外经济组织投资建设或依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路
建设资金来源	资本金占总投资资金比约28%，其中财政性资本金占比85%	资本金占总投资资金比32%，其中财政性资本金占比30%
收支管理	严格实行财政收支两条线，实行财政预算管理：通行费收入全部存入财政专户，支出按预算由财政依据政府性基金预算拨付	采用公司内部收支两条线，实行公司内部预算管理：收入解缴公司，支出按预算由公司内部预算拨付
收费期限	按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定。一般最长不得超过15年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不超过20年	按收回投资并有合理回报的原则确定时间，最长不得超过25年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不超过30年；收费期限满后移交政府
收费标准	由各省财政厅、交通厅和物价局批准	由各省交通厅和物价局报备
债务余额	2.84万亿元	2.52万亿元

资料来源：交通部，联合评级，招商银行研究院 注：表格中的建设资金来源数据和债务余额数据均为截至 2018 年底数据

1.2 目前高速公路已经进入偿债高峰期，债务化解诉求强烈

2016-2025 年是高速公路偿还高峰

我国高速公路的举债渠道主要是银行，对贷款细节的披露不充分。因此我们只能利用目前已经掌握的数据对高速公路的还款节奏进行大概估计。我们认为，2016 年—2025 年可能是国内高速公路债务偿还高峰。

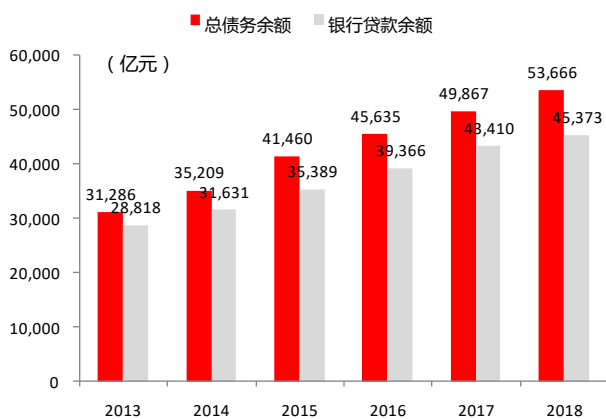
一般来说，银行会在高速公路启动建设前发放贷款，建设期内对项目公司的还款要求较低，直到高速公路通车后才要求集中偿付本金和利息。这就意味着，高速公路密集开通的年份是债务支出增速最快的年份；高速公路通车节奏放缓，则债务支出增速也将相应放缓；如果高速公路无新增通车里程，则高速公路没有新增债务负担，只有到期债务，债务余额减少。

回顾我国高速公路建设历程，可以发现 2010-2015 年是高速公路扩张最为激进的阶段，年均完工里程约 1 万公里，这一阶段也是我国高速公路债务余额和每年还本付息支出增速最快的阶段。2016 年后高速公路通车里程显然已经不如 2010 年—2015 年庞大，因此尽管债务余额和每年还本付息支出正在增加，

但是增速将有所放缓。到 2025 年，随着高速公路的新增里程降至低位，高速公路的债务余额和每年还本付息支出有可能回落。因此，我们估计 2016—2025 年将是我国高速公路债务偿还的高峰期。

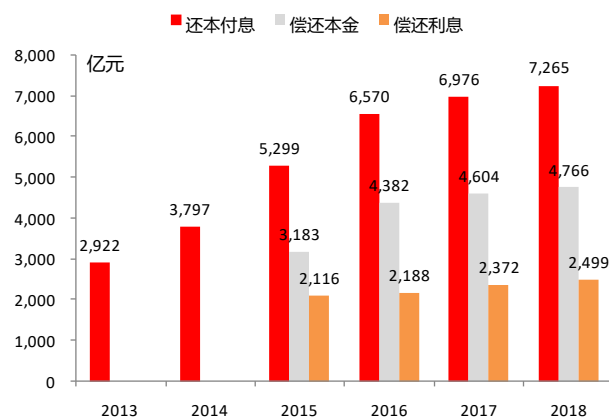
交通部发布的统计公报可以部分佐证我们的这一判断。2016 年后，我国高速公路的债务余额和还本付息金额虽然都在增长，但是增速都明显放缓。

图 6：我国高速公路的债务余额



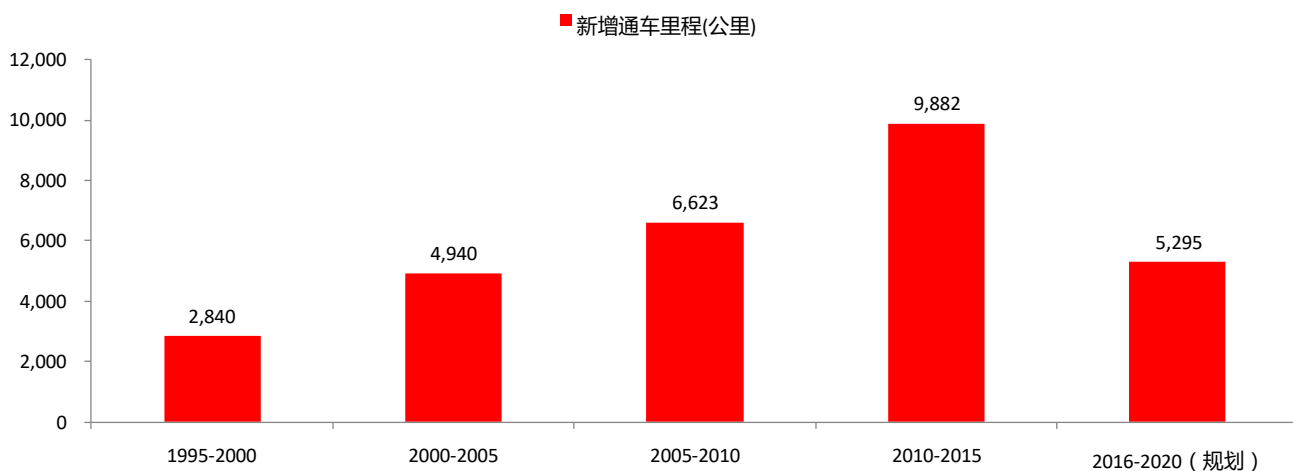
资料来源：交通部，招商银行研究院

图 7：我国高速公路的年均还本付息金额



资料来源：交通部，招商银行研究院

图 8：高速公路历年新增通车里程情况

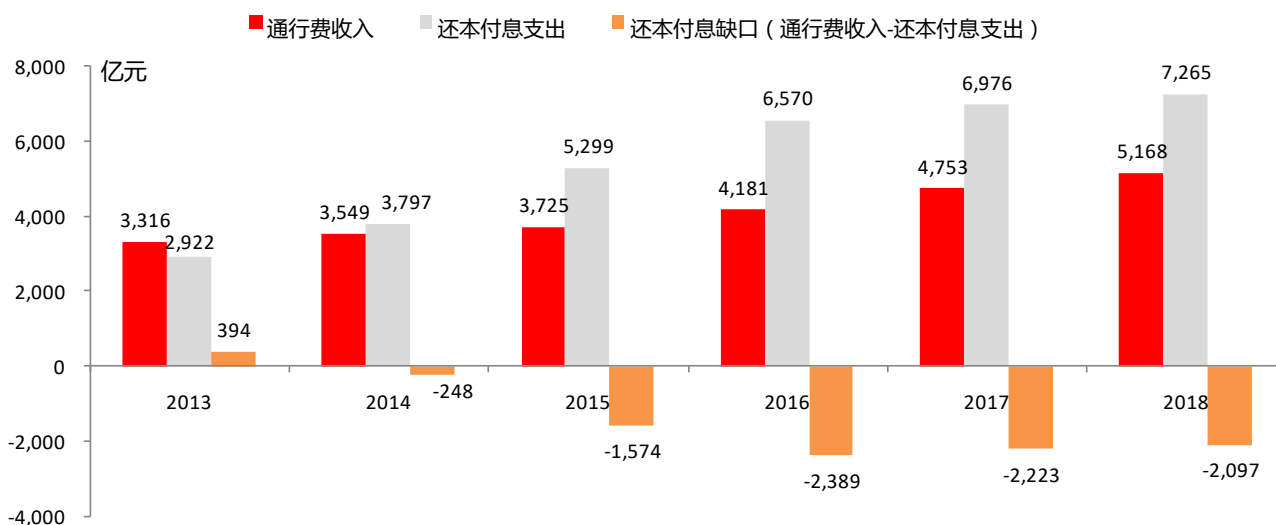


资料来源：国务院，国家统计局，招商银行研究院

高速公路企业债务负担沉重，化解诉求强烈

如我们前面所述，高速公路偿还债务主要依靠通行费收入，但是每年的通行费收入相对于债务本金而言，量级明显偏小。面对长达 10 年的偿债高峰，高速公路企业无疑存在较大的债务压力。实际上，从 2014 年开始，我国高速公路企业的通行费收入就很难覆盖还本付息的支出。2018 年，我国高速公路通行费收入为 5168 亿元，而还本付息金额为 7265 亿元，缺口接近 2100 亿元。

图 9：我国高速公路的通行费收入、还本付息与还本付息缺口



资料来源：交通部，招商银行研究院

尽管高速公路债务与地方政府存在关联，但依赖地方财政完全解决当前的债务问题并不现实。地方财政吃紧是其中主要原因。博瞻智库测算，如果同时考虑显性债务和隐性债务，那么 2018 年底我国政府负债率已经达到 90%—100%的水平，远远高于 60%的国际警戒线。

所以，对存量债务进行重新安排，平滑期限结构已成为多地的迫切诉求。这种方式也具备可操作性。从起因来讲，当前高速公路出现集中偿还的迹象主要也是因为 2010-2015 年的激进扩张，通行费收入难以匹配陡峭上升的债务规模。但是，高速公路具有稳定的现金来源，如果将债务进行平滑，那么每年的通行费收入和债务支出则有可能实现合理匹配。

截至目前，越来越多的省份已经出台或者正在筹划高速公路债务置换方案，也可以反映地方迫切的债务化解诉求。例如：1) 2018 年 12 月，山西交控与国开行牵头的 7 家金融机构签订《银团贷款协议》，债务重组规模达到 2607 亿元，使债务期限得到平滑并减少每年利息支出 30 亿元；2) 2019 年 3 月，吉林省高速公路集团和国开行等 6 家银行签订规模近 700 亿元的融资再安排银团贷款，推动债务化解；3) 2019 年 9 月，青海省交通控股集团有限公司挂牌成立，其主要目的也是为了推进交通债务化解，相关贷款重组工作预计将很快进入实质阶段。



2. 高速公路符合信贷资产配置诉求，银行持续追加授信额度

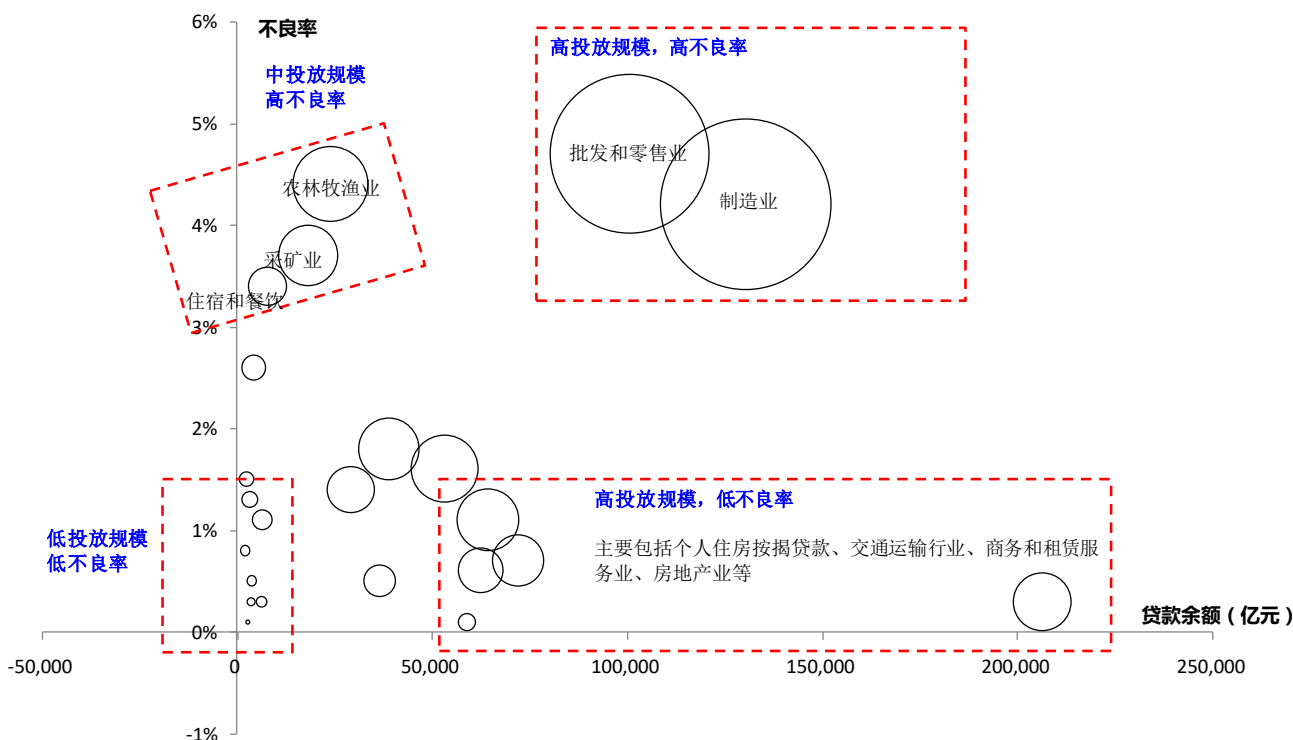
2.1 高速公路具备高投放、低不良等特点，符合信贷配置诉求

回顾历史，高速公路具备高投放和低不良的两大优势

银行资产配置需要兼顾收益和风险。对于银行而言，理想的配置行业应同时满足投放规模大和不良率低这两项基本要求。但是，由于信息不对称、逆向选择等因素的影响，能够满足这两项特征的资产较为匮乏。我们观察了近年来全国银行信贷资产投放的数据，高速公路正好是符合这两个特征的少数行业之一。

综合考虑信贷规模和不良率两项指标，我们将全国银行的行业配置划分成不同等级。等级高则意味着不良率低、投放规模大，即对银行的综合贡献较高。由于兼具交通设施和城投属性，银行可能将高速公路资产划入“交通运输、仓储和邮政业”或“租赁和商务服务业”中，这两个行业与个人住房按揭贷款、电气水供应、水利公共设施、教育、金融、卫生保障事业、公共管理社会组织，都属于综合表现较优的几类行业。假如我们对投放规模给予更高的权重，则交通运输、租赁服务、个人按揭和房地产业的整体表现将更为突出。

图 10：全国银行业的贷款投放规模和不良率情况



资料来源：银保监会，招商银行研究院 注：更全面的说，银行的优质配置资产，应当同时满足高投放、高收益率和低不良率三大标准。受限于数据可得性，我们的分析框架中暂时只关注投放规模和不良率这两项指标。我们用气泡大小反应不良贷款的余额，图表采用 2017 年末数据。

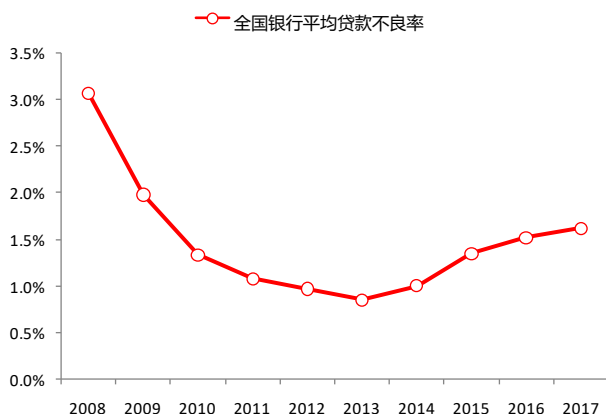
资产荒背景下，优质高速公路资产稀缺性持续受到重视

过去房地产行业的发展为银行业产生重大贡献，成为重要的信贷资产配置行业，个人按揭贷款和房地产企业贷款分别进入我国银行贷款规模的前五名，2017 年投放规模合计 27 万亿元。但是，在“房住不炒”的政策基调引导下，目前银行资产流向房地产相关行业的渠道、额度都受到严格限制，这一局面短期难以改变，银行资产荒破局则要求能够找到可替代的配置领域。

然而，与银行“资产荒”并行的现象是大多数行业的贷款不良率正在攀升。由于我国 2015 年以来经济增速承压、产业升级转型尚未完全显效、国际贸易形势恶化，国内不少企业都面临着艰难的经营环境，多个行业贷款不良率持续攀升。根据银保监会的统计，2017 年全国银行的不良贷款率为 1.6%，比 2015 年高出 0.3 个百分点。22 个主要的信贷投放行业中，17 个行业出现不良率上升，仅有 5 个行业不良率下降或保持不变。部分行业的不良率水平已经接近 5%。

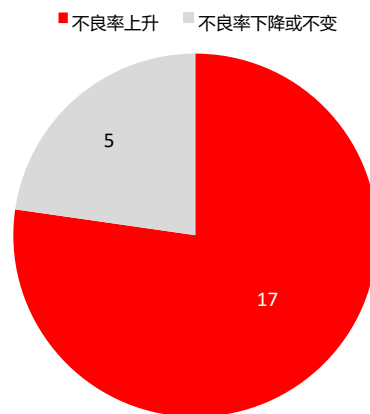
高速公路行业具备资产权属清晰，现金来源稳定等特点，在银行面临传统优质资产投放受限以及其他资产不良率普升的双重困境下，其配置价值持续受到重视。

图 11：全国银行贷款不良率呈现上升趋势



资料来源：银保监会，招商银行研究院

图 12：不良率变化情况 (2017 VS 2015)



资料来源：银保监会，招商银行研究院

2.2 高速公路债务负担源自期限错配，利息保障能力尚可

我们前面提到，目前我国高速公路的通行费收入并无法覆盖本息支出，如果考虑企业运营、路产日常养护成本等刚性支出，则缺口更为明显。因此，债务集中偿还背景下企业的违约风险成为市场投资者高度关心的问题。但是，高速公路的债务问题本质上是期限错配问题，长回收周期对应短债务期限，导致债务集中到期时偿还压力大。

实际上，如果从利息覆盖的角度，目前高速公路的债务仍然处于有效的偿还过程。根据交通部《统计公报》，2018 年底我国高速公路债务余额 5.37 万亿元，相比累计举借的债务金额 5.76 万亿，一共减少了约 4000 亿元，占累计举借的债务本金 6.8%。这意味着，我国高速公路行业的收入除了有效覆盖利息支出以外，还逐步偿还了本金。向后看，随着高速公路的建设节奏放缓，到期债务的规模有望大于新增债务的规模，从而推动债务余额下降。如果期限结构获得合理安排，则也能够为本金的清偿赢得空间。

从债务指标看，高速公路企业的表现也尚可接受。我们以国内 29 家省级交投平台作为样本，统计国内高速公路的偿债指标（根据联合评级的统计，省级交投平台控股我国 60%-70% 的高速公路路产，因此具有一定的代表性）。

1) 资产负债率：2018 年行业资产负债率的平均值为 64.2%，中位数为 66.3%，均未超过 70% 这一红线，且 2016 年—2018 年呈现下降趋势。

2) 经营现金债务保障倍数（经营性现金流量净额/债务余额）：2018 年行业平均值为 6.1%，中位数为 5.7%，存量债务的平均偿还年限在 15 年以上，相对较高。但 2016—2018 年平均值和中位数都有所好转，反应省级平台压力略有减小。



3) 现金流量利息保障倍数（经营性现金流量净额/利息支出）：2018 年行业平均值为 1.43，中位数为 1.32，整体上对于利息的覆盖能力较强。

4) 银行授信额度：2019 年最新的平均授信额度为 2924 亿元，较过往年份有明显的提升；未使用授信额度平均比例为 46.3%，剩余空间充足。

2.3 国内银行持续追加高速公路行业的授信额度

由于银行在发放授信之前需要对高速公路企业进行尽职调查，因此授信额度的高低既可以侧面衡量该企业的综合质量，同时也能够直观体现银行信贷资产的态度。近年来高速公路债务问题已经是老生常谈，但从授信趋势来看，国内商业银行显得普遍积极。自 2010 年以来，国内银行授予省级交投平台的授信额度长期保持快速上涨的趋势。最新数据显示，高速公路在 2019 年平均获授额度为 2924 亿元，2011 年—2019 年复合增速为 15.1%。

尽管中西部的债务负担相对东部较为沉重，但国内银行的授信偏好并没有表现出明显差异，其对于中西部省份的支持也颇为大方。例如，甘肃、广西、贵州、江西、四川、云南等省份从银行获得的授信额度都超过了 3000 亿元，高于全国的平均水平，东中西部一刀切的现象不明显。



图 13：全国商业银行对省级高速公路平台的平均授信额度（亿元）

公司名称	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
山东高速集团有限公司	4,374	4,329	3,062	2,184	1,900	1,103	1,192		999
浙江省交通投资集团有限公司	4,788	4,565	4,118	3,500	1,350	1,346	1,213	1,235	1,233
吉林省高速公路集团有限公司	3,324	1,461	1,189	498	163	159	14	119	65
江苏交通控股有限公司	5,469	3,386	2,391	1,993	1,730	1,645	1,596	1,621	413
北京市首都公路发展集团有限公司		1,360	1,543	1,533	1,231	867	692	563	
安徽省交通控股集团有限公司	3,001	2,976	3,298	2,995	2,196	2,196	968	1,176	1,176
河南省收费还贷高速公路管理有限公司	2,278	1,921	1,850	1,370	1,153	947			
江西省高速公路投资集团有限责任公司	3,791	3,157	3,133	2,970	2,492	2,295	1,509	804	558
河南交通投资集团有限公司	2,594	2,735	1,893	1,781	1,475	1,453	1,426	389	1,014
广西交通投资集团有限公司	3,373	2,455	2,498	2,477	1,887	1,577	1,570	1,190	1,196
贵州高速公路集团有限公司	4,836	3,845	4,076	2,986	2,497	1,959			1,759
四川省交通投资集团有限责任公司	3,338	2,791	2,852	2,554	2,200	2,196	2,006	2,128	2,068
福建省高速公路有限责任公司	270	264	206	211	203	160	164	141	127
云南省交通投资建设集团有限公司	4,961	5,143	4,309	4,298	2,748	1,095	1,215		1,165
湖北省交通投资集团有限公司	4,479	3,783	3,714	3,366	2,921	2,283	1,665	1,272	
重庆高速公路集团有限公司		1,742	1,190	1,333	1,365	1,385	969	1,165	1,165
陕西省高速公路建设集团公司	1,924	2,095	1,808	1,695	1,472	1,124	821	821	726
河北交通投资集团公司	1,718	1,581	1,219	551	740				
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	3,726	4,146	1,753	3,621	2,321	1,980	1,483	1,375	879
陕西省交通建设集团公司	2,661	2,563	1,163	2,537	2,301	1,632	1,379	904	601
湖南省高速公路集团有限公司	5,135	5,005	4,804	4,433	3,795	3,231	2,897	2,633	2,462
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	696	762	701	641	600	532	488	453	356
山西省交通开发投资集团有限公司	171	221	137	88	88	137	87	85	
天津高速公路集团有限公司		666				634		466	
海南省交通投资控股有限公司		52	670	570	560		560		
黑龙江省高速公路集团公司	15	15		80	94	10	10	3	
青海交通投资有限公司	326	353			99	61	54	4	
广东省交通集团有限公司				24	22	158	1,014	847	907
宁夏交通投资集团有限公司						90	90	90	164
平均值	2,924	2,347	2,232	1,934	1,467	1,195	1,003	847	952

资料来源：Wind，招商银行研究院

注：多家高速公路企业的授信数据披露不完整，缺失年份以空格进行标示



3. 客户选择建议综合考量企业基本面和政府支持意愿

高速公路债务风险相对可控，但是不同的省份和企业之间存在分化。我们对高速公路企业建立了综合评分框架，协助金融机构对客户资质进行初步判断。由于金融机构参与高速公路债务化解时一般是从长期角度出发，因此评分框架中更重视长期指标，而忽略短期因素的干扰。具体而言，该评分框架主要包含宏观经济、路产质量、运营指标和政府支持意愿四大模块。其中，宏观经济、路产质量、运营指标均为基本面因素。

无论是贷款置换、债券业务、债转股或者资产证券化等业务，高速公路企业的基本面都直接影响金融业务的收益和风险，因此我们在打分过程中赋予高权重。宏观经济权重 20%、路产质量 40%、运营指标 30%，合计 90%。

此外，由于高速公路具有准公益性属性，其债务与地方政府存在或多或少的关联，因此我们也不排除在企业偿还债务出现困难时，地方政府进行援助的可能，所以我们将地方政府的支持意愿纳入评分框架。但是，由于中央政府在公开场合的表态均为“打破刚兑”，使得财政援助存在不确定性，因此这一项的权重较低，占比 10%。

图 14：省级高速公路平台综合评分表

考察维度	指标权重	详细解释
宏观经济	20	
区域活力	10	综合高速公路经济密度、常住人口规模、人口流向进行综合衡量
铁路分流	10	高铁可能会分流部分中长途需求，冲击营运车辆市场；“公转铁”分流货运市场
路产质量	40	
潜在的通行费规模	15	潜在的通行费规模总体上取决于取决于车流量资源和控股路段里程，客车/货车流量的比重也会造成结构影响
路产性质	15	收费还贷公路评分相对较高，经营性公路评分相对较低
规划新增里程	10	规划新增里程越多，则意味着企业未来仍将有大量的资本支出，资金周转压力较大
偿债指标	30	
债务偿还能力	20	主要考察债务覆盖情况以及利息保障能力，综合（经营活动现金流/全部债务）和（EBIDA/利息支出）两个指标进行判断
资产负债结构	5	用资产负债率进行衡量
银行授信情况	5	由指标（最新未使用授信/最新授信）衡量；如果最近一年出现授信减少的情况，则相应下调评分
政府支持意愿	10	
地方政府负债率	5	地方政府债务余额/GDP
公司行政地位	5	得分从低到高依次为：民营项目公司，地市级高速公路运营主体，省级高速公路运营主体

资料来源：Wind，招商银行研究院

3.1 企业基本面因素一：宏观经济

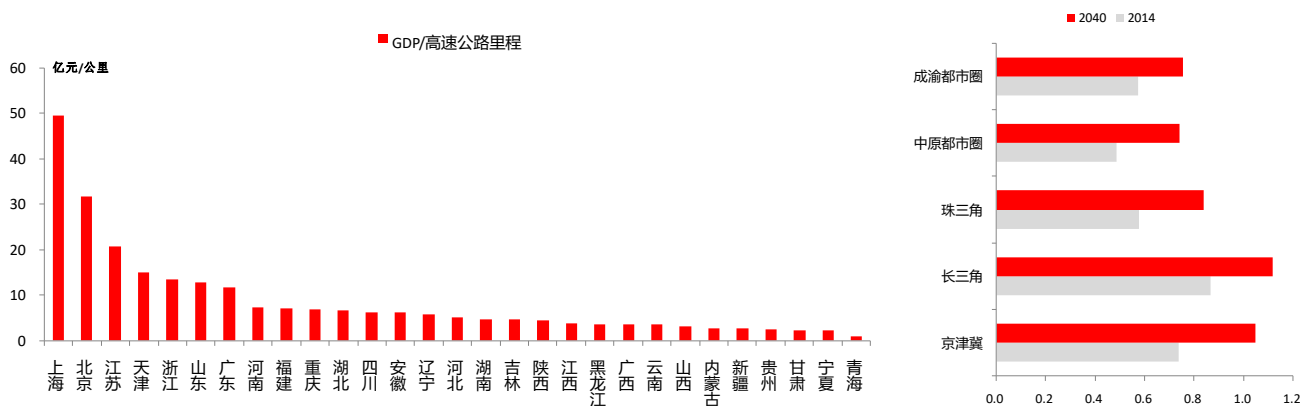
宏观经济包括区域活力和铁路分流两个层面。

区域活力取决于高速公路所在地的经济密度、人口密度和未来人口流向。

- 经济密度由 GDP/高速公路里程衡量，单公里高速公路所承载的 GDP 规模越大，则潜在的创收能力越强，由于判断逻辑较为简单，我们这里不做赘述。
- 人口密度和流向既能够影响当地的经济规模，同时也会引导出行需求变化，长期来看，京津冀、长三角、珠三角、中原地区和成渝地区等五大都市圈都有望迎来人口的聚集。根据中金公司预测，1) 京津冀：

2040 年人口规模 1.05 亿人，较 2014 年增加 42%；2) 长三角：2040 年人口规模 1.12 亿人，较 2014 年增加 28.9%；3) 珠三角：2040 年人口规模 8402 万人，较 2014 年增加 45.8%；4) 中原都市圈：2040 年人口规模 7431 万人，较 2014 年增加 52.8%；5) 成渝都市圈：2040 年人口规模 7566 万人，较 2014 年增加 32.2%。

图 15：各区域高速公路经济密度和五大都市圈人口增长变化



资料来源：国家统计局，交通部，中金公司，招商银行研究院

我国铁路网的扩张可能对高速公路的货运和客运造成分流压力。截至 2015 年底，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，其中高速铁路 1.9 万公里。按照发改委规划，到 2025 年铁路网规模达到 17.5 万公里，较 2015 年新增 45%，其中高速铁路 3.8 万公里，规模实现翻倍。我们认为，我国铁路网的快速扩张可能会对高速公路的货运和客运量造成分流压力。客运方面，铁路具有运量大、速度快、舒适、正点率高、平均能耗低的特点，可能会分流部分中长途出行需求；货运方面国家将“公转铁”作为一项长期政策，钢铁、煤炭、水泥等大宗商品可能逐步从公路运输转向铁路运输。

3.2 企业基本面因素二：路产质量

我们从三个角度分别考察高速公路企业的路产质量，分别是潜在的通行费规模、规划新增里程和路产性质。

潜在的通行费规模总体上取决于控股路段里程和车流量资源，客车/货车流量造成结构性差异

我国高速公路的收入基本上单纯依赖通行费收入，客车和货车是两大收入来源。高速公路对客车和货车使用两套征收标准，其中， $\text{客车收入} = \sum \text{客车流量} \times \text{座位数分级收费} \times \text{里程}$ ， $\text{货车收入} = \sum \text{货车流量} \times \text{计重分级收费} \times \text{里程}$ 。各类车型的单公里收费标准一般由当地省政府进行制定。由于高速公路的收费标准调整受到《收费公路管理条例》的限制，并且审批流程复杂，因此我国大



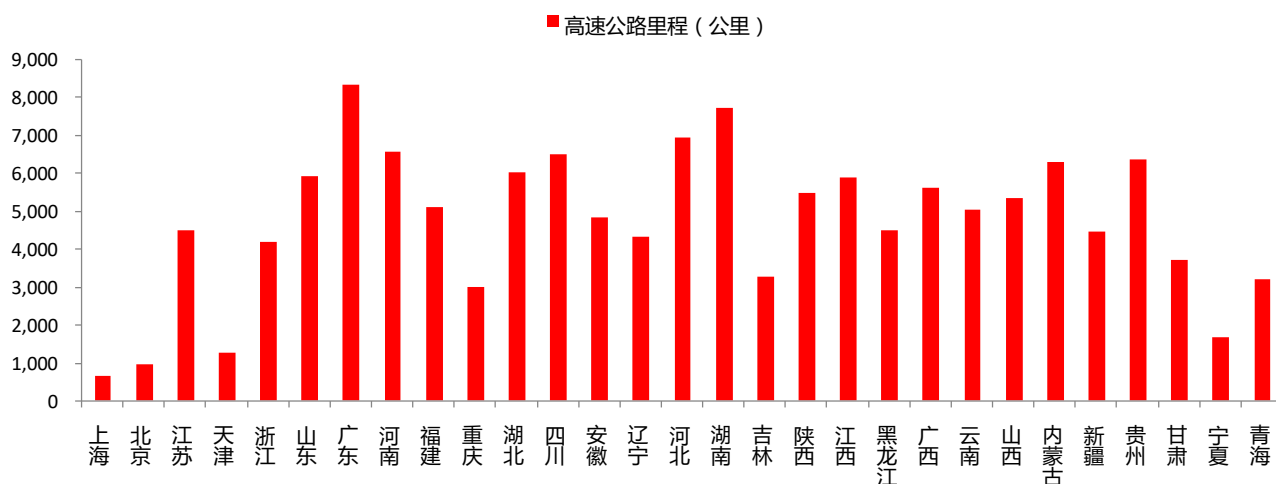
部分省份的高速公路收费标准已经多年未进行调整，2010年以来仅有湖北、黑龙江等少数省份存在提价经历。因此，控股路段里程和车流量资源将是高速公路企业收入增长的最主要来源（控股路段里程较为直观，本文不做详细展开）。

车流量资源的丰富程度由汽车保有量、车辆通行量、客车/货车结构进行判断。总体而言，汽车保有量、车辆通行量对高速公路通行费的影响较为直观，存在显著的正相关关系；但是，车流量资源可能存在结构上的差异，从长期稳定性角度出发，我们更偏好客车流量占比高的高速公路企业，对于货车流量占比较高的高速公路企业较为谨慎。

1) 高速公路客车流量将长期受益于私家车保有量增长和自驾出行。随着居民消费收入增长，出行需求也迎来升级，推动私家车保有量上升以及私人驾车频次增长。2018年私人汽车保有量达2.06亿辆，私人汽车保有量增速保持在10%以上；国内自驾游趋势也在持续加强，2017年自驾游人次年均复合增长17.2%，占国内出游人次比重由2012年的48%增长至2017年的62%。尽管我们认为高铁对高速公路客车流量可能产生分流，但影响主要集中在营运车辆方面（大巴等），对私家车流量冲击较小。

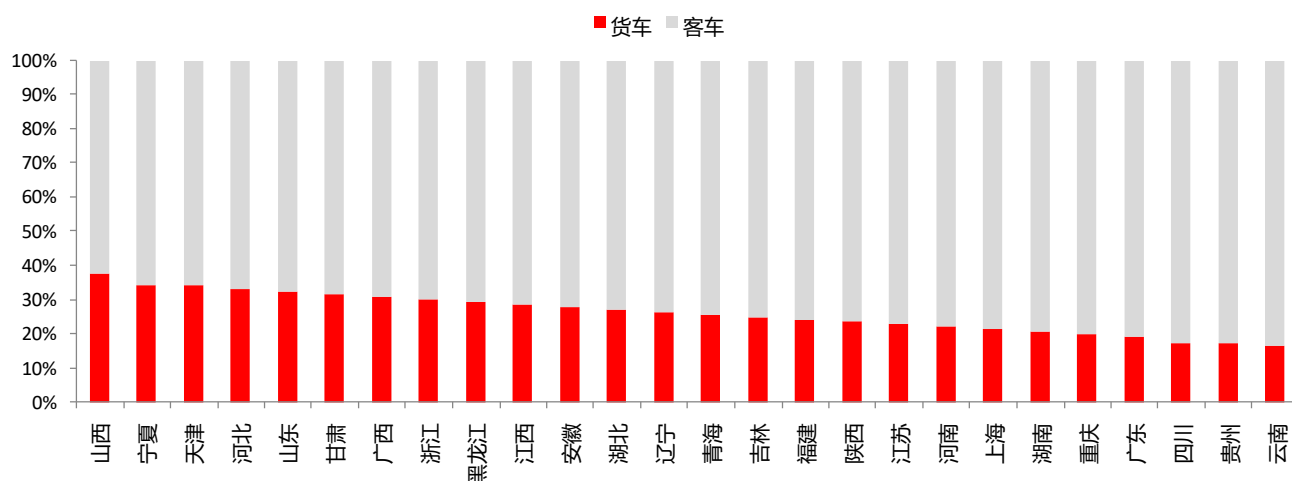
2) 高速公路货车流量可能会经历产业结构调整 and 运输结构调整的漫长影响。首先，我国经济正在推进转型升级，GDP增长越来越倚重于产品附加值的提升，计算机通信、医药制造等产业增速领跑。高附加值产业的单位GDP所产生的货运量较少，这将导致货运需求对GDP的弹性弱化。其次，公路货运成本较高，未来我国公路货运比重存在下调空间，“公转铁”和货车治超治限政策可能会加速这一进程。

图 16: 各省份高速公路里程



资料来源: 交通部, 招商银行研究院

图 17: 各省份高速公路客货车流量比例



资料来源: 交通部, 招商银行研究院

“统贷统还”框架强化了政府还贷性公路的清偿能力

根据投融资模式的差异, 高速公路可以划分成政府还贷性高速公路和经营性高速公路两类。通常情况下, 经营性高速公路的路产质量较好, 这是因为社会组织在投建高速公路时将投资回报率作为重要的衡量指标; 政府还贷性公路经济效益相对一般, 一般由政府主管的城投平台作为投融资和运营的主体。2018 年, 经营性和还贷性高速公路的通行费收入分别为每公里 483 万元和 278 万元。但是, 经营性和还贷性高速公路的债务偿还模式显著不同, 我们不能仅以单公里通行费收入判断其偿债能力。

虽然经营性高速的单公里收入优于还贷性, 但是其路产收费期限存在严格限制, 一般经营期限不超过 30 年, 经营期满后须转交政府。因此, 经营性高



速需要在收费期满之前完成债务偿还。通常情况下，民间资本参与经营性高速筹建前会开展可行性研究，剔除债务支出后仍有收益留存，风险可控，例如东部地区早期建设的高速公路。但是，部分企业对路产的盈利预测可能过于激进，而实际运营不佳，这有可能拖累高速公路企业的偿债能力。

还贷性公路的单公里收入表现虽不如经营性公路，但是其债务有可能纳入“统贷统还”框架。目前“统贷统还”尚未正式写入《收费公路管理条例》，但是在修订版本的征求意见稿中被多次提及，并且部分省份已经率先施行。根据交通部新闻发布会的解释以及部分省份的实际操作，“统贷统还”的含义为：收费还贷高速公路不再规定具体收费期限，而是以该路网实际偿债期为准确定收费期限。经营性高速在收费期满移交政府后，也将转为还贷性公路。在“统贷统还”框架下，如果全省的高速公路能够覆盖利息支出，假设期限结构合理，那么理论上本金均具有清偿可能。

在实践中，大部分省份的交投平台同时运营还贷性和经营性高速公路。由于“统贷统还”框架对还贷性高速公路的债务实现有效增信，我们在评分框架中对还贷性路产比重较高的企业给与更高的评分，对于经营性公路比重高的平台，需要进一步分析其收费期限内的债务情况。

新增高速公路里程将增重地区债务负担

根据国家发改委相关课题组的研究，从经济效益角度出发，我国高速公路的规模已经能够满足现实需求，未来高速公路的建设更多的是基于社会公平的角度。东部的高速公路建设起步早，目前已经形成完善的通车网络；中西部起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足。这也意味着未来高速公路的建设仍将以中西部为重心，这也可能会增重中西部的债务负担。

3.3 企业基本面因素三：偿债指标

偿债指标包括债务偿还能力、资产负债结构和银行授信情况。我们尤其重视企业的债务偿还能力，分别是企业的债务期限和利息保障，我们用经营活动现金流/全部债务来衡量债务期限，债务期限越长意味着高速公路企业的债务覆盖能力越弱；我们用 EBITDA/利息支出衡量高速公路企业的利息覆盖情况，金融机构参与高速公路企业债务化解的底线是利息必须得到完整的覆盖。此外，资产负债结构用资产负债率进行衡量，银行授信情况反映企业的外部融资能力。

3.4 政府支持意愿

“打破刚兑”的背景下，高速公路债务面临违约风险时，政府采取的行动将存在不确定性。我们倾向于认为，政府将以审慎方式处理债务问题，以防范



大规模的系统性风险。所以我们将政府支持意愿纳入考量范围，但给与较低权重。地方政府债务率是政府有无能力援助的基础，决定援助额度；高速公路企业行政地位则体现政企关系，等级越高获得政府支持的可能性越大。



4. 业务建议和风险提示

(如需本部分内容, 请参照文末联系方式联系研究院)

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇