收费公路行业研究报告

联合资信　公用事业部

杨婷　崔莹　赵晓敏

摘要

收费公路指特定主体依法建设或购买的，可以向使用者收取通行费的公路（包含公路桥梁、公路隧道和公路渡口）。收费公路行业准入壁垒较高，行业内竞争较弱。公路运输在我国交通运输体系中占据重要地位，近年来，我国收费公路通行费收入持续增长且增速整体高于 GDP 增速，具有一定的需求韧性，同时《交通强国建设纲要》和“十四五规划”等政策的发布，将加快收费公路行业固定资产投资，收费公路行业面临良好的政策发展环境。但短期来看，受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－10 月，全社会公路运输周转量大幅下降，随着国内疫情缓解，公路运输需求将继续保持稳健复苏态势。

受益于路产增多、协同效应释放以及多元化业务发展等因素的影响，收费公路样本企业收入规模持续增长，样本企业盈利能力整体相对稳定，但期间费用占营业收入比重较高。2020 年前三年季度，受新冠肺炎疫情影响，收费公路企业盈利能力明显弱化。由于路网投资建设推进，收费公路样本企业债务规模持续增长，整体债务负担适中。得益于行业收现能力强和政府支持，收费公路样本企业整体偿债能力较强。收费公路发债企业以高级别为主，整体信用质量稳中有升。平均发债利率呈下降趋势，平均发行利差呈波动下降趋势，收费公路企业所发债券获得的市场认可度较高。

整体看，收费公路行业风险为低，行业展望为稳定。

一、行业概况

收费公路企业是以建设、运营收费公路有关的营业收入作为主要收入来源企业的统称。根据《中国人民共和国公路法》和《收费公路管理条例》修订稿等，收费公路指特定主体依法建设或购买的，可以向使用者收取通行费的公路（包含公路桥梁、公路隧道

和公路渡口）。目前，我国收费公路以高速公路为主，兼有少量普通公路（一、二级公路）和独立桥梁隧道。按照运营主体，收费公路可分为政府还贷公路和经营性公路两类。

收费公路发展呈现较明显的区域特征。我国收费公路发展呈现较明显的区域特征。截至 2019 年底，西部地区里程数位居第一，达 73258 公里，其次分别是中部和东部，里程数分别为 49504 公里和 48330 公里（不含海南）。新增里程方面，西部地区仍为主要增量区域，2019 年西部地区新增里程数为 2800 公里。

收费公路具有准公共品的特征，收费公路企业对收费政策制定缺乏主动权。收费公路建设与运营均为政府主导，运营企业对于收费公路的定价缺少自主权，收费经营期限等受国家及地方政府调控，其经营受行业内政策的影响显著。

收费公路行业进入壁垒较高。收费公路行业作为资金密集性产业，其投资规模大、建设回报周期长以及政府主导等因素决定了行业进入壁垒较高的特点。目前，收费公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求下，收费公路建设资金主要来自银行贷款。

收费公路受到高铁、航空等分流明显。收费公路的发展同时受到区域内其他交通运输工具发展情况，如高铁、航空、水运设施等，随铁路运输规划的逐步覆盖，对收费公路行业的车流量造成一定冲击。

二、行业环境

（一）宏观环境

2017－2019 年，在世界大变局加速演变更趋明显、国际动荡源和风险点显著增多及全球经济增长放缓的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。受益于上述政策实施，收费公路企业债券发行规模持续增长，融资成本呈下降趋势。2020 年，受疫情影响，我国经济整体呈“先降后升、趋于正常”的运行态势。

2017－2019 年，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。财政方面，通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长；通过扩大财政支出加强基建补短板投资；通过大规模降税降费，落实个税改革政策；通过大幅扩大地方政府专项债券

规模，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年以来，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，大规模减税降费，增加有效投资。2020 年 1－9 月，全国累计实现减税降费 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。货币政策方面，坚持稳健的货币政策，更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。2020 年 1－9 月，央行三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。从 GDP 的走势看，一季度 GDP 同比下降 6.8%，随着疫情防控工作的推进和促进经济发展政策的落实，二季度和三季度 GDP 分别同比增长 3.2%和 4.9%。经济整体呈现“先降后升、趋于正常”的运行态势。

受益于实施积极的财政政策和稳健的货币政策，2017－2019 年收费公路行业发债主体发行规模分别为 2461.27 亿元、3611.09 亿元和 4535.53 亿元，年均复合增长 35.75%。同期，收费公路企业短期债券平均发行利率分别为 4.45%、4.15%和 2.95%，收费公路企业中长期债券的平均发行利率分别为 5.40%、5.20%和 4.47%，融资成本持续下降。2020 年 1－11 月，收费公路企业发行规模 4750.07 亿元，相当于 2019 年全年发行规模的 104.73%，发行规模继续增长；收费公路企业短期债券平均发行利率和中长期债券平均发行利率分别进一步下降至 2.12%和 3.85%。

（二）行业监管与行业政策

《交通强国建设纲要》和“十四五规划”等政策的发布，将加快收费公路行业固定资产投资。相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化。收费公路行业整体政策环境良好。但收费公路免收通行费政策的实施，对 2020 年上半年收费公路行业产生较大冲击。

收费公路具有较强的公共产品属性，其建设和运营主要由政府主导。收费公路的管

理方式、投融资体制、建设规划、收费标准、收费年限、经营权转让、养护标准等均需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行。目前，涉及收费公路行业的相关法律法规和条例主要包括《中华人民共和国公路法》以及《中华人民共和国收费公路管理条例》，上述法规对公路的分类、运营监管主体、规划、建设、养护、管理、收费、监督等方面做了详细的要求。近年来，为了降低社会物流成本、减轻企业负担，同时兼顾收费公路行业的收支平衡和收费公路建设的资金保障，我国相继出台了多项相关政策。

收费公路有望延长收费年限，且收费标准有望更加灵活和市场化。《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见明确了提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；对投资规模大的经营性高速公路，收费期可以超过 30 年；确立偿债期、经营性、养护期三类收费，并实施差异化收费以及动态调整机制；符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限。收费公路收费标准有望更加灵活和市场化。

收费公路面临一定的分流压力。随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）》的发布，国家大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，收费公路行业面临一定的分流压力。

交通强国将加快收费公路行业投资与发展。2019 年 9 月，中共中央、国务院发布《交通强国建设纲要》，提出到 2035 年基本建成交通强国，拥有发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网，城乡区域交通协调发展达到新高度；到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。

收费公路免通行政策短期内对行业形成冲击。2020 年 2 月，交通运输部发布《疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费》的通知，免收全国收费公路车辆通行费的时间范围从 2020 年 2 月 17 日零时起，免收范围为依法通行收费公路的所有车辆。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）。

交通运输基础设施向智慧化方向发展。2020 年 8 月，《交通运输部关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》提出打造融合高效的智慧交通基础设施，助力信息基础设施建设和完善行业创新基础设施。目标是到 2035 年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效，先进信息技术深度赋能交通基础设施。

十四五期间将加快建设交通强国。2020 年 11 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“十四五”规划）

提出加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度；推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，支持有利于城乡区域协调发展的重大项目建设。

表 1　近年来收费公路行业重要政策汇总

发布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 2 月	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	继续完善高速公路网络，加快推进“7118”[1]以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设
2018 年 6 月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例；计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨（增长 30%）、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨（增长 7.5%）、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标
2018 年 10 月	国务院办公厅	《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）》的通知	以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系
2018 年 12 月	交通运输部	《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见	提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；对投资规模大的经营性高速公路，收费期可以超过 30 年；确立偿债期、经营性、养护期三类收费，并实施差异化收费以及动态调整机制
2019 年 5 月	国务院办公厅	《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》	力争 2019 年底前基本取消全国高速公路省界收费站；清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见；调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担
2019 年 9 月	中共中央、国务院	《交通强国建设纲要》	要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变[2]”，到 2020 年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，并将未来发展目标分为两个阶段实现：第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网[3]”和“两个交通圈[4]”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国
2020 年 2 月	交通运输部	《疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费》	免收全国收费公路车辆通行费的时间范围从 2020 年 2 月 17 日零时起，至疫情防控工作结束免收全国收费公路车辆通行费，免收范围为依法通行收费公路的所有车辆。
2020 年 4 月	交通运输部	《交通运输部关于恢复收费公路收费的公告》	自 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）
2020 年 8 月	交通运输部	《交通运输部关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	打造融合高效的智慧交通基础设施，助力信息基础设施建设和完善行业创新基础设施。目标是到 2035 年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效，先进信息技术深度赋能交通基础设施
2020 年 11 月	中共中央	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度；推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，支持有利于城乡区域协调发展的重大项目建设

资料来源：联合资信整理

三、行业周期性及目前所处阶段

收费公路行业属于弱周期性行业。随着路网逐步完善，我国高速公路总里程增速与

[1] 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线。

[2] 三个转变即推动交通发展由追求速度规模向更加注重质量效益转变，由各种交通方式相对独立发展向更加注重一体化融合发展转变，由依靠传统要素驱动向更加注重创新驱动转变。

[3] 三张交通网即发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网。

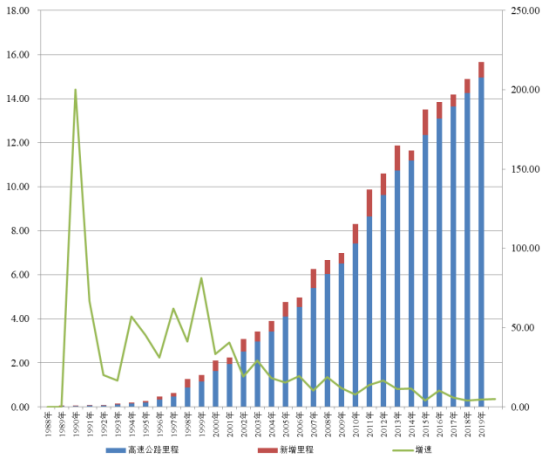
[4] 两个交通圈是指围绕国内出行和全球的快货物流建立起来的快速服务体系，即“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”。

高速公路投资增速放缓，但投资规模仍很大。受益于《交通强国建设纲要》等，收费公路行业未来发展空间较大。

收费公路行业属于交通基础设施行业之一。高速公路作为收费公路行业最主要的构成，联合资信通过高速公路里程及增速、投资支出额、通行费收入及增速、客运周转量和货运周转量指标来分析收费公路行业周期性特点。

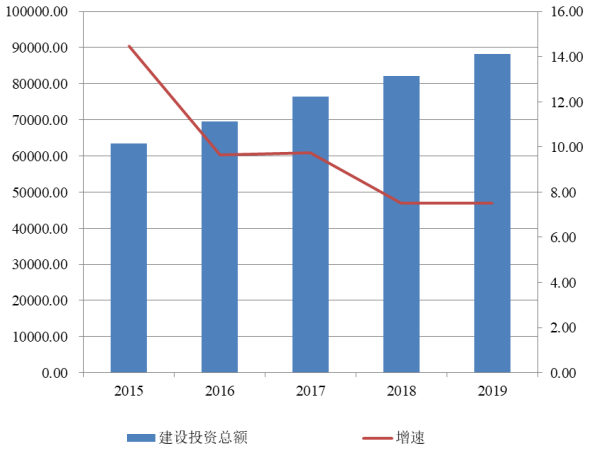
从高速公路里程及增速看，1988－1998 年为起步阶段，年平均新增里程 800 公里，新增里程年均复合增长 44.25%；1999－2008 年为高速发展阶段，年平均新增里程 5200 公里，新增里程年均复合增长 9.19%；2009－2018 年为平稳发展阶段，年平均新增里程 8200 公里，新增里程年均复合增长 2.88%，新增里程规模较大但新增里程增速放缓。从投资情况看，2015－2019 年，高速公路投资额持续增长，投资规模很大，增速有所放缓。2019 年，我国完成公路建设投资 21895 亿元，较上年增长 2.6%。2020 年 1－9 月，我国完成公路建设投资 17788.47 亿元，较上年同期增长 12.8%，增速较快，主要系 2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，也是加快建设交通强国的紧要之年，随着基建补短板政策的陆续出台，基建投资加快。

图 1　我国高速公路里程及同比增速（单位：万公里、%）



资料来源：国家统计局，联合资信整理

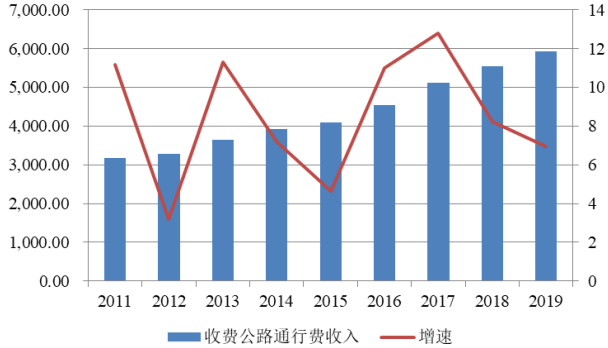
图 2　高速公路投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：交通运输部，联合资信整理

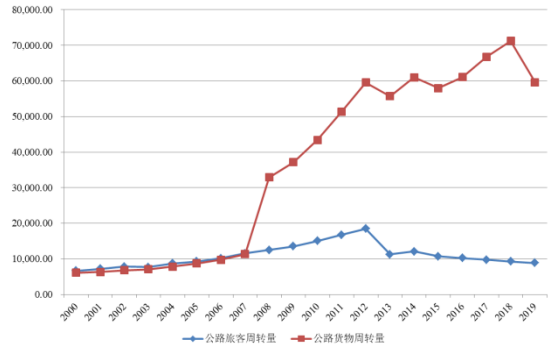
从收费公路收入和公路客货运周转量来看，随着公路里程增长，收费公路通行费收入持续增长，但增速有所波动；公路旅客周转量呈先增长后下降的趋势，主要受近年来民航、高铁等分流影响所致；公路货运周转量整体呈上升态势。

图 3 我国收费公路通行费收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：交通运输部，联合资信整理

图 4 我国公路客运周转量和货运周转量情况（单位：亿元、%）



资料来源：交通运输部，联合资信整理

综上，收费公路行业整体周期性不明显，属于弱周期行业。随着路网的日趋完善，我国高速公路总里程增速与高速公路投资增速放缓，但投资规模仍很大。收费公路通行费收入持续增长，但增速有所波动。

从未来发展空间看，随着《国家公路网规划（2013－2030 年）》、《交通强国建设纲要》以及“十四五”规划等出台，我国收费公路行业存在较大投资需求，整体发展空间较大。

四、行业竞争态势分析

收费公路行业准入壁垒较高，行业内竞争较弱，铁路、民航客运对公路客运分流效果明显。

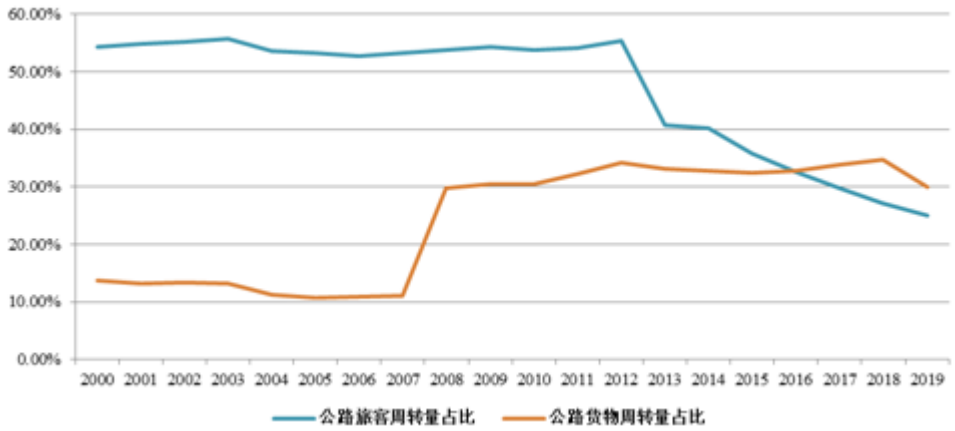
从行业的进入门槛（潜在竞争者）来看，收费公路行业需要很高的支出，属资金密集型行业，其运营的路产具有较强的公共产品属性，收费标准受到国家政策调控，企业无定价自主权，同时其建设回报周期长，综合因素决定其行业进入壁垒较高。目前，全国各省、直辖市基本都建立了各自的收费公路投资集团或交通投资集团，主导本省市的收费公路投资建设和运营工作，新增的收费公路主体主要为拥有单一或少量路产的运营主体或项目公司，体量规模相对较小。

从竞争格局看，我国收费公路企业大致分为省级集团企业、市级交通建设运营主体和拥有少量/单一路产的企业。目前，我国大多数省份均组建了自身的省级收费公路投资运营主体，并集中了本省内大部分收费公路路产，具有通车里程长、资产规模大、业务

多元化的特点，其实际控制人一般为省国资委或省交通厅。市级收费公路主体主要负责本市内收费公路的建设运营维护，具有较强的区域专营优势，控制人一般为市国资委或市交通运输局。

从替代运输方式看，公路在我国交通运输体系一直占有重要地位，但近几年来公路运输的地位变化明显，主要表现为客运量占比下降、货运量占比上升，主要系民航、高铁网络的发展重心放在满足客运需求，导致公路客运量分流大于货运量分流。2013 年及以后，我国公路客运周转量占比降至 50.00%以下，并持续下降，随着高铁网络的日益完善和运力的投放，铁路对公路客运分流影响很大。

图 5　近年来公路客运货运周转量占比情况



资料来源：交通运输部，联合资信整理

五、行业增长与盈利能力

（一）行业增长趋势

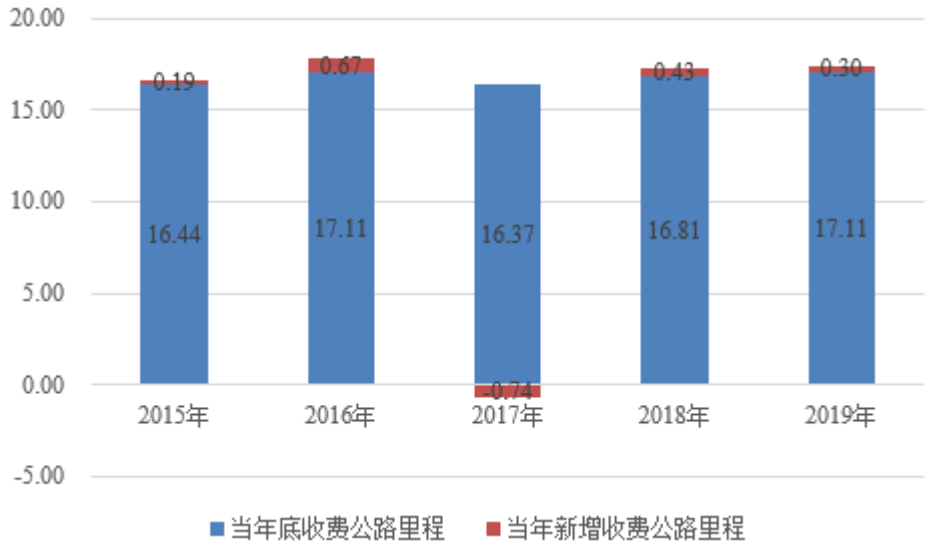
我国收费公路里程不断增长但新增里程有所下降，在明确了建设交通强国战略下，收费公路里程增长仍有较大空间；收费公路通行费收入持续增长且增速整体高于 GDP 增速，具有一定的需求韧性，同时，公路收费标准有望更加灵活和市场化。

收费公路行业盈利主要依赖路产收费，在现行以里程计费为主的收费政策不变的情况下，交通流量越大、收费里程越长，收费公路企业获取通行费收入的潜力越大。从收费公路里程看，2015－2019 年，我国收费公路里程年均复合增长 1.00%。由于国家高速公路路网已接近完善以及各省份陆续取消一、二级公路收费等因素影响，全国收费公路

当年新增里程有所下降。截至 2019 年底，全国收费公路里程 17.11 万公里。其中，高速公路、一级公路、二级公路和独立桥梁及隧道的占比分别为 83.5%、10.9%、5.1%和 0.6%（2015 年占比分别为 71.2%、14.2%、13.9%和 0.7%），随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期取消收费，全国收费公路结构将进一步优化。

此外，根据《交通强国建设纲要》，提出到 2035 年基本建成交通强国，同时，“十四五”规划提出加快建设交通强国。我国收费公路里程仍有较大增长空间。

图 6　收费公路里程及变动情况（单位：万公里）



数据来源：交通运输行业发展统计公报，联合资信整理

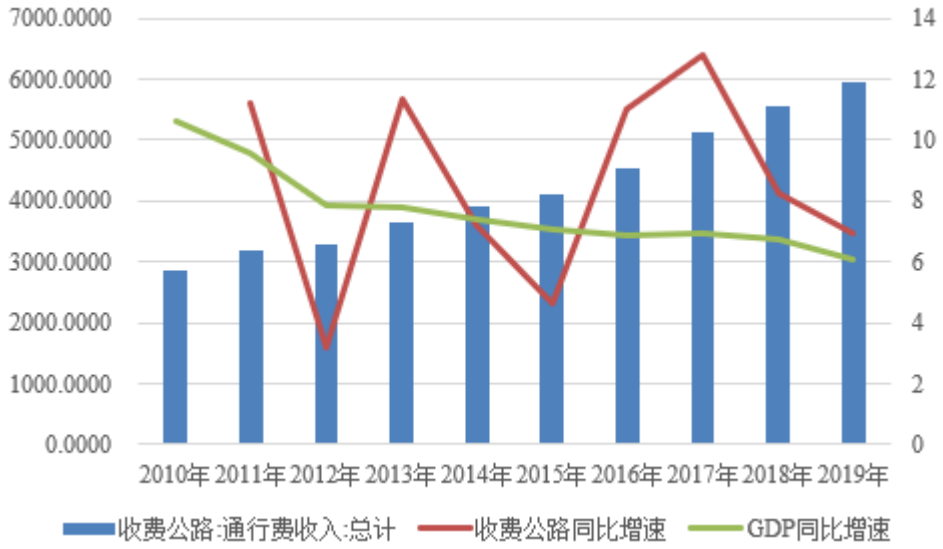
公路收费标准方面，收费标准由政府部门制定，收费公路企业对收费政策制定缺乏主动权。2018 年 12 月公布的《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见显示，政府收费公路在偿债期的收费标准按照债务规模以及利率水平等原则确定；养护管理收费按照实际养护成本、物价水平等确定。此外，收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费，并建立收费公路收费标准动态评估调整机制，该文件使得收费标准有望更加灵活和市场化。

运营模式方面，2020 年 1 月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将 8 座、9 座小型客车由原 2 类客车降为 1 类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政

策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

收费公路通行费收入方面，经济持续发展，群众出行需求日益旺盛，收费公路里程的不断增长推动我国收费公路收入持续增长。2019 年，全国收费公路通行费收入为 5937.87 亿元，较上年增长 6.94%，增速较上年减少 1.29 个百分点。从收费公路通行费收入增速来看，除 2012 年和 2015 年外，2010 年以来收费公路行业通行费收入增速均快于我国 GDP 增速，体现了收费公路具有一定的需求韧性。

图 7　收费公路收入、增速及 GDP 增速情况（单位：亿元、%）



数据来源：收费公路统计公报及国家统计局，联合资信整理

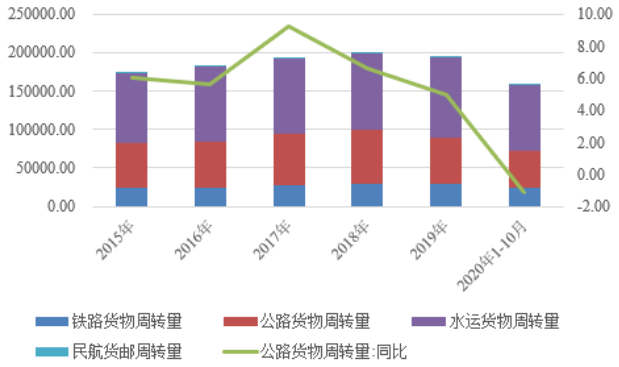
（二）行业下游需求分析

公路运输在我国交通运输体系中占据重要地位，但由于经济下行压力，加之铁路、航空以及环保政策的影响，对公路运输形成冲击，公路货运量增速及客运量下降。同时受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－10 月，全社会公路运输周转量大幅下降，但受益于疫情的逐步控制，降幅有所收窄。

从收费公路下游需求来看，《2019 年交通运输行业发展统计公报》显示，2019 年公路运输承担了国内约 30.00%的货物周转量和约 25.00%的旅客周转量。受宏观经济增速持续放缓、高铁路网联通、“公转铁”及环保政策等因素影响，2015－2019 年国内公路货物周转量波动增长，年均复合增长 0.72%。随着铁路网络的扩大以及高铁的投运，2015 年开始公路旅客周转量出现明显下降，2015－2019 年国内公路旅客周转量年均复合下降

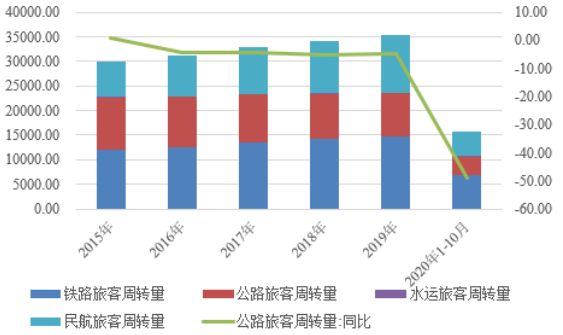
4.71%。受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－10 月全社会运输周转量大幅下降。其中，公路货物周转量 48063.02 亿吨公里，较上年同期下降 1.10%（2020 年 1－9 月公路货物周转量较上年同期下降 2.5%）；公路旅客周转量 3839.41 亿人公里，较上年同期下降 49.00%（2020 年 1－9 月公路旅客周转量较上年同期下降 50.4%）。

图 8　我国货物周转量情况（单位：亿吨公里、%）



资料来源：交通运输行业发展统计公报

图 9　我国旅客周转量情况（单位：亿人公里、%）



资料来源：交通运输行业发展统计公报

（三）收费公路企业[5]增长与盈利能力

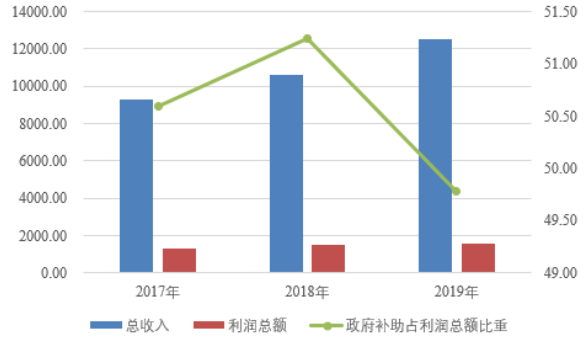
受益于路产增多、协同效应释放以及多元化业务发展等因素的影响，收费公路样本企业收入规模持续增长但增速有所下降，收费公路样本企业利润的实现对政府补助具有较大依赖性。样本企业盈利能力整体相对稳定，但期间费用占营业收入比重较高。2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，收费公路样本企业盈利能力明显弱化。

从收入方面看，随着收费公路企业路产增多、区域路网不断完善，协同效应释放以及多元化业务发展，2017－2019 年，收费公路样本企业收入总规模持续增长但增速有所下降，年均复合增长 16.07%。同期，收费公路样本企业利润总额合计分别为 1313.67 亿元、1488.93 亿元和 1581.08 亿元，年均复合增长 9.71%，其中政府补助占利润总额的比重分别为 50.60%、51.25%和 49.78%，收费公路样本企业利润的实现对政府补助具有较大的依赖性。2020 年 1－9 月，收费公路样本企业总收入较上年同期增长 9.70%；利润总额较上年同期大幅下降 72.61%，主要受新冠肺炎疫情影响，全国高速公路免收通行费期限大幅延长，收费公路样本企业通行费收入大幅下降但成本刚性所致。

[5] “五、行业增长与盈利能力”和“六、行业杠杆与偿债能力”章节涉及的收费公路行业样本企业为以收费公路经营为主营业务、以通行费收入为主要收入来源的中国企业且截至 2019 年底有存续债券的企业。截至 2019 年底样本企业共 75 家，其中 5 家企业 2019 年数据有缺失和 1 家企业指标计算明显干扰样本，将其剔除。6 家剔除的样本企业包括福州京福高速公路有限责任公司、黑龙江省高速公路集团公司、曲靖市公路建设开发有限责任公司、宁波市杭州湾大桥发展有限公司、越秀交通基建有限公司和深圳国际控股有限公司。

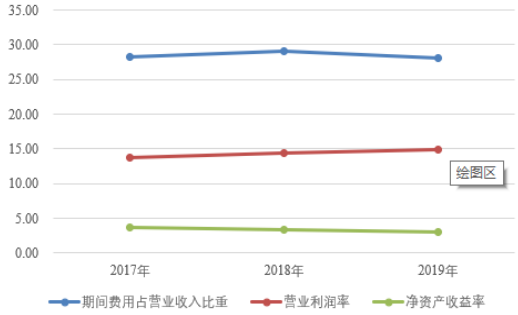
盈利指标方面，2017－2019 年，收费公路样本企业营业利润率中位数分别为 13.78%、14.36%和 14.95%，收费公路样本企业营业利润率中位数逐年小幅上升，主要系部分企业股权投资产生的收益增长以及部分企业政府补助收入增加所致。同期，收费公路样本企业净资产收益率中位数分别为 3.68%、3.28%和 3.05%。整体看，收费公路样本企业盈利能力整体相对稳定。由于收费公路样本企业前期投资规模大，资本投入大部分依赖于债务融资，使得以财务费用为主的期间费用占营业收入比重较高，收费公路期间费用率中位数保持在 25.00%以上。2020 年 1－9 月，收费公路样本企业营业利润率和净资产收益率中位数为 1.63%和 0(上年同期分别为 10.77%和 1.84%)，受新冠肺炎疫情影响，2020 年前三季度收费公路样本企业盈利能力明显弱化。

图 10　收费公路样本企业收入及利润总额变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信整理

图 11　收费公路样本企业盈利指标变动情况（单位：%）



资料来源：联合资信整理

六、行业杠杆与偿债能力

（一）收费公路企业现金流情况

2017－2019 年，收费公路样本企业现金流状况较好，收现能力强，路产建设投入导致投资活动现金流出规模大，投资活动现金流呈现持续净流出状态。2020 年前三季度，由于疫情防控期间免收通行费政策影响，收费公路样本企业经营活动现金流量净额较上年同期大幅减少。随着路网完善及建设推进，预计大额投资需求仍将持续。

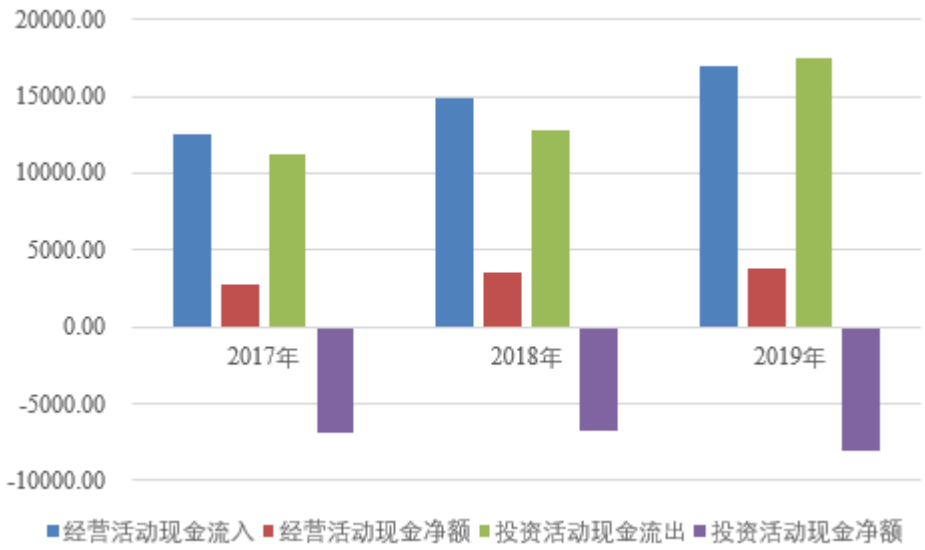
2017－2019 年，收费公路样本企业经营活动现金流入量合计持续增长，分别为 12481.13 亿元、14894.97 亿元和 17014.64 亿元；同期经营活动现金流净额合计逐年增长，分别为 2793.20 亿元、3499.47 亿元和 3809.03 亿元。收费公路样本企业现金收入比中位数分别为 101.97%、101.65%和 101.06%，收现质量较为稳定且收现能力强。

由于收费公路样本企业保持较大规模的路产项目建设投资，2017－2019 年，收费公

路样本企业投资活动现金流出合计量持续增长，分别为 11198.65 亿元、12842.64 亿元和 17508.46 亿元；同期，收费公路样本企业投资活动现金净流量呈持续净流出状态且规模有所扩大，分别为-6907.08 亿元、-6811.49 亿元和-8073.02 亿元。

2020 年 1－9 月，收费公路样本企业经营活动现金流入量合计为 14892.84 亿元，较上年同期增长 16.31%，增速较上年同期减少 14.74 个百分点；同期，收费公路样本企业经营活动现金流净额较上年同期下降 38.65%，主要系新冠肺炎疫情期间，全国高速公路免收通行费政策影响所致。根据《交通强国建设纲要》及“十四五规划”等，随着路网完善及建设推进，预计未来收费公路样本企业投资活动现金流出量仍将保持较大规模。

图 12　收费公路企业经营及投资活动现金流变动情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信整理

（二）收费公路企业有息债务情况

随着路网投资建设推进，收费公路样本企业债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担适中。

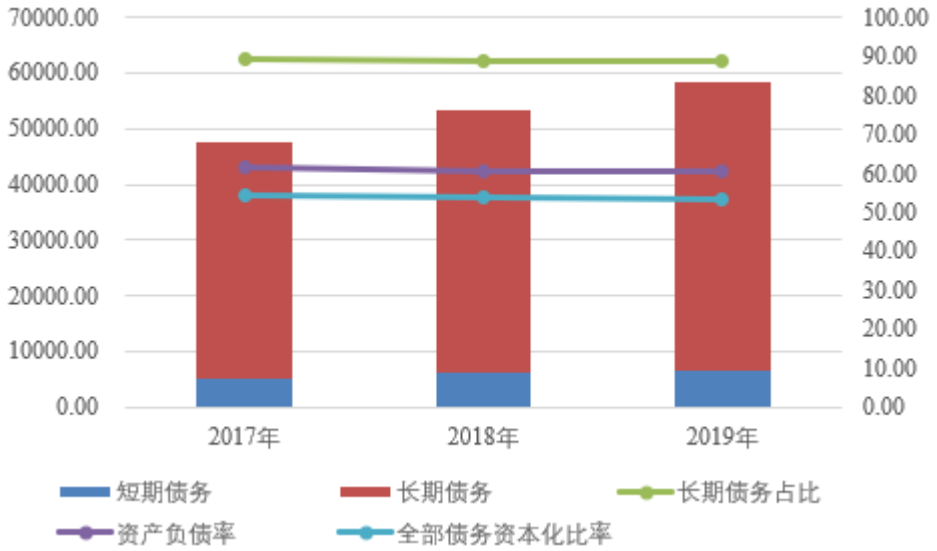
2017－2019 年，收费公路样本企业有息债务[6]持续增长，年均复合增长 10.81%。截至 2019 年底，收费公路样本企业有息债务规模合计 58243.47 亿元，主要系收费公路路网投资建设持续推进所致。由于收费公路样本企业路产建设资金一般匹配期限较长的项目贷款，使得收费公路样本企业长期债务占比较高且整体较为稳定，2017－2019 年分别

[6] 有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+长期借款+应付债券+长期应付款

为 89.15%、88.57%和 89.01%。同期，收费公路样本企业存续债券余额占全部有息债务的比重分别为 15.04%、14.73%和 14.04%，持续小幅下降；收费公路样本企业银行贷款占全部有息债务的比重分别为 69.99%、69.97%和 71.36%，收费公路样本企业融资仍以银行借款为主。

由于以政府收费公路为主的收费公路样本企业能不同程度地获得交通运输部、地方政府、股东等拨付的项目建设资本金、资产划拨和地方政府债务置换等支持，故收费公路行业整体债务负担适中。2017－2019 年底，收费公路样本企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均略有下降，2019 年底分别为 58.55%和 51.93%，但部分省级收费公路集团承担建设任务规模较大，债务负担较重，样本中有 17 家收费公路企业（占 23.94%，主要为省级收费公路集团）的企业全部债务资本化比率超过 65%。

图 13　收费公路样本企业债务负担情况（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信整理

（三）收费公路企业偿债能力[7]

收费公路样本企业的整体偿债能力较强，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定，因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，需关注收费公路样本企业资金被占用情况。

短期偿债能力方面，2017－2019 年，收费公路样本企业经营现金流动负债比中位数

[7] 因河北省高速公路开发有限公司无短期债务、浙江台州高速公路集团股份有限公司短期债务规模很小对整体样本计算干扰较大，偿债能力分析剔除上述企业。

波动下降；同期，现金短期债务比持续下降，但收费公路样本企业整体短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，受收费公路投资需求持续增加及收入规模持续扩大等因素综合作用，收费公路样本企业全部债务/EBITDA 中位数有所波动；同期，经营活动净现金流/全部债务持续增长，收费公路样本企业整体偿债能力较强，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，考虑到收费公路企业其他应收款通常为与股东、政府部门、关联企业之间的往来款，其形成原因或可能为资金拆借，进一步加大了收费公路企业的融资需求，对企业的资金形成一定占用。截至 2019 年底，收费公路企业其他应收款合计占总资产比重为 3.49%，其中有 3 家收费公路企业占比超过 15.00%。

表 2　收费公路企业偿债能力变动情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
现金短期债务比（倍）	1.03	1.07	0.92
经营现金流动负债比(%)	57.96	62.27	57.85
全部债务/EBITDA（倍）	11.03	10.27	11.27
经营活动净现金流/全部债务（倍）	0.07	0.08	0.09

数据来源：联合资信整理

七、发债企业信用表现

（一）收费公路企业存续债券情况分析

收费公路企业存续债券数量较多，债券品种以中期票据为主，债券发行人以地方国企为主，收费公路行业存续债券 2021 年到期规模较大。

截至 2020 年 11 月 30 日，公开市场存续债券中涉及收费公路行业的发行主体合计 80 家（含母子公司），存续债券共计 700 只，债券余额合计 9538.30 亿元。从企业性质来看，其中包括央企 1 家、地方国企 77 家、民营企业 2 家。从存续债券品种规模看，以中期票据（占 48.86%）、企业债（占 16.56%）、公司债（20.46%）和（超）短融（占 7.00%）为主。从存续债券偿还期限看，2021 年占 28.85%、2022 年占 17.80%、2023 年占 18.32%、2024 年占 12.52%、2025 年占 9.29%、2026 年及以后占 12.13%，2021 年到期规模较大。

（二）收费公路企业信用等级分布和调整情况

收费公路发债企业以高级别为主，整体信用质量稳中有升。

截至 2020 年 11 月 30 日，80 家存续期发债企业的信用级别分布在 AA（16 家）、AA$^+$（20 家）和 AAA（44 家），占比分别为 20.00%、25.00%和 55.00%。

2017－2019 年，发债收费公路企业的主体信用级别主要分布在 AA、AA$^+$和 AAA；截至 2020 年 11 月底，全国 80 家发债收费公路企业的主体信用级别中，AA、AA$^+$和 AAA 占比分别为 20.00%、25.00%和 55.00%，其中 AAA 级别的收费公路企业存续债券余额 8269.68 亿元（占 86.74%），规模占比最大。

2017－2019 年和 2020 年 1－11 月，发债收费公路样本企业中分别有 10 家、1 家、6 家和 3 家主体信用级别发生了变化，主体级别均为上调。

表 3　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业主体级别变动情况

时间	企业名称	调整前级别	调整后级别	评级机构
2017 年	河南交通投资集团有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际
	东莞发展控股股份有限公司	AA	AA$^+$	中诚信国际
	嘉兴市高等级公路投资有限公司	AA	AA$^+$	上海新世纪
	贵州高速公路集团有限公司	AA$^+$	AAA	上海新世纪
	温州市交通投资集团有限公司	AA	AA$^+$	鹏元资信
	云南省公路开发投资有限责任公司	AA$^+$	AAA	大公国际
	广东省路桥建设发展有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际
	陕西省高速公路建设集团公司	AA$^+$	AAA	中诚信国际
	陕西省交通建设集团公司	AA$^+$	AAA	中诚信国际
	吉林省高速公路集团有限公司	AA$^+$	AAA	中诚信国际
2018 年	山西省交通开发投资集团有限公司	AA	AA$^+$	联合资信
2019 年	东莞市交通投资集团有限公司	AA$^+$	AAA	中诚信国际
	广西交通投资集团有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际
	广东省公路建设有限公司	AA$^+$	AAA	上海新世纪
	漳州市交通发展集团有限公司	AA	AA$^+$	联合资信
	绍兴市交通投资集团有限公司	AA$^+$	AAA	东方金诚
	河南省交通运输发展集团有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际
2020 年 1－11 月	广东省公路建设有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际
	河南中原高速公路股份有限公司	AA$^+$	AAA	上海新世纪
	湖州市交通投资集团有限公司	AA$^+$	AAA	大公国际

资料来源：联合资信整理

（三）收费公路企业债券发行概况

1、2017－2019 年，收费公路企业债券发行数量和规模持续增长，以公募发行为主，发行品种主要为超短融和中期票据。

2017－2019 年，市场资金面整体呈现宽松趋势，在再融资需求的推动下，非金融企业前期积累的融资需求得到一定释放，收费公路企业发债数量和发债规模均持续增长。2017－2019 年，收费公路行业发债主体分别为 41 家、49 家和 54 家，发债数量分别为 194 期、250 期和 352 期；发行规模分别为 2461.27 亿元、3611.09 亿元和 4535.53 亿元，年均复合增长 35.75%。2020 年 1－11 月，收费公路行业共有 57 家企业发债，发行债券 397 期，发行规模 4750.07 亿元，相当于 2019 年全年发行规模的 104.73%。

从发行方式看，2017－2019 年，收费公路企业以公募发行为主，公募发行数量分别占当年发行总量的 89.69%、91.20%和 86.08%，公募发行规模分别占当年发行总量的 97.29%、93.84%和 86.80%。2020 年 1－11 月，收费公路企业仍以公募发行为主，公募发行数量和发行规模的比重较 2019 年均有所上升，分别为 89.67%和 90.33%。

从发行品种看，2017－2019 年，收费公路企业超短融和中期票据的发行数量和规模占比较高。其中，超短融的发行数量分别占当年发行总量的 54.64%、49.66%和 54.24%，发行规模分别占当年发行总量的 58.28%、52.40%和 55.40%；中期票据的发行数量分别占当年发行总量的 19.59%、25.20%和 22.73%，发行规模分别占当年发行总量的 26.00%、28.16%和 23.89%。2020 年 1－11 月，中期票据的发行规模最大，发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 54.91%和 52.60%。

从期限结构看，2017－2019 年，收费公路企业所发短期债券（指发行期限在 1 年以下的债券，下同）的规模占当年总发行规模的比重分别为 62.31%、53.12%和 56.76%，期限结构以短期债务为主。2020 年 1－11 月，收费公路企业所发短期债券的规模占当期总发行规模的比重为 52.50%，期限结构仍以短期债务为主。

表 4　2018－2019 年及 2020 年 11 月收费公路企业发行债券情况（单位：期、家、亿元、%）

债券类型	发行期数				发行家数				发行规模				每期平均发行规模			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-11 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-11 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-11 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-11 月
超短期融资券	106	131	195	218	25	32	33	58	1434.5	1793.10	2460.20	2385.90	13.53	13.69	12.62	10.94
短期融资券	10	9	9	10	7	7	6	5	99	125.00	114.00	108.00	9.90	13.89	12.67	10.80

中期票据	38	63	80	85	23	27	7	40	640	1017.00	1083.50	1139.90	16.84	16.14	13.54	13.41
PPN	8	15	12	22	4	6	7	10	38	133.00	114.00	240.00	4.75	8.87	9.50	10.91
企业债券	4	7	9	13	2	7	5	9	50	136.68	165.00	220.20	12.50	19.53	18.33	16.94
公司债券	14	23	35	47	7	12	14	23	176	374.71	523.93	613.57	12.57	16.29	14.97	13.05
一般公司债	13	18	11	36	6	9	5	16	166	317.00	124.00	495.97	12.77	17.61	11.27	13.78
私募债	1	5	24	11	1	3	9	7	10	57.71	399.93	117.60	10.00	11.54	16.66	10.69
交易商协会 ABN	4	0	0	0	1	0	0	0	5.27	0.00	0.00	0.00	1.32	--	--	--
交易商协会 ABS	10	2	12	2	2	1	4	1	18.5	31.60	74.90	42.50	1.85	15.80	6.24	21.25
合计	**194**	**250**	**352**	**397**	--	--	--	--	**2461.27**	**3611.09**	**4535.53**	**4750.07**	**64.77**	**14.44**	**12.89**	**11.96**

注：2018 年可交债、可转债计入所对应的公司债等债券统计中；发行家数统计存在同一家收费公路企业发行多品种债券；可续期债券，按债券发行完整期限（永续债券按照第一个行权日）统计，以下同；中票包括可续期中票，具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票

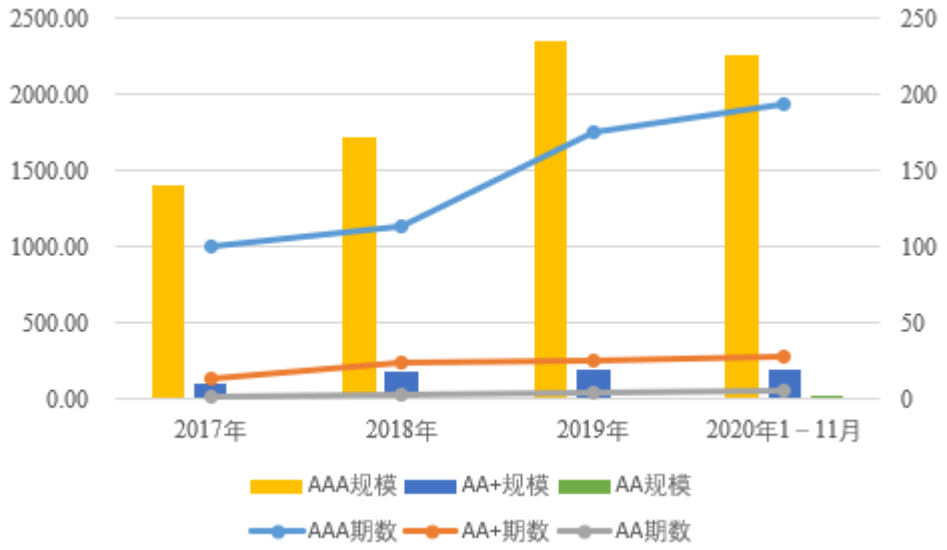
资料来源：Wind，联合资信整理

2、2017－2019 年，收费公路企业短期债券发行主体的信用级别呈现向 AAA 级别集中趋势。

从发行期数来看，2017－2019 年，各级别收费公路企业所发短期债券的期数分布主要在 AA 以上级别。其中，AAA 级为短期债券发行主体的主要集中级别，分别为 68.97%、80.71%和 85.78%，占比逐步上升；AA^+级占比分别为 24.14%、17.14%和 12.25%，占比逐步下降；AA 级占比分别为 6.90%、2.65%和 1.96%，占比逐步下降。2020 年 1－11 月，AAA、AA^+和 AA 级别的短期债券期数占比分别为 85.09%、12.28%和 2.63%。短期债券发行期数呈现向 AAA 级别集中趋势。

从发行规模来看，2017－2019 年，AAA 级别收费公路企业所发短期债券的规模占比分别为 92.01%、89.77%和 91.59%；AA^+级别收费公路企业所发短期债券的规模占比分别为 7.21%、9.66%和 7.83%；AA 级别收费公路企业所发短期债券的规模占比分别为 0.78%、0.57%和 0.58%，各级别收费公路企业所发短期债券规模占比均有所波动。2020 年 1－11 月，AAA、AA^+和 AA 级短期债券的规模占比分别为 90.72%、8.00%和 1.28%。AAA 级别收费公路企业短期债券发行规模占比较高且保持稳定。

图 14　2018－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业发行的短期债券信用级别分布情况（单位：期、亿元）



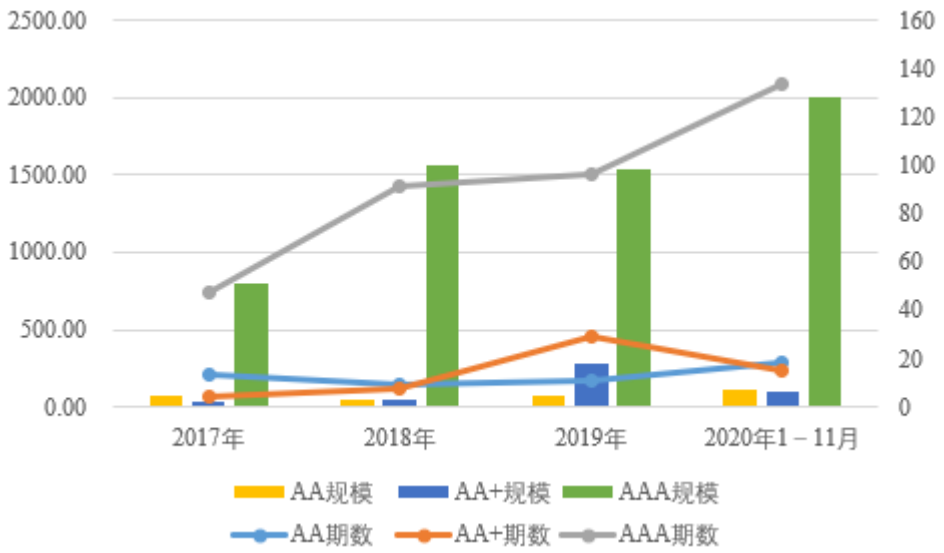
资料来源：Wind，联合资信整理

3、2017－2019 年，收费公路中长期债券发行主体信用级别主要分布在 AAA 级别，AA 级别发行期数和发行规模较小。

从发行期数来看，2017－2019 年，收费公路企业所发中长期债券（指发行期限在 1 年以上的债券，下同）的信用级别主要在 AAA 级别。AAA 级别中长期债券发行期数占比分别为 60.26%、82.73%和 64.86%，占比有所波动；AA^+级别占比分别为 5.13%、7.27%和 19.59%，占比逐步上升；AA 级别占比分别为 16.67%、8.18%和 7.43%，占比逐步下降。2020 年 1－11 月，AAA、AA^+和 AA 级别中长期债券的期数占比分别为 79.29%、8.88%和 10.65%。中长期债券发行期数仍集中于 AAA 级别。

从发行规模来看，2017－2019 年，AAA 级别收费公路企业所发中长期债券的规模占比分别为 86.23%、92.52%和 78.18%，占比波动下降；AA^+级别收费公路企业所发中长期债券的规模占比分别为 3.56%、2.60%和 14.38%，占比波动上升；AA 级别收费公路企业所发中长期债券的规模占比分别为 7.65%、3.01%和 3.62%，占比波动下降。2020 年 1－11 月，AA、AA^+和 AAA 级别中长期债券的规模占比分别为 4.72%、4.43%和 88.96%。

图 15　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业发行的中长期债券信用级别分布情况（单位：期、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

（四）发债收费公路企业利率、利差水平

2017－2019 年，随着宽信用政策效果凸显，信用债市场继续回暖，收费公路企业短期债券和中长期债券平均发行利率呈现下行趋势、平均发行利差波动下降，收费公路企业所发债券获得的市场认可度较高。

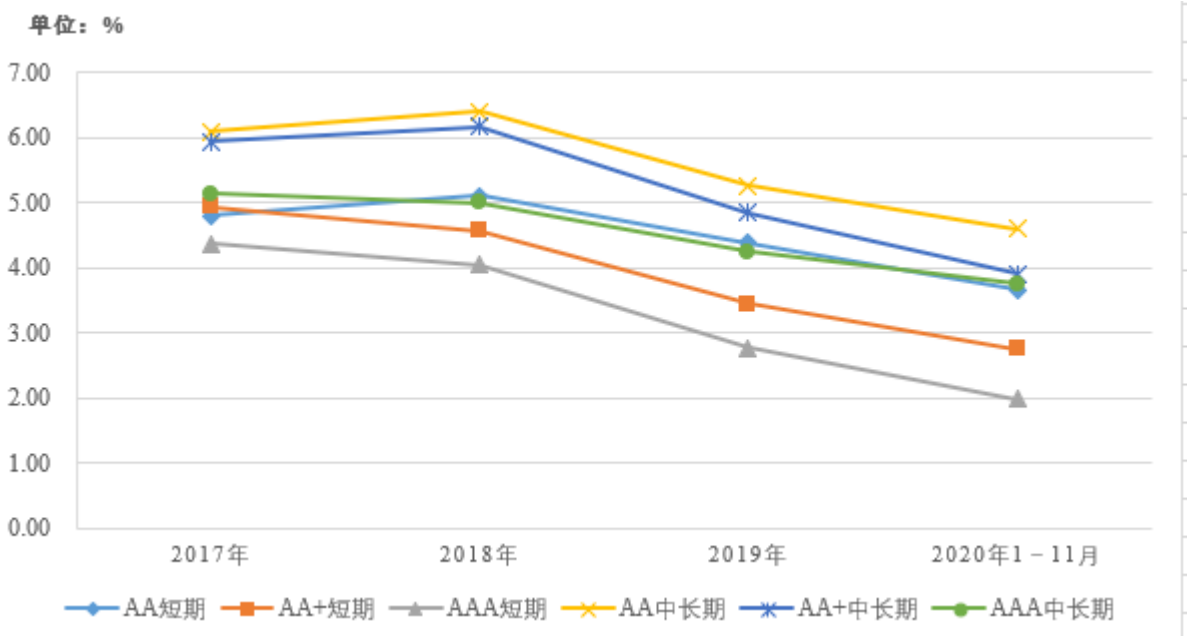
近年来，央行继续实施稳健的货币政策，在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行自 2018 年以来 12 次下调 UN 款准备金率。同时，央行灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，适当加大中长期流动性投放力度，保证了流动性的合理充裕。

2020 年前三季度，央行货币政策执行表现出明显的稳健、灵活和适度的特点，在疫情防控特殊时期下，综合运用并创新多种货币政策工具，保证流动性总量处于合理充裕水平。受疫情期间逆周期调节力度加大影响，债券市场资金面宽松，资金利率中枢下行。银行间固定利率国债一年期、三年期和五年期到期收益率的走势自 2020 年一季度开始

呈波动下行至二季度下旬后上升并维持小幅上升走势。

从发行利率看，2017－2019 年，收费公路企业短期债券平均发行利率分别为 4.45%、4.15%和 2.95%（同期，短期债券平均发行利率分别为 5.35%、5.52%和 4.21%），其中 2019 年大幅下降主要系当年发行 AAA 级别短期债券占比提升和发行利率下降所致。同期，AA、AA^{+}和 AAA 级别收费公路企业短期债券平均发行利率均呈波动下降趋势，其中 2019 年分别为 4.38%、3.44%和 2.77%。2017－2019 年，收费公路企业中长期债券的平均发行利率分别为 5.40%、5.20%和 4.47%。同期，AA、AA^{+}和 AAA 级别收费公路企业中长期债券平均发行利率均波动下降，其中 2019 年分别为 5.25%、4.84%和 4.25%。受新冠肺炎疫情及宏观逆周期调节影响，2020 年 1－11 月，收费公路企业短期债券平均发债利率进一步下降至 2.12%。其中，AA、AA^{+}和 AAA 级别收费公路企业短期债券平均发行利率分别下降至 3.66%、2.76%和 1.98%；收费公路企业中长期债券平均发债利率进一步下降至 3.85%。其中，AA、AA^{+}和 AAA 级别收费公路企业中长期债券平均发行利率分别下降至 4.60%、3.90%和 3.75%。整体看，收费公路企业所发各级别不同期限债券利率在 2018 年至 2020 年 11 月期间主要表现出下降趋势。

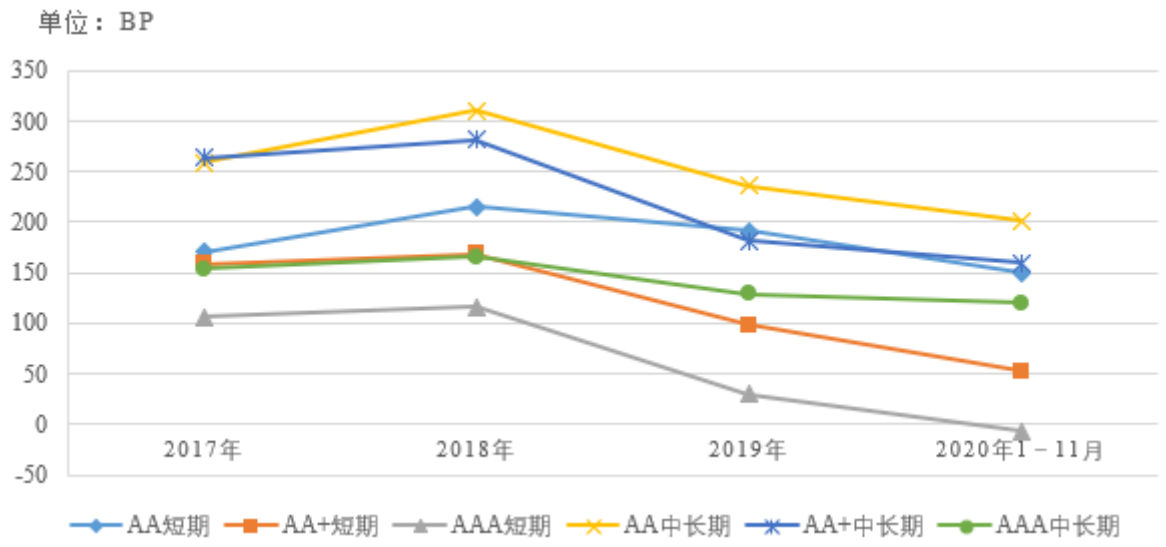
图 16　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业平均发行利率



资料来源：Wind，联合资信整理

从发行利差看，2017－2019 年，收费公路企业短期债券平均发行利差波动下降，分别为 114BP、127BP 和 41BP。其中，AA 级别波动增长，AA^{+}和 AAA 级别均波动下降，2019 年 AA、AA^{+}和 AAA 级别平均发行利差分别为 192BP、98BP 和 30BP。2017－2019 年，收费公路企业中长期债券平均发行利差波动下降，分别为 168BP、182BP 和 149BP，AA、AA^{+}和 AAA 级别平均发行利差均波动下降，2019 年 AA、AA^{+}和 AAA 级别平均发行利差分别为 236BP、182BP 和 129BP。受债市收益率窄幅震荡、发行方式及市场认可度等因素影响，2020 年 1－11 月，不同期限、不同级别的债券发行利差均呈现不同程度的下降。

图 17　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业平均发行利差



资料来源：联合资信整理

表 5　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业所发短期债券的利率和利差统计情况

主体级别	2017 年				2018 年				2019 年				2020 年 1－11 月			
	利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差（BP）		利率（%）		发行利差(BP)	
	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差
AAA	3.50 ~ 5.60	4.37	106	--	2.70 ~ 5.36	4.04	116	--	2.10 ~ 3.50	2.77	30	--	1.13 ~ 3.30	1.98	-1	--
AA^{+}	4.05 ~ 5.48	4.88	159	53	3.75 ~ 5.96	4.57	169	53	3.19 ~ 3.70	3.44	98	68	1.97 ~ 3.39	2.76	79	80
AA	4.65 ~	4.79	171	12	4.87 ~	5.11	215	46	3.71 ~	4.38	192	94	2.98 ~	3.66	150	71

	4.92				5.29				6.00				4.88			

注：级差为本信用级别的利差均值减去比该信用级别高 1 个子级的利差均值

资料来源：联合资信整理

表 6　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业所发 3 年期债券的利率和利差统计情况

主体级别	2017 年				2018 年				2019 年				2020 年 1－11 月			
	利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)	
	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差
AAA	4.34～5.53	4.99	142	--	3.87～6.20	4.93	170	--	3.50～6.30	4.28	145	--	2.50～4.95	3.73	124	--
AA⁺	5.50	5.50	261	119	4.10～6.90	5.92	271	101	3.88～5.99	5.28	246	101	3.77～5.44	4.62	244	120
AA	5.28～6.43	6.05	260	-1	4.88～7.20	6.57	328	57	4.46～6.70	5.37	253	7	3.73～5.41	4.91	265	21

注：2017 年 3 年期债券 AA 级别利差均值与 AA⁺级别利率均值的级差为-1，主要系 AA⁺级别样本仅为内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司和漳州市交通发展集团有限公司、发行利率较高所致

资料来源：联合资信整理

表 7　2017－2019 年和 2020 年 1－11 月收费公路企业所发 5 年期债券的利率和利差统计情况

主体级别	2017 年				2018 年				2019 年				2020 年 1－11 月			
	利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)		利率（%）		发行利差(BP)	
	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差	区间	均值	均值	级差
AAA	4.50～6.19	5.22	163	--	4.12～6.40	5.14	169	--	3.76～4.90	4.14	115	--	2.79～4.70	3.74	115	--
AA⁺	5.70～7.00	6.35	266	103	6.30～7.50	6.90	312	143	3.79～6.00	4.75	170	55	2.80～3.90	3.49	128	13
AA	5.20～6.70	6.13	258	-8	6.90～6.95	6.93	312	0	3.67～6.50	5.10	214	44	3.25～4.50	4.05	151	23

注：1．2017 年 5 年期债券 AA 级别利差均值与 AA⁺级别利率均值的级差为-8，主要系 AA⁺级别样本较小，且漳州市交通发展集团有限公司发行利率为 7.00%所致；2．2019 年 5 年期债券各级别利率均值均低于 3 年期，主要系 5 年期债券大多在 2019 年上半年利率较低时发行所致；3．受发行时间、样本量和发行主体资质的综合影响，2020 年 1－11 月，5 年期债券 AA⁺和 AA 级别债券利率均值均低于 3 年期

资料来源：联合资信整理

八、行业研究结论

收费公路行业属于弱周期行业，由于行业准入壁垒较高，行业内竞争较弱。目前以高速公路为主的收费公路行业逐步进入平稳发展阶段，行业投资增速趋缓但投资规模仍

很大。《交通强国建设纲要》中明确了建设交通强国战略，“十四五规划”明确加快交通强国建设，我国交通基础施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。同时，“新基建”是交通运输行业迈向高质量发展的一个重要风口，是加快交通强国建设的强力引擎。在政策的大力推动下，收费公路行业固定资产投资有望加快推进。同时，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，收费公路行业整体面临良好的政策环境。近年来，我国收费公路通行费收入持续增长且增速整体高于 GDP 增速，具有一定的需求韧性。收费公路行业短期受新冠肺炎疫情负面影响大。在国内疫情从爆发到稳定以及经济渐进修复的大背景下，2020 年前三季度，我国经济运行稳步恢复，经济增长由负转正。受益于国内疫情缓解，公路运输需求将继续保持稳健复苏态势。

近年来，受益于路产增多、协同效应释放以及多元化业务发展等因素的影响，收费公路样本企业收入规模持续增长，样本企业盈利能力整体相对稳定，但期间费用占营业收入比重较高。收费公路企业作为地方交通基础设施建设主体，能持续获得交通运输部和地方政府提供的各项支持，整体债务负担适中，行业偿债能力保持稳定，随着路网完善及建设推进，预计大额投资需求仍将持续，因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，需关注收费公路样本企业资金被占用情况。

收费公路发债企业以高级别为主，整体信用质量稳中有升。融资方面，在积极的财政政策和稳健的货币政策的指导下，收费公路企业债券发行数量与发行规模持续增长，融资成本呈下降趋势，收费公路企业发债主体进一步向高级别集中。

整体看，收费公路行业风险为低，行业展望为稳定。