



客流量潜力有待释放 ——收费公路行业回顾与展望

联合资信 公用评级三部 | 黄旭明 | 徐汇丰 | 黄书剑



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



报告摘要

2021年，随着疫情缓解以及里程增长，我国通行费收入同比大幅增长，并已超越疫情前水平。2022年前三季度，受疫情多点爆发影响，货运周转量和客运周转量同比均有所下降。我国收费公路建设投资额持续增长，收支缺口呈波动增长态势。收费公路债务余额持续增长，通行费收入对利息支出的覆盖能力波动下降，各省（自治区、直辖市）收费公路债务压力分化明显。近年来，通过债务置换、发行专项债以及发行交通基础设施领域REITs的方式，收费公路行业整体债务风险得到缓释。2021年，随着疫情缓解，收费公路发债企业经营状况明显改善，投资支出有所增长，得益于较强的融资能力，收费公路发债企业整体现金状况良好。2022年前三季度，受疫情多点爆发影响，收费公路发债企业盈利能力有所下滑。近年来，收费公路发债企业债务负担保持稳定，整体债务负担较重。

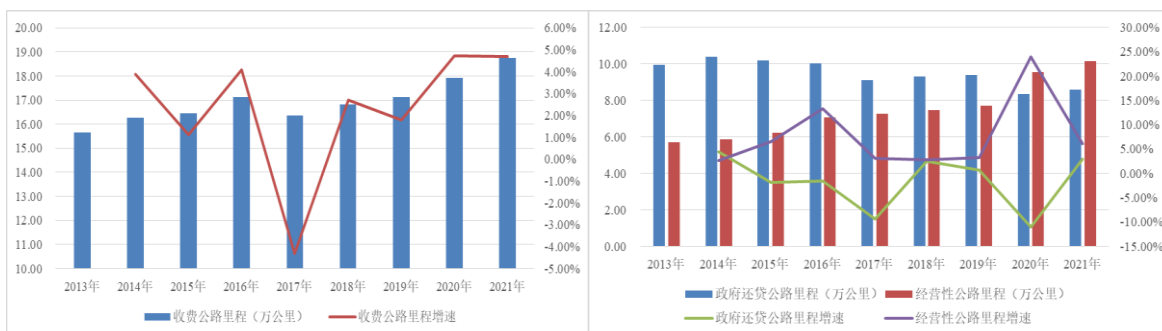
“十四五”期间，我国收费公路建设需求仍较大。未来随着收费公路运营里程的不断增加以及疫情防控措施的不断优化，收费公路行业运营状况将得到明显改善，行业发展前景向好。同时，考虑到政府的强力支持以及良好的再融资能力，联合资信对收费公路行业的信用展望为稳定。

一、行业发展情况

（一）运营情况

我国收费公路里程整体呈增长态势，2020 年以来增速处于较高水平，经营性公路里程首次超过政府还贷公路。2021 年，通行费收入随着里程增长和疫情缓解等因素综合影响而有所增长，已超越疫情前水平。2022 年前三季度，受疫情多点爆发影响，货运周转量和客运周转量同比均有所下降。

从收费公路里程及增速看，除 2017 年受部分省市取消普通公路收费影响，2013—2021 年收费公路里程整体呈增长态势。截至 2021 年末，我国收费公路里程达 18.76 万公里，较上年末增长 4.69%，增速保持在较高水平。2013—2021 年，政府还贷公路里程呈下降趋势，经营性公路里程持续增长，主要系部分政府还贷高速公路因收费权益转让，变为经营性高速公路，以及部分普通公路收费到期所致。2020 年以来，我国新投建路产以经营性公路为主，部分省市将经营效益较好的政府还贷公路通过市场化方式转化为经营性公路。



资料来源：《2013—2021 年全国收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.1 收费公路里程及增速

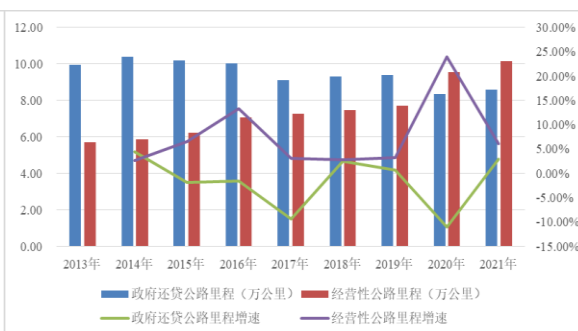
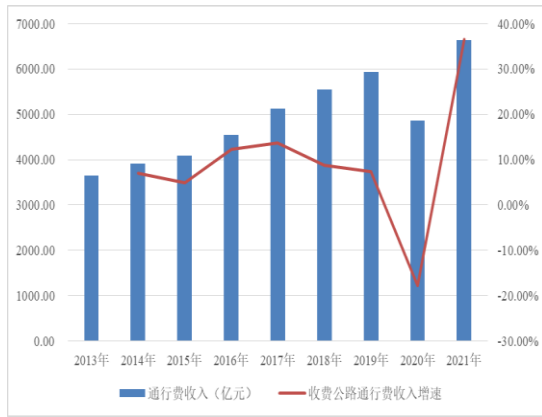


图 1.2 政府还贷和经营性公路里程及增速

2013—2021 年，我国收费公路通行费收入及单公里收益整体呈增长态势，但增速有所波动。2020 年，受新冠肺炎疫情以及防控期间免通行费政策影响，我国收费公路通行费收入及单公里收益有所下降。2021 年，我国收费公路通行费收入 6630.5 亿元，较上年增长 36.48%；单公里收入为 353.44 万元，较上年增长 30.10%，均超越疫情前水平。2013—2021 年，经营性公路收益持续高于政府还贷公路，2013—2019 年单公里收益年平均差额约 213 万元，但新冠疫情对经营性公路冲击更大，2020 年以来，单公里收益年平均差额有所收窄，约为 162 万元。

从公路旅客周转量和货运周转量来看，2013—2021 年，公路旅客周转量呈先增长后下降的趋势，主要受民航、高铁等分流以及新冠肺炎疫情影响所致。2013—2019

年，公路货运周转量整体呈上升态势，2020 年受新冠疫情影响有所下降，2021 年仍未恢复至疫情前水平。



资料来源：《2013—2021 年全国收费公路统计公报》及交通运输部网站公开资料，联合资信整理

图 1.3 收费公路通行费收入及增速

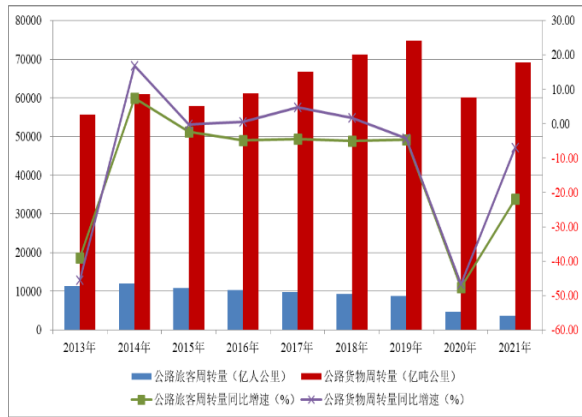
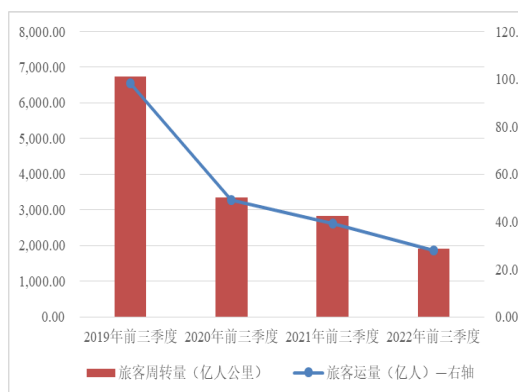


图 1.4 公路客运周转量和货运周转量情况

2022 年前三季度，公路旅客运量、货运量及客货运周转量同比均有所下降。将 2022 年前三季度数据与疫情发生前的 2019 年前三季度数据对比来看，2022 年前三季度公路货运量和货运周转量较 2019 年同期分别下降 8.69% 和 6.05%，旅客运量和旅客周转量较 2019 年同期分别下降 71.65% 和 71.80%，延续下降趋势，主要系多地疫情散点爆发，疫情防控措施较严，旅客出行意愿下降所致。



注：增速按照可比口径计算

资料来源：交通运输部公开数据，联合资信整理

图 1.5 疫情前后公路客运对比情况

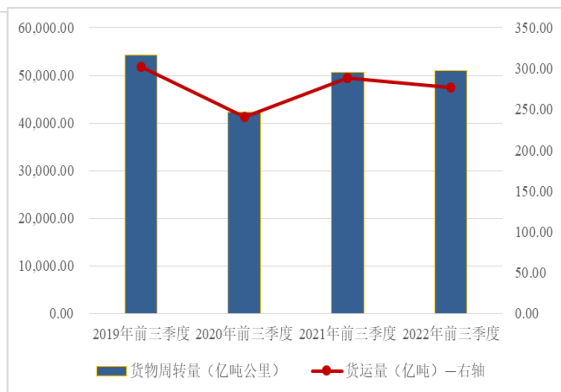


图 1.6 疫情前后公路货运对比情况

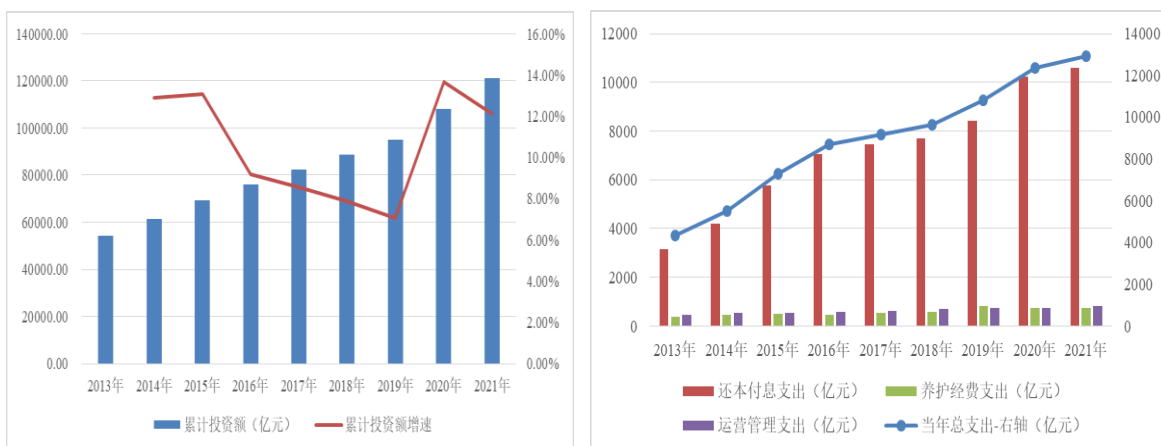
根据 2022 年 9 月 28 日出台的《交通运输部财政部关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》（交公路明电〔2022〕282 号），2022 年 10 月 1 日 0 时

起至 12 月 31 日 24 时，在继续执行现有各类通行费减免政策的基础上，全国收费公路统一对货车通行费再减免 10%，或将对 2022 年第四季度通行费收入带来一定影响。

（二）投资和支出情况

我国收费公路建设投资额持续增长，2021 年投资额增速较快，收费公路收支缺口呈波动增长态势。“十四五”期间，我国收费公路建设投资规模将持续加大，收支缺口或将进一步扩大。

2013—2021 年，我国收费公路建设投资额持续增长，投资规模很大。2021 年，我国累计完成公路建设投资 121184.4 亿元，较上年末增长 12.13%，增速较快。2021 年 12 月，国务院印发了《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，提出了国家高速公路网络质量提升，国家高速公路主线繁忙拥挤路段扩容改造，合理引导地方高速公路有序发展等要求，收费公路建设投资规模将持续加大。



注：增速按照可比口径计算；公路及附属设施改扩建工程支出、税费支出及其他支出占比相对较小，未在上图中列示

资料来源：《2013—2021 年全国收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.7 收费公路建设投资额及增速情况

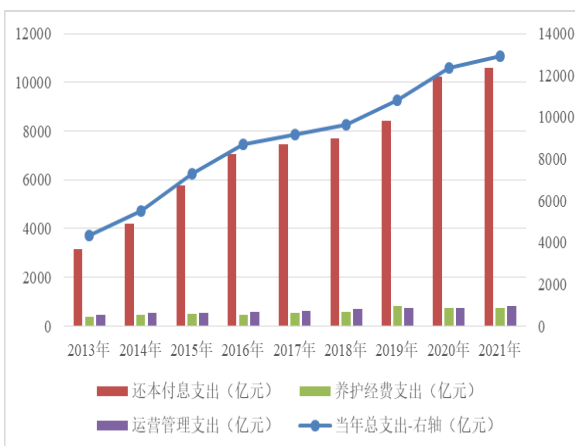
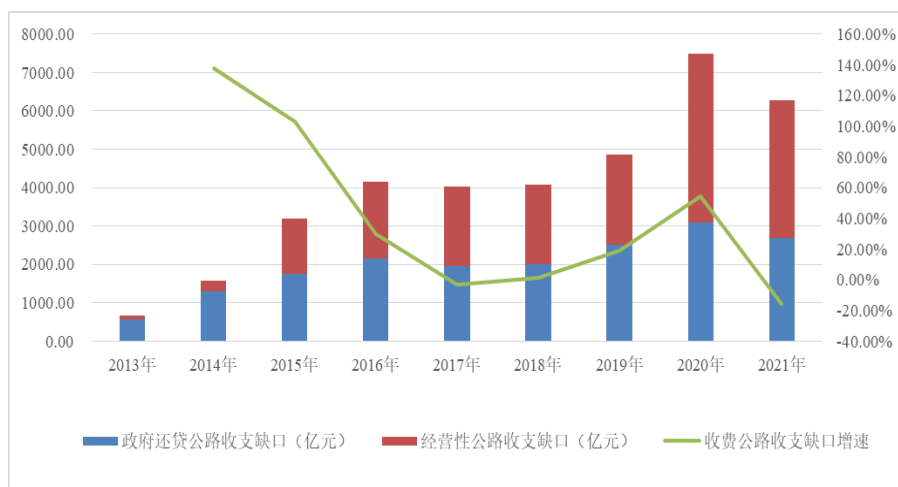


图 1.8 收费公路支出情况

从收费公路支出情况看，2013—2021 年，收费公路支出持续增长，主要由还本付息支出（占 70~85%）、运营管理支出和养护支出构成。2021 年，收费公路还本付息支出 10591.6 亿元，较上年变化不大。2020 年以来，受益于全面取消高速公路省界收费站、推广 ETC 电子不停车快捷收费以及同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测，在收费里程持续增长的情况下，收费公路运营管理支出和养护支出持续下降。



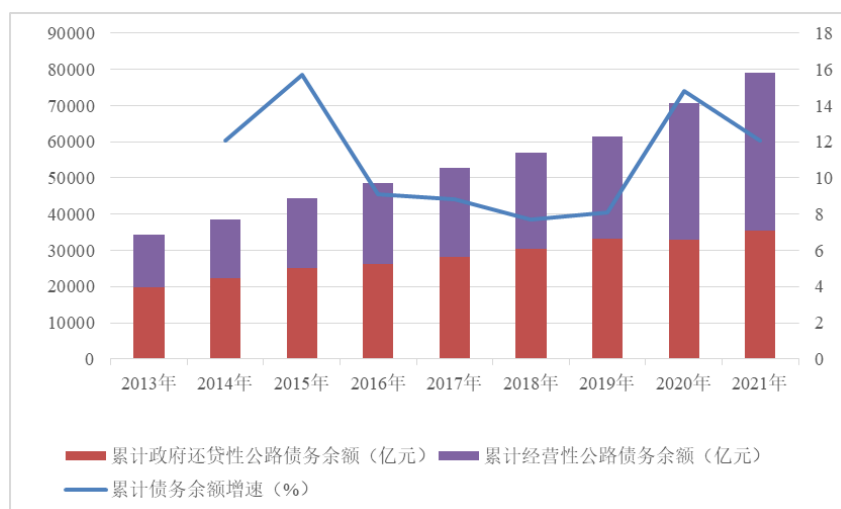
资料来源：《2013—2021年全国收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.9 收费公路收支缺口及增速情况

（三）债务情况

我国收费公路债务余额持续增长，通行费收入对利息支出的覆盖能力波动下降，各省（自治区、直辖市）收费公路债务压力分化明显，其中青海省的债务压力最大。考虑到多省获得债务置换，以及发行长周期、低利率的地方政府专项债用于新项目建设，收费公路行业整体债务风险有所缓释。2021年以来，交通基础设施领域REITs发行规模扩大，为收费公路行业提供了新的融资方式。

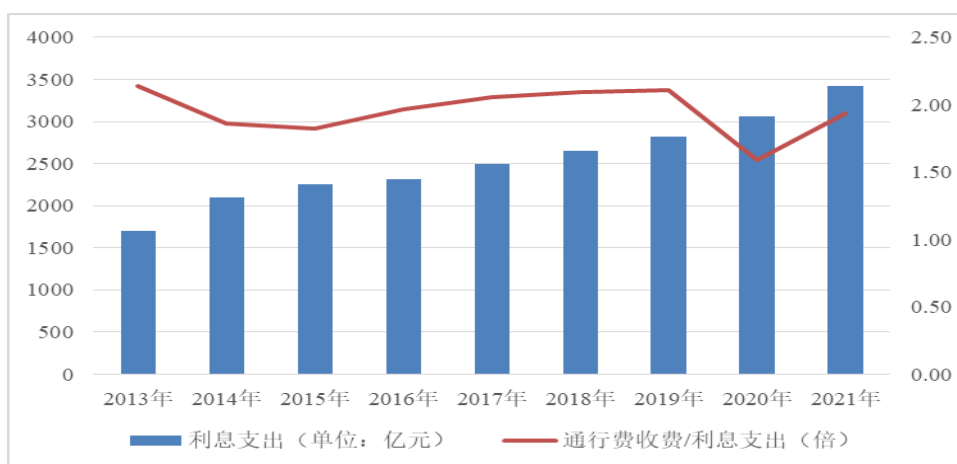
2013—2021年末，全国收费公路债务余额持续增长，年均复合增长11.02%。截至2021年末，收费公路债务余额为79178.5亿元，较上年末增长12.05%，主要为银行借款（占81.5%）。



资料来源：《2013—2021年全国收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.10 我国收费公路债务余额及增速情况

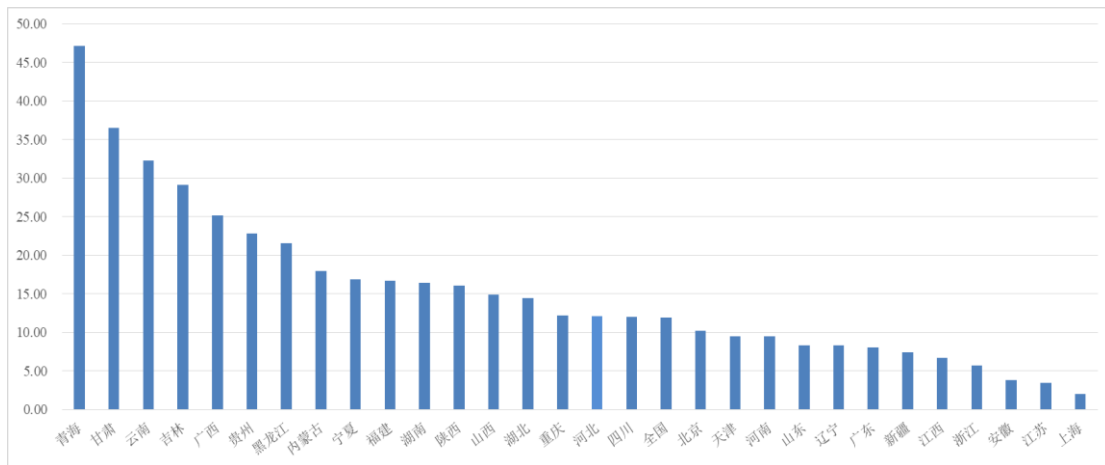
2013—2021 年末，全国收费公路偿还债务利息支出持续增长，年均复合增长 9.10%。2021 年，收费公路偿还债务利息支出为 3426.8 亿元；收费公路通行费收入对利息的覆盖倍数波动下降，除 2020 年受通行费减免政策影响外，通行费收入/利息支出均在 1.8~2.5 倍之间，通行费收入对利息的保障程度尚可。



资料来源：《2013—2021 年全国收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.11 我国收费公路通行费收入对利息的覆盖情况

截至 2021 年末，全国收费公路债务余额/当年通行费收入达 11.94 倍。分地区看，各省（自治区、直辖市）收费公路债务压力分化明显。以收费公路债务余额/当年通行费收入来看，截至 2021 年末，收费公路债务压力最大的是青海省，收费公路债务余额/当年通行费收入达 47.12 倍；甘肃省、云南省、吉林省、广西壮族自治区、贵州省及黑龙江省收费公路债务余额/当年通行费收入倍数在 20~40 倍之间；天津市、河南省、山东省、辽宁省、广东省、新疆维吾尔自治区、江西省、浙江省、安徽省、江苏省及上海市收费公路债务余额/当年通行费收入倍数均小于 10 倍，上海市收费公路债务压力最轻，收费公路债务余额/当年通行费收入仅为 2.01 倍。其余各省（自治区、直辖市）相应指标均在 10~20 倍之间。



注：因缺少西藏自治区和海南省数据，上图未列示

资料来源：各省（自治区、直辖市）《2021 年收费公路统计公报》，联合资信整理

图 1.12 各省（自治区、直辖市）收费公路 2021 年末债务余额/当年通行费收入

国务院办公厅 2019 年 5 月印发的《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》，提出推动政府收费公路存量债务置换，以优化债务结构，减轻利息负担。对于收费公路债务压力较重问题，多个省份（市、自治区）推动债务化解工作，由国家开发银行牵头银团与省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组的方式，降低融资成本，平滑债务期限。

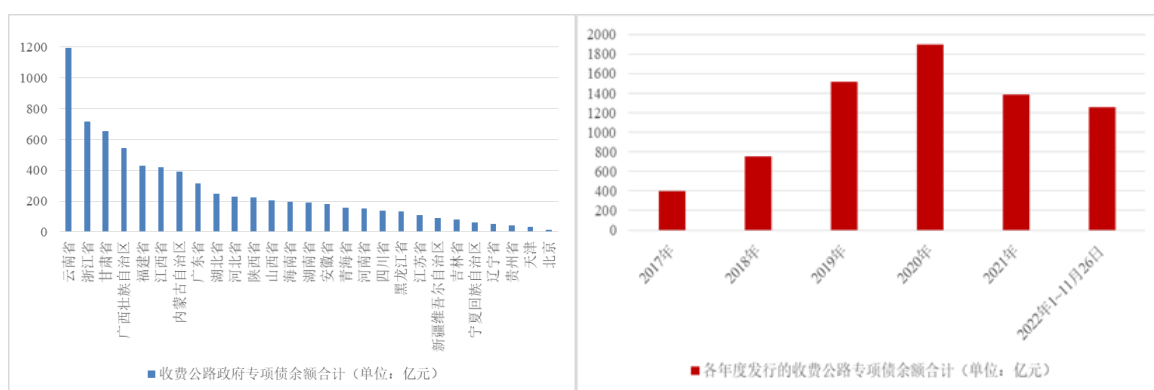
表 1.1 各省（自治区、直辖市）获得国家开发银行债务置换的主要情况（单位：亿元）

省市	债务置换规模	置换后贷款期限	具体置换情况
山西	2607	/	2018 年 12 月，山西交通控股集团有限公司与国家行山西分行牵头的 7 家银行签订了高速公路债务融资再安排银团贷款 2607 亿元
吉林	约 700	25 年	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，利率为基准利率
青海	/	/	2019 年 8 月成立青海省交通控股集团有限公司，将交通隐性债务合规转化为企业经营性债务
贵州	1354.77	27 年（含宽限期 2 年）	2019 年 6 月，贵州高速公路集团有限公司与国开行等 16 家银行签署融资再安排项目银团贷款合同
内蒙古	1086.3	/	2020 年出台自治区本级存量公路建设债务化解方案，进行融资再安排银团贷款
天津	734.3	25 年	2020 年 3 月，国家开发银行牵头组织银团，与天津高速集团签署融资再安排银团贷款合同
湖北	1200	25 年以上	2020 年 5 月，湖北省交通投资集团有限公司与国家开发银行湖北省分行等 9 家金融机构签订《高速公路融资再安排银团贷款合同》
甘肃	1673	30 年	2020 年 5 月，甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司与甘肃省内 16 家主要银行签订债务重组协议，1673 亿元的收费公路债务利率调低，还款期限统一至 30 年

资料来源：公开资料，联合资信整理

2017 年 7 月，财政部、交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，提出政府收费公路举借债务可采取发行收费公路专项债券的方式。部分新开工路产亦以发行地方政府专项债券形式融资，利率较低（同期限国债收益率上浮约

15~25 个 BP)，期限较长，最长可达 30 年。截至 2022 年 11 月 26 日，各省（自治区、直辖市）所发行的收费公路政府专项债券余额如下图，云南省、浙江省、甘肃省、广西壮族自治区、福建省、江苏省、内蒙古自治区和广东省的债券发行规模较大。收费公路专项债的期限在 5~30 年不等，以 10 年、15 年、20 年和 30 年为主。由下图可见，2020 年为收费公路专项债发行的高峰期，2021 年发行规模有所下降，与收费公路债务余额增速的走势基本一致。整体看，发行长周期、低利率的地方政府专项债用于新项目建设，收费公路整体债务风险有所缓释。



注：数据时点为 2022 年 11 月 26 日；图 1.14 为各年份发行的收费公路专项债截至 2022 年 11 月 26 日余额
资料来源：wind，联合资信整理

图 1.13 各省（自治区、直辖市）收费公路专项债情况 图 1.14 各年份发行的收费公路专项债余额

2022 年 4 月，中国银保监会 交通运输部联合印发《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》（银保监发〔2022〕8 号），提出“依法合规做好政府收费公路项目配套融资，在落实好分账管理的前提下，根据剩余专项收入情况提供项目配套融资”“进一步优化公路项目还款安排，合理安排债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加 1 年”“鼓励保险机构通过债权、股权、股债结合、资产支持计划和私募基金等形式，参与重大公路交通基础设施”“稳妥做好存量债务风险化解，有序推进收费公路存量债务接续”等，从制度层面鼓励银行保险机构依法合规支持公路交通建设和公路债务的化解。

收费公路行业投资需求大，同时面临较重的债务负担和债务压力，除传统融资方式和专项债外，仍需拓展新的融资渠道，公募 REITs 提供了新的融资方式。近年来，国家、各部委相继出台《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号）、《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号）等文件，鼓励基础设施 REITs 的发行。2021 年和 2022 年 1 月—11 月 26 日，交通基

基础设施领域 REITs 发行规模分别为 156.04 亿元和 281.26 亿元，详情见下表。高速公路投资运营企业通过发行 REITs，有助于盘活存量资产，将募集资金用于投资新项目，拓宽融资渠道，降低融资成本和资产负债率，并有助于从重资产经营模式向轻资产运营模式转变。

表 1.2 2021 年以来交通基础设施 REITs 发行情况（单位：亿元）

序号	名称	发行公告日	发行规模	基础设施资产名称	基金管理公司
1	中金安徽交控 REIT	2022-10-25	108.80	沿江高速公路芜湖（张韩）至安庆（大渡口）段	中金基金管理有限公司
2	华泰江苏交控 REIT	2022-10-17	30.54	沪苏浙高速公路(即 G50 沪渝高速江苏段)	华泰证券（上海）资产管理有限公司
3	国金中国铁建高速 REIT	2022-06-10	47.93	合川至璧山至江津高速公路,合川至潼南至安岳（重庆境）高速公路（渝遂高速）	国金基金管理有限公司
4	华夏中国交建高速 REIT	2022-03-24	93.99	武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段	华夏基金管理有限公司
5	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	2021-11-16	21.30	汉孝高速公路主线路、机场北连接线	华夏基金管理有限公司
6	平安广州交投广河高速公路 REIT	2021-05-20	91.14	广州至河源高速公路广州段项目	平安基金管理有限公司
7	浙商证券沪杭甬高速 REIT	2021-05-19	43.60	杭徽高速公路（浙江段）昌昱段、汪昌段、留汪段	浙江浙商证券资产管理有限公司
合计		--	437.30	--	--

资料来源：wind，联合资信整理

二、收费公路发债企业信用分析

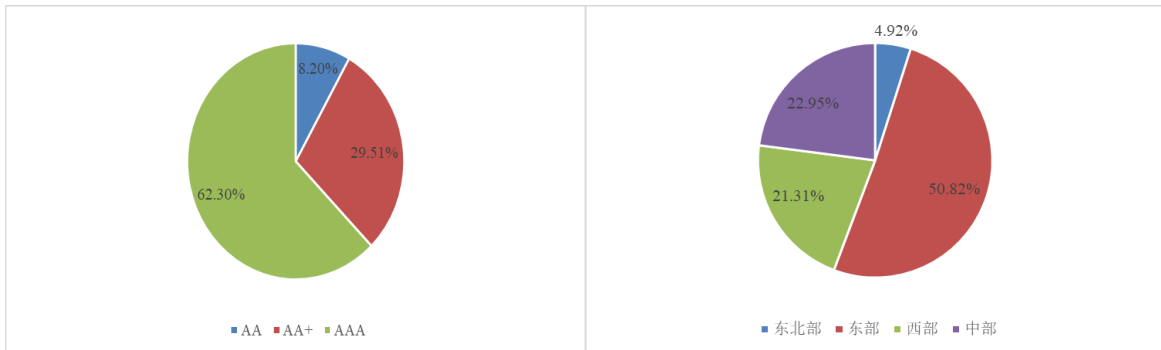
（一）样本企业概况

收费公路发债企业以省级主体为主，东部地区¹发债主体占比相对较高，整体信用质量高。东部地区和中部地区发债主体债券发行规模和存续规模相对较大。2022 年 1—11 月，除东北地区外，其他地区发债主体债券净融资均为净流入。

截至 2022 年 11 月底，有存续债券的发债企业²共 61 家。其中，省级主体占 73.77%，以省级主体为主。从区域分布看，东部地区发债企业占 50.82%，中部地区和西部地区发债企业占比相当，东北地区发债企业占比最低。从主体信用级别的分布看，AAA 占 62.30%、AA+ 占 29.51%、AA 占 8.20%，以高信用等级主体为主。

¹东部地区包括北京天津市、河北省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省；中部地区包括山西省、安徽省、江西省、河南省、湖北省和湖南省；西部地区包括内蒙古自治区、广西、重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏、新疆；东北地区包括辽宁省、吉林省和黑龙江省

²由于统计的问题，发债企业仅包含部分样本



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.1 发债企业信用级别分布情况图

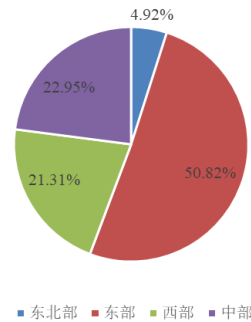


图 2.2 发债企业区域分布情况

从债券发行看，2022 年 1—11 月，样本企业债券发行规模为 4229.07 亿元，较上年同期下降 8.74%。其中，东部地区和中部地区样本企业债券发行规模较大，占比分别为 58.27% 和 29.49%。从债券净融资看，2022 年 1—11 月，除中部地区样本企业债券净融资有所增长外，其他区域样本企业债券净融资均有所下降，其中东北地区样本企业债券融资由净流入转为净流出。

截至 2022 年 11 月底，样本企业债券存续规模为 10326.79 亿元，其中东部地区、中部地区、西部地区和东北地区样本企业债券存续规模占比分别为 49.92%、28.76%、17.56% 和 3.76%，东部地区样本企业债券存续规模相对较大，东北地区样本企业债券存续规模相对较小。

（二）盈利能力分析

随着疫情得到控制，2021 年，发债企业经营状况明显改善。2022 年前三季度，全国疫情多点爆发，各区域发债企业盈利能力同比均有所下滑。

随着疫情得到控制，2021 年，发债企业经营状况明显改善，各区域发债企业营业总收入和净利润同比均有大幅增长。2022 年前三季度，全国疫情多点爆发，发债企业通行费收入同比有所下滑，但得益于业务多元化发展，除西部地区外，其他区域发债企业营业总收入同比均有所增长。同期，高毛利的通行费业务收入同比下滑使得各区域发债企业净利润均有所下降。

表 2.1 收费公路发债企业营业总收入及净利润情况（单位：亿元）

区域	营业总收入				净利润			
	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月
东北部	158.05	211.73	151.57	151.70	-2.77	29.68	39.26	25.00
东部	5564.35	7680.33	5551.78	5968.58	210.97	567.51	492.92	362.79

西部	5426.48	6460.82	4413.44	4294.26	9.55	138.52	100.07	95.17
中部	1178.10	2029.93	1231.13	1806.88	114.83	191.19	193.26	157.40
合计	12326.98	16382.81	11347.91	12221.41	332.58	926.90	825.51	640.35

注：母子公司都有存续债券的，此处只选择母公司合并口径财务数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）现金流分析

2021年，收费公路发债企业经营活动现金流状况有所好转，仍维持较大的资本支出，得益于较强的融资能力，发债企业整体现金流状况良好。2022年1—9月，东北地区和东部地区受新冠肺炎疫情影响较大，发债企业经营活动现金净流入量同比有所下滑，但各区域发债企业投资活动现金净流出同比均有所增长。

随着疫情得到控制，2021年，各区域发债企业经营活动净现金流同比均有所增长。同期，除东北地区外，其他区域发债企业投资活动现金净流出量均有所增长。筹资活动现金流方面，2021年，中部和西部地区发债企业筹资活动现金净流入量同比有所增长，东部地区发债企业筹资活动现金净流入量同比有所下降，东北地区发债企业筹资活动现金净流量由净流入转为净流出。2022年1—9月，东北地区和东部地区受新冠肺炎疫情影响较大，发债企业经营活动现金净流入量同比有所下滑。同期，在积极财政政策的作用下，各区域发债企业投资活动现金净流出量同比均有所增长。2022年1—9月，各区域发债企业筹资活动现金均净流入。

表 2.2 收费公路发债企业现金流情况（单位：亿元）

区域	经营活动现金净流量				投资活动现金净流量			
	2020年	2021年	2021年 1—9月	2022年 1—9月	2020年	2021年	2021年 1—9月	2022年 1—9月
东北部	145.94	150.82	112.32	97.63	-193.12	-97.65	-65.77	-88.79
东部	1153.60	1558.45	1246.32	1113.83	-3188.66	-3530.45	-2321.63	-2355.25
西部	617.64	751.58	509.57	730.85	-3018.69	-3377.17	-1930.99	-2599.43
中部	593.51	602.08	341.62	377.84	-712.97	-1092.70	-662.75	-929.40
合计	2510.68	3062.94	2209.83	2320.15	-7113.44	-8097.97	-4981.15	-5972.87
区域	筹资活动现金净流量				现金及现金等价物净增加额			
	2020年	2021年	2021年 1—9月	2022年 1—9月	2020年	2021年	2021年 1—9月	2022年 1—9月
东北部	56.66	-68.51	-52.90	181.27	9.49	-15.34	-6.35	-11.56
东部	2102.80	1894.67	1326.52	1852.94	65.04	-79.55	250.63	825.26
西部	2478.22	2778.77	1830.91	1602.77	78.40	150.22	407.17	644.16
中部	143.02	631.81	434.12	228.37	23.52	141.18	112.95	123.33
合计	4780.71	5236.75	3538.66	3865.35	176.44	196.50	764.40	1581.19

注：母子公司都有存续债券的，此处只选择母公司合并口径财务数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（四）偿债能力分析

发债企业债务负担保持稳定，整体债务负担较重，其中西部地区发债企业债务负担相对更重。东部和西部地区发债企业短期偿债能力尚可，东北地区和中东部地区发债企业短期偿债能力相对偏弱。

从发债企业债务负担来看，2019—2020 年末及 2021 年 9 月末，发债企业债务负担保持稳定，整体债务负担较重。其中，西部地区发债企业债务负担相对更重，东北地区发债企业债务负担相对更轻。

表 2.3 收费公路发债企业债务负担情况

城市	资产负债率 (%)			全部债务资本化比率 (%)		
	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
东北部	55.88	56.40	57.63	55.00	55.35	56.19
东部	64.39	64.31	65.42	56.14	56.23	57.53
西部	67.57	68.46	68.30	64.60	65.56	64.65
中部	64.76	65.18	64.71	61.98	62.43	61.68
合计	65.05	65.47	65.90	60.03	60.59	60.76

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从发债企业货币资金对短期债务的覆盖情况看，2020—2021 年末及 2022 年 9 月末，西部地区发债企业货币资金/短期债务持续上升，东部地区发债企业货币资金/短期债务波动上升，东北部地区和中东部地区发债企业货币资金/短期债务均波动下降。截至 2022 年 9 月末，东部地区和西部地区发债企业短期偿债能力尚可，东北地区和中东部地区发债企业短期偿债能力相对偏弱。

表 2.4 发债企业货币资金/短期债务情况（单位：倍）

城市	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
东北部	0.84	1.00	0.51
东部	0.72	0.69	0.81
西部	0.87	0.93	1.00
中部	0.53	0.61	0.49
合计	0.73	0.75	0.78

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、展望

2021 年 12 月，交通运输部印发《公路“十四五”发展规划》，明确了“十四五”

期间我国将新改建高速公路 2.5 万公里，其中新建 2 万公里，扩容改造 5000 公里。其中，东部地区以繁忙通道扩容改造为主；中部地区在加快打通剩余待贯通路段的同时，兼顾重点通道能力提升；西部地区以剩余待贯通路段建设为主，收费公路建设需求仍较大。未来，随着收费公路运营里程的不断增加以及疫情防控措施的不断优化，收费公路行业运营状况将得到明显改善。近年来，通过债务置换、发行专项债以及发行交通基础设施领域 REITs 的方式，收费公路行业整体债务风险得到缓释。同时，考虑到政府的强力支持以及良好的再融资能力，联合资信对收费公路行业的信用展望为稳定。