

行业展望

2022 年 12 月



中国收费公路行业展望, 2022 年 12 月

近年来收费公路通车里程稳步提升, 新增通车里程主要以高速公路为主, 结构持续优化, 且收入区域差异化将长期存在。2021 年以来, 局部散点疫情的爆发对客运带来一定负面影响, 但公路货运表现出较强的韧性, 需求总量整体有所回升。短期来看, 行业内企业恢复情况呈现一定差异, 总体盈利能力恢复情况较好; 随着经济企稳、疫情影响边际好转, 出行意愿及需求有望得到释放。同时, 未来随着《收费公路管理条例》(修订稿)等政策的正式落地, 将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

中国收费公路行业的展望为稳定。中诚信国际认为, 未来 12-18 个月该行业总体信用质量不会发生重大变化。

要点

- 近年来收费公路通车里程稳步提升, 新增通车里程主要以高速公路为主, 收费公路结构持续优化; 东部通车密度远高于中西部, 在西部地区基建和经济发展的政策支持下, 西部地区将成为收费公路路网的建设重心。
- 近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响, 公路运输在运输系统中占比将进一步压降, 但仍是短距离运输的主要运输方式, 在我国交通运输体系中占据主导地位; 2021 年以来货运需求总量整体有所回升, 客运总量和周转量延续下降趋势, 随着经济企稳、疫情影响边际好转, 客运相较于货运具有更大的反弹空间。
- 受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减以及疫情冲击等因素影响, 全国收费公路通行费收入增速有所放缓; 通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在; 偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大, 其中西部区域偿债压力相对较大。
- 行业政策近年来未进行大规模调整, 按现行政策行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险; 《收费公路管理条例》修订对缓解财政资金压力、提升收费公路运营效率及防范行业债务风险将形成一定保障, REITs 为公路运营主体提供直接融资的新渠道。
- 2021 年以来, 收费公路企业盈利能力整体恢复增长, 但毛利率水平仍不及 2019 年; 省级交投债务规模持续上升, 财务杠杆水平较高, 但利润对债务利息覆盖能力尚可, 且股东支持力度大; 收费公路运营类企业持有路产相对优质, 盈利和偿债能力较强。



影响信用趋势的主要因素

近年来收费公路通车里程稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化；东部通车密度远高于中西部，在西部地区基建和经济发展的政策支持下，西部地区将成为收费公路路网的建设重心

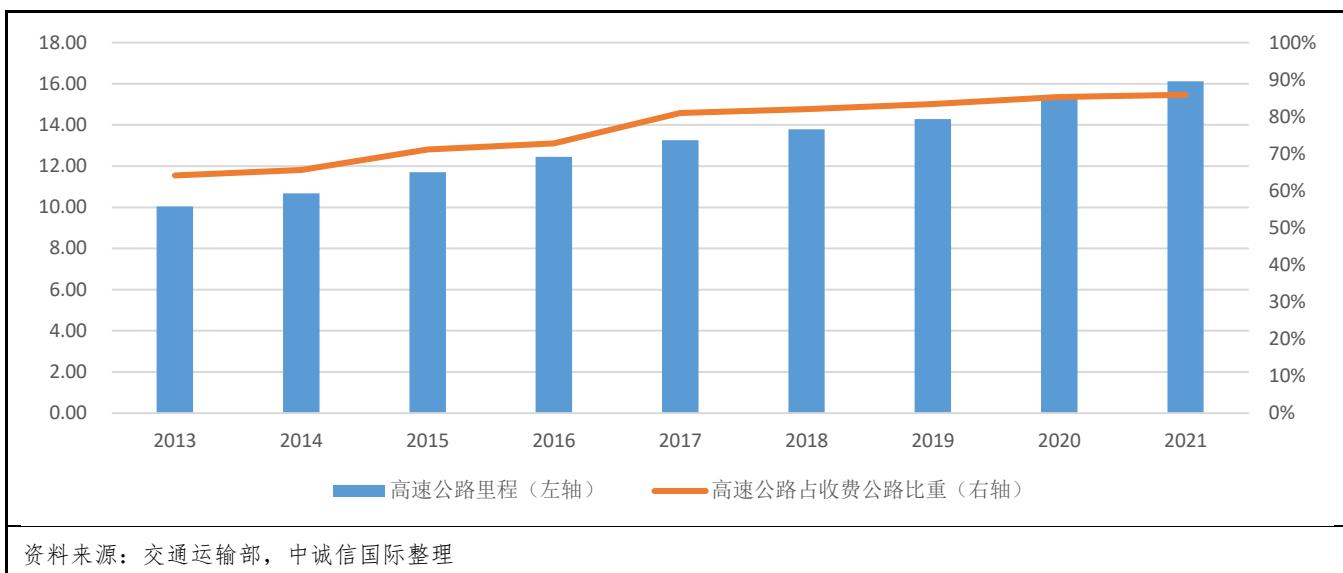
自 1984 年国务院批准出台“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策以来，我国收费公路行业历经起步期和高速增长时期，目前已逐步进入全面高质量平稳发展阶段。随着国际国内发展形势的变化和人民群众高质量出行需求的日益增长，国家公路网主通道能力不充足、城市群都市圈区域网络不完善、路网覆盖深度不够、路网韧性和安全应急保障能力还需提高等问题逐步显现。2022 年 7 月，国家发展改革委、交通运输部联合印发了《国家公路网规划》（以下简称“规划”），对原规划¹进行了调整，明确到 2035 年，基本建成覆盖广泛、功能完备、集约高效、绿色智能、安全可靠的现代化高质量国家公路网；调整后国家公路网规划总规模约 46.1 万公里，由国家高速公路网和普通国道网组成，其中国家高速公路约 16.2 万公里（含远景展望线约 0.8 万公里），普通国道约 29.9 万公里。截至 2021 年底，国家高速公路建成 12.4 万公里，基本覆盖地级行政中心；普通国道通车里程达到 25.8 万公里，基本覆盖县级及以上行政区和常年开通的边境口岸。从收费公路的结构来看，截至 2021 年末，全国收费公路里程 18.76 万公里，其中高速公路 16.12 万公里，占收费公路总里程的比重由 2013 年的 64.2% 增至 85.9%；同期末全国收费公路里程较上年末净增加 8,337 公里，其中高速公路净增加 8,310 公里。总体来看，近年来我国收费公路通车里程稳步提升，仍有一定的增长空间；且新增收费公路以高速公路为主，收费公路结构持续优化。

图 1：2013~2021 年中国收费公路里程²（万公里）



¹2013 年交通运输部发布《国家公路网规划（2013 年—2030 年）》。

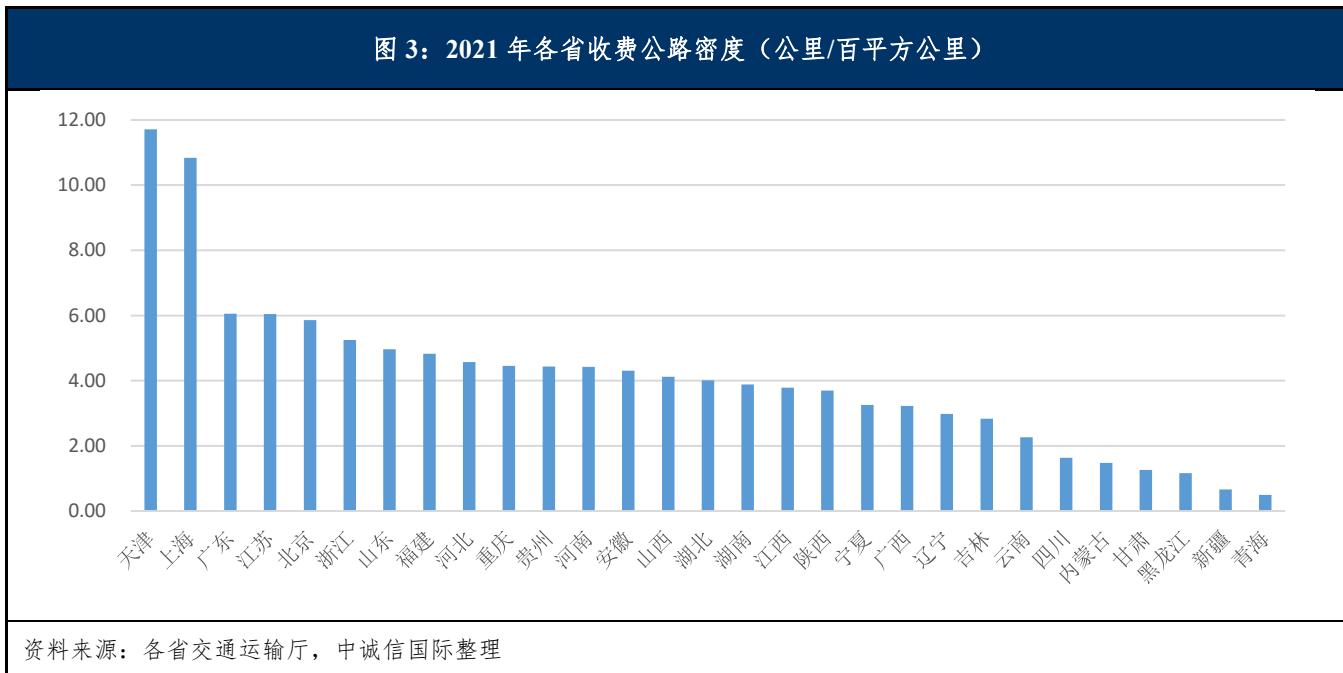
²2017 年收费里程下降，主要因为广东省取消年票制一级公路收费，以及内蒙古/甘肃/青海/宁夏取消政府还贷二级公路收费。



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

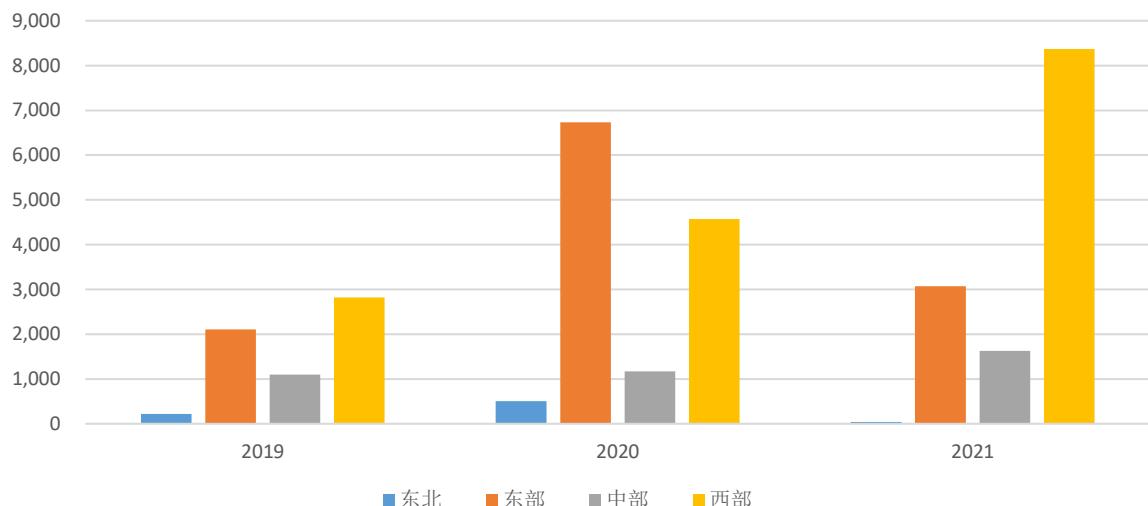
纵观各省收费公路建设密度情况，2021年，在全国29³个省、自治区、直辖市收费公路通车密度中，密度最大的是天津和上海，均在每百平方公里10公里以上，遥遥领先全国其他地区；排名第三和第四是广东和江苏，约为每百平方公里6公里；其次是北京、浙江、山东、福建、河北和重庆等省、直辖市，在每百平方公里4~6公里之间。全国收费公路通车密度最低的两个省份是青海和新疆，均在每百平方公里1公里以下。由于西部地区路网密度远低于东部地区，以及十四五规划对西部地区基建建设和经济发展的支持，公路网络建设重心已从东部逐步向西部转移。从2019~2021年我国公路建设投资结构来看，西部地区投资额分别为2,821亿元、4,570亿元和8,373亿元，呈快速增长趋势。同时，根据规划对国家公路网到2035年的布局方案，新增国家公路一半以上都布设在西部地区，主要是用于改善出疆入藏交通运输条件、提升西部陆海新通道能力、强化成渝地区双城经济圈枢纽功能、增强沿边抵边等重点区域路网韧性、提高优质产业资源联通效率等，西部地区未来仍将是公路网络的建设重心。

图3：2021年各省收费公路密度（公里/百平方公里）



资料来源：各省交通运输厅，中诚信国际整理

³不包括海南、西藏、香港、澳门、台湾。

图 4：2019~2021 年东北地区、东部地区、中部地区及西部地区⁴收费公路建设投资额（亿元）

资料来源：各省交通运输厅，国家统计局，中诚信国际整理

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，公路运输在运输系统中占比将进一步压降，但仍是短距离运输的主要运输方式，在我国交通运输体系中占据主导地位；受疫情影响，客运量近年来持续回落，而在保供需求等支撑下，货运量受疫情影响较小，但 2022 年以来经济走弱对货运量产生负面影响；随着疫情防控政策的持续优化及经济的逐步企稳，公路运输量有望恢复，其中客运相较于货运具有更大的反弹空间

公路运输在我国交通运输体系中仍占据主导地位，2021 年公路承担了国内约 61.27%的旅客运输量和约 73.87%的货物运输量。客运方面，2020 年以来，受新冠疫情防控政策对出行的限制及对需求的影响，公路旅客运输总量较疫情前大幅下滑，其中 2021 年实现旅客运输量 50.87 亿人次，延续下降趋势，但下降幅度由 2020 年的 47.0% 收窄至 26.2%；从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021~2025 年）的通知》出台，“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略正式确定，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加疫情影响，2021 年全年旅客运输周转量累计 3,627.54 亿人公里，同比下降 21.84%。受疫情反复影响，2022 年 1~10 月，公路旅客运输量和周转量分别为 30.67 亿人次、2,088.23 亿人公里，同比分别下降 29.5% 和 33.2%，降幅扩大。货运方面，近年来虽然公路货物运输量持续增长⁵，但受“公转铁”政策和航运等其他运输方式造成的分流影响，2018~2020 年增速持续下滑；货运运输由于具有保供运输等刚性需求，受疫情影响相对较小，而与经济活跃度相关性更高。2021 年，在良好的疫情防控形势下，经济恢复明显，带动货运需求总量大幅回升，表现出较强的发展韧性，公路货运量同比显著增长。从具体数据来看，2021 年全年实现公路货运量 391.39 亿吨，同比增长 14.23%；实现货物运输周转量 69,087.65 亿吨公里，同比增长 14.82%；2022 年以来，随经济增速放缓，市场交易活跃度下降，公路运货量同比亦有所

⁴根据国家统计局对经济地带的划分：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南 10 省（市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南 6 省；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆 12 省（区、市）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江。

⁵2019 年之后货运统计口径由“货运量”改为“营业性货运量”；若按营业性货运量比较，2019 年营业性货运量同比增长 4.2%，货运周转量同比增长 0.4%。

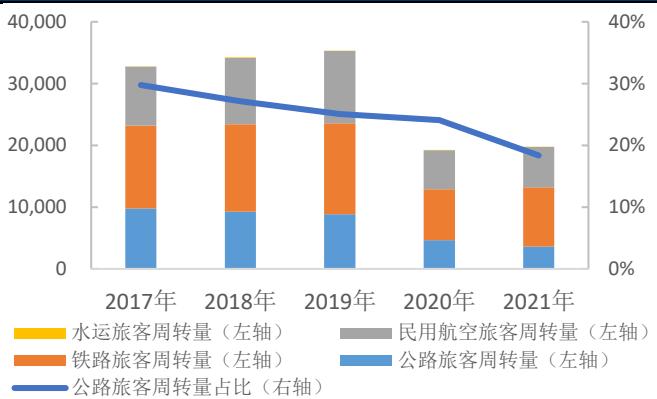
回落。1~10月，公路实现货运量308.00亿吨，实现货物周转量56,934.23亿吨公里，分别同比下降4.8%、0.6%。

图5：近年来我国旅客运输总量及公路客运量占比（亿人次）



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

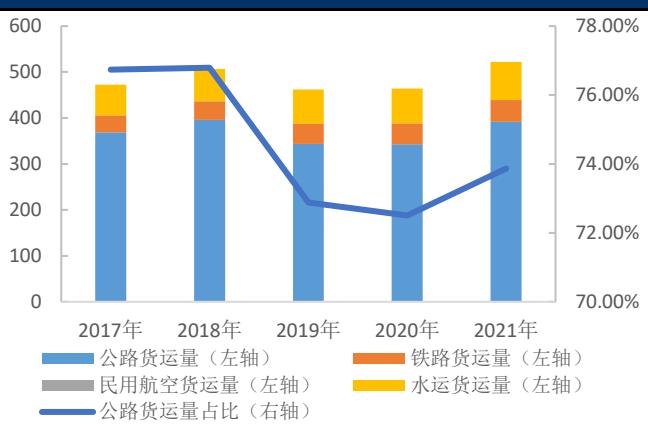
图6：近年来我国旅客周转总量及公路旅客周转量占比（亿人公里）



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

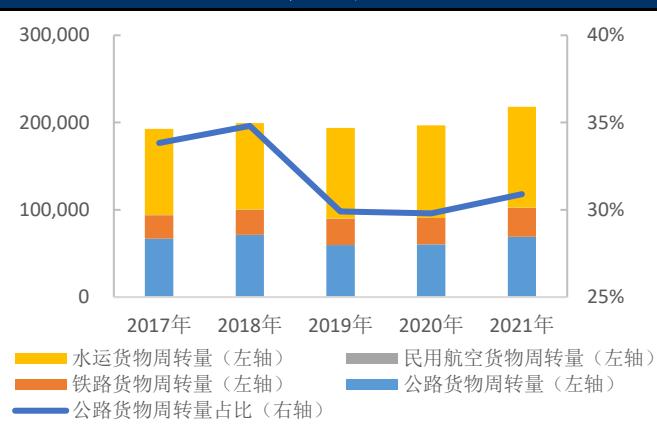
资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

图7：近年来我国货物运输总量及公路货运量占比（亿吨）



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

图8：近年来我国货物周转总量及公路货物周转量占比（亿吨公里）



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

短期来看，客运运输受疫情持续影响较大，但2022年11月以来，防疫政策迎来边际变化，包括“二十条措施”的优化、疫情防控“新十条”的发布以及各地防疫政策的持续调整和优化等，疫情对经济活动的扰动和抑制将逐步减弱，经济将回归常态化运行，而未来随着疫情影响边际好转、经济企稳，出行意愿有望逐步恢复，客运相较于货运具有更大的回升弹性。长期来看，根据2021年12月国务院办公厅印发的《推进多层次联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》⁶，十四五期间，我国运输结构将继续调整，公路运输在运输系统中占比将进一步压降，但仍将是短距离运输的主要方式。

受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减以及疫情冲击等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显，未来高速公路通行费收入增量主要集中在东部、中部经济发达区域以及西部地区；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规

⁶方案提出要推动大宗物资“公转铁、公转水”；推进京津冀及周边地区、晋陕蒙煤炭主产区运输绿色低碳转型；加快长三角地区、粤港澳大湾区铁水联运、江海联运发展。

模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大

收入方面，影响收费公路通行费收入的直接因素主要是公路里程数和相应的客货车运量等，深层因素则是公路投资额和经济发展水平等。从供给端看，随着公路网逐步完善，通道性公路建设项目减少，新建收费公路多为加密线、复线等，且大多集中在西部地区，投资边际效益递减；从需求端看，目前国内宏观经济增速放缓，叠加“公转铁”分流以及疫情的影响，一定程度上抑制了公路市场需求；故近年来国内收费公路的通行费收入整体仍呈增长趋势，但增速有所放缓。2017~2019年，全国收费公路通行费收入逐年增长，但通行费收入增速总体呈下降趋势；2020年，受疫情期间高速通行费减免政策影响，通行费收入大幅下滑18.01%；2021年，疫情冲击趋于缓和，全国收费公路车辆通行费收入6,630.5亿元，同比增长36%，剔除2020年疫情防控免费因素⁷后，2021年车辆通行费收入实际同比增长2.6%，当期全国收费公路单公里收入为353万元/公里。

图 9：近年来我国收费公路通行费收入及增速

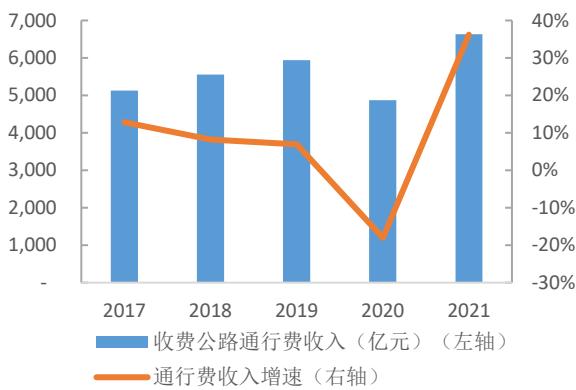


图 10：近年来我国收费公路单公里通行费收入及增速



资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

从具体省份来看，在我国经济和人口密度区域化差异较大的背景下，高速公路路产质量呈现明显分化。从通行费收入来看，经济发达程度较高、人口密度较大的省份通行费收入规模更高，广东、江苏和浙江等省的通行费收入均在400亿以上；经济发展水平较弱的黑龙江、宁夏和青海等区域通行费收入相对较低，均在50亿以下。单公里通行费收入方面，东部地区高速公路建设起步较早，路产相对成熟，新增路产占比低且培育期适中，较高的车流量占比对通行费收入的稳定性形成一定保障，因而路产质量较好，2021年单公里收入较高的是上海、北京和浙江等地区，均在800万元/公里以上；单公里收入相对较低的是黑龙江、内蒙古和青海，均在100万元/公里以下。从疫情后单公里收入的恢复情况看，东部和中部地区好于西部地区，西部地区单公里通行费收入的下降主要因为近两年新通车路产占比高且培育期较长。长期来看，全国路网已基本成型，新增路网效能预期将低于早期完工的优质路网资产，未来随着新建路产的通车运行以及车流量的自然增长，高速公路通行费收入仍将保持增长，且主要集中在东部、中部经济发达区域以及西部地区，单公里通行费收入的区域化差异将长期存在。

⁷根据《2021年全国收费公路统计公报》，2020年2月17日至5月5日新冠肺炎疫情防控期间全国收费公路免收79天车辆通行费约1,593亿元。

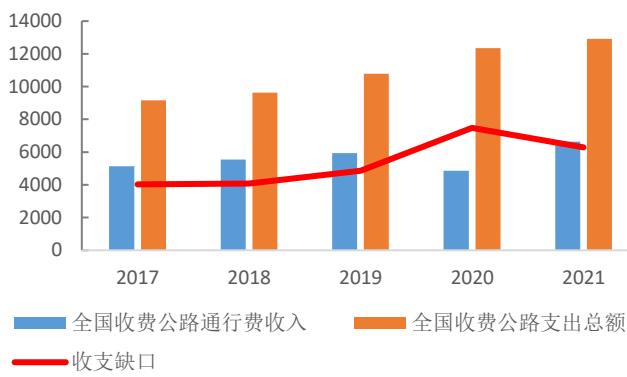
图 11：2021 年各省收费公路通行费收入及单公里通行费收入



数据来源：各省交通运输厅，中诚信国际整理

支出方面，近年来全国收费公路支出快速增长，还本付息支出比重较高，且还本付息规模呈逐年上升趋势，近年来通行费收入尚不能覆盖还本付息支出。2021年全国收费公路支出总额为12,909.3亿元，同比增长4.6%。其中最主要的支出为偿还债务本金和利息，两项合计占支出总额比重约为82.05%。除此之外，收费公路支出还包括养护支出、公路及附属设施改扩建工程支出、运营管理支出、税费支出等。

图 12：近年来我国收费公路支出构成（亿元）

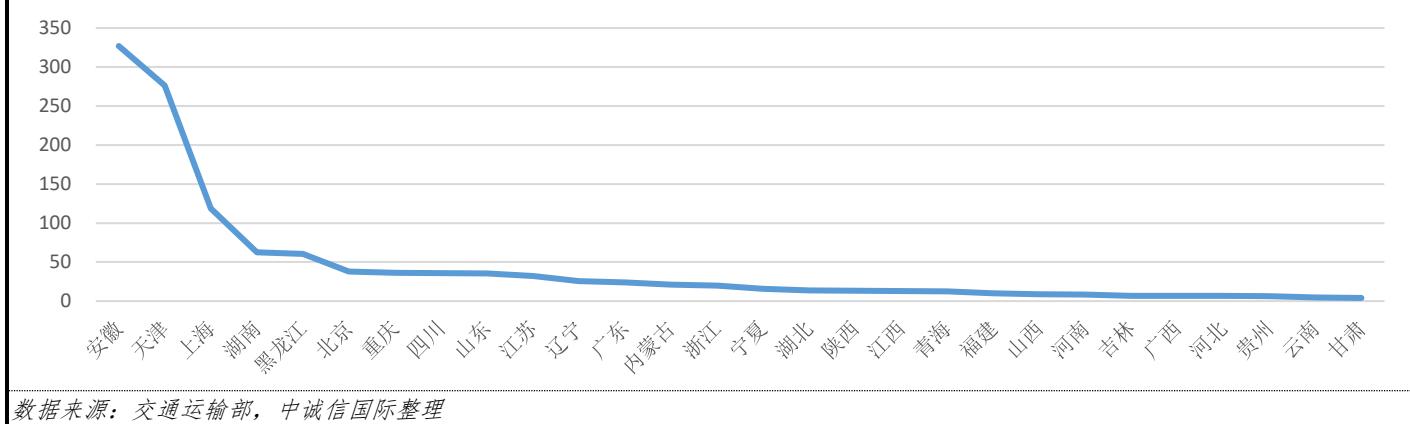
图 13：近年来我国收费公路收支缺口⁸情况（亿元）

数据来源：交通运输部，中诚信国际整理

资金平衡方面，通行费收入增速放缓、偿还债务本息及养护管理成本不断增长使得收支缺口不断扩大，全国收费公路收支缺口由2017年的4,026.5亿元持续增长至2021年的6,278.8亿元；其中2020年受免收通行费收入政策等因素影响收入大幅下降，当期收支缺口同比大幅增长；2021年通行费收入整体恢复情况较好，收支缺口同比有所缩减。从各区域来看，各省均有一定规模的资金缺口，其中东部和西部地区收费公路还本付息支出较多，收支缺口较高，而西部区域同时受路产培育时间长、流量未达标准等因素影响，资金缺口规模相对更大。此外，基于财政实力差异、收费公路投资及收入的差异，各省一般公共预算收入对收费公路收支缺口的覆盖情况差异较大，具体来看，安徽、天津、上海面临的资金平衡压力相对较小，山西、河南、吉林、广西、河北、贵州、云南、甘肃等地资金平衡压力相对较大。

⁸收支缺口=收费公路支出总额-收费公路通行费收入。

图 14: 2021 年各省一般公共预算收入/收费公路收支缺口 (X)



数据来源: 交通运输部, 中诚信国际整理

行业政策近年来未进行大规模调整, 按现行政策行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险; 《收费公路管理条例》修订对缓解财政资金压力、提升收费公路运营效率及防范行业债务风险将形成一定保障, REITs 为公路运营主体提供直接融资的新渠道

收费政策方面, 1984年国务院确定的“贷款修路、收费还贷”政策打破了财政资金不足的束缚, 2004年国务院制定的《收费公路管理条例》对于规范和促进收费公路发展起到了重要作用。随着国家财税体制、投融资体制等改革深入推进, 原有的政策和制度设计已不适应保障公路可持续发展的需要, 为推动全国路网建设、提高路网运营效率并防范债务风险, 政府出台一系列政策支持收费公路发展。

为提高对收费公路行业债务清偿的保障, 交通运输部于2018年12月发布的《收费公路管理条例(修订草案)》完善了政府收费公路“统借统还”制度, 一是将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为“省、自治区、直辖市人民政府”; 二是将现行《收费公路管理条例》规定的“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”, 具体包括统一举借债务、统一收费机制、统筹偿债来源、统一支出安排。同时, 该修订草案提出: “政府收费公路的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息要求的原则合理确定”、“经营性公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定”的方案以及“实施收费高速公路改扩建工程, 增加高速公路车道数量, 可重新核定偿债期限或经营期限”, 通过经营期限的延长缓解收费公路项目的债务偿还压力。另外, 基于公共利益需要对收费公路经营管理者合法权益造成损失, 由相应政府通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。上述修订政策中进一步明确了处于偿债期的政府收费公路由政府为主体进行“统借统还”的方向, 同时对于经营性公路的收费期限提供了较大的调整空间, 以此缓解债务偿还压力, 将对收费公路可持续发展及防控债务风险提供一定程度的保障。但相关政策尚未正式发布, 目前仍主要依据现行的收费公路管理条例, 行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险。

此外疫情期间, 阶段性通行费减免政策亦对收费公路运营产生一定不利影响。其中2020年疫情防控期间, 自2月17日至4月30日全国性免征通行费收入, 部分省份通过顺延收费公路项目收费期限来弥补收费公路企业损失, 但目前落地相关补偿措施的省市较为有限。2022年9月21日召开的国务院常务会议再次将四季度收费公路货车通行费减免10%, 同时提出对收费公路经营主体给予定向金融政策支持, 适当降低融资成本。本次通行费收入减免幅度有限, 对货车流量占比较高路段的通行费收入会产生一定影响, 但收费标准的下调亦有望促使更多的货车行驶高速公路, 同时相应的定向金融政策支持亦可以部分补偿收费公路经营主体减免货车通行费的损失, 预计对行业内企业影响整体可控。

投融资政策方面，我国收费公路建设基本形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的投融资体制，受投融资体制的制约和财政收入的限制，各级财政对收费公路的投入比较有限，近年来，政府通过调整项目资本金比例及鼓励新型融资方案等方式降低各地区投资资金压力，但公路建设资金对银行贷款、债券发行等债务性融资的依赖程度较高，根据2021年全国收费公路统计公报，截至2021年末，全国收费公路债务余额7.92万亿元，其中银行贷款余额6.45万亿元，占比81.5%，银行贷款仍为债务性融资主要方式。2020年4月，证监会和国家发改委联合发布了《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》，宣布允许发行以盈利为目的，以基础设施项目为支撑的不动产投资信托基金，并允许此类基金在二级市场上公开进行交易。2021年7月，我国第一批基础设施公募REITs开始在市场上公开交易。截至2022年10月末，已有5只高速公路REITs⁹产品获批发行上市，共募集资金约298亿元。在存量债务规模已经较大且逐年递增、收支缺口持续扩大的背景下，高企的资产负债率对于公路行业进一步融资形成一定约束，REITs在不扩张资产负债表的同时盘活存量资产，为公路运营主体提供了直接融资的新渠道。

表1：近年公路建设融资和资本金等相关政策规范

时间	政策	内容
2014/8/31	《中华人民共和国预算法（2014年修正）》	除发行地方政府债券举借债务外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。
2015/4/20	《关于在收费公路领域推广运用政府和社会资本合作模式的实施意见》	鼓励社会资本通过政府和社会资本合作（PPP）模式，参与收费公路投资、建设、运营和维护。
2015/7/29	《关于深化交通运输基础设施投融资体制机制改革的指导意见》	对有一定收益的收费公路，可纳入地方政府专项债券的融资渠道。
2015/9/9	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	各行业固定资产投资项目的最低资本金比例按以下规定执行。城市和交通基础设施项目：城市轨道交通项目由25%调整为20%，港口、沿海及内河航运、机场项目由30%调整为25%，铁路、公路项目由25%调整为20%。
2017/6/26	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券方式。省、自治区、直辖市人民政府（简称省级政府）为收费公路专项债券的发行主体。经省级政府批准，计划单列市政府可以自办发行收费公路专项债券。
2019/6/10	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。
2019/11/20	《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。其中，公路（含政府收费公路）、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。
2020/4/24	《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》	基础设施REITs试点项目要求：优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。
2021/6/16	《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费。
2022/9/28	《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》	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%。

⁹ 淳商证券沪杭甬高速REIT、平安广州交投广河高速公路REIT于2021年6月上市；华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT、华夏中国交建高速REIT、国金中国铁建高速REIT分别于2021年12月、2022年4月和2022年7月上市。

通知》

2021年以来，收费公路企业盈利能力整体恢复增长，但毛利率水平仍不及2019年；省级交投债务规模持续上升，财务杠杆水平较高，但EBITDA对债务利息覆盖能力尚可，且股东支持力度大；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强

中诚信国际将收费公路企业分为两大类，一类为省级高速公路的投资、建设和运营主体（以下简称“省级交投”），另一类为收费公路运营类企业。省级交投股东主要为省、自治区、直辖市人民政府或授权主体、省行业主管部门，单一省份省级交投数量为1~2家，业务运营以省内高速公路投资、建设和运营为主，路产里程和通行费收入在省内占比多数具有绝对优势。省级交投投资建设的路产主要根据省级公路发展规划确定，不具有投资选择权，持有路产质量存在一定分化，但享有有力的政府支持，包括路产和土地资产注入、政府补助、项目资本金支持及注资等，对其信用水平形成有力支撑。收费公路运营类企业股东多数为省级交投，持有资产主要为优质路产，除部分企业持有道路单一且受道路分流影响较大外，主要收费公路运营类企业主业运营稳定，在国内优质路产资源已相对饱和的基础上，积极向非主业业务拓展，如房地产、贸易等，但总体效果不佳。

中诚信国际选取了有存续债券且公开财务数据的22家省级交投企业作为样本1，选取有存续债券且公开财务数据的23家收费公路运营类企业作为样本2，对收费公路行业近年来的财务状况进行分析。为便于分析，采用样本企业均值分析相关财务表现。

从收入情况来看，2019~2021年样本1和样本2企业营业总收入保持逐年提升，2020~2021年样本1企业营业总收入增速分别为14.04%和33.96%，同期样本2企业营业总收入增速分别为2.24%和39.72%。收费公路企业营业总收入首先取决于经济发展与交通需求的增长，近年来我国汽车保有需求仍保持净增长趋势，但新冠疫情以来增速放缓，2019~2021年民用汽车保有量增速分别为9.23%、7.74%和7.60%，同期私人汽车保有量增速分别为9.40%、7.92%和7.66%。叠加各省收费公路里程数的逐年增长、收费公路企业涉及公路关联和非关联业务拓展及收费公路企业整合的因素，样本1、样本2企业营业总收入仍持续增长。但受2020年疫情期间高速通行费减免政策影响，2020年收费公路企业营业总收入增幅相对较小。此外，疫情对收费公路运营类企业营业总收入影响更为明显，样本2企业营业总收入在2020年增速更低，而在2021年反弹更快。

从毛利率水平来看，收费公路企业成本主要由公路资产折旧摊销、运营和管养成本构成，成本支出相对刚性，而收入则受疫情影响较大，样本1、样本2企业毛利率在2020年均有大幅下降，2021年有所回升，但毛利率水平仍不及2019年，且样本2企业毛利率水平整体略高于样本1企业毛利率水平。2019~2021年及2022年前三季度，样本1企业毛利率分别为42.56%、32.18%、33.75%和33.38%，同期，样本2企业毛利率分别为50.26%、40.77%、44.01%和41.23%。一方面，我国高速公路主要有政府收费还贷高速公路和经营性高速公路两种模式之分，根据各省交通厅批准，政府收费还贷高速公路可不计提折旧摊销，该类路产集中于样本1企业，而样本2企业路产性质均为经营性高速公路，通常按照车流量法计提折旧摊销。另一方面，样本1企业因在省内交通行业地位特殊，在持有路产基础上多向上下游相关的燃油销售、工程施工或贸易业务开展多元化拓展，但上述业务毛利率水平偏低，而样本2企业盈利指标较好，且多元化拓展业务相对较少。叠加上述两方面因素，省级交投营业毛利率水平整体低于收费公路运营类主体。

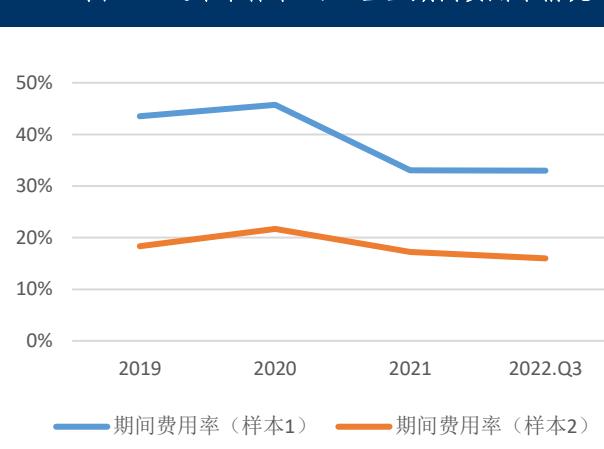
此外，收费公路行业为重资产行业，具有投资规模大、投资回报周期长、债务负担重的特点，因此收费公路企业期间费用通常以财务费用为主，期间费用率水平相对较高，对企业整体盈利水平影响较为明显。且省级交投债务负担及财务费用相对更大，样本1企业的期间费用率显著高于样本2企业。

净利润方面，在2020年疫情期间高速通行费减免政策下，当年22家样本1企业中有8家亏损，23家样本2企业中有2家亏损。2021年，疫情冲击趋于缓和，22家样本1企业中仅3家亏损，23家样本2企业全部实现盈利。2022年前三季度，样本1、样本2企业净利润整体同比略有下滑。

图 15：近年来样本 1、2 企业营业收入和毛利率情况



图 16：近年来样本 1、2 企业期间费用率情况



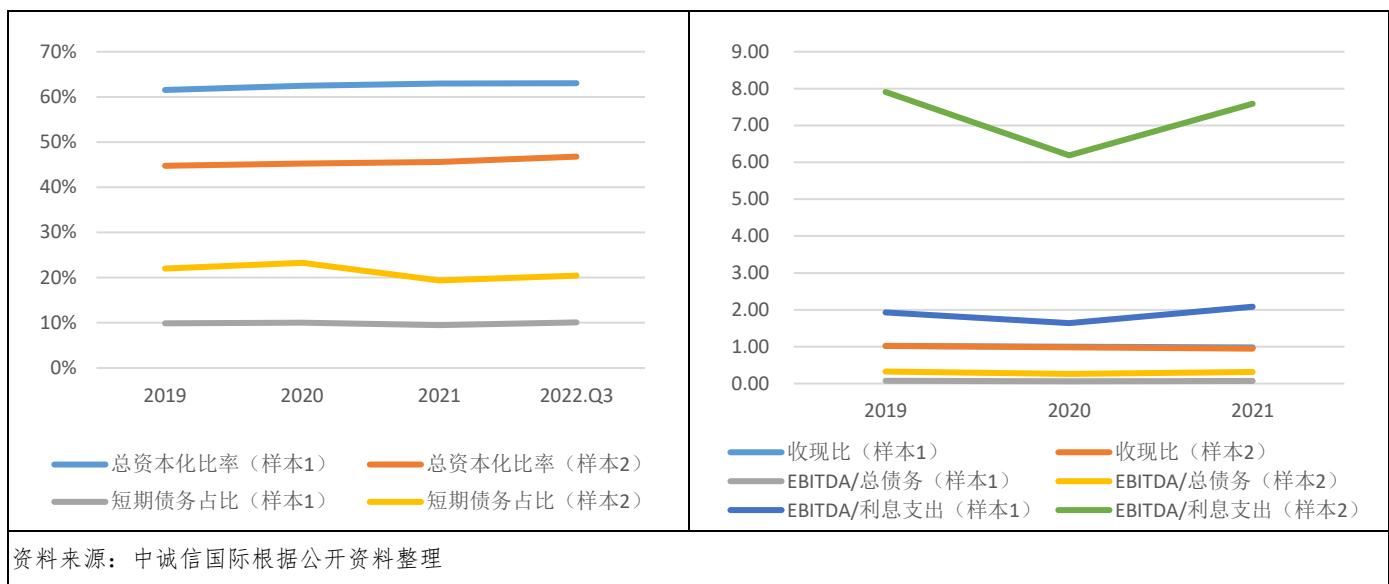
资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

资本结构方面，在新建路产、现有路产改扩建等投资推动下，近年来样本1和样本2企业的资产规模持续增长。因收费公路属于准公共品，我国收费公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投资模式。我国公路建设资金对银行贷款、债券发行等债务性融资的依赖程度较高，目前银行贷款仍为债务性融资主要方式。由于新建高速桥隧较多、拆迁安置成本上升等因素，近年来高速公路造价成本不断升高，收费公路企业债务规模随之持续上升，但财务杠杆水平相对稳定，且样本1企业的总资本化比率整体高于样本2企业。从债务期限结构来看，以银团贷款为主的外部融资期限通常匹配项目建设投资回报期，收费公路企业整体债务结构以长期债务为主，且省级交投通常承担更多项目建设，样本1企业短期债务占比整体低于样本2企业。

从现金流和收现情况来看，收费公路行业具有现金流充沛的特性，且多元化业务拓展类型以回款较为及时的燃油销售等业务为主，样本1、样本2收现比非常接近，且近三年整体均在0.95倍~1.02倍之间。因行业整体还本付息压力大，通行费收入通常仅能覆盖运营和管养成本等刚性支出及债务利息，本金的偿还主要依赖于借新还旧，因此中诚信国际衡量行业内企业偿债水平的时候采用EBITDA与债务和利息支出的比值。EBITDA对债务本金的覆盖倍数较弱，但均可对债务利息形成完全覆盖，近三年样本1的EBITDA利息覆盖倍数在1.60倍~2.10倍之间，同期样本2的EBITDA利息覆盖倍数在6.10倍~8.00倍之间，收费公路运营类企业路产相对优质，偿债能力相对更强。

图 17：近年来样本 1、2 企业总资本化比率和债务期限结构情况

图 18：近年来样本 1、2 企业收现比、EBITDA 对债务本息覆盖情况



总体来看，2021年以来，收费公路企业盈利能力整体恢复增长，但毛利率水平仍不及2019年。省级交投债务规模持续上升，财务杠杆水平较高，但EBITDA对债务利息覆盖能力尚可，且股东支持力度大；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。

结论

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，但公路运输仍是短距离运输的主要方式，在我国交通运输体系中占据主导地位。近年来收费公路通车里程稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化，未来西部地区将成为收费公路路网的建设重心。受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减以及疫情冲击等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。在扩大投资、增加内需、促进增长等因素影响下，2021年公路货运表现出较强的韧性，需求总量整体有所回升，客运需求量延续下降趋势。2022年前三季度收费公路企业盈利能力恢复情况较好，但毛利率水平仍不及疫情前；省级交投企业债务规模持续上升，但EBITDA对债务利息覆盖能力尚可；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好；随着经济企稳、疫情影响边际好转，出行意愿及需求有望得到释放；未来12~18个月，收费公路企业财务状况整体将稳中向好，行业总体信用质量将保持稳定。中长期来看，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

附表一：样本企业财务数据

近年来样本企业1资本结构、盈亏能力和偿债能力

企业名称	总资本化比率(%)			EBITDA/总债务(X)			净利润(亿元)				毛利率(%)			
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2022.Q3	2019	2020	2021	2022.Q3
广东省交通集团有限公司	67.49	69.36	68.44	0.12	0.10	0.12	52.54	16.59	50.86	35.27	36.91	30.20	34.42	35.42
湖北交通投资集团有限公司	66.33	68.42	66.12	0.05	0.04	0.05	42.09	17.22	52.29	39.05	34.57	29.37	24.35	23.72
江西省交通投资集团有限责任公司	51.28	53.63	52.55	0.10	0.08	0.10	20.75	11.69	24.82	22.38	36.18	26.43	32.01	30.50
吉林省高速公路集团有限公司	58.23	58.93	59.70	0.07	0.05	0.06	34.98	11.56	17.94	18.71	52.09	34.33	52.41	55.49
江苏交通控股有限公司	47.57	47.87	48.77	0.15	0.14	0.16	108.31	103.82	167.66	104.38	37.55	26.55	35.07	35.10
广东省路桥建设发展有限公司	70.27	70.34	70.66	0.06	0.07	0.07	5.91	3.76	2.42	2.67	43.15	43.71	44.34	42.70
四川高速公路建设开发集团有限公司	61.84	62.84	63.49	0.07	0.06	0.08	6.70	-11.69	24.56	15.51	31.46	23.37	21.83	22.84
安徽省交通控股集团有限公司	58.13	58.62	58.97	0.13	0.12	0.15	31.83	18.87	65.94	55.92	34.68	25.24	32.01	33.28
广西交通投资集团有限公司	59.77	59.31	61.16	0.06	0.04	0.04	7.08	1.69	10.39	7.92	17.70	15.95	17.33	19.49
内蒙古高速公路集团有限责任公司	71.40	75.10	76.80	0.06	0.04	0.04	1.04	-18.71	-6.71	0.61	69.58	48.69	61.77	67.89
福建省高速公路集团有限公司	67.80	67.96	67.91	0.06	0.05	0.06	13.46	-11.22	15.67	6.72	64.72	49.43	52.91	49.97
贵州高速公路集团有限公司	67.05	68.40	68.71	0.04	0.04	0.04	2.26	1.79	2.99	0.07	40.70	22.51	44.42	50.72
湖南省高速公路集团有限公司	61.60	63.22	63.08	0.04	0.05	0.05	5.63	6.85	13.47	25.92	78.96	74.10	45.22	51.97
河南交通投资集团有限公司	63.32	64.77	66.68	0.08	0.06	0.07	26.15	15.40	29.97	16.51	65.94	56.46	33.70	14.32
河北高速公路集团有限公司	64.08	64.54	66.33	0.08	0.05	0.07	1.28	-40.60	1.17	6.38	49.65	38.86	37.45	34.76
河北交通投资集团有限公司	69.93	68.25	67.41	0.07	0.04	0.07	-3.25	-21.46	-13.59	-12.09	42.72	18.61	23.68	22.22
山东高速集团有限公司	54.17	56.66	60.57	0.09	0.08	0.11	58.66	29.40	112.41	87.07	19.12	13.15	19.53	17.72
北京市首都公路发展集团有限公司	39.28	38.02	37.89	0.08	0.05	0.07	4.06	-12.96	1.65	-4.97	27.60	16.45	20.45	13.66
重庆高速公路集团有限公司	66.85	65.80	66.09	0.09	0.08	0.08	4.89	0.44	1.85	1.11	34.09	22.36	24.27	21.65
云南省交通投资建设集团有限公司	65.99	65.65	66.42	0.06	0.05	0.04	21.70	1.55	24.44	7.03	20.35	12.91	19.41	32.55
内蒙古公路交通投资发展有限公司	53.65	58.78	60.06	0.06	0.04	0.05	0.62	-6.60	-0.15	0.70	35.99	23.94	19.27	24.07
陕西交通控股集团有限公司	67.62	67.47	67.72	0.04	0.03	0.05	1.99	-52.76	12.42	9.11	62.55	55.36	46.75	34.28

近年来样本企业2资本结构、盈亏能力和偿债能力

企业名称	总资本化比率(%)			EBITDA/总债务(X)			净利润(亿元)				毛利率(%)			
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2022.Q3	2019	2020	2021	2022.Q3
河南中原高速公路股份有限公司	71.42	72.66	71.35	0.16	0.11	0.12	14.68	2.45	7.43	4.03	55.23	32.40	41.21	21.87
山西省交通开发投资集团有限公司	46.00	44.51	47.21	0.11	0.10	0.09	3.33	1.73	2.46	1.90	52.09	42.02	40.69	51.03
赣州高速公路有限责任公司	64.75	68.18	69.87	0.03	0.02	0.05	0.88	-0.76	1.34	0.53	39.89	19.53	45.46	42.44
邯郸市交通建设有限公司	70.68	67.03	64.07	0.06	0.05	0.07	1.49	-0.31	1.17	0.64	74.52	79.04	59.92	68.82
湖北楚天智能交通股份有限公司	45.43	45.67	48.74	0.27	0.20	0.26	6.34	3.44	7.73	6.57	41.15	44.12	49.73	53.53
东莞发展控股股份有限公司	25.08	25.56	25.81	0.64	0.42	0.36	10.75	9.17	9.33	7.16	66.51	59.40	19.30	29.72
江苏宁沪高速公路股份有限公司	30.68	32.84	36.89	0.52	0.33	0.39	43.00	25.19	41.33	31.16	54.59	41.65	36.33	39.41
深圳高速公路集团股份有限公司	41.71	37.54	42.82	0.30	0.32	0.30	25.36	22.36	27.06	20.65	43.43	35.04	34.87	38.44
广东省高速公路发展股份有限公司	37.36	40.17	36.58	0.46	0.45	0.71	14.50	13.64	24.27	16.59	55.64	56.15	63.51	66.65
四川成渝高速公路股份有限公司	50.83	52.64	52.07	0.18	0.13	0.19	11.30	7.31	19.46	6.94	38.94	35.65	25.83	23.30
江西赣粤高速公路股份有限公司	37.37	35.74	31.25	0.31	0.25	0.37	10.75	5.45	9.96	7.56	35.80	28.47	38.95	41.34
山东高速股份有限公司	50.65	53.53	54.79	0.19	0.17	0.18	30.66	21.39	39.18	29.27	53.03	33.48	43.32	43.26
现代投资股份有限公司	56.77	64.27	62.71	0.18	0.12	0.12	9.68	5.61	5.97	4.81	15.29	10.98	10.24	17.10
重庆高速公路股份有限公司	59.27	56.87	52.37	0.21	0.19	0.32	6.23	4.18	8.62	10.08	54.90	47.93	51.78	46.69
招商局公路网络科技控股股份有限公司	32.05	30.20	28.04	0.31	0.22	0.35	48.65	25.77	55.41	39.71	42.95	34.91	41.45	38.37
江西公路开发有限责任公司	56.82	56.26	50.04	0.16	0.13	0.24	6.33	1.50	9.41	8.55	43.90	38.88	49.44	55.74

浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	49.71	49.88	50.20	0.30	0.24	0.28	44.24	39.40	63.36	37.35	23.38	0.85	6.55	5.25
福建发展高速公路股份有限公司	24.65	16.26	15.48	0.61	0.71	1.01	10.81	5.78	10.57	9.18	62.69	50.31	58.93	61.07
安徽皖通高速公路股份有限公司	16.48	16.26	30.20	1.02	0.90	0.62	10.59	8.66	15.45	11.51	56.81	50.52	59.69	44.60
成都高速公路股份有限公司	37.47	43.70	39.65	0.41	0.26	0.42	4.71	3.75	6.85	4.91	56.42	33.68	37.61	36.06
福建省漳州高速公路有限公司	42.83	42.36	41.06	0.12	0.09	0.13	4.78	2.44	5.89	--	68.27	66.19	80.50	--
四川成南高速公路有限责任公司	23.93	31.30	43.29	0.77	0.44	0.32	4.86	3.71	6.59	--	54.03	42.99	56.85	--
越秀交通基建有限公司	57.37	56.45	53.63	0.16	0.14	0.24	15.95	4.04	17.93	--	66.55	53.40	60.05	--

注：1. 总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债。2. 毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

资料来源：中诚信国际通过公开资料整理

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
王昭	企业评级部	高级分析师
柯维	企业评级部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO
No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,
Beijing PRC, 100010 Beijing, PRC. 100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>