



大公国际：收费公路行业 2025 年信用风险展望—— 经营稳健行更远，智能路网享畅通

公用一部 | 费颖 羊汝鸣 朱超

2025 年 2 月 26 日

摘要

2024 年，随着外部环境的改善、经济企稳向好和公众出行意愿的增强，全国公路客运量及货运量同比均有所增长，主要省级收费公路发债企业经营状态良好，受到前一年高基数影响，大部分省级发债企业 2024 年上半年通行费收入同比有所下降。2024 年以来，我国收费公路行业新发行债券规模较大、整体期限较短，发债主体整体信用级别较高。预计 2025 年，收费公路发债企业将继续维持良好的偿债能力，信用风险较小，需关注各地公路差异化收费政策导向、交通物流降本提质增效以及公路数字化转型、智慧公路建设等。综合来看，收费公路行业 2025 年的信用展望为稳定。

行业发展：2024 年，随着外部环境的改善、经济企稳向好和公众出行意愿的增强，全国公路客运量及货运量同比均有所增长；预计 2025 年，全国公路运输将继续维持稳健发展趋势。

行业格局：收费公路行业投资规模大、准入门槛高且回收周期长；在全国机动车保有量稳步增长的情况下，收费公路客运量将得到保障；但同时，航空、铁路与水路运输发展对收费公路行业存在一定分流影响。

行业政策：近一年来，国家相关政策积极推进收费公路改革、优化高速公路建设实施模式、深化实施高速公路差异化收费，推进交通基础设施数字化转型升级以及大力提升技术装备绿色化水平等；未来，需关注政策导向下各地公路差异化收费措施、交通物流降本提质增效以及公路数字化转型、智慧公路建设等发展态势。

财务表现：2024 年前三季度，大部分省级收费公路发债企业营业收入和净利润同比有所下降；受到前一年高基数影响，2024 年上半年大部分省级发债企业通行费收入同比有所下降，偿债能力仍维持良好水平；预计 2025 年收费公路行业的经营情况将继续稳定发展。

信用质量：2024 年，我国收费公路行业新发行债券规模较大、整体期限较短，行业发债主体信用级别相对较高，信用质量较好；2025 年收费公路行业到期债券规模较大，存在一定的短期偿债压力。

正文

行业发展

2024 年，随着外部环境的改善、经济企稳向好和公众出行意愿的增强，全国公路客运量及货运量同比均有所增长；预计 2025 年，全国公路运输将继续维持稳健发展趋势。

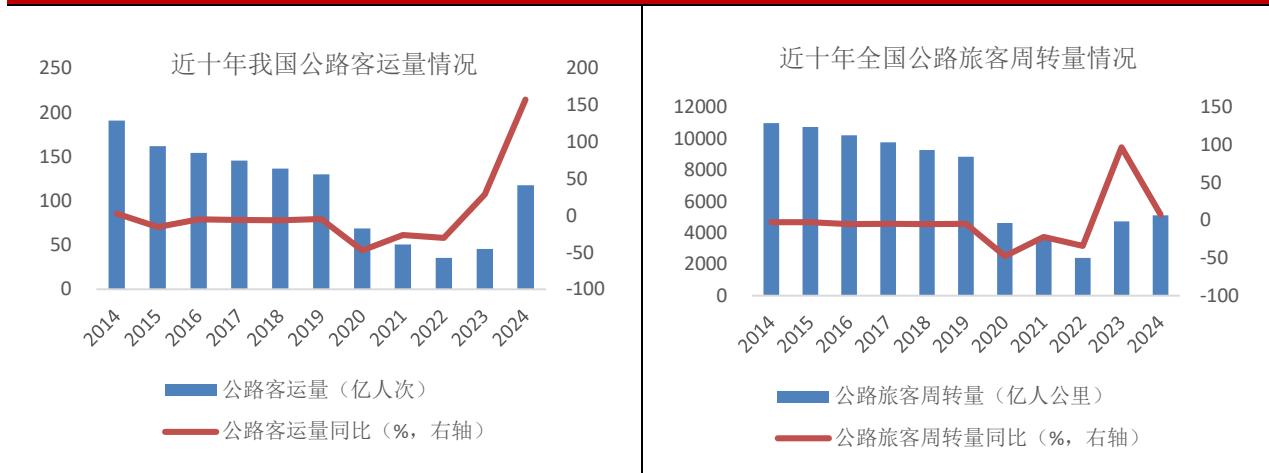
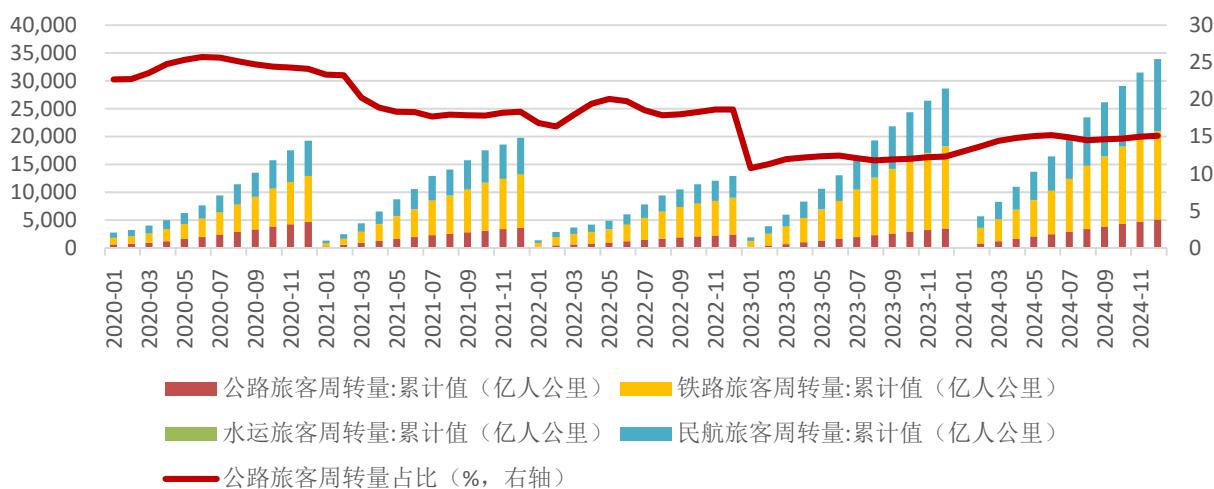
根据交通运输部公布的数据，近年来，全国高速公路里程数逐年增长，但增幅有所放缓。目前，我国公路建设网络已基本成型，未来增量主要集中在中西部以及区县之间高速公路等。截至 2023 年末，全国高速公路里程数 18.36 万公里，同比增加 0.64 万公里。2023 年，全国高速公路累计固定资产投资完成 15,955 亿元，同比下降 1.9%，近十年来同比增速首次为负值。

图 1 2016~2023 年全国高速公路里程情况



数据来源：Wind，大公国际整理

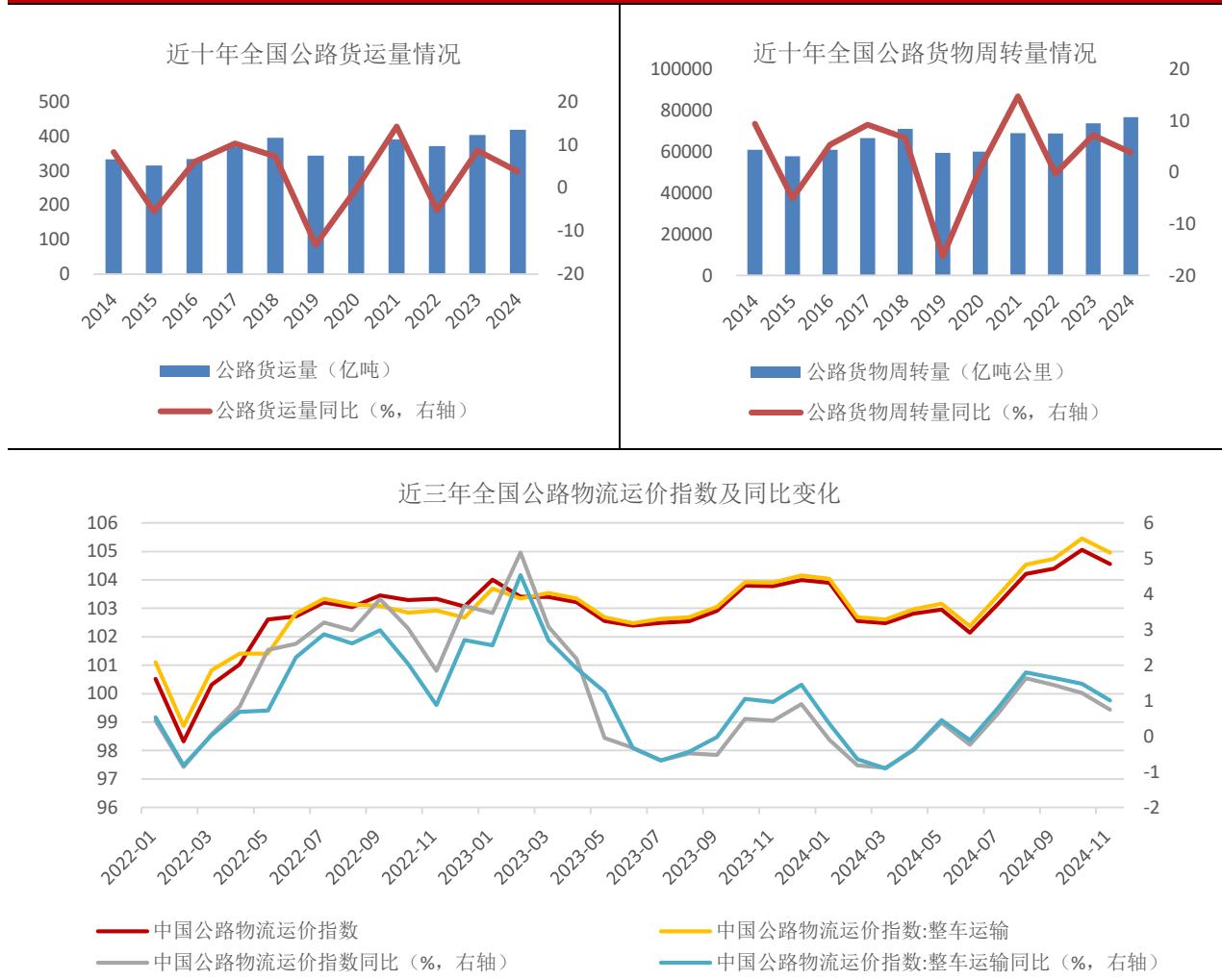
客运方面，2024 年，全国公路客运量及旅客周转量有所增长。尽管在全国高铁、动车及航空业大力发展的背景下，旅客出行方式选择逐渐多样化，收费公路行业客流量受到一定冲击，但公路依然是我国交通基础设施的重要支柱、旅客中短途出行的主要选择，在 2023 年公众出行逐步恢复后，全国公路客运量与旅客周转量明显回升。2024 年，全国公路客运量累计 117.81 亿人次，同比增长 157.64%（数据来自国家统计局及交通运输部，2024 年 1 月起公路营业性客运量统计口径有所调整），全国公路旅客周转量 5,117.00 亿人公里，同比增长 7.95%。2024 年以来，全国公路客运行业呈现稳健发展态势。

图 2 近年来全国公路客运量、旅客周转量及公路旅客周转量占比情况

近年来全国各类交通方式旅客周转量情况及公路周转量占比情况


数据来源: Wind, 交通运输部, 国家统计局, 大公国际整理

货运方面，在过去的十年中，受宏观经济变化、行业政策调整等方面的影响，全国公路货运量和货物周转量波动较大，近五年来整体呈波动增长走势。2024 年，全国公路货运量实现 418.80 亿吨，同比上升 3.83%；公路货物周转量实现 76,847.53 亿吨公里，同比上升 3.92%，全年公路货运量与货物周转量持续增长。同期，受到消费意愿增长及市场复苏影响，我国公路运价指数波动回升。

图3 近年来全国公路货运量、货物周转量情况及近三年全国公路物流运价指数及同比变化



数据来源: Wind, 交通运输部, 国家统计局, 大公国际整理

行业格局

收费公路行业投资规模大、准入门槛高且回收周期长;在全国机动车保有量稳步增长的情况下,收费公路客运量将得到保障;但同时,航空、铁路与水路运输发展对收费公路行业存在一定分流影响。

收费公路包括高速公路、收费的一级公路、二级公路、独立桥梁和独立隧道,高速公路是我国收费公路的主要组成部分。作为资金密集型行业,收费公路行业投资规模大、准入门槛高且回收周期长。

从供需格局来看,收费公路行业的供给端增长受到经济发展以及有关部门的政策规划影响,项目建设时间长,影响传递较慢,2022年国家发展和改革委员会(以下简称“国家发改委”)印发《国家公路网规划》,提出到2035年全国高速公路总规模要达到46.1万公里,其中国家高速公路约16.2万公里,未来行业面临一定的投资压力;目前东部与中部省份公路路网建设已较为完善,在“一带一路”等政策指导下,未来基础设施投资将集中在西部省份区域的新建

道路，以及已有路网的改扩建、升级优化方面。需求端，收费公路行业的通行费收入与全国出行人数与车流量、货物运输结构等密切相关，其规模还会受到宏观经济环境以及旅游行业、车辆行业景气度的影响。近年来，我国机动车保有量稳步上升，新能源汽车保有量及占比均较快增长，新能源汽车行业的发展降低了居民获取出行工具的成本，促进全国出行人数增加，进而促进客运量和通行费收入增长。

图4 近年来全国机动车、汽车保有量及新能源汽车保有量累计值情况



数据来源：Wind，大公国际整理

竞争格局方面，我国收费公路行业分布和地域联系紧密，大部分省市均有省级交通集团企业，集团下属则根据地区划分存在市级、区县级收费公路运营公司，部分涉及上市企业，收费公路行业在不同省市间呈现一定的地域分割性，因此不同省市间的竞争摩擦相对较小。此外，收费公路行业的发展也面临着来自铁路、航运、航空等其他交通方式的竞争压力，一方面，部分客运需求由高铁及民航承接；另一方面，为了推动物流运输行业的降本增效，有关部门近年来积极推动“公转铁”、“公转水”等运输方式的转变，在一定程度上对收费公路的货物运输量与周转量带来了分流影响。然而，收费公路在短途出行与短途运输、灵活转运等方面仍具有显著优势，未来收费公路在交通运输体系中的地位仍不可替代。

行业政策

近一年来，国家相关政策积极推进收费公路改革、优化高速公路建设实施模式、深化实施高速公路差异化收费，推进交通基础设施数字化转型升级以及大力提升技术装备绿色化水平等；未来，需关注政策导向下各地公路差异化收费措施、交通物流降本提质增效以及公路数字化转型、智慧公路建设等发展态势。

近一年来，国家发布多项政策文件推动收费公路领域的降本提质增效改革，并规范并推动政府和社会资本合作在特许经营收费公路项目中的具体实施。2023年11月，国务院办公厅转发国家发改委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见的通知》（国办

函【2023】115号)中公布了支持民营企业参与的特许经营新建(含改扩建)项目清单(2023年版),根据支持民营企业参与度将特许经营项目进行分类管理,其中:收费公路项目(不含投资规模大、建设难度高的收费公路项目)民营企业股权占比原则上不低于35%;投资规模大、建设难度高的收费公路项目积极创造条件、支持民营企业参与。这一政策将加速推动特许经营收费公路项目的运行,进一步规范各省收费公路政府和社会资本合作项目实施与公路网建设。

2024年3月,国家发改委等六部门颁布的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》提到,“特许经营期限原则上不超过40年,投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长,法律法规另有规定的除外”;这一规定通过调整特许经营期限,并允许根据实际情况对投资规模大、回报周期长的项目适度放宽期限,有助于吸引社会资本投资于收费公路建设。然而,我国现行的《收费公路管理条例》(以下简称“《条例》”)规定经营性公路收费期限最长不得超过25年(东部地区)或30年(中西部地区),对有关路产的收费管理更加严格,随着2024年5月《条例》修订被列入了《国务院2024年度立法工作计划》和《交通运输部2024年立法工作计划》,预计近年来有关路产收费到期压力或将得到妥善解决。

2024年11月,交通运输部与国家发改委印发《交通物流降本提质增效行动计划》,从提升国际物流供应链服务保障能力,稳妥推进收费公路改革、深化实施高速公路差异化收费,推进交通基础设施数字化转型升级以及大力提升技术装备绿色化水平四个方面,进一步推进交通物流降本提质增效。

从地方层面来看,各地政府及收费公路运营企业积极响应国家政策,通过实施多项公路建设与优化措施,包括差异化收费、高速公路新通道建设、绿色通道管理优化及投融资模式调整等,有力促进了区域交通网络的升级优化和区域经济一体化发展,持续优化营商环境,为各地收费公路的升级转型和可持续发展奠定了坚实基础。

1、关注各地公路差异化收费改革,促进交通物流降本提质增效。

《交通物流降本提质增效行动计划》提出,要统筹发展以普通公路为主的体现政府普遍服务的非收费公路和以高速公路为主的收费公路,深化实施高速公路差异化收费。

在国家政策的鼓励下,同时为吸引更多的车流量和提高通行效率,一些地区开始积极探索实施差异化收费措施。2023年12月以来,广西省在实施分路段、分出入口、分车型、分时段、分方向、分支付方式六项既定差异化收费措施的基础上,积极探索实施自主差异化收费方案,进一步促进交通行业降本增效,初步实现“降费引流,多方共赢”目标。2024年7月,河南交通投资集团有限公司在沪陕高速河南段实施了“递远递减”差异化收费政策,车辆连续行驶沪陕高速距离越远,折扣力度越大,最多通行费可打7折,引导六类货车在沪陕高速上“走长走远”,进一步提升了公路的通行效率和使用效益。

2、关注数字技术赋能公路交通,推进数字化转型及智慧公路建设。

近年来,政府政策支持交通运输设施转向智慧化、数字化建设。交通运输部于2023年9月印发了《关于推进公路数字化转型 加快智慧公路建设发展的意见》,明确提出运用现代数

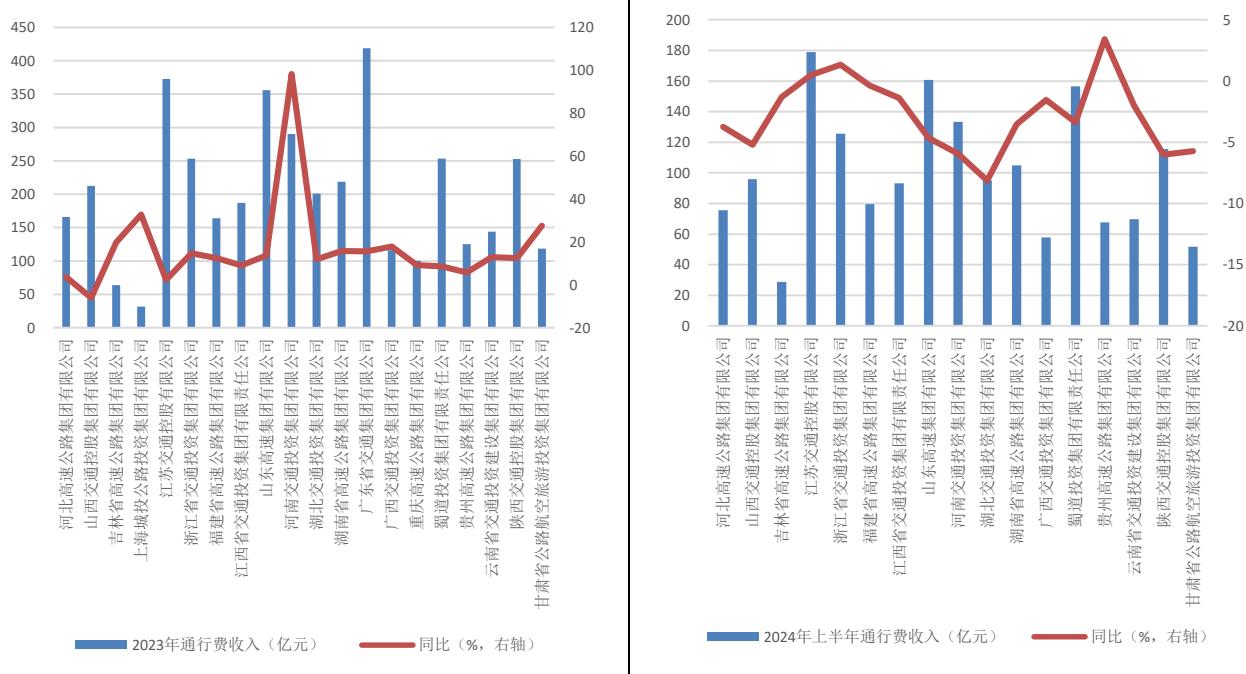
字技术赋能公路交通，实现人、车、路、环境深度融合以及全业务流程数字化转型。2024年4月颁布的《关于支持引导公路水路交通基础设施数字化转型升级的通知》也强调要以数字化、智能化改造提升效率、安全和服务，创新交通行业基建模式。2024年5月，由湖南省高速公路集团有限公司等投资建设的湖南沅辰高速通车，沅辰高速是湖南省内第一条所有收费站均采用数智云智慧收费站建设的高速公路，应用人工智能、云计算等新技术，将有效提高道路通行效率。在数字化转型升级的政策指导下，收费公路经营主体积极推动高速公路数字化发展，收费公路等交通基础设施的数字资产将成为经营主体企业的重要资产之一，对于提升企业盈利与竞争实力、未来数字化转型升级具有重要意义。2024年以来，山东高速集团有限公司、河北高速公路集团有限公司、贵州高速公路集团有限公司等多家收费公路运营企业积极推进数据资产化进程，完成首批数字资产入表，主要资产类型包括运营路产的交通流量数据、车辆行驶数据、道路状况数据等，包括实时数据和历史数据。2024年12月，由浙江沪杭甬高速公路股份有限公司牵头制定的《高速公路经营管理企业数据资产入表导则》在第六届浙江国际智慧交通产业博览会上正式发布，对于提升交通基础设施的数字化水平、推动数据资源的开发利用具有重要意义。

财务表现

2024年前三季度，大部分省级收费公路发债企业营业收入和净利润同比有所下降；收费公路行业作为重资产行业，行业资产负债率较高；受到上一年同期高基数等因素影响，2024年上半年大部分省级发债企业通行费收入同比有所下降，偿债能力仍维持良好水平；预计2025年收费公路行业的经营情况将继续稳定发展。

2023年，在宏观经济环境的推动下，同时受旅游行业回暖影响，大部分省级收费公路发债企业的营业收入同比整体呈现增长；少数企业营业收入同比有所下降，主要系业务较为多元，公路运营以外的贸易、工程施工等其他收入下降所致。全行业总资产维持较大规模，资产构成中路产规模大且占比高，呈现显著的重资产特征，主要发债企业资产负债率较高。一般情况下，收费公路通行费业务毛利率水平相对较高，特别是多数政府性收费还贷公路不计提折旧，毛利率水平高于经营性收费公路；同时，多数经营性收费公路折旧及摊销成本较大，叠加各省收费公路集团的利息支出规模较大，对企业的利润水平产生了一定的拖累。从盈利表现来看，2023年，主要省级收费公路发债企业保持盈利状态，经营性净现金流主要为净流入，且净流入规模同比有所增长；资产负债率主要集中在65%~70%。

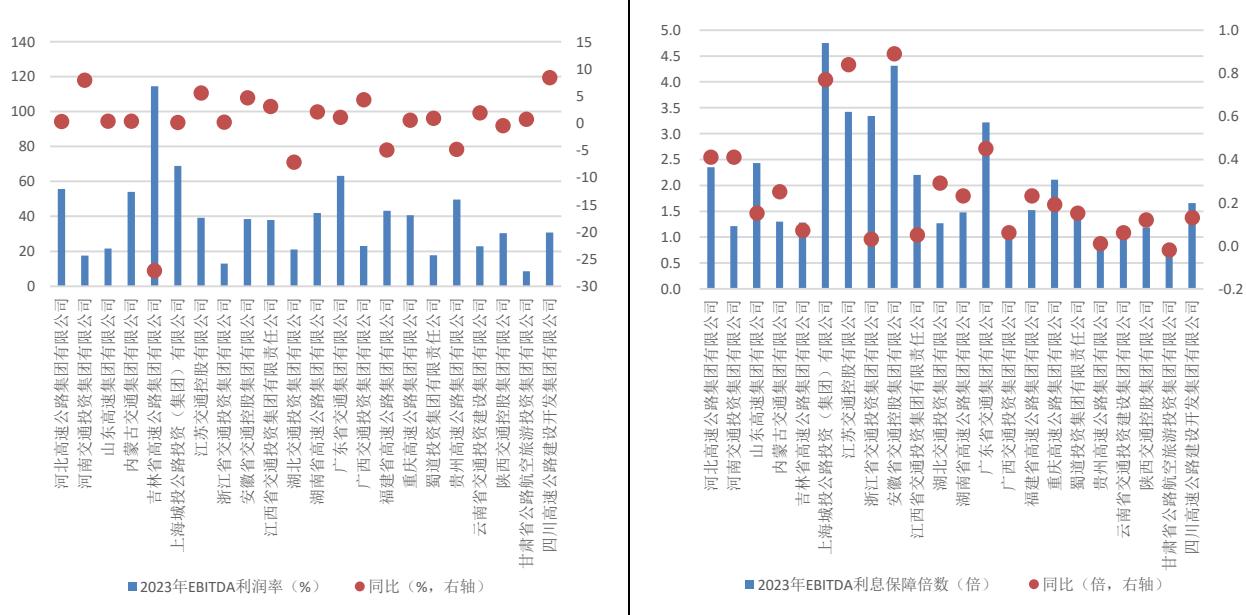
图 5 2023 年及 2024 年上半年主要省级收费公路企业通行费收入及同比情况



数据来源: Wind, 根据公开资料整理

从通行费收入来看, 2023 年, 受到经济复苏以及出行恢复、道路车流量同比增长等影响, 主要省级收费公路企业通行费收入同比显著增长; 2024 年上半年, 受到上一年同期较高基数以及免费天数、恶劣气候及改扩建等影响, 大部分企业通行费收入同比有所下降。

图 6 2023 年主要省级收费公路企业 EBITDA 利润率及 EBITDA 利息保障倍数



数据来源: 根据公开资料整理, 与实际情况可能存在出入, 仅供参考, 同比变化为当期数据与 2022 年数据作差

偿债能力方面, 2023 年, 主要省级收费公路企业的 EBITDA 利息保障倍数整体有所增长, 行业偿债能力维持良好水平; EBITDA 利润率大部分在 30% 及以上, 大多数企业同比有所增长。

2024 年前三季度，主要省级收费公路企业营业收入整体仍保持较好水平，大部分企业营业收入同比有所下滑主要系 2023 年同期基数较高、2024 年以来恶劣气候频发影响，少数企业也同时受到公路运营以外的其他业务收入下降的影响。从盈利表现来看，收费公路行业主要发债企业保持盈利状态，但大部分企业净利润同比有所下滑。2024 年 1~9 月，我国主要省级收费公路企业关键偿债能力指标变化方向较为分散，但整体变动幅度不大。多数企业的现金短债比略有下降，主要受在建项目资本支出需求扩大影响，公司债务规模持续增长所致。行业整体流动比率与速动比率同比变化较小。

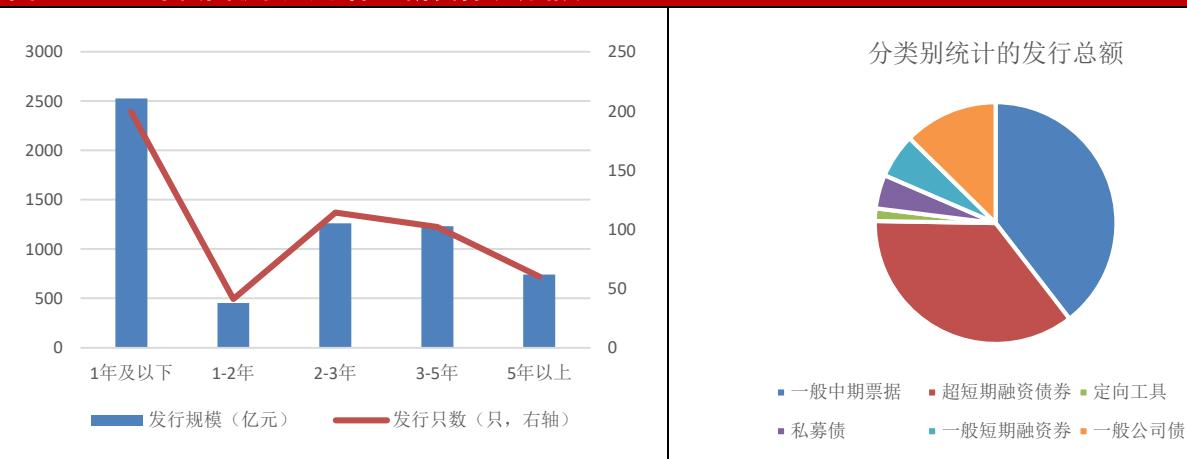
整体来看，2024 年以来，收费公路行业内企业营运状况良好，偿债能力保持稳定，在 2023 年出行需求爆发式增长后，2024 年前三季度大部分省级收费公路企业营业收入同比下降，但仍维持正常水平，预计 2025 年行业的经营情况将继续稳定发展。

信用质量

2024 年，我国收费公路行业新发行债券规模较大、整体期限较短，存续债券体量较大，行业发债主体信用级别相对较高，信用质量较好；2025 年收费公路行业到期债券规模较大，存在一定的短期偿债压力；级别调整方面，安徽皖通高速公路股份有限公司、内蒙古交通集团有限公司主体级别分别于 2024 年 4 月和 7 月由 AA+ 调高至 AAA。

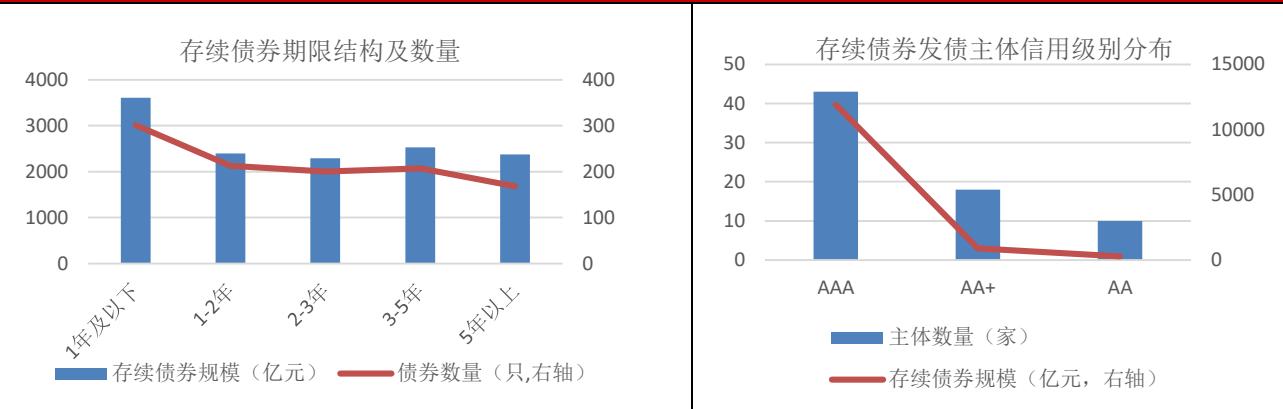
根据 Wind 行业分类并经筛选后样本统计，2024 年，全国收费公路行业企业共新发 516 只债券，发行总额为 6,212.70 亿元，全年发行规模整体高于 2023 年水平，债券类别以一般中期票据和超短期融资债券为主；新发债券期限以 1 年及 1 年以内为主，需关注未来一年短期偿债压力；发债主体级别为 AAA 的债券规模占比超过 90%，整体发债主体信用质量较好。

图 7 2024 年我国收费公路行业新发行债券情况



数据来源：Wind，大公国际整理

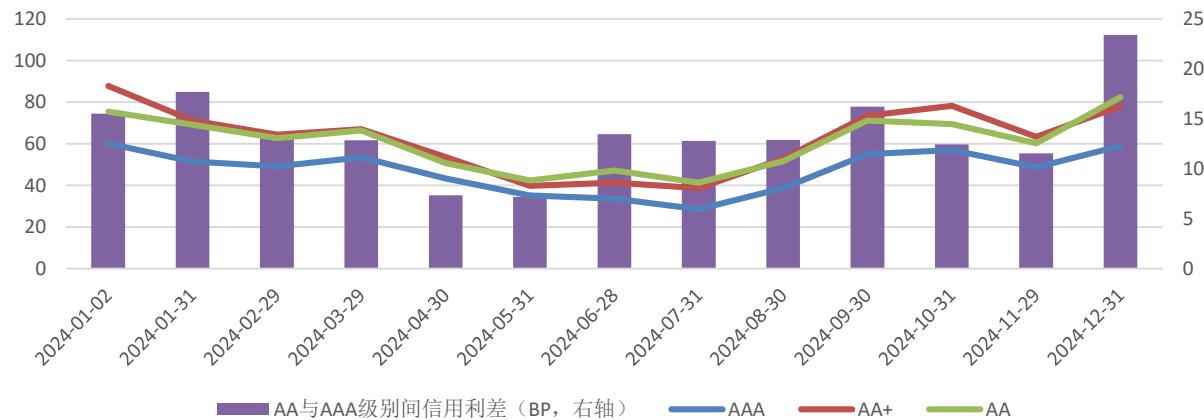
根据 Wind 行业分类并经筛选后样本统计，截至 2024 年末，收费公路行业存续债券涉及发债主体 75 家，存续债券合计 1,088 只，存续债券余额合计为 13,180.92 亿元，规模较大。债券期限结构方面，一年内到期债券规模仍占比较高，其中 2025 年到期的债券金额为 3,576.31 亿元，行业存在一定短期偿债压力。

图8 截至2024年末我国收费公路行业存续债券情况


数据来源：Wind，大公国际整理

级别调整方面，安徽皖通高速公路股份有限公司级别于2024年4月由AA+调高至AAA，调级原因未公开；内蒙古交通集团有限公司级别于2024年7月由AA+调高至AAA，主要原因为公司2023年实施重大资产重组，重组后公司下辖路产规模大幅增长，路产经营业务在区域内跃居垄断地位，通行费收入大幅提升等。

信用利差方面，2024年初以来，收费公路行业债券信用利差整体呈波动趋势，2024年8月以来受到市场影响而明显走阔，但未超出年初水平，整体信用水平维持稳定。

图9 2024年主要收费公路发债企业信用利差变化


数据来源：Wind，样本为Wind公路运输行业分类存续债券，基准为国开债基准收益率，数据时点为横轴所示交易日，计算方式为sum(同级别发行人债券利差)/债券只数，仅供参考

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。