

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

需求释放，企业盈利能力增强 ——收费公路行业回顾与展望

联合资信 公用评级三部 | 黄旭明 | 许公一 | 刘媛



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



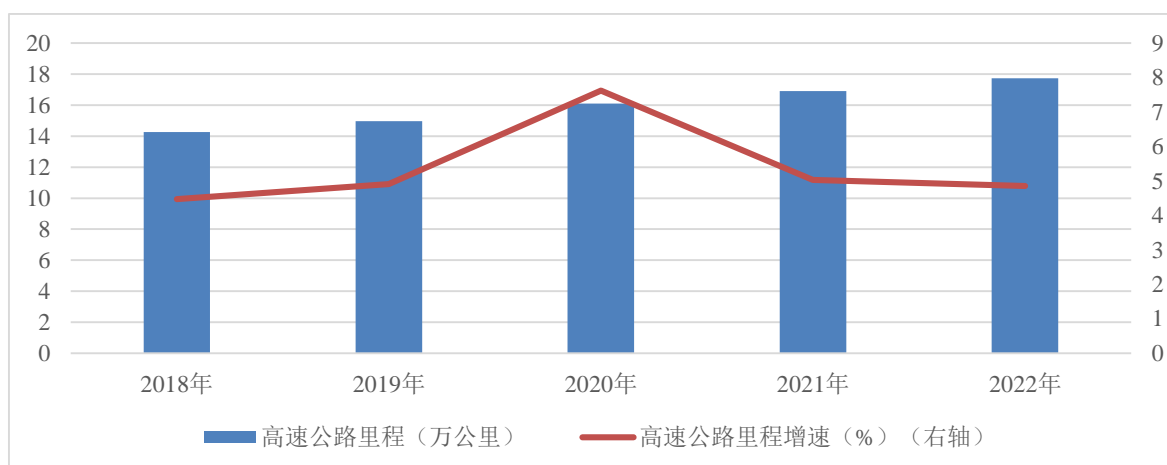
报告摘要

2023 年以来，随着出行政策的放开，公路客运和货运需求同比均有明显回升，企业盈利能力明显增强。收费公路企业全部债务规模保持增长，债务负担保持稳定，整体债务负担仍较重。近年来，通过发行专项债券、REITs 以及债务置换、展期和重组等方式，收费公路行业建设资金来源得以拓宽，债务风险得到缓释。“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经济稳步发展，收费公路行业运营状况将持续改善，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

我国高速公路里程呈增长态势，但 2022 年高速公路里程增速同比有所下降。

截至 2022 年末，我国高速公路里程达 17.73 万公里，当年高速公路里程增速下降至 4.85%。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。

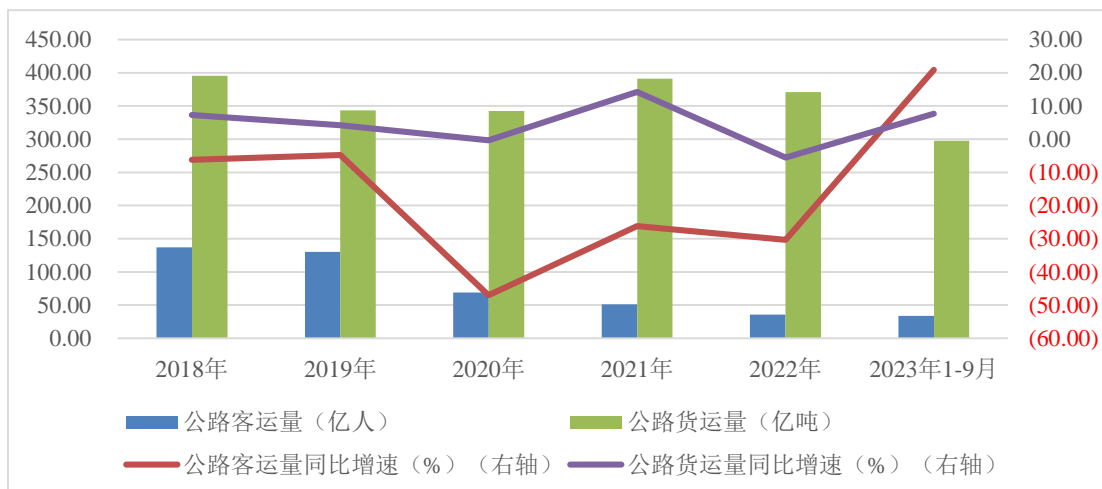


资料来源：《交通运输行业发展统计公报》，联合资信整理

图 1.1 高速公路里程及增速

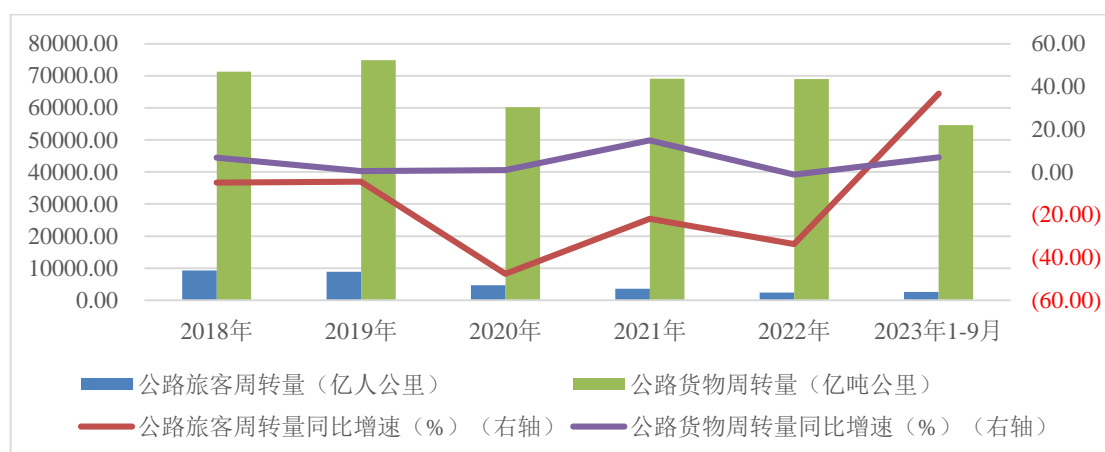
公路运输是我国货运和客运的主要方式。随着出行政策的放开，2023 年前三季度，公路运输各项运营指标同比均有明显回升。

公路运输是我国货运和客运的主要方式，公路货运量常年维持在全国货运总量的 70% 以上，公路客运量常年维持在全国客运总量 60% 以上。公路客运量方面，2022 年，公路客运量 35.46 亿人次，同比下降 30.30%；公路货运量与宏观经济相关性较强，2022 年公路货运量 371.19 亿吨，同比下降 5.50%。周转量方面，2022 年，公路旅客周转量和公路货运周转量分别为 2407.54 亿人公里和 68958.04 亿吨公里，同比分别下降 33.70% 和 1.20%。2023 年 1—9 月，随着出行政策的放开，公路客运量、货运量、客运周转量和货运周转量同比均有明显回升。



资料来源：《交通运输行业发展统计公报》及交通运输部网站，联合资信整理

图 1.2 公路客运量和货运量情况

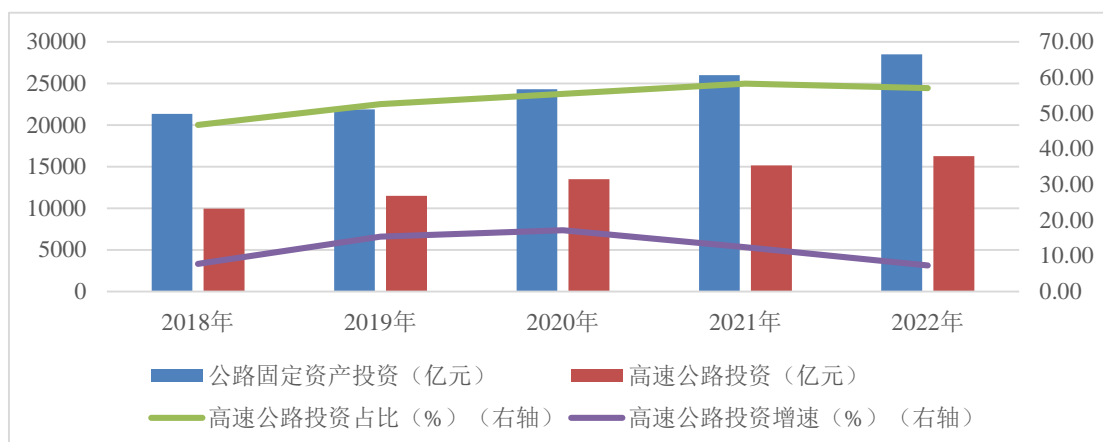


资料来源：《交通运输行业发展统计公报》及交通运输部网站，联合资信整理

图 1.3 公路旅客周转量和公路货物周转量情况

高速公路投资保持增长，收费公路收支缺口预计仍较大。

公路投资是交通固定资产投资的重要组成部分，2022 年公路投资占交通固定资产的比重达 74.01%，而高速公路投资在公路投资中比重接近 60%。我国高速公路投资保持增长，但增速自 2020 年以来逐年下滑。2022 年，在高速公路投资保持增长的背景下，预计收支缺口仍较大。



资料来源：《交通运输行业发展统计公报》，联合资信整理

图 1.4 公路及高速公路投资情况

收费公路行业通过发行专项债券、REITs 以及债务置换、展期和重组等方式，拓宽了建设资金来源，降低了债务风险。

为拓宽收费公路建设资金来源，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）》，提出收费公路举借债务可采取发行收费公路专项债券的方式，截至 2023 年 11 月末，收费公路政府专项债余额达到 7955.14 亿元，占收费公路债务余额（2021 年末）的比重为 10.05%。自国务院办公厅 2019 年 5 月印发《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》以来，对于收费公路债务压力较重的山西省、吉林省、青海省、贵州省、内蒙古、天津市、湖北省和甘肃省推动债务化解工作，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（规模超过 1.13 万亿元），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。同时，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。截至 2023 年 11 月末，共有 8 只 REITs 产品发行，募集资金 467.15 亿元。

表 1.1 收费公路行业相关投融资政策

政策	发布时间	主要内容
地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）	2017 年 7 月	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、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收	2019 年 5 月	允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，优化债务结构，减轻债务利息负担，防范化解债务风险

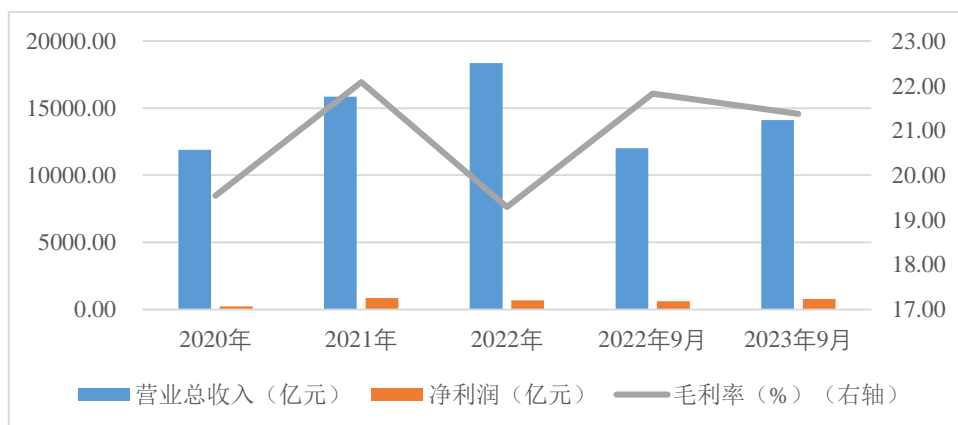
《费站实施方案》		
关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知	2020 年 4 月	优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目
国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知	2021 年 6 月	交通基础设施，包括收费公路、铁路、机场、港口项目
中国银保监会 交通运输部关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见	2022 年 4 月	按照市场化、法治化及双方自愿的原则，根据收费公路资产特性、运营情况，在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险。对受疫情影响较重、经营遇到暂时困难的公路交通企业，银行业金融机构在依法合规的前提下，按照市场化原则合理优化贷款期限、利率和还款方式，不盲目抽贷、断贷、压贷，支持公路交通企业应对疫情影响

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、收费公路发债企业信用分析

2023 年前三季度，收费公路样本企业经营状况明显改善，盈利能力明显增强。西部和中部地区样本企业盈利能力恢复更快。

本文选取有存续债券的样本企业共 35 家。样本企业在运营收费公路的同时，拓展了贸易和燃油销售等衍生业务，因此，在 2022 年通行费收入同比出现下滑的情况下，样本企业营业总收入仍同比增长 15.78%。由于高毛利的通行费收入的下滑，2022 年，样本企业毛利率同比下降 2.80 个百分点，净利润同比下降 17.58%。2023 年前三季度，样本企业营业总收入和净利润同比分别增长 17.62%和 26.00%，其中净利润超过 2022 年全年水平。分区域看，2023 年前三季度，东北部和中部地区样本企业毛利率水平比东部地区和西部地区高，西部和中部地区样本企业净利润同比增速较东部地区快，东北地区样本企业净利润同比有所下降。

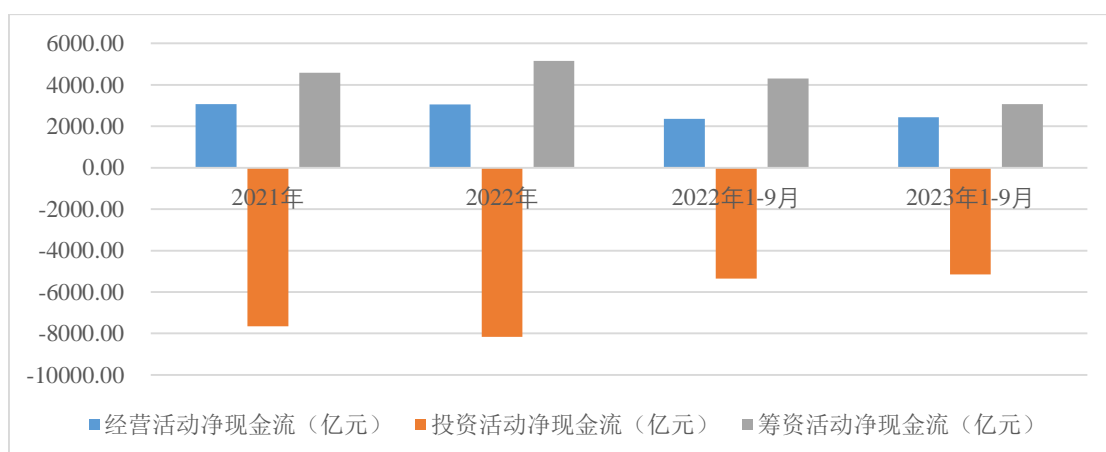


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.1 收费公路样本企业主要盈利指标

2023 年前三季度，样本企业经营和投资活动净现金流同比保持稳定，其中西部地区样本企业投资支出规模最大。样本企业投资活动资金缺口主要依赖融资解决，样本企业融资能力强。

收费公路企业经营活动现金流仅反映业务回款和日常养护支出等，收费公路建设支出和其他投资体现在投资活动现金流，因此，收费公路企业经营活动现金表现为大额净流入，投资活动现金净流出规模较大。从经营活动现金流看，2022 年和 2023 年前三季度，样本企业经营和投资活动净现金流同比保持稳定，且经营活动净现金流无法覆盖投资活动现金支出，因此对融资依赖度高，样本企业融资能力强。分区域看，2023 年前三季度，中部和东北部地区样本企业经营活动净现金流同比有所增长，而东部和西部地区样本企业经营活动净现金流同比有所下降；西部地区样本企业投资活动现金净流出规模最大，其次为东部地区，东北部地区样本企业投资活动现金净流出规模相对较小。



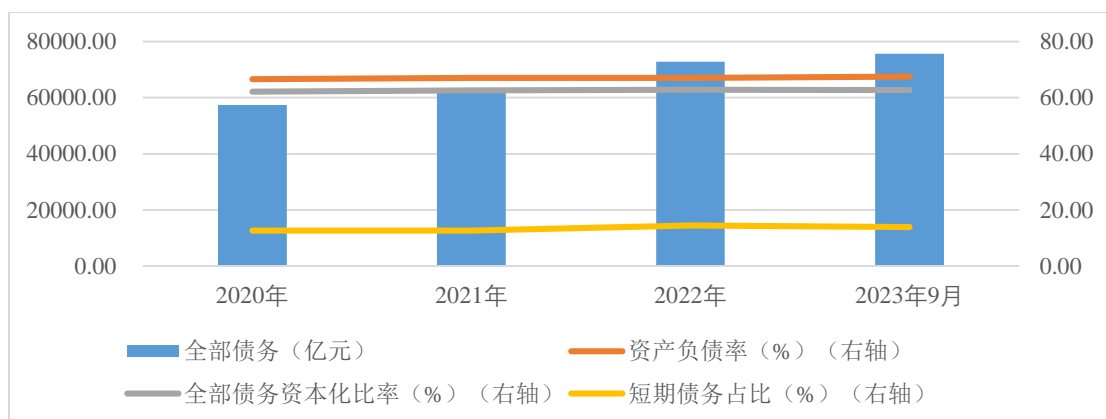
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.2 收费公路样本企业现金流情况

收费公路样本企业全部债务规模保持增长，但债务负担和债务结构保持稳定。各区域样本企业债务负担均较重，西部地区样本企业债务负担最重。

收费公路样本企业债务规模持续增长，2023 年 9 月末全部债务较 2020 年末增长将近两万亿元，但样本企业债务形成了高速公路等资产，债务负担并没有明显提升，资产负债率和全部债务资本化比率保持稳定。从债务结构看，收费公路样本企业债务结构以长期债务为主，短期债务占比保持在 15%以下水平。分区域看，2023 年 9 月

末各区域样本企业债务负担均较重，且差异不大，西部地区样本企业债务负担最重。

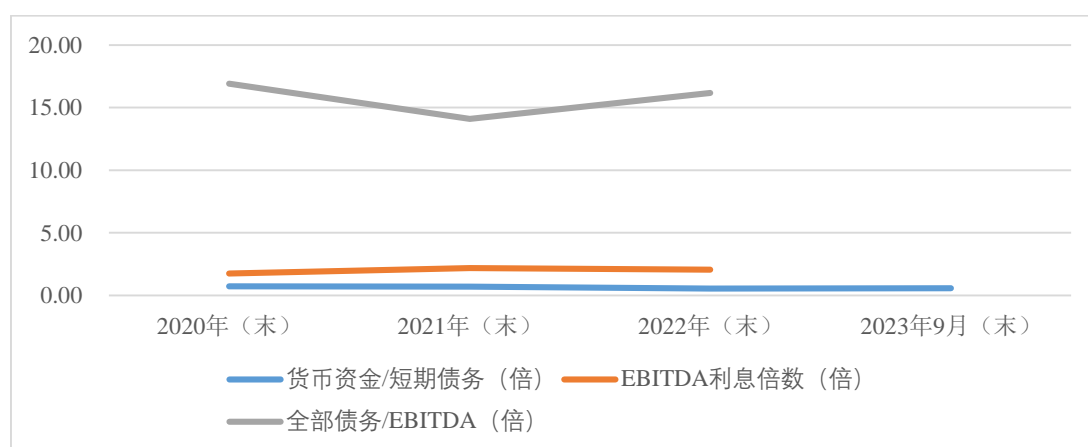


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.3 收费公路样本企业债务情况

2022 年，各区域样本企业 EBITDA 均能覆盖利息支出。2023 年 9 月末，样本企业短期偿债能力较上年末有所上升，中部地区样本企业短期偿债能力指标表现相对较弱。

偿债能力方面，2022 年，收费公路样本企业短期和长期能力偿债指标均有所下降，但 EBITDA 对利息的保障程度仍处于较高水平。2023 年 9 月末，样本企业短期偿债指标有所上升。分区域看，2022 年，各区域样本企业 EBITDA 均能覆盖利息支出，东部地区覆盖程度最高，东北部最低。2023 年 9 月末，各区域样本企业短期偿债能力较上年末均有所上升，东北部地区样本企业短期偿债指标表现相对较好，中部地区样本企业则表现相对较弱。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.4 收费公路样本企业偿债能力情况

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经济的稳步发展，收费公路行业运营状况将得到持续改善。近年来，通过发行专项债券、REITs 以及债务置换、展期和重组等方式，收费公路行业建设资金来源得以拓宽，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。