

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

公路客货环比改善，行业收入持续增长

——交通基础设施行业三季度信用观察

联合资信 公用评级三部 | 杨婷 | 赵晓敏 | 王昀千 | 张晨



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



公路客货环比改善，行业收入持续增长

—交通基础设施行业三季度信用观察

摘要

2022 年三季度，受疫情反复、暑期出行及出行政策调整综合影响，交通运输客运量环比增长。电煤需求增加及为物流保通保畅政策持续发力，公路货运量环比增长。国内经济下行压力加大背景下，全国主要港口货物吞吐量环比变化不大。

2022 年三季度，交通基础设施行业债券发行金额环比增长，但受偿还量较大的影响净融资规模同比及环比均下降明显。其中轨道交通运输行业净融资规模降幅最大。高速公路行业和港口行业 AAA 级别债券发行利差环比和同比下降明显。

疫情多发、散发，加之行业淡季，四季度行业客运需求依然承压，但交通基础设施行业作为关乎国计民生的基础性行业，受外部支持力度大，且发债主体整体资质较好，联合资信维持该行业展望为稳定。

一、行业政策

降低国内客运航班补贴启动条件，助力航司机场短期减亏。

2022 年 11 月 2 日，财政部、民航局发布《关于调整国内客运航班运行财政补贴政策及做好清算工作的通知》，此通知承接《财政部 民航局关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》（财建〔2022〕142 号）规定，前通知规定原则上当每周内日均国内客运航班量低于或等于 4500 班时，启动财政补贴；补贴对象和范围包括“每周每条航段平均客座率未超过 75%”的航班等；对国内客运航班实际收入扣减变动成本后的亏损额给予补贴，设定最高亏损额补贴标准上限为每小时 2.4 万元。经研究，现通知不再将航班量低于或等于 4500 班作为启动补贴的条件，补贴清算对象和范围相应调整，补贴标准不变。

二、行业运行情况

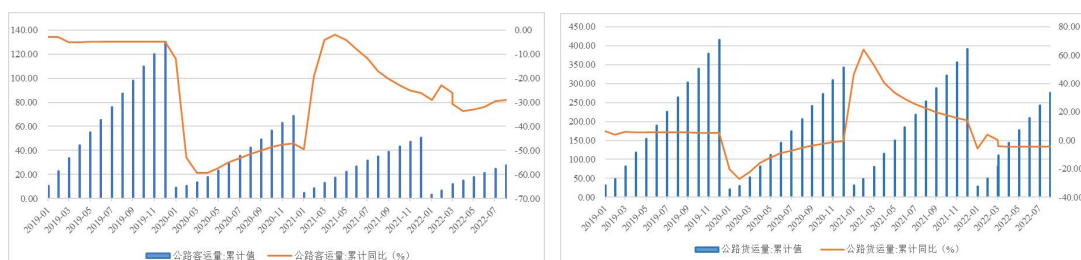
（一）公路行业

由于暑期出行影响，公路客运量环比增长 4.59%；受夏季连续高温拉升电煤需求以及我国物流保通保畅的各项措施持续发力影响，公路货运量环比增长 3.98%，为疫情前水平的 88.18%；我国公路投资保持高位运行。

2022 年三季度，公路客运量为 8.78 亿人次，环比增长 4.59%，主要系暑期出行以及行程卡取消“星号”标记、覆盖天数由 14 天减少为 7 天等政策促进人口流动所致；公路客运量同比下降 28.31%，仅为 2019 年同期的 26.60%，整体保持低

位运行。

2022 年三季度，公路货运量为 99.39 亿吨，环比增长 3.98%，主要系夏季连续高温拉升电煤需求以及针对物流企业的纾困解难政策逐渐落地、物流保通保畅的各项措施持续发力所致；公路货运量同比下降 3.82%，为 2019 年同期的 88.18%，主要系国内疫情多发散发，部分地区运输线路和时效受到一定限制和延后所致。



资料来源：交通运输部，联合资信整理

资料来源：交通运输部，联合资信整理

图 2.1 公路客运量（左图）及公路货运量（右图）累计值及累计同比（亿人次、亿吨）

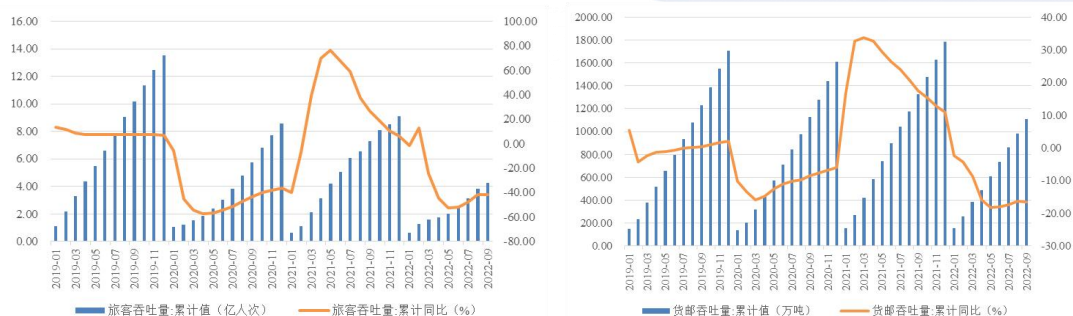
根据交通运输部发布的《2022 年 1—9 月公路水路交通固定资产投资完成情况》，2022 年前三季度，公路完成投资 2.06 万亿元，同比增长 10.0%；投资规模排名前三位的省份分别为四川省、浙江省和广西省，增速排名前三位的省份分别为辽宁省、河南省和内蒙古自治区。2022 年 1—9 月，全国共建成通车高速公路和普通国省道项目 337 个，总里程 9756 公里，项目总投资 5574 亿元；新开工高速公路和普通国省道项目 299 个，建设总里程 9645 公里，项目总投资 8826 亿元。公路建设投资保持高位运行。

（二）机场行业

受上海、北京疫情缓解，暑期出行以及出行政策调整影响，机场旅客吞吐量环比增长 105.43%，但各省市之间人员流动管控仍严格，机场旅客吞吐量仅为上年同期八成，为疫情前同期五成，复苏进程较缓。

客运方面，2022 年三季度，我国机场旅客累计吞吐量 1.78 亿人次，环比增长 105.43%，主要系上海、北京疫情缓解，暑期出行需求提升以及取消通信行程卡“星号”标记政策刺激出行所致；为上年同期的 80.37%，为 2019 年同期的 49.62%，主要系疫情多发、散发，各省市之间人员流动管控仍严格所致。

货邮方面，在上海、北京疫情缓解等因素的带动下，2022 年三季度，我国机场货邮累计吞吐量 373.90 万吨，环比增长 7.78%，但恢复进程较缓，仅为上年同期的 86.99%，为 2019 年同期的 85.82%。



资料来源：民航局官方网站，联合资信整理

资料来源：民航局官方网站，联合资信整理

图 2.2 机场旅客吞吐量（左图）及货邮吞吐量（右图）累计值及累计同比（亿人次、万吨）

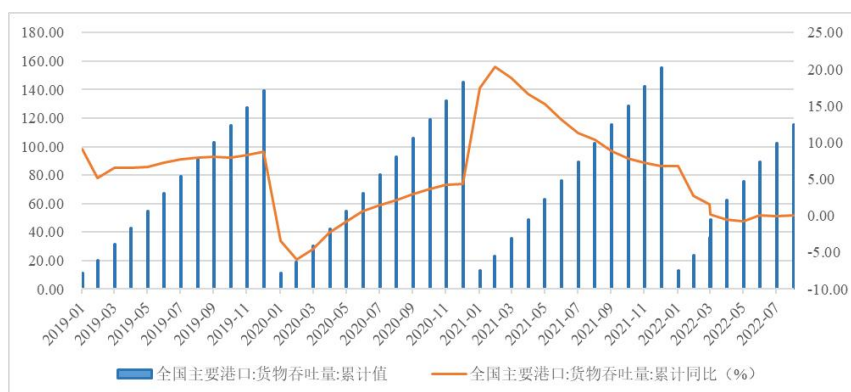
投资方面，为推动区域机场群协同发展，建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等世界级机场群以及稳步推进边境地区机场建设，根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十四五”时期民用运输机场计划由 241 个增加至不少于 270 个，机场行业保持较快投资速度，未来投资空间大。

（三）港口行业

国内经济下行压力加大及外需放缓等因素综合作用下，全国主要港口货物吞吐量环比、同比变化不大。沿海和内河投资建设规模相当。

2022 年三季度，全国主要港口货物吞吐量 39.74 亿吨，环比增长 0.60%，主要系国内经济下行压力加大，海外经济衰退风险加大、出口面临较大的下行压力使得外需放缓等因素综合所致。其中，内贸货物吞吐量 28.21 亿吨，环比增长 1.26%；外贸货物吞吐量 11.53 亿吨，环比下降 0.97%。

主要港口货物吞吐量同比增长 1.76%，较 2019 年同期增长 10.75%。其中，内贸货物吞吐量同比增长 3.66%，主要系我国基础设施建投资持续拉动内需增长所致；外贸货物吞吐量同比下降 2.61%，主要系地缘政治冲突以及西方主要国家通胀高位运行，外需加速回落影响下，我国出口增速减缓所致。



资料来源：交通运输部，联合资信整理

图 2.3 全国主要港口货物吞吐量累计值及累计同比（亿吨）

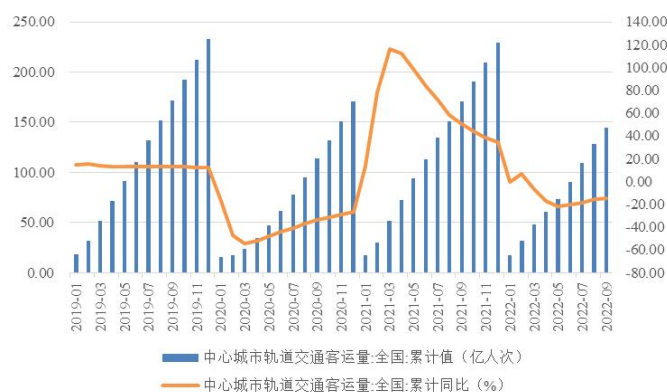
根据交通运输部发布的《2022 年 1—9 月公路水路交通固定资产投资完成情况》，2022 年前三季度，沿海建设完成投资 572.81 亿元，同比增长 5.3%，内河建设完成投资 541.89 亿元，同比增长 7.3%。投资区域方面，沿海建设投资规模排名前三的省份分别为广东省、浙江省和山东省，内河建设投资规模排名前三的省份分别为江苏省、浙江省和安徽省。

（四）轨道交通行业

疫情反弹导致部分区域不同程度暂停轨道交通运营服务，我国中心城市轨道交通客运量同比下降 4.94%，环比上升 28.43%，为 2019 年同期的近九成。

截至 2022 年 9 月末，全国（不含港澳台）共有 51 个城市开通运营城市轨道交通线路 280 条，运营里程 9195 公里，其中 2022 年三季度新增运营里程为 127.8 公里，主要为福州地铁 6 号线、杭州地铁 19 号线和郑州地铁 6 号线一期西段等。

在上海、北京疫情缓解等因素的带动下，2022 年三季度，36 个中心城市轨道交通客运量为 54.61 亿人次，环比增长 28.43%，但同比下降 4.94%，为 2019 年同期的 89.00%，恢复进程较缓。三季度部分城市疫情反弹，导致不同程度暂停轨道交通运营服务。其中，大连、石家庄、乌鲁木齐和三亚暂停全线网轨道交通运营服务，深圳暂停部分线路运营服务，天津、沈阳、哈尔滨、上海、南京、无锡、温州、郑州、武汉、广州、重庆、成都、贵阳、洛阳、青岛、昆明等城市暂停部分车站或车站出入口运营服务。截至 2022 年 9 月末，乌鲁木齐地铁尚未恢复运营。上述情况均对行业运营产生负面影响。



资料来源：交通运输部，联合资信整理

图 2.4 36 个中心城市轨道交通客运量累计值及累计同比

投资方面，根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十四五”时

期纳入国家批准的城市轨道交通建设规划中的大中运量城市轨道交通项目运营里程计划增加 3400 公里至 10000 公里。2022 年前三季度，国家发展改革委分别批复苏州市城市轨道交通第三期建设规划调整和东莞市城市轨道交通第二期建设规划调整，共涉及新增建设规划线路长度 58.18 公里，计划总投资 227.65 亿元。未来轨道交通运营里程有望继续增加。

三、债券市场分析

（一）发行情况

交通基础设施行业债券发行金额同比下降 8.52%，环比增长 12.60%。债券发行品种以超短期融资债券、一般中期票据和一般公司债为主。受偿还债务规模较大影响，净融资规模同比、环比均下降明显，其中轨道交通行业净融资规模降幅最大。

交通基础设施行业债券整体发行规模同比有所下降，环比有所增长。2022 年三季度，交通基础设施行业企业共发行债券 170 期，发行期数和发行规模同比有所下降，环比有所增长。其中，受债券到期规模增长、项目建设资金需求以及补充流动资金影响，高速公路行业企业债券发行规模同比和环比增幅明显，高速公路行业债券发行期数和发行规模占比最大；轨道交通行业债券发行规模同比和环比降幅明显。港口行业和机场行业债券发行规模较为稳定。

表 3.1 2022 年三季度交通基础设施行业债券同比及环比情况（单位：期、亿元）

分类	2021 年三季度			2022 年二季度			2022 年三季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
高速公路	90	1087.40	53.26	85	858.50	51.76	102	1241.20	66.46	14.14	44.58
港口	36	268.00	13.13	36	294.60	17.76	33	257.90	13.81	-3.77	-12.46
轨道交通	41	508.10	24.89	28	354.95	21.40	20	222.45	11.91	-56.22	-37.33
机场	21	178.00	8.72	16	150.50	9.07	15	146.00	7.82	-17.98	-2.99
合计	188	2041.50	100.00	165	1658.55	100.00	170	1867.55	100.00	-8.52	12.60

注：上表中发行债券类型不含可转债、可交债、资产支持证券和资产支持票据，不含无主体级及主体级别低于 AA 级别债券

资料来源：数据来源于 Wind 债券数据库，选自申万行业-SW 交通运输、Wind 运输行业、证监会行业-CSRC 交通运输行业，剔除公交、物流、航空、航运、道路运输、铁路和城市基础设施企业，数据由联合资信整理

发行主体集中在 AAA 级别。从发行主体信用等级分布来看，2022 年三季度共有 56 家债券发行主体，以 AAA 级别的主体为主；从发行规模来看，AAA 级别同比有所下降，环比有所回升，AA+级别变动方向与 AAA 级别相反，AAA 级别发行规模占总发行规模比重最大，AA 级别维持较小的发行规模。

表 3.2 2022 年三季度交通基础设施行业不同主体级别债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元）

主体级别	2021 年三季度			2022 年二季度			2022 年三季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
AAA	164	1911.40	93.63	136	1475.00	88.93	138	1707.20	91.41	-10.68	15.74
AA+	23	127.10	6.23	27	177.55	10.71	29	145.45	7.79	14.44	-18.08
AA	1	3.00	0.15	2	6.00	0.36	3	14.90	0.80	396.67	148.33
合计	188	2041.50	100.00	165	1658.55	100.00	170	1867.55	100.00	-8.52	12.60

注：上表中发行债券类型不含可转债、可交债、资产支持证券和资产支持票据，不含无主体级及主体级别低于 AA 级别债券

资料来源：数据来源于 Wind 债券数据库，选自申万行业-SW 交通运输、Wind 运输行业、证监会行业-CSRC 交通运输行业，剔除公交、物流、航空、航运、道路运输、铁路和城市基础设施企业，数据由联合资信整理

债券发行品种以超短期融资债券、一般中期票据和一般公司债为主。交通基础设施行业银行间发行规模 1502.55 亿元，同比下降 10.10%，环比增长 6.52%；交易所发行规模同比变动不大，环比增长 47.18%。具体品种见下表。

表 3.3 2022 年三季度交通基础设施行业不同品种债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元）

债券品种	2021 年三季度			2022 年二季度			2022 年三季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
超短期融资券	83	742.30	36.36	76	748.45	45.13	92	989.15	52.97	33.25	32.16
短期融资券	8	100.00	4.90	4	45.00	2.71	4	31.00	1.66	-69.00	-31.11
定向工具	3	20.00	0.98	1	10.00	0.60	4	30.00	1.61	50.00	200.00
私募债	9	78.10	3.83	6	39.00	2.35	9	50.00	2.68	-35.98	28.21
一般公司债	22	292.00	14.30	22	209.00	12.60	22	315.00	16.87	7.88	50.72
一般企业债	10	120.00	5.88	6	93.00	5.61	1	5.90	0.32	-95.08	-93.66
一般中期票据	53	689.10	33.75	50	514.10	31.00	38	446.50	23.91	-35.21	-13.15
合计	188	2041.50	100.00	165	1658.55	100.00	170	1867.55	100.00	-8.52	12.60

注：上表中发行债券类型不含可转债、可交债、资产支持证券和资产支持票据，不含无主体级及主体级别低于 AA 级别债券

资料来源：数据来源于 Wind 债券数据库，选自申万行业-SW 交通运输、Wind 运输行业、证监会行业-CSRC 交通运输行业，剔除公交、物流、航空、航运、道路运输、铁路和城市基础设施企业，数据由联合资信整理

净融资方面，2022 年三季度，交通基础设施行业净融资规模环比和同比分别下降 91.27%和 90.62%，净融资规模为 29.86 亿元，募集资金用途主要用于偿还债务。从各行业来看，高速公路行业净融资同比由净流出转为净流入，环比净流入有所扩大；港口行业净流入规模持续收窄；轨道交通行业净融资波动较大，由净流入转为净流出；机场行业债券发行规模和到期规模较为均衡。

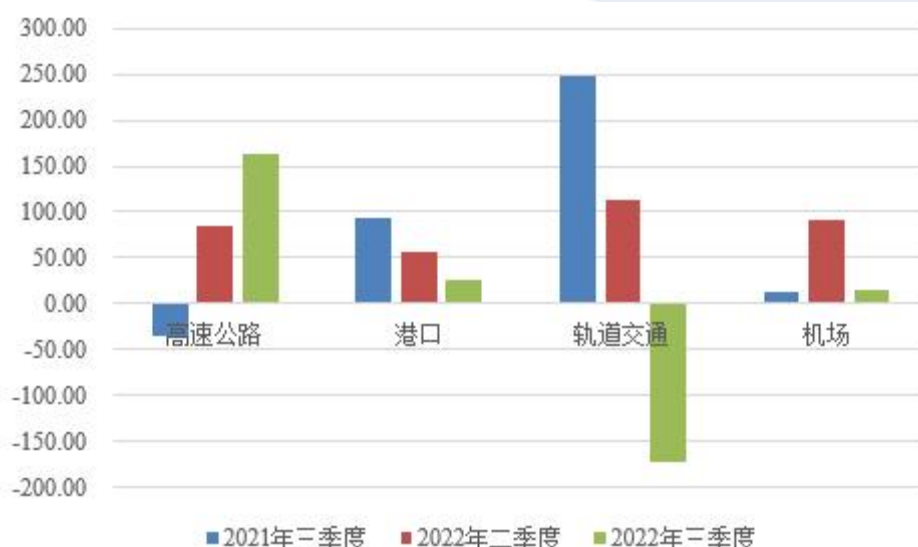


图 3.1 不同行业债券净融资情况（单位：亿元）

私募发行规模环比有所上升。从发行方式上看，2022 年三季度交通基础设施行业公募债券发行规模为 1787.55 亿元，占比为 95.72%，占比环比下降 1.33 个百分点；私募债券发行规模环比增长 63.27%。

（二）发行利率及利差分析

发行利率最低的行业为机场行业。从新发行债券来看，企业主体级别为 AAA 的债券 138 期，发行利率区间为 1.47%~3.93%；企业主体级别为 AA⁺的债券 29 期，发行利率区间为 1.70%~6.60%；企业主体级别为 AA 的债券发行利率区间为 3.03%~4.30%。从细分行业来看，发行利率最低的行业为机场行业，港口行业发行利率为行业内最高。

高速公路行业和港口行业 AAA 级别债券发行利差环比和同比下降明显。发行利差方面，2022 年三季度，高速公路行业和港口行业 AAA 级别发行利差环比和同比下降明显，AA⁺级别短期发行利差环比和同比亦有所下降，高速公路和港口行业 AA⁺级别中长期发行利差环比变动不大，同比下降明显。

表 3.4 高速公路行业发行利率区间和利差比较情况（单位：BP）

债券期限	主体信用级别	利率区间			平均发行利差		
		2021 年三季度	2022 年二季度	2022 年三季度	2021 年三季度	2022 年二季度	2022 年三季度
短期债券	AAA	2.03%~2.92%	1.85%~2.63%	1.47%~2.25%	28.08	15.25	-4.45
	AA ⁺	2.60%~4.30%	2.39%~3.00%	1.99%~2.70%	130.88	54.54	50.78
中长期债券	AAA	2.95%~4.30%	2.78%~3.90%	2.48%~3.64%	85.09	79.45	45.66
	AA ⁺	3.50%~6.00%	2.95%~3.67%	2.90%~4.06%	201.88	78.41	86.12

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.5 港口行业发行利率区间和利差比较情况（单位：BP）

债券期限	主体信用等级	利率区间			平均发行利差		
		2021 年三季度	2022 年二季度	2022 年三季度	2021 年三季度	2022 年二季度	2022 年三季度
短期债券	AAA	2.30%~3.30%	1.97%~2.70%	1.75%~2.13%	55.87	33.32	16.86
	AA ⁺	2.77%~5.05%	2.30%~4.20%	1.74%~3.20%	149.80	97.53	42.57
中长期债券	AAA	3.13%~5.90%	2.60%~4.20%	1.93%~3.93%	109.55	56.28	55.20
	AA ⁺	3.43%~3.74%	3.45%~6.70%	3.24%~6.60%	106.87	269.30	272.19

资料来源：Wind，联合资信整理

四、存续及到期债券情况

（一）存续债券情况

截至 2022 年三季度末，交通基础设施行业存续债券共 1193 只，存续发债主体 116 家，存续债券规模合计为 14627.88 亿元。其中，高速公路行业、轨道交通行业和港口行业占比分别为 54.57%、27.50%和 13.56%。从债券品种来看，一般中期票据存续规模最大（占 50.96%），其次为一般公司债（占 18.83%）、一般企业债（占 11.41%）和超短期融资债券（占 10.03%）。从级别分布来看，交通基础设施各行业债券存续主体级别以 AAA 级别为主。

表 4.1 交通基础设施各行业存续主体级别分布情况

行业	AAA	AA ⁺	AA	合计
高速公路	93.89%	4.74%	1.37%	100.00%
轨道交通	95.51%	4.24%	0.25%	100.00%
机场	92.53%	5.95%	1.52%	100.00%
港口	78.54%	19.79%	1.67%	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

（二）到期债券情况

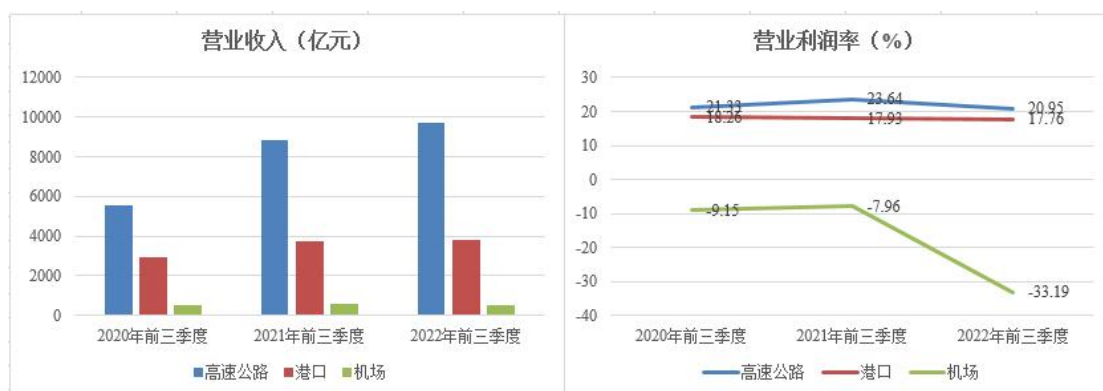
四季度债券到期¹规模环比下降，高速公路行业债务到期规模最大。2022 年四季度交通基础设施行业将有 151 只债券到期（三季度为 175 只债券），到期总金额规模为 1712.44 亿元（三季度为 1837.69 亿元），环比下降 6.82%，占存续债券规模比重为 11.71%。其中，到期债券的发行主体以 AAA 级别为主（占 90.55%）、高速公路行业到期规模占比最大（占 67.09%）。

五、展望

机场行业收入同比下降、亏损扩大。国内疫情反复，四季度行业客运需求依然承压，但行业受外部支持力度大，且发债主体资质整体较好，维持交通基础设施行业展望为稳定。

¹ 含到期、行权和分期还款，下同。

三季度，机场行业收入同比下降，营业利润率大幅下降；高速公路行业营业收入同比增长，营业利润率相对稳定；港口行业营业收入和营业利润率较稳定。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5.1 不同行业营业收入及营业利润率情况

国内疫情反复，加之冬季疫情较高发，在“动态清零”总方针不动摇的背景下，四季度国内航线需求承压；入境隔离时间缩短、取消入境航班熔断机制、取消部分入境前检测、“五个一”政策有所松动以及航司增开国际航线等，国际航线需求有望持续恢复。疫情反复及其他交通工具的分流继续影响公路客流量恢复。国内经济下行压力持续加大对港口内贸吞吐量增速持续产生一定影响；海外高通胀环境叠加加息周期，外需增速放缓可能进一步带动港口外贸吞吐量增速回落。

交通基础设施行业作为关乎国计民生的基础性行业，受外部支持力度大，且发债主体整体资质较好，联合资信维持该行业展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。