



收费公路行业 2022 年信用风险展望

疫情消退盈利指标好转 需求恢复信用水平稳定

目录

行业政策	2
行业发展	3
财务表现	5
信用质量	6

分析师

王泽 010-67413411
公用部 交通运输行业
wangze@dagongcredit.com

王敬博 010-67413564
公用部 交通运输行业
wangjingbo@dagongcredit.com

师歌 010-67413431
公用部 交通运输行业
shige@dagongcredit.com

客户服务

电话: 010-67413300
客服: 4008-84-4008
Email: research@dagongcredit.com

2021 年,随着国内宏观经济复苏向好,我国出台政策推动收费公路制度改革,推广高速公路差异化收费,各地方陆续出台延长收费期限等多项保障政策。全国疫情多点散发,出行人数有所下降,公路客运量继续维持下降趋势;随着疫情得到控制,全国货运量和货物周转量回升;预计 2022 年,如未出现大面积疫情扩散严重的情况,全国公路运输各项数据将小幅增加。2021 年,全国收费公路行业整体偿债能力仍保持较强水平,主体信用级别相对较高,信用质量较好;收费公路行业主体评级基本保持稳定,预计 2022 年收费公路行业整体信用保持稳定。但同时也需要关注,2022 年收费公路行业到期债务规模较大,面临一定再融资压力。

- **行业政策:** 全国推广高速公路差异化收费,促进物流运输降本增效;为缓解免收通行费政策造成的资金压力,国家出台配套保障政策,预计 2022 年,国家将继续出台政策推进高速公路网优化建设,我国收费公路行业长期发展仍呈现良好态势。
- **行业发展:** 2021 年,全国疫情多点散发,公路客运继续维持下降趋势,下降幅度收窄;随着疫情得到控制,全国货运量和货物周转量回升;随着经济增长及出行逐渐恢复,预计 2022 年全国公路运输各项数据将继续回升。
- **财务表现:** 随着疫情冲击减弱,收费公路行业内企业应收有所恢复,2021 年前三季度收入和净利润都出现大幅增长。预计 2022 年随疫情得到进一步控制,收费公路行业盈利表现将进一步恢复。
- **信用质量:** 2021 年收费公路行业融资环境收紧,发债主体信用级别较高,信用质量较好,2021 年以来无收费公路企业上调或下调信用级别。预计 2022 年收费公路行业整体融资能力仍较强,市场对收费公路企业债券认可度仍较高,融资渠道较为畅通。

2021 年 12 月 29 日

行业政策

收费公路行业政策性较强，2021 年国家深化收费公路制度，全面推广差异化收费方式，收费体系更加趋于完善；且为缓解免收通行费政策给收费公路企业造成的资金压力，各地方陆续出台延长收费期限等配套保障政策；预计 2022 年，国家将继续出台政策推进高速公路网优化建设，促进高速公路的引流，提升通行效率和服务水平，未来行业长期发展仍呈现良好态势。

收费公路作为交通运输业核心基础设施之一，与国民经济发展密切相关。国家陆续印发了支持、规范高速公路行业的发展政策，全面推广高速公路差异化收费，有针对性地降低物流成本，提升路网整体运行效率，促进物流运输降本增效。

行业政策方面，2021 年 1 月，交通运输部印发了《关于服务构建新发展格局的指导意见》，制定了 2021 年至 2023 年交通运输服务构建新发展格局三年行动计划，明确提出新增城际铁路和市域铁路运营里程 3000 公里，新改建高速公路里程 2.5 万公里，加快国家高速公路畅通扩能。

收费方面，2021 年 1 月，交通部印发《2021 年交通运输法制工作要点》，要求推动尽快出台新《公路法》及《收费公路管理条例》，路产特许经营的运营期限有望延长。2021 年两会政府工作报告中提出“全面推广高速公路差异化收费”的任务。2021 年 6 月 15 日，交通运输部、国家发改委和财政部联合发布《全面推广高速公路差异化收费实施方案》，将多省试点的高速公路差异化收费方式全面推广，提出了分路段、分车型（类）、分时段、分出入口、分方向、分支支付方式六种差异化收费模式，持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

疫情防控方面，2020 年 2 月 17 日起至 5 月 6 日，免收通行费政策刺激国内车流量快速增长，但造成收费公路企业资金链进一步趋紧，企业面临着债务本息偿还、运营维护刚性支出保障、合法收费权益补偿等问题。2021 年，为缓冲免费通行政策对收费公路行业的不利影响，各地方政府陆续出台了给予延缓付息、本金展期或者续贷等金融支持政策，制定了提供流动资金的优惠贷款以及适当延长收费公路收费期限等相关配套保障政策。

交通基建方面，2021 年 2 月，《国家综合立体交通网规划纲要》出台，以基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”为 2035 年发展目标，实现国家高速公路网 16 万公里左右，普通国道网 30 万公里左右的建设目标。2021 年 8 月 31 日，交通运输部印发《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025 年）》，明确提出了智慧公路建设行动，依托京港澳等干线公路，深中通道等长大桥隧，江西等地高速公路服务区开展智慧公路建设，推动交通运输高质量发展。

综上，收费公路的定价权及收费权受国家调控，行业政策性较强。2021 年，针对受疫情防控期免收通行费冲击的收费公路企业，各地方出台了延缓付息、本金展期或续贷等金融政策，

制定了提供流动资金的优惠贷款以及延长收费期限等保障政策，有效缓解企业资金困难，促进收费公路健康可持续发展；同时，国家提出高速公路行业高质量发展目标，行业从完善建设时期逐步迈入优化建设时期，公路智能化建设成为交通创新基础设施建设重点。预计 2022 年，基于高速公路网进一步优化建设，国家将继续深化改革收费公路制度，促进高速公路的引流，提升通行效率和服务水平，未来行业长期发展仍呈现良好态势。

行业发展

2021 年，全国疫情多点散发，出行人数有所下降，公路客运继续维持下降趋势；随着疫情得到控制，全国货运量和货物周转量回升；随着经济增长及出行逐渐恢复，预计 2022 年全国公路运输各项数据将继续回升。

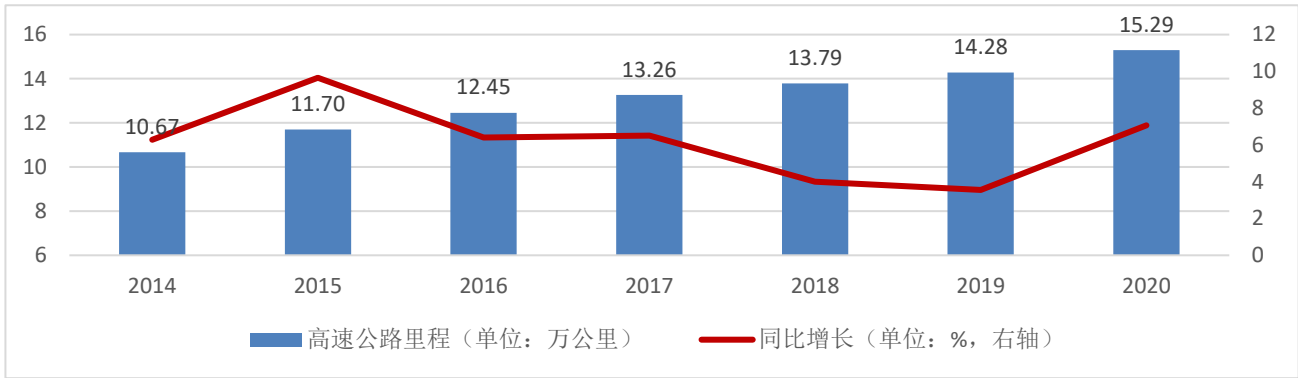
高速公路行业作为资金密集性的行业，投资规模大，行业准入门槛较高，回收周期长，但同时政策方面受到中央和地方政府层面大力支持。早年为推进收费公路行业的快速发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为收费公路的建设筹集资金。由于收费公路建设的持续推进，项目建设的巨额投入对大部分高速收费公路企业而言仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来很长一段时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。2018 年《收费公路管理条例》征求意见稿提出经营性收费公路的收费年限原则上不超过 30 年，但对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年，收费期限较原来一刀切的规定有所突破，且明确规定对进行改扩建项目的收费公路可适当延长收费期限，长远来看，有利于高速公路运营主体增加未来现金流入预期，解决可持续发展问题。未来高速公路建设投入规模仍较大，收入与建设和经营支出不匹配的情况将在未来一段时间继续维持，投融资需求仍将继续增加。为满足融资需求，财政部以及地方政府在政府专项债发行方面开始支持收费公路专项债发行，将部分重点高速公路的建设纳入政府基金预算，此举有利于高速公路建设、运营主体降低融资成本，增加融资渠道；2019 年 6 月，《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》指出政府专项债可以作为高速公路项目的资本金使用，进一步解决了高速公路项目资本金问题。2019 年 11 月，《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发【2019】26 号）再次指出，公路（含政府收费公路）类基建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。

从近年来交通运输部披露的数据来看，收费公路里程数逐年上涨，但增幅有所放缓。截至 2020 年末，全国收费公路里程数 17.92 万公里，同比净增加 8,149 公里。其中，高速公路 15.29 万公里，占全国收费公路里程比重为 85.30%，同比增加 10,079 公里。一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。2020 年末，全国收费公路共有主线收费站 965 个，同比减少 302 个。2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.10 亿元，同比净增加 12,979.00 亿元，增长 13.60%；同期，全国收费公路债务余额 70,661.20 亿元，同比增长 14.80%。2020 年，全国收费公路通行费收入 4,868.2 亿元，同比增长 54.20%。

2020 年末，公司政府还贷公路总里程 8.36 万公里，其中，高速公路 6.61 万公里，占政

政府还贷公路总里程比重为 79.10%，占收费高速公路里程 43.20%。2020 年末，政府还贷高速公路累计建设投资总额 45,803.30 亿元，债务余额为 32,991.60 亿元。2020 年政府还贷高速公路通行费收入 1,725.40 亿元，支出 4,828.10 亿元，包括偿还债务本息、养护、公路及附属设施改扩建等，缺口 3,102.70 亿元。

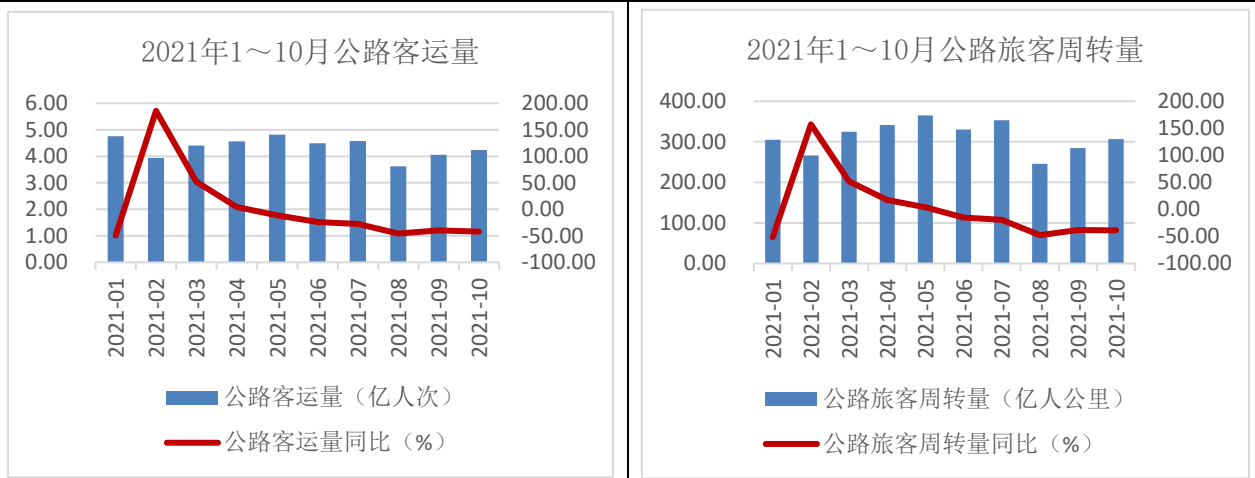
图 1 2014~2020 年全国高速公路里程情况



数据来源：Wind，大公整理

2020 年末，全国经营性高速公路里程 9.57 万公里，累计建设投资总额 62,271.70 亿元，债务余额 37,669.60 亿元，年通行费收入共计 3,142.80 亿元，年支出总额 7,528.30 亿元。

图 2 2021 年全国公路客运量及旅客周转量情况（单位：亿人、亿人公里、%）



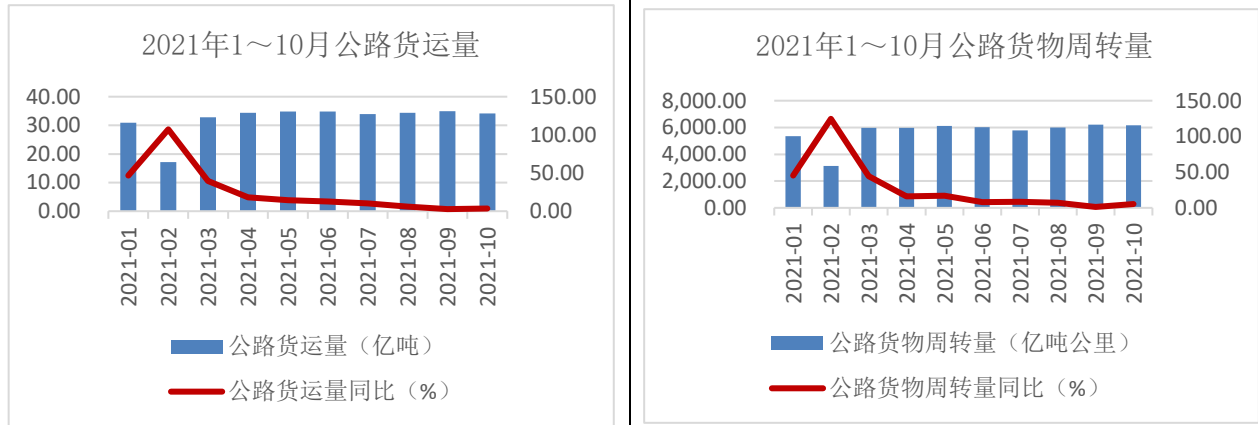
数据来源：Wind，大公整理

2021 年 1~10 月，全国公路客运量同比有所下降，但货运量同比有所增长，由于今年受到新冠肺炎疫情多点散发的影响，全国出行人数有所下降。客运方面，2021 年 1~10 月，公路客运量累计 43.46 亿人次，同比下降 23.00%，下降幅度持续收窄。2021 年 10 月，当月全国公路客运量 4.24 亿人次，同比下降 42.02%；公路旅客周转量实现 306.46 亿人公里，同比下降 38.87%。

货运方面，2021 年 1~10 月，公路货运量累计实现 322.35 亿吨，同比增长 17.78%。从货运情况来看，2021 年 10 月公路货运量 34.20 亿吨，同比增长 3.40%；公路货物周转量实现

6,152.27 亿吨公里，同比增长 5.39%。

图 3 2021 年公路货运量及货物周转量情况（单位：亿吨、亿吨公里、%）



数据来源：Wind，大公整理

总体来看，近年来，全国收费公路里程数增速放缓；2021 年疫情的多点散发对出行、运输造成一定程度影响，随着疫情反复，货物运输量逐月出现波动下降，旅客运输量逐月波动下降，下降幅度收窄。综合考虑经济增长及出行恢复情况，疫情防控形势整体好转，客货运规模已呈修复态势，预计 2022 年全国公路运输各项数据将继续回升。

财务表现

随着疫情冲击减弱，收费公路行业内企业营收有所恢复，2021 年前三季度收入和净利润都出现大幅增长。预计 2022 年全年随着疫情得到进一步控制，收费公路行业收入来源逐渐稳定，盈利表现将进一步恢复。

2021 年前三季度，国内生产总值实现 823,131 亿元，同比增长 9.8%，其中交通运输、仓储和邮政业实现国内生产总值 35,457 亿元，同比增长 15.3%。分季度看，一季度同比增长 18.3%，第二季度同比增长 7.9%，第三季度同比增长 4.9%。分产业看，第一产业增加值 51,430 亿元，同比增长 7.4%；第二产业增加值 320,940 亿元，同比增长 10.6%；第三产业增加值 450,761 亿元，同比增长 9.5%。

随着疫情冲击减弱，收费公路行业内企业营收有所恢复。收费公路企业主要依靠自有资金和政府性财政预算满足项目资本金的需求，其余主要依靠举债进行前期建设投资。运营期，通过收取收费公路通行费支付各项成本、费用等，一般主要包括折旧及摊销、人工成本、公路维护成本、财务成本等。一般情况下，作为重资产的收费公路业务通行费业务毛利率水平较其他行业较高，其中多数收费还贷公路不计提折旧，报表显示的毛利率水平高于经营性收费公路；而多数经营性收费公路，折旧及摊销成本较大，同时各省收费公路集团利息支出成本规模较大，拖累了企业的利润水平。



表 1 截至 2021 年 9 月末部分高速企业经营和财务指标对比情况(单位: 亿元, %)

企业名称	主体信用评级	总资产	资产负债率	经营性净现金流	营业收入	净利润
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	AAA	6,677.81	65.21	45.82	1,285.60	0.61
广东省高速公路有限公司 ¹	AAA	1,243.86	74.12	48.55	61.71	5.95
广东省路桥建设发展有限公司	AAA	1,134.75	72.28	45.02	56.44	3.74
湖南省高速公路集团有限公司	AAA	6,229.07	66.05	93.23	299.26	24.17
湖北省交通投资集团有限公司	AAA	5,226.57	71.92	3.36	287.04	27.76
江西省交通投资集团有限责任公司	AAA	3,474.18	60.12	-34.13	281.61	25.77
陕西交控资产管理有限责任公司	AAA	2,250.49	66.55	9.06	65.59	-18.06
陕西省交通建设集团公司	AAA	3,190.71	71.34	-8.27	31.64	0.33
山东高速集团有限公司	AAA	10,854.65	74.29	165.07	1,463.31	33.07
四川高速公路建设开发集团有限公司	AAA	3,220.27	69.45	83.09	333.64	19.22
重庆高速公路集团有限公司	AAA	2,163.88	67.95	69.61	190.48	1.79
江苏宁沪高速公路股份有限公司	AAA	675.11	48.25	41.61	76.59	37.88

数据来源: 公开资料整理

从盈利表现来看, 收费公路行业营业收入有所增长, 截至 2021 年 9 月末, 仅陕西交控资产管理有限责任公司仍处于亏损状态。根据公开资料, 截至 2021 年 6 月末, 高速行业公司营业收入为 507.35 亿元, 同比增长 82.04%, 营收实现高速增长。

从资产负债方面来看, 收费公路行业资产与负债规模均较高。根据山西证券统计, 2018~2020 年末及 2021 年 6 月末, 高速行业上市公司资产负债率分别为 46.13%、45.60%、44.99%和 45.13%, 表现较为平稳。

综上所述, 收费公路行业内企业营收及利润有所恢复, 2021 年前三季度收入和净利润都出现大幅增长。预计 2022 年全年收费公路行业随着疫情得到进一步控制, 收费公路行业收入来源逐渐稳定, 盈利表现将进一步恢复。

信用质量

2021 年, 全国收费公路行业整体偿债能力仍保持较强水平, 主体信用级别相对较高, 信用质量较好; 收费公路行业主体评级基本保持稳定, 无级别上调或下调, 预计 2022 年收费公路行业整体信用保持稳定; 截至 2021 年 12 月初, 收费公路行业存续债券规模较大, 期限结构较为集中, 短期债务到期规模较大, 预计 2022 年收费公路行业再融资规模较大。

全国收费公路行业整体偿债能力较强, 主体信用级别相对较高, 省级交通集团是债券发行的主要组成部分。

Wind 数据显示, 2021 年 1~11 月, 收费公路行业新发 135 支债券, 发行总额为 1,139.20 亿元, 债券期限为 1 年以内、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年以上, 发行方式为公募发行和私

¹ 2021 年半年度数据。



募发行；发行债券类别包括一般公司债、一般企业债、定向工具、一般中期票据、短期融资债券等。

表 2 2021 年新发债券情况

项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
本月发行债券数量（支）	2	3	10	10	10	11	23	21	18	9	18	-
本月发行债券涉及主体数（家）	2	3	9	10	8	11	14	17	10	9	14	-
本月发行债券总额（亿元）	11.00	29.50	76.00	61.00	80.50	112.00	137.90	251.00	152.40	113.00	114.90	-

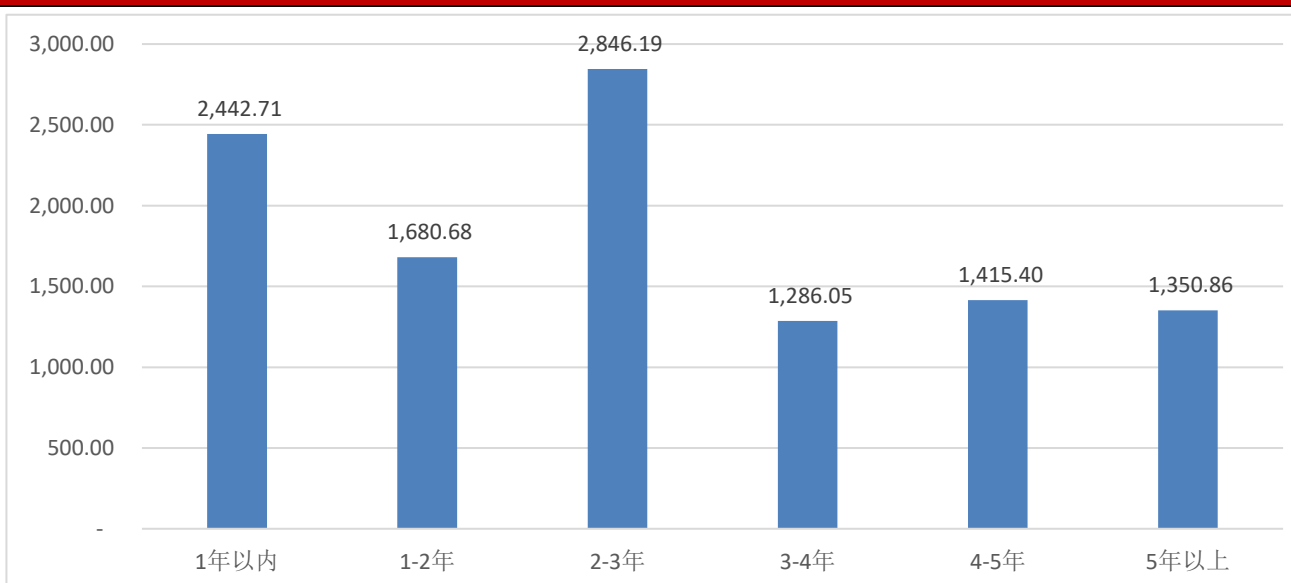
数据来源：Wind，大公国际整理

截至 2021 年 12 月 1 日，收费公路行业存续债券 977 支，存续债券余额合计为 11,151.09 亿元，规模较大。其中以一般中期票据、超短期融资债券和公司债为主，债券余额占全部存续债券余额比重分别为 42.71%、9.68%和 41.14%。

收费公路行业债券期限结构较为集中，2022~2024 年到期的债券余额为 6,912.58 亿元，占债券余额总量比重为 61.99%，其中，2022 年到期债券余额为 2,442.71 亿元，占债券余额总量比重 21.91%，收费公路行业有一定短期偿债压力。

收费公路行业有存续债券的企业 114 家，主体信用级别以 AAA、AA+、AA 为主，占全部存续债券发债主体比重分别为 35.96%、21.05%和 32.46%，AAA 级占比较高，收费公路行业整体信用情况稳定。

图 4 截至 2021 年 12 月初我国收费公路行业存续债券期限结构情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，大公整理

2021年1~11月，从信用级别迁移情况来看，收费公路行业企业评级保持稳定，无上调或下调级别情况。

总体来看，全国收费公路行业整体偿债能力较强，主体信用级别相对较高，信用质量较好；主体评级基本保持稳定，2021年以来无上调或下调企业。但与此同时，2021年收费公路行业到期债券规模较大，债务滚动压力较大。

2021年上半年，收费公路企业营业收入、归属于母公司所有者的净利润均实现同比高速增长，毛利率同比显著提升，费用管控能力增强，经营性现金流改善，资产负债率整体平稳。目前，企业损失的现金流多通过提高负债的方式得以补足，我们关注到收费公路企业发行公开债务的规模较同期有所提升，但发行成本依然相对较低。一方面，短期债务的增加使得行业整体债务负担、资产负债率均有了提升，同时使得行业明年面临较大的债务滚动压力，这将从一定程度上加剧收费公路行业本身的债务问题；另一方面，目前收费公路企业融资渠道畅通，融资成本依然保持较低水平代表金融市场对于收费公路企业依然较为认可和支持，考虑到明年中国经济仍将面临外部环境的不确定性，货币政策和财政政策收紧的可能性不大，预计收费公路企业融资渠道仍将保持畅通，发生短期现金流断裂的可能性较低。与此同时，收费公路企业具有较强的公益属性，特别是省级收费公路企业均为全省资质最好、融资规模最大的企业，均为各类金融机构重点支持的对象，因此无论是政府支持力度以及金融机构支持都较高，其将继续维持良好的偿债能力，信用风险较小。相对而言，民营收费公路主体以及市级收费公路主体则需要关注因短期现金流短缺引发的信用风险问题。

综上所述，我国收费公路行业整体偿债能力较强，主体信用级别相对较高，信用质量较好；2021年，国内宏观经济复苏向好，截至2021年9月末，收费公路行业内企业应收有所恢复，收入和净利润都出现大幅增长。全国疫情多点散发，公路客运继续维持下降趋势，货运规模基本恢复常态。预计2022年全年随着疫情得到进一步控制，收费公路行业收入来源逐渐稳定，盈利表现将进一步恢复。与此同时，2022年收费公路行业到期债券规模较大，面临一定再融资压力，但全国收费公路行业整体偿债能力较强，主体信用级别相对较高，省级交通集团是债券发行的主要组成部分。随着通行费减免政策退出，全国收费公路行业收入恢复增长，盈利能力显著改善，因此，预计2022年收费公路行业整体信用将保持稳定。

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。