

2018 年高速公路行业 信用展望



2018 年高速公路行业信用展望

报告编号:

时间: 2018 年 3 月 14 日

分析师:

刘秀秀 金晔

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址:

北京市朝阳区建国门外大街
2 号中国人保财险大厦 17 层
(100022)

网址: www.lhratings.com

报告概要

2017 年以来,中国高速公路新增里程增速进一步放缓,但西部地区高速公路路网密度相对较低,建设投资力度大,随着大规模的债务到期偿还和置换以及建设支出的双重压力,高速公路收支缺口扩大;高速铁路快速发展,对高速公路形成分流,公路客运量持续下降,高速公路通行费收入增长承压。

受有息债务规模大及融资成本上行等因素影响,2017 年 9 月底,高速公路存续发债企业全部债务资本化比率整体仍维持高位;通行费收入及利润总额不断增长,但增速有所放缓,高速公路差异化收费政策逐步推行,将带动车流量的进一步增长。

展望 2018 年,受高铁分流等因素影响,公路客运仍将呈下滑趋势,货运随宏观经济平稳发展保持增长态势;受 2018 年专项债券额度增加影响,收费公路专项债券发行规模或将增大,为新建高速公路提供较低成本融资来源;未来西部地区高速公路投资需求仍较大,不同区域高速公路企业信用品质将出现分化。

结合行业基本面判断及行业自身特点分析,联合资信认为高速公路行业信用风险低,展望为稳定。

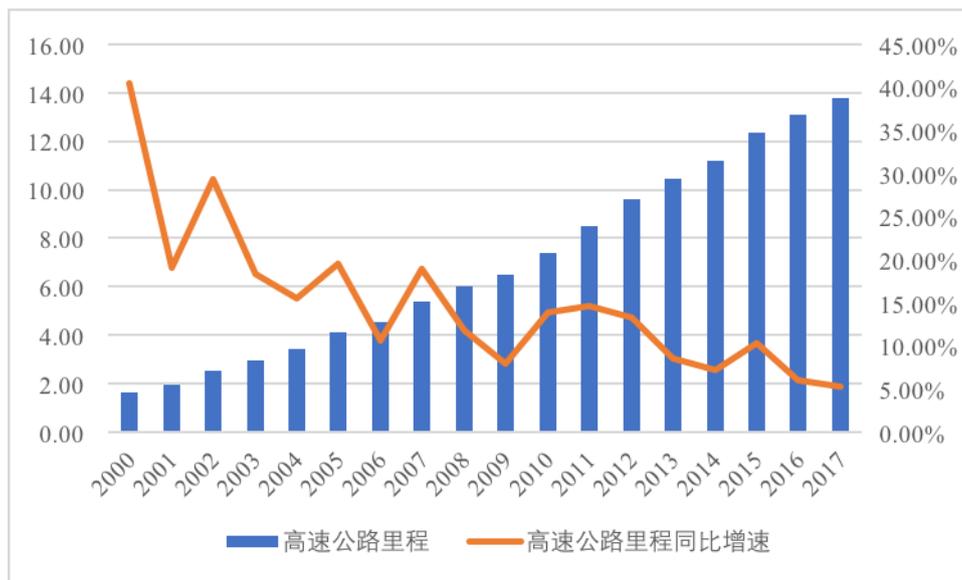
一. 高速公路行业发展概况

1. 高速公路建设投资

近年来，中国高速公路里程逐年增长，但增速总体呈现不断放缓趋势，主要系大规模的路网集中建设期已过，目前路网密度（尤其是东部地区）较高所致。2016 年底，中国高速公路里程 13.10 万公里，同比增长 6.03%，增速下降 4.32 个百分点，2017 年，中国高速公路新增里程 6796 公里，同比略降。

从各省新增里程来看，2016 年，甘肃、江西、四川等中西部省份路网密度相对较低，新增里程较多，未来投资需求大。

图1 中国高速公路里程及增速情况（单位：万公里）



资料来源：Wind 资讯、联合资信根据公开资料整理

表1 2016年中国各省高速公路里程及新增里程情况（单位：公里）

地区	里程	新增里程	地区	里程	新增里程
北京	1013	31	河南	6448	143
天津	1208	78	湖北	6204	0
河北	6502	169	湖南	6080	427
山西	5265	237	广东	7683	662
内蒙古	5153	137	广西	4603	315
辽宁	4195	0	海南	795	0
吉林	3113	483	重庆	2817	292
黑龙江	4350	4	四川	6523	503
上海	825	0	贵州	5434	306

江苏	4657	118	云南	4134	128
浙江	4062	145	陕西	5181	87
安徽	4543	294	甘肃	4827	1305
福建	4831	18	青海	2878	216
江西	5894	836	宁夏	1609	82
山东	5710	362	新疆	4395	79

资料来源：Wind 资讯、联合资信根据公开资料整理；

注：西藏自治区数据无法获取。

2016 年底，政府收费高速公路累计完成建设投资 34125.4 亿元，年末债务余额 24248.7 亿元；当年实现通行费收入 1642.4 亿元，同比增长 4.06%；收支缺口为 1928.0 亿元，同比增长 19.66%。2016 年底，特许经营高速公路累计完成建设投资 35426.7 亿元，年末债务余额 21386.3 亿元；当年实现通行费收入 2539.0 亿元，同比增长 18.29%；收支缺口为 1893.7 亿元，同比增长 42.26%。总体来看，2016 年，特许经营高速公路通行费收入增速快于政府收费高速公路，但二者通行费收入增速均低于支出增速，导致收支缺口进一步扩大；支出快速增长主要是高速公路运营主体当期进行了大量的债务到期偿还和置换。

图 2 政府收费高速公路运行概况

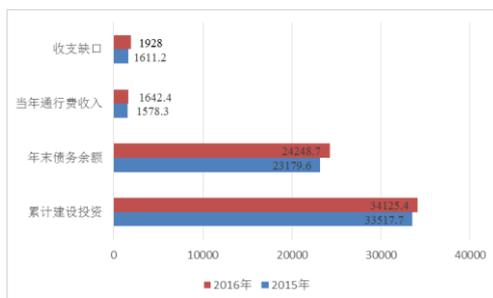
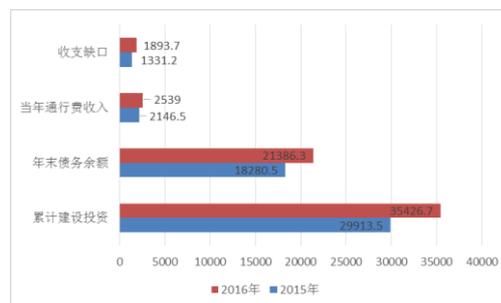


图 3 特许经营高速公路运行概况



资料来源：全国收费公路统计公报、联合资信整理

2. 高速公路运营分析

高速公路运输分为客运和货运，衡量高速公路行业运行状况的指标主要为客、货运量及周转量。2017 年 1~11 月，全国公路完成客运量 134.68 亿人次，为 2016 年同期 94.6%，旅客周转量 9053.86 亿人公里，为 2016 年同期 95.4%，客运指标降幅较 2016 年同期有所收窄。同期，完成货运量 334.74 亿吨，为 2016 年同期 110.6%，货物周转量 60534.06 亿吨公里，为 2016 年同期 109.5%，货运指标增速较 2016 年同期有所加快。

总体来看，受高铁投资建设分流影响，中国公路完成营业性客运量、旅客周转量均有所下降，货运方面随宏观经济的平稳发展而不断增长。

二、发债企业信用分析

1. 存续发债企业概况

截至 2018 年 2 月底，高速公路行业具有存续期债券的企业共 68 家，主体长期信用等级以 AAA 及 AA+ 为主，占比分别为 50% 和 35.29%；其次是 AA 级别，占比为 11.76%；AA- 仅占 2.94%。2017 年以来新增发债企业 5 家，主体级别均在 AA 及以上。

从发行主体长期信用等级变动看，2017 年以来，共有 10 家高速公路企业级别调整，均为上调。其中 7 家由 AA+ 上调至 AAA，3 家由 AA 上调至 AA+。级别调整因素：高速运营类企业中省级高速公司多数在当地处于绝对优势地位，单线高速公司级别的提升则主要因车流量的提升；对于投资建设类企业，地方财政实力和政府相关支持的增加成为提升级别的关键。

表2 2017年以来高速公路企业主体长期信用等级调整概况（单位：亿元、%）

企业名称	调整前级别	调整后级别	资产	所有者权益	收入	利润	全部债务资本化比率
陕西省交通建设集团公司	AA+	AAA	2607.16	763.97	101.14	2.75	68.30
陕西省高速公路建设集团公司	AA+	AAA	1936.22	507.61	107.18	2.34	72.16
宁波交通投资控股有限公司	AA+	AAA	702.2	266.41	62.00	2.64	59.09
广东省路桥建设发展有限公司	AA+	AAA	839.02	269.92	49.10	4.4	64.96
河南交通投资集团有限公司	AA+	AAA	1667.8	495.1	98.74	17.14	64.82
云南省公路开发投资有限责任	AA+	AAA	2726.38	685.64	528.50	37.28	69.30
贵州高速公路集团有限公司	AA+	AAA	3259.71	964.62	106.88	19.03	67.42
嘉兴市高等级公路投资有限公	AA	AA+	350.75	167.97	16.08	2.4	49.03
东莞发展控股股份有限公司	AA	AA+	89.14	51.25	12.52	10.28	20.16
温州市交通投资集团有限公司	AA	AA+	298.03	122.63	9.17	5.01	48.11

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理；

注：该表格数据为 2016 年财务数据。

2. 存续发债企业财务分析

截至 2018 年 2 月底，存续期内的高速公路发债企业共 68 家，以下分析主要基于其 2016 年年报及 2017 年三季度报数据。

资产规模大，但投资回收期长、资产流动性弱

高速公路企业主要的资产是高速公路路产或高速公路特许经营权，单公里造价成本高，随着路网建设的不断推进，或通过收购、股东注入资产等方式，企业的通车里程持续增长，资产总额规模很大，且 AAA 级别企业的资产总额和权益规模均显著高于 AA+ 级别，主要系 AAA 级别企业多为各省级高速公路企业，区域垄断优势显著，所拥有路

产里程占全省里程比重很高。随着信用级别的下沉，企业的资产及权益规模均呈现快速下降趋势。

从资产流动性来看，受投资金额大、投资回收期长等因素影响，高速公路企业资产周转速度低于其他行业，从而决定了高速公路收费期限长的特点，若收费公路管理条例得以修订通过，路网实际收费期限将进一步延长；且企业资产多以固定资产、无形资产（已正式运营的高速路产）和在建工程（正在建设过程中或试运营的高速路产）等非流动资产为主，资产流动性弱。

表3 存续期内高速公路发债企业资产规模情况（单位：亿元）

主体长期信用等级	资产总额		权益规模	
	2016 年底	2017 年 9 月底	2016 年底	2017 年 9 月底
AAA	2046.25	2179.55	640.33	693.98
AA+	408.04	457.82	184.11	218.28
AA	181.23	193.72	73.15	75.28
行业平均值	1261.35	1351.88	416.63	457.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得

差异化收费政策逐步推行，营业利润率维持较高水平，但财务费用对营业利润的侵蚀显著

高速公路行业营业收入主要来自车辆通行费收入，取决于车流量和收费标准，路网建设的日臻完善有助于提升车流量，但也需考虑相邻路段及高铁的分流影响；收费标准方面，受高速公路为政府指导定价影响，收费标准调整难度较大，且多地政府为车流量低的路段实行差异化收费政策，短期内可带动车流量的增长，但若差异化收费政策优惠幅度调减或停止实施，其对通行费收入的影响需进行综合分析。2017年1~9月，高速公路存续发债企业营业收入均值95.66亿元，同比增长19.13%，除通行费收入外，占比较高的主营业务收入板块包括建筑施工、成品油销售等。受高铁分流、中国公路客运量逐年下降影响，高速公路企业收入及利润规模增速均有所放缓。

高速公路行业成本费用主要是公路资产折旧、公路维修及养护、财务费用等。2017年1~9月，高速公路存续发债企业利润总额均值为15.20亿元，同比增长11.52%。其中，AAA级别企业收入规模显著高于AA+企业，但利润规模较AA+企业未同比例提升，主要系AAA级别部分企业中建筑施工收入占比高，但受行业特性所限，盈利能力低，而AA+企业中通行费收入占比较高，由于部分政府收费高速公路不计提折旧，该板块盈利

水平高，2017年1~9月，高速公路存续发债企业平均营业利润率为49.06%，处于较高水平。

受建设成本高影响，高速公路企业存续有息债务规模大，高速公路正式运营后利息支出费用化，财务费用对营业利润形成较大的侵蚀。2017年1~9月，高速公路存续发债企业财务费用占营业收入的比重均值为26.16%，同比小幅下降，但仍侵蚀显著。

表4 存续期内高速公路发债企业主要经营概况（单位：亿元、%）

主体长期信用等级	营业收入		财务费用/营业收入		利润总额		营业利润率	
	2016年1~9月	2017年1~9月	2016年1~9月	2017年1~9月	2016年1~9月	2017年1~9月	2016年1~9月	2017年1~9月
AAA	136.32	162.93	31.29	27.79	19.88	22.63	45.00	45.18
AA+	18.64	21.26	25.75	21.27	7.83	7.99	54.10	50.11
AA	5.71	7.33	32.81	34.36	1.72	2.10	62.42	64.98
行业平均值	80.30	95.66	29.48	26.16	13.63	15.20	50.12	49.06

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得

中西部地区高速公路投资活动支出较大，对外筹资仍维持一定规模

2017年1~9月，高速公路行业通行费收入实现质量好，应收账款较少，高速公路存续发债企业现金收入比均值略高于100%；高速公路AAA级别存续发债企业投资活动净现金流出规模显著大于AA+及AA级别企业，相应地，其筹资活动净现金流入规模亦显著大于AA+及AA级别企业，主要系AAA级别企业多为省级高速公路公司，投资建设的路产布局全省，待建里程规模大，但AA+级别企业包含部分市级特许经营高速公路（桥）企业，其待建路产规模较小。

除个别企业外，存续高速公路发债企业经营性现金净流量全部为正，显示高速公路运营企业较好的经营获现能力；另一方面，近年来，中国高速公路投资增速虽然放缓，但仍处于建设期，新增路产主要位于路网密度较低的中西部地区，所属区域高速公路企业仍面临较重的建设任务，资金需求巨大，投资活动现金净流量一般表现为较大负值，高速公路企业对外筹资仍维持一定规模。

表5 存续期内高速公路发债企业现金流情况（单位：亿元、%）

主体长期信用等级	经营活动净现金流	现金收入比	投资活动净现金流	筹资活动净现金流
----------	----------	-------	----------	----------

	2016年 1~9月	2017年 1~9月	2016年 1~9月	2017年 1~9月	2016年 1~9月	2017年 1~9月	2016年 1~9月	2017年 1~9月
AAA	50.08	47.71	104.17	103.45	-84.39	-110.48	56.04	69.89
AA ⁺	14.94	14.60	100.32	99.46	-13.59	-18.54	0.88	6.67
AA	1.76	2.62	97.31	92.07	-8.38	-4.73	7.03	11.40
行业平均值	32.35	31.06	102.06	100.80	-50.96	-66.32	31.09	41.05

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得

有息债务负担重，货币资金充裕，整体偿债能力尚可

高速公路属于资本密集型行业，建设成本高，且回收周期长，企业有息债务规模大，债务负担重，长期债务占比高，资产负债率和全部债务资本化比率均处于较高水平，2017年9月底存续发债企业均值分别为59.45%和52.71%，较2016年底变动不大，两指标值相近，可知企业负债中刚性债务占比高，还本付息压力大。

由于高速公路企业资产主要为非流动资产，存货占比小，故流动比率与速动比率相差不大，2017年9月底两项指标均值分别为162.95%和143.12%，均较2016年底有所提升，且高速公路行业收入实现质量好，货币资金相对充裕，短期偿债能力较好，但仍需关注个别短债长用企业的短期支付压力。由于路网收费期限长，长期偿债资金来源较为稳定，处于东部地区的高速公路企业单公里通行费收入高，盈利能力和整体偿债能力均较强，中西部地区路产质量相对弱于东部地区，但若获得大规模的车购税拨付、财政贴息支持等，亦可维持较强的偿债能力。

表6 存续期内高速公路发债企业主要偿债能力指标对比概况（单位：亿元、%）

主体长期 信用等级	资产负债率		全部债务资本化比率		流动比率		速动比率	
	2016年底	2017年9月底	2016年底	2017年9月底	2016年底	2017年9月底	2016年底	2017年9月底
AAA	65.62	65.12	59.08	59.35	89.86	105.67	75.28	89.48
AA ⁺	52.90	52.01	42.89	43.06	183.67	225.56	164.71	206.82
AA	54.04	55.94	49.04	51.64	120.97	240.65	92.97	199.01
行业平均值	59.84	59.45	52.22	52.71	126.70	162.95	109.12	143.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得

三、2018年行业信用展望

1. 行业需求

公路客运量降幅有所收窄、货运量持续增长，全国高速公路通行费收入保持增长

客运方面，受高铁分流影响，2017年1~11月，全国公路客运量同比持续下降，但降幅有所收窄，随着居民生活水平的不断提高，2010~2016年，全国民用汽车拥有量年复合增长约14%，一定程度上可冲抵高铁分流的影响。货运方面，近年来宏观经济增速较为平稳，2017年1~11月，货运指标增速较2016年同期有所加快，预计未来公路货运需求将小幅增长，全国高速公路通行费收入将保持增长趋势。

2. 行业投资

高速公路投资增速放缓，但西部地区公路建设投资增速较快，未来投资维持高位

尽管从总里程看，高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路建设投资中的占比一直约为50%。近年来，高速公路建设完成投资额逐年增长，2016年为8235.32亿元；同比增速呈波动增长趋势，2014年达到顶峰7.10%，之后投资增速有所回落，2016年为3.60%。

从公路建设投资规模来看，2017年，全国公路建设累计投资额21162.53亿元，包括高速公路、普通国省道和农村公路等的建设投资，同比增长17.73%，其中，东部、中部和西部地区建设投资额占比分别为28.65%、19.22%和52.13%，且西部地区同比增长31.21%，高于东部地区和中部地区。

从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，较2016年底已建成高速公路里程分别增加3714.5公里、5808.2公里、2954.4公里和7901.9公里。

总体来看，东部经济发达地区高速公路路网密度大，2017年，西部地区公路投资力度进一步加大，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位，但高速公路投资增速总体将处于较低水平。

3. 行业政策

2018年地方政府专项债券额度增加，收费公路专项债发行规模或将增长

2015年7月21日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿(以下简称《修订稿》)，向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还(即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”)，收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。

2017年7月，地方政府收费公路专项债券出台，是地方政府为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的创新专项债券品种。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2017年8~12月，全国发行收费公路专项债券合计440亿元，均以公募形式发行，发行规模前三大省份为浙江、广东和湖北；《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》规定收费公路专项债单次发行不超过15年，目前发行期限以5、7和10年为主；根据《关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告》，2018年计划地方政府专项债务收入13500亿元，较2017年地方政府专项债券新增额度8000亿元大幅增长69%，预计2018年收费公路专项债券发行规模也将呈现同比增长趋势。

4. 区域分化

不同地域高速公路企业信用品质将出现分化

受腹地经济特点影响，地方经济发达、高速公路网络运营成熟的东部省份高速公路运营企业（如广东省交通集团有限公司、浙江省交通投资集团有限公司），所辖高速公路资产优良、通行量大且保持较快增长，其通行费收入规模大、盈利能力良好；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，债务负担保持高位运行、通行费收入规模小、盈利能力较弱（如陕西省高速公路建设集团公司、内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司），面临较大的资金周转压力，企业整体偿债能力弱于东部地区。

总体来看，通过对高速公路行业政策、未来行业需求、行业投资等方面综合分析，结合行业基本面判断及行业自身特点分析，联合资信认为高速公路行业信用风险低，展望为稳定。