

2017-9-22

2017 年高速公路行业信用展望

联合资信评估有限公司 刘秀秀



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

2017 年高速公路行业信用展望

时间：2017 年 9 月 22 日

分析师：

刘秀秀

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

摘要

2016 年以来，西部地区高速公路路网密度低，建设投资力度加大，随着当期大规模的债务偿还和置换以及建设支出，高速公路收支缺口进一步扩大；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。

受益于永续债发行和融资成本下降等因素，2016 年，高速公路存续发债企业平均全部债务资本化比率同比略有下降；通行费收入及利润总额不断增长，收入实现质量好；短期偿债能力小幅增强，路网收费期限长，长期偿债能力同比维持稳定。

展望 2017 年下半年，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；未来西部地区高速公路投资需求较大，若《收费公路管理条例》（修订意见稿）未来得以通过，且随着收费公路专项债券的发行及 PPP 模式在高速公路行业的推广，利于提升高速公路企业的整体偿债能力。

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、2016 年及 2017 年上半年发展概况

2016 年底，中国高速公路里程 13.10 万公里，同比增加 0.74 万公里，占公路总里程比重为 2.8%。从里程构成来看，政府收费高速公路和特许经营高速公路分别占收费高速公路里程的 52.0%和 48.0%。其中，特许经营高速公路占比有所提升。各国的高速公路占总公路里程的比重较低，但承担公路年客货运量的比重较高。从交通流量来看，国家高速公路年平均日交通量为 24468 辆，同比增长 5.0%；年平均日行驶量为 109261 万车公里，同比增长 1.9%。

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，但 2016 年融资成本的下降一定程度上减轻了高速公路企业支出压力。

图 1 政府收费高速公路运行概况

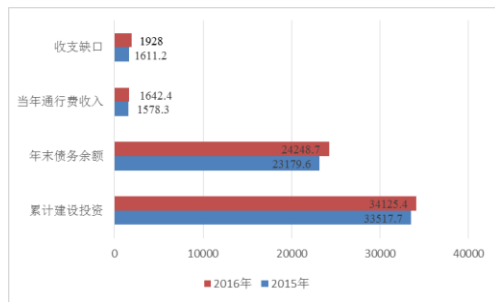
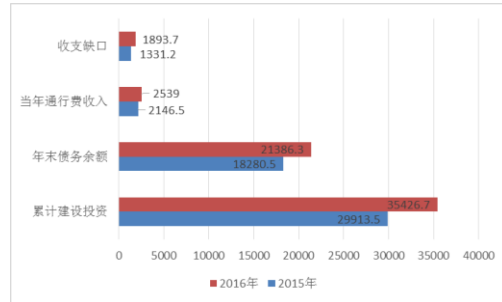


图 2 特许经营高速公路运行概况



资料来源：全国收费公路统计公报、联合资信整理

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。2016 年，公路全年完成营业性客运量 154.28 亿人，同比下降 4.7%；旅客周转量 10228.71 亿人公里，同比下降 4.8%。完成货运量 334.13 亿吨，同比增长 6.1%；货物周转量 61080.10 亿吨公里，同比增长 5.4%。

2017 年上半年，公路完成客运量 74.31 亿人次，同比下降 3.80%，旅客周转量 4943.89 亿人公里，同比下降 3.70%，客运指标降幅较 2017 年一季度和上年同期均有所收窄。同期，完成货运量 166.98 亿吨，同比增长 9.90%，货物周转量 30443.00 亿吨公里，同比增长 9.40%，货运指标增速较 2017 年一季度和上年同期均有所加快。

总体来看，近年来，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 2017 年 7 月底，高速公路行业具有存续期债券的企业共 64 家，主体长期信用等级以 AAA 及 AA+ 为主，占比分别为 51.56% 和 32.81%；其次是 AA 级别，占比为 12.50%；AA- 仅占 3.13%。2017 年以来新增发债企业 4 家，主体级别均在 AA 及以上。

受部分经营性公路投资支出压力相对较小等因素影响，2016 年以来，公开发行债券的高速公路企业共有 43 家，较全部高速公路存续债发行人口径减少 21 家；活跃的发债企业数量为全部口径的三分之二，主体长期信用等级仍以 AAA 和 AA+ 为主。

从发行主体长期信用等级变动看，2017 年 1~7 月，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 1 2017 年 1~7 月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公	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司	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. 存续发债企业财务状况梳理

截至 2016 年底，存续期内的高速公路发债企业共 64 家，下表为 2016 年全部存续发债企业的经营概况及财务指标。高速公路企业的特点包括：①建设周期长，债务负担较重；②部分政府收费高速公路不计提折旧，营业利润率较高；③收入实现质量好，经营性净现金流状况较好。

表 2 存续期内高速公路发债企业 2016 年主要经营概况（单位：家、亿元、%）

主体信用等级	主体数量	总资产	营业收入	通行费收入	利润总额	营业利润率	全部债务资本化比率
AAA	33	1923.28	188.46	85.14	24.66	39.82	57.56
AA+	21	434.32	32.79	22.23	8.89	35.33	45.79
AA	8	196.35	11.86	9.79	3.97	36.82	48.19
AA-	2	84.55	6.21	5.96	1.99	46.66	57.33

行业平均值	64	1161.39	109.61	53.09	16.19	38.15	52.52
-------	----	---------	--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：联合资信整理

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。

重点高速公路企业分析

本节选取了几个具有代表性的高速公路运营企业，且均为省级高速公路投资运营公司，所辖高速公路总里程在所在省份高速公路总里程中占有较大比例，基本能代表所在省份和区域范围内高速公路运营状况。

表3 样本高速公路企业基本概况一览（单位：亿元、%）

企业名称	主体评级	营运高速公路里程/ 全省高速公路里程	通行费收入	全部债务 资本化比率
浙江省交通投资集团有限公司	AAA/稳定	66.40	131.20	52.57
湖南省高速公路建设开发总公司	AAA/稳定	66.60	101.14	67.71
贵州高速公路集团有限公司	AAA/稳定	63.37	73.32	67.42
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	AA+/稳定	49.87	48.43	74.80
吉林省高速公路集团有限公司	AA+/稳定	94.13	57.89	31.63

资料来源：根据债券信息网公开发行披露材料整理

注：表中数据为2016年底数据。

建设任务重、债务负担重

由于中国高速公路网正处于集中建设期，大部分省市高速公路企业都面临较重的建设任务，后续资金需求巨大。其中贵州高速公路集团有限公司在建项目总投资额1330.19亿元，2017年计划投资258.21亿元，资金主要通过财政拨付和公司借款，未来资金压力较大。此外，中国高速公路行业之前普遍采取“贷款修路，收费还贷”模式，使得行业整体债务负担较重。2016年底，存续发债企业平均全部债务资本化比率为52.52%，较2015年底略有下降，主要系当年融资成本小幅下降所致。

从所选企业过去三年的债务水平看，资产负债率和全部债务资本化比率均处于较高水平。其中，内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司债务负担最重，全部债务资本化比率为78.60%；湖南省高速公路建设开发总公司和贵州高速公路集团有限公司全部债务资本化比率接近70%；吉林省高速公路集团有限公司因政府划入路产，权益规模大幅上升，全部债务资本化比率较低，为31.62%。

表4 截至2017年3月底样本高速公路企业建设任务概况列表（单位：公里、亿元、%）

企业名称	在建项目 规模	在建项目总 投资额	未来需 投入金额	全部债务资本化比率			未来投资计划		
				2014	2015	2016	2017	2018	2019
浙江省交通投资集团有限公司	485.51	928.93	707.75	67.25	66.00	54.28	113.26	238.61	218.46
湖南省高速公路建设开发总公司	890.82	701.30	230.06	68.72	69.96	68.10	116.58	85.12	--
贵州高速公路集团有限公司	852.90	1330.19	878.50	69.99	68.44	67.42	258.21	--	--
内蒙古高等级公路建设开发有限	439.52	134.72	94.55	77.28	80.30	78.60	43.58	39.13	11.85

责任公司									
吉林省高速公路集团有限公司	314.04	189.19	86.78	41.43	43.78	31.63	37.87	42.32	--

资料来源：根据债券信息网公开发行披露材料整理，部分主体未披露后续投资计划；

注：贵州高速公路集团有限公司在建项目不包括 PPP 项目。

营业利润率仍维持较高水平，但财务费用对营业利润的侵蚀明显

高速公路行业营业收入主要来自车辆通行费收入，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。2016 年，高速公路存续发债企业利润总额合计 1036.36 亿元，同比增长 36%。由于部分政府收费高速公路不计提折旧，2016 年，行业平均营业利润率为 38.15%，处于较高水平。2016 年，浙江省交通投资集团有限公司由于合并范围扩大影响，营业收入大幅上升，导致营业利润率下降至较低水平；内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司自 2016 年期不再计提公益性公路折旧，营业利润率大幅提高。

高速公路运营企业费用化利息支出计入财务费用，对营业利润形成较大的侵蚀。其中，2016 年内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司和湖南省高速公路建设开发总公司财务费用分别占营业收入的 57.27% 和 90.63%。

表5 2016年样本高速公路企业盈利水平对比（单位：亿元）

企业名称	营业收入	通行费收入	财务费用/营业收入	营业利润率
浙江省交通投资集团有限公司	831.76	131.20	4.86%	12.80%
湖南省高速公路建设开发总公司	123.14	101.14	90.63%	77.33%
贵州高速公路集团有限公司	106.88	73.32	50.49%	61.19%
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	55.67	48.43	57.27%	69.77%
吉林省高速公路集团有限公司	61.34	57.89	16.68%	56.34%

资料来源：根据债券信息网公开发行披露材料整理；

注：1.吉林省高速公路集团有限公司营业收入包括政府划拨路产通行费收入；

2.营业利润率=（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入*100%。

经营性现金流量状况好，投资现金支出较大

高速公路行业经营性净现金流状况一般都较好，主要系：①高速公路行业公路资产折旧在成本中占比较高，该部分不需付现；②高速公路行业通行费收入实现能力强，应收账款较少；③高速公路公司的股东多是各省交通厅，政府对其支持力度较大。政府支持方式一般包括税收优惠和税收返还、资本注入、项目建设资金拨付等，上述支持成为高速公路企业现金流入的重要组成部分。

从所选取的几个样本来看，经营性现金流量全部为正，显示高速公路运营企业较好的经营获现能力；另一方面，由于高速公路企业建设任务重、投资支出大，投资性现金流量一般表现为较大负值，高速公路企业对外融资需求较大。

表6 2016年样本高速公路企业现金流量分析（单位：亿元）

企业名称	经营性现金流入量	经营性现金净流量	投资性现金流出	投资性现金净流量	筹资性现金净流量
浙江省交通投资集团有限公司	1080.87	85.83	296.34	-8.00	46.93

湖南省高速公路建设开发总公司	125.16	62.84	289.76	-247.66	124.62
贵州高速公路集团有限公司	197.63	108.67	281.42	-261.18	133.55
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	57.80	23.74	25.38	-25.32	39.81
吉林省高速公路集团有限公司	60.81	20.60	116.87	-114.80	91.30

注：根据债券信息网公开发行披露材料整理

货币资金充裕，短期偿债能力较强；收费期限长，长期偿债能力较弱

2016年，全部高速公路存续发债企业偿债指标：流动比率、经营现金流流动负债比、全部债务/EBITDA行业平均值分别为120.55%、30.60%和11.63倍。其中，流动比率和经营现金流流动负债比均同比小幅增长，短期偿债能力略有增强。虽然经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力一般，但高速公路行业收入实现质量好，货币资金相对充裕，对短期债务保障能力较好。2016年，全部债务/EBITDA同比小幅下降，EBITDA对全部债务的保障能力也有所增强，由于路网收费期限长，该指标值仍处于较高水平，长期偿债能力同比维持稳定。

从所选取的几个样本来看，由于吉林省高速公路集团有限公司预付吉林省交通厅的项目建设工程款很大，其流动比率显著高于其他四家样本企业。且处于西部地区的贵州高速公路集团有限公司，投资支出压力大，通行费收入规模低，其全部债务/EBITDA值高于其他四家企业，债务负担重；其次为处于中部地区的内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司和湖南省高速公路建设开发总公司，处于东部地区的浙江省交通投资集团有限公司整体偿债能力最好。

表7 2016年样本高速公路企业偿债指标概况（单位：%、倍）

企业名称	流动比率	经营现金流流动负债比	全部债务/EBITDA
浙江省交通投资集团有限公司	113.77	9.47	8.25
湖南省高速公路建设开发总公司	92.82	18.74	13.22
贵州高速公路集团有限公司	92.59	17.09	26.98
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	84.46	8.78	16.33
吉林省高速公路集团有限公司	655.65	35.56	5.87

注：根据债券信息网公开发行披露材料整理

三、2017年下半年行业信用展望

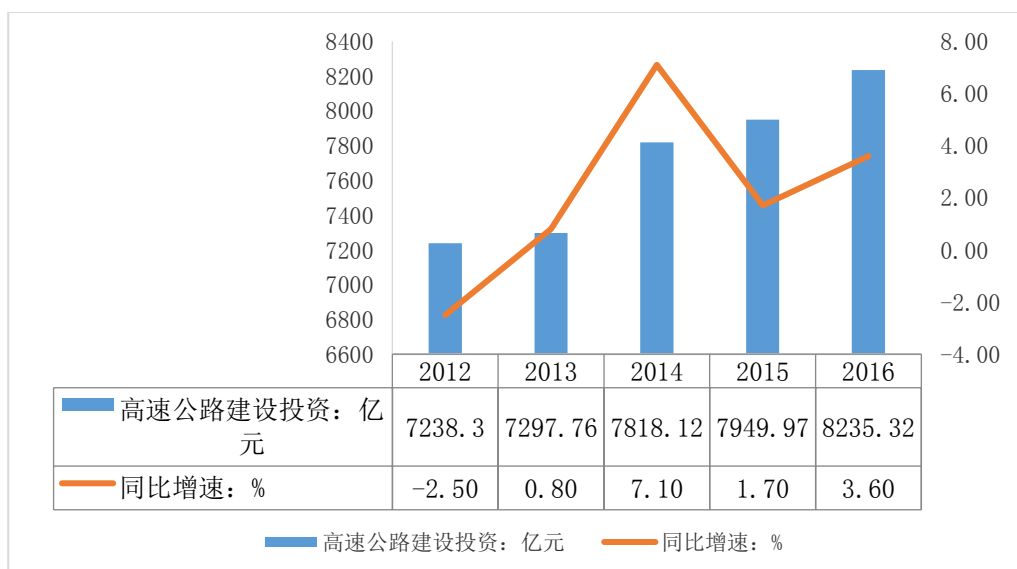
1. 行业需求

客运方面，受高铁分流影响，2016年及2017年1~7月，全国公路客运量均同比下降，但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，预计未来公路货运需求将小幅增长。

2. 行业投资

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%。

图 3 近年高速公路建设投资概况



资料来源：交通运输行业发展统计公报、联合资信整理

从高速公路未来投资规模来看，东部经济发达地区高速公路网已基本建成，路网密度大，近年中部地区、西部地区高速公路投资力度加大；2016 年，西部地区公路建设累计投资额同比增长 14.03%，高于东部地区的 7.45%。2017 年 1~6 月，西部地区公路建设固定资产投资 2660.17 亿元，高于东部地区的 2437.34 亿元。从各省“十三五”交通发展规划来看，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过 3 万亿元，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，预计后续中西部高速公路投资规模仍将维持高位，但高速公路投资增速总体将有所回落。

3. 行业政策

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，是地方政府为政府收费公路建设而发行，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。

4. 区域分化

未来，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、盈利能力较弱甚至亏损，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。