

收费公路行业

稳定

收费公路行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 张佳

收费公路行业投资边际效益递减明显，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，行业还本付息压力沉重；同时，十三五时期收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息能力或将持续弱化。

收费公路行业受到严格监管以限制其垄断权，这些监督限制了行业内企业自主定价权利，但该机制提供了相对透明、较为稳定的收入来源和较充沛的现金流，这一特性有助于收费公路企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流以偿还债务。此外，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构的支持，有利于降低项目资金风险。

债市发行上，收费公路行业发债主体信用等级集中于 AA 级及以上，行业内主体信用质量较高；发行利差上，受流动性偏紧以及强监管政策影响，2017 年前三季度收费公路行业发行利差整体上行，发债主体信用等级与发行利差基本同向变化的情况，比较符合市场规律。

展望 2018 年，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖能力或将进一步弱化。

行业基本面

1. 收费公路行业基本情况

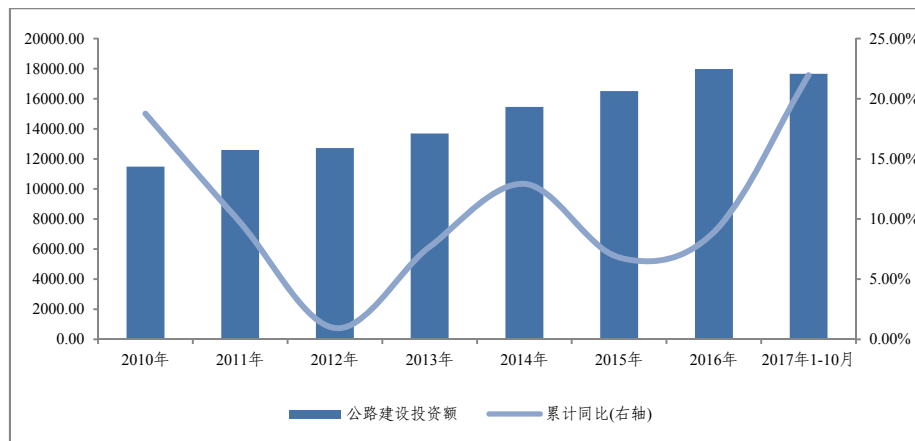
“十三五”伊始，我国公路建设投资力度加大，公路网络不断延伸，综合交通基础设施网络逐步形成；随着国高网基本建成，以高速公路为主的收费公路投资趋缓，未来投资放量将集中于中西部地区或中东部加密线路。

收费公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，对我国经济长远发展具有重要意义。2016 年作为“十三五规划”的开局年，我国公路（含公益性公路）建设当年度完成投资额为 1.80 万亿元，同比增长 8.90%；2017 年 1-10 月，公路（含公益性公路）建设完成投资 1.77 万亿元，较上年同期增长 21.96%，投资快速增长。截至 2016 年末我国收费高速公路累计完成投资 6.96 万亿元，较上年末增长 9.65%，增速较上年下滑 4.83 个百分点，其中 2014-2016 年年度收费高速公路投资分别为 0.63 万亿元、0.80 万亿元和 0.61 万亿元，2016 年收费高速公路投资有所放缓。

随着我国高速公路建设投资的不断推进，已建成世界最大的高速公路网络，高速公路通车里程从 2001 年末的 1.94 万公里增长到 2016 年末的 13.10 万公里。经过“十二五”期间的投资与建设，我国综合交通基础设施网络逐步形成，公路网络不断延伸，“7918”¹国家高速公路网基本建成，截至 2016 年末，国家高速公路通车里程 9.92 万公里，国高网建设已经初具规模。同期末，高速公路收费里程达 12.45 万公里，占收费公路总里程的 72.77%，未来随着我国逐步有序取消政府还贷二级公路收费，高速公路收费里程占比将进一步增加。

目前，我国部分省份收费公路建设已进入存量期间，但由于收费公路是交通运输的基础载体，“十三五”时期交通基础设施投资规模仍将保持高位运行，我国未来收费公路建设投资预计主要布局于经济基础较为薄弱的西部地区。根据《国家公路网规划(2013-2030 年)》(简称“规划”)，到 2030 年，我国将建成总规模约 40 万公里的国家公路网，投资约 4.7 万亿元人民币；未来我国公路网总规模约 580 万公里，其中国家公路约 40.1 万公里，占总规模的 7%；省级公路占 9%；乡村公路占 84%。调整后的国家高速公路由 7 条首都放射线、11 条北南纵线、18 条东西横线以及地区环线、并行线、联络线等组成，约 11.8 万公里。在国家政策的支持下，我国收费公路发展速度较快，规划还设立了国家高速公路网“远期展望线”，主要分布在我国西部地区，预计未来几年我国收费公路尤其是西部省份收费公路仍将存在一定的建设发展空间。

图表 1. 我国公路建设投资额(单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯及各年交通运输行业发展统计公报等

图表 2. 我国收费公路投资规模与里程规模(单位: 亿元、公里)

投资额	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路: 高速	55410.69	12.93%	63431.24	14.47%	69552.17	9.65%
收费公路: 一级公路	3407.06	10.03%	3554.08	4.32%	3741.22	5.27%
收费公路: 二级公路	1297.64	8.39%	1008.93	-22.25%	1004.58	-0.43%
收费公路: 独立桥梁	1121.33	30.61%	1287.53	14.82%	1353.43	5.12%
收费公路: 独立隧道	212.27	0.00%	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%
收费公路年度总投资	61448.98	12.89%	69488.49	13.08%	75857.52	9.17%
里程规模	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路: 高速	106738.70	6.31%	117021.90	9.63%	124507.60	6.40%
收费公路: 一级公路	23415.90	-0.24%	23376.60	-0.17%	23512.80	0.58%
收费公路: 二级公路	31627.90	-0.57%	22867.30	-27.70% ²	21949.00	-4.02%

¹ 《国家高速公路网规划》采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”。

² 全国范围内逐步取消二级公路收费，导致 2015 年末及 2016 年末二级公路增速为负。根据《关于转发发展改革委、交通运输部财政部逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知》(国办发〔2009〕10 号)通知，我国未来二级收费公路规模将进一步缩减。

投资额	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：独立桥梁	703.90	21.40%	1007.20	43.09%	963.60	-4.33%
收费公路：独立隧道	89.40	-52.60%	161.10	80.20%	159.20	-1.18%
收费公路里程总计	162575.90	3.91%	164434.10	1.14%	171092.20	4.05%

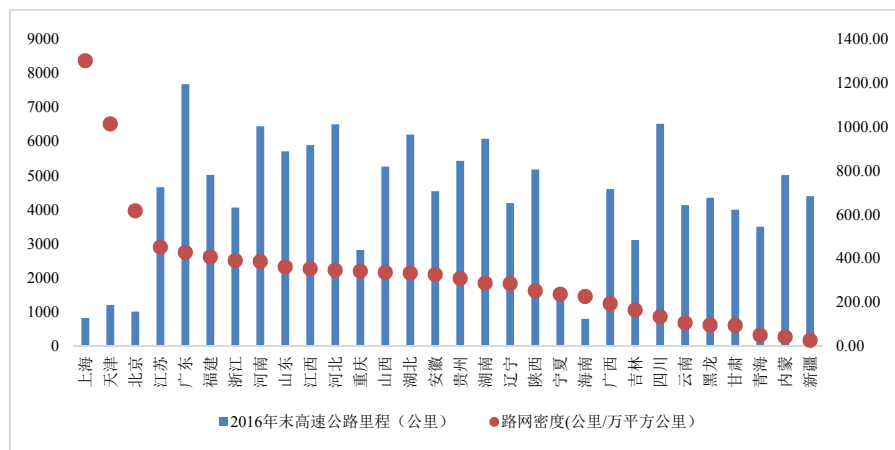
资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

近年来，我国营业性公路客运增速明显放缓甚至总量出现减少，主要是私家车拥有量增加和新开通铁路客运线路的分流影响所致；另一方面，我国的公路货运保持增长。根据《2016 年交通运输行业发展统计公报》显示，2016 年末全国拥有公路营运汽车 1435.77 万辆，同比减少 2.5%。其中拥有载货汽车 1351.77 万辆（同比减少 2.7%）、10826.78 万吨位（同比增长 4.4%），拥有载客汽车 84 万辆（同比增长 0.1%）、2140.26 万客位（同比减少 0.4%）。2016 年完成营业性公路客运量 154.28 亿人，同比减少 4.7%，公路旅客周转量 10228.71 亿人公里，同比下降 4.8%；完成公路货运量 334.13 亿吨，同比增长 6.1%，公路货物周转量 61080.10 亿吨公里，同比增长 5.4%。2017 年 1-11 月完成营业性公路客运量 134.68 亿人，较上年同期减少 5.44%，公路客运周转量 9053.86 亿人公里；较上年同期减少 4.60%，近年来营业性公路客运指标持续下降；2017 年 1-11 月完成公路货运量 334.74 亿吨，较上年同期增长 10.60%，公路货物周转量 60534.06 亿吨公里，较上年同期增长 9.55%，2017 年我国经济企稳向好发展，钢铁、煤炭等产能过剩行业持续调整、基础设施建设需求量较大、房地产投资增速较快，以运送钢铁、煤炭、铁矿石等为主的公路货运也有所上升，公路货运增速回升，但持续性受上游需求而存在一定波动。

受地域地质构造差异、前期路网规划和区域经济发展水平不同等影响，我国收费公路投资、建设与运营出现较明显的区域分化情况，东西部的高速公路路网密度严重不平衡，经济欠发达地区非国家高速公路网络主干线的高速路段运营压力大。

路网建设与一个地区的经济发展呈现较显著的相互促进关系，我国东部、中部与西部地区经济发展水平呈阶梯状，中西部地区经济发展水平在国内仍属于较低水平，且中西部地区地质构造差异明显，部分地区以山地和丘陵等为主，少有平原支撑，独特的地理条件导致部分中西部省份公路建设难度高，隧道、桥梁较多，单位成本造价高，资金回收周期长，高速公路网规划难以完善或尚未完善，路网密度低，尤其是黑龙江、甘肃、青海和内蒙古高速公路路网密度均未超过 100 公里/万平方公里；而中东部地区在“十二五”规划的建设浪潮中，路网建设基本成形，截至 2016 年末，四川、湖南、湖北、河南、河北和广东省的高速公路通车里程已超过 6000 公里，天津和上海的路网密度分别达到 1013.51 公里/万平方公里和 1301.47 公里/万平方公里。

图 3. 2016 年末各省市路网密度（单位：公里、公里/万平方公里）



资料来源：Wind 资讯（图表中的高速公路里程为通车里程，非收费里程）

公路投建及运营主体经营情况与省内路网规划与建设息息相关，北京、河南、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，区域内公路投建及运营主体在建及拟建高速里程相对较小，但征拆迁等成本的攀升也带来了一定资金需求和投融资压力。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时由于地区地形构造较复杂，收费公路建设成本通常较高，企业将面临相对较大的投融资压力。2017 年 1-10 月，全国公路建设投资进程加快，东中西部地区投资增速均明显提升，东中西部地区公路建设投资规模较上年同期分别增长 21.41%、2.49%和 31.46%，增速较上年同期分别增加 12.13 个、4.00 个和 17.43 个百分点。

路产建设完工运行后，东西部收费公路路产培育期同样存在显著差异。一般收费公路投入营运的 5-7 年，路产处于培育期（加密线或非主干线培育期或更长），由于收费公路投资回收受到车流量规模影响，而车流量大小的主要影响因素为区域经济发展水平，中东部地区由于人口流量大和货运贸易频繁，其客货运量和客货运周转量与中西部地区存在明显差异，中西部地区的路产培育期长于中东部地区，投资资金回笼压力较大，尤其是经济欠发达的中西部地区非国高网主干线公路运营主体的经营压力大。

目前，收费公路的收费期限与收费标准的确定和调整由国家和省级政府决定，收费公路企业自主权较小；未来我国收费公路行业需进一步完善投融资政策，深化交通基础设施投融资改革，创新投资运营机制。

收费公路收费具有很强的政策性，收费公路的收费年限和收费标准需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，行业对收费公路收费政策变化的敏感度较高，具体收费方面，国家对收费公路收费期限、收费标准等均作了明确规定。

收费期限方面，根据 2004 年 11 月 1 日起施行的《收费公路管理条例》第十四条规定，“收费公路的收费期限，由省、自治区、直辖市人民政府按照下列标准审查批准：（一）政府还贷公路的收费期限，按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定，最长不得超过 15 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年；（二）经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。”

一般而言，收费公路对车辆收费高低是根据车辆重量和车内座位来划分的，吨位越高的货车和车内座位越多的客车收取的费用均价也更高。全国各地因为经济水平和道路等级的差异，收费公路收费标准由各地制定，收费标准并不统一；部分省份（湖南省、陕西省、广东省和广西壮族自治区等）对局部路段的车辆通行费标准进行上调，以提高融资能力。此外，2012 年 7 月根据国务院批准实行重大节假日免收小型客车通行费的实施方案，对收费公路行业内企业通行费收入造成一定损失。

2015 年 7 月 21 日，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，根据征求意见稿，政府收费公路中的高速公路实行统借统还，不再规定具体的收费期限，而是以实际偿债期为准，确定收费期限。特许经营高速公路经营期限一般不超过 30 年，投资规模大、回报周期长的高速公路可以约定超过 30 年；偿债期、经营期结束后，实行养护管理收费。未来高速公路是否按照“用路者付费”的原则实行长期收费将对收费公路企业公路建设、经营规划和投融资决策产生一定影响。长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策方面，2015 年 5 月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（简称“《交通运输投融资意见》”）中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄

断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），鼓励和吸引社会资本投入，激发社会资本投资活力。此外，交通部提出探索设立交通产业投资基金，以财政性资金为引导，吸引社会法人投入，建立稳定的公路、水路交通发展的资金渠道。同时，鼓励民间资本发起设立用于公路、水路交通基础设施建设的产业投资基金，研究探索运用财政性资金通过认购基金份额等方式支持产业基金发展。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预（2017）97号（简称“97号文”），重点提出：（1）“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。我国政府收费公路通行费收入对债务本息的覆盖倍数较低，仅利息支出项就占据通行费收入接近7成，虽然收费公路专项债券有利于降低融资成本以及改善债务期限，但利息压力仍然沉重，加之在全国路网成型的基础上，未来新增路产建设将主要布局地质条件较差的中西部和中东部的非主干路线，实际的路产效益评估不尽乐观，路产运营期间的政府性基金收入能否覆盖利息支出和管理养护等其他支出存在不确定性；此外专项债务到期偿付时，若政府性基金收入不足以偿付本金，关注偿债资金保障能力。（2）“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至97号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用BOT（建设-经营-转让）等经营性模式投资建设，另一种是由县级以上交通运输部门（含省级投融资平台）采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。（3）“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，重点支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划由政府收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。

2. 影响收费公路行业信用质量的核心要素分析

中国收费公路行业具有显著的资产和资本驱动特征，行业资本投入来源结构、运营期的通行费收入能力，以及资产（路产）产能释放带来的效益能否抵御建设期资本支出带来的债务还本付息压力（风险）是影响收费公路行业信用质量的关键要素。

“十二五”规划中，我国公路建设，尤其是收费公路建设进程较快，国高网逐步成形，骨干线路基本通车，在该轮建设大浪潮下，收费公路行业资金需求量大，存量债务连年攀升且债务积聚，2016年末收费高速公路债务余额为45634.98亿元，其中年末银行贷款余额39365.54亿元，单公里债务余额达3665万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率普遍偏高；而根据规划，未来十三五时期，收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表4. 收费公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费公路	2013年（末）	2014年（末）	2015年（末）	2016年（末）
收费公路投资资本金	16876.28	18796.96	21819.71	23518.24
财政性资本金	/	/	12045.77	12882.07
非财政性资本金	/	/	9773.94	10636.17
收费公路投资银行贷款	35160.19	40080.63	44012.79	48147.94
收费公路年末债务余额	34308.15	38451.39	44493.69	48554.72

收费公路	2013 年 (末)	2014 年 (末)	2015 年 (末)	2016 年 (末)
收费公路年末银行贷款余额	31439.59	34294.25	37839.01	41674.54
收费公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.2193	0.2365	0.2706	0.2838
收费高速公路投资资本金	14898.63	16562.75	19671.36	21152.38
收费高速公路财政性资本金	/	/	10733.29	11524.45
收费高速公路非财政性资本金	/	/	8938.07	9627.94
收费高速公路投资银行贷款	32158.87	36720.07	40723.05	44833.43
收费高速公路年末债务余额	31285.90	35208.76	41460.06	45634.98
收费高速公路年末银行贷款余额	28818.27	31631.39	35389.45	39365.54
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3116	0.3299	0.3543	0.3665

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

收费公路行业在路产建设时期对外筹融资的资金需求大，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构的支持，有利于降低企业的项目资金风险。

但是就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2013-2016 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-617.57 亿元、-1359.63 亿元、-2942.35 亿元和-3821.66 亿元，入不敷出的局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将扩大。

图表 5. 收费公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费公路	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收费公路通行费收入	3652.22	3915.96	4097.75	4548.46
收费公路支出	4312.76	5487.10	7285.06	8691.73
还本付息支出	3147.47	4207.72	5749.89	7063.81
偿还债务本金	/	/	3497.94	4750.47
偿还债务利息	/	/	2251.95	2313.34
养护经费支出	390.43	469.19	503.48	476.30
公路及附属设施改扩建工程	/	/	188.22	228.70
运营管理支出	457.25	534.01	527.46	596.76
税费支出	213.54	249.47	296.50	308.90
其他支出	104.07	26.71	19.51	17.27
收费公路收支平衡结果	-660.54	-1571.14	-3187.31	-4143.27
单公里年通行费收入[万元/公里]	233.44	240.87	249.20	265.85
存量债务消化周期[年]	9.39	9.82	10.86	10.67
通行费收入利息覆盖水平[倍]	/	/	1.82	1.97
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	/	/	1.17	0.96
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	1.16	0.93	0.71	0.64
利息支出占通行费收入比重	/	/	54.96%	50.86%
当期债务本金支出占通行费收入比重	/	/	85.36%	104.44%
当期还本付息占通行费收入比重	86.18%	107.45%	140.32%	155.30%

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

图表 6. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

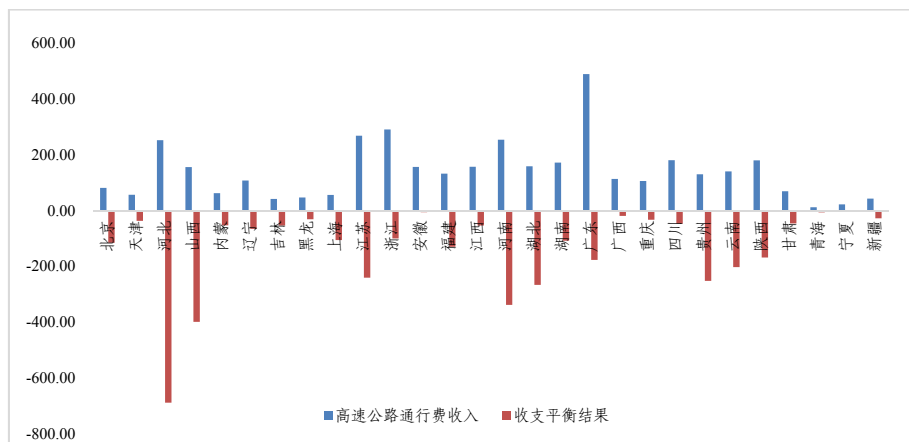
收费高速公路	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收费高速公路通行费收入	3315.65	3549.42	3724.75	4181.32
收费高速公路支出项	3933.22	4909.05	6667.10	8002.97
还本付息支出	2921.75	3797.09	5298.55	6570.07
偿还债务本金	/	/	3182.62	4381.67
偿还债务利息	/	/	2115.92	2188.40

收费高速公路	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
养护经费支出	328.48	398.14	436.39	396.16
公路及附属设施改扩建工程	/	/	180.38	206.57
运营管理支出	403.50	471.08	471.30	535.89
税费支出	193.03	223.14	265.70	280.33
其他支出	86.47	19.60	14.78	13.96
收费高速公路收支平衡结果	-617.57	-1359.63	-2942.35	-3821.66
单公里年通行费收入[万元/公里]	330.23	332.53	318.30	335.83
存量债务消化周期[年]	8.57	8.99	10.12	10.03
通行费收入利息覆盖水平[倍]	/	/	1.76	1.91
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	/	/	1.17	0.95
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	1.13	0.93	0.70	0.64
利息支出占通行费收入比重	/	/	56.81%	52.34%
当期债务本金支出占通行费收入比重	/	/	85.45%	104.79%
当期还本付息占通行费收入比重	88.12%	106.98%	142.25%	157.13%

资料来源：根据 Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

2013-2016 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 2921.75 亿元、3797.09 亿元、5298.55 亿元和 6570.07 亿元，占收费高速公路总支出的比例为 74.28%、77.35%、79.47% 和 82.10%（存量债务还本付息的比例明显升高），占当年度高速公路通行费收入比重为 88.12%、106.98%、142.25%和 157.13%，2014 年起，我国收费高速公路收费收入已经难以覆盖行业债务本息，尤其是 2015-2016 年收费高速公路偿还债务利息支出就已占据通行费收入的 56.81%和 52.34%，行业利息负担沉重。

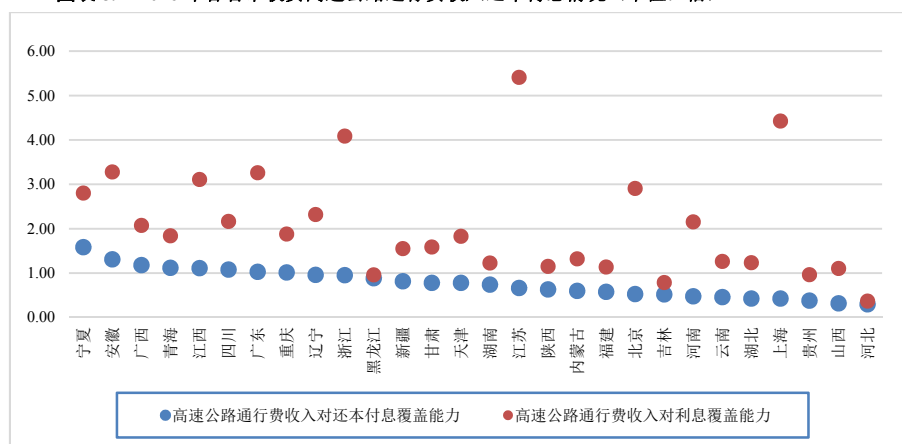
图 7. 2016 年我国各省市收费高速公路收支平衡情况（单位：亿元）



数据来源：2016 年各省市收费公路统计汇总表，新世纪评级整理（注：山东、海南未披露，不含港澳台）

根据 2016 年各省收费公路统计表，我国各省除了宁夏自治区收支平衡，其他各省市（山东省、海南省未披露，不含港澳台）均出现收费高速公路收支不平，尤其是河北、山西和河南 3 省收支缺口超过 300 亿元，3 省收支缺口合计超过 1400 亿元，预计中短期内我国各省市成熟路产增速乏力、新建路产较多为非干线路产效益不确定性较大，以及存量债务规模大，还本付息压力沉重，未来收费高速公路的收支不平衡困境难以改善。

图 8. 2016 年各省市收费高速公路通行费收入还本付息情况（单位：倍）



数据来源：2016 年各省市收费公路统计汇总表，新世纪评级整理（注：海南和山东未披露，不含港澳台）

收费高速公路行业在不同区域内其通行费收入对当期到期债务本息的覆盖程度表现不一，2016 年，通行费收入未覆盖当期到期债务本息的省市包括辽宁、浙江、黑龙江、新疆、甘肃、天津、湖南、江苏、陕西、内蒙古、福建、北京、吉林、河南、云南、湖北、上海、贵州、山西和河北等 20 个省市，仅宁夏、安徽、广西、青海、江西、四川、广东和重庆等 9 个省市收费高速公路通行费收入能覆盖当期到期还本及付息支出；同期，河北、吉林、黑龙江和贵州等 4 个省份通行费收入未覆盖当期利息支出。

收费公路行业存量债务还本付息压力加大，而增量债务上，部分中东部地区省份的路网相对成熟，区域内收费公路企业后续债务增长相对有限，债务偿付压力或将逐渐减轻，而中西部地区路网完善需求及建造成本偏高，如仍延续贷款修路、收费还贷模式，区域经济与客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力巨大，全行业还本付息能力或将持续弱化。2015 年以来，交通运输部颁布多份文件以深化交通运输基础设施投融资改革，充分利用社会资本特别是社会/民间资本参与交通基础设施建设，并于 2017 年 1 月公布《政府和社会资本合作（PPP）公路建设项目投资人招标投标管理办法（征求意见稿）》，投融资制度的改革和创新将一定程度上降低增量债务压力。但投融资体制改革进程中，法律法规和市场监管机制的完善度不高、社会资本融资条件相对较弱、项目审批进度不确定等，调动社会资本参与投资的积极性仍存在难度，收费公路行业未来增量债务的控制形势不容乐观。

收费公路发债企业大多为省/市级交通基础设施建设投资运营主体，省属或市属收费公路投资建设平台大部分控股多条收费公路路产，此类企业在区域内收费公路行业中处于重要地位，能获得当地政府在土地资产注入、资本金拨付和贴息补助等多方面支持，有利于降低企业的偿债风险。此外，政府还可以在收费标准和收费年限调整等方面给予相关支持，从而改善公司业绩，增强其偿债能力。

由于收费公路投资规模大，建设周期长，建成后存在较长时间的路产培育期，收费公路企业面临资本化支出不断增加、效益降低的压力。为拓宽收入及利润来源，近年来部分收费公路企业加大多元化业务的开展力度，主要包括房地产开发及金融投资等业务。房地产开发及金融投资行业与收费公路主业特征相差较大，且需要相关业务开展经验和专业人员配备，收费公路企业在拓展非主业业务过程中，或将面临一定投资管理风险。

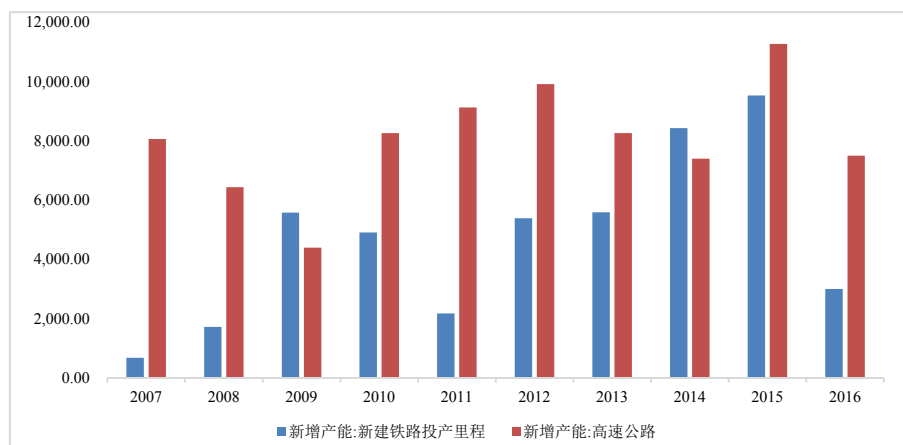
随着我国铁路网络和收费公路线路网的不断完善，收费公路行业内企业面临一定的竞争分流压力。

收费公路建设具有投资规模大、投资建设及回收周期长、准公共品特征明显等特点，

建设经营各环节体现政府意志，现阶段我国收费公路建设大多由国家、省、市三级政府共同投资，并由省级公路运营管理主体负责区域内收费公路的投资建设，项目公司负责具体项目的运营，区域专营现象较为明显，行业进入壁垒高。由于高初始投资成本和随后而来的规模经济，在收费公路行业内构建竞争资产通常在经济上不可行。此外，收费公路行业区域布局和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

近年来，旅客的出行方式逐渐多样化，且高铁网络站点不断完善，已形成相对成熟的路网结构，高铁对中东部地区收费公路客运运输的分流影响较大，加之随着收费公路路网完善及周边的普通公路修建等，形成了平行路段之间竞争分流局面。平行路段的新建或开通，对单一收费公路产生分流冲击，尤其新开通路段为非收费的公益性道路（国道、非收费二级公路等），该类道路虽然道路等级不及收费公路，但其平行于收费公路且不收费状况下，仍会产生分流影响。不同运输方式的竞争中，铁路的新建或开通在前期对路线平行的收费公路产生明显的分流影响，车流量减少，但这种分流带来的影响对收费公路企业而言并非长期，车流的自然增长逐步平缓分流带来的冲击；考虑到政府政策在不同时期存在鼓励不同运输模式发展而增加了替代风险，近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，铁路开放运力程度影响交通运输体系内的竞争格局。

图表 9. 高速公路与铁路新增产能（单位：公里）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

行业样本数据分析

1. 样本筛选

收费公路行业上市公司共计 19 家，但由于海南高速[000886.SZ] 业务主要为房地产、酒店和道路养护，无车辆通行费收入，故暂不列入样本，剔除海南高速后，收费公路上市样本共计 18 家，分别为四川成渝、宁沪高速、山东高速、赣粤高速、深高速、现代投资、中原高速、福建高速、皖通高速、粤高速 A、楚天高速、华北高速（已于 2017-12-25 退市，原华北高速被吸收合并变更为“招商公路”）、湖南投资、五洲交通、东莞控股、吉林高速、重庆路桥和龙江交通。

2. 经营情况

虽然收费公路上市公司控股路产在区域内的收费路产中质量偏优，但横向比较仍存在差异化，自身面临的主业之外的风险点不尽相同，信用质量同样拉开差距。收费公路经营水平主要观察收费路产的规模、地位、效益、收费水平以及收费公路企业多元化拓展能力与风险等。

收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现，控股路产单一/多条、收费路产里程、通行费收入等均是规模的关键因素。收费公路企业控股收费路产数量多，可以减缓竞争分流对车流量和通行费收入带来的冲击，其竞争能力和抵御风险能力较强，经营风险较低。区域内路产大部分归属于省级交通运营平台，上市公司控股路产规模相对较小：上市公司样本路产收费里程合计 6860 公里，占 2016 年收费高速公路里程的比重为 5.51%。样本路产绝对数量上，除了宁沪高速、山东高速、深高速、中原高速和皖通高速控股路产数量超过 8 条外，其余均数少量，尤其是华北高速和龙江交通控股路产仅 1 条，单一路产风险较突出，如遇路产临近收费到期（龙江交通控股路产哈大高速将于 2021 年收费到期）或区域周边高铁/平行路段竞争分流，通行费收入将出现明显变动或断崖式缩减；路产相对规模上，18 家样本企业控股路产在区域内占比均未超过 18%，近 7 家样本占比甚至少于 5%。

上市公司样本在绝对和相对数量规模化并不占据优势，然而在路产数量相对少的情况下，相对优质的路产带来的收费规模却相对较大。上市公司样本路产通行费收入合计 415.20 亿元，占 2016 年收费高速公路通行费收入的比重为 9.93%；18 家样本均值和中位数均在 23 亿元左右，区域内优质路产资源大部分在上市公司旗下运作，体现出当地交通部门对交通基础设施资源的分配侧重。

图表 10. 样本在行业中的规模体现（单位：公里、亿元、万元/公里）

规模指标	控股路产数量[条]	收费路产里程	通行费收入	单公里收费水平
样本特征	90	6859.85	415.20	605.26
行业特征[全国收费高速公路]	--	124507.6	4181.32	335.83
占比	--	5.51%	9.93%	--

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理（2016 年数据）

全国路网中国高网或者主动脉干线收费公路在交通区位和路产地位等方面具有突出表现，上市公司控股路产基本囊括了国内主动脉路产或区域内核心路产，并与通行能力相对匹配。一般而言，车型结构上与区域经济支柱产业关联度较高，样本企业的核心路产车型结构基本较综合，客货车结构相对合理，客货运输需求较稳健。

路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准，单公里年通行费收入直接衡量了每公里路程每年所收费的规模，并反映路产在行业排列中所处的水平。18 家样本企业中，路产单公里年通行费收入水平超过 1000 万元的包括东莞控股（约 1860 万元）、重庆路桥（约 1850 万元）、粤高速 A（约 1700 万元）和宁沪高速（约 1150 万元），其中重庆路桥由于包含 3 座大桥（长江石桥坡大桥[2016.12 收费到期]、嘉陵江石门大桥和嘉华嘉陵江大桥）和 1 条高速路产，桥梁收费标准异于高速公路收费标准，3 座大桥单公里年收费水平平均超过 3000 万元，在桥梁收费能力梯队中，处于前列。单公里收费水平较弱的上市公司样本包括楚天高速、湖南投资、五洲交通、龙江交通等，单公里收费水平低于 300 万元/年（收费高速公路行业均值 335.83 万元/年），影响该指标的要素较综合，包括区域经济、路产交通区位、收费标准和竞争分流等。

收费公路收费具有很强的政策性，收费公路的收费标准和收费年限需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，行业对收费公路收费政策变化的敏感度较高，收费公路企业自主权较小；同时，全国各地由于经济水平、道路等级差异和通车时间等方面，收费公路收费标准并不统一。四川成渝（一类车 0.35 元/公里）和华北高速（一类车 0.31 元/公里）收费标准低于行业平均收费标准（一类车 0.4-0.45 元/公里），收费水平低但未来继续下调收费标准的压力相对较小；深高速（一类车 0.66 元/公里）、福建高速（一类车 0.55-0.60 元/公里）和东莞控股（一类车 0.60 元/公里）收费标准高于行业平均水平，带来良好的路产收费效益但需关注收费标准调整风险。

图表 11. 样本控股路产效益释放情况（单位：条、公里、%、亿元）

序号	代码	简称	控股路产数量	收费路产里程	里程占区域内比重	通行费收入	路产地位	通行能力	车型结构	单公里年通行费收入 [万元]	收费水平	竞争分流
1	601107.SH	四川成渝	5	573.40	9.34	28.88	A	A-B	A	503.66	C	B
2	600377.SH	宁沪高速	8	582.26	13.31	66.52	A	A	A	1142.52	B	A-B
3	600350.SH	山东高速	13	1067.00	17.15	63.30	A-B	A	A	593.25	B	A-B
4	600269.SH	赣粤高速	7	796.00	15.79	30.36	B	A-B	A-B	381.39	B	A-B
5	600548.SH	深高速	9	432.90	5.95	36.80	A	A	A	850.08	A	A-B
6	000900.SZ	现代投资	4	338.13	5.95	22.33	A-B	A-B	A	660.49	B	B
7	600020.SH	中原高速	8	760.00	11.79	34.60	A-B	A	A	455.26	B	A-B
8	600033.SH	福建高速	3	282.10	5.87	24.88	A-B	B	B	881.96	A	D
9	600012.SH	皖通高速	8	526.00	11.80	24.54	B	B	A-B	466.58	B	B
10	000429.SZ	粤高速 A	3	158.12	2.17	27.32	A-B	A	A-B	1728.04	B	B
11	600035.SH	楚天高速	3	415.22	7.30	12.07	B	A	A	290.69	B	B
12	000916.SZ	华北高速	1	142.69	1.66	6.92	A	A	A-B	485.20	C	B
13	000548.SZ	湖南投资	4	61.76	0.88	1.38	C	C-D	B-C	224.20	B	C
14	600368.SH	五洲交通	5	368.04	8.09	10.50	B-C	B-C	B	285.36	B	B
15	000828.SZ	东莞控股	3	55.57	0.76	10.34	A-B	A	A	1861.45	A	A-B
16	601518.SH	吉林高速	2	151.85	4.90	7.61	C	C	C	501.45	B	C
17	600106.SH	重庆路桥	4	16.01	0.58	2.96	B-C	B	A-B	1850.50	B	C
18	601188.SH	龙江交通	1	132.80	3.05	3.85	B	C-D	C	290.10	B	B
-	-	样本均值	5	381.10	5.51	23.07	-	-	-	605.25	-	-
-	-	样本中位数	4	353.09	5.95	23.44	-	-	-	502.55	-	-
-	-	收费高速公路行业均值	-	124507.6	-	4181.32	-	-	-	335.83	-	-

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

指标释义：

- ◇ 里程占区域内比重=2016 年末样本控股路产里程/2016 年末**省收费高速公路里程；
- ◇ 路产地位：核心路产在国家高速公路网络或区域干线网络布局中的地位重要性程度，A 为重要程度高，BCD 重要程度递减；
- ◇ 通行能力：核心路产或控股路产日均车流量，A 为通行能力强，BCD 通行能力递减；
- ◇ 车型结构：客货运结构合理度及是否严重依赖特定行业，A 为车型结构合理，BCD 合理度递减；
- ◇ 单公里年通行费收入=2016 年末样本通行费收入/控股路产里程；
- ◇ 收费水平：A、B、C 对应定价水平高于/一致/低于全国平均水平；
- ◇ 竞争分流：A 竞争分流小，BCD 竞争分流递增；

收费标准除了对定价制定标准外，对收费期限同样做出界定，样本内企业的核心路产剩余收费期平均在 10 年左右，5 年内含有核心路产收费到期的包括现代投资（潭耒高速）、粤高速 A（广佛高速）、华北高速（京津塘高速）、重庆路桥（长江石拱坡大桥，已到期；嘉陵江石门大桥）和龙江交通（哈大高速），经营性收费路产到期将归还政府，通行费收入与现金流量将大幅减少，尤其是单一路产样本将面临主业不存在或更替情况，影响整体经营稳定性，增加业务风险。

图表 12. 收费公路上市公司核心路产品质（单位：公里、万元/年）

序号	代码	简称	核心路产	收费里程	单公里收费水平	收费到期日
1	601107.SH	四川成渝	成渝高速四川段	226.00	387.17	2027
			成雅高速	144.00	533.33	2029.12
			成乐高速	86.44	525.22	2029.12
			城北出口高速	10.35	830.92	2024.6
			成仁高速	106.61	619.08	2042.7
2	600377.SH	宁沪高速	沪宁高速江苏段	248.21	1837.15	2032.6
			锡澄高速	35.00	1557.14	2029.9
			广靖高速	17.20	1691.86	2029.9
			宁常高速	89.97	772.48	2032

序号	代码	简称	核心路产	收费里程	单公里收费水平	收费到期日
3	600350.SH	山东高速	济青高速	318.30	850.46	2029.11
			京福高速相关路段	191.36	1006.48	2022.11 /2024.10
4	600269.SH	赣粤高速	昌九高速	138.20	562.95	2030
			昌樟高速、昌傅高速	103.42	678.79	2044/2045
			温厚高速	35.50	521.13	2028
5	600548.SH	深高速	梅观高速	5.40	2111.11	2027
			机荷西段	21.80	2756.88	2027
			机荷东段	23.70	2729.96	2027
			水官高速	20.00	3100.00	2025
6	000900.SZ	现代投资	长永高速	25.96	627.89	2024.12.27
			长潭高速	51.55	940.83	2028.09.30
			潭耒高速	168.84	834.52	2020.12.25 /2023.12.31
7	600020.SH	中原高速	京港澳高速郑州至漯河段	142.00	1092.96	2030.12.27
			京港澳高速漯河至驻马店段	67.20	988.10	2032.09.22
8	600033.SH	福建高速	福泉高速	167.10	816.28	2036
			泉厦高速	81.89	1201.61	2035.9
9	600012.SH	皖通高速	合宁高速公路（G40 沪陕高速合宁段）	134.00	699.63	2025.8
			高界高速公路	110.00	511.04	2029.9
			宣广高速公路	84.00	530.30	2028.12
10	000429.SZ	粤高速 A	广佛高速	15.70	2503.18	2019
			佛开高速	79.80	1478.70	2027
			京珠高速广珠段	62.40	1857.37	2030
11	600035.SH	楚天高速	汉宜高速（汉荆段和江 宜段）	274.86	394.38	2030.11 /2026.10
12	000916.SZ	华北高速	京津塘高速	142.69	484.97	2023.9
13	000548.SZ	湖南投资	未披露核心路产明细	-	-	-
14	600368.SH	五洲交通	坦百高速	187.80	390.31	未披露
			岑罗高速	39.57	442.25	未披露
15	000828.SZ	东莞控股	莞深高速一二期	39.55	2212.39	2027.06.30
			莞深高速三期东城段	7.01	1084.17	2027.06.30
16	601518.SH	吉林高速	长平高速公路	109.77	589.41	2040
17	600106.SH	重庆路桥	长江石桥坡大桥	1.12	4553.57	2016.12
			嘉陵江石门大桥	1.10	3545.45	2021.12
			嘉华嘉陵江大桥	4.35	3356.32	2034.09
			长寿湖旅游专用高速公路	9.44	635.59	2039.01
18	601188.SH	龙江交通	哈大高速	132.80	290.10	2021

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理（2016 年数据）

路产效益不单单体现单公里产能的释放情况，同时也可观察释放的产能能否覆盖成本费用，以及对存量债务偿付的保障程度，除了重庆路桥由于桥梁投资特性，其反映出来的指标异于收费高速公路行业水平，样本企业大部分指标基本优于行业均值，单公里刚性债务水平相对较低，存量债务消化周期相对较短，通行费收入对利息覆盖倍数较高，通行费收入对当期债务偿付[现金流量表偿还债务金额]保障水平较高。**刚性债务背负程度**上，皖通高速、楚天高速、华北高速、湖南投资和龙江交通单公里负载刚性债务规模小于 0.1 亿元，债务压力较小，而四川成渝、现代投资、中原高速、粤高速 A 和东莞控股单公里负载刚性债务规模远高于样本均值与中位数，尤其是东莞控股、粤高速 A 和中原高速已高于收费高速公路行业均值，加剧对各自控股路产效益的依赖程度。**存量债务消化周期**上，中原

高速、五洲交通和四川成渝以目前各自通行费收入规模来测量存量债务的消化时间均超过 5 年,虽远低于收费高速公路均值,但由于其自身拥有的路产质量已经是区域内优质资产,存量债务的消化周期在样本中仍属于较长;皖通高速、华北高速和湖南投资存量债务消化周期小于 1 年,如无增量债务,此三家样本债务压力并不明显。**利息偿付能力**上,皖通高速、华北高速、湖南投资、东莞控股和龙江交通,当期通行费收入对利息偿付的保障能力极强,18 家样本均能覆盖各自利息支出。**当期债务偿付能力**上,宁沪高速、中原高速、五洲交通、东莞控股和重庆路桥当年度通行费收入难以覆盖当期偿付本金,很大程度上需借新还旧。整体而言,皖通高速、华北高速、湖南投资和龙江交通等在通行费收入对债务偿付保障程度上相对较优,中原高速、现代投资和五洲交通等在通行费收入对债务偿付保障程度上相对较弱。

基础设施开发/改扩建是规模化的延伸,同时从侧面考量企业资本改善计划情况,持续的再投资确保收费公路设施的完善和更新,以吸引相对稳定的客货运需求来保障路产效益,与此同时对应产生增量债务。受益于核心路产大规模的现金流入以及区域内收费公路投资建设任务集中在省级/市级交通平台,收费公路上市公司样本新建和改扩建资金压力相对较小,增量债务压力可控。

图表 13. 样本控股路产效益释放对债务保障能力(单位:年、倍)

序号	代码	简称	单公里刚性债务水平 [万元]	存量债务消化周期	通行费收入利息覆盖水平	通行费收入债务偿付水平
1	601107.SH	四川成渝	3017.80	5.99	5.25	1.98
2	600377.SH	宁沪高速	1870.32	1.64	11.68	0.39
3	600350.SH	山东高速	1404.16	2.37	4.02	0.94
4	600269.SH	赣粤高速	1706.55	4.47	4.31	0.95
5	600548.SH	深高速	1665.07	1.96	5.85	1.75
6	000900.SZ	现代投资	3272.43	4.95	4.71	0.94
7	600020.SH	中原高速	3867.49	8.50	2.33	0.36
8	600033.SH	福建高速	2247.01	2.55	8.38	2.70
9	600012.SH	皖通高速	345.06	0.74	16.84	5.52
10	000429.SZ	粤高速 A	4028.34	2.33	7.56	1.17
11	600035.SH	楚天高速	925.87	3.19	5.93	1.16
12	000916.SZ	华北高速	315.27	0.65	26.38	2.31
13	000548.SZ	湖南投资	1.62	0.01	89.46	1.47
14	600368.SH	五洲交通	2158.20	7.56	2.68	0.17
15	000828.SZ	东莞控股	5065.49	2.72	23.42	0.52
16	601518.SH	吉林高速	2306.52	4.60	4.64	3.78
17	600106.SH	重庆路桥	18780.03	10.15	1.83	0.36
18	601188.SH	龙江交通	39.58	0.14	43.96	3.21
-	-	样本均值	2212.72	3.59	14.96	1.65
-	-	样本中位数	2014.26	2.63	5.89	1.17
-	-	收费高速公路行业均值	3665.24	10.03	1.91	0.95

数据来源: Wind 资讯、公开资料,新世纪评级整理(单公里刚性债务水平=2016 年末刚性债务余额/控股路产里程;存量债务消化周期=2016 年末刚性债务余额/2016 年通行费收入;通行费收入利息覆盖水平=2016 年通行费收入/(费用化利息+资本化利息);通行费收入债务偿付水平=2016 年通行费收入/现金流量表当期偿还债务规模。)

收费公路上市公司主业营收稳健,除了福建高速、粤高速 A 和吉林高速多元业务基本未开展外,部分样本均逐步涉及多元业务拓展,产业包括房地产、商品贸易、工程施工、金融类金融等。拓展至房地产的样本包括宁沪高速、山东高速、中原高速、湖南投资、五洲交通和龙江交通等,其中山东高速战略调整房地产业务,2016 年转出多个土地项目并逐步退出房地产业务,未来将加大股权投资力度,强调“高速公路+股权投资”发展模式。拓

展至金融类金融的包括中原高速、皖通高速[金融典当业务]和东莞控股等，金融投资风险不容忽视。此外，华北高速加入光伏产业，能源政策等形势对经营将产生波动；楚天高速于 2017 年进入电子产品产销业务，智能产品业务与原有收费公路运营业务有较为明显的差异，新行业经验和管理上的不足或将削弱收费主业抗风险能力。

图表 14. 样本企业多元业务拓展情况（单位：%）

序号	代码	简称	多元业务拓展	2016 年多元业务收入占比
1	601107.SH	四川成渝	工程施工/能源销售/化工品销售/BT 项目	65.06
2	600377.SH	宁沪高速	收费公路配套服务/房产开发广告业务	27.70
3	600350.SH	山东高速	战略调整房地产业务，2016 年转出多个土地项目并逐步退出房地产业务，未来将加大股权投资力度，强调“高速公路+股权投资”发展模式	25.18
4	600269.SH	赣粤高速	公路工程/成品油销售	33.35
5	600548.SH	深高速	委托管理服务	18.80
6	000900.SZ	现代投资	商品贸易	76.55
7	600020.SH	中原高速	房地产/金融业务	12.04
8	600033.SH	福建高速	---	1.59
9	600012.SH	皖通高速	金融典当业务	1.80
10	000429.SZ	粤高速 A	---	3.28
11	600035.SH	楚天高速	2017 年开始电子产品生产销售业务	5.15
12	000916.SZ	华北高速	光伏产业	32.19
13	000548.SZ	湖南投资	酒店经营/房地产开发	34.52
14	600368.SH	五洲交通	房地产，物流园区及物流贸易	18.57
15	000828.SZ	东莞控股	金融类金融	17.38
16	601518.SH	吉林高速	---	1.73
17	600106.SH	重庆路桥	工程管理	2.90
18	601188.SH	龙江交通	出租车运营；房地产（尚未体现收入）	22.81

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

上市公司样本收入主要来源于收费公路车辆通行费（通行费收入增速有所放缓），但是四川成渝和现代投资的通行费业务占比均未超过 40%，且毛利水平较低，主要是两家样本均参与商品贸易业务，收入规模扩大（营业收入处于样本 TOP3）的同时毛利水平被严重摊薄。从收费公路企业成本结构来看，固定资产折旧是其最重要的成本项目，由于收费公路企业高固定资产特性，固定资产规模及折旧成为决定企业效益的重要因素之一，路产折旧/摊销规模主要影响因素为建造期的成本控制、工程难度（桥梁工程难度远高于高速公路，其单公里造价区分度明显）、运营期使用寿命以及折旧/摊销方法（直线折旧/交通流量法等）。

通常而言，新通车路产运营前期，折旧/摊销成本远高于前期路产产能的释放能力，存在一通车就亏损、通一条亏一条的困境，待路产逐步培育并进入成熟期，需持续观察释放的效益是否达到预期；但是考虑到近年来新通车路产基本为加密线或非国高网大动脉线路，培育期较长，样本企业同样存在对核心路产收费依赖度高（收入增速放缓）的常态，未来企业一定程度上面临经营业绩增长压力。

图表 15. 收费公路上市公司营收与毛利水平（单位：%、亿元）

序号	简称	2016 年通行费占比	营业收入			毛利率		
			2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
1	四川成渝	34.94	96.08	82.66	90.28	23.60	26.90	26.57
2	宁沪高速	72.30	87.61	92.01	99.25	49.59	52.57	52.38
3	山东高速	74.82	69.55	84.61	89.05	65.15	51.83	49.50
4	赣粤高速	66.65	55.02	45.55	45.58	30.22	37.62	40.95

序号	简称	2016 年通行费占比	营业收入			毛利率		
			2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
5	深高速	81.20	34.21	45.32	47.23	50.92	44.11	47.48
6	现代投资	23.45	65.16	95.24	104.75	20.85	17.02	15.76
7	中原高速	87.96	45.39	39.34	55.65	59.28	54.28	48.41
8	福建高速	98.41	25.78	25.28	25.08	63.44	65.99	64.09
9	皖通高速	98.20	24.27	24.99	27.69	60.01	57.49	57.75
10	粤高速 A	96.72	15.45	28.25	30.13	43.84	54.65	59.12
11	楚天高速	94.85	12.31	12.73	21.44	63.75	65.04	45.87
12	华北高速	67.81	9.33	10.21	9.95	43.31	51.25	50.29
13	湖南投资	65.48	1.83	2.11	9.73	60.69	58.86	36.08
14	五洲交通	81.43	20.86	12.90	16.01	46.36	72.41	66.83
15	东莞控股	82.62	10.97	12.52	14.25	64.11	65.49	62.69
16	吉林高速	98.27	5.62	7.75	9.56	62.55	66.70	69.05
17	重庆路桥	97.10	3.20	3.05	2.54	87.72	87.08	88.30
18	龙江交通	77.19	5.04	4.99	5.09	59.47	60.83	59.99
-	样本均值	65.96	32.65	34.97	39.07	44.70	44.29	43.28
-	样本中值	81.31	22.56	25.14	26.39	59.38	56.07	51.33

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理（2017 年 E=2016 年第四季度+2017 年前三季度）

期间费用率反映费用将在多大程度上侵蚀主业留存利润的空间。上市样本的费用控制能力相对较高，对利润的侵蚀相对有限，但中原高速、五洲交通、吉林高速和重庆路桥受制于相对较大的利息支出压力，影响了利润的积累。

非经营收益主要来自投资收益和营业外收入，宁沪高速、深高速、中原高速和粤高速 A 由于参股路桥公司和投资金融类公司等所获取的投资收益，其中参股路桥公司获取收益的可持续性较高，投资金融类公司需注意金融投资风险，其收益存在一定不确定性。此外，区别于省级交通集团，上市公司获得的政府补助类的营业外收入规模相对较小，对利润的补充相对有限。

图表 16. 收费公路上市公司经营业绩表现（单位：%、亿元）

序号	简称	期间费用率			投资收益			营业利润			营业外收入			净利润		
		2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
1	四川成渝	7.46	9.73	12.06	0.29	0.52	0.52	13.44	13.92	13.00	0.21	0.38	0.59	10.84	11.23	10.25
2	宁沪高速	11.51	7.73	6.47	4.44	4.73	5.93	35.12	44.03	49.95	0.42	0.45	0.36	25.90	34.37	39.04
3	山东高速	7.11	11.41	11.00	0.78	7.89	14.97	36.69	39.99	47.49	0.75	1.14	0.47	26.86	29.15	34.42
4	赣粤高速	15.53	19.25	19.06	2.75	5.55	0.09	8.78	13.30	9.83	3.15	0.65	2.94	6.01	9.42	8.73
5	深高速	15.17	17.58	16.14	11.55	4.34	5.05	16.35	16.45	19.15	0.40	0.07	0.32	14.95	13.16	15.55
6	现代投资	11.64	7.78	7.33	1.45	1.30	2.85	6.45	9.55	11.24	1.28	1.12	0.74	5.80	8.32	9.32
7	中原高速	26.34	37.34	26.19	4.12	3.48	3.94	14.84	9.13	14.72	0.14	0.35	0.68	11.54	7.51	12.09
8	福建高速	17.14	14.07	12.91	-1.12	-0.71	-0.11	10.04	12.09	12.62	0.24	0.14	0.21	7.30	8.87	9.47
9	皖通高速	6.31	7.02	4.36	0.74	0.47	0.26	12.63	12.44	14.81	0.03	0.04	0.02	9.67	9.09	10.45
10	粤高速 A	32.88	18.78	15.18	5.05	4.42	4.42	6.20	14.14	17.50	0.28	0.77	0.75	5.39	11.72	16.69
11	楚天高速	24.60	21.26	15.15	-0.02	0.00	0.62	4.38	5.32	6.99	0.07	0.05	0.27	4.26	3.87	5.47
12	华北高速	10.45	10.64	8.69	0.07	0.13	0.13	1.63	3.93	4.04	0.53	0.05	0.04	1.52	3.16	3.35
13	湖南投资	46.51	42.20	15.90	0.00	-0.03	-0.01	0.18	0.16	1.26	0.01	0.64	0.63	0.07	0.50	1.30
14	五洲交通	37.70	39.85	27.98	1.24	-0.05	-0.03	-1.77	2.25	3.66	0.38	0.10	0.10	-2.18	1.91	3.10
15	东莞控股	9.74	4.66	-0.64	4.25	2.88	2.68	9.70	10.13	11.36	0.04	0.16	0.04	8.17	8.29	9.20
16	吉林高速	24.49	31.45	25.53	0.00	0.00	0.00	1.94	2.59	3.59	0.04	0.00	0.00	1.50	1.93	2.53
17	重庆路桥	62.94	49.50	49.96	1.77	2.14	1.89	2.32	3.11	2.98	0.02	0.02	0.00	2.25	2.95	2.82
18	龙江交通	14.47	13.29	11.18	0.93	1.24	1.38	3.15	3.42	3.64	0.04	0.05	0.03	2.71	2.84	3.02
-	样本均值	21.22	20.20	15.80	2.13	2.13	2.48	10.12	12.00	13.77	0.45	0.34	0.46	7.92	9.35	10.93
-	样本中值	15.35	15.82	14.03	1.08	1.27	1.00	7.62	9.84	11.30	0.23	0.15	0.30	5.90	8.31	9.26

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理（2017 年 E=2016 年第四季度+2017 年前三季度）

从收益规模来看，受益于主业经营积累、成本良好控制以及非经营性收益的补充，四川成渝、宁沪高速、山东高速、深高速、中原高速和粤高速 A 的净利润规模较高，收益质量较突出的也主要是宁沪高速、山东高速和粤高速 A，以及皖通高速和东莞控股。此外，EBITDA 剔除了利息、所得税、折旧、摊销因素的影响，使企业在不同的资本结构、税率、折旧摊销方式的情况下具备更强的可比性，EBITDA/营业收入增强了不同企业 EBITDA 的可比性和长期有效性，其反映出盈利能力更强的样本包括皖通高速、粤高速 A、东莞控股和重庆路桥。

图表 17. 收费公路上市公司盈利能力表现（单位：%、亿元）

序号	简称	净资产收益率 ROE(平均)		总资产报酬率 ROA		EBITDA		EBITDA/营业收入	
		2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1	四川成渝	8.20	8.10	5.83	5.47	23.78	24.92	25.13	31.06
2	宁沪高速	12.28	15.68	11.37	13.45	51.99	57.35	56.97	67.29
3	山东高速	12.50	12.91	8.52	10.22	50.20	48.96	72.15	67.53
4	赣粤高速	5.66	7.68	5.05	6.42	22.02	24.60	46.46	66.96
5	深高速	12.85	9.34	7.26	6.78	23.70	30.07	85.71	75.09
6	现代投资	8.42	11.19	6.90	7.50	15.98	19.57	28.65	23.17
7	中原高速	11.49	6.14	5.84	4.80	29.09	29.13	71.95	82.90
8	福建高速	6.96	8.14	7.50	8.28	20.66	21.26	76.55	81.32
9	皖通高速	11.93	11.11	10.86	10.53	18.98	19.94	78.49	80.82
10	粤高速 A	9.18	14.83	7.99	12.94	10.67	22.08	103.13	96.20
11	楚天高速	11.03	9.30	7.65	8.27	9.12	9.79	74.40	77.23
12	华北高速	3.09	6.58	3.90	6.83	5.48	6.49	51.05	63.59
13	湖南投资	1.27	3.88	1.08	3.38	0.75	0.79	40.89	63.08
14	五洲交通	-3.29	7.59	2.08	4.21	6.24	8.59	30.08	57.76
15	东莞控股	18.98	17.12	14.33	12.10	8.02	9.93	112.03	103.41
16	吉林高速	5.63	7.44	4.08	6.21	3.41	5.90	60.14	75.78
17	重庆路桥	7.25	8.75	6.01	6.29	2.58	2.49	132.93	151.29
18	龙江交通	7.90	7.87	7.08	6.68	3.37	3.50	88.51	94.08
--	样本均值	8.41	9.65	6.85	7.80	17.00	19.19	68.62	75.48
--	样本中值	8.31	8.45	6.99	6.81	13.32	19.75	72.05	75.44

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

整体而言，在经营表现和盈利能力上，由于优质资源的相对集中，上市公司样本表现基本优于行业平均，但由于不同区域路产质量差异以及样本企业涉猎不同多元化领域，样本出现一定程度分化，在业务风险控制能力上处于前列的包括山东高速、深高速、东莞控股、中原高速、宁沪高速、粤高速 A、福建高速和皖通高速，业务和盈利表现相对较弱的包括湖南投资、五洲交通和现代投资，其余样本则处于中段。

3. 偿债能力分析

(1) 负债水平

我国收费公路建设进程较快，路网逐步形成，骨干线路基本通车，在该轮建设大浪潮下，收费公路企业累积了大量的存量债务，收费公路上市公司样本债务中有息类债务占比较高，其中四川成渝、福建高速、粤高速 A、楚天高速、五洲交通、吉林高速和重庆路桥的有息债务占比超过 80%，债务偿付压力较大。

债务期限结构上，一般而言收费公路由于投资收费公路回报期长，债务偏中长期。样本企业中，宁沪高速、现代投资、华北高速、东莞控股、湖南投资和龙江交通的债务期限结构仍有待完善，其中湖南投资和龙江交通流动负债占比极高，流动负债以预收购房款及往来款为主。样本企业多元业务涉足房地产行业，其债务期限结构或将受到购房款结转时

间影响而出现与行业资本结构不一致情况。

受资本和资产驱动，收费公路行业内企业资产负债率普遍偏高（68%-70%），利率敏感性较明显。收费公路上市公司样本融资渠道较多元，包括股票定增、债券发行、银行借款等方式，其财务杠杆弹性相对较大，18 家样本企业财务杠杆平均水平在 45%，其中中原高速和五洲交通负债经营程度偏高，中原高速由于持续的收费公路项目投资，债务不断积累；五洲交通由于物流园区建设及房地产开发投入，债务不断积累，2013 年以来资产负债率先升后降，目前处于较高水平。

图表 18. 收费公路上市公司负债结构与财务杠杆（单位：亿元、%）

序号	简称	负债			带息债务			长短期债务比			资产负债率		
		2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年末	2016 年末	2017.9 月末
1	四川成渝	202.44	224.95	222.55	160.37	173.07	180.83	284.83	213.33	195.04	60.36	61.84	60.48
2	宁沪高速	152.90	133.41	159.94	69.41	70.27	107.47	46.83	84.28	81.80	41.92	36.77	38.69
3	山东高速	202.42	202.44	174.19	116.73	149.63	131.90	164.51	182.75	279.43	45.56	44.56	39.06
4	赣粤高速	166.43	163.35	167.85	106.56	102.44	112.54	250.72	371.82	262.14	53.58	51.02	51.25
5	深高速	167.10	176.73	207.34	68.47	72.08	107.63	306.51	269.41	202.79	52.76	54.57	57.09
6	现代投资	116.33	140.76	146.03	75.24	83.65	80.84	105.01	86.06	96.17	62.22	63.93	62.84
7	中原高速	352.65	360.70	391.23	273.10	248.93	301.60	203.00	165.00	211.11	74.39	74.59	74.97
8	福建高速	84.99	77.56	73.47	70.55	63.39	59.48	430.46	369.80	384.22	46.41	43.18	41.29
9	皖通高速	32.34	37.01	37.62	14.60	18.15	17.23	202.34	291.13	343.46	26.64	28.20	27.79
10	粤高速 A	59.79	72.29	68.84	54.25	63.82	60.66	245.82	367.69	368.28	49.38	44.98	42.06
11	楚天高速	48.15	45.42	46.73	40.58	33.45	37.44	469.95	320.19	212.33	54.08	51.11	44.05
12	华北高速	14.26	9.96	8.41	6.83	4.53	1.52	16.76	24.45	63.27	22.90	16.76	14.65
13	湖南投资	5.62	8.29	3.91	1.11	0.22	0.22	0.43	0.27	0.53	27.31	34.89	19.17
14	五洲交通	93.20	83.64	78.29	76.62	68.48	62.67	80.06	394.08	489.30	75.55	73.25	70.46
15	东莞控股	37.39	37.88	42.59	18.49	17.26	31.03	42.14	46.50	72.22	44.93	42.50	43.57
16	吉林高速	34.66	40.76	31.72	28.20	34.31	26.72	359.11	484.60	644.94	54.81	57.54	50.01
17	重庆路桥	40.83	33.61	31.68	38.40	30.06	28.49	432.65	784.13	1545.6	55.62	49.08	47.08
18	龙江交通	10.88	16.30	19.58	4.05	0.30	0.00	2.40	1.60	0.15	23.03	30.09	32.99
--	样本均值	101.24	103.61	106.22	67.98	68.56	74.90	202.42	247.62	302.93	48.41	47.71	45.42
--	样本中值	72.39	74.92	71.15	61.36	63.60	60.07	202.67	241.37	211.72	51.07	47.03	43.81

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

流动性主要考量的是企业流动资产变现能力和偿还短期债务的能力。收费公路行业属于资本密集型行业，收费公路的基础设施建设具有周期长、回收慢和金额大等特点，且收费公路改扩建后，设备设施的维护仍需要资金支持，因此，充足的现金是收费公路企业顺利投资和正常经营的关键，足够的现金流动性保障收费公路企业在周期性压力下按时偿还债务。收费公路行业日常运营对资金需求量较多，收费公路企业往往需要保有一定的现金存量。这样虽然会对企业的资金使用效率产生一定的影响，但在抵御周期性风险方面仍是相当必要的。

从样本企业的账面来看，宁沪高速和中原高速两家样本公司账面流动性弱，其中宁沪高速货币资金储量不充足，流动资产主要为应收类账款和存货（房地产开发成本和产品），其对短期债务的偿付保障依赖于账款回收质量和房地产项目去化水平（整体开发节奏和项目销售存在不确定性），考虑其应收对象财政实力较强、房地产项目及土地储备集中在苏州和南京周边，资金回收质量相对可控。中原高速虽然货币资金储量规模较大，但由于其短期债务规模大，流动性保障受限。

此外，由于收费公路企业将控股路产的资产或收费权益用于抵押而筹措资金，企业受限资产规模普遍偏高，收费公路行业整体流动性较弱。

图表 19. 收费公路上市公司流动性（单位：倍）

序号	简称	流动比率			速动比率			现金比率		
		2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年末	2016 年末	2017.9 月末
1	四川成渝	1.36	1.21	1.18	1.04	0.88	0.86	0.61	0.55	0.57
2	宁沪高速	0.48	0.61	0.51	0.17	0.18	0.16	0.03	0.04	0.06
3	山东高速	2.47	1.91	2.89	0.78	1.24	2.06	0.29	0.80	0.78
4	赣粤高速	0.76	1.11	1.02	0.64	0.90	0.84	0.50	0.74	0.61
5	深高速	2.05	1.67	0.68	1.89	1.53	0.58	1.56	1.20	0.44
6	现代投资	0.85	0.85	0.99	0.82	0.76	0.87	0.38	0.42	0.44
7	中原高速	0.42	0.25	0.35	0.30	0.15	0.26	0.27	0.13	0.24
8	福建高速	0.69	0.66	0.89	0.68	0.66	0.88	0.43	0.41	0.59
9	皖通高速	1.14	2.41	2.88	1.14	2.40	2.87	0.85	2.13	2.30
10	粤高速 A	0.61	1.73	2.11	0.61	1.73	2.11	0.57	1.68	2.03
11	楚天高速	0.46	0.52	0.99	0.46	0.52	0.87	0.36	0.42	0.38
12	华北高速	1.28	2.00	2.94	1.28	1.99	2.94	0.40	0.53	0.97
13	湖南投资	2.51	2.04	3.66	1.51	0.85	1.67	0.44	0.67	1.34
14	五洲交通	0.91	2.33	2.76	0.50	0.97	1.12	0.13	0.33	0.36
15	东莞控股	0.85	0.39	0.74	0.85	0.39	0.74	0.47	0.23	0.42
16	吉林高速	0.65	1.57	1.11	0.65	1.57	1.11	0.65	1.45	0.86
17	重庆路桥	2.95	5.30	10.33	2.50	4.39	8.52	2.38	3.88	7.21
18	龙江交通	1.78	1.63	1.60	0.51	0.51	0.65	0.43	0.42	0.54
--	样本均值	1.24	1.57	2.09	0.91	1.20	1.62	0.60	0.89	1.12
--	样本中值	0.88	1.60	1.14	0.73	0.89	0.88	0.44	0.54	0.58

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

（2）现金流分析

现金流状况侧重观察收费公路企业能否形成足以保持资金循环周转与债务偿付所需的现金流。收费公路企业由于经结算中心后拆分的方式使得收入获取能力较强，并且由于收费公路业务经营特点，其经营活动现金流具有较好的业务稳定性。如果收费公路企业未来改扩建投运，其通行费收入和经营活动净现金流将根据实际业务需求情况而增长。（另外，对外参股收费公路企业，则关注参股公司的现金分红政策和历史现金分红情况）。但是对于有大规模收费公路改扩建计划的企业，经营性现金流难以满足大规模投资支出的需求，通过未来资本支出的大小和资金来源共同判断企业资金缺口，并以此为基础判断企业未来筹资压力，并且在经济下行期，收费公路较低的资产流动性也将加剧资金断链的可能性。

收费公路行业受到严格监管以限制其垄断权，这些监督限制了行业内企业自主定价权利，但该机制提供了相对透明、较为稳定的收入来源和较充沛的现金流，这一特性有助于收费公路企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流以偿还债务。收费公路上市公司样本营业收入现金率体现出的资金回笼情况与行业特征相符合，现金回笼规模较大且均相对稳定，其中湖南投资由于 2017 年结转湖南投资大厦项目，导致营业收入结转和现金流入的时间点存在差异；东莞控股由于多元经营的融资租赁、商业保理属于资金密集型业务，经营活动资金需求量加大，短期内经营活动呈现出净流出状态，其金融业务的风险控制能力需持续关注。

图表 20. 收费公路上市公司经营活动现金流情况（单位：亿元、倍）

序号	简称	营业收入现金率			经营性净现金流入			经营净现金流/流动负债		
		2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
1	四川成渝	103.99	110.25	111.04	15.90	21.17	22.01	0.30	0.29	0.29
2	宁沪高速	104.90	108.37	91.26	44.76	54.64	51.61	0.43	0.75	0.59
3	山东高速	92.23	105.28	108.08	33.06	66.93	58.19	0.43	0.93	1.27

序号	简称	营业收入现金率			经营性净现金流入			经营净现金流/流动负债		
		2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
4	赣粤高速	98.62	98.80	106.72	18.99	17.01	24.58	0.40	0.49	0.53
5	深高速	107.77	91.30	95.00	17.72	21.27	26.65	0.43	0.44	0.39
6	现代投资	109.43	110.77	110.71	14.35	14.92	11.71	0.25	0.20	0.16
7	中原高速	85.48	115.49	84.89	25.74	33.71	29.79	0.22	0.25	0.24
8	福建高速	113.41	100.05	105.80	23.00	18.23	19.26	1.44	1.10	1.27
9	皖通高速	97.79	104.30	102.58	15.21	17.52	18.73	1.42	1.85	2.21
10	粤高速 A	97.90	102.63	102.16	9.97	19.24	20.93	0.58	1.24	1.42
11	楚天高速	99.22	102.76	98.19	6.89	8.72	7.58	0.82	0.81	0.51
12	华北高速	77.27	92.69	118.52	3.16	5.35	8.96	0.26	0.67	1.74
13	湖南投资	204.34	262.30	32.69	0.79	2.34	0.44	0.14	0.28	0.11
14	五洲交通	97.91	136.19	138.06	9.67	10.73	11.30	0.19	0.63	0.85
15	东莞控股	85.89	87.38	81.69	-11.95	-9.75	-15.15	-0.45	-0.38	-0.61
16	吉林高速	100.09	101.06	109.41	3.05	4.54	6.64	0.40	0.65	1.56
17	重庆路桥	129.07	83.40	106.51	3.85	2.35	2.32	0.50	0.62	1.20
18	龙江交通	171.49	188.01	246.41	2.90	3.16	7.52	0.27	0.20	0.38
--	样本均值	109.82	116.72	108.32	13.17	17.34	17.39	0.45	0.61	0.78
--	样本中值	99.66	103.53	106.16	12.16	15.96	15.22	0.40	0.63	0.56

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

收费公路上市样本在路产增量投资压力相对较小，路产的投资主要为改扩建或少量新建项目，资金投入量呈缩减趋势。样本中宁沪高速 2017 年由于支付的五峰山公路大桥与南北接线项目、常宜高速一期项目、宜长高速项目以及镇丹高速项目建设资金，山东高速由于支付济青改扩建项目工程款，深高速由于支付收购公司的股权对价款而导致 3 家样本投资支出扩大。

除了宁沪高速、深高速和东莞控股外，由于充沛的经营现金流入和较小的项目投资需求，收费公路样本企业的经营获得现金流基本可覆盖投资所需资金并有所结余，对外筹措资金主要用于债务偿付等。

图表 21. 收费公路上市公司投资和筹资活动（单位：亿元）

序号	简称	投资性净现金流入			筹资性净现金流入			借款+发行债券收到现金			偿还债务支付现金		
		2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
1	四川成渝	-41.89	-14.11	-13.23	20.50	1.20	-0.51	50.89	25.80	25.53	20.22	14.61	15.10
2	宁沪高速	-14.99	-2.26	-61.86	-34.64	-52.65	12.93	219.51	143.37	138.12	227.15	169.78	114.92
3	山东高速	-0.47	-33.43	-38.02	-31.93	1.76	-51.96	32.92	89.16	1.24	41.74	67.31	35.92
4	赣粤高速	-11.97	-7.68	-14.61	-14.47	-7.70	-10.45	43.86	34.69	29.58	47.94	31.90	29.47
5	深高速	5.84	-25.30	-51.73	25.71	-15.29	6.00	17.08	19.98	42.98	41.74	21.00	20.09
6	现代投资	-10.23	-22.74	-10.03	4.23	13.62	-2.90	13.41	32.50	33.50	24.62	23.77	46.16
7	中原高速	-58.49	-32.91	-17.50	37.06	-14.50	-6.81	87.26	106.32	127.59	68.87	95.66	113.38
8	福建高速	-12.66	-3.33	-0.69	-7.63	-15.09	-16.55	39.76	2.00	0.00	40.16	9.20	8.95
9	皖通高速	-10.14	-4.05	-10.14	-2.60	-1.56	-4.82	7.71	8.55	2.58	4.75	4.45	1.68
10	粤高速 A	5.40	-17.46	-2.30	-11.11	12.26	-19.76	0.50	24.98	18.08	6.75	23.30	26.72
11	楚天高速	-3.42	-2.41	-4.55	-5.27	-4.76	-4.11	10.44	8.19	6.80	12.98	10.40	11.50
12	华北高速	-3.36	-2.52	-1.99	0.80	-3.52	-7.01	7.00	3.50	2.00	3.00	3.00	6.50
13	湖南投资	-0.06	-0.61	-0.11	-0.50	-0.91	-0.25	0.90	0.00	0.00	1.10	0.94	0.00
14	五洲交通	5.16	0.14	-2.00	-11.94	-12.17	-7.61	35.69	55.92	24.30	42.44	63.44	27.54
15	东莞控股	-0.07	8.54	4.51	15.69	-5.31	0.34	49.18	18.00	47.00	31.30	20.01	42.97
16	吉林高速	-10.39	-8.40	-2.79	10.02	4.76	-10.19	11.96	9.00	1.63	0.00	2.01	9.00
17	重庆路桥	0.92	4.49	-4.60	4.35	-10.66	-5.88	13.98	0.00	0.00	7.01	8.14	3.58
18	龙江交通	-1.59	-1.79	-1.26	-0.76	-0.66	-3.67	0.16	1.50	0.00	0.00	1.20	2.74
--	样本均值	-9.02	-9.21	-12.94	-0.14	-6.18	-7.40	35.68	32.41	27.83	34.54	31.67	28.68

序号	简称	投资性净现金流入			筹资性净现金流入			借款+发行债券收到现金			偿还债务支付现金		
		2015年	2016年	2017年 E	2015年	2016年	2017年 E	2015年	2016年	2017年 E	2015年	2016年	2017年 E
--	样本中值	-3.39	-3.69	-4.58	-0.63	-4.14	-5.35	15.53	18.99	12.44	22.42	17.31	17.59

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

(3) 资产质量

收费公路企业一般可获得当地政府在资本金注入等方面较大力度的支持，资本金或资产注入形成企业权益资产。上市公司样本企业均制定并实施现金分红政策，兼顾投资者利益，为股东提供资金回报，高分红率（超过 40%）的样本包括宁沪高速、华北高速、深高速、东莞高速和粤高速 A。

图表 22. 收费公路上市公司分红情况（单位：亿元、%）

序号	简称	所有者权益			年度分红额		分红率	
		2015 年末	2016 年末	2017.9 月末	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1	四川成渝	132.97	138.84	145.41	2.45	3.36	22.17	23.16
2	宁沪高速	211.86	229.42	253.41	20.15	21.16	76.65	74.89
3	山东高速	241.88	251.87	271.77	8.61	9.43	38.16	37.39
4	赣粤高速	144.16	156.83	159.68	3.50	3.50	27.59	28.29
5	深高速	149.61	147.11	155.85	7.41	4.80	47.66	46.53
6	现代投资	70.64	79.40	86.35	0.40	0.51	31.36	28.59
7	中原高速	121.42	122.88	130.59	3.60	1.98	31.57	31.06
8	福建高速	98.16	102.07	104.47	2.74	4.12	39.26	39.87
9	皖通高速	89.07	94.20	97.76	3.81	3.81	44.96	44.70
10	粤高速 A	61.28	88.44	94.84	1.89	7.03	40.01	43.27
11	楚天高速	40.89	43.45	59.35	1.31	1.73	39.22	39.81
12	华北高速	48.01	49.45	49.02	0.87	1.74	55.60	55.57
13	湖南投资	14.96	15.46	16.50	0.00	0.25	15.76	16.95
14	五洲交通	30.16	30.55	32.83	0.00	0.67	26.44	27.21
15	东莞控股	45.83	51.26	55.17	3.12	3.12	46.43	45.27
16	吉林高速	28.58	30.08	31.71	0.42	0.58	27.73	28.05
17	重庆路桥	32.58	34.88	35.61	0.68	0.89	29.40	29.47
18	龙江交通	36.35	37.88	39.78	0.83	0.87	25.68	26.66
--	样本均值	88.80	94.67	101.12	3.43	3.86	36.98	37.04
--	样本中值	65.96	83.92	90.60	2.17	2.55	34.86	34.23

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

资产质量是企业经营能力的保障，收费公路属于基础设施行业，行业内企业具有重资产的运营特征，该类资产具有专用性，总体价值高，但是流动性差。样本企业资产规模相对稳定，部分出现下滑系资产折旧或摊销所致，而与此同时资产总额是规模化定量指标的体现，收费公路企业资产集中在固定资产（公路资产）或无形资产（公路收费权益）。

流动资产方面，如未涉足房地产等行业，收费公路企业的存货相对较小，正常经营情况下应收账款也相对较小，但如果收费公路行业陷入低谷，收费公路企业由于经营不善可能导致企业应收账款的坏账情况；如涉足房地产等行业，则更进一步关注地产项目投资压力、区域布局、政策风险和去化压力等。此外，对外参股收费公路企业或较大的股权投资行为，则关注参股公司的现金分红政策和历史现金分红情况。

图表 23. 收费公路上市公司资产构成情况（单位：亿元）

序号	简称	资产总额			应收类账款			存货			长期股权投资		
		2015 年末	2016 年末	2017/9 月末	2015 年末	2016 年末	2017/9 月末	2015 年末	2016 年末	2017/9 月末	2015 年末	2016 年末	2017/9 月末
1	四川成渝	335.40	363.79	367.96	25.34	26.37	30.50	16.93	23.58	23.76	2.29	4.15	4.52
2	宁沪高速	364.76	362.83	413.35	9.36	5.70	2.64	32.56	31.42	30.20	44.57	47.71	50.15

序号	简称	资产总额			应收类账款			存货			长期股权投资		
		2015年末	2016年末	2017/9月末	2015年末	2016年末	2017/9月末	2015年末	2016年末	2017/9月末	2015年末	2016年末	2017/9月末
3	山东高速	444.29	454.31	445.97	46.67	41.18	48.14	129.07	48.55	38.30	14.50	38.90	40.05
4	赣粤高速	310.59	320.18	327.53	8.66	11.21	11.66	5.95	7.36	8.18	2.72	7.14	7.14
5	深高速	316.71	323.85	363.19	8.52	6.61	5.84	6.49	6.63	6.94	19.83	47.03	90.10
6	现代投资	186.97	220.17	232.37	11.63	14.87	14.71	1.74	6.73	8.78	1.96	11.67	12.10
7	中原高速	474.07	483.58	521.82	2.02	2.51	2.09	14.41	14.21	12.05	26.25	35.76	50.59
8	福建高速	183.15	179.63	177.94	4.07	4.15	4.26	0.12	0.09	0.08	2.81	4.80	4.11
9	皖通高速	121.41	131.21	135.38	2.84	2.52	4.75	0.05	0.05	0.06	0.91	1.05	1.12
10	粤高速 A	121.08	160.72	163.69	0.65	0.66	1.14	0.01	0.00	0.02	26.35	22.21	23.77
11	楚天高速	89.03	88.87	106.08	0.63	0.87	4.77	0.02	0.01	1.79	0.25	0.93	0.93
12	华北高速	62.28	59.40	57.43	7.31	9.31	7.96	0.02	0.02	0.02	0.45	0.39	0.34
13	湖南投资	20.58	23.75	20.41	0.26	0.78	1.04	5.59	9.83	7.74	0.26	0.22	0.21
14	五洲交通	123.35	114.19	111.12	17.78	10.42	8.04	21.12	23.02	21.83	0.09	0.00	0.00
15	东莞控股	83.22	89.14	97.75	21.16	39.67	40.88	0.00	0.00	0.00	12.00	13.54	14.16
16	吉林高速	63.24	70.84	63.43	0.06	0.77	1.05	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
17	重庆路桥	73.41	68.49	67.29	24.95	22.60	22.38	3.45	3.47	3.48	11.70	13.15	13.47
18	龙江交通	47.23	54.19	59.36	0.22	0.16	0.19	13.45	18.00	18.65	10.23	10.99	11.92
--	样本均值	190.04	198.28	207.34	10.67	11.13	11.78	13.94	10.72	10.10	9.84	14.42	18.04
--	样本中值	122.38	145.97	149.53	7.91	6.16	5.31	4.52	6.68	7.34	2.77	9.06	9.53

数据来源: Wind 资讯、公开资料, 新世纪评级整理(应收类账款=应收账款+其他应收款+长期应收款)

整体而言, 在财务偿债能力上, 上市公司债务以存量债务为主, 增量债务压力较小, 偿债样本表现基本优于行业平均, 但样本内也出现一定程度分化, 在财务偿债风险控制能力上处于前列的包括粤高速 A、山东高速和深高速, 财务偿债风险控制能力相对较弱的包括五洲交通和中原高速, 其余样本则处于中段。

行业信用等级分布及级别迁移分析³

主体信用等级分布与迁移

由于收费公路行业准公共特征明显, 投资规模大, 行业进入壁垒高, 区域专营现象较为明显, 竞争程度较低。从行业内已发债企业来看, 主要分布情况为: (1) 省级主要基础设施建设和运营平台, 处于区域内垄断地位, 其实际控制人一般为省政府(省国资委)或省交通厅, 旗下控股路产占省内通车高速公路里程的比重大; (2) 市级主要基础设施建设和运营平台, 具有明显的区域经营优势, 其实际控制人为政府(省/市国资委)或省交通厅等; (3) 拥有单一路产经营权的主体。2017 年前三季度, 收费公路行业发行债券主体共计 34 家, 其中 AAA 级主体 20 家, AA+级主体 9 家, AA 级主体 5 家, 具体情况详见附录一。截至 2017 年 9 月末, 收费公路行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 81 家, 其中 AAA 级主体 35 家, AA+级主体 26 家, AA 级主体 18 家, AA-级主体 2 家。

³ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果, 即不考虑中债资信的评级结果。此外, 本部分统计主体等级分布时对重复主体进行了剔除, 即单一主体发行多支债券时只按该主体最新信用等级统计一次。

图表 24. 收费公路行业主体信用等级分布⁴

发行主体信用等级	2017 年前三季度		截至 2017 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	20	58.82	35	43.21
AA ⁺	9	26.47	26	32.10
AA	5	14.71	18	22.22
AA ⁻	—	—	2	2.47
合计	34	100.00	81	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年前三季度，行业内共计 11 家发债主体信用等级被调升，调整情况详见附录二。具体来看：

大公国际鉴于广东省路桥建设发展有限公司（简称“粤路桥”）控股的二广高速公路全线通车、无偿划入的广佛肇高速对未来通行费收入拉动作用，以及公司继续得到股东广东省交通集团有限公司的有力支持等有利因素等理由，将粤路桥主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

新世纪评级鉴于贵州高速公路集团有限公司（简称“贵州高速集团”）定位清晰，核心业务在区域内具有一定垄断优势；新通车路产效益释放明显，主业现金回笼能力较强，公司路产通行费收入对利息偿付的保障能力增强，以及公司能获得政府资本金、补贴及和政策扶持及金融机构支持等有利因素等理由，将贵州高速集团主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

新世纪评级鉴于杭州市交通投资集团有限公司（简称“杭州交投”）获得政府大规模资产注入，经营性路产规模大幅增长，公司地位进一步提升；公司主业发展稳健，现金回笼情况较好等有利因素等理由，将杭州交投主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

大公国际鉴于河南交通投资集团有限公司（简称“河南交投”）公司通行费收入继续增长，部分省内外高速公路改扩建的完工及新建路产的通车使得公司运营路产效应有所提升，继续得到政府支持及经营性净现金流获取能力继续提高，对债务及利息保障能力有所增强等有利因素，将河南交投主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

中诚信国际鉴于宁波交通投资控股有限公司（简称“宁波交投”）优良的路产质量为其提供稳定的收入和现金流、宁波市财政局和国开发展基金的注资款夯实了公司资本、公司获得的政府补助及政策支持力度不断加大以及公司债务规模和负债水平持续下降等有利因素，将宁波交投主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

中诚信国际鉴于陕西省高速公路建设集团公司（简称“陕西高速”）良好的外部环境、路产区域竞争优势显著，通车里程持续增加、通行费收入与车流量整体保持增长以及交通部和陕西省交通厅的大力支持等有利因素，将陕西高速主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

中诚信国际鉴于陕西省交通建设集团公司（简称“陕西交投”）良好的外部环境、路产区域竞争优势显著，通车里程持续增加、通行费收入与车流量整体保持增长以及交通部和陕西省交通厅的大力支持等有利因素，将陕西交投主体信用等级由 AA⁺级调升至 AAA 级。

⁴ 本部分等级分布包含超短期融资券发行主体。截至 2017 年 9 月末，收费公路行业中包含了 5 个主体具有双评级且评级结果不一致的情况，包括（1）河南省收费还贷高速公路管理有限公司：联合资信最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA+/稳定；（2）重庆高速公路集团有限公司：联合资信最新主体评级 AAA/稳定，鹏元最新主体评级 AA+/稳定；（3）陕西省高速公路建设集团公司：中诚信国际最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA/稳定；（4）陕西省交通建设集团公司：中诚信国际最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA/稳定；（5）漳州市交通发展集团有限公司：联合资信最新主体评级 AA+/稳定，新世纪评级最新主体评级 AA/稳定。

大公国际鉴于云南省公路开发投资有限责任公司（简称“云南公投”）2016 年以来车流量的稳步提升以及收费标准调整后首个完整年度的实施使得公司通行费收入大幅增长，工程施工及销售业务的规模扩张带动营业收入大幅增加；作为云南省高速公路投融资建设和经营管理最重要的主体继续得到政府的有力支持，公司经营性现金流对债务保障能力好转等有利因素，将云南公投主体信用等级由 AA+级调升至 AAA 级。

中诚信国际鉴于东莞发展控股股份有限公司（简称“东莞控股”）路产质量、收费主业有望进一步发展，以及公司大力发展类金融业务等有利因素，将东莞控股主体信用等级由 AA 级/正面调整为 AA+级/稳定。

联合资信鉴于嘉兴市高等级公路投资有限公司（简称“嘉兴高投”）通行费稳定增加，2016 年受益于政府债务置换支持，债务结构改善，以及持续获得嘉兴市政府在财政资金补贴等方面支持等有利因素，将嘉兴高投主体信用等级由 AA 级调整为 AA+级。

鹏元资信鉴于温州市交通投资集团有限公司（简称“温州交投”）获得较大政府支持力度，以及公司收入有所增长，经营可持续性强，投资收益稳定且持续增长等有利因素，将温州交投主体信用等级由 AA 级调整为 AA+级。

图表 25. 收费公路行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 9 月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	27	-	-	-
AA+	8	23	-	-
AA	-	3	18	-
AA-	-	-	-	2

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据新世纪评级《2017 年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究》，2017 年前三季度债券市场主体信用等级向上迁移的主体 295 家，向下迁移的主体 46 家，等级迁移以上升为主；2017 年前三季度跟踪评级基本保持了年度等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。2017 年前三季度，收费公路行业债券市场主体信用等级向上迁移的主体 11 家，向下迁移的主体 0 家，等级迁移均为上升；但有别于整个市场信用等级迁移，由于收费公路行业内企业信用等级分布偏高信用等级，且 2016 年及 2017 年前三季度行业整体较稳健发展，路产效益逐步释放，其行业内主体信用等级迁移情况表现为较高级别区间的调升，尤其是 AA+级调升为 AAA 级，占 2017 年前三季度主体迁移样本的 70%以上，截至 2017 年 9 月末，存续期主体中高信用等级（含 AA+级和 AAA 级）样本企业数已超过 75%，2017 年前三季度发行债券主体数量中高信用等级（含 AA+级和 AAA 级）样本企业数超过 80%。整体而言，2017 年前三季度，收费公路行业发债主体信用等级集中于 AA 级及以上，行业内主体信用质量较高。

行业主要债券品种利差分析⁵

收费公路企业发债主体数量相对较多，2017 年前三季度，收费公路行业内企业合计发行 7 支一般短期融资券、26 支中期票据、10 支公司债和 3 支企业债，具体发行利差情况详见附录三。

1. 短期融资券⁶

2017 年前三季度，收费公路行业内企业共发行 7 支一般短期融资券，其中主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级利差均值分别为 148.19BP、130.82BP 和 170.07BP。

⁵ 本部分所统计债券均为公开发行的债券，发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

⁶ 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

根据新世纪评级《2017 年前三季度短期融资券利差分析》指出：主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级利差均值分别为 144.41BP、188.65BP 和 218.62BP。收费公路行业短期融资券不同信用等级的利差均值基本低于整个短期融资券发行市场的利差均值。

图表 26. 2017 年前三季度收费公路行业短期融资券发行利差（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
		区间	均值	债市均值
AAA	4	117.86~175.52	148.19	144.41
AA+	1	130.82~130.82	130.82	188.65
AA	2	153.70~186.43	170.07	218.62

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据⁷

2017 年前三季度，收费公路行业内企业共发行 26 支中期票据，期限包括 3 年期和 5 年期。其中 3 年期的中期票据 17 支，其中主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级利差分别为 152.92BP、270.39BP 和 233.94BP；5 年期的中期票据共 9 支，其中主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级的利差均值分别为 198.58BP、214.35BP 和 226.79BP。

根据新世纪评级《2017 年前三季度中期票据利差分析》指出：发行期限 3 年期主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级利差均值分别为 146.79BP、218.36BP 和 252.83BP，收费公路行业 3 年期中票高级别信用等级发行利差高于债市中票发行利差均值。《2017 年前三季度中期票据利差分析》中发行期限 5 年期主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级利差均值分别为 154.32BP、199.23BP 和 243.21BP，收费公路行业高级别信用等级发行利差高于债市 5 年期利差均值。

图表 27. 2017 年前三季度收费公路行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
			区间	均值	债市均值
3 年	AAA	14	110.94~234.91	152.92	146.79
	AA+	1	270.39~270.39	270.39	218.36
	AA	2	198.78~269.10	233.94	252.83
5 年	AAA	5	190.51~211.00	198.58	154.32
	AA+	2	211.05~217.65	214.35	199.23
	AA	2	222.85~230.73	226.79	243.21

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 企业债券⁸

2017 年前三季度，收费公路行业内企业共发行 3 支企业债券，期限均为 5 年期，主体信用等级均为 AAA 级，利差均值为 211.10BP。

图表 28. 2016 年前三季度收费公路行业企业债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
			区间	均值	债市均值
5 年	AAA	3	204.39~224.05	211.10	[无参考值]

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（注：《2017 年前三季度企业债利差分析》中未披露 5 年期利差均值，发行期限 7 年期主体信用等级为 AAA 级利差均值为 193.79BP。）

⁷ 不含中小企业集合票据。

⁸ 不含中小企业集合债券。

4. 公司债券

2017 年前三季度，收费公路行业内企业发行了 10 支公司债券，期限包括 3 年期和 5 年期。3 年期的公司债 1 支，主体信用等级为 AAA 级，公司债券利差均值为 119.64BP；5 年期的公司债券共 9 支，其中主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级的利差均值分别为 125.20BP、138.70BP 和 212.24BP。

根据新世纪评级《2017 年前三季度公司债利差分析》，指出：5 年期公司债主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级发行利差均值分别为 126.56BP、200.13BP 和 303.02BP，收费公路行业公司债利差均值低于债市公司债发行市场利差均值。

图表 29. 2017 年前三季度收费公路行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
			区间	均值	债市均值
3 年	AAA	1	119.64~119.64	119.64	[无参考值]
5 年	AAA	7	93.71~143.96	125.20	126.56
	AA+	1	138.70~138.70	138.70	200.13
	AA	1	212.24~212.24	212.24	303.02

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（注：《2017 年前三季度公司债利差分析》中未披露 3 年期利差均值。）

2018 年行业信用展望

收费公路作为重要交通基础设施的战略地位和规划布局、路网网络不断完善带来持续的规模效应，且由于行业特性提供了相对透明、较为稳定的收入来源和较充沛的现金流。同时，行业收费标准的政策红利以及行业投融资体制改革带来的融资渠道多元化等方面预示政府及金融机构支持行业长期发展。

但是考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车高速投资回收期拉长、居高的造价成本以及其他运输方式等竞争分流，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力；此外，收费公路行业前期大规模的投资建设使其积累了较大规模债务，行业还本付息压力沉重，收支缺口将进一步扩大；“十三五”时期收费公路行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息能力或将持续弱化。

图表 30. 收费公路行业核心要素及变化趋势展望

核心要素	指标	2015 年 (末)	2016 年 (末)	2017 年 (末) E	2018 年 (末) E
宏观经济	GDP[亿元]	689052.10	744127.20	稳定增长	稳定增长
	GDP 增速[%]	6.90	6.70		
主要联动行业	公路客运量[亿人]	189.04	154.28	↓	↓
	公路客运周转量[亿人公里]	12210.69	10228.71	↓	↓
	公路货运量[亿吨]	354.52	334.13	↑	↑
	公路货运周转量[亿吨公里]	64704.50	61080.10	↑	↑
行业资产规模[收费高速公路]	收费高速公路投资[亿元]	63431.24	69552.17	↑	↑
	收费高速公路里程[公里]	117021.90	124507.60	↑	↑
行业债务水平[收费高速公路]	收费高速公路年末债务余额[亿元]	41460.06	45634.98	↑	↑
	收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3543	0.3665	↑	↑
行业收支平衡能力 [收费高速公路]	收费高速公路通行费收入[亿元]	3724.75	4181.32	↑	↑
	收费高速公路支出项[亿元]	6667.1	8002.97	↑	↑
	--- 还本付息支出[亿元]	5298.55	6570.07	↑	↑
	收费高速公路收支平衡结果[亿元]	-2942.35	-3821.66	↑	↑
行业还本付息能力 [收费高速公路]	单公里年通行费收入[万元/公里]	318.3	335.83	↑	↑
	存量债务消化周期[年]	10.12	10.03	↓	↓
	通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.70	0.64	↓	↓
	当期还本付息占通行费收入比重[%]	142.25	157.13	↑	↑
收费标准	收费标准	持平	持平	持平	持续关注收费公路管理条例修订意见稿
融资费率	利差均值区间[BP]	--	40~242	119~270	我国 10 年期国债收益率已回升至 2014 年末水平，未来可能进一步上涨，中央财政、地方政府及企业融资成本将面临继续上涨的压力
竞争分流	全国铁路固定资产投资[亿元]	8238.00	8015.00	持平	持平

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理（其中利差均值区间选取当年度不同债券发行券种不同信用等级的发行利差均值上下线）

1. 《收费公路管理条例》修订稿和收费公路投融资体制改革预期利好

目前，我国《收费公路管理条例》（修订征求意见稿）尚未正式实施，但其内容提供的政策思路，以及收费公路投融资机制改革的推进，将一定程度上缓解行业收支不平的巨大压力；但投融资改革实施进程、《收费公路管理条例》修订稿能否在 2018 年落地实行及政策效果反馈等方面均需要持续观察。对于收费公路发债主体而言，各项政策均有

意向延长收费期限，政策层面趋于放宽，将有利于提高主业盈利水平、稳定业务结构和缓解债务本息偿付压力。

2.中短期内，收费公路行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力

我国收费公路网不断完善的同时，收费公路行业也面临着部分路产收费期的逐年递减风险，剩余收费期限相对紧张，加大了收费公路企业转型压力。此外，对于已通车路产，通行费收入稳健增长但增速放缓，且收入端受到政策监管要求和制约，大幅上升的空间较小，短期内收费定价机制仍难以调节；对于尚未通车路产，投运后培育期较长，收费公路行业通行费收入主要还是依赖重要/核心路产的收费，但在核心路产收费增速乏力，新建路产产能释放周期被拉长效益预期不佳的双重压力下，对行业未来盈利规模设下限制。收费公路发债主体虽有稳定的业务内生资金，但也需要关注收费期限、公路基础设施自身通行标准受限以及投资回收期拉长带来的边际效益递减影响，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。

对于收费公路发债主体而言，主业通行费收入增速下滑趋势明显，主业盈利水平呈下滑趋势，收费公路企业公路收费主业经营压力加大；此外，考虑到收费公路收费期逐年递减以及行业内部分发债主体控股路产较为单一，其经营可持续性依赖于剩余收费期或建设培育新路产，关注此类主体控股路产收费期限界定及未来到期后经营转型或其他可持续经营方式。

3.收费公路在行业债务和利息偿付上将继续承压，行业内发债主体财务杠杆普遍较高

收费公路行业存量债务规模大，且存量债务付息的比例明显升高，通行费收入已经难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以付息。考虑到未来仍有较大的投资资金需求，收费公路行业收支缺口或将继续扩大，行业债务和利息偿付将继续承压。对于收费公路发债主体而言，前期积累较大规模债务且部分债务陆续到期需兑付，同时在建及拟建高速公路存在一定资金需求量，收费公路发债主体财务杠杆普遍较高，由于投融资体制尚在改革进程中，预计短期内，行业内发债主体企业财务杠杆仍居高不下。

4.多元化带来较大不确定性，收费公路发债主体经营和财务稳健性受波动

收费公路行业内部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来了主营业务稳定性的波动和其他行业典型性风险。关注多元化拓展领域：房地产开发、金融投资、工程施工、清洁能源开发、大宗贸易及物流等，关注风险点：房地产去化能力、金融/股权投资损益、施工市场份额、新能源政策调整和电力消化方式，以及多元领域带来资本需求和资金平衡能力等。

5.行业信用品质较好，融资渠道保持通畅

收费公路行业发债主体信用等级集中于 AA 级及以上，行业内主体信用质量较高；行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构支持，有利于降低项目资金风险，行业整体融资方式较多元，除银行借款外，近年来收费公路行业债市发行规模较大，且在公开市场上认可度较高，融资渠道保持通畅。

附录一

截至 2017 年 9 月末存续期收费公路业发债主体信用等级分布及主要财务数据
(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人中文名称	发行人委托评级机构	级别	资产总额	带息债务	所有者权益	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营活动净现金流	流动比率 (倍)
安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	2275.22	1222.78	774.07	65.98	301.38	34.40	26.61	105.56	0.86
北京市首都公路发展集团有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	1900.97	547.28	847.46	55.42	120.46	31.09	6.32	71.47	1.10
成都交通投资集团有限公司	联合资信	AAA/稳定	948.61	235.46	383.30	59.59	23.02	18.79	2.30	33.60	6.09
福建省高速公路集团有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	3335.86	2107.18	952.69	71.44	138.96	67.20	10.92	130.49	0.58
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	新世纪评级/大公国际	AAA/稳定	3077.98	1703.86	1146.94	62.74	644.74	9.51	10.84	20.11	1.80
广东省高速公路有限公司	大公国际	AAA/稳定	1301.55	824.54	313.34	75.93	70.64	41.46	6.31	48.71	0.38
广东省交通集团有限公司	联合资信/大公国际	AAA/稳定	3652.25	2279.89	1059.95	70.98	449.46	36.05	53.03	194.57	1.05
广东省路桥建设发展有限公司	大公国际	AAA/稳定	1111.60	693.42	346.33	68.84	52.13	49.73	0.87	37.85	2.14
广州交通投资集团有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	811.37	467.02	272.46	66.42	55.70	36.30	10.20	33.29	1.03
贵州高速公路集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	3494.10	2132.28	1062.42	69.59	143.50	76.37	25.41	73.89	1.06
杭州市交通投资集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	390.17	145.94	142.39	63.51	48.25	24.68	7.45	25.65	3.29
河北交通投资集团公司	新世纪评级/中诚信国际	AAA/稳定	1275.50	870.21	357.90	71.94	77.11	54.89	5.43	43.53	1.26
河南交通投资集团有限公司	大公国际/新世纪评级	AAA/稳定	1788.01	996.28	594.26	66.76	133.01	68.18	27.95	73.10	0.74
湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	3361.76	1998.49	1118.51	66.73	234.92	35.96	19.99	47.21	1.08
湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信国际/中诚信证评	AAA/稳定	1756.02	923.45	549.97	68.68	147.46	23.10	8.18	-47.29	2.32
湖南省高速公路建设开发总公司	联合资信/鹏元资信/大公国际	AAA/稳定	4220.50	2762.01	1296.10	69.29	129.69	81.94	41.07	68.69	0.83
江苏交通控股有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	2871.28	1454.36	1038.15	63.84	442.15	42.41	81.08	238.64	0.28
江苏宁沪高速公路股份有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	413.35	107.47	253.41	38.69	99.25	52.38	39.04	51.61	0.51
江西赣粤高速公路股份有限公司	大公国际	AAA/稳定	327.53	112.54	159.68	51.25	45.58	40.95	8.73	24.58	1.02
江西省高速公路投资集团有限责任公司	联合资信/大公国际	AAA/稳定	2810.30	1381.66	1099.39	60.88	155.22	48.71	8.70	79.41	0.40
南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司	新世纪评级	AAA/稳定	936.56	317.51	397.55	57.55	109.02	21.89	8.26	64.39	0.86
宁波交通投资控股有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	726.23	386.03	273.27	62.37	69.03	25.35	4.58	38.44	1.56
山东高速股份有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	445.97	131.90	271.77	39.06	89.05	49.50	34.42	58.19	2.89

发行人中文名称	发行人委托评级机构	级别	资产总额	带息债务	所有者权益	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营活动净现金流	流动比率[倍]
山东高速集团有限公司	中诚信国际/大公国际/鹏元资信/中诚信证评	AAA/稳定	4940.07	3071.16	1217.42	75.36	566.16	18.92	44.07	27.56	0.62
深圳高速公路股份有限公司	中诚信国际/联合资信	AAA/稳定	363.19	107.63	155.85	57.09	47.23	47.48	15.55	26.65	0.68
四川成渝高速公路股份有限公司	中诚信国际/中诚信证评	AAA/稳定	367.96	180.83	145.41	60.48	90.28	26.57	10.25	22.01	1.18
四川高速公路建设开发总公司	中诚信国际	AAA/稳定	2014.57	1275.60	494.39	75.46	209.92	30.53	0.09	74.94	1.31
四川省交通投资集团有限责任公司	中诚信国际	AAA/稳定	3025.41	1804.42	943.06	68.83	394.57	23.96	10.15	101.21	1.31
越秀交通基建有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	225.69	84.87	113.04	49.91	25.19	66.86	11.66	17.22	-
云南省交通投资建设集团有限公司	大公国际/中诚信证评	AAA/稳定	3097.62	1797.10	831.67	73.15	561.78	22.68	30.68	93.72	1.42
浙江省交通投资集团有限公司	中诚信国际/联合资信/联合信用	AAA/稳定	3162.39	1422.93	1046.92	66.89	991.67	13.76	52.33	78.50	1.28
河南省收费还贷高速公路管理有限公司	联合资信 大公国际	AAA/稳定 AA+/稳定	1844.91	1136.09	603.32	67.30	106.01	79.00	22.52	83.77	0.46
重庆高速公路集团有限公司	中诚信证评/联合资信 鹏元资信	AAA/稳定 AA+/稳定	1749.75	1129.94	516.62	70.47	93.88	39.54	4.49	53.83	0.75
陕西省高速公路建设集团公司	中诚信国际 大公国际	AAA/稳定 AA/稳定	1988.06	1389.38	509.54	74.37	111.71	65.35	1.70	49.58	0.55
陕西省交通建设集团公司	中诚信国际 大公国际	AAA/稳定 AA/稳定	2687.60	1764.06	781.68	70.92	108.12	64.97	2.69	69.18	0.58
东莞发展控股股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	97.75	31.03	55.17	43.57	14.25	62.69	9.20	-15.15	0.74
东莞市交通投资集团有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	338.09	142.25	156.91	53.59	33.04	40.15	12.89	2.06	1.44
福建发展高速公路股份有限公司	中诚信证评	AA+/稳定	177.94	59.48	104.47	41.29	25.08	64.09	9.47	19.26	0.89
广东省公路建设有限公司	大公国际	AA+/稳定	725.27	483.81	203.04	72.01	59.77	52.88	24.12	42.93	1.23
海南省交通投资控股有限公司	联合资信	AA+/稳定	172.66	47.13	104.50	39.47	23.22	52.77	7.61	14.15	5.84
河南中原高速公路股份有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	521.82	301.60	130.59	74.97	55.65	48.41	12.09	29.79	0.35
黑龙江省高速公路集团公司	中诚信国际	AA+/稳定	551.46	120.21	286.20	48.10	24.11	55.58	0.28	19.35	2.36
湖北楚天智能交通股份有限公司	鹏元资信	AA+/稳定	106.08	37.44	59.35	44.05	21.44	45.87	5.47	7.58	0.99
湖州市交通投资集团有限公司	联合资信/中诚信国际	AA+/稳定	327.56	124.88	180.86	44.79	13.60	29.87	1.33	6.07	10.75
华北高速公路股份有限公司	联合资信	AA+/稳定	57.43	1.52	49.02	14.65	9.95	50.29	3.35	8.96	2.94

发行人中文名称	发行人委托 评级机构	级别	资产总额	带息债务	所有者权益	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营活动净 现金流	流动比率 [倍]
吉林省高速公路集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	1463.19	288.32	1020.30	30.27	14.04	-14.33	15.54	15.06	6.77
嘉兴市高等级公路投资有限公司	联合资信/联合信用	AA+/稳定	372.81	180.13	173.93	53.35	17.71	28.87	2.92	3.44	6.19
江苏苏通大桥有限责任公司	中诚信国际	AA+/稳定	151.05	88.00	44.51	70.53	20.69	71.08	8.17	1.89	1.17
江苏扬子大桥股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	162.26	92.08	58.10	64.19	13.11	69.60	5.88	9.17	0.51
昆明交通产业股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	769.64	318.95	323.39	57.98	100.84	3.73	9.42	45.33	3.02
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	联合资信/东方金诚	AA+/稳定	1078.36	538.17	216.80	79.90	53.90	77.10	-2.92	22.82	1.19
宁波市杭州湾大桥发展有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	101.44	39.95	54.34	46.44	15.43	56.01	4.55	12.28	0.09
宁夏交通投资集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	--	--	--	--	--	--	--	--	--
苏州交通投资有限责任公司	中诚信国际	AA+/稳定	255.84	31.11	132.41	48.25	21.85	-13.74	7.66	13.84	1.19
天津高速公路集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	967.13	605.13	205.75	78.73	40.66	36.34	0.26	72.87	0.67
温州市交通投资集团有限公司	鹏元资信	AA+/稳定	298.04	114.69	122.63	58.85	9.16	50.91	4.30	6.10	0.72
现代投资股份有限公司	大公国际	AA+/稳定	232.37	80.84	86.35	62.84	104.75	15.76	9.32	11.71	0.99
重庆高速公路股份有限公司	联合资信	AA+/稳定	145.00	89.94	52.98	63.46	19.15	53.39	5.25	19.53	2.02
漳州市交通发展集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	262.89	114.77	79.66	69.70	25.28	10.15	0.76	1.57	2.07
	新世纪评级	AA/稳定									
福建省南平市高速公路有限责任公司	鹏元资信/大公国际/联合资信	AA/稳定	228.35	98.40	112.47	50.75	12.07	22.65	1.01	6.10	3.81
福建省漳州高速公路有限公司	中诚信证评	AA/稳定	100.57	42.77	54.10	46.21	9.79	64.18	4.64	2.66	1.44
广州市番禺交通建设投资有限公司	中诚信国际	AA/稳定	70.60	12.62	36.47	48.35	5.50	44.32	0.35	3.74	1.08
贵阳市城市发展投资(集团)股份有限公司	中诚信国际	AA/稳定	301.69	124.94	144.95	51.95	9.52	31.20	1.15	4.93	1.43
邯郸市交通建设有限公司	鹏元资信/联合资信	AA/稳定	302.14	197.91	74.29	75.41	12.26	74.72	3.10	2.64	4.56
河北省高速公路开发有限公司	大公国际	AA/稳定	382.85	146.27	160.16	58.17	31.67	57.87	8.17	12.55	0.97
红河州公路开发经营有限责任公司	鹏元资信	AA/稳定	117.75	23.40	49.57	57.91	2.37	37.36	0.59	-4.49	0.30
绵阳交通发展集团有限责任公司	中诚信国际	AA/稳定	110.69	52.37	50.47	54.41	8.76	20.95	1.24	1.76	8.59
曲靖市公路建设开发有限责任公司	鹏元资信	AA/稳定	133.50	24.01	81.00	39.32	6.55	52.70	3.37	28.20	2.12
三明福银高速公路有限责任公司	中诚信国际	AA/稳定	89.53	20.59	67.84	24.22	5.57	72.37	3.60	1.96	1.66
山西省交通开发投资集团有限公司	联合资信	AA/稳定	266.05	176.84	66.42	75.03	18.80	59.71	2.43	20.06	0.99
宜昌市交通投资有限公司	中诚信证评	AA/稳定	37.02	9.38	21.73	41.30	2.94	59.81	1.15	1.72	1.60
中山市交通发展集团有限公司	中诚信国际	AA/稳定	354.71	92.23	208.09	41.34	7.14	-7.60	1.23	0.49	3.91
重庆路桥股份有限公司	联合信用	AA/稳定	67.29	28.49	35.61	47.08	2.54	88.30	2.82	2.32	10.33

发行人中文名称	发行人委托评级机构	级别	资产总额	带息债务	所有者权益	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营活动净现金流	流动比率 [倍]
重庆渝涪高速公路有限公司	中诚信国际	AA/稳定	100.16	55.33	36.26	63.80	8.09	58.68	3.79	6.11	0.13
福州京福高速公路有限责任公司	中诚信国际	AA-/稳定	69.38	27.82	27.60	60.22	4.70	75.19	2.05	6.99	0.17
深圳市深业基建控股有限公司	大公国际	AA-/稳定	99.33	51.36	31.61	68.18	9.02	64.39	2.87	7.88	0.87

注：①公司财务数据：时点数据为 2017 年 9 月末数据；时期数据为 2016/Q4-2017 年/Q3 数据；其中广东省高速公路有限公司、越秀交通基建有限公司、广东省公路建设有限公司、温州市交通投资集团有限公司、福建省漳州高速公路有限公司、广州市番禺交通建设投资有限公司、河北省高速公路开发有限公司、红河州公路开发经营有限责任公司、曲靖市公路建设开发有限责任公司、宜昌市交通投资有限公司、中山市交通发展集团有限公司和福州京福高速公路有限责任公司未披露 2017 年三季度报表，摘取的上表数据均为 2016 年度（末数据）。此外，宁夏交通投资集团有限公司未披露近期审计报告。

②截至 2017 年 9 月末，收费公路行业发债主体中包含 22 个双评级，其中 17 个双评级且主体级别一致的情况：（1）甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司，新世纪评级/大公国际，AAA/稳定；（2）广东省交通集团有限公司，大公国际/联合资信，AAA/稳定；（3）河北交通投资集团公司，新世纪评级/中诚信国际，AAA/稳定；（4）湖南省高速公路建设开发总公司，大公国际/联合资信/鹏元资信，AAA/稳定；（5）江西省高速公路投资集团有限责任公司，联合资信/大公国际，AAA/稳定；（6）山东高速集团有限公司，中诚信国际/鹏元资信/中诚信证评/大公国际，AAA/稳定；（7）深圳高速公路股份有限公司，联合资信/中诚信证评，AAA/稳定；（8）四川成渝高速公路股份有限公司，中诚信证评/中诚信国际，AAA/稳定；（9）浙江省交通投资集团有限公司，联合资信/中诚信国际/联合信用，AAA/稳定；（10）河南交通投资集团有限公司，大公国际/新世纪评级，AAA/稳定；（11）湖北省联合发展投资集团有限公司，中诚信国际/中诚信证评，AAA/稳定；（12）云南省交通投资建设集团有限公司（原名：云南省公路开发投资有限责任公司），中诚信证评/大公国际，AAA/稳定；（13）潮州市交通投资集团有限公司，中诚信国际/联合资信，AA+/稳定；（14）嘉兴市高等级公路投资有限公司，联合资信/联合信评，AA+/稳定；（15）内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司，联合资信/东方金诚，AA+/稳定；（16）福建省南平市高速公路有限责任公司，联合资信/鹏元资信/大公国际，AA/稳定；（17）邯郸市交通建设有限公司，联合资信/鹏元资信，AA/稳定。

22 个双评级中，包含了 5 个双评级主体且评级结果不一致的情况，包括：（1）河南省收费还贷高速公路管理有限公司：联合资信最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA+/稳定；（2）重庆高速公路集团有限公司：中诚信证评/联合资信最新主体评级 AAA/稳定，鹏元最新主体评级 AA+/稳定；（3）陕西省高速公路建设集团公司：中诚信国际最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA/稳定；（4）陕西省交通建设集团公司：中诚信国际最新主体评级 AAA/稳定，大公最新主体评级 AA/稳定；（5）漳州市交通发展集团有限公司：联合资信最新主体评级 AA+/稳定，新世纪评级最新主体评级 AA/稳定。

附录二

收费公路行业--[上市公司]样本企业信用质量 (略)

附录三

2017 年前三季度收费公路业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	评级日期	2016 年末主体等级及展望
广东省路桥建设发展有限公司	大公国际	AAA/稳定	2017-06-23	AA+/稳定
贵州高速公路集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	2017-05-23	AA+/稳定
杭州市交通投资集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	2017-06-09	AA+/稳定
河南交通投资集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	2017-02-09	AA+/稳定
宁波交通投资控股有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	2017-06-28	AA+/稳定
陕西省高速公路建设集团公司	中诚信国际	AAA/稳定	2017-06-23	AA+/稳定
陕西省交通建设集团公司	中诚信国际	AAA/稳定	2017-06-23	AA+/稳定
云南省公路开发投资有限责任公司	大公国际	AAA/稳定	2017-06-21	AA+/稳定
东莞发展控股股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	2017-04-05	AA/正面
嘉兴市高等级公路投资有限公司	联合资信	AA+/稳定	2017-05-19	AA/稳定
温州市交通投资集团有限公司	鹏元资信	AA+/稳定	2017-06-06	AA/稳定

资料来源：新世纪评级整理

附录四

2017 年前三季度收费公路行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限	发行时主体及债项信用等级	发行主体	评级机构	发行利差 (BP)
短期融资券	1 年	AAA/稳定/A-1	河北交通投资集团公司	中诚信国际	175.52
			河北交通投资集团公司	中诚信国际	171.50
			湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信国际	127.86
			湖南省高速公路建设开发总公司	联合资信/大公国际	117.86
		AA+/稳定/A-1	河南中原高速公路股份有限公司	新世纪评级	130.82
		AA/稳定/A-1	邯郸市交通建设有限公司	联合资信	186.43
			重庆渝涪高速公路有限公司	中诚信国际	153.70
中期票据	3 年	AAA/稳定/AAA	贵州高速公路集团有限公司	新世纪评级	122.59
			河南交通投资集团有限公司	大公国际	184.68
			河南交通投资集团有限公司	大公国际	179.86
			河南省收费还贷高速公路管理有限公司	联合资信	117.25
			湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信国际	211.47

发行债券种类	发行期限	发行时主体及债项信用等级	发行主体	评级机构	发行利差 (BP)
			湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信国际	215.62
			湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信国际	234.91
			江苏交通控股有限公司	中诚信国际	110.94
			江苏交通控股有限公司	中诚信国际	121.70
			江苏交通控股有限公司	中诚信国际	116.15
			江苏交通控股有限公司	中诚信国际	116.38
			江西省高速公路投资集团有限责任公司	联合资信	110.94
			山东高速集团有限公司	中诚信国际	130.56
			山东高速集团有限公司	中诚信国际	167.83
			AA+/稳定/AA+	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	联合资信
	AA/稳定/AA	邯郸市交通建设有限公司	联合资信	269.10	
		重庆渝涪高速公路有限公司	中诚信国际	198.78	
	5 年	AAA/稳定/AAA	安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	211.00
			甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	新世纪评级	190.51
			广州交通投资集团有限公司	中诚信国际	193.97
			湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	199.92
			四川省交通投资集团有限责任公司	中诚信国际	197.51
		AA+/稳定/AA+	吉林省高速公路集团有限公司	联合资信	217.65
			内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	联合资信	211.05
		AA/稳定/AA	福建省南平市高速公路有限责任公司	联合资信	222.85
绵阳交通发展集团有限责任公司			中诚信国际	230.73	
企业债	5 年	AAA/稳定/AAA	湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	224.05
			湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	204.85
			湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	204.39
公司债	3 年	AAA/稳定/AAA	山东高速集团有限公司	中诚信证评	119.64
	5 年	AAA/稳定/AAA	安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	128.96
			安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	143.96
			安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	93.72
			安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	113.72
			湖北省联合发展投资集团有限公司	中诚信证评	130.82
			山东高速集团有限公司	中诚信证评	131.92
			重庆高速公路集团有限公司	中诚信证评	133.32
	AA+/稳定/AA+	河南中原高速公路股份有限公司	新世纪评级	138.70	
	AA/稳定/AA+	宜昌市交通投资有限公司	中诚信证评	212.24	

注：不含超短期融资券。（其中宜昌市交通投资有限公司发行“17 宜交 01”由宜昌城市建设投资控股集团有限公司[大公国际：AA+/稳定]提供不可撤销连带责任担保）