

收费公路行业省级企业集团信用质量专题分析

工商企业评级四部 张佳

► **行业风险** 考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等，收费公路行业投资边际效益递减明显，新通车及在建与拟建路产的产能释放效力和释放速度远不及之前的大动脉和干线路产，行业整体还本付息压力加重。“十三五”期间增量债务将较大部分集中在中西部地区收费路网新建项目，且行业债务将不断积累，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆，尤其是中西部地区企业，“十四五”期间的债务本息偿付境况堪忧。区域经济及客货运输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，全行业还本付息能力或将持续弱化。

政策性风险：收费标准调整、多元业务涉及典型行业政策风险等。

► **经营风险**

1. 收费期限到期风险。控股路产收费期到期（尤其是经营性收费公路到期归还政府），且这些即将到期的路产往往是优质路产，势必导致收费公路经营企业收入规模与现金流量下降，影响主业经营稳定性，业务风险上升；
2. 营收增长风险。大部分交通集团主业经营对核心路产依赖度偏高，而后续投运路产效益趋弱或远不及预期；
3. 区域环境影响。区域经济发展水平及客货运输需求影响省级交通平台整体经营水平，区域内特定行业景气度下滑或将带来车流量与路产效益表现不佳。
4. 定价风险。养护成本上升，尤其是资金成本的提高，将显著加大收费公路经营企业的总成本控制压力，但在通行费收入环节，受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

► **财务风险**

- A. 债务循环与增量债务导致财务杠杆高企。省级交通集团存量债务规模较大，外部筹融资压力偏大，根据职能定位，“十三五”交通规划主要由省级交通集团落实，增量债务融资压力大，尤其是中西部地区（内蒙古和云南省等）“十三五”高速公路建设任务繁重，关注区域内财政支持能力、高速公路项目资金配置能力；
- B. 债务本息偿付压力。由于前期高速公路项目建设累积大量债务，债务本息偿付压力积聚，路产收入增长趋势面临一定风险，主业现金流对债务本息的偿付保障能力趋弱；
- C. 财务费用对利润空间的挤压。费用控制能力偏弱将对利润形成侵蚀，影响经营收益积累；关注融资成本控制能力；
- D. 流动性压力。大部分交通集团将控股路产的资产或收费权益用于抵质押而筹措资金，企业受限资产规模普遍偏高，整体流动性较弱；在经济下行期，较低的资产流动性或将加剧资金断链的可能性。

长期来看，由于收费公路行业特性，全行业拥有相对透明、较为稳定收入来源和较充沛现金流，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。

一、样本选取

全国共有 34 个省级行政区，包括 23 个省、4 个直辖市、5 个自治区、2 个特别行政区，剔除香港与澳门特别行政区、无省级平台公开信息（台湾省、辽宁省、上海市、西藏自治区、新疆维吾尔自治区）后，剩余 27 个省市，其中河南和陕西存在两家省级平台，故样本企业为 29 家。样本明细详见下表。

图表 1. 收费公路省级平台样本明细

序号	省份	中文名称	简称
1	安徽	安徽省交通控股集团有限公司	安徽交控
2	北京	北京市首都公路发展集团有限公司	首发集团
3	福建	福建省高速公路有限责任公司	福建高速
4	甘肃	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	甘公旅
5	广东	广东省交通集团有限公司	广东交通集团
6	贵州	贵州高速公路集团有限公司	贵州高速
7	海南	海南省交通投资控股有限公司	海南交投
8	河北	河北交通投资集团公司	河北交投
9	河南	河南交通投资集团有限公司	河南交投
10		河南省收费还贷高速公路管理有限公司	河南收费还贷高速
11	黑龙江	黑龙江省高速公路集团公司	黑龙江高速集团
12	湖北	湖北省交通投资集团有限公司	湖北交投
13	湖南	湖南省高速公路建设开发总公司	湖南高开司
14	吉林	吉林省高速公路集团有限公司	吉林高速集团
15	江苏	江苏交通控股有限公司	江苏交控
16	江西	江西省高速公路投资集团有限责任公司	江西高投
17	内蒙古	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	内蒙古高投
18	宁夏	宁夏交通投资集团有限公司	宁夏交投
19	山东	山东高速集团有限公司	山东高速集团
20	山西	山西省交通开发投资集团有限公司	山西交投
21	陕西	陕西省高速公路建设集团公司	陕西高速建设
22		陕西省交通建设集团公司	陕西交建
23	四川	四川省交通投资集团有限责任公司	四川交投
24	天津	天津高速公路集团有限公司	天津高速集团
25	云南	云南省公路开发投资有限责任公司 (更名为云南省交通投资建设集团有限公司)	云南交投
26	浙江	浙江省交通投资集团有限公司	浙江交投
27	重庆	重庆高速公路集团有限公司	重庆高速集团
28	青海	青海交通投资有限公司	青海交投
29	广西	广西交通投资集团有限公司	广西交投

资料来源：新世纪选取整理

二、样本经营特征

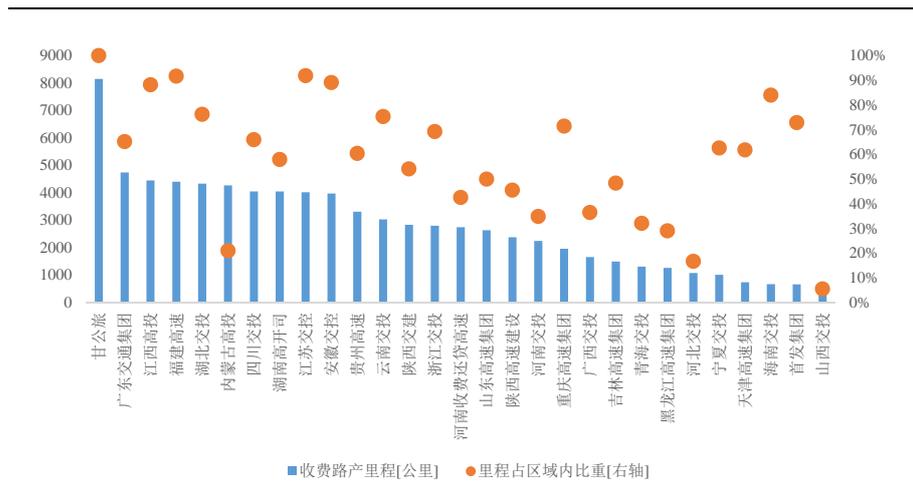
路产规模与性质

作为省级交通基础设施投资建设及营运主体，样本企业大多承担着区域内收费公路建设任务，并作为政府相关实体提供关键公共服务，对地方政府经济、社会、政治目标的实现，及国家或地区政策的执行起着重要作用；这些省级交通集团可以看作是政府机构的延伸或是当地政府的一级平台企业，部分企业也是原由地方下属交通部门改制而来，样本企业实际控制人基本为省交通厅或省人民政府，一般而言，省国资委承担的是出资人角色，省交通厅则负责行业管理和业务指导等，重大事项及战略决策则由省交通厅根据省政府部署进行安排；省级交通集团在战略规划、职能定位、经营部署、资产配置、资金划拨和人事管理等方面均与政府部门关系密切。

截至 2016 年末，全样本控股路产收费（通车）里程超过 8 万公里（部分样本含有一二级收费公路），占收费公路行业收费里程（含高速、一二级收费公路、桥梁隧道）约 47%，占收费高速公路里程约 65%，各省级交通平台样本整体覆盖行业面较广，各省级交通平台控股路产占各区域内比重约 60%。

样本企业中，区域内收费高速路产基本集中在省级交通平台的省份包括甘肃、江西、福建、江苏、安徽和海南，占比均超过 80%，其中甘肃省将区域内所有收费公路均纳入省级交通平台甘公旅旗下。内蒙古高投、河北交投和山西交投控股路产占比不及 25%，其中内蒙古高投占比小系分母包含较大规模一二级公路，2017 年 4 月内蒙古自治区发布取消政府还贷二级公路收费，预计未来占比将上升；河北交投主要负责省内经营性高速公路的整合、运营管理及公路沿线资源经营开发，区域内政府收费还贷公路及国家高速公路网的路产则主要由河北省高速公路管理局运营管理，且省内部分路产集中在市级交通运营管理，近年来河北交投逐步对河北省内的高速公路进行整合，预计未来路产规模将有所增长；山西交投暂为山西省最大的经营性高速公路投资运营主体¹，但山西收费高速公路主要为收费还贷性质（由山西省交通厅管理营运），故其占比较小。

图表 2. 样本控股路产里程规模与区域占比（单位：公里）



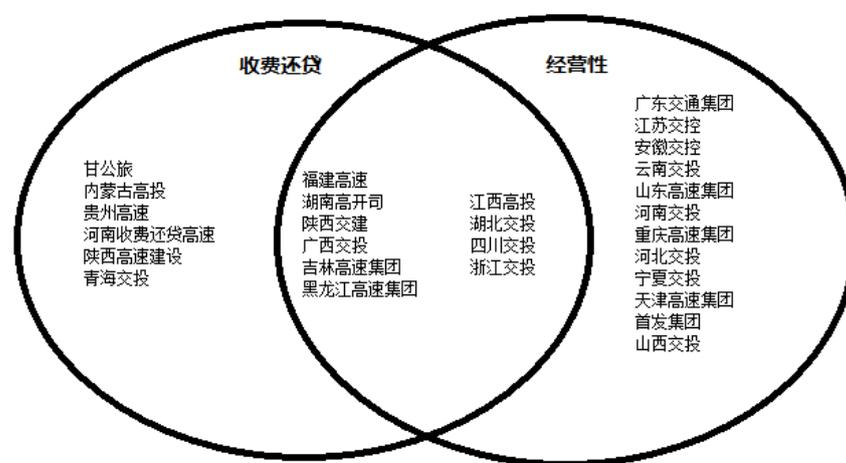
资料来源：新世纪评级整理（数据时间截至 2016 年末，部分来自 2017 年 3 月末或 6 月末或 9 月末）

注：甘公旅、内蒙古高投和青海交投等控股路产含有一二级公路，其区域占比为控股路产里程/区域收费公路里程，其他均为控股路产里程/区域高速公路收费里程。

¹ 山西省国企改革力度大，2017 年 11 月山西省人民政府国有资产监督管理委员会组建山西交通控股集团有限公司，定位为山西交通全产业链集团，目前最新资产整合状况尚不明确。

收费公路主要分为政府还贷公路和经营性公路。根据《收费公路管理条例》（2004版²），政府还贷公路指“县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路”，经营性公路则是指“国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路”。两种性质路产的主要区别之一在于建设运营主体，但在实际运营过程中，由于筹融资渠道的多样化（由单一的依赖政府财政资金过渡到利用贷款、集资、外资、社会资本等）和行业资金密集特性，大部分省份采用组建省级交通集团平台或由交通主管部门改制为交通集团平台来开展区域内收费公路投资建设和运营管理，此时交通集团平台控股路产的定性界限逐渐模糊，他们既能承担政府职能要求参与政府还贷公路投建与营运管理，也能参与经营性公路投建运营管理和转让。

图表 3. 样本控股路产性质



资料来源：新世纪评级整理（其中海南交投未披露相关信息）

路产质量与效益

控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心指标，规模是体现企业竞争能力的“量”，而效益则是体现竞争能力的“质”。路产质量与效益看中通行费收入与增速、单公里收费水平、收费标准以及通行费收入对债务本息偿付的保障能力等。

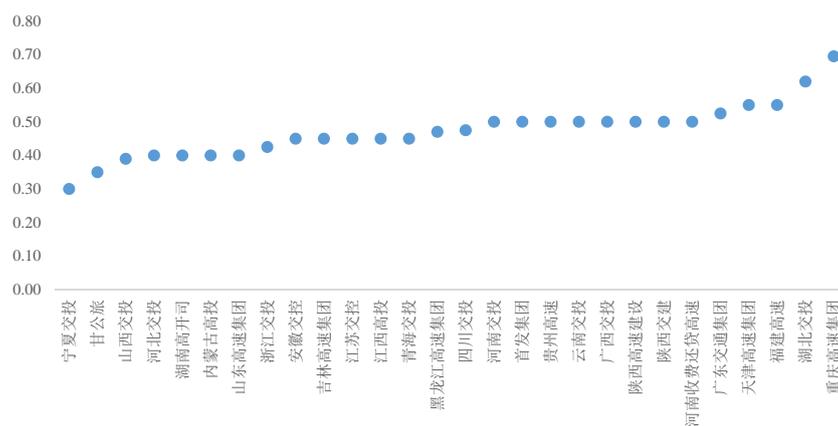
收费公路企业控股收费路产数量多，可以减缓竞争分流对车流量和通行费收入带来的冲击，其竞争能力和抵御风险能力较强，经营风险较低；收费路产规模是企业可实现收入和现金流入的预期，收费路产规模大的企业可以获得相对稳定的竞争能力，同时，收费路产规模可以直接反映企业的市场影响力和当地交通部门对交通基础设施资源的分配侧重。样本企业在收费路产数量上基本在区域内占有相对垄断优势[详见图表 2]。

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。我国由交通运输部发布收费公路管理条例，明确车辆通行费的收费标准，应当根据公路的技术等级、投资总额、当地物价指数、偿还贷款或者有偿集资款的期限和收回投资的期限以及交通量等因素计算确定。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

² 《收费公路管理条例》经多次修订稿，2015 年修订征求意见稿中界定两者描述为：“省、自治区、直辖市人民政府通过政府举债方式建设的公路为政府收费公路，国内外经济组织投资建设（包括采用政府和社会资本合作模式）或者依照公路法的规定受让公路收费权的公路为特许经营公路。

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。但全国各地由于经济水平和道路等级的差异，收费公路收费标准并不统一，样本企业路产收费标准也出现较大区间，介于 0.30~0.89 元/辆（以一类车为例），其中宁夏交投、甘公旅和山西交投控股路产收费标准低于 0.4 元/辆，收费水平低但未来继续下调收费标准的压力相对较小；湖北交投（一类车 0.44~0.8 元/公里）和重庆高速集团（一类车 0.50~0.89 元/公里）收费标准高于行业平均水平，带来良好的收费预期但需关注收费标准调整风险。海南交投较为特殊，并无车型分类与收费标准定价一说，其公路养路费、公路运输管理费、过路费、过桥费“四费合一”，统一征收机动车燃油附加费。

图表 4. 样本企业一类车收费水平（元/辆）

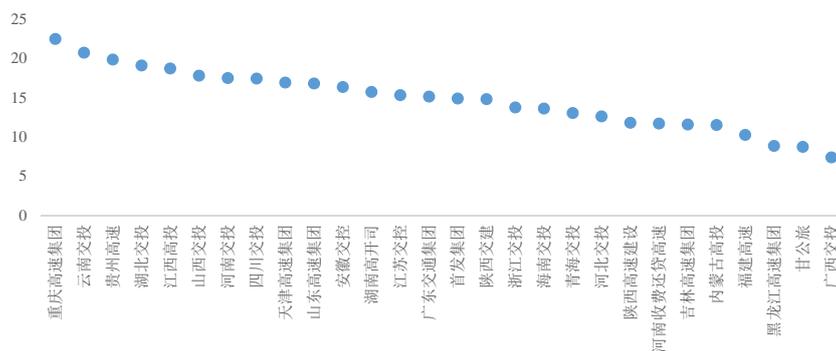


资料来源：新世纪评级整理（部分样本收费为区间，取最低最高值平均数；海南交投暂无数据）

收费标准除了定价外，还对收费期限作出了界定，样本内企业的核心路产剩余收费期平均在 15 年，剩余收费期低于 10 年样本包括黑龙江高速集团、甘公旅和广西交投，黑龙江高速集团控股 8 条路产中 4 条收费路产收费期小于 5 年，吉黑高速哈尔滨至绥化段[还贷性]已于 2017 年末到期；甘公旅和广西交投部分路产暂定 3-6 年[试运行]，未将该部分路产纳入计算，两家样本实际剩余收费期将高于计算所列示。控股路产到期（尤其是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，影响整体经营稳定性，增加业务风险。

目前，集团交通平台控股路产的剩余收费期随着新建路产完工试运行或投运，基本都还处于可持续经营状态。部分中东部地区由于路产建设浪潮较早，路网建设基本完成，而路产剩余收费期则表现出少于部分中西部地区（完善路网时间晚，近年来较多路产新通车）。《收费公路管理条例》2015 年修订意见征求意见稿中提到“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。”未来收费期限的界定或将有所放宽，对收费公路企业长期稳定生产经营提供政策支持。

图表 5. 样本企业剩余收费期（单位：年）

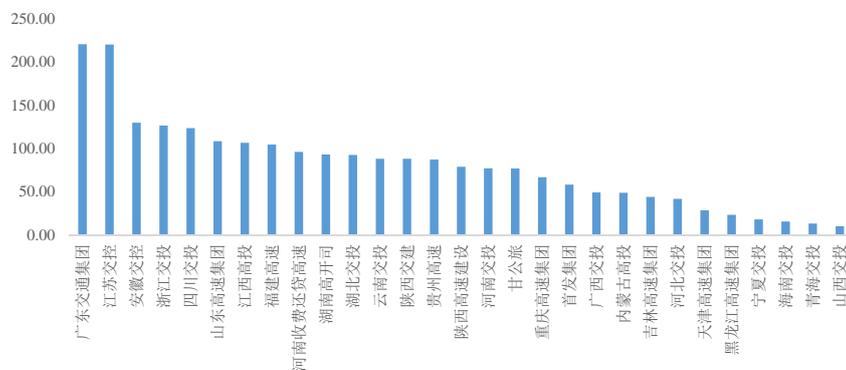


资料来源：新世纪评级整理（宁夏交投未披露相关信息；甘公旅和广西交投部分路产暂定 3-6 年[试运行]，未将该部分路产纳入计算）

通行费收入综合考虑了路产里程和收费标准。省级交通集团样本整体通行费收入占收费高速公路行业通行费收入比重近 60%，29 个样本中，通行费收入规模 TOP5 来自广东省交通集团、江苏交控、安徽交控、浙江交投和四川交投，其中广东省交通集团与江苏交控在收入规模上远高于后三者，突破 200 亿元/年，广东省交通集团控股路产通行费收入集中在广深珠三角区域（广深高速、广乐高速、京港澳高速粤境甘塘至太和段、开阳高速、佛开高速、深汕西高速和二广高速怀集至三水段），该七条路产收费规模占广东省交通集团通行费收入比重超过 50%；江苏交控控股路产通行费收入集中在南京-上海和南京-杭州路段（宁沪高速、京沪高速、苏通大桥、宁杭高速、扬子大桥和沿江高速），该六条路产收费规模占江苏交控通行费收入比重超过 60%，尤其是宁沪高速通行费收入占其比重超过 20%。此外，山西交投、青海交投、海南交投和宁夏交投通行费收入规模相对较少，其中山西交投和海南交投控股路产规模在样本序列中落后，规模化并不明显，宁夏交投由于自身规模优势不强且收费标准较低，收费规模相对靠后。

大部分区域内的核心优质路产基本在集团交通平台旗下，这些交通平台的通行费收入对核心路产收费规模依赖程度高，收费公路企业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经营企业财务风险或将进一步上升。

图表 6. 样本企业 2014-2016 年年均通行费收入（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理（“2014-2016 年年均通行费收入”=2014 年通行费收入*20%+2015 年通行费收入*30%+2016 年通行费收入*50%；此外，宁夏交投仅披露 2012-2014 年通行费收入）

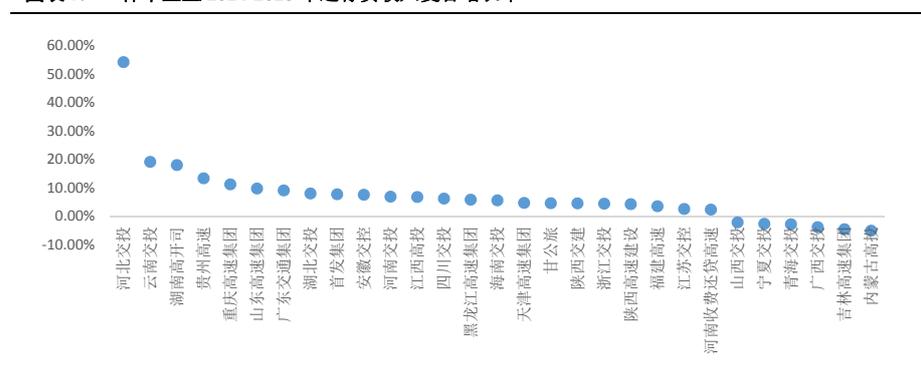
增长趋势方面，省级交通集团样本 3 年复合增长率约 6.9%，29 个样本中，通行费收入增速靠前的包括河北交投、云南交投、湖南高开司、贵州高速和重庆高速集团，河北交投增速尤为激烈，主要是其在区域内逐步整合和投资建设省内高速公路路产所致；云南交投由于近期新通车路产较多且 2016 年全年使用新费率，通行费主要贡献车型计重车车流量占比提升，带动通行费收入增长；湖南高开司、贵州高速和重庆高速集团由于新通车路产较多及路网效应体现带来通行费收入不断增长。

样本中，山西交投、宁夏交投[2012-2014 年数据]、青海交投、广西交投、吉林高速集团³和内蒙古高投通行费收入呈现负增长。宁夏交投由于施工修整影响路产车流量与通行能力带来通行费下滑、青海交投由于 2016 年部分收费站撤销导致通行费下滑、广西交投由于高铁路线调整分流和二级公路免费通行等通行费收入波动下降；内蒙古高投和山西交投由于 2015 年煤炭行业景气度下滑当年度车流量和通行费收入大幅下滑，2016 年虽有回升，但未恢复至常态；同时内蒙古自治区内部分蒙西煤炭外运的新通道于 2013 年开通运营，也对路产上通行的运煤车辆产生了较强的分流作用。

通行费稳定增长的原因大致相同，主要系新通车路产及公路不断完善带来的路网效应的释放。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。我国收费公路网不断完善的同时，收费公路行业面临着部分路段收费期的逐年递减风险，加大了收费公路企业转型压力。对于已通车成熟路段，其通行费收入稳健增长但增速放缓，且收入端（受到政策监管）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，投运后培育期较长且效益不及大动脉或主干路段，收费公路行业通行费收入主要还是依赖重要/核心路段的收费，但在核心路段收费增速乏力，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。

通行费出现下滑的起因则较多样化，包括其他运输方式竞争分流、政策性取消二级公路收费和站点撤销、改扩建和施工修整、区域内特定行业景气度下滑等。稳定增长的车流量是路产效益的定量体现，车流量不断培育和养成是路产效益的侧写，较之综合性市场，车型结构若严重依赖特定行业（如能源或制造业），路产效益可能更容易受到来自特定行业的不稳定需求的影响。

图表 7. 样本企业 2014-2016 年通行费收入复合增长率



资料来源：新世纪评级整理

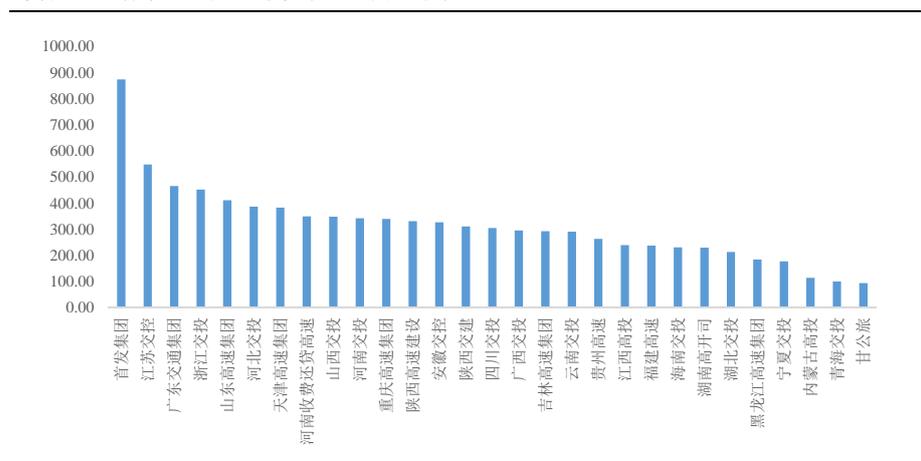
³ 2014-2016 年吉林高速集团经营性公路实现通行费收入分别为 7.84 亿元、9.69 亿元和 10.78 亿元，成稳定增长态势，政府还贷公路则由财政补贴至营业外收入，2014-2016 年实现财政返还收入分别为 38.03 亿元、38.88 亿元和 29.81 亿元，2016 年受经济下滑、部分高速公路维修和改扩建等因素导致返还的通行费收入大幅下滑。

路产效益核心指标为单公里年通行费收入，收费高速公路行业单公里年通行费收入水平约为 330 万元/公里，收费公路行业（含一二级公路及桥梁隧道）单公里年通行费收入水平约为 250 万元/公里。由于部分省份包含一二级收费公路，省级交通集团样本单公里年通行费收入水平约为 315 万元/公里。

29 个样本中收费水平靠前的 TOP5 包括首发集团、江苏交控、广东省交通集团、浙江交投和山东高速集团，基本布局在东部地区的京、苏、粤、浙和鲁，这些地区经济发展水平高，居民消费水平高，城市具有很大吸引力，客货运输需求很大，省级交通集团控股路产在国家高速公路网络布局中处于重要地位（或属于五纵十横大动脉），且处于交通枢纽重地并连接省级干线，周边路网完善度高，路段通行能力强。其中首发集团控股路产单公里收费水平超过 800 万元，其核心路产机场南线和京承高速一期单公里收费水平约 2000 万元；江苏交控控股路产单公里收费水平超过 500 万元，其核心路产宁沪高速单公里收费水平约 1800 万元；广东省交通集团和浙江交投控股路产单公里收费水平超过 450 万元，其核心路产广深高速和广佛高速单公里收费水平约 2500 万元，沪杭甬高速单公里收费水平约 1400 万元，这些样本核心路产单公里收费水平均处于行业超前列。

样本中单公里年通行费收入水平偏弱的包括内蒙古高投、青海交投和甘公投，其控股路产均包含区域内部分一二级公路收费，整体收费效益较弱，且甘公投公路收费标准明显弱于行业平均水平。

图表 8. 样本企业单公里收费水平（单位：万元/公里）



资料来源：新世纪评级整理（年均后单公里水平=2014-2016 年年均通行费收入/收费里程，宁夏交投数据为 2012-2014 年）

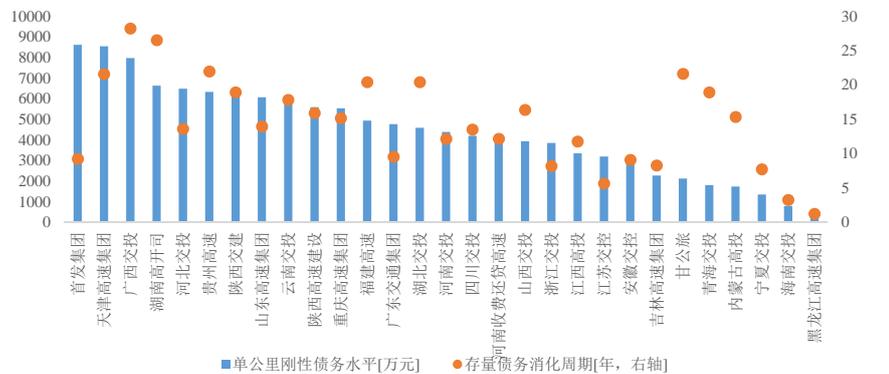
路产效益不单单体现收费水平或收费能力（单公里产能的释放情况），同时也可观察释放的产能能否覆盖成本费用，以及对存量债务偿付的保障程度。

刚性债务背负程度上，样本单公里刚性债务水平平均值为 0.42-0.44 亿元，其中首发集团、天津高速集团、广西交投、湖南高开司、河北交投、贵州高速和陕西交建的单公里债务本金超过 0.60 亿元，加剧对各自控路产效益的依赖程度，首发集团和天津高速集团由于较高的收费水平，单公里收费对单公里债务偿付的保障力优于广西交投，广西交投经营收入端能力不足、债务本息支出端压力大，自身业务风险偏高。海南交投和黑龙江高速集团的单公里债务本金均少于 0.10 亿元，存量债务规模相对可控，企业本身的债务偿付压力相对较小。

存量债务消化周期上，广西交投、湖南高开司、贵州高速、甘公旅、天津高速集团、

福建高速和湖北交投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 20 年，远高于收费高速公路均值（10 年）和样本均值（14 年），关注控股路产收费期能否带来持续的较大规模的收入、存量债务集中偿付期及未来增量债务规模。江苏交控、海南交投和黑龙江高速集团存量债务消化周期小于 6 年，若无显著增量债务，此三家样本本债务压力并不明显。

图 9. 样本企业单公里刚性债务水平与存量债务消化周期



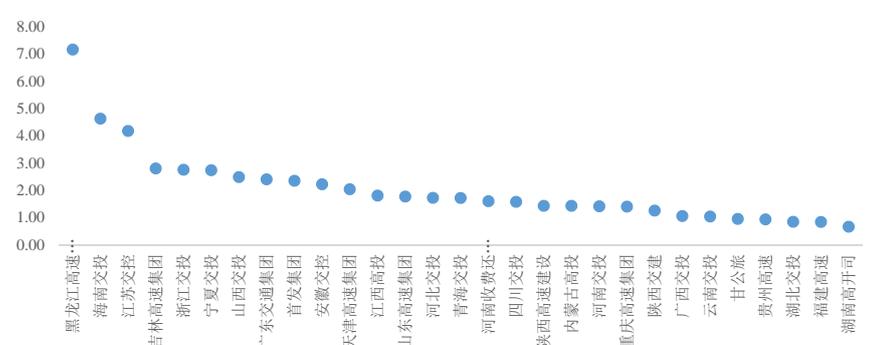
资料来源：新世纪评级整理（数据时间截至 2016 年末；单公里刚性债务水平=2016 年末刚性债务/路产里程；刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务；存量债务消化周期=2016 年末刚性债务余额/2016 年通行费收入）

考虑到收费公路在建设初期主要是以外部借款形式筹措资金来完成投资建设，完工投运后的主要任务就是以通行费收入偿还前期贷款，由于贷款规模较大，累积较大规模存量债务并产生利息。我们将考虑在一份通行费收入里，有多少能用于偿还债务，有多少可用于还付利息。

利息偿付能力上，样本均值为 2 倍，黑龙江高速集团、海南交投和江苏交控通行费收入对利息偿付的保障能力很强（通行费收入利息覆盖水平超过 4 倍），29 家样本中 24 家均能覆盖各自利息支出，剩余 5 家样本甘公旅、贵州高速、湖北交投、福建高速和湖南高开司通行费收入尚无法覆盖利息支出，并集中于中西部，更多是近年来中西部加大建设力度，债务与利息不断积聚但路产质量效益偏弱所致。

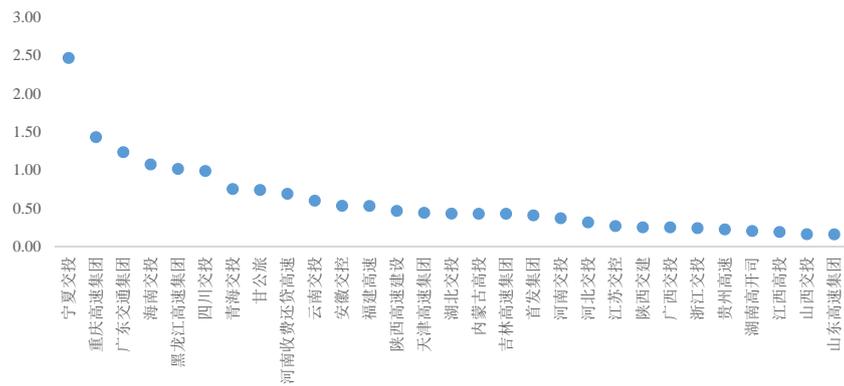
当期债务偿付能力上，重庆高速集团、广东交通集团、海南交投、黑龙江高速集团和四川交投年度通行费收入可基本覆盖当期偿付本金，路产收费对债务偿付保障程度上相对较优，剩余样本很大程度上仍需借新还旧，关注债务循环压力。

图 10. 样本企业通行费收入利息覆盖水平（单位：倍）



资料来源：新世纪评级整理（通行费收入利息覆盖水平=2016 年通行费收入 / (2016 年费用化利息+2016 年资本化利息)

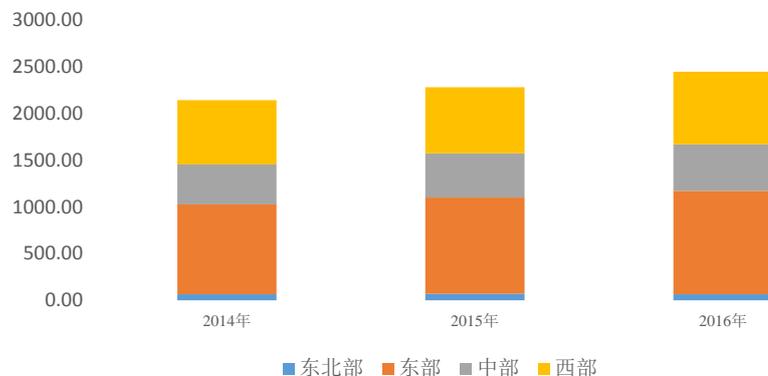
图表 11. 样本企业通行费收入当期债务偿付水平（单位：倍）



资料来源：新世纪评级整理（通行费收入当期债务偿付水平=2016年通行费收入/现金流量表2016年偿还债务支付现金，其中宁夏交投数据为2014年，不做比较。）

分区域而言，29家样本企业在东北部、东部、中部和西部地区⁴收费路产里程占样本总里程比重分别为3.43%、31.94%、22.48%和42.15%，部分西部地区样本企业收费里程包含区域内一二级公路，从占比上西部和东部偏高；在收费贡献上，东部地区由于较优质和成熟路产，对全样本通行费收入的贡献规模大，东北部由于样本量少，收入贡献微薄，西部地区虽样本收费里程超过东部，但由于区域经济水平及路产成熟度差异，其收入贡献占比不及东部；在通行费收入增速上，中东部地区增速有明显放缓趋势，而西部地区由于持续建设近期较多路产投运通车，其增速明显上扬。

图表 12. 分区域通行费收入（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

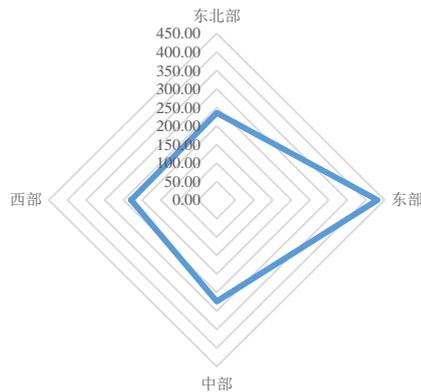
全样本单公里年通行费收入水平约在300万元，样本企业在东北部、东部、中部和西部区域的单公里年通行费收入水平分别约235万元、430万元、270万元和230万元，东部地区路产效益明显优于其他区域并高于全样本平均水平，中西部地区和东北部地区由于经济水平、地形地貌及公路等级差异等综合原因，其路产效益居后且不及全样本平均水平，收费公路企业主路产收费效益出现较明显分化。

对债务本息偿付的保障水平上，样本区域分化同样较明显。全样本通行费收入对利息（含资本化与费用化利息）的平均覆盖倍数为1.51倍，东部地区与东北部地区对利息

⁴ 全样本区域划分：东北部区域（黑龙江、吉林）、东部区域（安徽、北京、福建、广东、海南、河北、江苏、山东、天津、浙江）、中部地区（河南、湖北、湖南、江西、山西）、西部地区（甘肃、贵州、内蒙古、宁夏、陕西、陕西、四川、云南、重庆、青海、广西）。

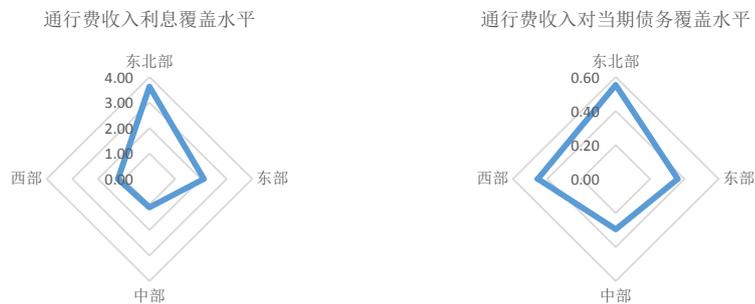
偿付的保障水平偏高，而中西部地区表现则在平均水平之下；通行费收入对当期（2016年）债务的平均覆盖倍数为0.37倍，东北部地区与西部地区的覆盖倍数较高且优于样本均值，中东部地区的通行费收入对当期债务覆盖水平偏低，主要系前期收费公路集中建设且外部筹融资规模偏高，债务出现集中（到期）偿付期，考虑到中西部地区在“十三五”期间巨大的建设任务，中西部交通集团未来债务规模或将持续扩大，在“十四五”及以后年度间同样将面临中东部地区债务集中到期偿付的局面，而中西部地区路产效益不及东部区域，将带来区域的收支不平衡愈加严重。

图表 13. 分区域收费水平（单位：万元/公里/年）



资料来源：新世纪评级整理（2016年数据）

图表 14. 分区域通行费收入对债务本息的保障水平（单位：倍）



资料来源：新世纪评级整理（2016年数据）

区域经济及客货运输需求增长的渐进性、收费公路建设融资到期偿付及增量债务压力，以及中西部等区域新建路产效益不及主动脉（往往是投入成本高且产出能力低的路产），中西部地区未来财务风险或将进一步加大。

基础设施新建或改扩建

基础设施新建或改扩建是路产规模化的延伸，同时从侧面考察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。区域内收费公路投资建设任务集中在省级/市级交通平台，集团收费平台样本的新建和改扩建资金压力相对较大，资本支出压力大甚至沉重，未来收费公路企业负债经营水平骤增，财务杠杆将可预见的上升，则该类企业在抗风险能力上有所弱化。尤其是新建任务较重的地区及企业，往往经济发展水平相对较低，财力基础较弱，或投建路产主要为支线，这些路产的创收能力有限。而改扩建项

目多因既有路产不能满足需求，风险相对较低。

根据各省交通运输“十三五”规划及各省 2016 年末收费高速公路里程，内蒙古自治区、云南省、广东省、甘肃省和青海省建设规模相对较大，尤其是内蒙古自治区和云南省在基本目标设定范围内，2017-2020 年建设压力巨大，资金筹措安排对当地财政和外部融资的依赖程度高，中西部地区在“十三五”时期将形成新一轮的高速公路建设浪潮，中东部地区则主要是路网加密完善。收费公路行业中，“十三五”期间增量债务将较大部分集中在中西部地区收费路网新建项目，且行业债务将不断积累，预计在“十三五”期末，将出现新的行业债务高峰，“十四五”期间的债务本息偿付压力进一步加大。

图表 15. 样本所属省份交通运输“十三五”发展规划（单位：公里）

省份	规划文件	基本目标
安徽省	《安徽省交通运输“十三五”发展规划》	截至 2020 年末，高速公路通车里程达到 5200 公里，高速公路实现县县通；十三五期间，续建项目 636 公里，新开工项目 2553 公里。
北京市	《北京市“十三五”时期交通发展建设规划》	“十三五”期间计划建设高速公路 300 公里以上。优化调整国家高速公路通道功能，构建“客内货外”的网络格局。
福建省	《福建省“十三五”综合交通运输发展专项规划》	截至 2020 年末，全省高速公路通车里程超过 6000 公里，“三纵十横”高速公路网全面建成。十三五期间高速公路投资计划 1370 亿元。
甘肃省	《甘肃省“十三五”综合交通运输发展规划》	全省骨干公路网全部建成，截至 2020 年末高速公路里程 7300 公里。
广东省	《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》	“十三五”期间规划建设里程 5942 公里，截至 2020 年末建成 11000 公里。高速公路计划投资 5000 亿元。
贵州省	《贵州省综合交通运输“十三五”发展规划》	截至 2020 年末通车里程 8000 公里。“十三五”时期建设里程约 5100 公里，其中续建 1185 公里，新开工约 3900 公里。投资需求测算为 3800 亿元。建成“678”高速公路网，加快实施高速公路网加密项目。
海南省	《海南省公路水路交通运输“十三五”发展规划纲要》	推进琼中-乐东、文昌-琼海、万宁-儋州-洋浦等高速公路建设，实现“田”字型主骨架基本贯通，国家高速公路项目全部完成。
河北省	《河北省综合交通运输体系发展“十三五”规划》	截至 2020 年末，高速公路里程力争达到 9000 公里，覆盖所有县级节点（30 分钟上高速），基本建成国家高速公路网，打通与京津所有“断头路”，开辟西部山区扶贫通道，加密局部通道，扩建国、省高速公路拥堵路段，增强冬奥会赛区、北京新机场临空经济区、沿海地区路网，建成全省高速公路骨架网络。
河南省	《河南省“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	“十三五”期间新增高速公路 1500 公里以上、新开工高速公路 1500 公里以上，基本建成完善的内联外通高速公路网，高速公路计划投资 1500 亿元。
黑龙江省	《黑龙江省现代综合交通运输体系发展“十三五”规划》	截至 2020 年末，高速公路里程达到 5000 公里。
湖北省	《湖北省综合交通运输“十三五”发展规划纲要》&《湖北省公路水路交通运输“十三五”发展规划纲要》	截至 2020 年末，全省高速公路里程达到 7500 公里；“十三五”期间建设规模 2290 公里，期间计划投资 1863 亿元
湖南省	《湖南省交通运输“十三五”发展规划》	截至 2020 年末，全省高速公路通车里程达到 7000 公里以上，新增通车里程力争达到 1842 公里，估算总投资 1750 亿元；国高网项目全部建成或开工建设，基本形成“六纵七横”高速公路网。
吉林省	《吉林省公路水路交通运输发展“十三五”规划纲要（征求意见稿）》	“十三五”期，建设项目 22 个 2340 公里，到 2020 年末，高速公路通车里程力争达到 4000 公里。基本建成国高网（省境内国高网建成 90%），所有市州和县市通高速，基本形成“五纵四射三横”高速公路网。
江苏省	《江苏省“十三五”综合交通运输体系发展规划》	到 2020 年，江苏全省高速公路里程达到 5000 公里左右，普通国省干线公路里程达到 1.2 万公里。
江西省	《江西省“十三五”综合交通运输体系发展规划》&《江西省公路水路交通运输“十三五”发展规划》	全面建成“四纵六横八射十七联”高速公路网，2020 年末高速公路通车里程突破 6000 公里，加强与周边省份高速公路互联互通，全面打通 29 个高速省际出口。预计“十三五”期间完成投资 1177 亿元、新增通车里程 1353 公里。
内蒙古自治区	《内蒙古自治区“十三五”公路、水路交通运输发展规划》	“十三五”期间，全区共续建和新建设高速公路 5034 公里，完成投资 1705 亿元。其中国家高速公路项目 23 项，建设里程 3795 公里，完成投资 1156 亿元，自治区地方高速公路项目 14 项，建设里程 1239 公

省份	规划文件	基本目标
		里,完成投资 549 亿元。截至 2020 年末,全区高速公路通车里程达到 10000 公里,原国家高速公路网全部建成。
宁夏回族自治区	《宁夏回族自治区“十三五”综合交通运输体系发展规划》	截至 2020 年末,全区高速公路通车里程达到 2000 公里,构建“三环四纵六横”高速公路网,续建、新开工高速公路 1100 公里,其中国家高速公路约 900 公里。
山东省	《山东省公路水路交通运输“十三五”发展规划纲要》	截至 2020 年末,高速公路通车里程达到 7600 公里,通达除长岛外所有县(市、区)。以新建为主,优化布局、完善网络,同步对交通量大的路段实施改扩建,解决主要通道及跨黄河路段拥堵问题。
山西省	《山西省“十三五”综合交通运输体系规划》	加快国家高速公路、高速公路出省通道及地方高速公路建设,“三纵十二横十二环”高速公路网全部建成,截至 2020 年末,高速公路通车里程达到 7258 公里,实现“县县通高速”,建成 33 个高速出省口。
陕西省	《陕西省“十三五”综合交通运输发展规划》	截至 2020 年末,高速公路通车总里程超过 6000 公里,力争达到 6500 公里。
四川省	《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》	截至 2020 年末,高速公路通车里程达到 8000 公里。加快省际、成渝城市群及长江经济带综合立体交通走廊等高速公路通道建设,进一步强化与周边区域的互联互通。
天津市	《天津市综合交通运输“十三五”发展规划》	截至 2020 年末,建成“八横六纵”高速公路网和跨界通道顺畅衔接、高等级公路广域覆盖的普通公路网,高速公路总里程达 1450 公里
云南省	《云南省公路水路邮政交通运输“十三五”发展规划》	“十三五”期间高速公路投资 6500 亿元,新增高速公路通车里程 4000 公里以上,在建高速公路 2000 公里以上,2020 年末高速公路通车里程达 8000 公里以上。
浙江省	《浙江省综合交通运输发展“十三五”规划》	“十三五”期间建成高速公路 1000 公里,截至 2020 年高速公路建成 4800 公里。
重庆市	《重庆市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	加快建成高速公路骨干通道,形成“三环十二射多联线”网络,新增高速公路通车里程 1000 公里,总里程超过 3500 公里,实现“县县通高速”。
青海省	《青海省交通运输“十三五”发展规划》	计划高速公路骨架基本形成,通车里程突破 5000 公里(含一级公路),城镇人口 20 万以上城市 and 市州行政中心全部通高速公路。
广西壮族自治区	《广西综合交通运输发展“十三五”规划》	构建“六横七纵八支线”高速公路网络,截至 2020 年末全区高速公路里程达到 7000 公里左右,高速公路通车率达到 97% 以上。

资料来源:各省市交通厅/局公开政策文件

多元业务拓展

收费公路行业内部分企业加大多元业务的开展力度,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的波动和其他业务特定的风险。对于成熟的多元化经营主体,多元业务的稳健发展将带来增量现金流,不同区域市场的周期互补对行业波动形成一定的缓冲;但对于刚开始探索多元化且未形成多元化业务经营方向的收费公路企业,多元化业务风险或将被放大,对收费主业产生反噬影响,尤其是新进入房地产和金融行业,经验和能力上的不足将削弱收费公路企业自身抗风险能力,不同行业的风险冲击对行业波动形成加剧效应,影响收费公路自身业务的稳定性。

样本企业多元业务拓展方向较广,但集中在贸易、施工、房地产和金融这几大板块,其中贸易板块较多涉及建材和油品等大宗商品,带来较大规模收入,但利润贡献水平低;施工板块较多涉及路桥施工,与公路建设运营板块关联度较高;房地产板块的多元拓展很大程度上是由于获得高速公路沿线土地资源,在进行一级整理开发后,择机进入房地产市场进行深度开发(更多的是商住类项目),关注三四线城市房地产市场政策波动和房地产项目的去化能力;金融板块较成功的标杆性企业是山东高速集团,控股威海商业银行,开展各类授信业务,但资本市场和利率汇率等波动或将带来表内外资产负债价值发生变动,其它样本涉足金融板块更多的包括股权基金、小贷、担保、典当等,需关注

项目投资风险和资金收回风险。

样本企业中多元化力度较强的包括甘公旅、浙江交投、云南交投、山东高速集团、广西交投、四川交投和安徽交控等，其多元化业务阶段相对成熟，多元业务格局相对稳健，对收费主业形成相对有益补充和未来业务的重要支撑，同时也为收费公路转型升级提供一定经验。

图表 16. 样本企业多元业务拓展方向及收入贡献比重（2016 年）

省份	简称	多元业务拓展	多元业务收入贡献占比
甘肃	甘公旅	贸易、旅游、金融	>80%
浙江	浙江交投	货物销售、工程施工、房地产	
云南	云南交投	工程施工、房地产	
山东	山东高速集团	商贸、施工、运输、房地产、金融	50%~79%
广西	广西交投	大宗建材，成品油、房地产	
四川	四川交投	大宗交易、能源销售	
安徽	安徽交控	房地产开发，油品购销，道路客运，建筑施工	
广东	广东交通集团	工程施工、道路运输、物流等	30%~49%
湖北	湖北交投	施工、商品贸易	
江苏	江苏交控	石油制品销售、金融、房地产、运输	
北京	首发集团	交通工程、油品贸易销售	
贵州	贵州高速	建材销售、房地产	20%~29%
吉林	吉林高速集团	租赁	
陕西	陕西高速建设	石油制品零售、施工	
江西	江西高投	成品油销售、材料销售	
天津	天津高速集团	商品销售	10%~19%
海南	海南交投	交通运输、房地产	
河南	河南交投	房地产、工程施工、金融	
湖南	湖南高开司	工程、房地产、商贸	
河北	河北交投	施工、旅游、饮食及服务业	<10%
福建	福建高速	油料经营开发	
内蒙古	内蒙古高投	施工	
山西	山西交投	养护	
重庆	重庆高速集团	广告牌租赁及发布、OBU 销售、技术服务和公路工程等	<10%
陕西	陕西交建	油品销售	
河南	河南收费还贷高速	公路附属设施、服务区的经营管理	
青海	青海交投	较少	
黑龙江	黑龙江高速集团	房地产，尚未预售	
宁夏	宁夏交投	较少	

资料来源：新世纪评级整理

三、样本财务表现

盈利水平

盈利能力是企业现金流来源的生成基础，是企业偿债能力的重要保障，持续的盈利状态仍是必要的，持续的亏损及重大亏损将会对企业的信用质量产生负面影响。毛利率是衡量企业盈利能力的基础指标，毛利率越高则说明企业的盈利能力越高，控制成本的能力越强。但是，由于不同子行业之间存在一定的经营差异，毛利率的可比性有限，尤

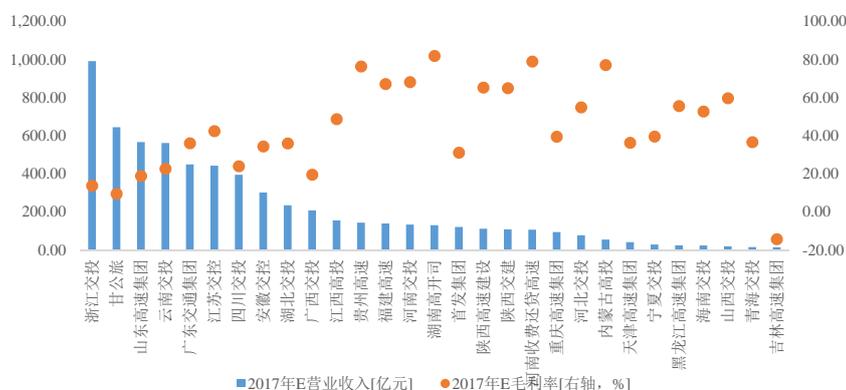
其是部分样本涉足多元业务（商贸和施工等行业毛利水平或不及收费主业毛利水平）。

29 家样本企业收入规模差异很大，其中 TOP5 来自浙江交投、甘公旅、山东高速集团、云南交投和广东交通集团，收入规模均突破 400 亿元，尤其浙江交投收入规模超过 800 亿元，但收入更多来自多元化业务，尤其是商贸类业务，收入规模扩大的同时毛利水平被严重摊薄。毛利水平明显偏弱的为吉林高速集团，主要系公司将吉林省交通厅返还的政府还贷路产通行费收入计入营业外收入，而相关折旧计入营业成本所致。

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、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。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的常态，未来企业不可避免将面临经营业绩增长压力。

不同于上市类收费企业，部分交通集团平台由于管辖区域内收费还贷公路，及受到政府及相关部门大力支持，对收费还贷性公路⁵及部分经营性公路不计提折旧，导致样本主业毛利水平偏高，其中包括河南收费还贷高速、湖南高开司、河南交投、内蒙古高投、福建高速、陕西交建、陕西高速建设、贵州高速、黑龙江高速集团、江西高投、青海交投和甘公投等。

图表 17. 样本企业营业收入与毛利水平



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3；宁夏交投为 2014 年）

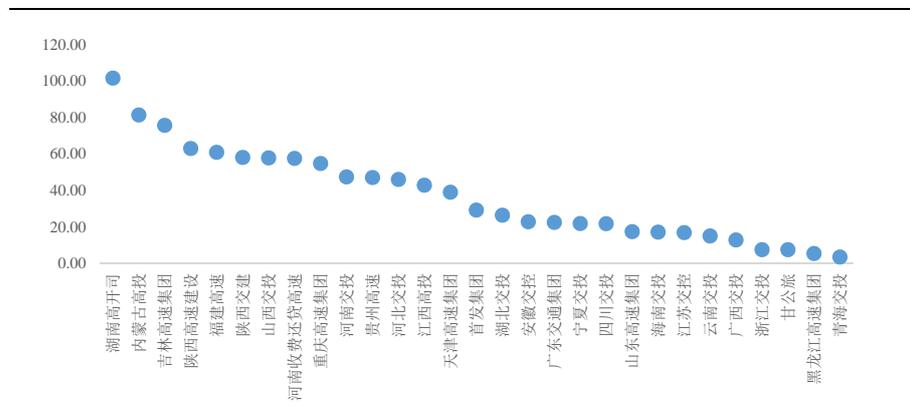
由于收费公路建设承担财务费用，较大规模财务费用侵蚀利润空间，对于在建规模较大的公路企业，由于建设期内资本化借款利息不体现在利润表，因而需要关注在建工程转为固定资产后，当期利息费用化的增长可能给盈利能力造成的影响。另外公路运营管理及维护消耗人力资本，管理费用支出影响利润积累，综合指标期间费用率则体现包含财务费用和管理费用在内的支出对收入的夺取程度。

29 个样本企业的期间费用率样本均值在 40%，样本企业中，对期间费用控制良好的包括青海交投、黑龙江高速集团、甘公旅和浙江交投，期间费用对利润侵蚀极强的包括湖南高开司、内蒙古高投和吉林高速集团，其中湖南高开司由于大量在建工程转固定资产，

⁵ 一般而言，收费还贷公路收费模式实行“收支两条线”，即发行人在收取政府还贷公路通行费后，将所收取通行费全部存入省财政厅指定财政专户，上缴至国库。然后省财政厅根据省财政预算安排，依据发行人缴库数额，全额拨付发行人。

利息由资本化转为费用化导致其期间费用率超过 100%，并出现经营亏损；同样，内蒙古高投由于在建项目完工转固，部分利息支出费用化，加之有息债务增加，其财务费用对盈利空间挤压明显。

图表 18. 样本企业 2017 年 E 期间费用率（单位：%）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4~2017 年 Q3；宁夏交投为 2014 年）

非经营收益主要来自投资收益和营业外收入，部分样本由于参股路桥公司、持有股票和投资金融类公司等所获取的投资收益，由于行业特性，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。省级交通集团主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府资金或财政补贴支持，为省级交通平台利润积累提供有益补充。

图表 19. 部分样本企业投资收益及收现情况（单位：亿元）

简称	投资收益			取得投资收益所获得的现金		
	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
山东高速集团	15.97	19.87	21.44	36.90	27.82	38.43
浙江交投	12.03	13.78	19.20	1.60	4.14	10.21
广东交通集团	9.25	11.57	13.08	10.08	9.40	11.02
江苏交控	8.80	6.31	10.42	8.16	6.01	14.86
黑龙江高速集团	0.97	1.24	9.42	0.02	0.02	-0.13
河南交投	6.09	5.24	5.94	4.24	2.25	1.19
江西高投	-0.73	11.28	5.21	0.79	0.99	1.13
安徽交控	8.32	4.83	5.09	3.91	3.84	3.53
重庆高速集团	3.35	4.47	5.04	3.25	3.99	4.15

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4~2017 年 Q3）

图表 20. 部分样本企业营业外收入及来源（单位：亿元）

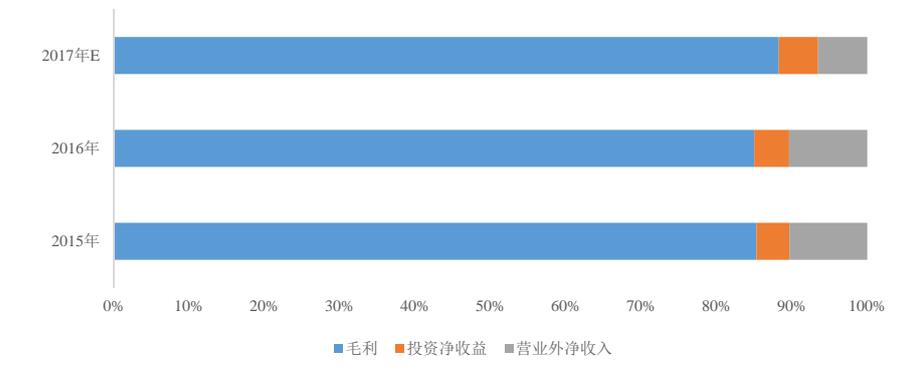
简称	2015 年	2016 年	2017 年 E	备注
湖南高开司	33.63	110.04	62.60	2016 年和 2017 年 1-3 月，公司收到政府置换债收入分别为 110 亿元和 16 亿元，计入营业外收入。
江苏交控	32.40	32.49	32.42	铁路建设专项资金。
吉林高速集团	38.89	30.57	29.98	吉林省交通厅返还的政府还贷收入计入营业外收入。
重庆高速集团	17.62	16.02	16.55	重庆市财政补助。
山东高速集团	7.06	9.23	8.05	财政补贴、奖励资金。

资料来源：新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4~2017 年 Q3）

由于行业特性提供了相对透明和较为稳定的收入来源，省级交通平台利润主要来源主业经营，同时以政府补贴为主的营业外收入充盈了利润空间，持续稳定的参股公司分红将

带来一定规模投资收益，一次性资产或股权/股票出售也能带来短期内的利润补充，但需关注实际收到投资收益所获的现金规模。主业经营积累以外的非经营性收益需观察收益来源的可持续性与稳定性。

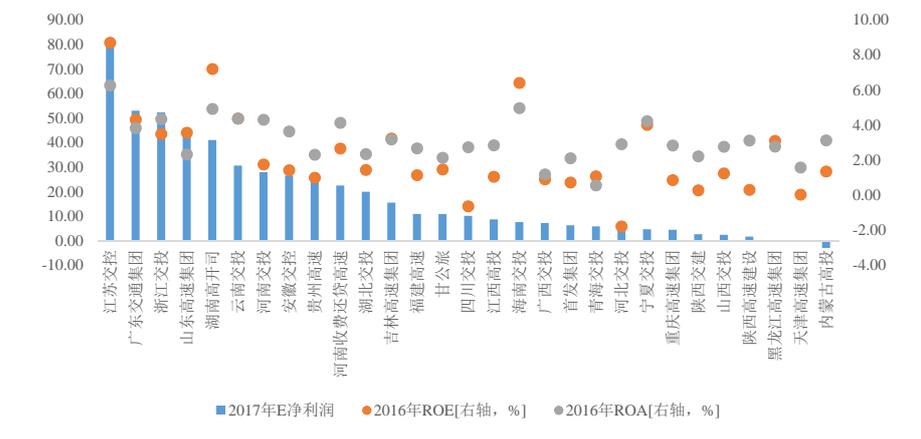
图表 21. 全样本利润来源



资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理 (2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3; 宁夏交投数据为 2012-2014 年)

良好利润的积累为债务偿付、经营资金周转和项目投建提供一定保障, 由于较大路产规模和良好路产效益, 江苏交控、广东交通集团和浙江交投净利润规模处于前列, 受益于较大规模政府债务置换, 湖南高开司净利润规模较大。陕西高速建设、黑龙江高速集团、天津高速集团、河北交投和内蒙古高投利润积累规模较小甚至部分出现亏损, 其中黑龙江高速集团由于 2017 年固定资产碾子山至北岸段变更为二级路不再收取通行费, 则将该路段确认为无效资产, 计入营业外支出, 导致当期支出项骤增; 天津高速集团和河北交投由于较大规模折旧和利息支出, 经营持续亏损; 陕西高速建设和内蒙古高投则由于利息费用强烈侵蚀利润导致利润积累效果并不明显。

图表 22. 样本企业净利润与收益率 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理 (2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3; 宁夏交投为 2014 年)

偿债能力

(1) 负债水平

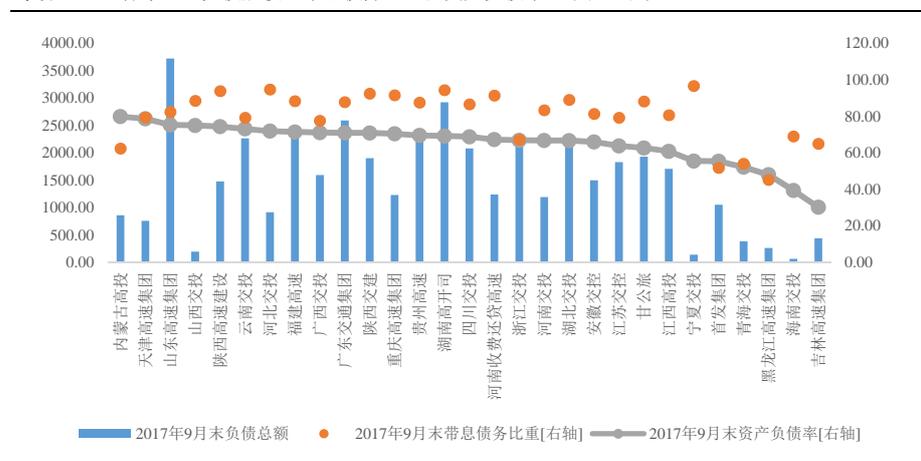
我国收费公路建设进程较快, 路网逐步成形, 骨干线路基本通车, 在该轮建设大浪潮下, 收费公路企业累积了大量的存量债务, 交通集团平台样本债务中有息类债务占比偏高,

样本均值超过 80%，其中宁夏交投、河北交投、湖南高开司、陕西高速建设、陕西交建、重庆高速集团和河南收费还贷高速的有息债务⁶占比超过 90%，债务偿付压力较大。

考虑到借款的成本支出情况，由于收费公路建设周期较长，我国收费公路行业企业的债务结构一般会呈现中长期化特征，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转压力。债务期限结构上，样本企业中，山东高速集团由于金融板块较大规模吸收存款及同业存放等业务，其债务期限结构呈现短期化。

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，上市公司财务杠杆平均水平在 45%，而交通集团平台资产负债率较高，其中内蒙古高投、天津高速集团、山东高速集团和山西交投资产负债率超过 75%，未来收费公路投资建设主力布局中西部，内蒙古高投负债经营压力偏大。

图表 23. 样本企业负债规模、带息债务比重及资产负债率（单位：亿元、%）



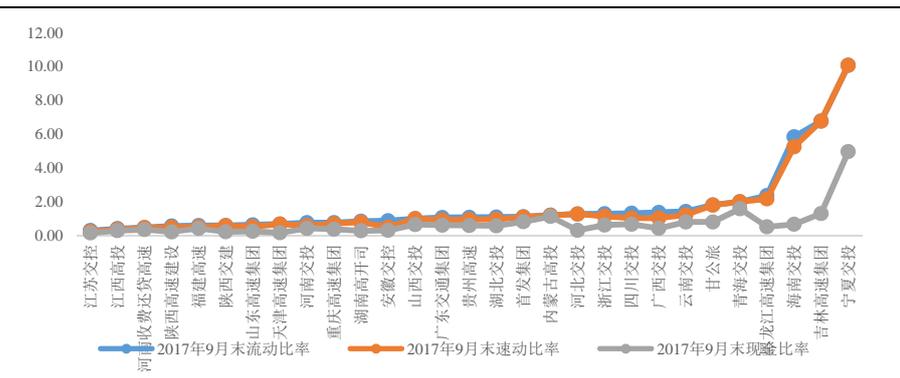
资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（宁夏交投数据为 2014 年末）

流动性主要观察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的和正常经营的关键，足够的现金流性能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，江苏交控、江西高投、河南收费还贷高速和陕西高速建设四家样本公司账面流动性弱，均背负较大规模短期债务，流动资产规模相对较小，流动性保障受限。其中部分样本包含较大规模应收类账款及房地产成本，其流动性更多依赖于账款回收质量和房地产项目去化水平。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质押而筹措资金，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。

⁶ Wind 中等额有息债务未包含长期应付款科目，部分企业长期应付款包括融资租赁或资金拆借款，实际有息债务占比或将高于计算式列示。

图24. 样本企业流动性（单位：倍）



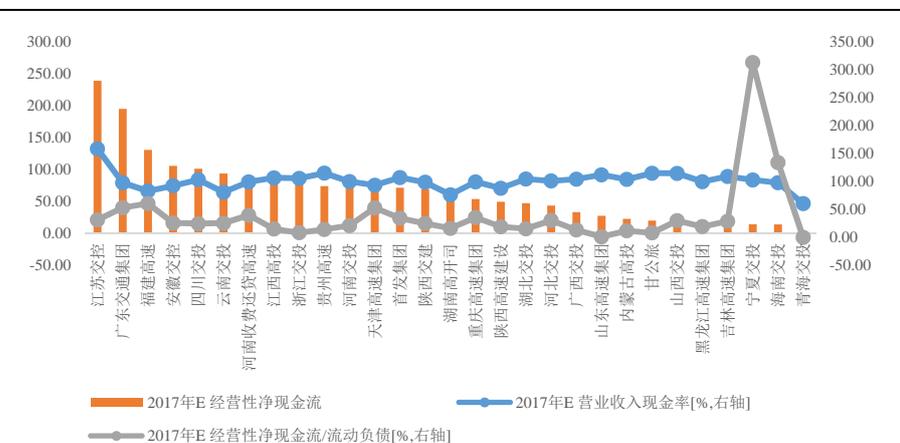
资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（宁夏交投数据为 2014 年末）

现金流量

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现能力较强，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。交通集团平台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，其中湖南高开司由于 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；青海交投近年来由于运营路产大修成本支出和公路养护费用支出，短期内经营活动净收入持续下滑，考虑到大修成本为非常规性成本，大修工程的结束，其经营性净现金流对债务的保障程度将有所增长。

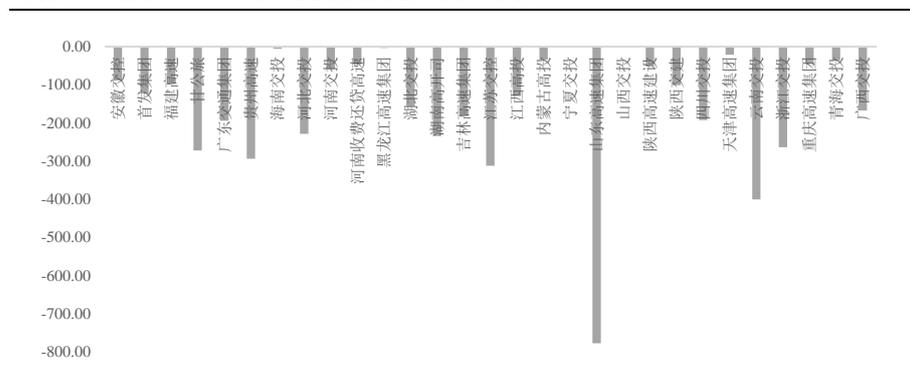
图25. 样本经营活动表现（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3，宁夏交投为 2014 年）

由于区域职能定位和路网规划，交通集团平台在路产增量投资压力相对较大，路产的投资主要为改扩建或新建项目，资金投入量居高。样本山东高速集团由其金融板块威海银行债券及信托投资等业务规模增长及其在建项目投资力度扩大，投资净流出规模大；江苏交控近年来随着高速公路和铁路建设进程推进，其投资支出规模逐步上升并处于较高水平。

图表 26. 样本企业 2017 年 E 投资活动净额（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3，宁夏交投为 2014 年）

大多数交通集团平台样本企业经营获得现金流难以覆盖投资所需资金，其资金来源包括股东注资和对外筹措资金（借款），并用于债务偿付和投资建设等。2015-2016 年及 2017 年 E，29 家样本企业在取得借款收到现金与发行债券收到现金合计分别为 8851 亿元、8918 亿元和 9924 亿元，外部筹融资需求旺盛并持续增长，同期，偿还债务支付现金分别为 6010 亿元、6572 亿元和 6933 亿元，债务偿付一直是现金周转的主要去向，占外部筹融资规模的 70%，关注外部筹融资债务期限搭配及债务循环压力。

图表 27. 全样本筹资活动情况（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年 E
筹资活动净现金流入	2568	2262	2578
取得借款收到现金+发行债券收到现金	8851	8918	9924
偿还债务支付现金	6010	6572	6933
偿还债务支付现金占外部筹融资比重	68%	74%	70%

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4-2017 年 Q3，宁夏交投为 2012-2014 年）

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及资产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。同时由于行业特性，良好的经营积累带来较大规模的未分配利润充实权益资本，样本中湖南高开司、江苏交控和海南交投未分配利润比重偏高，如遇股东要求利润分配，则影响权益资本规模，并影响公司财务境况；样本中四川交投、河南交投和内蒙古高投未分配利润为负，因财务费用增加以及工程材料成本上升导致因成本费用增加压缩利润空间致未分配利润为负影响权益资本积累。

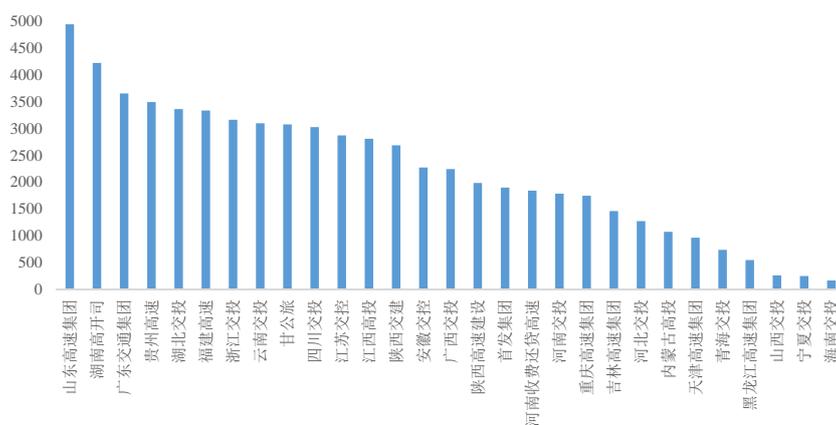
图表 28. 样本企业权益资产（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（宁夏交投数据为 2014 年末）

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。样本企业资产规模大，已有 25 家样本资产过千亿，部分资产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）及在建工程（在建路产项目）。

图表 29. 样本企业 2017 年 9 月末资产规模（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（宁夏交投数据为 2014 年末）

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，同时应收对象如为关联方或当地政府部门，则关注关联方占款及资金收回质量；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。

不同区域面临财务风险程度不一，受益于主业稳健经营及多元业务，东部地区保持良好的经营效益累积和充沛的现金流入，为债务偿付提供了一定保障基础；中西部地区由于路产效益存在差距，整体经营积累偏弱，而前期大规模的建设积累大量债务，财务杠杆也居高，考虑到西部地区“十三五”投资建设压力依旧很大，对外筹融资需求不减，未来

负债经营程度或将加强；新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等，西部地区收费公路行业投资边际效益也将呈现递减现象，而建设任务的资本密集性带来增量债务，加大西部地区未来债务偿付的压力，持续关注西部地区整体财务风险。

图表 30. 样本企业财务表现区域分化情况（单位：亿元）

区域	营业收入			毛利率			净利润		
	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
东北部	35.08	38.94	38.15	24.07%	33.26%	29.85%	33.43	27.75	15.82
东部	2056.80	2794.88	3151.23	34.79%	29.05%	28.46%	197.40	240.98	287.66
中部	609.16	645.03	777.65	62.45%	60.94%	58.13%	90.00	149.14	122.66
西部	1473.95	2110.46	2363.81	32.94%	28.59%	28.44%	41.34	88.92	100.84
合计（综合）	4174.99	5589.31	6330.84	38.08%	32.59%	32.11%	362.17	506.79	526.98

区域	负债总额			资产总额			资产负债率		
	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
东北部	499.53	548.05	708.15	1141.34	1563.15	2014.65	43.77%	35.06%	35.15%
东部	13938.60	16098.15	16948.51	19556.27	23084.93	24553.33	71.27%	69.73%	69.03%
中部	8831.72	9041.69	9513.51	12873.66	13538.91	14291.52	68.60%	66.78%	66.57%
西部	14018.87	15489.02	16315.38	19936.66	22048.67	23440.01	70.32%	70.25%	69.60%
合计（综合）	37288.71	41176.92	43485.55	53507.93	60235.65	64299.51	69.69%	68.36%	67.63%

区域	经营性净现金流			投资性净现金流			筹资性净现金流		
	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E	2015 年	2016 年	2017 年 E
东北部	44.42	27.44	34.41	-128.47	-118.30	-185.92	24.83	88.90	173.34
东部	1050.44	1090.35	977.33	-1570.71	-1586.71	-2113.55	596.57	815.51	824.47
中部	234.09	373.14	372.25	-959.06	-758.39	-627.28	750.64	212.24	390.51
西部	484.96	522.85	532.06	-1525.47	-1490.78	-1594.51	1195.84	1145.73	1189.23
合计（综合）	1813.92	2013.78	1916.05	-4183.71	-3954.17	-4521.25	2567.87	2262.39	2577.55

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017 年 E 系 2016Q4~2017 年 Q3，宁夏交投为 2012-2014 年）

四、外部支持

政府/股东支持

政府及股东支持方式多样，包括资本金、资产划拨（股权+土地）、债务不转移（政府性债务认定及政府债务置换）、国开行低息贷款、财政垫款和政府补助及税收优惠等。

收费高速公路资本金主要来源中央车购税和其他税额返还（国家和地方政府下达的车购税资金、地方财政返还营业税及财政拨款）以及市场化主体投入资本金。公路建设资本金比例经多次变更⁷（1996 年资本金比例为 35%及以上，2009 年最低资本金比例为 25%，2015 年由 25%调整为 20%）。截至 2016 年末，收费高速公路建设资本金累计 21152.38 亿元，其中经营性收费高速公路资本金占 55.24%。

区分不同性质路产而言：2016 年末还贷性收费高速公路资本金占还贷性收费高速公

⁷ 《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》国发[1996]35 号；《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》国发〔2009〕27 号；《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》国发〔2015〕51 号。

路建设投资总额比重为 27.74%，经营性收费高速公路资本金占经营性收费高速公路建设投资总额比重为 32.98%，经营性公路资本金规模和比例均超过收费还贷公路。财政资金方面，截至 2016 年末收费高速公路资本金中财政资本金累计 11524.45 亿元，其中收费还贷公路财政资本金占比 68.74%；还贷性收费高速公路财政资本金占收费高速还贷性资本金比重为 83.68%，经营性收费高速公路财政资本金占收费高速经营性资本金比重为 30.83%，收费还贷性公路财政资本金规模和比例均超过经营性公路。由于经营性公路更多引入社会资本，增加了资本金来源，而收费还贷公路更多依赖于当地财政而获得更多财政性资本金。

图表 31. 收费高速公路资本金明细（单位：亿元）

分类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末
收费高速公路资本金合计	14898.63	16562.75	19671.36	21152.38
还贷性收费高速公路资本金	7054.37	8311.87	9620.49	9466.90
-- 占还贷性收费高速公路建设投资总额比重	27.59%	28.26%	28.70%	27.74%
经营性收费高速公路资本金	7844.27	8250.88	10050.87	11685.48
-- 占经营性收费高速公路建设投资总额比重	33.38%	31.73%	33.60%	32.98%
收费高速公路资本金-财政资本金	--	--	10733.29	11524.45
收费高速公路资本金-还贷性-财政资本金	--	--	7975.90	7921.95
-- 占收费高速还贷性资本金比重	--	--	82.91%	83.68%
收费高速公路资本金-经营性-财政资本金	--	--	2757.39	3602.50
-- 占收费高速经营性资本金比重	--	--	27.43%	30.83%

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理、计算

图表 32. 样本企业政府支持形式

简称	政府支持
安徽交控	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 交通运输部每年为公司部分在建高速公路项目提供一定的资金补贴，并获得交通运输部拨入车购税补助。 ◇ 安徽省财政厅对公司公路桥梁运营主业缴纳的营业税和企业所得税地方分成部分全额分两次返还，返还资金作为省政府对高速公路项目建设的资本金投入。
首发集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 政府持续的资本金注入和财政补贴为公司提供了良好的资金支持。
福建高速	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 土地储备、财政贴息等。 ◇ 资本金支持：近三年交通部、省级和地市资本金到位率平均数分别为 109.66%、99.93% 和 119.22%。2017 年 1-3 月，省级和地市资本金到位率分别达 35.32%、31.46%。
甘公旅	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 在项目资本金注入、资产注入以及专项补贴等方面得到国家及甘肃省政府的支持力度大。
广东交通集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 高速公路建设资本金支持：引入粤财控股及人保债投计划资金对于缓解公司高速公路建设资本金压力、保障高速公路项目顺利推进等方面有积极意义。2015-2016 年，分别收到省财政拨付的预付股权回购款。 ◇ 政府补助：包括燃油补贴款、运营补助等。 ◇ 税收优惠。
贵州高速	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 获得政府在项目资本金、中央车购税、取消收费二级公路补助资金、国家开发银行低息贷款、贵州交通产业发展基金、股权融资和银团基准利率借款等方面的支持
海南交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 海南省高速公路不设收费站的特点，公司高速公路的业务收入主要是海南省政府划拨的全省 80% 的车辆通行附加费。 ◇ 资金注入和调配及股权投资职能。资产划拨：（1）海南高速国有控股股权划转（2）莺歌海盐场 6000 亩土地划拨（3）高速公路沿线土地收储。
河北交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 获得政府在资产划拨、资源整合和贴息政策等方面的有力支持。自成立以来，公司在当地政府的规划支持下，逐步整合省内高速公路资产，整体实力不断增强。
河南交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 政府在土地资产注入、资本金拨付和贴息补助等多方面给予公司支持。
河南收费还贷高速	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 获得了政府在税收政策、资金补助等多方面的支持。
黑龙江高速集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 2013 年发文：公司政府还贷公路（6 条）的剩余债务由黑龙江省交通厅直接偿还，不再向公司转移，并且每年预留通行费的比例不超过路段通行费收入的 25%。
湖北交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 得到交通部和湖北省政府在补贴和政策等方面的支持。公司每投资建设地方政府一条高速公路，地方政府均承诺以城区内的优质地块按照该条高速所占用地指标 10% 的比例依照有关法律的规定合法给予补偿。

简称	政府支持
湖南高开司	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 得到湖南省政府在资金和政策方面的大力支持； ◇ 在项目资本金投入方面，按照湖南省确定的各级政府在交通建设中的责任，高速公路的建设由省政府负责，公司所建政府还贷性高速公路项目资本金均由省财政厅拨付。 ◇ 在通行费收入方面，政府对公司所收取政府还贷性高速公路通行费收入实行“财政收支两条线”的管理模式，即公司所收取的通行费全部上缴到湖南省财政专户，再由湖南省财政全额返还给公司支配使用。 ◇ 税收政策。公司收取的机动车辆通行费及开发性收入免缴一切税费和“两金”，全部用于偿还债务本息和高等级公路建设，公司拥有自主支配的权力。
吉林高速集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 项目资源、资产注入和财政补贴等支持；注入的 11 条路产债务未转入，仍在省交通厅。
江苏交控	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 作为江苏省高速公路建设的主体，并承担省内部分铁路的建设任务，公司获得江苏省政府资金支持。截至 2016 年末，公司已累计获得 175 亿元补助资金。
江西高投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 在资产注入、资本金支持、政府补助、税收优惠等方面获得政府的大力支持。
内蒙古高投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 建设项目主要为国道主干线、省际通道和国高网项目，可获得一定中央车购税补贴款。
宁夏交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 资金资源支持。
山东高速集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 负责对山东省境内所有已建成和将要建设的高速公路及路桥实行统一贷款、统一建设、统一经营、统一还贷、统一纳税。在公司发展过程中，山东省政府在项目资源、财政补贴和交通组织等方面一直给予支持。
山西交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 政府补助款。
陕西高速建设	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 车购税资本金支持。
陕西交建	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 车购税补助、燃油税返还等政府补助，省财政每年安排 15 亿，用于支持交通运输事业发展。
四川交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 中央政府、四川政府在资本金和补助方面给予较大支持力度。
天津高速集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 天津市政府每年从当年燃油税中央转移支付中拨付给公司 2.00 亿元款项，专门用于高速公路的建设、运营和养护；股东城投集团以拨付项目建设资金的形式对公司进行支持
云南交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 云南省交通厅拨入 2016 年车辆购置税交通运输重点项目专项资金 27.83 亿元，国开发展基金有限公司对功东高速公路项目、华丽高速公路项目增资款 16.81 亿元以及政府拨入曲陆扩建工程、武昆高速、西石高速、江召改扩建、上鹤高速及沾会高速建设资本金补助 6.53 亿元。
浙江交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 浙江省政府及有关部门 2016 年持续通过拨付铁路项目财政补贴资金利息、铁路建设与省级补助资金、科研活动经费、高速公路项目补助以及其他补偿款等财政资金，为公司后续项目投入提供政策和资金保障。
重庆高速集团	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 2005 年，重庆市政府同意免除高速公路建设中土地征收涉及行政事业性收费中的社会统筹费、水利建设基金、规划费等，对其他费用实行优惠政策。 ◇ 政府补助方面，交通部每年按照建设规模对重庆高速进行补助，2009 年拨付 1.5 亿元中央国债作为资本金投入；重庆市财政补助 2014~2016 年分别为 16.66 亿元、17.17 亿元和 15.74 亿元。 ◇ 为拓宽公司经营收入渠道，重庆市国土房管局《关于重庆高速公路发展有限公司高速公路建设工程土地储备有关政策的意见》赋予其土地储备职能。2012~2015 年，市政府每年定向给予公司 1000 亩城市建设用地指标，用于储备土地整治出让，筹集项目建设资金。同时政府还通过土地规划调整，让公司按程序获取国有土地使用权，增加土地出让收益。
青海交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 作为青海省高等级公路最重要的投资及运营主体，在税收和建设资金来源方面得到国家和青海省交通运输厅的大力支持：已经通车的 12 条高速公路总投资 240.2 亿元，共获得交通部车购税资金 105.8 亿元，占比为 44.0%；已通车的一级公路总投资 37.1 亿元，共获得车购税补助资金 20.7 亿元，占比为 55.6%；湟中至贵德二级公路获得车购税补助金额 4.1 亿元，在总投资中占比为 84.9%。截至 2017 年 6 月末，公司在建的 7 个公路项目总投资 407.00 亿元中 161.96 亿元为中央车购税补助资金，占比为 39.79%，自筹资金以公司为主体进行项目贷款，以及发行债券筹资金等方式解决。 ◇ 截至 2017 年 6 月末，公司形成的有息债务中有 21.57 亿元纳入青海省政府性债务。
广西交投	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 对广西壮族自治区交通厅划转给公司管理的十二条还贷高速公路所承担的债务，合计 123.95 亿元，承诺贷款无法按期还本付息时，由自治区财政给予先行垫付； ◇ 支持公司新建设的十四条高速公路项目向国内银行申请贷款，并承诺贷款无法按期还本付息时，由自治区财政给予先行垫付。 ◇ 支持公司 2010 年新建的来宾至马山、马山至平果、崇左至靖西、柳州至平南、靖西至龙邦、柳州至武宣以及 2009 年开工的桂平至来宾等 7 条高速公路项目向国内银行申请贷款，并承诺贷款无法按期还本付息时，由自治区财政予以先行垫付。

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

金融机构支持

收费高速公路建设资金除了资本金，更多的资金来源于外部借款，截至 2016 末收费高速公路年末债务余额 45634.98 亿元，其中银行贷款余额 39365.54 亿元，占比高达 86.26%。金融机构的授信及资金支持将是高速公路建设的重要助力，有利于降低企业的项目资金风险。

图表 33. 样本企业银行授信情况

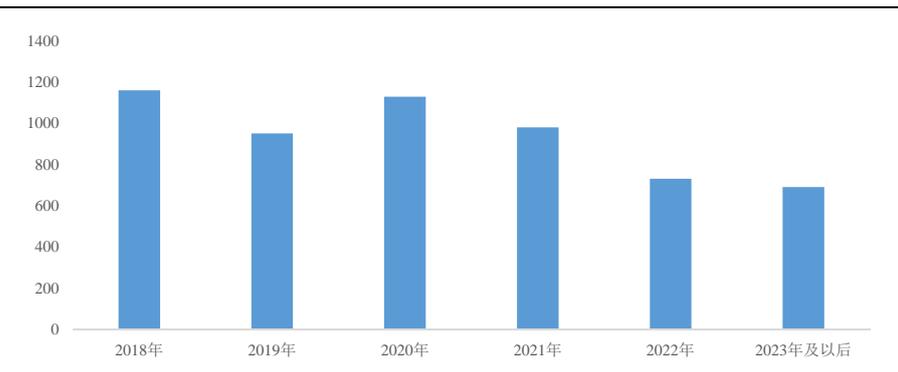
简称	截止日期	授信额度	已使用信贷额	未使用信贷额
安徽交控	2017-09-30	3251.26	1080.78	2170.48
首发集团	2016-12-31	1533.38	458.00	1075.38
福建高速	2017-03-31	3085.41	1790.66	1294.75
甘公旅	2017-03-31	4249.36	2063.26	2186.10
广东交通集团	2016-12-31	24.00	0.00	24.00
贵州高速	2017-09-30	4376.66	2644.59	1732.07
海南交投	2017-03-31	670.00	77.73	592.27
河北交投	2017-09-30	1219.40	650.00	569.40
河南交投	2017-06-30	1893.25	1140.94	752.31
河南收费还贷高速	2017-09-30	1849.88	917.05	932.83
黑龙江高速集团	2016-03-31	80.00	52.00	28.00
湖北交投	2017-09-30	3713.61	1999.12	1714.49
湖南高开司	2017-09-30	4636.35	3223.10	1413.25
吉林高速集团	2017-09-30	1425.48	167.86	1257.62
江苏交控	2017-09-30	2241.03	746.66	1494.37
江西高投	2017-06-30	3247.30	1423.22	1824.08
内蒙古高投	2017-09-30	701.15	429.41	271.74
宁夏交投	2014-12-31	90.12	90.12	0.00
山东高速集团	2017-09-30	3062.00	609.87	2452.13
山西交投	2017-03-31	--	--	56.00
陕西高速建设	2017-09-30	1587.74	931.50	656.24
陕西交建	2017-09-30	2670.54	1781.14	889.40
四川交投	2017-09-30	2852.00	1683.48	1168.52
天津高速集团	2014-09-30	634.33	468.34	165.99
云南交投	2017-03-31	5446.68	2224.14	3222.54
浙江交投	2017-03-31	3500.00	737.68	2762.32
重庆高速集团	2017-03-31	1390.78	967.63	423.15
青海交投	2017-06-30	353.10	188.30	164.80
广西交投	2014-09-30	2590.94	1456.66	1134.28

资料来源：wind 资讯

交通集团平台整体主体信用质量较高且融资方式较多元，除银行借款外，近年来债市发行规模也较大，且在公开市场上认可度较高，融资渠道保持通畅。2016年《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的出台为收费还贷公路融资增添新的融资渠道。

截至2018年1月29日，29家样本企业存量债务规模达5640.99亿元，债务券种分类广泛，存量债务集中偿付期在2018年和2020年。融资成本方面，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。需持续关注收费高速公路企业债务集中偿付压力、到期偿付与主业收费的匹配能力及借新还旧的债务循环滚动压力。

图表 34. 存量债务偿还期



资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 35. 样本企业存量债务、集中偿付期及利差水平 (单位: 亿元、BP)

简称	存量债务余额	相对集中偿付期	利差均值	利差区间
山东高速集团	565.75	2020-2021 年	131.74	-167.76~278.98 ⁸
湖南高开司	463.80	2018 年	185.63	91.53~292.17
江苏交控	429.00	2020-2022 年	125.55	66.69~208.02
江西高投	401.50	2020-2022 年	137.74	72.62~236.97
甘公旅	357.10	2020 年	237.52	93.90~372.5
湖北交投	328.00	2022-2024 年	190.81	125.03~251.87
河南交投	323.50	2019-2021 年	313.76	169.79~443.4
河南收费还贷高速	278.00	2019-2020 年	181.89	54.07~366.41
陕西高速建设	240.00	2018、2021 年	182.80	73.91~257.93
陕西交建	238.00	2018-2019 年	179.96	111.3~248.52
吉林高速集团	225.70	2021-2022 年	186.45	103.5~280.49
浙江交投	204.40	2020-2022 年	124.91	64.07~180.51
云南交投	190.00	2020-2021 年	196.41	67.63~324.87
安徽交控	186.00	2022 年	133.30	59.86~221.27
福建高速	170.00	2021-2022 年	173.60	102.2~248.1
贵州高速	165.00	2020-2021 年	184.62	82.84~342.07
内蒙古高投	133.44	2019-2020 年	215.42	167.29~270.39
首发集团	121.00	2020 年	151.73	39.84~216.49
广西交投	116.90	2022 年	192.50	110.85~263.42
河北交投	110.00	2018 年	196.86	135.5~284.64
四川交投	90.00	2022 年	161.93	108.81~197.51
重庆高速集团	88.10	2019、2021 年	180.75	84.73~230.82
广东交通集团	55.00	2028 年	164.02	129.76~192.68
青海交投	53.80	2020、2027 年	254.32	196.97~354.59
天津高速集团	40.00	2018、2020 年	186.57	181.91~191.22
山西交投	23.50	2018-2019 年	229.93	231.5~228.35
宁夏交投	18.50	2021-2022 年	156.44	91.00~221.88
黑龙江高速集团	15.00	2019 年	191.75	191.75~191.75

⁸ 山东高速集团发行“17 山高 EB”（可交换债），发行规模 25 亿元，期限 5 年，票面利率 1.7%，远低于同期国债利率。

简称	存量债务余额	相对集中偿付期	利差均值	利差区间
海南交投	10.00	2019 年	300.75	300.75~300.75
合计	5640.99	-	179.09	-

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（注：①甘公旅、内蒙古高投和广西交投等发行海外债券，发行规模纳入存量债务，利差分析未纳入其对应利率水平；②利差区间及利差均值由于样本发行时间窗口、发行债券券种和债券期限存在差异，可比性偏弱，仅供参考；③样本债务余额仅列示以样本本部为发行人的债券，未包含下属子公司发行债券。）

附录：全样本经营财务指标表（单位：公里、亿元、倍、%）

名称	评级机构	最新级别	收费路产 里程	2016年				2017年E			2017年9月末			2017年E		
				通行费收 入	单公里年 通行费收 入[万元]	通行费收 入利息覆 盖水平	通行费收 入债务偿 付水平	营业收 入	毛利率	净利润	负债	资产负债 率	流动比 率	经营性净 现金	投资性净 现金	筹资性净 现金
安徽省交通控股集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	3973.00	135.88	342.00	2.23	0.54	301.38	34.40	26.61	1501.15	65.98	0.86	105.56	-89.03	-7.66
北京市首都公路发展集团有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	665.37	61.89	930.11	2.36	0.42	120.46	31.09	6.32	1053.50	55.42	1.10	71.47	-122.96	65.63
福建省高速公路有限责任公司	中诚信国际	AAA/稳定	4403.68	106.46	241.76	0.85	0.54	138.96	67.20	10.92	2383.17	71.44	0.58	130.49	-98.19	-23.45
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	8147.47	80.13	98.35	0.96	0.75	644.74	9.51	10.84	1931.04	62.74	1.80	20.11	-272.05	320.52
广东省交通集团有限公司	大公国际、联合资信	AAA/稳定	4739.40	235.81	497.56	2.41	1.24	449.46	36.05	53.03	2592.31	70.98	1.05	194.57	-194.27	-57.56
贵州高速公路集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	3308.24	95.26	287.95	0.94	0.23	143.50	76.37	25.41	2431.69	69.59	1.06	73.89	-294.01	128.29
海南省交通投资控股有限公司	联合资信	AA+/稳定	672.23	16.32	242.77	4.64	1.08	23.22	52.77	7.61	68.16	39.47	5.84	14.15	-5.54	-9.67
河北交通投资集团公司	新世纪评级、中诚信国际	AAA/稳定	1080.65	51.42	475.82	1.73	0.32	77.11	54.89	5.43	917.59	71.94	1.26	43.53	-228.73	207.13
河南交通投资集团有限公司	新世纪评级、大公国际	AAA/稳定	2247.11	81.04	360.64	1.42	0.38	133.01	68.18	27.95	1193.74	66.76	0.74	73.10	-58.47	62.64
河南省收费还贷高速公路管理有限公司	联合资信、中诚信国际	AAA/稳定	2745.80	94.11	342.76	1.61	0.70	106.01	79.00	22.52	1241.59	67.30	0.46	83.77	-46.52	-14.80
	大公国际	AA+/稳定														
黑龙江省高速公路集团公司	中诚信国际	AA+/稳定	1264.78	24.00	189.76	7.17	1.02	24.11	55.58	0.28	265.26	48.10	2.36	19.35	-3.55	15.59
湖北省交通投资集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	4335.47	97.42	224.70	0.85	0.44	234.92	35.96	19.99	2243.25	66.73	1.08	47.21	-156.53	128.67
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	4049.27	101.14	249.77	0.67	0.21	129.69	81.94	41.07	2924.40	69.29	0.83	68.69	-234.49	162.86
吉林省高速公路集团有限公司	中诚信证评、中诚信国际	AAA/稳定	1499.05	41.00	273.51	2.81	0.44	14.04	-14.33	15.54	442.88	30.27	6.77	15.06	-182.36	157.74
	联合资信	AA+/稳定														
江苏交通控股有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	4020.00	225.34	560.55	4.19	0.28	442.15	42.41	81.08	1833.13	63.84	0.28	238.64	-312.27	50.52
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	4448.00	111.82	284.31	1.81	0.20	155.22	48.71	8.70	1710.90	60.88	0.40	79.41	-129.38	38.89
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	4270.13	48.43	113.42	1.44	0.44	53.90	77.10	-2.92	861.57	79.90	1.19	22.82	-33.86	26.89
宁夏交通投资集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	1012.20	17.69	174.77	2.74	2.47	28.44	39.60	4.70	141.87	55.56	10.08	14.49	-1.08	-16.34

名称	评级机构	最新级别	收费路产 里程	2016年				2017年E			2017年9月末			2017年E		
				通行费收 入	单公里年 通行费收 入[万元]	通行费收 入利息覆 盖水平	通行费收 入债务偿 付水平	营业收 入	毛利率	净利润	负债	资产负债 率	流动比 率	经营性净 现金	投资性净 现金	筹资性净 现金
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	2637.20	114.55	434.36	1.78	0.17	566.16	18.92	44.07	3722.64	75.36	0.62	27.56	-777.53	434.47
山西省交通开发投资集团有限公司	联合资信	AA/稳定	287.95	10.66	240.14	2.49	0.17	18.80	59.71	2.43	199.62	75.03	0.99	20.06	-1.89	12.25
陕西省高速公路建设集团公司	中诚信国际	AAA/稳定	2382.00	83.57	350.84	1.44	0.47	111.71	65.35	1.70	1478.51	74.37	0.55	49.58	-51.98	-5.06
	大公国际	AA/稳定														
陕西省交通建设集团公司	中诚信国际	AAA/稳定	2831.25	93.07	328.72	1.27	0.26	108.12	64.97	2.69	1905.93	70.92	0.58	69.18	-101.00	47.88
	大公国际	AA/稳定														
四川省交通投资集团有限责任公司	中诚信国际	AAA/稳定	4052.04	128.75	310.71	1.59	0.99	394.57	23.96	10.15	2082.35	68.83	1.31	101.21	-192.44	178.06
天津高速公路集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	742.51	29.39	395.82	2.05	0.45	40.66	36.34	0.26	761.39	78.73	0.67	72.87	-21.25	-51.66
云南省交通投资建设集团有限公司	中诚信证评、大公国际	AAA/稳定	3029.80	100.55	331.87	1.05	0.61	561.78	22.68	30.68	2265.95	73.15	1.42	93.72	-400.63	345.72
浙江省交通投资集团有限公司	联合信评、中诚信国际、 联合资信	AAA/稳定	2799.80	131.20	468.60	2.76	0.25	991.67	13.76	52.33	2115.48	66.89	1.28	78.50	-263.79	216.72
重庆高速公路集团有限公司	联合资信	AAA/稳定	1960.00	71.45	364.54	1.41	1.43	93.88	39.54	4.49	1233.12	70.47	0.75	53.83	-44.32	-2.09
	鹏元资信	AA+/稳定														
青海交通投资有限公司	大公国际	AA+/稳定	1312.09	12.52	95.42	1.73	0.76	15.25	36.62	5.88	386.84	52.24	1.99	-0.01	-35.71	28.04
广西交通投资集团有限公司	联合资信	AAA/稳定	1661.10	46.88	282.22	1.06	0.26	207.93	19.58	7.22	1596.52	71.11	1.36	33.24	-167.43	137.34
	大公国际	AA+/稳定														

资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理（2017年E系2016Q4~2017年Q3，宁夏交投为2014年末数据）