

# 收费公路行业研究报告

联合资信 联合评级 公用事业部

杨婷 崔莹 张蔚 党宗汉

## 摘要

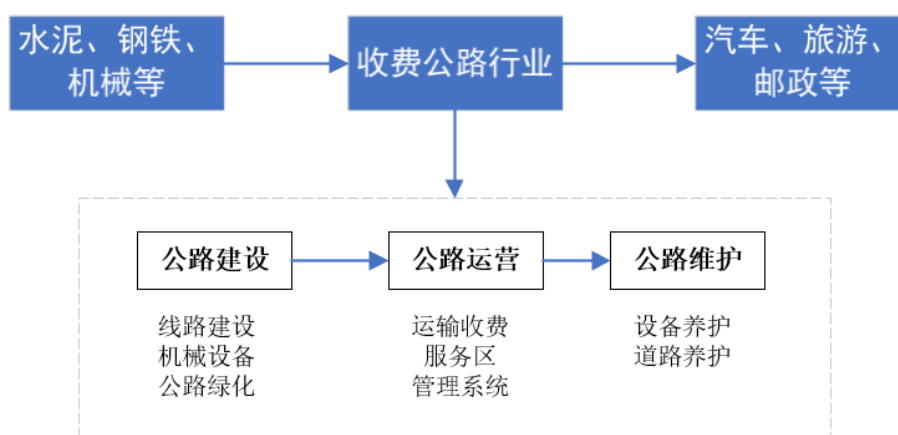
2019年以来,我国经济增速下行,加之运输结构调整政策及高铁、航空分流等因素,收费公路行业前三季度公路货运量增速及客运量有所下降。收费公路行业整体面临良好的政策环境,随着各省市“十三五”规划不断推进,带动收费公路项目投资规模持续加大。受益于路产增多、协同效应释放以及多元化业务发展等因素的影响,收费公路行业收入规模持续增长但增速有所下降,盈利能力整体相对稳定,期间费用仍对行业形成一定侵蚀。受路网投资建设推进影响,收费公路企业债务规模持续增长,投资活动现金流出规模较大。但得益于良好的业务收现情况和政府支持,收费公路企业整体偿债能力较好。发债收费公路企业整体信用状况保持良好,平均发债利率与利差呈下降趋势,且低于整体债券市场发债利率与利差均值,收费公路企业所发债券市场认可度较高。未来一年内,我国收费公路行业有望平稳发展,联合资信和联合评级认为,收费公路行业整体信用展望为“稳定”。

## 一、行业概况

收费公路行业是以建设、运营收费公路有关的营业收入作为主要收入来源企业的统称。按照《中华人民共和国公路法》和《收费公路管理条例》修订稿等规定,收费公路指特定主体依法建设或购买的,可以向使用者收取通行费的公路(包含公路桥梁、公路隧道和公路渡口)。目前,我国收费公路以高速公路为主,兼有少量普通公路(一、二级公路)和独立桥梁隧道;按照运营主体,收费公路可分为政府还贷公路和经营性公路两类。

经济上行周期客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速行业景气度随之上行。同时交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，经济下行周期时，使得行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。收费公路的建设与运营均为政府主导，其收费标准及投资等受政府影响大的特点决定了收费公路具有较强的公共产品属性。同时，收费公路作为资本密集型行业，具有初始投资规模大、项目建设周期及回报周期长的特点，这使得收费公路行业进入壁垒较高。收费公路发展呈现较明显的区域特征，其与区域经济发展表现为较高的一致性，中西部地区路网密度显著低于东部地区，未来中部和西部的投资建设规模仍较大。

图 1 收费公路行业产业链



资料来源：联合资信和联合评级整理

## 二、行业环境

### （一）宏观环境

2018 年以来，我国经济平稳增长，全国公路投资仍保持较低增速，但全国公路投资规模仍较大，收费公路行业外部发展环境良好。

2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点。截至 2018 年底，全年完成公路建设投资 21335 亿元，较上年增长 0.4%。2019 年以来，中国经济增速下行，前三季度 GDP 分别同比增长 6.4%、6.2% 和 6.0%。2019 年 1—9 月，全国固定

资产投资（不含农户）46.1 万亿元，同比增长 5.4%，增速比 1—8 月回落 0.1 个百分点。2019 年 1—9 月，全国完成公路建设投资 20242.14 亿元，较上年同期增长 1.89%。

## （二）行业监管与行业政策

收费公路行业整体面临良好的政策环境。相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化；但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。

收费公路具有较强的公共产品属性，其建设和运营主要由政府主导。收费公路的管理方式、投融资体制、建设规划、收费标准、收费年限、经营权转让、养护标准等均需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行。目前，涉及收费公路行业的相关法律法规和条例主要包括《中华人民共和国公路法》以及《中华人民共和国收费公路管理条例》，对公路的分类、运营监管主体、规划、建设、养护、管理、收费、监督等方面做了详细的要求。

近年来，为了降低社会物流成本、减轻企业负担，同时兼顾收费公路行业的收支平衡和收费公路建设的资金保障，我国相继出台了多项相关政策。2018 年 12 月，交通运输部就发布的《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”）公开征求意见，《修订草案》在建设规模、收费期限、费率、补偿机制等方面，都做了新的调整，确认了长期收费原则。具体包括新建高速公路可以突破 30 年收费期；明确现有高速改扩建可延长收费期；确立实施差异化收费以及动态调整机制；经营性高速到期还给政府后，依然实施养护性收费。若《修订草案》审议通过，对于缓解收费公路行业企业偿债压力、促进行业收支平衡和可持续发展等有一定积极意义。

2018 年 6 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，政策明确提出将优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，旨在通过 3 年内（2018—2020 年）大幅减少大气污染、改善环境空气。同年 10 月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》，指出将优化调整货物运输结构，提升铁路货运比例，推动煤炭、矿石等大宗货物运输的“公转铁、公转水”。将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运，不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路，还能够大幅降低物流成本。随着“公转铁”等货运调整政策的发力，公路货运面临一定的分流压力。

表 1 近年来收费公路行业重要政策汇总

发布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2017年2月	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	继续完善高速公路网络，加快推进“7118” <sup>1</sup> 以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设
2018年6月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例；计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨（增长 30%）、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨（增长 7.5%）、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标
2018年10月	国务院办公厅	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》的通知	以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系
2018年12月	交通运输部	《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见	提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；对投资规模大的经营性高速公路，收费期可以超过 30 年；确立偿债期、经营性、养护期三类收费，并实施差异化收费以及动态调整机制
2019年5月	国务院办公厅	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	力争 2019 年底前基本取消全国高速公路省界收费站；清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见；调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担

资料来源：联合资信和联合评级整理

### 三、行业周期性及目前所处阶段

收费公路行业属于弱周期性行业，目前以高速公路为主的收费公路行业逐步进入平稳发展阶段，行业投资增速趋缓但投资规模仍较大。

收费公路行业属于交通运输行业之一。根据联合资信行业评级方法，主要通过行业景气度指数波动、行业收入周期性和行业利润周期性三个指标<sup>2</sup>研判行业周期性，收费公路行业属于弱周期性行业。

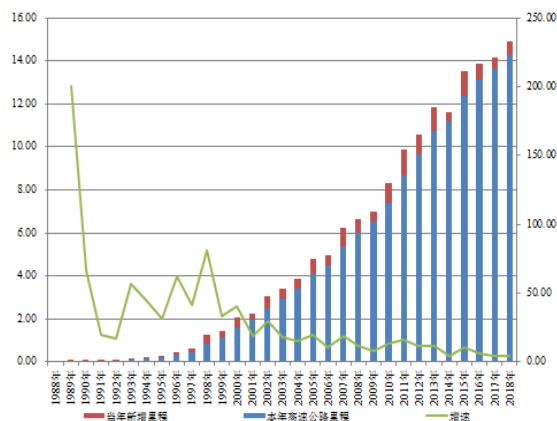
高速公路作为收费公路行业最主要的构成，自 1988 年第一条高速公路通车以来，截至 2018 年底，我国高速公路总里程达 14.26 万公里（占收费公路里程的 84.83%），位居世界第一。从历史发展情况来看，高速公路行业的发展大致可以概括为三个阶段：1988—1998 年的起步阶段，年平均新增里程 800 公里，新增里程年均复合增长 44.25%；1999—2008 年的高速发展阶段，年平均新增里程 5200 公里，新增里程年均复合增长 9.19%；2009—2018 年的平稳发展阶段，年平均新增里程 8200 公里，新增里程年均复合增长 2.88%，新增里程规模较大但新增里程增速放缓。随着路网的日趋完善，我国高速公路行业发展进入平稳发展阶段，高速公路总里程增速与高速公路投资增速放缓但新增里程规模以及投资规模仍较大。随着 2013 年 6 月，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013—2030 年）》以及各省市“十三五”规划不断推进，我国收费公路行业仍存在较

<sup>1</sup> 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线

<sup>2</sup> 行业景气度指数波动指标数据选用行业近十年景气度指数变异系数（变异系数=标准差/均值），行业收入周期性和行业利润周期性为经济周期内营业收入和利润总额的年均复合增长率与名义 GDP 年均复合增长率（8.94%）的比值。

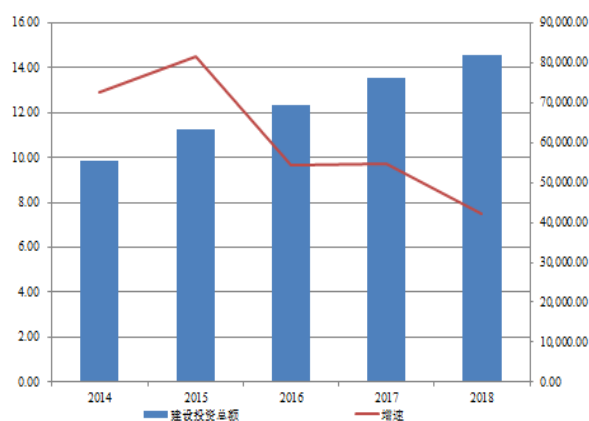
大投资规模。

图2 我国高速公路里程及同比增速（单位：万公里、%）



资料来源：国家统计局，联合资信和联合评级整理

图3 高速公路投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：交通运输部，联合资信和联合评级整理

#### 四、行业竞争态势分析

收费公路行业准入壁垒较高，行业内竞争较弱；行业外铁路客运对公路客运分流效果明显。

从行业的进入门槛（潜在竞争者）来看，收费公路行业需要较高的支出，属资金密集型行业，其运营的路产具有较强的公共产品属性，收费标准受到国家政策调控，企业无定价自主权，同时其建设回报周期长，综合因素决定其行业进入壁垒较高。目前，全国各省、直辖市基本都建立了各自的收费公路投资集团或交通投资集团，主导本省市年内收费公路的投资建设和运营工作，新增的收费公路主体主要为拥有单一或少量路产的运营主体或项目公司，体量规模较小。

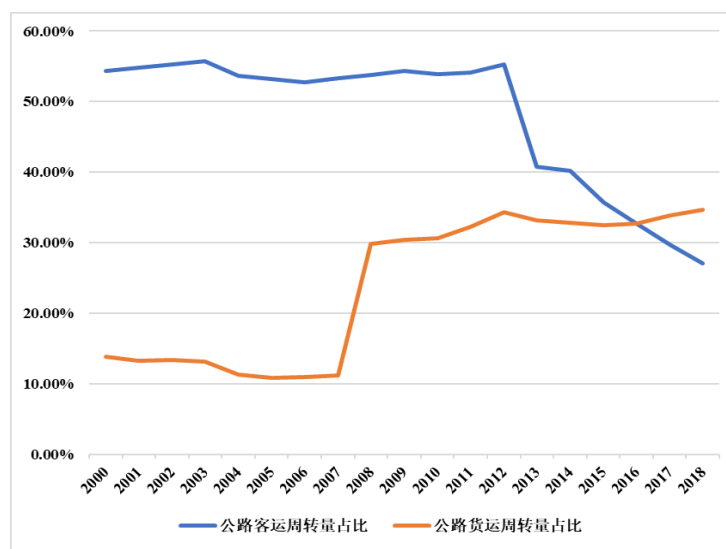
从竞争格局看，我国收费公路企业大致分为省级集团企业、市级交通建设运营主体和拥有少量/单一路产的企业。目前，我国大多数省份均组建了自身的省级收费公路投资运营主体，并集中了本省内大部分收费公路路产，具有通车里程长、资产规模大、业务多元化的特点，其实际控制人一般为省国资委或省交通厅。市级收费公路主体主要负责本市内收费公路的建设运营维护，具有较强的区域专营优势，控制人一般为市国资委或市交通运输局。

从替代运输方式看，公路在我国交通运输体系一直占有重要地位，但近几年来公路运输的地位变化明显，主要表现为客运量占比下降、货运量占比上升，主要系民航、高



铁网络的发展重心放在满足客运需求，导致公路客运量分流大于货运量分流。2013年及以后，我国公路客运周转量占比降至50.00%以下，并持续下降，随着高铁网络的日益完善和运力的投放，铁路对公路客运分流效果日渐凸显。

图4 近年来公路客运货运周转量占比情况



资料来源：交通运输部，联合资信和联合评级整理

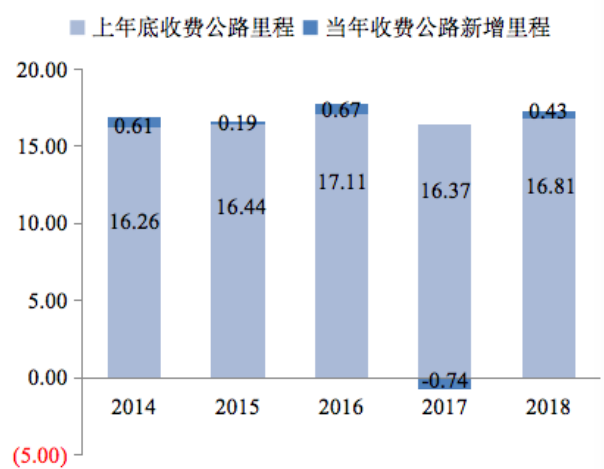
## 五、行业增长与盈利能力

### （一）行业增长趋势

我国路网建设仍有一定空间，但由于国家高速公路路网已接近完善等，未来建设重心将向中西部倾斜，整体增速预计将有所放缓。公路收费标准有望更加灵活和市场化。

收费公路行业盈利主要依赖路产收费，在现行以里程计费为主的收费政策不变的情况下，路产越多、收费里程越长，收费公路企业获取通行费收入的潜力越大，抵御行业收费标准调整、局部地区车流量变化、部分路段竞争分流等方面经营风险的能力也越强。从收费公路里程看，2014—2018年，中国收费公路里程年均复合增长0.84%。由于国家高速公路路网已接近完善等因素影响，2017年全国收费公路里程较上年净减少7356公里。截至2018年底，全国收费公路里程16.81万公里，较上年增长2.69%。其中，高速公路、一级公路、二级公路和独立桥梁及隧道的占比分别为82.0%、11.7%、5.7%和0.6%，随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期取消收费，全国收费公路结构将进一步优化。

图5 2014—2018年中国高速公路里程变动情况（单位：万公里）



数据来源：2014—2018年交通运输行业发展统计公报，  
联合资信和联合评级整理

分地区来看，东部地区高速公路建设时间较早，路网相对中西部较成熟，但近年来中西部地区高速公路发展迅速。收费公路通车里程方面，截至2018年底，西部地区里程数位居第一，达70458公里，其次分别是东部和中部，里程数分别为49234公里和48379公里。新增里程方面，西部地区仍为主要增量区域，其中2017—2018年西部地区新增里程数分别为4673公里和2656公里，占全国新增里程比重分别为69.53%和61.26%。根据各省市“十三五”规划，截至2020年，全国高速公路里程预计达到约16.7万公里，增量主要集中在中西部地区，而东部及中部路网较完善地区则把解决断头路及力争实现县县通高速作为首要目标。

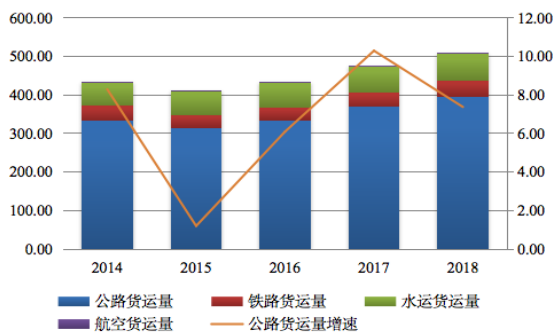
公路收费标准方面，收费标准由政府部门制定，收费公路企业对收费政策制定缺乏主动权。2018年12月公布的《修订草案》公开征求意见显示，政府收费公路在偿债期的收费标准按照债务规模以及利率水平等原则确定；养护管理收费按照实际养护成本、物价水平等确定。此外，收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费，并建立收费公路收费标准动态评估调整机制，该文件使得收费标准有望更加灵活和市场化。

## （二）行业下游需求分析

公路运输在我国交通运输体系中依然占据主导地位，但由于经济下行压力，加之铁路、航空以及环保政策的影响，对公路运输形成冲击，公路货运量增速及客运量下降。

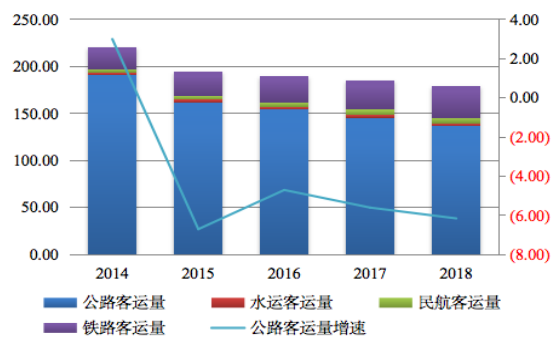
从收费公路下游需求来看，目前公路运输在我国交通运输体系中依然占据主导地位，根据《2018年交通运输行业发展统计公报》显示，2018年公路运输承担了国内约78%的货物运输量和76%的旅客运输量。但受宏观经济增速持续放缓、高铁网联通、“公转铁”及环保政策等因素影响，2014—2018年国内公路货运量增速波动下降；随着铁路网络的扩大以及高铁的投运，2015年开始公路客运量出现明显下降，虽然到2018年公路客运量仍占据主导地位，但2015年以来铁路客运周转量已超过公路客运周转量。2019年1—9月，全社会完成货运量389.02亿吨，其中公路货运量完成货运量302.79亿吨，较上年同期增长5.71%；全社会完成客运量133.40亿人，其中公路完成客运量98.26亿人，较上年同期下降4.99%。

图6 2014—2018年我国货物运输情况(单位:亿吨、%)



资料来源：2014—2018年交通运输行业发展统计公报

图7 2014—2018年我国客运运输情况(单位:亿人次、%)



资料来源：2014—2018年交通运输行业发展统计公报

### （三）收费公路企业<sup>3</sup>增长与盈利能力

受益于路产增多、协同效应释放以及多元化业务发展等因素的影响，收费公路行业收入规模持续增长但增速有所下降，收费公路企业利润的实现政府对补助具有一定依赖性。盈利能力整体相对稳定，但期间费用对收费公路企业利润形成一定侵蚀。

从收入方面看，随着收费公路企业路产增多、区域路网不断完善，协同效应释放以及多元化业务发展的影响，2016—2018年，收费公路企业收入总规模持续增长但增速有所下降，年均复合增长15.92%。同期，收费公路企业利润总额合计分别为1078.26亿元、1128.91亿元和1274.96亿元，年均复合增长8.74%，其中政府补助占利润总额的比重分

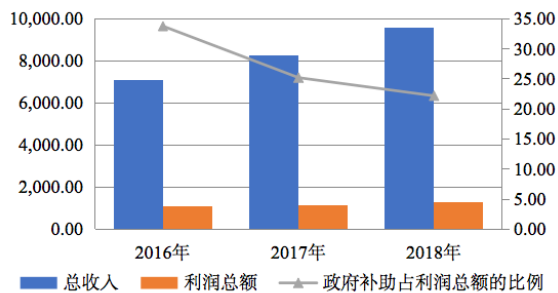
<sup>3</sup> “五、行业增长与盈利能力”和“六、行业杠杆与偿债能力”章节涉及的收费公路存续期企业截至2018年底共87家。其中9家企业2016—2018年数据有缺失，将其剔除。9家剔除的样本企业包括贵州遵义高速公路建设投资有限公司、济源市济晋高速公路有限公司、宁夏交通投资集团有限公司、普洱交通建设集团有限责任公司、苏州交通投资有限责任公司、越秀交通基建有限公司、漳州市路桥经营有限公司、深圳市深业基建控股有限公司及深圳国际控股有限公司。



别为 33.75%、25.19% 和 22.17%，收费公路企业利润的实现政府对政府补助具有一定依赖性。2019 年 1—6 月，收费公路企业实现收入规模 4163.27 亿元，较上年同期增长 19.87%；实现利润总额合计 800.56 亿元，较上年同期增长 8.72%。

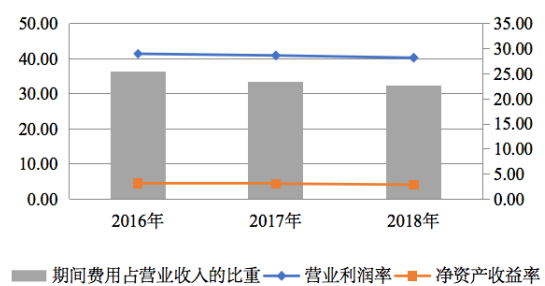
盈利指标方面，2016—2018 年，收费公路企业平均营业利润率分别为 41.47%、20.05% 和 10.56%，从 2017 年开始大幅下降主要系根据广东省落实取消车辆通行费年票制的相关政策，2017 年开始清远市交通建设开发公司下属收费站撤销并停止收费，同时受收费站拆除和人员安置等因素影响，形成收入成本倒挂所致；若剔除清远市交通建设开发公司，收费公路企业平均营业利润率分别为 41.46%、40.98% 和 40.32%，逐年小幅下降。2019 年 1—6 月，收费公路企业平均营业利润率为 43.89%。同期，收费公路企业平均净资产收益率分别为 4.52%、4.41% 和 4.11%。收费公路企业盈利能力整体相对稳定，但期间费用对收费公路企业利润形成一定侵蚀。

图 8 收费公路企业收入及利润总额变动情况(单位:亿元、%)



资料来源：联合资信和联合评级整理

图 9 收费公路企业盈利指标变动情况(单位:%)



资料来源：联合资信和联合评级整理

## 六、行业杠杆与偿债能力

### （一）收费公路企业现金流情况

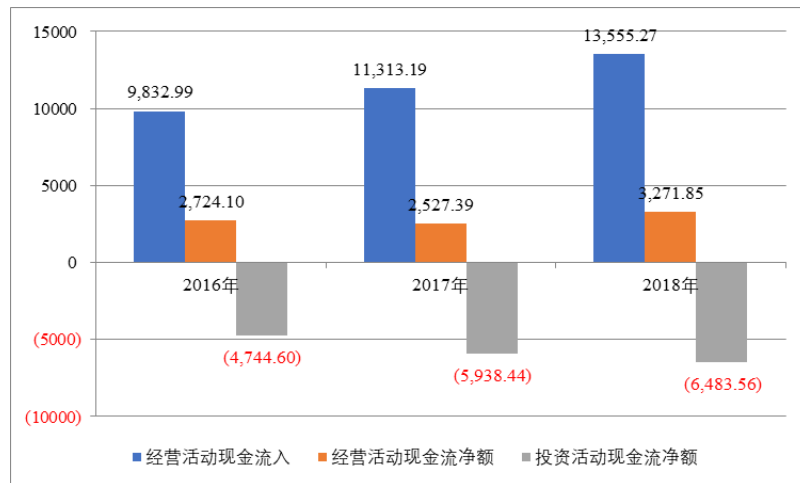
收费公路企业现金流状况较好，收现能力较强，投资活动现金流出规模较大，未来随着路网完善及建设推进，预计仍将有较大的资金需求。

2016—2018 年，收费公路企业经营活动现金流入量合计不断增长，分别为 9832.99 亿元、11313.19 亿元和 13555.27 亿元；收费公路企业经营活动现金流净额合计有所波动，分别为 2724.10 亿元、2527.39 亿元和 3271.85 亿元。同期，收费公路企业平均现金收入比分别为 99.08%、107.08% 和 97.99%，收现质量较为稳定且表现较好。

由于收费公路项目建设投资规模大，2016—2018 年，收费公路企业投资活动现金流

呈持续净流出状态且规模有所扩大，净流出额分别为 4744.60 亿元、5938.44 亿元和 6483.56 亿元。根据各省市“十三五”规划，截至 2020 年底，全国高速公路里程预计达到约 16.7 万公里，未来收费公路企业投资活动现金流出量仍将保持较大规模。

图 10 收费公路企业经营及投资活动现金流变动情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信和联合评级整理

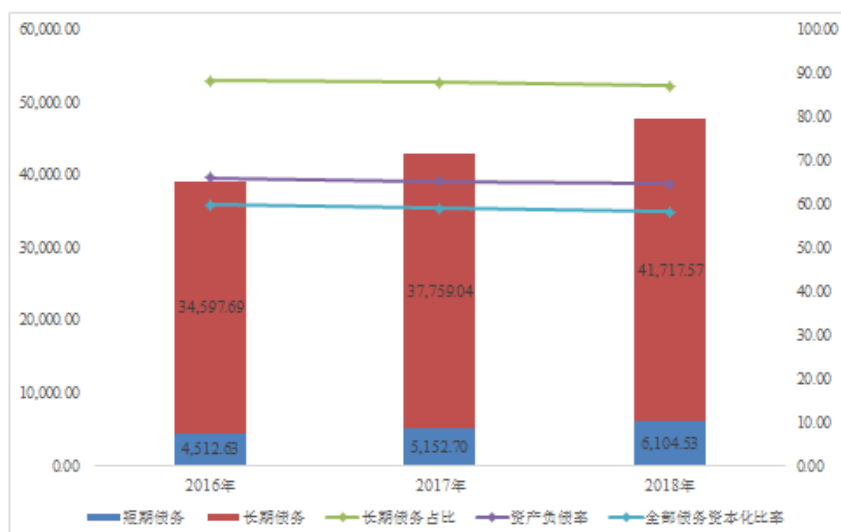
## （二）收费公路企业有息债务情况

受路网投资建设推进影响，收费公路企业债务规模持续增长，以长期债务为主。

2016—2018 年，收费公路企业有息债务持续增长，年均复合增长 10.58%。截至 2018 年底，收费公路企业有息债务规模合计 47822.10 亿元，主要系收费公路路网投资建设推进所致。长期债务占比较高且整体较为稳定，近三年分别为 88.46%、87.99% 和 87.23%。2016—2018 年，收费公路企业存续债券余额占全部有息债务的比重分别为 16.55%、15.04% 和 14.68%，持续小幅下降，收费公路企业融资仍以银行借款为主。

2016—2018 年，收费公路企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均略有下降，截至 2018 年底分别为 64.66% 和 58.30%，但部分省级收费公路集团承担建设任务规模较大，债务负担较重，样本中有 18 家收费公路企业（占 23.08%，主要为省级收费公路集团）的企业资产负债率超过 70%。

图 11 收费公路企业债务负担情况（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信和联合评级整理

### (三) 收费公路企业偿债能力

收费公路企业的整体偿债能力较好，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定，因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，将持续关注收费公路企业对外资金拆借的回收情况。

短期偿债能力方面，2016—2018 年，收费公路企业经营性现金流入/短期债务平均值分别为 2.18 倍、2.20 倍和 2.22 倍，现金类资产/短期债务分别为 1.21 倍、1.16 倍和 1.07 倍，收费公路企业整体短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，收费公路企业全部债务/EBITDA 分别为 11.46 倍、11.38 倍和 11.50 倍，整体偿债能力较好且较稳定，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，考虑到收费公路企业其他应收款通常为与股东、政府部门、关联企业之间的往来款，其形成原因或可能为资金拆借，对企业的资金形成一定占用。截至 2018 年底，收费公路企业其他应收款占总资产比重均值为 4.36%，其中有 3 家收费公路企业占比超过 20.00%。

表 2 收费公路企业偿债能力变动情况 (单位: 倍)

指标	2016 年	2017 年	2018 年
现金短期债务比	1.21	1.16	1.07
经营活动现金流入/短期债务	2.18	2.20	2.22
全部债务/EBITDA	11.46	11.38	11.50

数据来源：联合资信和联合评级整理

## 七、发债企业信用表现

### （一）收费公路企业存续债券情况分析

收费公路企业存续债券数量较多，债券品种以中期票据为主，债券发行人以地方国企为主，收费公路行业存续期债券 2020 年到期规模较大。

截至 2019 年 11 月底，公开市场存续期债券中涉及收费公路行业的发行主体合计 75 家（含母子公司），存续债券共计 715 只，债券余额合计 10013.52 亿元。从企业性质来看，其中包括央企 1 家、地方国企 70 家、民营企业 2 家、无实际控制人 2 家。从存续债券品种规模看，以中期票据、企业债、公司债和（超）短融为主，分别占 46.81%、17.06%、15.76%和 13.18%。从债务偿还期限看，2020 年、2021 年、2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年及以后存续债券偿还金额占存续债券总金额比重分别为 26.66%、21.08%、16.63%、10.20%、11.07%和 11.73%，2020 年到期规模较大。

### （二）收费公路企业信用等级分布和调整情况

收费公路发债主体以高级别为主，整体信用质量稳中有升。

截至 2019 年 11 月底，75 家存续期发债企业的信用级别主要分布在 AA、AA+和 AAA，占比分别为 20.00%、28.00%和 52.00%。

2019 年以来，75 家收费公路存续债券企业中有 5 家主体信用等级发生了变化，均为级别上调。级别调整原因主要为区域地位提升、获得外部支持力度大、区域经济和财政实力增强、经营规模和盈利能力提升等。总体看，收费公路企业整体信用质量稳中有升。

### （三）收费公路企业债券发行概况

#### 1、收费公路企业债券发行量明显增加、发行品种以（超）短融为主。

从发行数量和规模看，2018 年，发债收费公路企业新增 6 家至 45 家，共计发行债券 237 期，发行数量较上年增长 16.75%；发行规模合计 3413.66 亿元，同比增长 41.98%。2019 年 1—11 月，共有 52 家收费公路企业发债，合计发行债券 295 期，发行规模 3864.43 亿元，分别较上年同期增长 41.15%和 29.82%。

从发行方式看，2018 年收费公路企业以公募发行为主，公募发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 93.67% 和 96.48%。2019 年 1—11 月，收费公路企业公募发行数量和规模占当期发行总量的比重较 2018 年有所下降但比重仍较高，分别为 88.14% 和 88.24%。

从发行品种看，2017—2018 年发债收费公路企业发行的（超）短融和中期票据规模占比较高，合计占比分别为 81.58% 和 80.07%；2019 年 1—11 月，（超）短融的发行规模仍是最大（占 53.17%），私募债的发行规模迅速增长，发行总规模占当期比重的 8.29%（2018 年发行总规模占当期比重仅为 1.23%）。

表 3 2017—2019 年 11 月收费公路企业发行债券情况（单位：期、家、亿元、%）

债券类型	发行期数				发行家数				发行规模				每期平均发行规模			
	2017 年	2018 年	增幅	2019 年 1—11 月	2017 年	2018 年	增幅	2019 年 1—11 月	2017 年	2018 年	增幅	2019 年 1—11 月	2017 年	2018 年	增幅	2019 年 1—11 月
超短融	96	130	35.42	159	22	29	31.82	32	1,241.50	1,717.30	38.32	2,054.80	12.93	13.21	2.15	12.92
短融	9	9	0.00	6	6	7	16.67	6	79.00	125.00	58.23	74.00	8.78	13.89	58.23	12.33
中期票据	39	53	35.90	61	23	24	4.35	28	641.00	891.00	39.00	818.00	16.44	16.81	2.28	13.41
PPN	9	12	33.33	15	5	6	20.00	7	58.00	78.00	34.48	134.00	6.44	6.50	0.86	8.93
企业债	11	11	0.00	15	3	6	100.00	6	122.60	228.36	86.26	270.00	11.15	20.76	86.26	18.00
公司债	20	22	10.00	31	12	13	8.33	17	239.00	374.00	56.49	484.50	11.95	17.00	42.26	15.63
一般公司债	16	19	18.75	11	8	10	25.00	7	207.00	332.00	60.39	164.00	12.94	17.47	35.06	14.91
私募债	4	3	-25.00	20	4	3	-25.00	10	32.00	42.00	31.25	320.50	8.00	14.00	75.00	16.03
交易商协会 ABN	4	0	--	0	1	0	--	0	5.27	0.00	--	0.00	1.32	--	--	--
证监会主管 ABS	15	0	--	8	2	0	--	2	17.97	0.00	--	29.13	1.20	--	--	3.64
合计	203	237	16.75	295	74	85	14.86	98	2,404.34	3,413.66	41.98	3,864.43	11.84	14.40	21.61	13.10

注：可交债、可转债计入所对应的公司债等债券统计中；发行家数统计存在同一家收费公路企业发行多品种债券；永续期债券，按债券发行完整期限（永续债券按照第一个行权日）统计，以下同；中票包括永续期中票，具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

## 2、收费公路债券发行数量和发行规模仍集中在 AAA 级

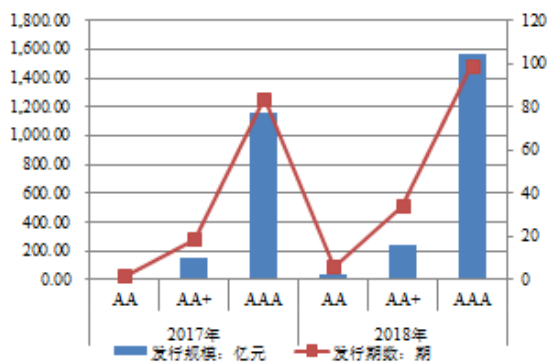
从发行期数来看，2018 年各级别主体所发（超）短融和中长期<sup>4</sup>债券的期数分布主要集中在 AAA 级，占比分别为 71.22% 和 79.59%（上年分别为 80.00% 和 49.98%），占比较上年分别有所下降和上升。从发行规模来看，2018 年，各级别收费公路企业所发（超）短融和中长期债券的规模分布主要集中在 AAA 级，占比分别为 84.89% 和 90.71%（上年分别为 87.92% 和 73.81%），较上年分别有所小幅下降和大幅上升。

<sup>4</sup> 中长期债券指发行期限在 1 年及以上的债券



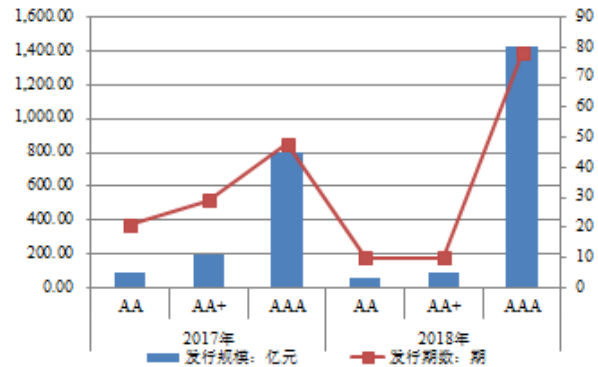
2019年1—11月，从发行期数来看，收费公路企业所发（超）短融和中长期债券的期数仍主要集中在AAA级，占比分别为83.03%和59.23%，其中中长期债券所发期数大幅下降但仍为主要发行级别。从发行规模来看，2019年1—11月，各级别收费公路企业所发（超）短融和中长期债券的规模仍以AAA级为主要级别，占比分别为89.96%和74.50%，占比较上年分别有所上升和下降。

图 12 2017—2018 年收费公路企业（超）短融发行主体信用等级分布情况



资料来源：Wind，联合资信和联合评级

图 13 2017—2018 年收费公路企业发行的中长期债券信用等级分布情况



资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

#### （四）发债收费公路企业利率、利差水平

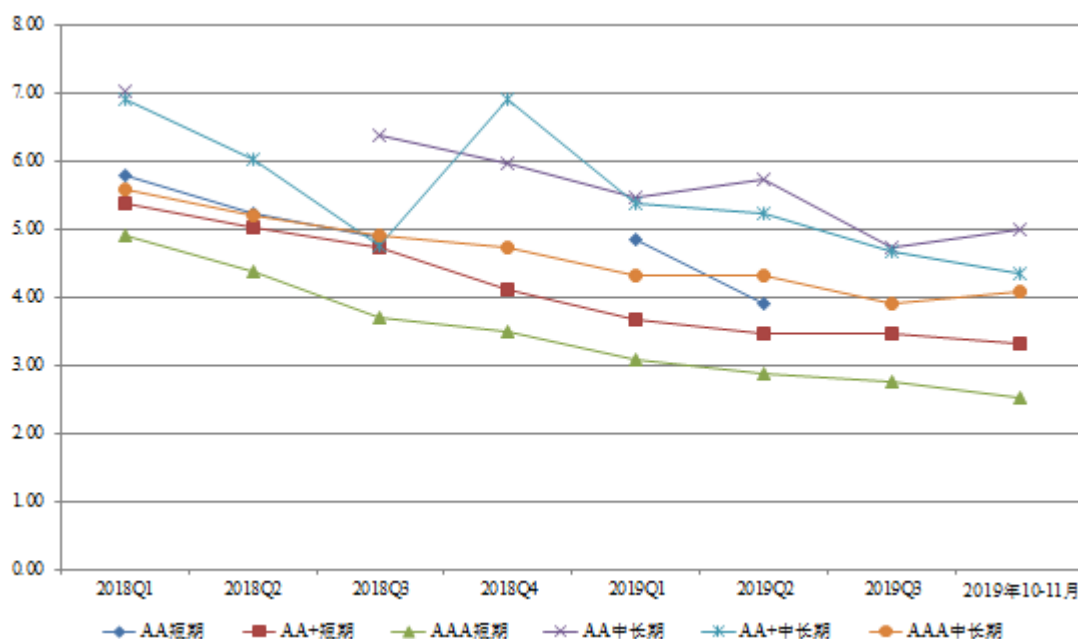
2019年以来，宽信用政策效果显现，信用债市场回暖，收费公路企业平均发债利率与利差均呈下降趋势，且低于整体债券市场发债利率与利差均值，收费公路企业所发债券市场认可度较高。

2019年以来，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，维持了资金面的合理充裕。此外，2019年8月央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步推动实体经济融资成本降低。截至2019年11月底，银行间固定利率国债一年期、三年期和五年期到期收益率的走势自2019年一季度开始短暂冲高至二季度初，后开始呈波动下行并维持小区间震荡走势。同期，收费公路企业所发各级别不同期限债券利率水平在2019年1—11月期间均表现为类似趋势。

短期债券（1年期以内期限债券，下同）方面，从整体债券市场情况看，2018年，AAA、AA+和AA级别企业短期债券（指（超）短期融资券，下同）平均发行利率分别为4.14%、5.46%和6.27%。同期，上述级别收费公路企业短期债券平均发行利率分别为4.00%、4.64%和5.45%，均低于整体债券市场短期债券平均发行利率。2019年1—11

月，收费公路企业短期债券平均发行利率（2.91%）较上年度（4.22%）进一步下降。由于各等级收费公路企业发行七年期的不同债券品种数量较少，本段仅选取期间内收费公路企业三年期和五年期各债券品种的平均发行利率与整体债券市场情况进行对比分析。2018年，三年期公司债和五年期中票的平均发行利率分别为5.24%和5.49%，较上年（5.50%和5.75%）有所下降。2018年，收费公路企业三年期和五年期债券的平均发行利率（5.19%和5.57%）均低于整体债券市场水平，大部分AAA级和AA+级债券的发行利率低于相应期间的贷款基准利率。同期，收费公路企业三年期和五年期债券的平均发行利率较上年分别（5.38%和5.38%）有所下降和有所上升，市场比较偏好较短期限债券。2019年1—11月，收费公路企业三年期和五年期债券的平均发行利率分别为4.53%和4.55%，较上年收费公路企业三年期和五年期债券的平均发行利率（5.19%和5.57%）进一步下降。

图 14 2018 年及 2019 年 1—11 月收费公路企业平均发行利率（单位：%）

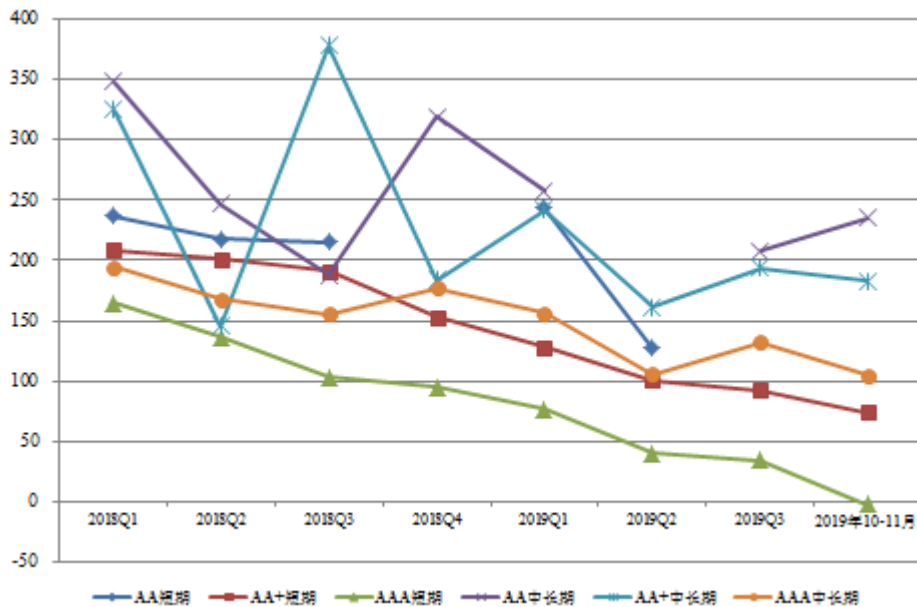


注：上图中长期指1年及以上期限  
资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

从发行利差看，2018年及2019年1—11月，收费公路企业所发AA级别短期、AA+级别中长期和AAA级别中长期债券发行利差整体呈收窄趋势，期间受债市收益率窄幅震荡及发行方式及市场认可度等因素影响而略有波动。2019年10—11月，资金面略有放宽，除AA级别中长期债券外，其余各等级债券利差再度紧缩。收费公路企业所发债

券信用等级对债券发行利差的影响主要体现在：（1）所发债券信用等级与发行利差均值基本呈反向关系，即债券信用等级越高，发行利差均值越小；（2）AA 级债券级差远大于 AA+级级差，表明投资者对信用等级较低的主体所发债券的风险溢价要求更高。

图 15 2018 年及 2019 年 1—11 月收费公路企业平均发行利差（单位：BP）



注：2018 年三季度共发行 AA+中长期债券 2 笔，为“18 漳州交运 MTN001”和“18 昆交 01”，发行利率较高，分别为 6.90%和 7.50%，导致 2018 年三季度 AA+中长期债券利差高于 AA 中长期债券利差

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

从整体债券市场情况看，2018 年，AAA、AA+和 AA 级别收费公路企业短期债券发行利差均值分别为 120BP、181BP 和 227BP，均低于整体债券市场短期债券发行利差均值。AAA 和 AA+级别收费公路企业中长期债券发行利差均值（AAA：170BP；AA+：290BP；AA：319BP）均低于整体债券市场同级别相同期限发行利差均值。总体来看，2019 年以来，宽信用政策效果显现，信用债市场回暖，收费公路企业平均发债利率与利差呈下降趋势，且低于整体债券市场发债利率与利差均值，收费公路企业所发债券市场认可度较高。

表 4 2018—2019 年 11 月各级别收费公路企业所发短期债券的利率和利差分析情况

主体级别	2018 年						2019 年 1—11 月					
	样本 (只)	利率		发行利差			样本 (只)	利率		发行利差		
		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)

AAA	99	2.70~5.35	4.00	120	--	17.91	137	2.10~3.50	2.77	32	--	16.73
AA+	34	3.75~6.04	4.64	181	61	18.96	24	3.19~4.02	3.49	102	70	10.96
AA	6	4.87~5.96	5.45	227	46	7.49	4	3.71~6.00	4.38	185	83	43.72

注：1. 样本数量按照债券只数统计；2. 级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高1个子级的利差均值；3. 变异系数为利差标准差与均值的比，以下同  
资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

表 5 2018—2019 年 11 月各别收费公路企业所发中长期债券利率和利差分析统计情况

主体级别	2018 年						2019 年 1—11 月					
	样本 (只)	利率		发行利差			样本 (只)	利率		发行利差		
		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	78	3.90~5.40	5.04	170	--	16.88	75	0.10~6.30	5.09	123	--	16.35
AA+	10	4.15~7.70	6.42	290	119	27.32	42	3.79~6.30	5.03	197	74	22.05
AA	10	5.99~8.50	6.45	319	30	18.26	10	4.46~6.70	5.89	240	43	20.00

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

## 八、行业展望

我国收费公路行业投资增速有所放缓但路网建设仍有一定空间，未来建设重心将向中西部倾斜，大额投资需求仍将持续。较多相关政策的出台，使得符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，收费公路行业面临良好的政策发展环境。同时，随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的释放，预计行业整体收入规模及盈利能力有望提升，偿债能力将继续保持稳定。收费公路企业发行数量和发债规模均大幅增加，收费公路企业整体信用质量稳中有升。未来一年内，我国收费公路行业有望平稳发展，联合资信和联合评级认为，收费公路行业整体信用展望为“稳定”。