

2015-12-28

# 2015 年中国高速公路行业研究报告

联合资信评估有限公司 李小建



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

# 2015 年中国高速公路行业研究报告

时间：2015 年 12 月 28 日

## 报告概要

### 分析师：

李小建

010-85679696

lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

### 地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层  
(100022)

[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

高速公路在国家交通运输体系中具有重要地位，加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。近年来，中国高速公路建设速度较快，2014 年底总里程突破 11.00 万公里，居世界第一位，但与发达国家相比，中国路网密度仍处于较低水平，未来高速公路建设具备较大需求与空间。

随着高速路网的日趋完善，以及全国新增通车里程规模上升，高速公路企业车辆通行量及通行费收入保持一定水平的自然增长。但鉴于高速公路行业整体仍处于规模建设期，而高速公路建设具有初始投资大、投资回收期长、投资效益滞后的特点，造成企业资本支出压力大，债务融资需求强烈。

中国高速公路企业大多肩负运营及投资建设的双重任务，建设资金主要来源于银行贷款等外部融资渠道。在此背景下，高速公路企业一方面表现为营业利润率较高，经营性现金流状况较好；另一方面则表现为建设任务重，财务费用对利润的侵蚀作用较大。以债务融资支撑的大规模资本支出可能进一步推升行业内企业债务负担，对行业整体信用水平带来负面影响。

受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司将出现分化。地方经济发达、高速公路网络运营成熟的东部省份高速公路运营企业（如广东交通、浙江交通），所辖高速公路资产优良、通行量大且保持较快增长，其通行费收入规模大、盈利能力良好。地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业（如贵州高速、内蒙古高等级），受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，通行费收入规模小、营业利润亏损，面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

## 一、中国高速公路简介

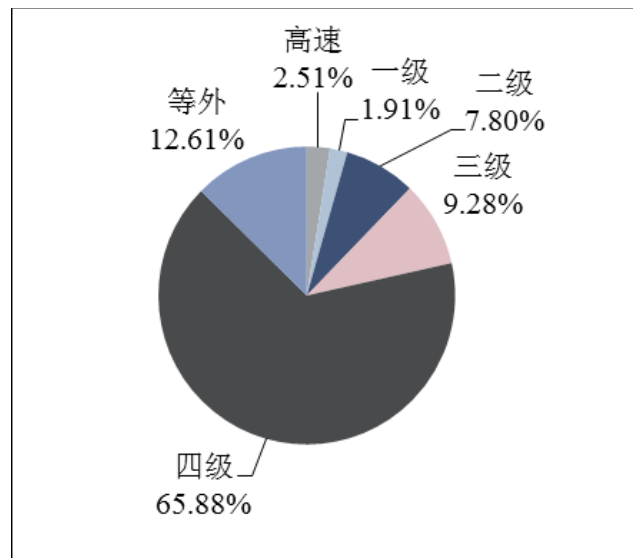
### 1、概况

根据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，并按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。根据目前规定，国道一般需达到二级以上公路标准；在实际操作中，一般高速公路都为省道以上道路，属于高等级公路。

中国交通部《公路工程技术标准》规定，高速公路指“能适应年平均昼夜小客车交通量为25000辆以上、专供汽车分道高速行驶、并全部控制出入的公路”。

从技术等级看，截至2014年底，全国公路总里程446.39万公里，比上年底增加10.77万公里，全国等级公路里程390.08万公里，比上年底增加14.53万公里，占公路总里程的87.4%，较上年底提高1.2个百分点，其中高速公路占2.5%，一级公路占1.9%，二级公路占7.8%，三级公路占9.3%，四级公路占65.9%，其余为等外公路。从行政等级看，国道17.92万公里（其中普通国道10.61万公里）、省道32.28万公里，分别占全国公路总里程的4.01%和7.23%。一般各国的高速公路占总公路里程的1~2%，但承担公路年客货运量的30%以上。

图 1 2014 年全国各技术等级公路里程构成



资料来源：交通运输部《2014 年公路水路交通运输行业发展统计公报》，联合资信整理

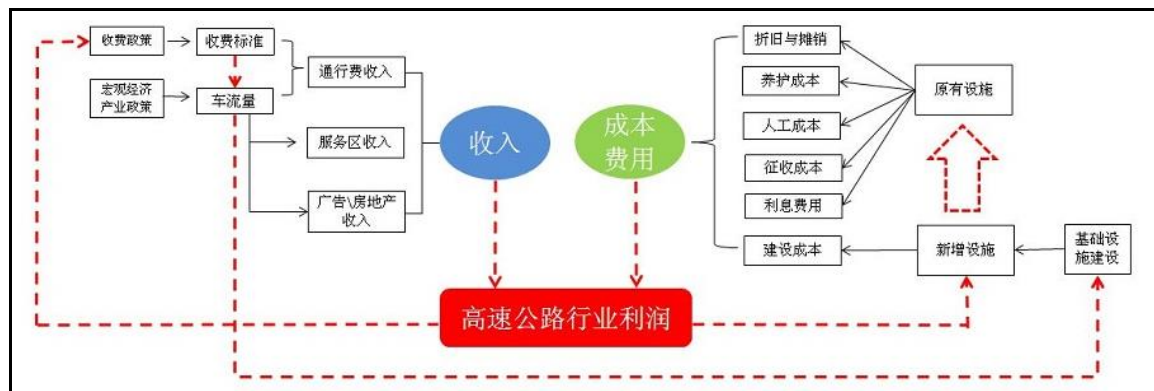
## 2、高速公路特点

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

从造价看，高速公路是使用周期长、技术标准高和投资巨大的基础性设施，高速公路行业属于资金密集型行业。为保证行车速度和行车安全，高速公路的路线线形和建筑材料都有严格的标准和要求。在高速公路的造价中，仅材料费用就占到40%~50%，高速公路征地拆迁费用、通讯监控等交通设施费用在造价中也占有很大比重。

从周期看，高速公路建设周期和投资回报期均较长。高速公路建设周期一般为3~5年，有的则长达5~8年。建设周期长，而贷款偿还一般是依靠通行费收入或者是政府财政收入，这决定了高速公路投资回报期较长。现阶段，中国高速公路的投资回收期一般为项目建成后的8~10年；特许授权经营期一般为25~30年，具体由政府与投资者协商确定。

图 2 高速公路行业利润示意图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

高速公路主要从收入和成本费用两方面研究利润的影响变化，其中车流量和收费标准决定了收入水平；折旧与摊销、养护费用、利息费用等决定了当期的成本费用。

从收益看，高速公路收益一般都比较稳定。这主要是因为，一是各国都建立相关的法律、法规，从制度上确保了高速公路健康稳定的发展空间。二是高速公路使用周期长，资产折旧缓慢，维修费用不高，即使大修，亦不影响功能；三是具有稳定的营运创收体系，除了具有通行费收入外，还有服务区的维修、加油、加水、餐饮等服务项目以及广告收入；四是随着国民经济发展和生活水平的不断提高，汽车保有量逐渐上升，客运、货运需求不断增长，为高速公路提供了稳定的市场增长空间，确保了通行费收入的稳定性和增长性。

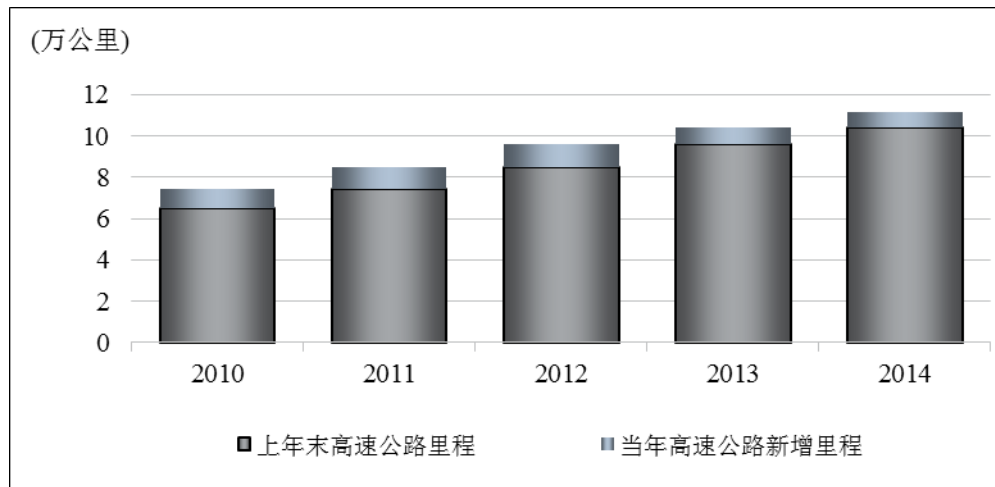
## 二、中国高速公路行业发展状况

### 1、概况

中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段年通车里程基本保持在3000～5000公里之间。

2000年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，“五纵七横”国道主干线于2007年全线贯通。截至2014年底，中国高速公路里程由“十一五”期末的7.41万公里发展到11.19万公里，2014年新增0.75万公里（见图3）。截至2014年底，高速公路里程超过3000公里的省份为22个，包括广东、河北、河南、四川等省（见表1）。

图3 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部，联合资信整理

表1 截至2014年底高速公路里程超过3000公里的省份

| 序号 | 省份 | 里程（公里） | 序号 | 省份  | 里程（公里） |
|----|----|--------|----|-----|--------|
| 1  | 广东 | 6266   | 12 | 新疆  | 4316   |
| 2  | 河北 | 5888   | 13 | 内蒙古 | 4237   |
| 3  | 河南 | 5859   | 14 | 辽宁  | 4172   |
| 4  | 四川 | 5506   | 15 | 黑龙江 | 4084   |
| 5  | 湖南 | 5493   | 16 | 福建  | 4053   |
| 6  | 山东 | 5108   | 17 | 贵州  | 4007   |
| 7  | 湖北 | 5096   | 18 | 浙江  | 3884   |
| 8  | 山西 | 5011   | 19 | 安徽  | 3752   |
| 9  | 江苏 | 4488   | 20 | 广西  | 3722   |
| 10 | 江西 | 4484   | 21 | 甘肃  | 3262   |
| 11 | 陕西 | 4466   | 22 | 云南  | 3255   |

资料来源：wind 资讯，联合资信整理

## 2、高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。继“五纵七横”国道主干线于2007年全线贯通，2009年中国高速公路通车里程

达6.51万公里后，2010年，中国高速公路通车里程达7.41万公里，比“十一五”规划目标增加9108公里。2013年和2014年，中国新增高速公路通车里程分别0.82万公里和0.75万公里；截至2014年底总里程突破11.00万公里，居世界第一位，中国高速公路网络更加完善。

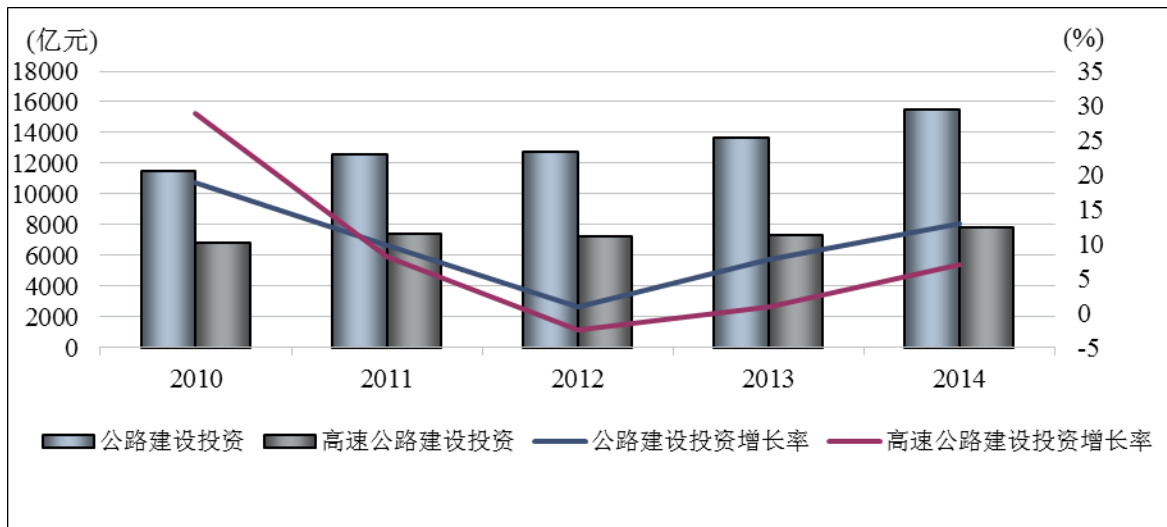
但中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。近年来，征地拆迁费用和建造成本持续上升，同时，原材料、能源和人工成本有长期看涨的压力，尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的《2014年交通运输行业发展统计公报》显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，较2013年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%，普通国道省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.5%。

目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，对高速公路的需求依然突出。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

图 4 2010~2014 年全国公路建设投资额和高速公路建设投资额及增长率



资料来源：2010~2014年交通运输行业发展统计公报

### 3、公路运输

根据交通运输部发布的《2014年交通运输行业发展统计公报》显示，2014年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量190.82亿人、旅客周转量12084.10亿人公里，比上年分别增长3.0%和7.4%，平均运距63.33公里。全国营业性货运车辆完成货运量333.28亿吨、货物周转量61016.62亿吨公里，比上年分别增长8.3%和9.5%，平均运距183.08公里。

2015年前三季度，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路客运量增速、货运量增速均较上年有所下降，前三季度，全国公路完成客运量143.3亿人，同比下降0.7%，完成货运量257.3亿吨，同比增长6.0%。

### 4、高速公路收费政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收

取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，体现了“两个公路体系”统筹发展的导向。一是从资金来源上，明确政府对非收费公路的投入义务，明确收费公路的多元化筹资渠道。二是从等级构成上，明确收费公路以高速公路为主体。三是明确政府收费公路不得无偿划拨，除收费公路权益外，收费公路资产不得转让和上市交易。四是调整收费期限。

## 5、国家高速路网

《国家高速公路网规划》于2004年经国务院审议通过，是中国公路网中最高层次的公路通道。根据该规划，中国国家高速公路网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、纵贯南北的大通道，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”。总规模约8.5万公里，其中：主线6.8万公里，地区环线、联络线等其他路线约1.7万公里。地区环线为辽中环线、成渝环线、海南环线、珠三角环线、杭州湾环线共5条地区性环线，联络线包括19条横向联络线和17条纵向联络线。

该规划采用“东部加密、中部成网、西部连通”的布局思路，建成后可以在全国范围内形成“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013-2030年）》，这是中国第一个集高速公路和普通公路于一体的国家中长期公路网布局规划，是指导中国公路长远发展的纲领性文件。今后十几年，中国将投入4.7万亿元，到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网，由普通国道和国家高速公路两个路网构成。其中，普通国道将由10.6万公里增加到26.5万公里，增加1倍多，普通国道网由12条首都放射线、47条南北纵线、60条东西横线和81条联络线组成；国家高速公路将由8.5万公里增加到11.8万公里，增加3.3万公里，国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，总规模11.8万公里；规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

表 2 国家高速公路网规划方案（2013-2030 年）（单位：公里）

| 北京放射线 |       |      | 南北纵线 |       |      | 东西横线 |         |      |
|-------|-------|------|------|-------|------|------|---------|------|
| 序号    | 起终点   | 里程   | 序号   | 起终点   | 里程   | 序号   | 起终点     | 里程   |
| 1     | 北京—上海 | 1245 | 1    | 鹤岗—大连 | 1390 | 1    | 绥芬河—满洲里 | 1520 |
| 2     | 北京—台北 | 2030 | 2    | 沈阳—海口 | 3710 | 2    | 珲春—乌兰浩特 | 885  |
| 3     | 北京—港澳 | 2285 | 3    | 长春—深圳 | 3580 | 3    | 丹东—锡林浩特 | 960  |
| 4     | 北京—昆明 | 2865 | 4    | 济南—广州 | 2110 | 4    | 荣成—乌海   | 1820 |
| 5     | 北京—拉萨 | 3710 | 5    | 大庆—广州 | 3550 | 5    | 青岛—银川   | 1600 |

|   |         |      |    |         |      |    |          |      |
|---|---------|------|----|---------|------|----|----------|------|
| 6 | 北京—乌鲁木齐 | 2540 | 6  | 二连浩特—广州 | 2685 | 6  | 青岛—兰州    | 1795 |
| 7 | 北京—哈尔滨  | 1280 | 7  | 包头—茂名   | 3130 | 7  | 连云港—霍尔果斯 | 4280 |
|   |         |      | 8  | 兰州—海口   | 2570 | 8  | 南京—洛阳    | 710  |
|   |         |      | 9  | 银川—昆明   | 2322 | 9  | 上海—西安    | 1490 |
|   |         |      | 10 | 呼和浩特—北海 | 2881 | 10 | 上海—成都    | 1960 |
|   |         |      | 11 | 银川—百色   | 1978 | 11 | 上海—重庆    | 1900 |
|   |         |      |    |         |      | 12 | 杭州—瑞丽    | 3405 |
|   |         |      |    |         |      | 13 | 上海—昆明    | 2370 |
|   |         |      |    |         |      | 14 | 福州—银川    | 2485 |
|   |         |      |    |         |      | 15 | 泉州—南宁    | 1635 |
|   |         |      |    |         |      | 16 | 厦门—成都    | 2295 |
|   |         |      |    |         |      | 17 | 汕头—昆明    | 1710 |
|   |         |      |    |         |      | 18 | 广州—昆明    | 1610 |

资料来源：《国家高速公路网规划（2013-2030年）》

图5 国家高速公路网布局方案



资料来源：中国高速网公开资料

### 三、中国高速公路行业运行环境

#### 国民经济发展

交通运输行业在国民经济中被划为第三产业，其运行状况与国民经济运行密切相关。2007年以来，交通运输业、仓储及邮电通信业GDP与全国GDP增长趋势呈现出较高的一致性。根据国家统计局《2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年中国国内生产总值达63.61万亿元，较上年增长7.3%，增速同比下降0.4个百分点，全年全社会固定资产投资51.3万亿元，较上年增长15.3%，增速同比下降4.3个百分点。2014年以来，国内宏观经济增速放缓，为高速公路运营企业的通行费收入增长造成一定影响。2014年，全国高速公路通行费收入合计3549.41亿元，同比增长7.05%，增速有所放缓。

分地区来看，高速公路发展和当地经济发展水平也是密切相关。在经济越发达的地区，其高速公路路网越完善，车辆通行量越大。从表3可以看出，经济越发达的地区（如广东、江苏、浙江等省），高速公路运营里程规模越大，通行费收入规模也越大。

表 3 2014 年各省市高速公路运行情况对比

| 省份 | GDP（亿元）  | 高速公路运营里程（公里） | 通行费收入（亿元） |
|----|----------|--------------|-----------|
| 广东 | 67792.24 | 6266.00      | 399.22    |
| 江苏 | 65088.32 | 4488.00      | 239.44    |
| 山东 | 59426.60 | 5108.00      | 199.34    |
| 浙江 | 40153.50 | 3884.00      | 253.66    |
| 河南 | 34949.38 | 5859.00      | 229.78    |
| 河北 | 29421.20 | 5888.00      | 200.44    |
| 辽宁 | 28626.58 | 4172.00      | 110.73    |
| 四川 | 28536.70 | 5506.00      | 146.65    |
| 湖北 | 27367.04 | 5096.00      | 131.97    |
| 湖南 | 27048.50 | 5493.00      | 136.84    |
| 福建 | 24055.76 | 4053.00      | 115.15    |
| 上海 | 23560.94 | 825.00       | 46.64     |
| 北京 | 21330.80 | 982.00       | 66.86     |

|     |          |         |        |
|-----|----------|---------|--------|
| 安徽  | 20848.80 | 3752.00 | 134.16 |
| 内蒙古 | 17769.50 | 4237.00 | 69.04  |
| 陕西  | 17689.94 | 4466.00 | 173.72 |
| 天津  | 15722.47 | 1113.00 | 53.42  |
| 江西  | 15708.60 | 4484.00 | 137.89 |
| 广西  | 15672.97 | 3722.00 | 94.70  |
| 黑龙江 | 15039.40 | 4084.00 | 42.98  |
| 重庆  | 14265.40 | 2401.00 | 86.88  |
| 吉林  | 13803.81 | 2348.00 | 34.89  |
| 云南  | 12814.59 | 3255.00 | 100.63 |
| 山西  | 12759.44 | 5011.00 | 124.54 |
| 新疆  | 9264.10  | 4316.00 | 28.40  |
| 贵州  | 9251.01  | 4007.00 | 93.32  |
| 甘肃  | 6835.27  | 3262.00 | 64.74  |
| 海南  | 3500.72  | 757.00  | 10.41  |
| 宁夏  | 2752.10  | 1343.00 | 22.90  |
| 青海  | 2301.12  | 1719.00 | 11.46  |

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

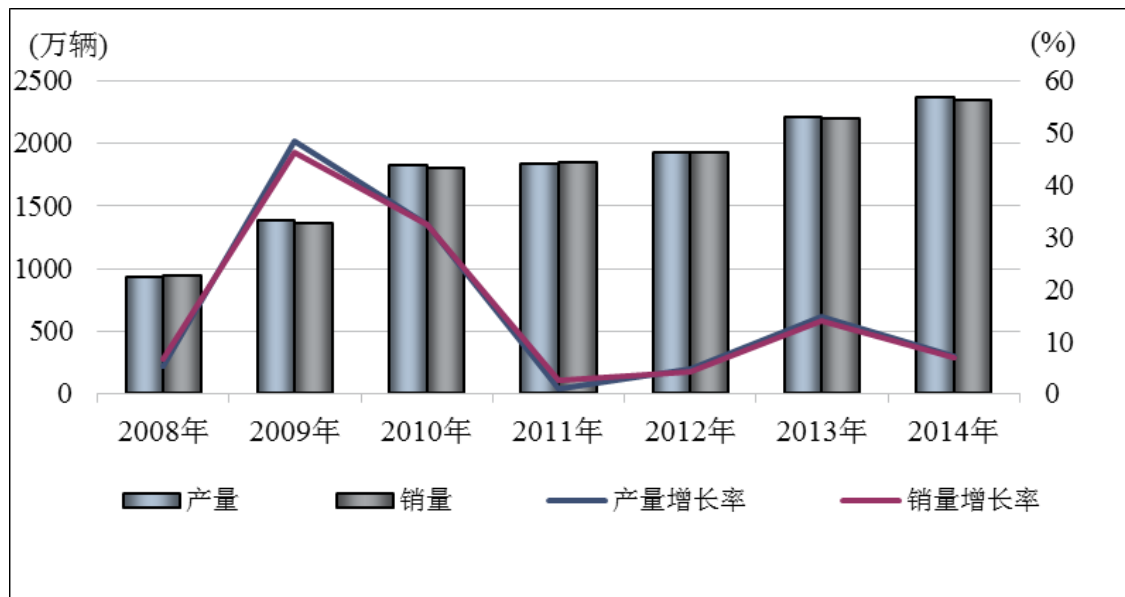
注：海南省通行费收入为收费公路总计。

### 汽车保有量增长

汽车保有量的增长将促进高速公路车流量的自然增长。2009~2010年，随着国民经济的发展，以及购置税优惠政策等鼓励政策刺激下，汽车行业表现出较快的增长势头。2011~2012年，国家宏观调控和鼓励政策退出、节能惠民补贴门槛提高、购置税优惠政策退出导致用车成本提高，之前年度产销的高速增长一定程度提前释放了乘用车市场的需求，行业进入微增长阶段。2013年，在经历两年5%以下的低速增长后，市场新增购车和换购需求释放，汽车行业产销同比增长14.76%和13.87%，增速同提升10.2和9.6个百分点。2014年，宏观经济下行压力增大，全国汽车产销量增速有所放缓，全年汽车产销量分别为2372.29万辆和2349.19万辆，同比分别增长7.26%和6.86%，增速分别下降7.5个百分点和7.01个百分点。

2015年，宏观经济增速进一步放缓，使得汽车行业景气度下滑，2015年1~11月，全国汽车产销量分别为2182.39万辆和2178.66万辆，同比增长1.80%和3.34%，增速较2014年全年分别下降5.46个百分点和3.52个百分点。

图 6 2008~2014 年中国汽车产销量走势图



资料来源：中国汽车工业协会

## 四、国内高速公路企业信用评级分析

### 1、高速公路发债企业概况

截至2015年7月底，存续期内的高速公路发债企业共82家。从主体信用级别分布看，大部分集中于AA和AA+，其次为AAA的企业。从表4可以看出高速公路运营企业的几个特点：①债务负担较重，行业平均资产负债率为59.91%；②营业利润率较高，行业平均利润率为38.26%；

上述特点将在后文结合重点企业进行详细分析。

表 4 存续期内高速公路发债企业 2014 年主要经营情况（单位：家、亿元、%）

| 主体信用评级          | 主体数量    | 总资产     | 营业收入   | 通行费收入 | 利润总额  | 营业利润率 | 资产负债率 | 全部债务   | 全部债务资本化比率 |
|-----------------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|
| AAA             | 18      | 1605.72 | 165.07 | 88.80 | 23.97 | 38.87 | 62.90 | 841.54 | 56.14     |
| AA <sup>+</sup> | 32      | 770.69  | 50.74  | 32.49 | 5.46  | 34.93 | 61.93 | 429.44 | 55.11     |
| AA              | 26      | 149.70  | 12.09  | 5.20  | 2.47  | 34.88 | 54.23 | 64.34  | 47.12     |
| AA-             | 5       | 124.62  | 3.36   | 3.19  | 0.49  | 76.10 | 72.84 | 79.30  | 66.53     |
| A <sup>+</sup>  | 1       | 62.54   | 1.41   | 0.00  | 1.38  | 32.57 | 24.22 | 9.10   | 16.11     |
| 行业平均值           | 82（合计数） | 709.06  | 60.09  | 34.02 | 8.22  | 38.26 | 59.91 | 377.66 | 53.02     |

资料来源：联合资信整理

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得。

## 2、重点高速公路企业分析

本节选取了几个具有代表性的高速公路运营企业进行比较，以进一步说明高速公路行业的特点。

所选样本都是省级高速公路投资运营公司，所辖高速公路总里程在本省（市）高速公路总里程中占有较大比例，基本能代表本省（市）高速公路运营状况。其中浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交通”）和广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通”）代表中国较发达地区的高速公路运营水平，湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“湖南高速”）、贵州高速公路集团有限公司（以下简称“贵州高速”）和内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“内蒙古高等级”）代表中西部地区高速公路公司运营水平。

表 5 具有代表性的几个高速公路公司基本情况一览（单位：%、亿元）

| 公司名称               | 主体评级   | 营运高速公路里程/<br>全省高速公路里程 | 通行费收入  | 资产总额    |
|--------------------|--------|-----------------------|--------|---------|
| 浙江省交通投资集团有限公司      | AAA/稳定 | 66.00                 | 216.02 | 1700.34 |
| 广东省交通集团有限公司        | AAA/稳定 | 67.00                 | 198.21 | 2870.20 |
| 湖南省高速公路建设开发总公司     | AAA/稳定 | 67.63                 | 72.66  | 3387.04 |
| 贵州高速公路集团有限公司       | AA+/稳定 | 70.79                 | 74.14  | 2372.49 |
| 内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 | AA+/稳定 | 44.06                 | 52.73  | 955.42  |

资料来源：根据债券信息网公开发行人披露材料整理。

注：表中数据为 2014 年底数据。

### 建设任务重、债务负担重

由于中国高速公路网正处于集中建设期，大部分省市高速公路企业都面临较重的建设任务，后续资金需求巨大。加上中国高速公路行业普遍采取的“贷款修路，收费还贷”模式，使得行业整体债务负担较重。从所选企业过去三年的债务水平看，资产负债率和全部债务资本化比率均处于较高水平，其中，内蒙古高等级债务负担最重，湖南高速、贵州高速和广东交通全部债务资本化比率均在70%以上；广东交通在建项目总投资1404.66亿元，后续资金投入需求量725.81亿元。

表 6 高速公路公司建设任务情况列表（单位：%）

| 公司名称   | 在建项目规模（公里） | 在建项目总投资额（亿元） | 所需后续资金投入（亿元） | 近三年资产负债率 |       |       | 近三年全部债务资本化比率 |       |       |
|--------|------------|--------------|--------------|----------|-------|-------|--------------|-------|-------|
|        |            |              |              | 2012     | 2013  | 2014  | 2012         | 2013  | 2014  |
| 浙江交通   | 322.07     | 357.43       | 225.49       | 71.85    | 70.78 | 73.30 | 66.42        | 64.82 | 64.83 |
| 广东交通   | --         | 1404.66      | 725.81       | 70.42    | 69.43 | 71.90 | 67.53        | 66.84 | 70.62 |
| 湖南高速   | 732.73     | 737.20       | 360.3        | 74.87    | 73.38 | 73.15 | 74.02        | 72.20 | 72.35 |
| 贵州高速   | 1299.65    | 1323.54      | 447.36       | 73.32    | 74.86 | 73.37 | 70.68        | 73.08 | 71.67 |
| 内蒙古高等级 | 176.28     | 91.53        | 57.19        | 76.63    | 79.53 | 79.93 | 73.49        | 77.28 | 76.34 |

资料来源：根据债券信息网公开发布披露材料整理。

注：上表中在建项目总投资和所需后续资金投入为 2015 年 3 月底数据。

### 营业利润率较高，但财务费用对营业利润的侵蚀作用明显

高速公路行业营业收入主要来自车辆通行费收入，成本主要包括公路资产折旧、公路维修及养护、财务费用等。2012~2014年，由于新增运营里程等原因，浙江交通、广东交通和贵州高速营业收入增幅较快，受经济增长放缓、需求降低等因素影响，湖南高速、内蒙古高等级营业收入增长较慢或出现负增长。在财务费用控制方面，湖南高速由于加强了资金使用效率，其财务费用有所下降，其他企业财务费用则均呈现增长趋势，其中贵州高速和内蒙古高等级受建成通车高速公路项目较多，使得财务费用增长较快。

从利润水平看，高速公路行业营业利润率整体保持在较高水平，其中湖南高速营业利润率高达43.46%。但另一方面，财务费用在总成本中所占比重较大，对营业利润形成较大的侵蚀作用。有的高速公路公司部分项目建设所产生的利息支出可

以通过政府财政补贴等形式得到一定程度的补偿，但整体而言，财务费用仍是公司的重要支出项目之一。

表 7 2014 年高速公路公司盈利水平对比

| 公司名称       | 营业收入<br>(亿元) | 其中：通行<br>费收入<br>(亿元) | 财务费用<br>(亿元) | 营业利润<br>(亿元) | 2012-<br>2014 年营<br>业收入增<br>长率<br>(%) | 2012-<br>2014 年财<br>务费用增<br>长率<br>(%) | 2012-<br>2014 年营<br>业利润增<br>长率<br>(%) | 营业利润<br>率 (%) |
|------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------|
| 浙江交通       | 302.54       | 216.02               | 40.14        | 36.27        | 15.38                                 | 2.59                                  | 76.08                                 | 18.89         |
| 广东交通       | 370.35       | 198.21               | 52.23        | 39.98        | 11.43                                 | 3.83                                  | 15.58                                 | 30.71         |
| 湖南高速       | 92.45        | 72.66                | 20.91        | 8.51         | 1.25                                  | -2.51                                 | -8.03                                 | 43.46         |
| 贵州高速       | 91.13        | 74.14                | 38.65        | -10.97       | 32.17                                 | 18.85                                 | --                                    | 31.98         |
| 内蒙古高<br>等级 | 59.89        | 52.73                | 28.79        | -8.78        | -2.49                                 | 20.55                                 | --                                    | 40.40         |

资料来源：根据债券信息网公开发行披露材料整理

### 经营性现金净流量状况好，投资现金支出较大

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

从所选取的几个样本来看，经营性现金净流量全部为正，其中浙江交通和广东交通由于其车辆通行量大，通行费收入高，经营性现金净流量分别为181.09亿元和157.43亿元。但另一方面，由于高速公路公司建设任务重，投资支出大，投资性现金净流量一般表现较大负值，高速公路公司对外融资需求较大。

表 8 2014 年所选取的高速公路公司现金流量情况（单位：亿元）

| 公司名称   | 经营性现金流入量 | 经营性现金净流量 | 投资性现金流出 | 投资性现金净流量 | 筹资性现金净流量 |
|--------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 浙江交通   | 504.23   | 181.09   | 133.37  | -104.69  | -18.18   |
| 广东交通   | 401.27   | 157.43   | 484.16  | -456.33  | 347.63   |
| 湖南高速   | 111.21   | 50.31    | 278.61  | -274.02  | 238.27   |
| 贵州高速   | 126.24   | 47.76    | 383.00  | -359.63  | 260.26   |
| 内蒙古高等级 | 69.38    | 35.44    | 43.06   | -43.05   | -31.78   |

注：根据债券信息网公开发布披露材料整理

## 五、中国高速公路企业发展前景

2013年6月，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013-2030年）》，今后十几年，中国将投入4.7万亿元，到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网，其中，国家高速公路将由8.5万公里增加到11.8万公里，增加3.3万公里；规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。根据交通运输部修订的国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。未来较长一段时间内，作为各省市高速公路建设主体的高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》（修订征求意见稿），意见稿对收费期限做出调整，明确政府还贷高速公路期限满后可继续收费（在债务偿清后可按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率原则重新核定收费标准继续收费），若该修订征求意见稿付诸实施，收费期限的调整将有利于缓解高速公路投资运营公司日益增大的财务压力，对地方政府的偿债能力形成支撑。

总体看，未来中国高速公路建设发展空间较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时，联合资信也关注到：受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司将出现分化，地方经济发达、高速公路网络运营成熟的东部省份高速公路运营企业（如广东交通、浙江交通），所辖高速公路资产优良、通行量大且保持较快增长，其通行费收入规模大、盈利能力良好；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业（如贵州高速、内蒙古高等级），受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，通行费收入规模小、营业利润亏损，面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。