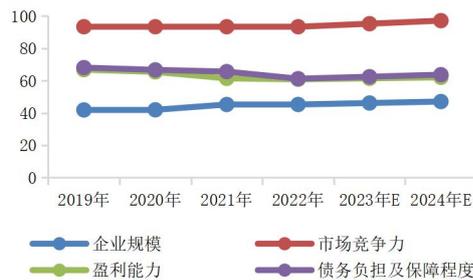


2024 年高速公路行业信用风险展望

行业信用质量：2024 年信用质量将继续回升



高速公路样本企业主要信用表现得分变化



资料来源：iFinD，东方金诚整理

- 2023 年高速公路行业政策集中在推进十四五系列交通规划实施、加快建设交通强国重点工作，同时通过加大金融支持力度降低高速公路企业融资压力，助力防范化解企业存量债务风险；
- 我国居民的出行能力充足且持续提升，随着经济社会全面恢复常态化运行，居民出行需求持续提升，经济企稳对公路货运量形成有力支撑，高速公路车流量恢复具备持续性；
- 2023 年高速公路行业企业整体信用质量有所回升，在通行费收入恢复增长叠加 2022 年的低基数效应下，盈利能力实现触底回升，整体偿债能力有所改善；
- 展望 2024 年，高速公路行业企业整体信用质量将继续回升，客货运需求回升对车流量形成支撑，有利于高速公路行业企业通行费收入及盈利的持续修复，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模。

分析师：汪欢

一、行业基本面

2023 年高速公路行业政策集中在推进《交通强国建设纲要》和《国家综合立体交通网规划纲要》等十四五系列交通规划实施、加快建设交通强国重点工作，同时通过加大金融支持力度降低高速公路企业融资压力，助力防范化解企业存量债务风险

2023 年 2 月 13 日，中国人民银行、交通运输部、中国银行保险监督管理委员会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门要切实加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展。金融机构要加大交通物流行业首贷、信用贷款支持力度，创新丰富符合行业特点的信贷产品；优化交通物流专项再贷款政策安排，用好结构性货币政策工具，更好发挥引导撬动作用；积极支持完善综合交通网络布局，重点支持出疆入藏、中西部地区、沿江沿海沿海战略骨干通道及西部陆海新通道、城市群城际通道、交通一体化、革命老区公路等建设；优化交通物流领域债券融资安排，提升发债融资便利度。

2023 年 3 月 29 日，交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、中国国家铁路集团有限公司联合印发《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027 年）》，在“现代化综合交通基础设施建设行动”中提出，要以“联网、补网、强链”为重点，优化完善综合立体交通网布局，加快建设国家综合立体交通网主骨架，加快建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等国际性综合交通枢纽集群，建设一批综合客运枢纽，支持一批城市加强综合货运枢纽及集疏运体系项目建设，推进一批交通基础设施重大工程建设，努力构建现代化综合交通基础设施体系。

2023 年 5 月 31 日，交通运输部办公厅印发《关于进一步明确公路公共基础设施养护支出管理有关事项的通知》，明确公路公共基础设施养护范围及分类、养护支出划分、养护支出记账方法等，对各地公路公共基础设施养护支出会计核算工作进行了规范和指导，是确保政府会计准则制度在公路交通领域全面有效落实的重要举措，为合理安排资金预算提供依据，对于切实有效推进公路公共基础设施养护和国有资产管理、促进公路高质量发展具有重要意义。

2023 年 9 月 20 日，交通运输部发布《关于推进公路数字化转型加快智慧公路建设发展的意见》，提出到 2027 年公路数字化取得明显进展，构建公路全生命周期“一套模型、一套数据”，到 2035 年全面实现公路数字化转型，建成实体公路和数字孪生公路两个体系，助力公路交通与经济运行及产业链供应链深度融合，公路数字经济及产业生态充分发展，为构建现代化公路基础设施体系、加快建设交通强国提供支撑。

我国居民的出行能力充足且持续提升，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，居民出行需求及出行意愿增加，展望 2024 年，我国经济有望延续温和回升态势，高速公路客运需求恢复具备持续性

高速公路客车通行结构以私家车为主，通行主要受出行能力以及出行意愿两方面因素影响。出行能力方面，主要通过考核小型载客汽车保有量及驾驶人数量来近似衡量。近年来我国汽车保有量持续增加，2023 年末全国民用汽车保有量 33618 万辆，同比增加 1715 万辆，其

中私人汽车保有量 29427 万辆，同比增加 1554 万辆。2023 年末民用轿车保有量 18668 万辆，增加 928 万辆，其中私人轿车保有量 17541 万辆，增加 856 万辆。同时，我国汽车驾驶人数量逐年增长，2023 年末达到 5.23 亿人，同比增长 4.18%，居民的出行能力充足且持续提升。

图表 1：近年来我国机动车保有量情况



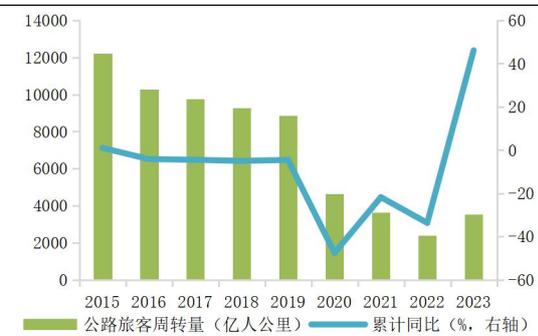
图表 2：近年来我国公路客运量情况



图表 3：近年来我国机动车驾驶人数量情况



图表 4：近年来我国公路旅客周转量情况



数据来源：iFinD，东方金诚整理

出行意愿方面，随着旅客出行方式逐年多样化，2014 年以来受民航、高铁等分流影响，公路客运量及公路旅客周转量总体呈下降的趋势，其中 2020 年~2022 年受外部环境冲击及出行政策等因素影响，公路客运量及公路旅客周转量大幅下滑。随着经济社会全面恢复常态化运行，商务出差和旅游度假等出行需求逐步释放，居民出行需求及出行意愿持续增加。2023 年，我国公路客运量及公路旅客周转量分别为 45.73 亿人和 3517.58 亿人公里，同比分别增长 28.94% 和 46.11%。展望 2024 年，我国经济有望延续温和回升态势，居民小型客车出行能力充足且持续提升，高速公路客运需求恢复具备持续性。

2023 年全国规模以上工业增加值累计增速总体保持稳定，公路货运需求有所回升，展望 2024 年，稳增长政策支持下，制造业 PMI 走势有望企稳抬升，国内工业生产增速将持续修复态势，对公路货运量增速形成有力支撑

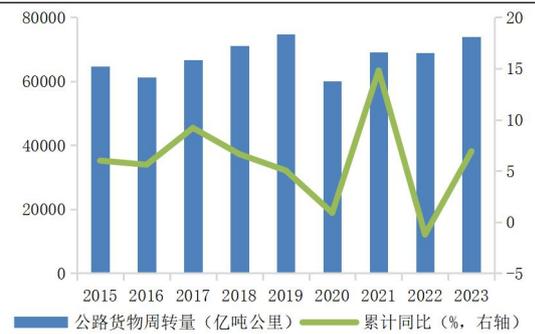
货运方面，高速公路通行的货物种类分散，与各工业制造领域均有密切联系，公路货运需求的变化与整体工业发展状况紧密相关，在此表现为货运量累计增速与工业增加值累计增速的高度正相关。近年来公路货物运输量保持较大规模，其中受“公转铁”政策和航运等其他运输方式造成的分流影响，2018~2019 年增速有所放缓。货运运输由于具有保供运输等刚性需求，受外部环境影响相对较小，而与经济活跃度相关性更高，2020 年公路货运指标及全国规模以上工业增加值累计增速均呈前低后高的“V”型走势；2021 年经济复苏带动货

运需求总量大幅回升，表现出较强的发展韧性，在低基数影响下，公路货运指标及全国规模以上工业增加值累计增速保持较高水平；2022 年，国内复杂经济环境对出行及运输造成一定程度影响，随经济增速放缓，市场交易活跃度下降，公路货运指标及全国规模以上工业增加值的累计增速均有所下降。随着国家加强宏观政策跨周期调节，加大实体经济支持力度，国民经济持续复苏，全国规模以上工业增加值累计增速总体保持稳定，公路货运指标有所回升。2023 年，我国公路货运量和公路货物周转量分别为 403.37 亿吨和 73950.21 亿吨公里，同比分别增加 8.75% 和 6.92%，全国规模以上工业增加值累计同比增长 4.60%。

图表 5：近年来我国公路货运量情况



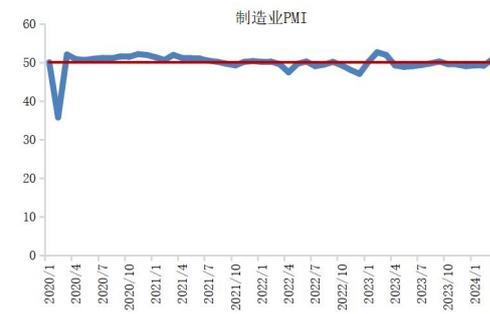
图表 6：近年来我国公路货物周转量情况



图表 7：近年来我国公路货运量、货物周转量与规模以上工业增加值增速对比情况 (%)



图表 8：近年来我国制造业 PMI 变化情况 (%)



数据来源：iFinD，东方金诚整理

从 PMI 指数来看，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，市场需求明显改善。1 月制造业 PMI 数据大幅回升并重返荣枯平衡线上方；但实体经济增长内生动力并不强，经济全面系统恢复的基础还不牢固，市场需求较为疲弱，同时受海外需求继续收缩、地缘政治影响持续显现以及出口价格回落等因素影响，4 月制造业 PMI 回落至荣枯平衡线下方；7 月 24 日召开的中央政治局会议明确提出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需，精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，稳增长政策带动叠加大宗回升引发的补库存效应，三季度经济逐月好转；四季度新一轮化债约束，叠加地产销售投资低位，经济再度逐月放缓。

近期稳增长政策密集出台，《2024 年政府工作报告》提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用”，2024 年 3 月制造业 PMI 指数较上月提升 1.7 个点至 50.8，连续 5 个月运行在 50 以下后重返景气区间。展望 2024 年，稳增长政策支持下，制造业 PMI 走势有望企稳抬升，国内工业生产增速将延续修复态势，对公路货运量增速形成有力支撑。

近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车里程稳居世界首位，预计 2024 年高速公路通车里程将保持低速增长，交通运输十四五规划等政策的加快实施对公路建设固定资产投资形成有力支撑

近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车总里程及投资额等主要指标持续增长，但近年来建设速度有所放缓。截至 2022 年末，我国高速公路通车总里程达 17.73 万公里，同比增长 4.85%，高速公路通车里程仍稳居世界首位。2023 年 1~6 月，全国新开工高速公路和普通国省干线公路项目 170 个、建设里程达 5750 公里，项目总投资 3626 亿元。展望 2024 年，预计高速公路通车里程将保持低速增长，交通运输部将继续以联网补网强链为重点，持续推进交通重大项目建设，确保“十四五”102 项重大工程涉交通运输项目和交通运输“十四五”规划重大项目按期完成。

图表 9：近年来我国高速公路通车里程以及增速情况

图表 10：近年来我国公路固定资产投资及增速情况



数据来源：交通运输部，东方金诚整理

投资方面，2022 年我国公路完成固定资产投资 2.85 万亿元，同比增长 9.70%，保持较大规模及增速；其中高速公路完成固定资产投资 1.63 万亿元，同比增长 7.33%，在全国公路完成固定资产投资额中占比最高，为 57.01%。2023 年以来交通基础设施建设投资规模仍高位运行，2023 年 1~11 月，我国公路建设固定资产投资达 2.65 万亿元，同比增长 1.2%，增速较去年同期有所放缓；其中高速公路完成固定资产投资 1.48 万亿元。展望 2024 年，随着国民经济有序恢复，稳经济一揽子政策措施加快落地生效，同时交通强国战略的明确及交通运输十四五规划等政策的加快实施，对公路建设固定资产投资形成有力支撑。

二、高速公路企业信用表现

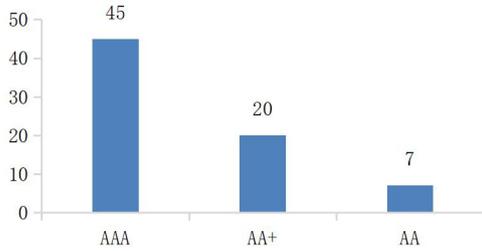
本文选取 72 家发债高速公路企业¹作为样本，其中 AAA 企业 45 家，AA+企业 20 家，AA 企业 7 家。截至 2023 年 9 月末，样本企业中剔除母子关系后的高速公路企业收费总里程约占同期末全国高速公路总收费里程的 50%以上。本文将从企业规模、市场竞争力、盈利能力、债务负担及保障程度等几个方面，对样本企业主要指标进行信用排序，具体包括收费高速公路里程、通行费收入、EBITDA 利润率、净资产收益率、资产负债率及经营现金流动负债比等指标。

高速公路企业分为两类，一类是由省级交通主管部门或省级国资委直接控股的，集中了全省较多路产的省级集团企业，在样本中数量占比 38.89%；另一类是单独拥有少量路段的

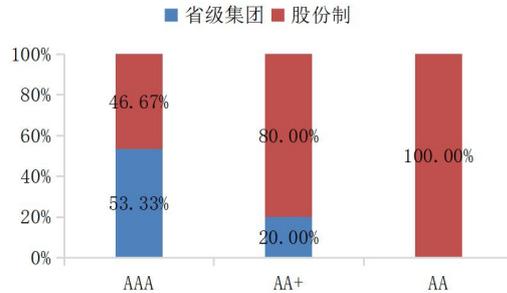
¹ 为了检验同比变化情况，此处样本选取标准除满足行业定义外还需要有 2022 年及 2023 年 9 月末财务数据。

股份制企业²，在样本中数量占比 61.11%。省级集团企业作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，具有运营里程数高，资产规模大、业务经营趋于多元化等特点，一般来说信用等级较高。而股份制企业则具有运营里程数较短，盈利能力强，债务负担轻等特点，信用等级分布较平均。下文将分别讨论行业整体、省级集团及股份制企业各自的指标表现情况。

图表 11: 样本企业信用等级分布情况



图表 12: 样本企业分类情况



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

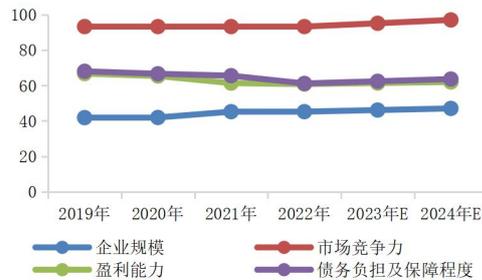
2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，高速公路行业企业整体信用质量有所回升，展望 2024 年，行业投资将保持一定规模，稳增长政策支持下客货运需求增加带动企业业绩增长，高速公路行业企业信用质量将持续回升

高速公路作为重要的交通基础设施，且运营企业绝大部分为国有企业，行业整体信用质量较高。2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，客货运需求持续增加，高速公路行业整体信用质量有所回升。

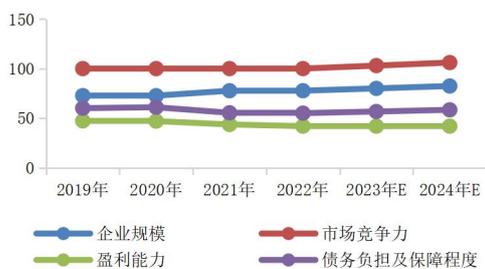
图表 13: 样本企业信用质量中位数变化情况



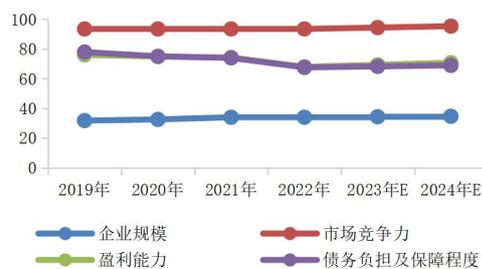
图表 14: 样本企业总体各一级信用质量指标中位数变化情况



图表 15: 省级集团企业各一级指标信用质量中位数变化情况



图表 16: 股份制企业各一级指标信用质量中位数变化情况



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

² 此处用“股份制企业”这一惯用称谓来指代非省级集团高速公路企业，并非指公司满足股份制企业的条件。

展望 2024 年，随着高速公路建设项目的持续推进及政策支持，行业投资将保持一定规模。同时，在国家持续加大宏观政策调控力度、加强逆周期调节和政策储备等稳增长政策支持下，客货运需求将保持较快增长，对车流量的增长及通行费收入形成保障，高速公路行业企业业绩将持续修复。

2023 年高速公路行业企业通行费收入规模同比有所增加，展望 2024 年，客货运需求修复带动车流量增长，对高速公路运营企业通行费收入形成有力支撑

近年来随着高速公路路网的不断完善，同时国家出台的新基建建设工程对社会经济的复苏增长起到良好的助推作用，高速公路行业企业的收费高速公路里程总体保持增长，其中省级集团作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，收费高速公路里程增速明显高于股份制企业。随着 2023 年初经济社会全面恢复常态化运行，2023 年高速公路行业企业通行费收入规模同比有所增加，其中省级集团通行费收入增速高于股份制企业。

图表 17: 样本企业收费高速公路里程中位数变化情况 (公里)



图表 18: 样本企业通行费收入中位数变化情况 (亿元)



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

展望 2024 年，随着加快建设交通强国五年行动计划的持续推进，高速公路行业企业建设项目将保持一定的投资规模，高速公路行业企业的规模类指标将保持增长，其中省级集团作为全省高速公路项目建设运营主体，承担着一定的社会责任与义务，会修建一些盈利能力较差但是具有民生意义的路段，故规模类指标增速仍将高于股份制类企业。同时，客货运需求的修复将持续带动车流量增长，对高速公路运营企业通行费收入形成有力支撑。

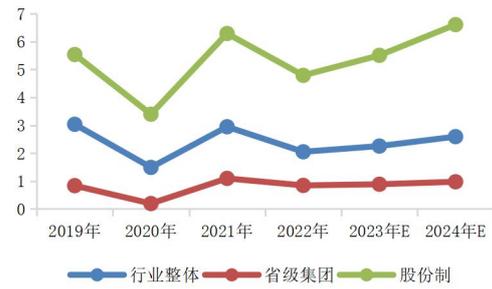
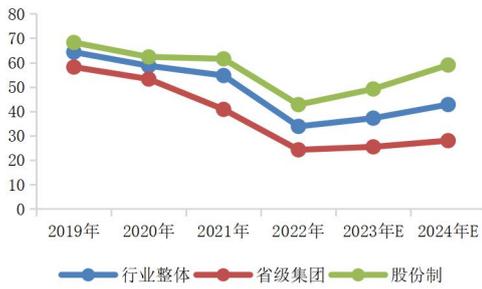
2023 年高速公路行业企业盈利能力实现触底回升，展望 2024 年，客货运需求的修复将持续带动车流量增长，对高速公路运营企业盈利增长形成支撑，但盈利能力在修复后上行空间有限

近年来受外部环境影响高速公路企业通行费收入下降，而同期成本较为刚性，高速公路企业 EBITDA 利润率和净资产收益率大幅下滑。其中业务相对集中于路桥收费类业务的股份制企业盈利能力下滑程度高于省级集团，但股份制企业资产较为优良，整体盈利能力仍高于省级集团。2023 年，在通行费收入恢复增长叠加 2022 年的低基数效应下，高速公路行业企业盈利能力实现触底回升。

展望 2024 年，客货运需求的修复将持续带动车流量增长，对高速公路运营企业盈利能力增长形成支撑，但受多元化业务持续开展及收费标准修订等因素影响，以及预计新通车路段下沉，仍需一定时间培育，将在一定程度上拖累企业单公里收费水平，企业盈利能力在修复后上行空间有限。

图表 19: 样本企业 EBITDA 利润率中位数变化情况(%)

图表 20: 样本企业净资产收益率中位数变化情况(%)



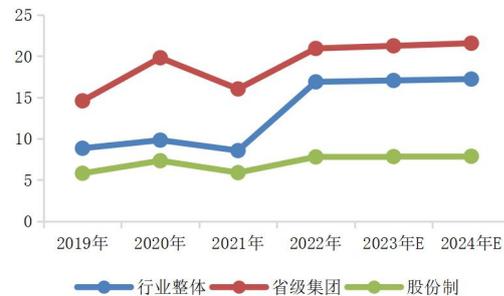
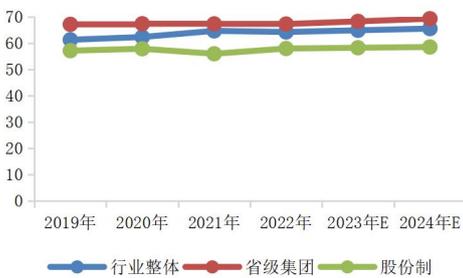
数据来源: iFinD, 东方金诚整理

2023 年高速公路行业企业债务规模保持增长且债务负担仍较重, 展望 2024 年, 高速公路行业企业债务规模仍将保持增长, 随着加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地, 整体偿债能力有望得到改善

2023 年, 随着经济社会全面恢复常态化运行后, 高速公路行业企业经营性净现金流同比有所增长, 同时由于“基建稳增长”等经济刺激政策的施行, 保持了一定规模的投资资金, 2023 年高速公路企业债务负担有所增长且债务负担仍较重。分类来看, 大部分股份制企业为省级集团的核心子公司, 同时其业务较为纯粹, 经营性净现金流较稳定, 在外部环境变化影响下, 股份制企业债务负担规模增速及债务保障程度的下降幅度高于省级集团。

图表 21: 样本企业资产负债率中位数变化情况 (%)

图表 22: 样本企业经营现金流流动负债中位数变化情况 (%)



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

展望 2024 年, 随着高速公路项目建设投资的推进, 高速公路行业企业债务规模将保持增长。从债务保障程度上来看, 政府还贷高速公路能获得当地交通主管部门或政府部门拨付的资本金支持, 高速公路路网的逐步成熟将为高速公路企业提供稳定的现金流入, 同时随着政府加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地, 预计高速公路企业的整体偿债能力有望得到改善。

三、展望

展望 2024 年，高速公路行业企业整体信用质量将有所回升，客货运需求回升对车流量形成支撑，有利于高速公路企业通行费收入及盈利的持续修复，偿债能力得到改善，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模

2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，客货运需求持续增加，高速公路行业企业整体信用质量有所回升，在通行费收入恢复增长叠加 2022 年低基数效应下，高速公路行业企业盈利能力实现触底回升，整体偿债能力有所改善，但在基建稳增长等经济刺激政策下，高速公路行业企业债务规模保持增长。

展望 2024 年，我国经济有望延续温和回升态势，高速公路车流量恢复具备持续性，对高速公路企业通行费收入形成有力支撑，高速公路行业企业盈利能力将持续修复；随着加大金融支持力度降低企业融资压力等政策的落地，高速公路行业企业整体偿债能力将得到改善；随着加快建设交通强国五年行动计划对交通运输提出的更高要求，高速公路行业企业建设项目将保持一定投资规模，债务规模将保持增长。整体来看，高速公路行业企业信用质量将持续回升。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。