

高速公路行业发债企业信用分析

2020 年 10 月 28 日

要点

- 我们认为，得益于潜在的政府支持，样本高速公路企业的潜在主体信用质量整体较优，在工商企业各行业里位居前列。
- 我们认为，高速公路企业的业务状况主要由其所服务区域的经济发达程度、所覆盖区域的市场份额和不可替代性以及自身路产规模和效益等因素决定，不同省份的企业表现差异显著。
- 在投资规模大、资产回报周期长、资本开支持续的背景下高速公路全行业企业的财务风险更为相似并多数处于偏高水平，但其再融资压力均较小。
- 我们认为，由于高速公路行业往往是促进地方经济发展的重要交通基础设施，同时地方政府一般只设立一家或少数几家高速公路企业，对于样本企业中的绝大部分省级地方国企，我们通常认为它们能够获得极高水平的地方政府支持。

概述

我们选取高速公路行业中 35 家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法，即我们所称的“潜在主体信用质量”（见下图）。这 35 家企业涵盖了大部分省级行政区域和少数市级高速公路企业。样本企业名称及简称请参阅附录。

整体看，我国高速公路企业的潜在主体信用质量较好，获得了当地政府较大的支持。

分析师

李丹

北京
+86-10 6516 6042
dan.li
@spgchinaratings.cn

张娟子

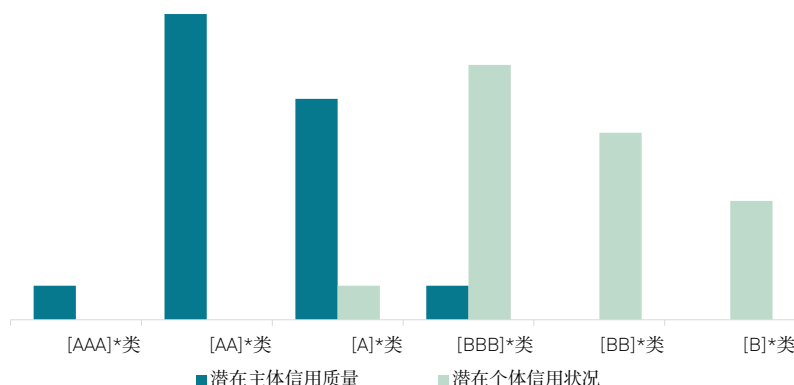
北京
+86-10 6516 6030
juanzi.zhang
@spgchinaratings.cn

高语泽

北京
+86-10 6516 6028
yuze.gao
@spgchinaratings.cn

图1

高速公路行业样本企业潜在主体信用质量分布



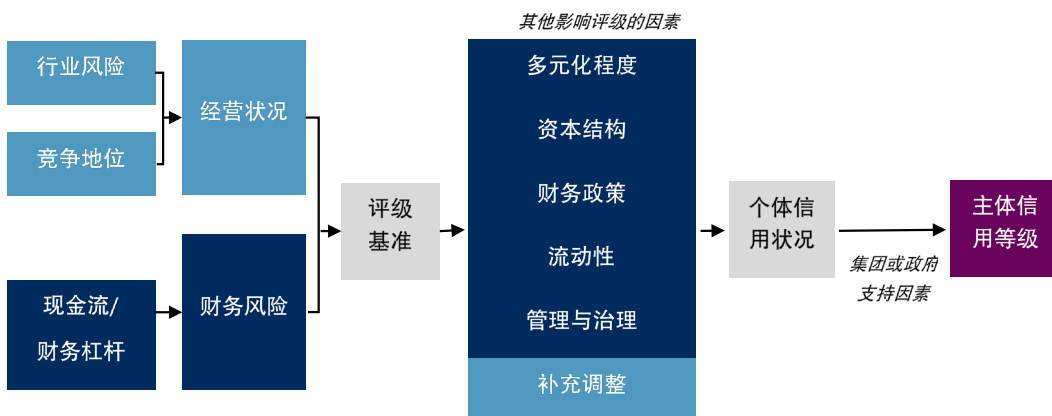
注：*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被视为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图2



资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

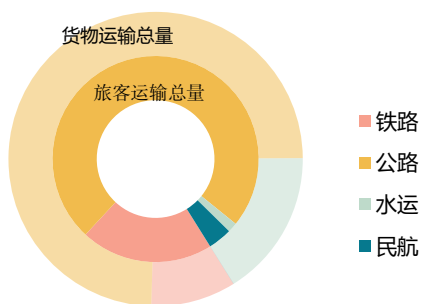
行业风险

我们认为高速公路行业所属的交通基础设施行业风险处于低水平（行业风险评估得分为2），在我们六档行业打分中位居较好位置。一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度评判行业风险高低，而中国高速公路行业竞争格局稳定、周期性弱的特征，让我们对其行业风险判断为低水平。

我们认为，中国高速公路行业竞争格局稳定。公路作为中国交通基础设施重要的组成部分，在满足物资和旅客的中短途运输需求中发挥着不可替代的作用。虽然高铁的大量投运对公路客运带来一定冲击，但就客货运输量来看，公路仍然在中国的综合交通运输体系中占据主导地位，而现代物流及快递业的快速发展也将对后续公路货运量带来支撑。据国家统计局出具的《2019年国民经济和社会发展统计公报》显示，公路运输承担了中国73.9%的旅客运输量和73.0%的货物运输量。

图3

2019年不同交通运输方式运输量占比



注：在货物运输总量中除了上述四种运输方式外还有管道运输占比为2%。

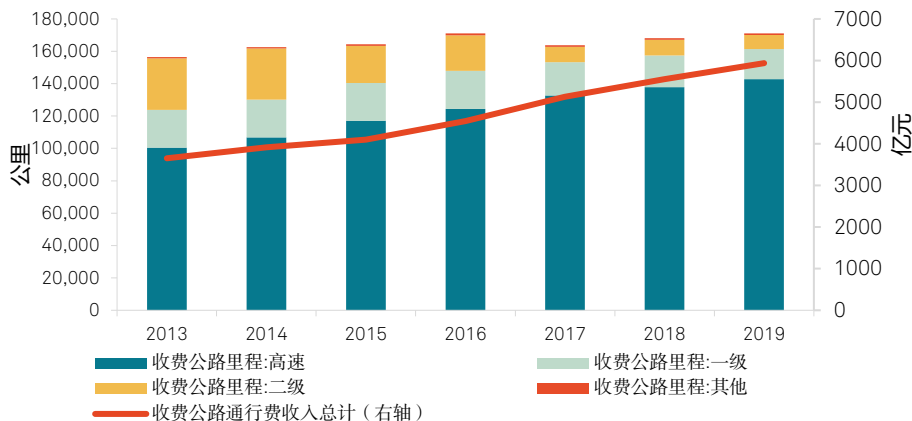
资料来源：2019年国民经济和社会发展统计公报。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相较于铁路、水运、民航，中国公路行业的下游需求较为广泛，抵御经济周期波动能力较强，高速公路行业整体呈现稳步发展的态势。近年来，中国在实现只有高速公路收费，其他公路全部由公共财政承担的政策指导下，大力发展高速公路，全国高速公路通车里程和通行费收入每年保持稳定增长。

图4

高速公路行业历年通行费收入和里程情况



资料来源：收费公路统计公报，Wind,标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位分析

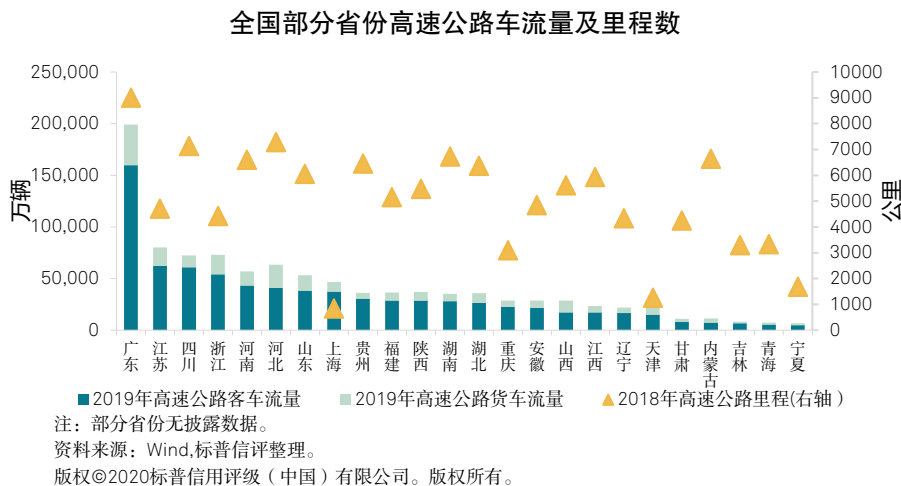
我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。对于高速公路企业，由于有政策及监管层面的支持削弱了市场竞争的压力以及维持了盈利的相对稳定性，我们通常更关注竞争优势以及规模、范围和多样性。

竞争优势

标普信评认为，高速公路企业的竞争优势主要体现在企业所服务区域的发达程度、企业在所服务区域占有的市场份额和不可替代性等几个方面，具备较强竞争优势的高速公路企业往往包含以下几个特征：企业为地方经济发展提供了必不可少的服务；企业所服务的区域地域广阔、经济富裕；企业在其服务区域内的交通运输领域中占据主导地位，来自于其他运输线路和经营企业的竞争能力有限，竞争格局稳定。

由于高速公路企业多由省级政府出资设立，各省的路产规模和交通运输量是高速公路企业运营的基础，也在一定程度上奠定了行业格局。广东无论在高速公路里程规模和高速公路客车流量、货车流量都位居全国第一位；江苏和浙江的里程数虽然在全国处于中间位置，但车流量在全国范围内具有显著优势；四川、河南及河北依靠持续投资建设、区位优势和产业发展，里程规模和车流量均表现较好。我们认为，这些区域密集的交通流量与区域的腹地经济环境密不可分。与此同时，由于区域经济活跃度有限，甘肃、内蒙古、吉林、青海、宁夏的车流量在全国范围内排名较靠后。

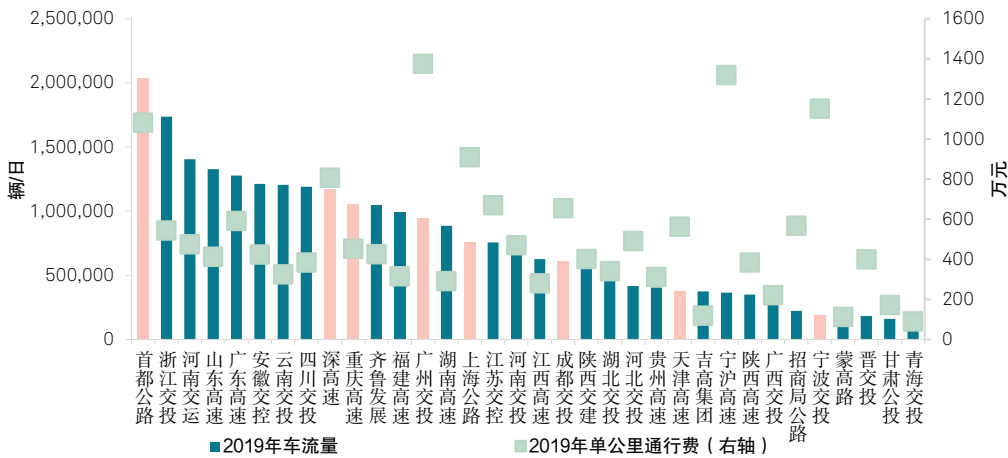
图5



一般而言，区域车流量和单公里通行费收入在一定程度上反映了企业的竞争优势。高速公路的表现与经济发展密切相关，高速公路所服务区域的经济环境，很大程度上影响着高速公路的效益和未来可持续发展的空间。经济发达的区域，交通活跃度越高，高速公路运输的车流量也就越大，奠定了高速公路通行费收入扩张的基础。下图中也显示出，运营路产集中在发达区域的高速公路企业车流量较大、单公里通行费收入也较为突出。

图6

2019年车流量和单公里通行费收入



注：1、广东交投无最新公开披露车流量数据；2、粉色柱状图为直辖市/地级市高速公路企业。
资料来源：公司公告，标普信评整理
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

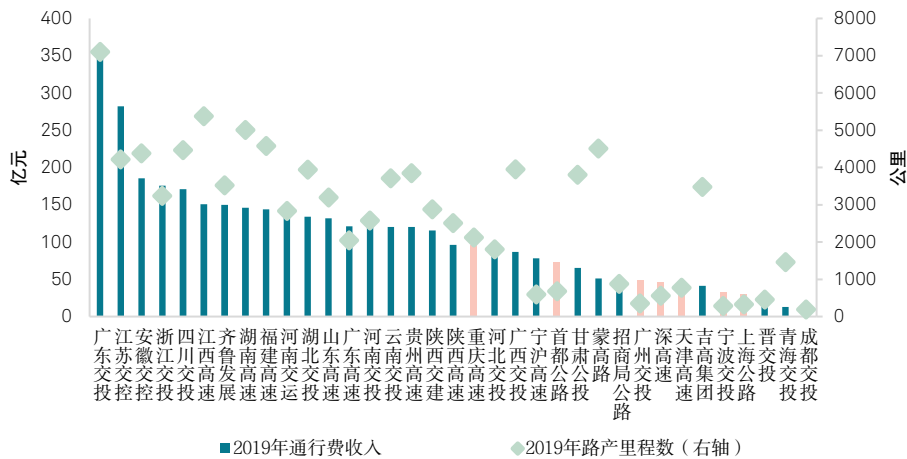
规模、范围和多样性

标普信评认为，在考量高速公路企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的通行费收入和收入的驱动因素，包括路产运营期限和收费机制，企业的地理覆盖范围，交通运输市场的规模、多样性和成熟度。

一般而言，企业的通行费收入和运营路产里程数在一定程度上反映了企业的业务规模和资产规模。下图中可以看出，广东交投、江苏交投的路产规模较大，通行费收入在样本企业里位居前列。但与此同时，在一些经济发达程度欠佳的区域，虽然路产规模很长，但由于车流量较小导致通行费收入与路产规模并不匹配，例如内蒙、甘肃、广西、吉林等地的高速公路企业。

图7

2019年通行费收入和路产里程数



资料来源：公司公告，标普信评整理
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经营效率与盈利能力

对于高速公路企业的经营效率和盈利能力，我们主要从养护费用和运营管理支出、EBITDA 利润率和资本回报率（ROC）等方面进行考量。

但在高速公路行业，由于资产的自然垄断性和政府定价为主的收费模式，我们认为高速公路企业的经营效率和盈利能力差异不太明显，基本都处于行业平均水平，只有个别企业由于下属路产均处于成熟运营阶段，未来资本开支压力较小，在行业周期过程中有很好的管理成本能力以维持盈利水平。

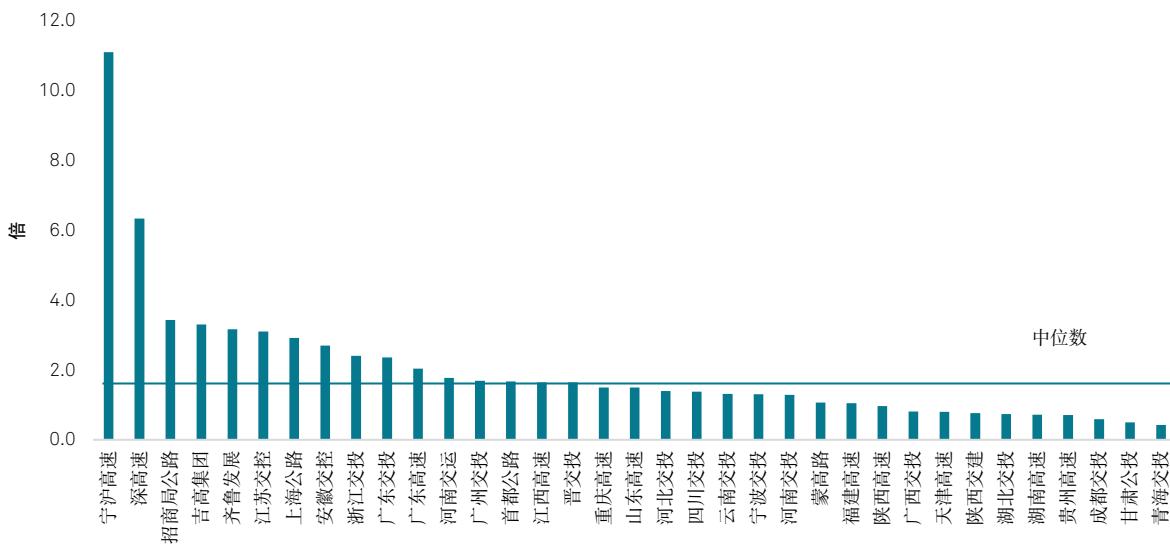
财务风险

标普信评对企业财务风险的分析主要关注现金流对债务的覆盖情况。考虑到高速公路行业属于国家重点支持的行业，且具有一定的公益属性，同时行业内大部分企业为省级国有企业，再融资渠道较为顺畅，我们分析该行业的财务风险时，更看重企业的现金流对利息的覆盖能力。

我们认为高速公路行业整体财务风险处于偏高水平，但再融资压力小。由于弱周期的行业特点和即时收费的行业机制，高速公路企业经营性现金流普遍具有良好的稳定性，且获现能力较强。与此同时高速公路行业具有前期投入大、回收周期长的特征，使得行业内企业债务负担普遍偏重，债务总额与 EBITDA 的比例偏高，但大部分企业的 EBITDA 对利息支出总额的覆盖倍数处于合理水平。总体来看，例如宁沪高速、招商局公路等路产成熟且效益良好、未来资本开支压力相对小的企业利息覆盖能力较好，而部分因车流量有限导致通行费收入较低的，与此同时资本开支持续增加的企业其 EBITDA 对利息的覆盖倍数仍存在一定压力，但由于这些企业可以通过政府专项债券、银行借款等方式缓解其偿债压力，其再融资压力整体较小。

图8

2017-2019平均利息覆盖倍数



注：1、利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出总额；2、江苏交控、浙江交投和山东高速数据是剔除了金融类业务相关收入和费用支出之后的调整数据。

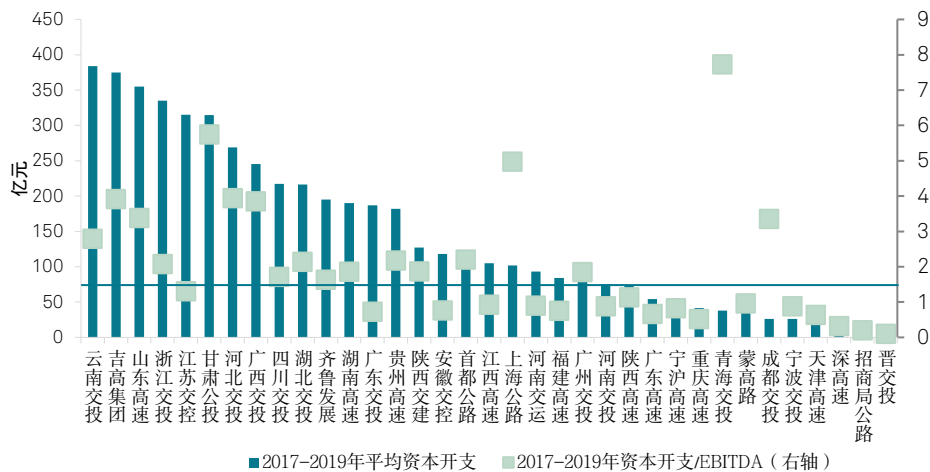
资料来源：公司年报，标普信评整理

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于高速公路企业建设资金需求较集中，存在大量在建路产的高速公路企业资本开支压力较大，EBITDA 对其支撑能力较弱，对外部融资渠道较为依赖。而短期内无大规模在建路产的企业，资本开支相对较小，EBITDA 能够对养护支出形成良好的支撑，相对而言现金流情况更为稳定。

图9

2017-2019年资本开支与EBITDA情况

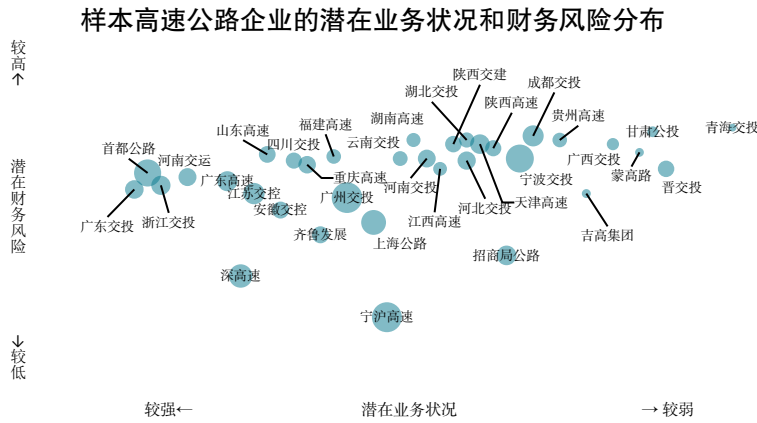


注：横线代表资本开支/EBITDA 中位数。
资料来源：公开信息，标普信评调整。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 35 家样本企业的潜在业务状况和财务风险，具体分布如下图。通常情况下，业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。图中我们可以看到广东交投、浙江交投、首都公路依赖发达的区域经济，良好的路产效益使其在全行业内的潜在业务状况处于较好水平，宁沪高速、深高速等企业拥有的路产较为成熟且未来资本开支规模不大使其在全行业中保持较低的潜在财务风险，青海交投、甘肃公投、蒙高速等由于原有路产和未来建设投资规模大，导致通车里程长而车流量少，通行费收入低，他们潜在的潜在业务状况和财务风险两方面均处于行业较弱的水平。

图10



注：气泡大小代表单公里通行费收入多少。
 资料来源：标普信评
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外部支持

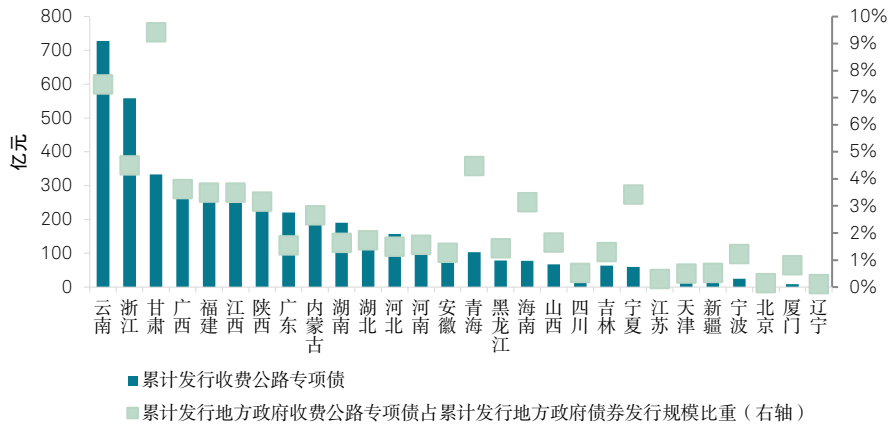
在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。国内的高速公路企业均为国资背景，通常情况下，我们认为高速公路企业对于当地政府具有很高的重要性，这主要是由于高速公路行业往往是地方经济发展的重要交通基础设施，同时一个地区一般只有一家或少数几家高速公路企业。

对于样本企业中的绝大部分地方国企，我们通常认为它们能够获得极高水平的地方政府支持。在我们的分析中，政府支持反映了政府支持能力和政府支持意愿两个方面。我们认为，由于各地经济、财政、债务等因素的不同，地方政府的潜在支持能力存在一定差异，构成了影响样本企业潜在主体信用质量的重要因素。另一方面，由于地方国有高速公路企业在交通基础设施领域的重要地位，我们认为地方政府对于高速公路企业的支持意愿差异不大且均较强。

如前文所述，高速公路行业前期资本投入大、回收周期长导致了其较高的财务杠杆水平。目前，针对高速公路行业的债务压力，地方政府发行了收费公路专项债券用于高速公路建设，以此减轻目前高速公路企业的举债压力。由下图同样可见，在资本开支较大的高速公路企业所运营区域，云南、浙江、甘肃的收费公路专项债发行规模较大。

图11

各省/市收费公路专项债券发行情况



注：数据截至2020年9月。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录

样本企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	安徽省交通控股集团有限公司	安徽交控	地方国有企业
2	北京市首都公路发展集团有限公司	首都公路	地方国有企业
3	成都交通投资集团有限公司	成都交投	地方国有企业
4	福建省高速公路集团有限公司	福建高速	地方国有企业
5	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	甘肃公投	地方国有企业
6	广东省高速公路有限公司	广东高速	地方国有企业
7	广东省交通集团有限公司	广东交投	地方国有企业
8	广西交通投资集团有限公司	广西交投	地方国有企业
9	广州交通投资集团有限公司	广州交投	地方国有企业
10	贵州高速公路集团有限公司	贵州高速	地方国有企业
11	河北交通投资集团公司	河北交投	地方国有企业
12	河南交通投资集团有限公司	河南交投	地方国有企业
13	河南省交通运输发展集团有限公司	河南交运	地方国有企业
14	湖北省交通投资集团有限公司	湖北交投	地方国有企业
15	湖南省高速公路集团有限公司	湖南高速	地方国有企业
16	吉林省高速公路集团有限公司	吉高集团	地方国有企业
17	江苏交通控股有限公司	江苏交控	地方国有企业
18	江苏宁沪高速公路股份有限公司	宁沪高速	地方国有企业
19	江西省高速公路投资集团有限责任公司	江西高速	地方国有企业
20	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	蒙高路	地方国有企业
21	宁波交通投资控股有限公司	宁波交投	地方国有企业
22	齐鲁交通发展集团有限公司	齐鲁发展	地方国有企业
23	青海交通投资有限公司	青海交投	地方国有企业
24	山东高速集团有限公司	山东高速	地方国有企业
25	山西省交通开发投资集团有限公司	晋交投	地方国有企业
26	陕西省高速公路建设集团公司	陕西高速	地方国有企业
27	陕西省交通建设集团公司	陕西交建	地方国有企业
28	上海城投公路投资(集团)有限公司	上海公路	地方国有企业
29	深圳高速公路股份有限公司	深高速	地方国有企业
30	四川省交通投资集团有限责任公司	四川交投	地方国有企业
31	天津高速公路集团有限公司	天津高速	地方国有企业

32	云南省交通投资建设集团有限公司	云南交投	地方国有企业
33	招商局公路网络科技控股股份有限公司	招商局公路	中央国有企业
34	浙江省交通投资集团有限公司	浙江交投	地方国有企业
35	重庆高速公路集团有限公司	重庆高速	地方国有企业

注：上述企业按拼音排序

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。