

收费公路行业信用风险研究报告

文/闫明健 倪悦

摘要：宏观经济增速放缓和产业结构的调整影响下,2014年公路行业下游货运需求增速放缓,而高铁开通对公路客运的分流作用愈加明显,客运需求增速亦下滑。我国公路行业大规模投资建设期已结束,总体投资增速放缓。受我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,公路造价成本上升较快。随着投融资机制的转变,未来我国各地方交投集团将剥离统筹融资职能,其作为市场化运营为主,依靠路产运营的收益以偿还资金,但短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持。

2014年全行业资产负债率维持高位,债务负担较重,财务结构稳健性未有改善。当年,行业虽然收入增速回升,但毛利率水平略有下降,加之债务负担较重导致利息支出较大,挤压了利润空间,行业整体总资产报酬率有所下滑,盈利能力有所弱化,整体偿债能力变化大。

一、行业运行态势分析

(一)行业总量分析

2010年以前我国公路里程超常规增长;“十二五”以来,我国新增公路里程增速放

缓,但公路等级结构正在不断优化

2014年末,我国公路总里程446.39万公里,比上年末增加10.77万公里。公路密度46.50公里/百平方公里,提高1.12公里/百平方公里。全国等级公路里程390.08万公里,比上年末增加14.53万公里。等级公路占公路总里程87.4%,提高1.2个百分点。其中,二级及以上公路里程54.56万公里,增加2.13万公里,占公路总里程12.2%,提高0.2个百分点。全国高速公路里程11.19万公里,比上年末增加0.75万公里。其中,国家高速公路7.31万公里,增加0.23万公里。全国高速公路车道里程49.56万公里,增加3.43万公里。根据“十二五”规划,要求到2015年全国公路网总里程达到450万公里,高速公路通车里程达到8.3万公里,依据2014年末我国公路里程情况,预计到2015年末,将超过规划目标。

从增速看,经过了前期的迅猛发展后,2010年以后我国公路里程整体增速放缓,但保持在2.5%以上,2014年为3.26%。而高速公路里程增速则在近两年下滑明显,2013年与2014年的增速分别仅为7.85%、6.70%,而2010-2012年其增速均在10%以上,说明我国高速公路投资已出现放缓迹象。从技术等级看,等外公路里程数逐渐减少,我国公路技术结构不断优化。

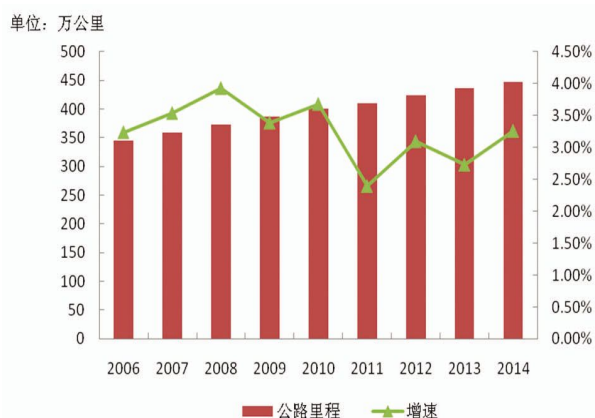


图1 2006年以来我国公路总里程情况
数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

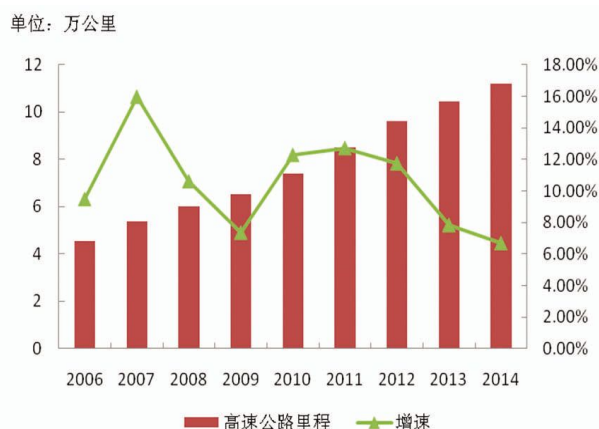


图2 2006-2012年我国高速公路里程情况
数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表1 2006-2014年我国公路里程和高速公路里程比较表

| 年份 | 公路里程 (万公里) | 公路里程增速 (%) | 高速公路里程 (万公里) | 高速公路里程增速 (%) |
|---------|------------|------------|--------------|--------------|
| 2006 | 345.70 | 3.23 | 4.53 | 9.49 |
| 2007 | 358.37 | 3.54 | 5.39 | 15.96 |
| 2008 | 373.02 | 3.92 | 6.03 | 10.61 |
| 2009 | 386.08 | 3.39 | 6.51 | 7.37 |
| 2010 | 400.82 | 3.68 | 7.41 | 12.28 |
| 2011 | 410.64 | 2.39 | 8.49 | 12.72 |
| 2012 | 423.75 | 3.09 | 9.62 | 11.75 |
| 2013 | 435.62 | 2.72 | 10.44 | 7.85 |
| 2014 | 446.39 | 3.26 | 11.19 | 6.70 |
| 2015年规划 | 450.00 | -- | 10.80 | -- |
| 2030年规划 | 580.00 | -- | 11.80 | -- |

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表2 2011-2014年我国各技术等级公路里程构成

单位:万公里

| 年度 | 高速 | 一级 | 二级 | 三级 | 四级 | 等外 |
|------|-------|------|-------|-------|--------|-------|
| 2011 | 8.49 | 6.81 | 32.05 | 39.36 | 258.64 | 65.28 |
| 2012 | 9.62 | 7.43 | 33.05 | 40.19 | 270.58 | 62.79 |
| 2013 | 10.44 | 7.95 | 34.05 | 40.7 | 282.41 | 60.07 |
| 2014 | 11.19 | 8.54 | 34.84 | 41.42 | 294.1 | 56.31 |

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

(二)行业需求分析

高铁开通对公路客运的分流作用愈加明显,而宏观经济疲软对公路货运亦产生一定的负面影响,总体来看2014年我国公路客运量和货运量增速均出现一定程度的下滑

2014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;而2013年完成公路客运量185.35亿人、旅客周转量11250.94亿人公里,按可比口径比上年分别增长4.2%和1.0%,平均运距60.70公里。2014年,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;而2013年完成货运量307.66亿吨、货物周转量55738.08亿吨公里,按可比口径比上年分别增长10.9%和11.2%,平均运距181.16公里。

虽然2014年我国公路客运量和旅客周转量继续保持增长态势,但由于高铁开通带来的分流作用愈加明显,我国公路客运量增速和旅客周转量增速均继续呈现出放缓迹象。受宏观经济疲软影响,2014年我国公路货运量和货物周转量增速亦放缓。在我国经济进入增速放缓、转型提质的“新常态”时机下,政府对经济增速的容忍度进一步扩大,公路行业整体需求将维持低位。

表 3 2006-2014 年我国公路运输量情况表

| 年份 | 公路客运量 (亿人) | 公路旅客周 转量 (亿人公里) | 公路货运量 (亿吨) | 公路货物周 转量(亿吨公里) |
|------|---------------|-----------------------|---------------|-------------------|
| 2006 | 186.05 | 10130.85 | 146.63 | 9754.25 |
| 2007 | 205.07 | 11506.77 | 163.94 | 11354.69 |
| 2008 | 268.21 | 12476.11 | 191.68 | 32868.19 |
| 2009 | 277.91 | 13511.44 | 212.78 | 37188.82 |
| 2010 | 305.27 | 15020.81 | 244.81 | 43389.67 |
| 2011 | 328.62 | 16760.25 | 282.01 | 51374.74 |
| 2012 | 355.70 | 18467.55 | 318.85 | 59534.86 |
| 2013 | 185.35 | 11250.94 | 307.66 | 55738.08 |
| 2014 | 190.82 | 12084.10 | 333.28 | 61016.62 |

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

注:根据 2013 年开展的交通运输业经济统计专项调查,对公路水路运输量的统计口径和推算方案进行了调整。2013 年(含)起数据采用新的统计口径录入,与历史数据不可比。

(三)投资与融资

公路行业超常规投资建设期已经结束,但我国公路基础设施建设仍处于集中建设、加快成网的关键阶段,公路建设任务依然繁重,资金需求规模依然庞大;另一方面随着我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧比占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,公路造价成本上升较快

2014 年,全社会固定资产投资 512761 亿元,同比增长 15.3%,扣除价格因素,实际增长 14.7%。其中,固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,同比增长 15.7%,农户投资 10756 亿元,同比增长 2.0%。2012 年以来,我国全社会固定资产投资增速持续下滑,其中 2014 年固定资产投资增速明显回落,制造业投资增长放缓及房地产业投资增长下滑系主要原因。值得注意的是,同期基础设施投资却保持了较高的增速,当年基础设施投资(不含电力)额为 86669 亿元,增长 21.5%,尽管比上年仍出现了 0.9 个百分点的放缓,但对于稳定固定资产投资增长仍具有十分重要的作用。

2014 年基础设施投资中,道路运输业固定资产投资额 24892.86 亿元,同比增长 20.30%。

2014 年,我国完成公路建设投资 15460.94 亿元,同比增长 12.9%,占全社会固定资产投资的 3.02%,占基础设施投资的 17.84%,占道路运输业固定资产投资的 62.11%。其中,高速公路建设完成投资 7818.12 亿元,增长 7.1%;普通国省道建设完成投资 4611.82 亿元,增长 18.9%。农村公路建设完成投资 3030.99 亿元,增长 20.4%,新改建农村公路 23.21 万公里。纳入《集中连片特困地区交通建设扶贫规划纲要(2011-2020)》的 505 个贫困县完成公路建设投资 3442.92 亿元,增长 8.1%,占全国公路建设投资 22.3%。受我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧比占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,我国公路造价成本上升较快。

总体来说,公路行业超常规投资建设期已经结束,公路行业超常规投资建设期已经结束,但我国公路基础设施建设仍处于集中建设、加快成网的关键阶段,公路建设任务依然繁重,资金需求规模依然庞大。考虑到“十二五”目标完成进度有所不同,以及经济面临下滑压力,部分地区或将基建投资作为稳增长手段,部分区域的公路投资建设规模仍较大。



图 3 2008-2014 年我国公路建设投资情况

数据来源:国家交通部统计公报,远东资信整理

未来我国各地方交投集团将不再承担统筹融资职能，转而以市场化运营为主，依靠路产运营的收益以偿还资金，但短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持

我国公路行业主要实行地方政府“自行筹资、自行贷款、自行收费、自行还贷”的投融资体制。在此模式下，中国收费公路建设资金主要来源于地方自筹及银行贷款为主的债务性资金。目前，我国公路投资运营主体以交通投资集团为主，一般由各省设立一个或多个省级交通投资集团统筹全省大部分收费公路的投融资、建设和运营。同时，在省市共建模式下，市县一级亦设立收费公路平台企业参与本市县周边公路建设。以交通集团为主的投资运营主体通过举债融资，积累了较大的债务规模。

根据 2014 年 12 月 23 日中国交通运输部首次发布的《2013 年全国收费公路统计公报》，截至 2013 年底，全国收费公路累计建设投资总额为 54432 亿元(不含已取消收费公路)，其中高速公路累计建设投资 49067 亿元，其他公路累计建设投资 5365 亿元，分别占 90.10%、9.90%。截至 2013 年底，全国收费公路累计建设资本金投入 16876 亿元，占比 31.00%(地方自筹为主)；累计债务性资金投入为 37556 亿元，占收费公路累计建设投资总额的 69.00%(其中银行贷款占 93.6%)。截至 2013 年底，全国收费公路债务余额为 34308 亿元。

从政策环境变化看，在国家财税体制改革背景下，收费公路行业投融资机制面临改革。2014 年 9 月 21 日，国务院于发布了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》【国发(2014)43 号】，指出“加强政府或有

债务监管。剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”。据此，我国各地方交投集团最终将不再承担统筹融资职能，转而以市场化运营为主，依靠路产运营的收益以偿还资金，同时原本较为隐蔽的地方政府支持也将通过地方政府债务的形式予以透明化。2013 年地方政府债务审计中，多数地方交投集团债务被认定为政府负有担保责任和救助责任债务，仅少数被认定为负有直接偿还责任的债务。市场化模式转变完成后，公路行业自身能够产生的相对稳定的现金流将成为最重要的偿债资金来源之一，各地方交投集团的偿债责任将更加明确。然而，考虑到公路行业投融资机制的转变需要逐步推进，市场化模式的完成仍待时日，因而短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持。

二、行业财务表现

表 4 我国收费公路行业主要财务指标

| 主指标 | 具体分类指标 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------|-------------------|---------|---------|--------|
| 财务杠杆 | 资产负债率 (%) | 59.18 | 59.84 | 60.29 |
| | 带息负债比率 (%) | 76.13 | 76.70 | 75.64 |
| 偿债压力 | 现金流动负债比率 (%) | 33.65 | 31.78 | 34.46 |
| | 经营活动净现金流/带息债务 (%) | 14.67 | 12.13 | 12.73 |
| | EBIT 利息保障倍数 | 4.58 | 4.47 | 3.01 |
| 营运能力和效率 | 应收账款周转率 (次) | 3220.39 | 1073.58 | 616.39 |
| | 营业收入现金率 | 101.54 | 104.70 | 100.81 |
| | 总资产周转率 (次) | 0.14 | 0.13 | 0.12 |
| 经营业绩和回报 | 销售毛利率 (%) | 51.87 | 49.26 | 49.18 |
| | 期间费用率 | 35.54 | 31.81 | 35.21 |
| | 总资产报酬率 (%) | 5.53 | 5.61 | 5.22 |
| | 总资产增长率 (%) | 18.61 | 13.15 | 11.71 |
| 成长性 | 销售增长率 (%) | 6.17 | 15.04 | 19.58 |
| | 销售利润增长率 (%) | -21.94 | -0.81 | 27.24 |

资料来源:Wind 资讯,2011-2013 年公路发债企业平均值。

公路行业具有投资规模大、回收期长的特点,对银行贷款等长期债务的依赖程度大,因此债务负担较重,2014 年全行业资产负债率维持高位,财务结构稳健性未有改善。当年,收费公路行业虽然收入增速回升,毛利率水平略有下降,加之债务负担较重导致利息支出较大,挤压了利润空间,行业整体总资产报酬率有所下滑,盈利能力有所弱化。

根据《2014 年全国收费公路统计公报》2014 年通行费收入 3916 亿元,在扣除必要的养护、运营、税费、其他支出后,可用于偿债的资金为 2636.6 亿元,而当年还本付息总需求为 4207.7 亿元,无法由扣除必要支出后的通行费收入完全覆盖。作为收费公路投融资主体的企业,对债务资金的本息偿还在很大程度上仍依赖政府补助,投资收益,其他业务收益以及非流动资产处置损益等。

三、行业发债情况

2014 年全年,收费公路行业企业在公开市场发行债券共计 97 支,较 2013 年增加 47 支,其中企业债减少 4 支,公司债增加 2 支,短期融资券(包括超短期融资券)增加 17 支,中期票据增加 10 支,私募债 22 支。收费公路行业企业在公开市场直接债务融资工具以短期融资券和中期票据为主。2014 年处于存续期的债券中,主体级别调整有 2 家,均为级别调升;债项评级调整有 8 家,亦均为调升。

表 5 2013-2014 年收费公路行业
各类债券发行数量情况

| 年份 | 2013 | 2014 | 合计 |
|-------|------|------|-----|
| 短期融资券 | -- | 17 | 17 |
| 中票 | 18 | 28 | 46 |
| 公司债 | 3 | 5 | 8 |
| 企业债 | 6 | 2 | 8 |
| 私募债 | 23 | 45 | 68 |
| 合计 | 50 | 97 | 147 |

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2014 年,公路行业短期融资券银行间市场最高发行利率为 5.26%,最低发行利率为 4.83%,平均发行利率为 4.00%;中期票据银行间市场最高发行利率为 8.50%,最低发行利率为 5.07%,平均发行利率为 6.09%;公司债最高发行利率为 6.09%,最低发行利率为 4.87%,平均发行利率为 5.51%;企业债最高发行利率为 7.22%,最低发行利率为 6.90%,平均发行利率为 7.06%;私募债最高发行利率为 10.04%,最低发行利率为 5.40%,平均发行利率为 5.40%。从近两年公路行业发行债券的利率来看(如表),债券融资成本有所上升。

表 6 2013-2014 年公路行业
企业发行债券利率一览

| 年份 | 2013 | 2014 |
|-----|------|------|
| 短融 | 最高 | -- |
| | 最低 | -- |
| | 平均 | -- |
| 中票 | 最高 | 8.10 |
| | 最低 | 4.98 |
| | 平均 | 6.16 |
| 公司债 | 最高 | 5.88 |
| | 最低 | 4.58 |
| | 平均 | 5.20 |
| 企业债 | 最高 | 8.20 |
| | 最低 | 5.44 |
| | 平均 | 6.35 |
| 私募债 | 最高 | 7.40 |
| | 最低 | 5.18 |
| | 平均 | 6.29 |

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

四、行业信用发展趋势展望

综合上述分析,我国公路行业经历了 2009 年、2010 年的超常规增长后,在调整经济结构、转变经济增长方式的背景下,我国公路投资增速总体趋缓。而从 2014 年我国的经济形式看,经济发展阶段性转换成为必然,整体宏观经济面临的条件和环境转入新常态,经济运行状态,经济运行状态、经济发

展模式、政策导向等外部环境的变化,对收费公路行业产生一定影响。

在我国经济进入增速放缓、转型提质的“新常态”的时机下,政府对经济增速的容忍度进一步扩大,公路行业整体需求将维持低位。而在投资方面,公路行业大规模投资建设期已经结束,考虑到“十二五”目标完成进度有所不同,以及经济面临下滑压力,部分地区或将基建投资作为稳增长手段,部分区域的公路投资建设规模仍较大。投融资机制方面,根据“43号文”精神,地方政府与市场主体的债务界限将逐步明晰,长远看,地方交投集团将逐步剥离统筹融资职能,其作为市场化运营主体,偿债资金将主要来源于路产运营收益,短期内,其原本获得的隐性政

府支持也将通过政府性债务认定等方式予以显性化,但考虑转型需过渡期,投融资机制理顺仍需时间,短期内其融资职能及获得的政府隐性支持或将维持。财务层面,公路行业企业债务负担重,整体盈利能力弱,而行业收费调整存在一定不确定性,行业债务的偿还在很大程度上依赖财政补贴等非经营性损益。

在此背景下,路产成熟,自身经营效益较好,投资压力较小的运营类公路,信用品质较好;对于债务负担较重,未来投资压力较大,经营性现金流对债务保障程度较差的交投类企业,则需多关注财政支持等外部支持对企业信用品质的影响。总体来看,收费公路行业信用品质总体保持稳定。