

作者：田野
邮箱：research@fecr.com.cn

收费公路 REITs 项目公司分析要点简述

摘要

自 2021 年 6 月 21 日首批基础设施公募 REITs 在国内交易所正式上市以来，已经有多个不同类型的公募 REITs 相继登陆交易所市场。而在所有类型产品中，以高速公路、桥梁隧道为基础资产的交通基础设施公募 REITs 在数量和市值方面暂居优势地位。收费道路行业主要包括设施建设和运营维护两大方面。每个方面又包含诸多经济活动，包括通行收费、服务区招商、道路养护、绿化建设、事故处理等。

从信用分析的角度看，收费公路 REITs 项目公司的分析应当以未来现金流预测为基准。未来现金流预测以车流量预测为开端，延伸至营业收入、成本费用、营业利润、可供分配金额等一系列收益类指标，并测试其对未来可能的资本开支和还本付息需求的覆盖率。如有可能，可以通过市场交易数据如内部收益率等初步验证信用分析假设的可靠性。

对收费公路项目公司信用水平的考量还应当适度包含诸如资本结构影响、外部支持、收益波动的不对称性等因素。上述综合分析可对现金流分析得到的基准结论进行微调，但调整幅度不宜过大。现金流分析依然应当占据信用水平分析过程的主要地位。

自2021年6月21日首批基础设施公募REITs在国内交易所正式上市以来，国内公募REITs市场稳步发展，至今已经有多个不同类型的公募REITs相继登陆交易所市场。而在所有类型产品中，以高速公路、桥梁隧道为基础资产的交通基础设施公募REITs频频出现，在数量和市值方面暂居优势地位。截至2022年底，已有7只交通基础设施公募REITs产品正式登陆交易所并开始交易；另有1只产品已正式申报等待交易所核准。目前交通基础设施公募REITs在数量上暂居国内公募REITs市场第二位，仅次于产业园区公募REITs。目前国内交通基础设施公募REITs的基础资产均为收费道路。故本文以收费道路为代表，阐述交通基础设施公募REITs投资分析的要点。本文所指交通基础设施均为收费道路。

一、宏观背景与相关政策

（一）收费道路范围界定

自1984年12月国务院出台公路收费政策以来，我国公路建设逐渐打破了完全依赖地方财政投资的单一化投融资局面，进而大大加快了发展速度。截至2021年末，全国收费公路里程18.76万公里，占公路总里程528.07万公里的3.55%。其中，高速公路16.12万公里，一级公路1.76万公里，二级公路0.75万公里，独立桥梁及隧道1329公里，占比分别为85.9%、9.4%、4.0%和0.7%。2021年末，全国收费公路共有主线收费站972个，比上年末净增加7个，增长0.7%。其中，高速公路488个，一级公路308个，二级公路115个，独立桥梁及隧道61个，占比分别为50.2%、31.7%、11.8%和6.3%。收费道路是很重要的一类交通运输基础设施，在促进商品流通、提高区域一体化水平、缩小城乡差距、促进要素流动、刺激区域经济发展等方面具有很重要的作用。收费道路行业主要包括设施建设和运营维护两大方面。每个方面又包含诸多经济活动，包括通行收费、服务区招商、道路养护、绿化建设、事故处理等。

目前国内公募REITs市场上市产品对应的基础资产均为建设完成且已正式投入运营的高速公路。本文围绕目前已登陆交易所的公募REITs产品及其对应基础设施展开分析。如无特殊说明，本文中提及的相关交通基础设施均指收费高速公路。

（二）相关政策

高速公路收费相关政策几乎贯穿我国改革开放以来的所有时期，也随我国社会经济的迅速发展而多次变更。同时由于我国各区域经济发展水平和地理环境的差异，在省级行政区层面逐渐形成了不同的高速公路收费标准和建设发展规划。本文仅列举近年及未来数年内可能对高速公路收费产生重大影响的部分政策或规划纲要。

1. 收费期限

《收费公路管理条例》（2004年9月13日国务院令第417号）对公路收费期限作出明确规定。收费公路的收费期限，应由省、自治区、直辖市人民政府按照下列标准审查批准：（一）政府还贷公路的收费期限，按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定，最长不得超过15年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公

路收费期限，最长不得超过20年。（二）经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。

2. 深化收费制度改革

2019年5月21日国务院办公厅印发了《国务院办公厅关于印发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的通知》。该通知总体上要求深化收费公路制度改革，提高综合交通运输网络效率，降低物流成本。该通知中明确的目标效果就是取消全国高速公路省界收费站。在该通知中，国务院办公厅要求交通运输部加快建设和完善高速公路收费体系，推进中央与地方两级运营管理等系统升级。全国高速公路省界收费站基本取消，以升级改造后的电子不停车收费系统（ETC）取代。该通知的另一个重点内容是完善车辆标准分类及相关收费政策。该通知要求交通运输部会同各地方政府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。该通知对各省的车辆分类标准和收费标准作出了一定规范，使全国各省级自治区的车辆分类标准基本统一在同一框架下。另外，该通知也明确允许并推动地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，优化债务结构的同时也为高速公路资产包装为公募REITs产品打下基础。

3. 推广差异化收费

2021年6月2日交通运输部会同国家发展改革委和财政部印发《全面推广高速公路差异化收费实施方案》。该方明确强调国内高速公路应当在统一的原则下结合本地公路网结构特点等因素制定并推广差异化收费方案。该通知重点强调对路段、车型、时段、出入口、方向、支付方式等因素实施科学精准的差异化收费方案。该通知也明确提出高速公路收费的总体标准和原则。重点原则包括：（1）建立长效定价机制，保持收费政策和标准的稳定性连续性，防止收费标准频繁调整变化，保障全国高速公路联网收费系统安全稳定运行。（2）各地应结合实际，在具备条件的地区，选择部分经营性收费高速公路开展通行费定价方式改革试点，赋予高速公路经营管理单位一定的定价自主权。该通知将高速公路收费定价权适度下放至地方交通运输部门、甚至更下级的路段运营企业，也放松了定价范围和优惠力度。该政策导致近两年各地高速通行费用优惠、减免等政策的频繁出现。

二、一般分析要点

（一）行业与区位分析

1. 行业分析

我国高速公路建设目前处于中高速发展阶段。近十年来，国内高速公路里程呈现稳步增长态势。受项目规划及施工周期的影响，历年高速公路里程增长率波动较大，在5%-9%之间波动，但总体增长态势明显。根据交通强国建设纲要，到2035年，我国基本建成交通强国。国家综合立体交通网主骨架实体线网新建里程29万公里左右，其中高速公路6.1万公里左右，初步建成率国家综合立体交通网主骨架。另外，我国高速收费公路建设完成投资情况良好。近年高速收费公路建设完成投资增速均在10%以上。但高速公路通行费收入受疫情影响较多。2013-2019年

我国高速通行费收入增长率在 5%-15% 之间波动；但 2020 年高速通行费收入增速为负。预计随着国内防疫政策转向，高速通行费收入将重新开始增长。

2. 区位与宏观分析

高速公路的区位分析较宏观分析更为重要。高速公路所连接地区的人口、经济和产业发展情况以及基础设施所处区位的宏观状况均会对高速公路的车流量产生重大影响。产业布局与跨区域经济交流程度是尤其值得关注的方面。上述方面在改变高速公路车流量的同时也改变了车型比例并改变道路收入。另外，高速公路所在区位的其他交通基础设施建设情况也会影响高速公路的流量。一方面，高速公路行业的增长有助于我国早日完善高速公路网络框架，利于已有道路的流量增长；而另一方面，新规划的高速公路项目会和已有项目产生竞争，造成原有路段的分流，对已成熟运营的项目不利。总体而言，与原有项目平行的线路可近似认为具有竞争关系，会导致分流；而与原有项目交叉的线路可能同时具有引流和分流的效果。总而言之，区内其他交通基础设施项目建设带来的影响应当多角度分析。

（二）财务分析

1. 资产负债分析

高速公路项目公司的资产负债情况非常简单。项目公司资产端绝大部分是高速公路收益权形成的无形资产，其余资产可能包括业务活动或其他特殊安排所形成的资金往来。项目公司负债端来源更加复杂，既包括项目公司融资负债，也包括各类应收应付项目形成的债务。值得注意的是：从目前国内公募 REITs 实践来看，为满足 REITs 发行后的资本结构，项目公司往往需要调整自身资产负债比例和形式。在调整过程中长期负债等科目会出现重大变化。在分析项目公司资产负债结构时一定要明确原始权益人的继续涉入程度及对应的或有资本性支出。

2. 收入支出分析

对高速公路项目公司而言，营业收入来源均极其单一。营业收入基本等同于来源于高速公路收费的主营业务收入。营业成本来源稍显复杂。无形资产摊销普遍占营业成本来源的 50%-80%。其他成本主要包括养护费、托管费等。高速公路项目公司近年普遍毛利率和净利润率波动颇大，暂时难以形成有效参考标准。但高速公路项目公司的流动比率和速动比率相对稳定。尽管不同项目公司之间流动比率往往不具有可比性，但同一项目公司历史现金流动性变化一般在可预测范围之内，除非有重大资金安排。

3. 现金流分析

高速公路项目公司的现金流分析较资产负债分析更为重要。项目公司绝大多数资产为收费收益权，所以高速公路的通行费收入预测及收益权定价在分析中更贴近本质。由于目前高速公路通行费基本由各省统一定价，所以预测未来收入时重点一般放在预测未来交通量。预测交通量的变化离不开历史数据的演变，包括但不限于：收入、车型、载量、建设规格、未来规划等因素。同时道路两端的宏观经济状况、产业发展等因素也应当纳入考虑。

下图为某较为成熟的社会经济-交通预测模型示意图：

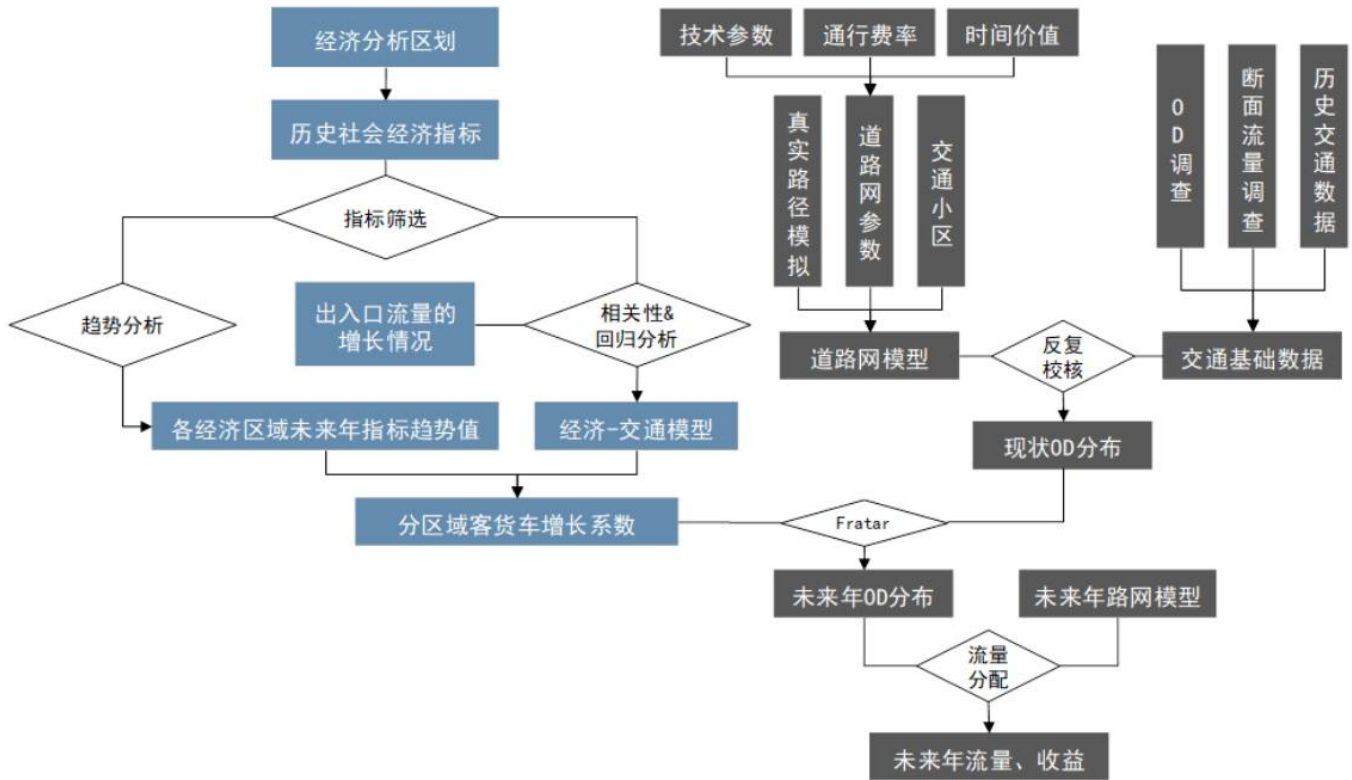


图 1：施伟拔社会经济-交通预测模型

资料来源：施伟拔公司官网

在对高速公路交通量作出初步预测的基础上，其余影响因素对交通量和收益的影响也应当加以分析。其余影响因素至少应当包括：（1）地区经济发展的影响；（2）道路网和新建规划项目的交叉影响；（3）收费政策调整的影响；（4）工程建设质量、道路养护与后续资本投入的影响；（4）交通事故、意外事件及不可抗力的影响。

但是值得注意的是：我国近年来高速公路收费临时性减免、让利政策愈发频繁。准确估计高速公路收费政策对收入和交通量的影响依然重要。除临时让利减免政策外，节假日免费政策、ETC 价格折扣政策、针对车型的费用减免政策也要被纳入考虑。无论是宏观因素变化还是政策因素变化，均至少应当有基准、激进、保守等方案以供对比衡量。

三、信用分析要点补充

1. 资产规模的衡量与杠杆率的测算

高速公路项目公司资产规模指标选取相对不同。高速公路项目公司核心资产为以收费受益权为主要形式的无形资产。单纯衡量无形资产的账面价值并以此计算项目公司资产负债率意义不大。尤其是以公募 REITs 的形式上市之

后，账面杠杆率被限制，难以显著反映项目公司未来偿债能力。在衡量项目公司资产规模时，更应当侧重于对现金流思路，将对应的项目公司视为归集未来现金流的平台。相应地，在衡量项目公司的杠杆率和偿债能力时，应当将注意力集中于未来现金流对折旧、财务支出、资本性支出的覆盖。未来现金收支的稳定性和覆盖率较静态资本结构更贴近项目公司的本质。

2. 市场定价对信用分析的启发

对于对应的公募 REITs 而言，可供分配金额是衡量产品价格合理性的核心；对信用分析而言，项目现金分派率也是衡量项目公司信用水平的重要指标。可供分配金额能较为全面衡量项目公司获取现金能力和营运能力，也能为相对公允地为项目公司实际价格定价。在正确预期资本支出与项目风险的情况下，NAV 估值可近似被认为是公募 REITs 的合理基准估值。该估值隐含的对于现金收入波动水平的风险补偿率可以初步判断该资产的信用水平。所以对于有连续参考价的公募 REITs 产品，信用水平可以通过市场价格与基准 NAV 估值初步判断。当然，该价差也包括对产品杠杆率、产品管理团队运营效率等因素的估值。所以信用价差需要将上述干扰因素合理还原后获得。

3. 资本结构变更

正如上文所述，高速公路项目公司对静态资产负债率的要求并不高，对未来现金流覆盖率的分析才是衡量信用水平的重点。但高速公路项目公司信用水平分析并不能完全脱离资本机构分析。在基础设施项目发行 REITs 前，出于资产完整性及合规性等考虑，一般需要对拟入池基础资产进行重组，如资产剥离或反向剥离、资产划转、股债重构等操作。这就带来了新的分析维度，尤其需要重点关注的是**股债重构和资本弱化安排**。为达到保障 REITs 产品可分配现金流稳定性及节税等目的，在项目公司正式包装上市前，需对资产支持证券和项目公司之间辅以股东借款来形成“股+债”的结构。经过资本弱化后，项目公司对债务利息的支付可以根据企业所得税的相关规定在税前优先扣除，剩余部分才属于应纳税收入。资本弱化对于项目公司总体上是有益的，因此构建股债结构可以形成税盾，合法的减少缴纳企业所得税，达到节税的效果。股债结构的搭建还可以减少折旧、摊销等因素对项目公司可分配现金流的影响，以归还借款本金的方式归集现金流。但另一方面，资本弱化安排也会在短时间内急剧抽干项目公司的流动性。项目公司往往在公募 REITs 包装上市前后因归还贷款而出现流动性大幅下降的情况。尽管来自于公募 REITs 的募集资金在短期内一般都能到位，但短期流动性的迅速变化与后续再投资能力要求的提升也值得在后续分析中关注。

4. 外部支持等其他因素

分析高速公路项目公司信用水平时也应当适当考虑外部支持等其他因素。在综合评估未来现金流的基础上，通过对当地政府和股东的评估可以预测高速公路项目公司获得支持的能力及可能性。外部支持因素对高速公路项目公司影响应当全面看待。尽管被包装入公募 REITs 后，项目公司的实际控制权会发生转变，但考虑到高速公路基础资产影响当地经济和民生的方方面面，各相关方仍会保持对基础资产的涉入和影响力。理论上可以通过外部支持分析对已有信用水平做出微调，但不宜过度。

另外，原始权益人或管理人对资产的运营管理能力、资产运营效率等其他因素也足以构成对信用水平分析做出适度调整的理由。

四、总结

无论从任何角度对高速公路项目公司加以分析，都应当首先以对未来现金流的预测为基础。在此基础上，投资价值分析更侧重于资产运营质量和业务收入的增长性；而信用水平分析更侧重于未来现金流的稳定性和未来资本费用支出的可预测性。高速公路项目公司应当被视为归集未来现金流的轻资产平台。所以从信用分析的角度看，未来现金流覆盖率的重要性要远高于静态账面资本结构。对高速公路项目公司的信用水平分析应当从车流量预测开始，推导至收入成本结构，再延续至营业利润、EBITDA、自由现金流、可供分配金额等收益类指标。对投资分析而言，接下来需要测算折现率和NAV；但对于信用水平分析而言，内部收益率等指标仅供测算信用风险的参考。信用分析应当适度关注对外部支持、管理人运营能力、资本重构等其他因素的分析。其他因素对信用水平的影响应限于微调。

【作者简介】

田野，CPA，中国人民大学经济学学士、金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。