

2026 年中国收费公路行业年中信用观察

摘 要

高速公路在收费公路路产结构中占据核心地位。随着路网建设日臻完善，中国高速公路新增里程回落，总里程增速持续下滑。考虑到行业步入成熟期，传统基建在经济逆周期调节方面的重要性减弱、单公里造价不断上升，高速公路里程增速的回落态势仍将延续。中短期内，公路客货运量与周转量增速持续下滑将对收费公路的车流量增长带来明显压力。收费公路法律条例的修订工作提速，经营性收费公路按照收回投资并有合理回报原则，收费期限可能延长，改扩建项目或将获得重新核定收费期限的制度性安排。与此同时，收费公路通行费率存在上调预期，养护费长期资金池机制预计将进一步完善。

中国收费公路企业业绩“稳”字当先，贴合行业高收现、高杠杆、高资本投入、长债务周期与公用属性的典型特征。远东资信认为，中国收费公路行业整体信用质量仍将保持稳健。路产规模与质量差异是企业信用质量分化的核心。东部沿海省区较高的单公里通行费收入可对其单公里债务形成较强保障，而中西部省区因单公里通行费收入较低，企业高债务运营模式下长期存在的资金缺口被明显放大，还本付息压力加剧，叠加刚性养护支出不断增长，企业偿债能力和信用质量面临挑战。但从中长期角度考量，东部沿海与中西部收费公路企业偿债能力与信用质量的分化将渐趋弥合。

作者

唐大千，CPA，CFA

远东资信工商企业评级一部

tangdaqian@fecr.com.cn

2026 年 7 月 31 日

一、中国收费公路行业基本面观察与发展预判

■ 高速公路在收费公路路产结构中占据核心地位。考虑到传统基建在经济逆周期调节方面的重要性减弱、单公里造价大幅提升影响收益水平，中国高速公路里程增速的回落态势料将延续

中国公路依据《公路工程技术标准》(JTG B01-2014)的界定，分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路、四级公路五个技术等级。对原有不符合最低技术等级要求的等外公路，《中华人民共和国公路法》规定，应采取措施，逐步改造为符合技术等级要求的公路。截至 2025 年末，中国公路总里程 557.89 万公里，较 2024 年末增加 8.85 万公里。其中，高速公路、一级公路、二级公路、三级公路、四级公路与等外公路里程占比分别为 3.6%、2.7%、8.1%、9.5%、74.3%与 1.9%。根据《中华人民共和国收费公路管理条例》（国务院令[2004]第 417 号，以下简称“条例”），技术等级为二级以下的公路不得收费。2018 年，交通运输部进一步明确未来只能新建高速收费公路，不再新建收费的一级公路、二级公路和独立桥梁、隧道，存量的收费一级公路、二级公路和独立桥梁、隧道，将随收费期届满或政府提前回购等方式，逐步有序停止收费。因此，高速公路在我国收费公路路产结构中占据核心地位，至 2021 年末¹里程比重超过 85%，这一比重随存量非高速公路路产收费期限终止或被政府回购将持续提升。

表 1：《公路工程技术标准》(JTG B01-2014)对于公路技术等级的界定

技术等级	界定说明
高速公路	专供汽车分方向、分车道行驶，全部控制出入的多车道公路。高速公路的年平均日设计交通量宜在 15,000 辆小客车以上
一级公路	供汽车分方向、分车道行驶，可根据需要控制出入的多车道公路。一级公路的年平均日设计交通量宜在 15,000 辆小客车以上
二级公路	供汽车行驶的双车道公路。二级公路的年平均日设计交通量宜为 5,000~15,000 辆小客车
三级公路	供汽车、非汽车交通混合行驶的双车道公路。三级公路的年平均日设计交通量宜为 2,000~6,000 辆小客车
四级公路	供汽车、非汽车交通混合行驶的双车道或单车道公路。双车道四级公路年平均日设计交通量宜在 2,000 辆小客车以下；单车道四级公路年平均日设计交通量宜在 400 辆小客车以下

资料来源：《公路工程技术标准》(JTG B01-2014)，远东资信整理

截至 2025 年末，中国高速公路里程达 19.94 万公里。分地域看，我国高速公路里程主要集中于广东、四川、云南、广西、河南、贵州、山东、河北、湖北、湖南、内蒙古、新疆等省区，上述区域包括经济发达交通需求旺盛地区（如广东）、幅员辽阔地区（如内蒙古、新疆）与地形复杂、路网蜿蜒地区（如四川、云南、贵州）；东三省幅员辽阔，但受经济增长放缓、人口密度较低、资本吸引力较弱等因素制约，高速里程排名偏后；北京、上海、天津等直辖市经济发展水平高但地域面积较小，高速里程排名殿后。

¹ 交通运输部自 2022 年起不再发布《全国收费公路统计公报》，故收费公路里程数据至 2021 年末不再更新。

图 1 中国高速公路里程与增速

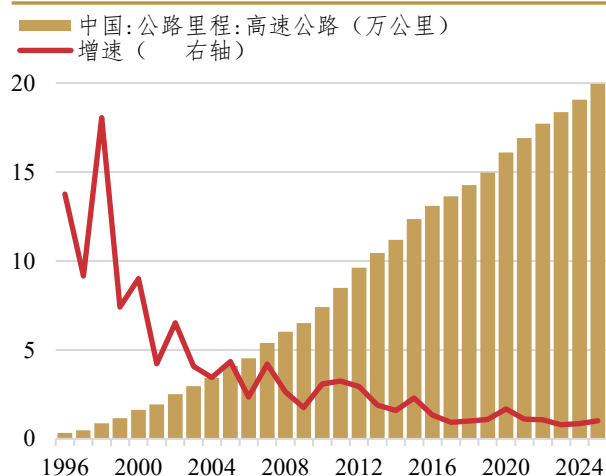
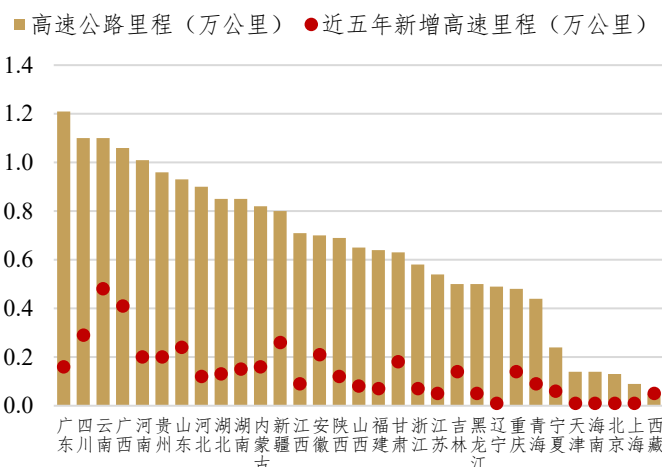


图 2 分省份高速公路里程与近五年新增里程



注：甘肃、西藏、吉林、内蒙古、黑龙江高速公路里程为截至 2024 年末数据；其余省份为截至 2025 年末数据

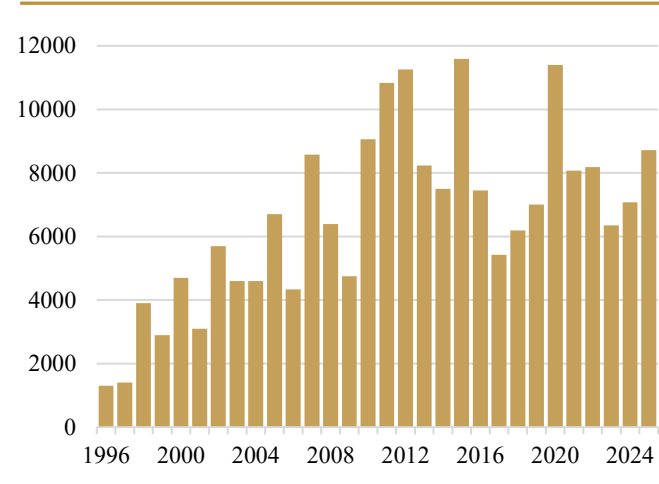
资料来源：Wind，公开资料，远东资信整理

随着路网建设日臻完善，我国高速公路里程增速持续下滑。从年度新增里程角度分析，在经历了 2008 年以前的快速增长期、2008~2015 年的高位平台期后，中国高速公路新增里程整体回落。除 2020 年为实现逆周期调节作用，年度新增里程超过 10,000 公里外，其余年度新增里程基本在 6,000~8,000 公里区间（2025 年新增里程略高约 8,700 公里），与高位平台期多在 8,000~12,000 公里的新增里程规模存在较大差距。分地域看，除西藏域内高速几乎均为五年内新增建设外，近五年新增高速里程比重较高（超过 30%）的区域以西南和西北省区为主，包括云南、广西、新疆、安徽等省区；而辽宁、海南、天津、北京、江苏等省区近五年新建高速活跃度较低，新增高速里程比重不足 10%。2024 年、2025 年与 2026 年上半年，中国分别实现公路建设固定资产投资额 25,774.43 亿元、24,298.40 亿元、10,187.13 亿元，同比下滑 8.7%、5.7%、9.8%，我国公路建设投资规模的下降与高速公路新增里程的回落相呼应。

中国高速公路里程增速的回落态势于 2026 年全年甚至在未来更长时间跨度内仍将延续，这一判断主要是基于以下两点考量。一是以高速公路为代表的传统基建在经济逆周期调节方面的重要性减弱。近年来，中国宏观经济呈现出供给强而需求弱，生产强而消费弱的格局，中国政府正将经济增长引擎由投资驱动向消费驱动转换，2026 年政策重点将集中于消费刺激与内需提升，2025 年 12 月中央经济工作会议也将“坚持内需主导，建设强大国内市场”、“深入实施提振消费专项行动”、“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”置于突出位置；2026 年 7 月，国务院发布《扩大消费“十五五”规划》，提出到 2030 年，消费市场总体规模持续扩大，居民消费率明显提高，全社会商品和服务消费较快增长，社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右（未来五年 CAGR=3.7%），消费对经济增长的拉动作用进一步增强，这意味着中国经济发展将逐步摆脱对投资的强依赖，2025 年全国固定资产投资增速首次录得负增长、2026 年上半年固定资产投资增速自年初以来持续回落（至 6 月末累计增速录得-5.7%）便是这一转变在经济数据中的直观展现。我们认为，即使未来固定资产投资增速再度回正，其驱动因素也将是国家重大战略实施和重点领域安全能力建设与大规模设备更新和消费品以旧换新，即“两重”、“两新”等新基建领域而非“铁公基”等传统基建项目。二是随着全国路网日趋完善、行业步入成熟期，投资放缓系大势所趋。新建高速公路区位可能欠佳，车流培育期长，项目投资将以改扩建为主；同时，高速公路单公里造价不断上升，特别是经济发达与地形复杂

地区。我们统计了主要省区交通控股或高速公路集团截至 2024 年末存量高速路产与在建、拟建高速路产的单公里造价数据。由于上述集团企业控股高速里程占本省高速公路总里程的比重普遍在 50%甚至 80%以上，其单公里造价数据对了解该省高速公路投资强度具有重要意义。统计结果显示，各省在建、拟建高速项目与存量项目单公里造价的比值在 1.4x~3.3x 之间。其中，江苏、浙江、广东高速公路单公里造价增幅较快，造价比值高于 3.0x；上述省份因地处经济发达区域，价格指数较高导致建造成本高企，在建、拟建项目单公里造价分别高达 31,193 万元/公里、29,328 万元/公里、24,724 万元/公里。造价比值较低的省份多为北方平原地区，如甘肃、陕西、河北等，在建、拟建项目单公里造价分别为 9,485 万元/公里、14,312 万元/公里、13,737 万元/公里，但即使是造价比值最低的甘肃亦有 1.4x，即在建、拟建高速公路单公里造价较存量项目高出近 40%。高速公路单公里造价的大幅提升影响了路产项目的收益水平，抑制了资本的投资热情，成为我国高速公路投资增速回落的另一重要诱因。

图 3 中国年度新增高速里程（公里）



资料来源：Wind，iFinD，公开资料，远东资信整理

图 4 中国公路建设固定资产投资与增速

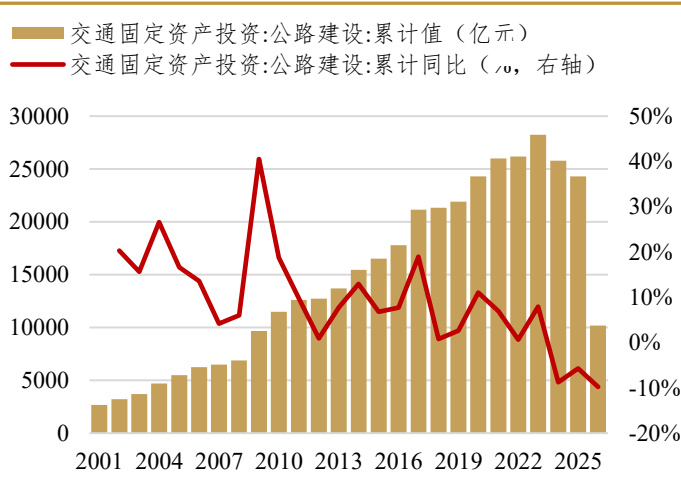


表 2：主要省区存量与在建、拟建高速公路项目单公里造价分析（截至 2024 年末，公里，亿元，万元/公里）

公司名称	存量高速公路项目			在建、拟建高速公路项目			造价比值 (x)	占本省区高速公路里程比例
	里程	累计投资	平均造价	里程	累计投资	平均造价		
江苏交通控股有限公司	4,665	4,452	9,542	1,129	3,521	31,193	3.3	89%
广东省交通集团有限公司	5,931	4,786	8,069	1,234	3,052	24,724	3.1	51%
浙江省交通投资集团有限公司	3,272	3,135	9,583	1,129	3,312	29,328	3.1	58%
山东高速集团有限公司	8,397	4,742	5,647	3,200	5,200	16,250	2.9	84%
内蒙古交通集团有限公司	6,456	1,977	3,063	398	346	8,703	2.8	78%
湖北交通投资集团有限公司	6,198	4,689	7,566	2,365	4,782	20,221	2.7	76%
江西省交通投资集团有限责任公司	5,787	3,174	5,484	885	1,258	14,219	2.6	85%
福建省高速公路集团有限公司	4,581	3,393	7,407	146	275	18,748	2.5	74%
河南交通投资集团有限公司	6,904	4,404	6,379	930	1,484	15,958	2.5	77%

吉林省高速公路集团有限公司	4,217	2,177	5,162	302	387	12,805	2.5	84%
安徽省交通控股集团有限公司	5,267	2,769	5,258	1,297	1,608	12,402	2.4	88%
蜀道投资集团有限责任公司	7,253	6,223	8,580	4,719	9,231	19,560	2.3	70%
山西交通控股集团有限公司	5,726	4,084	7,131	506	799	15,787	2.2	89%
宁夏交通投资集团有限公司	2,144	984	4,589	57	56	9,853	2.1	89%
云南省交通投资建设集团有限公司	5,951	6,188	10,398	2,638	5,680	21,532	2.1	55%
贵州高速公路集团有限公司	4,208	3,830	9,100	1,267	2,372	18,720	2.1	47%
广西交通投资集团有限公司	5,759	4,983	8,652	1,437	2,552	17,759	2.1	57%
重庆高速公路集团有限公司	2,055	1,895	9,223	247	449	18,172	2.0	48%
湖南省高速公路集团有限公司	6,124	5,176	8,452	356	581	16,314	1.9	75%
河北高速公路集团有限公司	3,764	2,886	7,667	81	111	13,737	1.8	43%
陕西交通控股集团有限公司	5,695	5,120	8,990	725	1,037	14,312	1.6	85%
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	5,676	3,927	6,918	1,933	1,833	9,485	1.4	92%

注：1. 江苏交通控股有限公司、浙江省交通投资集团有限公司、广东省交通集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、河南交通投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、陕西交通控股集团有限公司存量高速公路项目累计投资以其计入固定资产和无形资产（特许经营权）的相关资产账面原值计算；2. 部分主体存量高速公路项目、在建与拟建高速公路项目数据统计截止时点为 2025 年一季度末、2025 年上半年末与 2025 年三季度末

资料来源：各公司评级报告，募集说明书，审计报告，公开资料，远东资信整理

■ 公路客货运量与周转量增速延续回落态势将对收费公路的车流量增长带来明显压力

2025 年与 2026 年上半年，中国实现公路客运量分别为 114.92 亿人、56.42 亿人，同比分别减少 2.4%、2.1%；实现公路旅客周转量分别为 5,100.44 亿人公里、2,506.90 亿人公里，同比分别减少 0.3%、1.0%。在经历了 2023 年公共卫生事件政策转变的大幅跃升后，我国公路客运量与旅客周转量增速重返下行通道，且绝对值仍未恢复至 2019 年水平。货运方面，2025 年与 2026 年上半年，中国分别实现公路货运量 432.88 亿吨、212.19 亿吨，同比分别增长 3.4%、3.2%；分别实现公路货物周转量 79,510.73 亿吨公里、39,015.16 亿吨公里，同比分别增长 3.5%、3.2%。与客运不同的是，我国公路货运量与货物周转量处于自 1996 年有数据记录以来的最高水平，但其增速亦趋势性下行。历史数据显示，中国高速公路客车与货车流量比例约为 3:1。

中短期内公路客货运量与周转量增速延续回落态势将对收费公路的车流量增长带来明显压力。公路客运量与居民可支配收入增长水平、汽车保有量、出行意愿与出行模式转变等因素息息相关。2025 年，中国居民人均可支配收入 43,377 元，同比增长 5.0%；国内旅游人数 65.22 亿人次，同比增长 16.2%，增速恢复至历史期间较高水平，居民出游意愿旺盛。但截至 2025 年末，中国汽车保有量达 3.66 亿辆，同比增长 3.7%，增速处于自 2010 以来最低水平。更为重要的是，高铁网路的逐渐完善和航空运输对公路客运的分流效果愈发显著：居民短途出行自驾占据主导，而中长途出行高铁则凭借其快速、舒适与性价比成为首选，长途出行飞机仍极具竞争力，这导致公路客运的市场份额被不断挤压，且这一进程随时间推移将不断深化。数据显示：虽然公路客运量在客运量结构中仍占据主导地位，但其比重已由 2016 年的 81.2% 快速下降至 2025 年的 67.1%（2026 年 1~6 月比重为 66.4%）。货运方面，我们认为货运量增长与经济周期及工业增加值增速密切相关。从宏观角度看，虽然面临内外部挑战不断增加，中国宏观经济增长仍将保持韧性。2025 年，中国国内生产总值 140.19 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%，但季度增速逐季回落，一季度至四季度分别为 5.4%、5.2%、4.8%、4.5%。2026 年政府工作报告将 GDP 增长预期目标设定为

4.5%~5.0%。2026 年上半年，中国国内生产总值 69.57 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.7%。与货运增速相关性更强的工业增加值增速方面，2025 年及 2026 年 1~6 月，中国分别实现规模以上工业增加值同比增长 5.9%、5.4%，增速已恢复至 2019 年水平，生产端复苏虽较为强劲，但“公转铁”和“公转水”（指导货物由公路运输转向铁路运输、引导适水大宗货物向水路运输转移的行动）使得公路货运量增长承压。然而，因其他运输方式的替代性不及客运，公路货运量在货运量结构中的比重降幅较为平缓，由 2016 年的 76.2%降至 2025 年的 72.5%（2026 年 1~6 月为 75.6%），与客运形成鲜明对比。

图 5 中国公路客运量

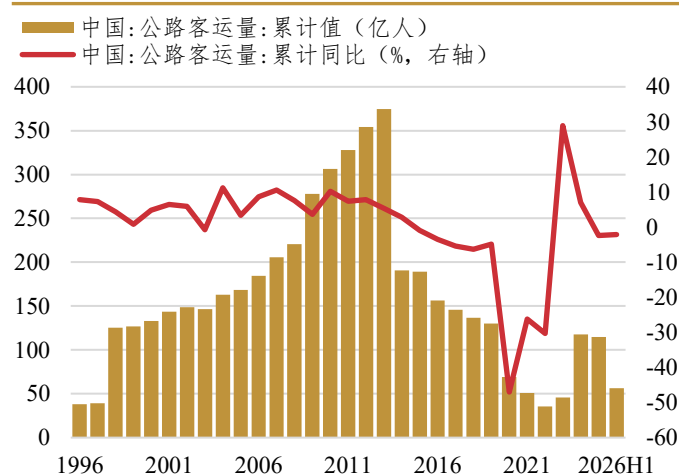
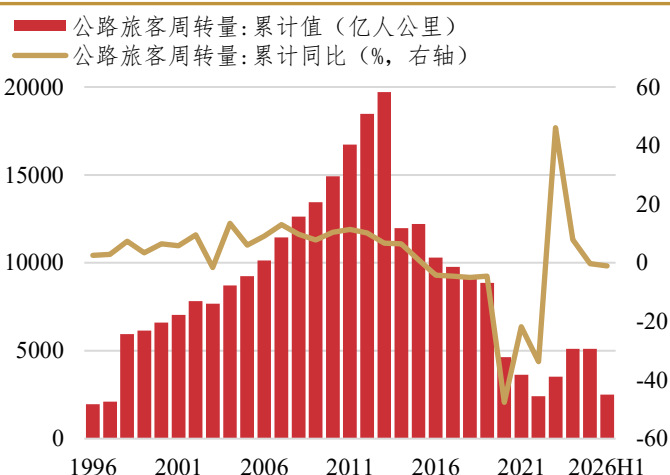


图 6 中国公路旅客周转量



资料来源：Wind，远东资信整理

图 7 中国公路货运量

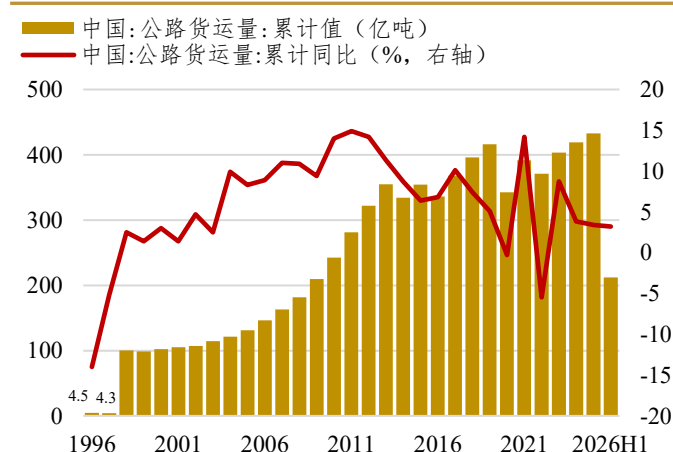
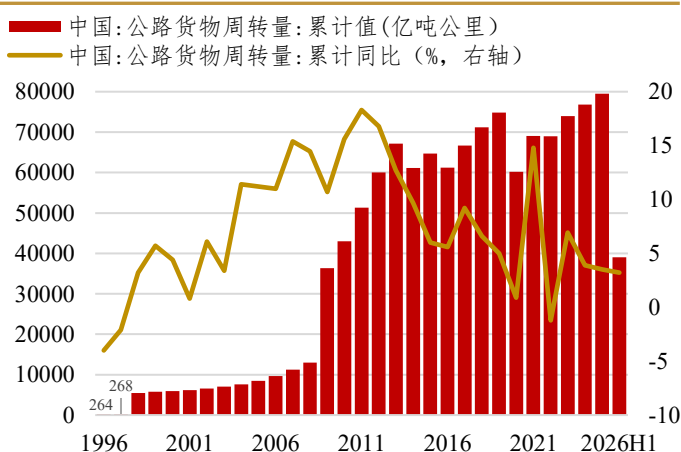


图 8 中国公路货物周转量



资料来源：Wind，远东资信整理

图 9 中国汽车保有量

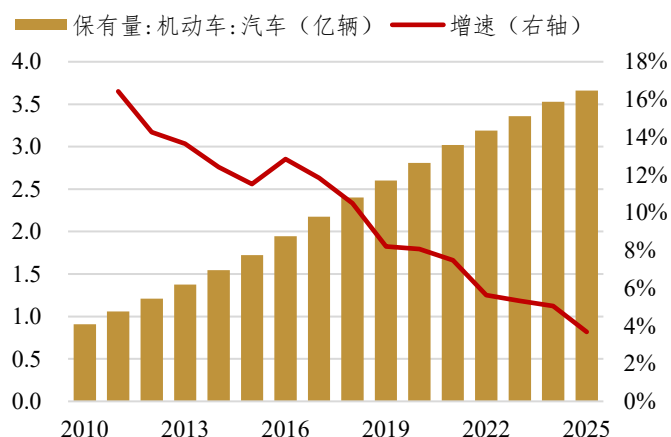
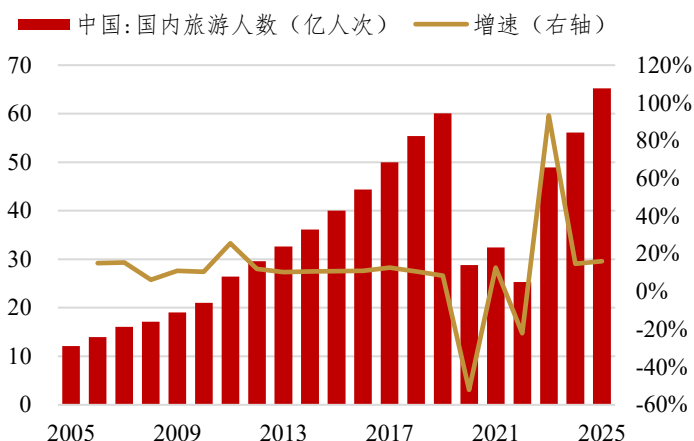


图 10 中国旅游人数



资料来源: Wind, 远东资信整理

图 11 中国客运量结构 (亿人)

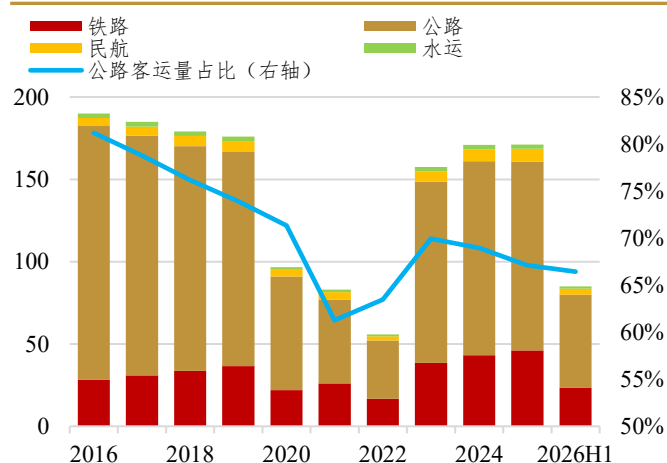
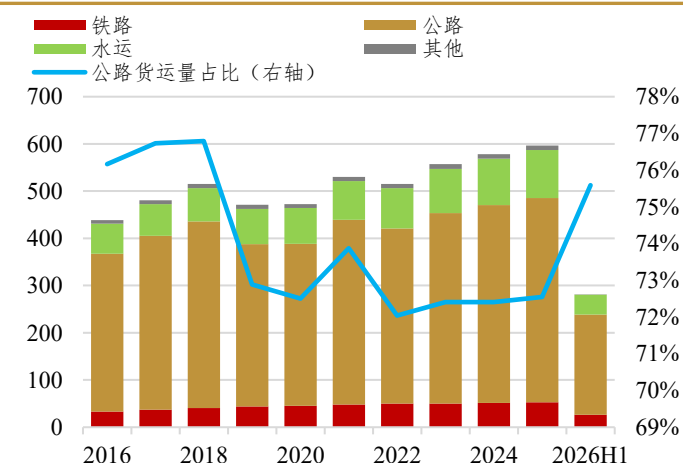


图 12 中国货运量结构 (亿吨)



资料来源: Wind, 远东资信整理

■ 收费公路法律条例的修订工作提速, 预期将在收费期限、通行费率与养护费长期资金池机制完善等方面尝试变革

中国收费公路行业具有鲜明的公用事业属性, 其项目投资建设、收费期限、收费标准、权益转让和经营管理均有明确、严格的制度规定与政府监管, 企业鲜有自主调控空间。于 2004 年 8 月 18 日国务院第 61 次常务会议通过, 2004 年 11 月 1 日起施行的条例赋予了企业法定收费权。条例规定: 县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路 (政府还贷公路), 国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路 (经营性公路), 经依法批准后, 可收取车辆通行费。条例曾于 2013 年、2015 年、2018

年三次出台修订草案征求意见稿，在收费期限、收费标准与养护费资金来源等方面进行调整，但至本报告发布日，政府尚未公布正式修订文本，生效版本仍为 2004 年 11 月施行条例。

表 3：《中华人民共和国收费公路管理条例》及其三次修订草案征求意见稿中关于公路收费期限、标准与养护资金来源的约定

项目	《收费公路管理条例》 (2004 年)	《收费公路管理条例（修 订草案）》（2013 年）	《收费公路管理条例（修 订草案）》（2015 年）	《收费公路管理条例（修 订草案）》（2018 年）
收费期限	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。 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。	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。 高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定。 国家实施免费政策给经营者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。	政府收费公路的偿债期限，应当按照用收费偿还债务的原则确定。其中，高速公路由省级人民政府按照统借统还核定，其他收费公路最长不得超过 15 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 20 年。 特许经营公路的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定。高速公路的经营期限不得超过 30 年，但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过 30 年。一级公路和独立桥梁、隧道的经营期限最长不得超过 25 年，但是国家确定的中西部省、自治区、直辖市最长不得超过 30 年。 基于公共利益需要，政府提前终止特许经营合同、实施通行费减免等政策，给经营者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报做出决策的政府予以行政补偿。	政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置。 经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。 基于公共利益需要，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，给经营者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报作出决策的政府，通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。

收费标准	车辆通行费的收费标准，应当根据公路的 技术等级、投资总额、当地物价指数、偿还贷款或者有偿集资款的期限和收回投资的期限以及交通量 等因素计算确定。	对于政府还贷公路和经营性公路的收费标准与前版本基本一致。	对于政府还贷公路和经营性公路的收费标准与前版本基本一致，突出要考虑养护运营管理成本。	高速公路的养护管理收费标准，应当根据实际养护运营管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素综合计算确定。
		对于还贷、经营期满后的高速公路收费标准应当根据 养护及运营管理成本 确定。	高速公路的养护管理收费标准，应当 低于 偿债期和经营期的收费标准，根据实际养护运营管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素计算确定。	收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素 实行差异化收费 。
养护费来源	收费公路的养护、绿化和公路用地范围内的水土保持及路政管理， 依照公路法的有关规定执行 。 《中华人民共和国公路法》规定：国家采用 依法征税的办法筹集公路养护资金 。	还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的 两个大修周期 进行核准。	收费公路发展实行 用路者付费 。 收费公路建设、养护、管理资金 可通过政府举债、社会资本投资、征收车辆通行费 等方式筹集。 政府统一管理的高速公路在政府债务偿清后，可重新核定收费标准，实行养护管理收费。	省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则， 重新核定收费标准，实行养护管理收费 。

资料来源：交通运输部，公开资料，远东资信整理

2024 年，国务院将条例修订列入年度立法工作计划，将其确定为“拟制定、修订的行政法规”；2025 年 5 月，国务院办公厅出具《关于印发国务院 2025 年度立法工作计划的通知》（国办发[2025]17 号），预备提请全国人大常委会审议公路法修订草案并预备修订条例。2026 年 5 月，国务院办公厅将公路法修订草案和条例列入国务院 2026 年度立法工作计划。以公路法修订草案与条例为代表的中国收费公路法律条例的修订工作将提速并将在以下三个方面尝试变革。一是对于经营性收费公路，按照收回投资并有合理回报原则，收费期限可能延长，改扩建项目将获得重新核定收费期限的制度性安排。实际上，这一趋势在三次修订草案征求意见稿中已有所体现：经营性公路的收费期限由最长不得超过 25 年/30 年（国家确定的中西部省、自治区、直辖市）变更为经营性公路项目的经营期限不得超过 30 年，但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过 30 年。当前，高速公路建造成本显著提升，新建与改扩建项目单公里造价多较存量项目翻倍，中东部发达地区增幅更甚（详见表 2），这与行业进入成熟期后相对较低的单公里收费形成矛盾，导致企业收支缺口增大，项目长期回报受损。二是收费公路通行费率存在上调预期，这是收回投资并有合理回报原则的另一体现，其与延长或重新核定收费期限一并，可提升新建及改扩建项目的投资吸引力，特别是在当前经济增速放缓、地方财政压力加大背景下，单公里通行费较低的中西部省份调价诉求普遍较强。三是进一步完善养护费长期资金池机制。我国部分收费公路随着运营时间增长，路面设施老化问题加剧，

养护支出提升幅度较大或已然进入大修周期，我们认为法律条例将基于“谁用路、谁付费”的使用者付费原则，进一步明确收费公路收费期限届满后养护资金的筹集方式与规则，建立长期资金池制度以保障当前养护支出大幅提升背景下收费公路的养护资金需求。

二、中国收费公路企业业绩表现与 2026 年中信用观察

■ 中国收费公路企业业绩表现贴合行业特征，整体信用质量保持稳健。路产单公里通行费收入与单公里债务的差异化是东部沿海省区与中西部省区收费公路企业信用质量分化的根源

我们选取了 22 家收费公路发债企业作为样本，分析其经营与财务数据表现并就企业信用质量进行观察。22 家收费公路样本发债企业（以下简称“样本企业”）均为各省交通基础设施投资运营核心主体，第一大股东基本为国有资产监督管理委员会，控股高速里程占全省高速公路总里程比重很高。其中，近七成样本企业控股高速里程占全省高速总里程的比重超过 70%，近九成超过 50%，具有很强的区域垄断性与高度区域代表性。从全样本角度看，样本企业近三年及一期营业收入合计较为稳定，除 2023 年因公共卫生事件政策转向使得当年收入合计增幅较大外，2024~2025 年样本企业营业收入合计增速均不超过 1%，2026 年一季度增速略升至 2.46%。盈利方面，在国内有效需求不足、其他出行方式分流导致客货运量增速下行、通行费减免频发、养护运营与折旧支出较为刚性、改扩建项目增多等多重因素的共同影响下，2023~2025 年样本企业毛利率均值与 EBITDA 利润率均值均呈持续下行之势，收费公路企业盈利能力有所弱化。现金流方面，得益于通行费现付现结，样本企业整体获现能力较强；即使存在非高速类业务拉低获现能力，近三年及一期样本企业现金收入比均值仍维持在 90% 以上。债务方面，样本企业全部债务合计持续增长，自 2024 年末以来增速约为 5%，债务结构以长期债务为主，与行业特征相吻合，近三年及一期短期债务合计占比均值仅约 14%。财务杠杆与偿债能力方面，样本企业整体债务负担较重，偿债压力较大，近三年及一期总债务资本化比率较高、经营活动净现金流/总债务较低。综合来看，近年来样本企业业绩表现贴合收费公路行业高收现、高杠杆、高资本投入、长债务周期与公用属性的典型特征。

表 4：22 家样本企业盈利指标、债务规模、资本结构与偿债指标变化

项目	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年一季度（末）
营业收入合计（亿元）	19,494.5	19,456.7	19,556.7	4,272.5
同比（%）	7.79	-0.19	0.51	2.46
毛利率（均值，%）	29.33	28.12	26.70	31.82
全部债务合计（亿元）	79,393.8	83,502.3	88,228.6	91,308.9
同比（%）	9.68	5.17	5.66	4.77
其中：短期债务占比（%）	13.58	13.80	14.47	14.41
EBITDA 利润率（均值，%）	39.24	37.23	34.88	--
现金收入比（均值，%）	93.23	90.31	92.85	100.60
总债务资本化比率（均值，%）	63.97	63.55	63.61	64.23
经营活动净现金流/总债务（均值，%）	5.10	4.86	4.69	4.78
EBITDA 利息保障倍数（均值，倍）	1.6	1.6	1.7	--

注：1. 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项；长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项；全部债务=短期债务+长期债务；受披露限制，2026 年一季度末债务未经调整；2. 2026 年一季度（末）经营活动净现金流/总债务经年化处理；3. 受资本化利息披露限制，EBITDA 利息保障倍数以“EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金”替代计算

资料来源：Wind，各公司年报，远东资信整理

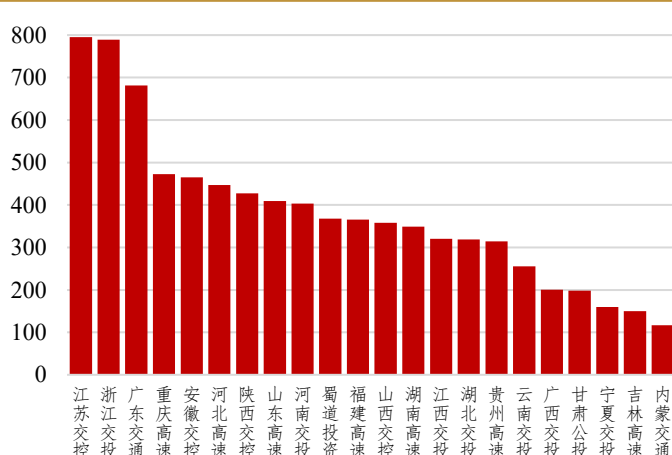
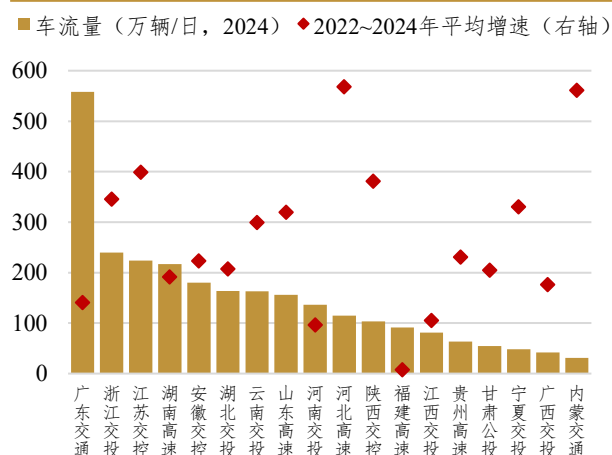
中国收费公路行业整体信用质量仍将保持稳健。首先，从企业基本信用状况角度来看，收费公路行业属于弱周期行业，通行费标准执行政府指导价，收费标准变更涉及公众利益，需经过政府跨部门批准甚至举行听证会，政策稳定性、连贯性好，价格弹性弱；车流量在培育形成后，韧性通常较强，叠加现金收入比高，可为收费公路企业贡献稳健现金流入。但作为资本密集的重资产行业，收费公路项目初始投资规模庞大，企业债务负担沉重、财务杠杆高企，还本付息占企业运营成本接近八成，对利润形成明显侵蚀，这些特征在短期内难以改变。虽然公路建设投资增速趋缓可能使得收费公路企业债务增速回落，LPR 下降亦使得企业有机会置换债务以降低利息支出，但客货运车流量增长明显承压、单公里投资强度大幅抬升、经济增速放缓，物流成本降低大背景下通行费提升空间受限，存量路网老化运维支出刚性递增等因素对冲了部分利好，使得收费公路企业偿债能力或难以获得显著改善。其次，从外部支持角度来看，中国收费公路企业作为具有明显区域垄断地位的国有企业，是地方交通基础设施建设领域的“排头兵”。企业对于区域经济发展具有重要作用，掌握地方国资体系中“现金牛”类优质资产。相对当地基础设施建设企业、城市运营企业、产业投资企业，收费公路企业融资规模大、融资活跃度高，是区域融资环境的风向标。因此，相对其他平台类企业，地方政府对收费公路企业的支持意愿明显更强，这也是我们认为收费公路行业整体信用质量将保持稳健的重要原因之一。

虽然从整体角度看，中国收费公路行业信用质量稳健，但我们高度关注收费公路企业间信用质量的分化。我们认为，路产作为收费公路企业的核心资产，其规模与质量差异是信用质量分化的核心。企业路产规模越大，在区域内里程占比越高，越有利于守住市场份额，进而抵御路段分流压力并保持现金流稳定、充沛，企业信用质量随之提升，反之亦然。另一方面，路产质量差异是收费公路企业间信用质量分化更为直接的原因，我们从单公里通行费收入这一关键路产效益指标中便可察觉端倪：东部沿海省区人口和路网密度高、产业资源禀赋好，经济发达，车流量规模较大。同时，车流结构中收费标准更高的载重货车与大型客车占比较高，使得区域收费公路单公里通行费收入较高，利好企业投资回报率。与之相对，中西部省区经济活力较东部沿海省区逊色，产业资源相对薄弱，路网密集度减弱且车流量培育周期较长，车流量与单公路通行费收入相对东部沿海省区均较低，企业投资回报率承压。从样本数据上看，广东交通一骑绝尘，2024 年所辖高速公路日均车流量近 560 万辆/日，明显高于其他省区；浙江交投、

江苏交控、湖南高速同年日均车流量高于 200 万辆/日，处于第二梯队；甘肃公投、宁夏交投、广西交投、内蒙交通所辖高速公路 2024 年日均车流量不足 60 万辆/日，处于样本企业殿后位置，与东部沿海省区车流量数据存在量级差距。单公里通行费收入呈现出与日均车流量相似的分化特征。江苏交控、浙江交投所辖高速公路 2024 年单公里通行费收入接近 800 万元/公里，路产效益优秀；同年，甘肃公投、宁夏交投、吉林高速、内蒙交通所辖高速公路单公里通行费收入不足 200 万元/公里，路产效益与东部沿海省区收费公路企业存在明显差距。

图 13 部分样本企业日均车流量及增速

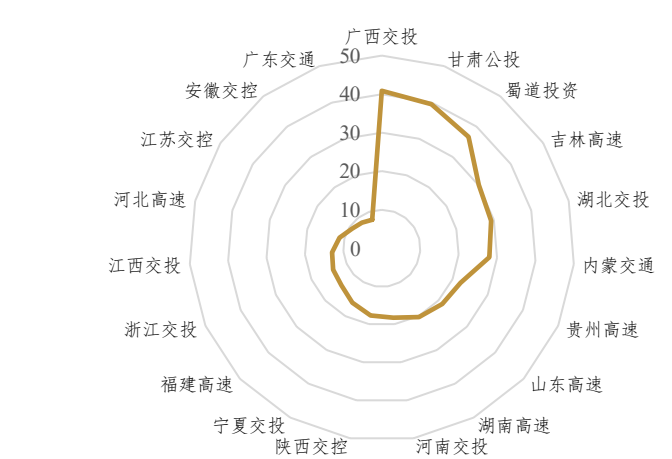
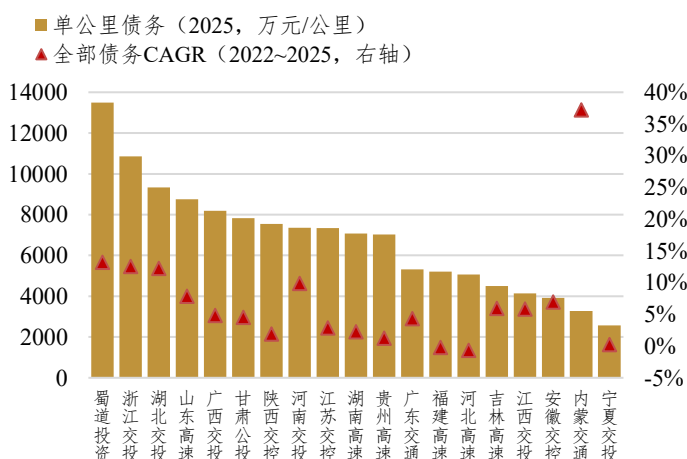
图 14 部分样本企业单公里通行费收入(万元/公里, 2024)



资料来源：Wind，远东资信整理

图 15 部分样本企业单公里债务

图 16 部分样本企业单公里债务/单公里通行费收入(倍, 2024)



资料来源：Wind，远东资信整理

相较东部沿海地区路网建设已相对成熟，中西部（特别是西部）地区路网搭建需求仍较为旺盛。国家高速公路建设规划亦明显向中西部地区倾斜，出疆入藏、西部陆海新通道建设如火如荼。此外，受地形条件影响，西部地区公路桥隧比更高，致使其单公里投资与债务规模高企。样本企业单公里债务排序与单公里通行费收入存在较大差异。蜀道投资单公里债务高达 1.35 亿元/公里，这一方面是因为四川作为西部陆海新通道，正加速构建区域路网，近五年新增高速里程居全国前列；另一方面是因为四川多山地的复杂地貌导致桥隧比高进而单公里投资规模较大。

除蜀道投资外，浙江交投、湖北交投、山东高速、广西交投、甘肃公投、陕西交控等样本企业单公里债务规模亦较高，这与各省区新增高速公路里程相呼应。东南沿海省区高速公路企业投资以改扩建为主，投资强度与新增建设不可同日而语，故其单公里债务规模多处于样本企业中游位置，这便引出了中国收费公路企业信用质量分化的根源，即东部沿海省区较高的单公里通行费收入可对其单公里债务形成较强保障，企业偿债能力和信用质量较强，广东交通、江苏交控，浙江交投、福建高速单公里债务与单公里通行费收入比不足 15 倍，处于样本企业前列。然而，中西部省区收费公路企业因单公里通行费收入较低，其高债务运营模式下长期存在的资金缺口被明显放大，还本付息压力加剧，叠加刚性养护支出不断增长，对企业偿债能力和信用质量构成挑战。样本企业中单公里债务与单公里通行费收入比较高的企业以中西部企业为主，如广西交投、甘肃公投、蜀道投资单公里债务与单公里通行费收入比在 35 倍以上。但从中长期角度考量，随着中西部地区路网建设不断完善、不同线路间协同效应形成，路段车辆量和单公里通行费收入可能出现非线性增长，进而促使中西部收费公路企业与东部沿海企业间偿债能力与信用质量的分化渐趋弥合。

附件一：样本收费公路企业列表

序号	企业名称	序号	企业名称
1	湖北交通投资集团有限公司	12	河南交通投资集团有限公司
2	湖南省高速公路集团有限公司	13	山东高速集团有限公司
3	江西省交通投资集团有限责任公司	14	河北高速公路集团有限公司
4	安徽省交通控股集团有限公司	15	内蒙古交通集团有限公司
5	江苏交通控股有限公司	16	陕西交通控股集团有限公司
6	浙江省交通投资集团有限公司	17	山西交通控股集团有限公司
7	广东省交通集团有限公司	18	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司
8	蜀道投资集团有限责任公司	19	福建省高速公路集团有限公司
9	云南省交通投资建设集团有限公司	20	吉林省高速公路集团有限公司
10	广西交通投资集团有限公司	21	重庆高速公路集团有限公司
11	贵州高速公路集团有限公司	22	宁夏交通投资集团有限公司

【作者简介】

唐大千，远东资信工商企业评级一部总经理助理，CPA，CFA，美国南加州大学工学硕士。

【关于远东】

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，是中国大陆首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

步入新时代，远东资信深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



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。