

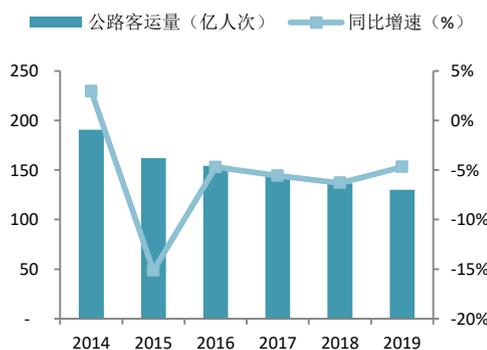
# 惠誉博华高速公路行业 2019 年年报及 2020 年一季报点评

2020 年 5 月

## 经济增速下行压力叠加高铁路网分流，中国公路客货运量明显承压

近年来，中国公路客运量持续下降，货运量呈现波动态势。客运方面，2015 年以来高铁路网贯通导致的分流效应使得中国公路客运量呈现持续下降趋势，2019 年中国公路客运量同比下降 4.7% 至 130.1 亿人次。货运方面，2015 年中国 GDP 增速下降 0.4 个百分点至 6.9%，经济增速下滑导致同期货运量同比下降 5.5%；2016~2018 年 GDP 增速下降幅度收窄，加之电商及快递物流行业高速发展刺激货运需求显著增长，从而拉动同期货运量小幅上涨；2019 年经济增速下滑压力再度加大，叠加针对煤炭和矿石等货种的“公转铁”政策施行，导致货运量同比大幅下降 13.2% 至 343.5 亿吨。自 2019 年 12 月爆发新型冠状病毒肺炎疫情以来，公路货运量和客运量联袂骤降。2020 Q1 公路客运量 13.1 亿人次，较上年同期大跌 61.0%；公路货运量 52.5 亿吨，较上年同期下降 35.9%。为统筹疫情防控和经济社会发展，自 2020 年 2 月 17 日零时起，全国收费公路免收车辆通行费，叠加经济活动缓慢恢复和网络购物量增加，客货运量有明显反弹。惠誉博华认为，随着经济继续复苏，客货运量有望持续回升。

图 1：公路客运量及同比增速



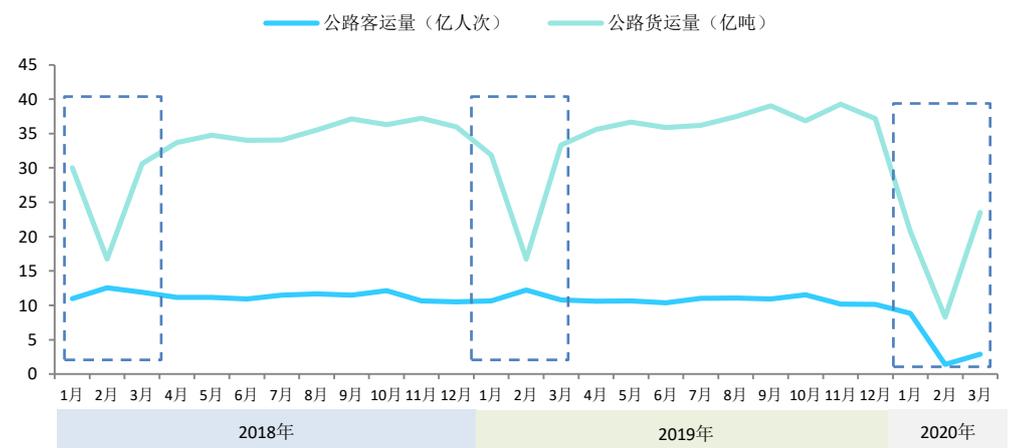
资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 2：公路货运量及同比增速



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 3：2018 年以来公路客运量及货运量



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

## 联系人

周纹羽 +86 10 5663 3872  
wenyu.zhou@fitchbohua.com

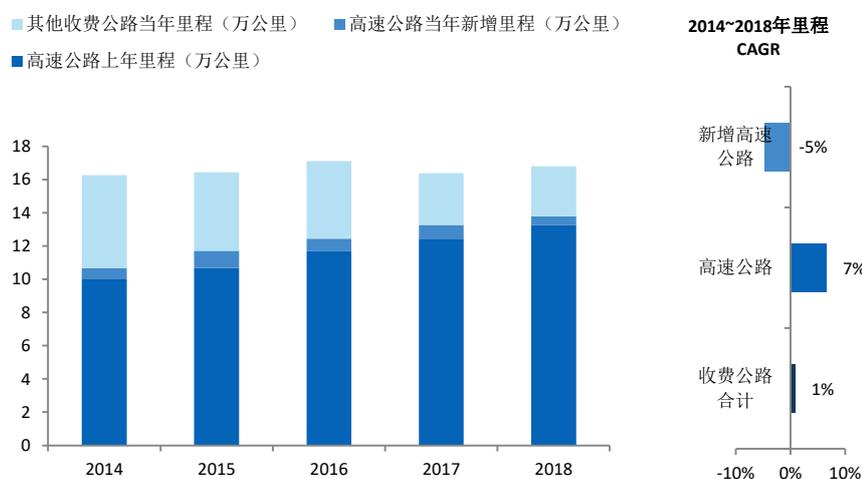
唐大千 +86 10 5663 3873  
darius.tang@fitchbohua.com

### 中国高速公路新增里程持续下降，行业逐步进入成熟期

路网不断完善叠加普通公路收费逐步取消，近年中国收费公路里程维持平稳。2018年中国收费公路总里程 16.8 万公里，同比增长 3%；其中高速公路里程 13.8 万公里，占比 82.0%（2014 年为 65.7%），高速公路里程占比逐年提升，收费公路路产结构持续优化。随着高速公路里程基数持续提高，继续维持高速增长已不太现实。纵向比较，图 4 显示 2014 年以来高速公路里程虽逐年增长，但增速明显趋缓。2014~2018 年新增高速公路里程年均复合增长率-4.6%，新增里程呈下降趋势。

另一方面，经过多年持续大规模投资建设，中国东部地区路网基本完善，西部地区路网密度虽然相对较低，但考虑到其经济发达程度和汽车保有量明显低于东部地区，新建高速公路空间有限。即便与发达国家相比，早在 2012 年中国高速公路里程也已超越美国，位居世界第一，中国高速公路路网密度（里程/国土面积）也可与发达国家相媲美，2018 年中国高速公路路网密度为 148.5 公里/万平方公里，美国为 77.0 公里/万平方公里（2017 年），日本为 213.0 公里/万平方公里（2017 年）；横向比较也可看出中国高速公路行业逐步进入成熟稳定发展阶段。

图 4：中国高速公路里程、其他收费公路里程及年均复合增长率



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

近年来，得益于中国经济增长、车流量增加、路网辐射效应显现，收费公路的经营效率持续提升，2018 年单公里通行费收入增至 330.4 万元/公里。政府还贷收费公路由于其基数低，经营效率提升空间更大，2014~2018 年其单公里通行费收入年均复合增长 8.5%至 229.7 万元/公里；经营性收入公路运营相对成熟，2018 年其单公里通行费收入同比增长 6.1%至 455.8 万元/公里。

图 5：收费公路单公里通行费收入



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

**2019 年样本企业营业收入及净利润规模微增，盈利能力维持稳定；受疫情影响及高速免费政策拖累，2020Q1 盈利显著下滑**

从高速公路行业收入端来看，行业收费模式由交通运输部统一规定，2020 年之前客车按照车型收费，货车计重收费。根据《收费公路车辆通行费车型分类》修订版，自 2020 年起，货车方面，高速公路对货车统一按车（轴）型收费，取消计重收费；客车方面，对车长小于 6 米的 8 座和 9 座小型客车按 1 类客车收取车辆通行费。车型分类标准的修订引导货运企业倡导节约运输，提升高速公路通行效率。成本端来看，行业内企业大多采用车流量折旧法，经营杠杆较高，成本相对刚性，折旧摊销及财务费用在成本占比较大。

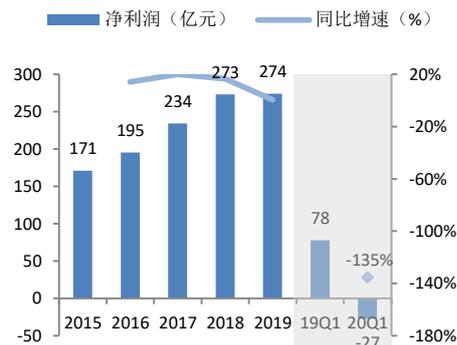
惠誉博华对 21 家上市高速公路样本企业进行了全面、深入财务分析。相较于非上市公司，上市样本企业的路产大都属于区域黄金路线，路产质量优、成熟度高，车流量总体保持稳健增长。2019 年，样本企业营业收入规模 844.6 亿元，同比增长 5.5%，营业收入增速中位数 3.9%，较 2018 年营业收入增速中位数 1.5% 提升 2.4 个百分点；净利润规模 274.1 亿元，同比增长 0.4%，净利润增速中位数 6.7%，较 2018 年净利润增速中位数 10.2% 下降 3.5 个百分点。近年样本企业营业收入及净利润规模微增，中位数变动显示虽营业收入增长有所加速，但净利润增速放缓，原因主要为：1) 项目新建或改扩建导致成本增长；2) 新增路产导致折旧摊销费用增加；3) 路产特许经营权计提减值损失；4) 总债务规模增长导致的财务费用增加等。

盈利能力方面，2019 年样本企业毛利率、净利率及 EBITDA 收入比与上年相比基本维持稳定，分别为 44.5%、32.9% 和与 54.7%，与上述行业进入成熟期观点相符。

图 6：样本企业营业收入及同比增速



图 7：样本企业净利润及同比增速

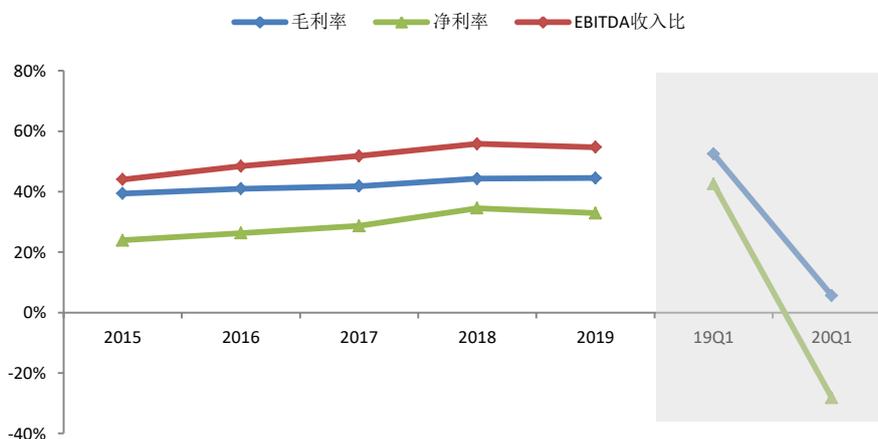


注：2018 年深高速对南光、盐坝、盐排三条高速资产确认处置收益导致净利润增加 15.2 亿元，对 2018 年样本企业净利润整体影响较大。

资料来源：Wind, 惠誉博华整理

资料来源：Wind, 惠誉博华整理

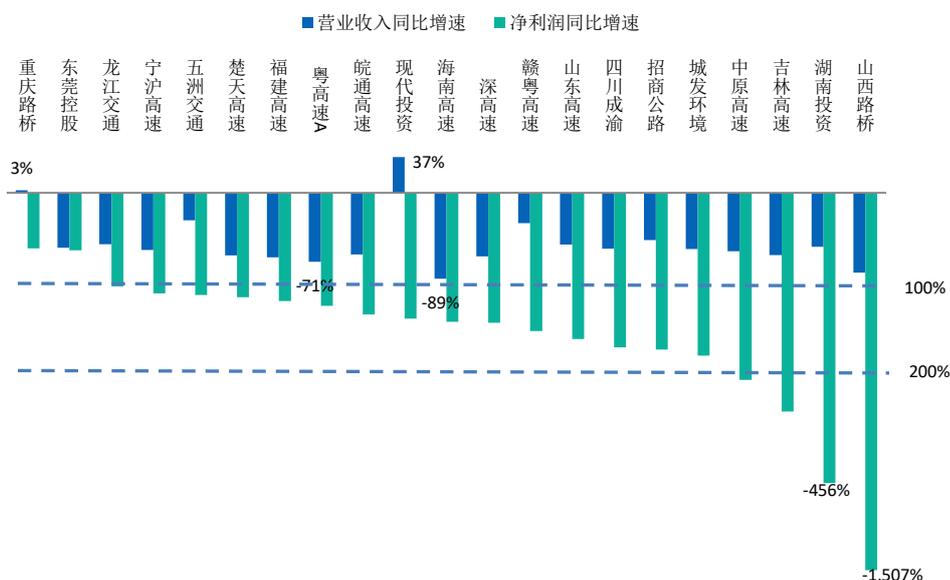
图 8：样本企业毛利率、净利率及 EBITDA 收入比



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

受到疫情影响及高速免费政策拖累，样本企业 2020Q1 营业收入及净利润均明显下滑，合计营业收入同比下降 46.8%，净利润同比骤降 135.3%。如图 9 所示，样本企业营业收入除重庆路桥、现代投资外，均为负增长，海南高速降幅最大；现代投资收入增长主要是贸易子公司大宗商品贸易收入增加所致；海南高速收入同比大幅下降 88.8%，是因政府对房地产业务调控导致其 2020Q1 房地产销售额大幅减少叠加公司投资建设的东线高速投资补偿到期，补偿收入减少所致；粤高速收入同比下降 71.3%，主要是受 ETC 优惠折扣加大及高速免费拖累。样本企业净利润均为负增长，山西路桥、湖南投资、吉林高速降幅最大，其中山西路桥 2020Q1 净利润-0.2 亿元（2017 年 871.9 万元）、湖南投资 2020Q1 净利润-1.23 亿元（2017 年 937.9 万元）、吉林高速 2020Q1 净利润-0.5 亿元（2017 年 0.5 亿元），根据其一季报披露，净利润下降主要原因均为疫情影响导致 1 月 23 日高速免费政策实施前车流量下降及后期高速免费导致通行费收入下降。高速公路企业收入下滑叠加成本刚性，2020Q1 盈利能力指标大幅下降，毛利率降至 5.6%，净利率降至-28.2%。惠誉博华认为，鉴于自 5 月 6 日 0 时起高速已恢复收费，下半年行业盈利将重回稳定或小幅正增长。

图 9：2020Q1 部分样本企业营业收入及净利润同比增速



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

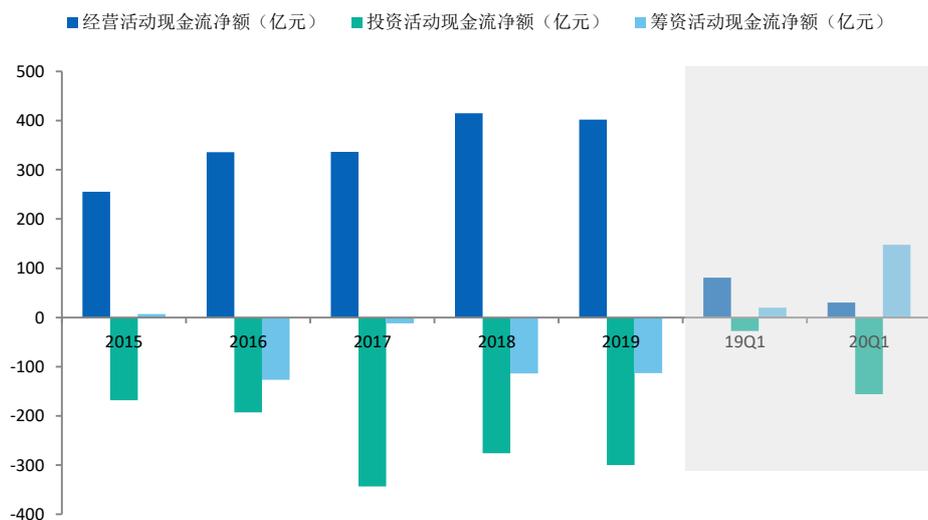
### 稳定的经营活动现金流为高速公路行业对外投资、还本付息及支付分红提供有利支撑

高速公路行业经营平稳，通行费收入相对稳定，收入变现能力较好，2015~2019 年样本企业经营活动现金流净额年均复合增长率 12.0%。行业经历了大规模投资阶段步入成熟期后，目前处于从增量扩张向存量调整和切换的阶段，资本性支出主要集中在路产改扩建。中国经营性高速公路收费期限一般不超过 25 年，运营年限较久的高速公路剩余经营期限或不足 10 年；如行业龙头山东高速，核心路产济青高速剩余收费年限 10 年，京台高速相关路段剩余收费年限 3~13 年不等，为延长经营期限、缓解运力紧张，山东高速于 2016 年、2019 年分别开始济青高速和京台高速德州至齐河段的改扩建工程，在原有路产基础上拓宽车道，改扩建完工后形成双向八车道；自改扩建以来，山东高速资本开支规模持续增长，2016~2019 年该指标年均复合增长率 25.4%。从样本企业整体来看，资本支出规模虽有所增长，但其年均复合增长率低于经营活动现金流净额的年均复合增长率，自由现金流（FCF）持续为正。2019 年，样本企业资本支出共 251.5 亿元，其中山东高速 87.4 亿元、宁沪高速 48.5 亿元，占样本企业总规模的 54.0%（2018 年占比为 52.6%），资本支出向行业龙头集中。

2016 年以来，样本企业筹资活动现金流净额持续为负，绝对值有扩大趋势，主要系行业还本付息压力较大叠加高分红策略所致；近年样本企业分配股利、利润或偿付利息支付的现金金额/筹资活动现金流净额比例持续在 50.0% 以上，近五年平均值为 60.1%；根据 Wind 数据，截至 2019 年末，交通运输业三年累计分红占比中位数 51.9%，高速公路行业中位数 62.9%。稳定的经营活动现金流为高速公路行业对外投资、还本付息及支付分红提供有利支撑。

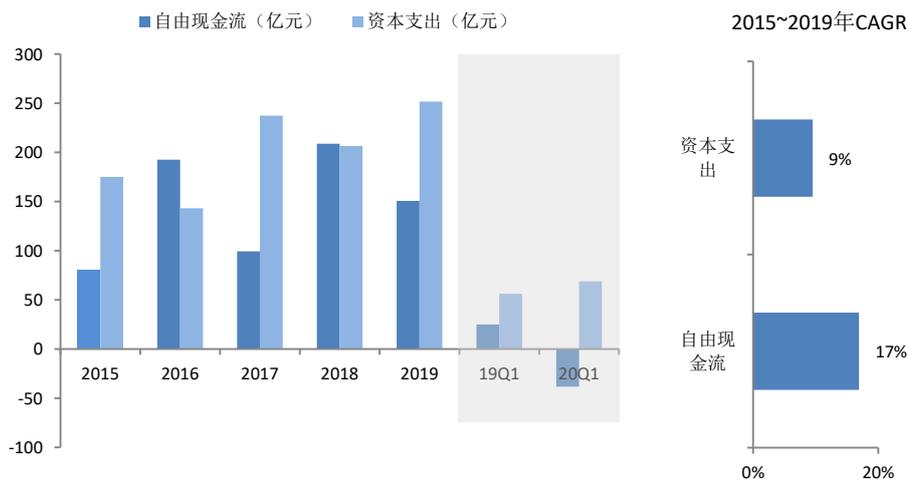
2020Q1 由于高速公路免费政策导致的通行费收入下降使得样本企业经营性现金流净额同比大幅下降，同时资本性支出并未减速，样本企业自由现金流由正转负。

图 10: 样本企业现金流



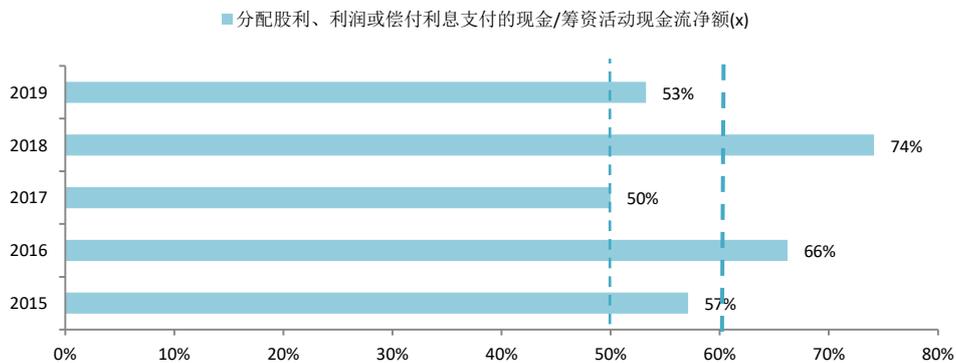
资料来源: Wind, 惠誉博华整理

图 11: 样本企业自由现金流和资本支出



资料来源: Wind, 惠誉博华整理

图 12: 样本企业分配股利、利润或偿付利息支付的现金金额/筹资活动现金流净额



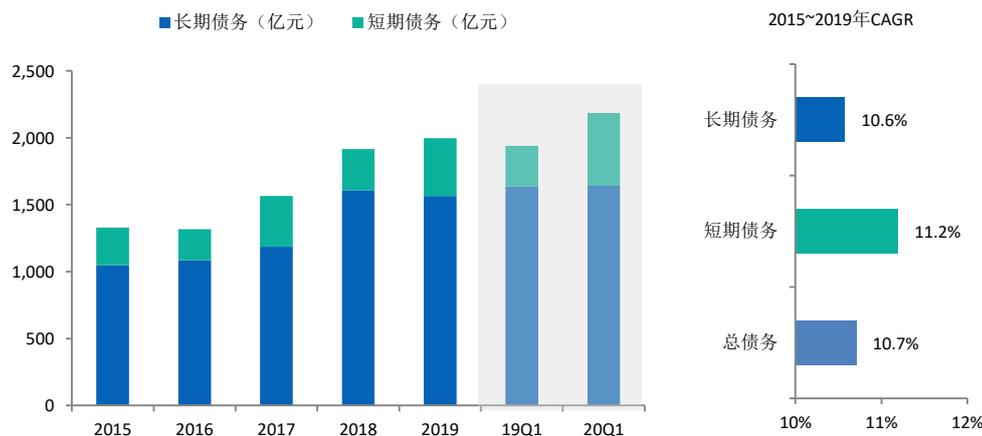
资料来源: Wind, 惠誉博华整理

2019年中国高速公路行业债务压力持续，FFO净杠杆率进一步提高

高速公路行业具有初始资本性投入大，收益期限长的特点，该特点导致其收入与支出期限错配矛盾，近年行业支出增速远高于收入增速，行业收支缺口持续扩大，需要通过举债平滑期限结构，缓解错配压力。债务融资一向为中国收费公路建设及运营的重要资金来源，其中银行贷款约占65%，其他债务约占5%。为优化收费公路债务结构、减轻债务利息负担、化解债务风险，国家出台了相应政策对行业进行支持。2019年5月16日，国务院办公厅发布《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》（国办发【2019】23号），提及要推动政府收费公路存量债务置换，允许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。2020年4月30日中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，允许基础设施补短板行业，如仓储物流、收费公路等，通过REITs架构进行融资，构建投融资闭环。若未来REITs业务能够顺利开展，将拓宽收费公路行业未来融资渠道，还可通过盘活存量资产改善企业现金流、资产负债率和资产周转率，缓解期限错配矛盾及满足稳杠杆需求。另一方面，基础设施REITs在具体操作执行层面或将面临较多挑战，未来实际效果尚需进一步观察。

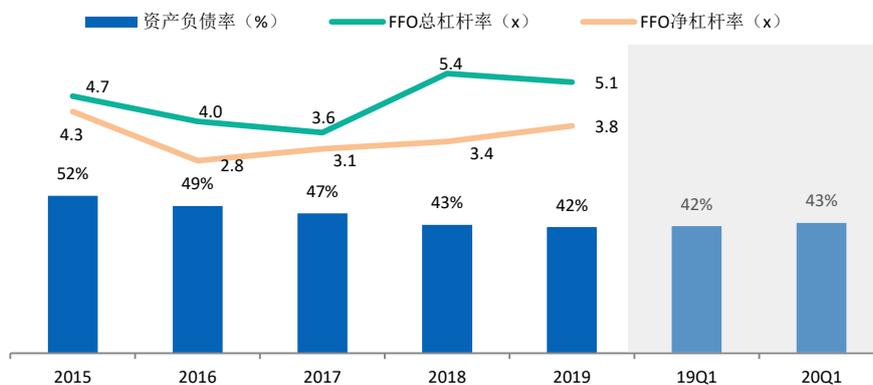
2015~2019年，随着高速公路里程的增加，样本企业有息债务持续增长，年均复合增长率10.7%；与高速公路资产长期性匹配，高速公路行业债务结构以长期债务为主，2019年末长期债务占比75.2%。在中国经济去杠杆的大背景下，近年高速公路行业资产负债率中位数持续下降，2019年降至42.0%。2019年，FFO总杠杆率（即“总债务/（FFO-财务费用）”）中位数虽略有下降至5.1倍，FFO净杠杆率（即“净债务/（FFO-财务费用）”）却上升至3.8倍，行业债务压力沉重，运营现金流对债务的保障能力持续减弱。2020Q1，高速公路行业短期债务同比增长79.5%至541.9亿元，总债务同比增长12.7%至2,184.6亿元，债务压力进一步加大。

图 13：样本企业有息负债



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 14：样本企业资产负债率、总杠杆率及净杠杆率



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

### 高速公路行业流动性持续式微

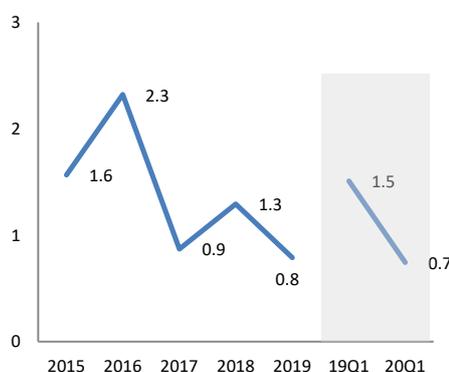
惠誉博华使用现金及现金等价物/短期债务指标衡量企业的流动性。近年高速公路行业样本企业流动性波动较大，2019年该指标中位数为0.8倍，较2018年下降0.5倍，现金及现金等价物不足以偿付一年内到期的有息债务，流动性承压。2020Q1在疫情及高速免费政策的双重压力下，流动性进一步恶化。

2019年，样本企业债务余额持续增长，经营活动现金流净额/总债务比率下降至0.2倍，经营性现金流对债务保障能力承压。2020Q1受到高速免费政策的影响，通行费收入大幅缩水，经营活动现金流净额同比下降62.3%，自由现金流由正转负，同比下降253.2%。

高速公路行业EBITDA对利息的保障程度较高，近年维持在5.0倍以上；但随着债务余额的持续增长，总债务/EBITDA呈现缓慢上升趋势。

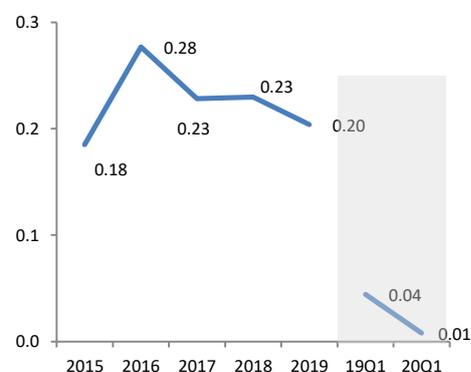
2020年3月交通运输部在新闻会上表示正在制定纾困政策，包括延缓付息、本金展期或者续贷及延长经营期限等高速公路企业保障方案，以帮助受到疫情影响的高速公路企业疏解流动性压力；截至本报告日，交通运输部尚未出台相关政策。

图 15：样本企业流动性



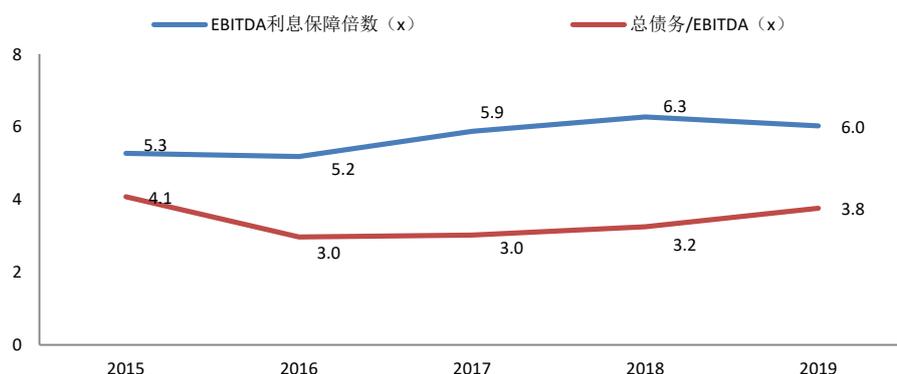
资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 16：样本企业经营活动现金流净额/总债务



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 17：样本企业 EBITDA 利息保障倍数及总债务/EBITDA



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

近年来，经济增速下行压力持续，高速公路客货运量承压。2020Q1受疫情冲击及高速免费政策影响，高速公路行业收入、利润及现金流显著下滑，这对其全年业绩拖累已不可避免。因此，高速公路行业短期信用状况有所弱化。考虑到高速公路作为极其重要的交通基础设施，具有自然垄断属性，兼备经济和社会效益；疫情结束后中国经济将继续保持稳健增长；以及2020年3月以来，国家推动新基建加速落地，支持智能交通行业长远发展，为高速公路行业提供新业务增长点，惠誉博华认为，进入成熟阶段后，高速公路行业未来将保持稳健发展。

#### 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。