

客运困局难掩行业高韧性

——高速公路行业现状及展望

在过去的2024年，高速公路客运的发展态势令人关注。从日常出行体验和社会舆论来看，似乎呈现出一片繁荣之景。每逢节假日，高速公路上车辆川流不息，服务区也人来人往，直观上给人一种客运量显著增长的强烈感受。但深入分析后，却发现与直观感受大相径庭。实际的客运量并没有如感官所感知的那般呈现出强劲的增长态势，客运量虽较2023年有所恢复，但仍在历史地位，且旅客出行距离不断下滑，一定程度上影响行业盈利情况。这一现象背后，是复杂的经济形势、交通出行结构变化等多种因素交织作用的结果。

债市表现上，行业债券发行量再创新高，且净融资额大幅回升，发行成本显著下降；二级利差上，高速行业整体低于全部产业债，近年来差距已明显压缩，2024年利差走势呈现波动，但整体区间不大。

最后，个体信用方面，企业盈利与现金流略有弱化是普遍现象；债务方面，现代投资、湖南投资和河北交投负债率超过75%；有息债务上近一半主体出现增长，期限结构方面，吉林高速、大通公司、赣粤高速、龙江交通、楚天高速和成南高速表现不佳，其中楚天高速、大通公司和成南高速的短债保障较差，短债压力值得关注。债券层面，苏交通、蜀道集团、山东高速集团、安徽交控、河南交投、宁沪高速和甘肃公投等企业存量债券大部分在一年内到期（含行权），其中宁沪高速和楚天高速期末现金对短期到期的债券保障偏弱；另一方面，上述大部分主体均有较好的债券续发能力，仅中原高速2024年无新债发行，后续关注其债券接续情况。

尽管行业面临经营弱化的压力，但依然能够贡献较稳定的现金流，债务层面变化不大，同时较强的债券接续能力也有助于维护债务的安全。总体来看，高速行业的韧性依然足够“优秀”。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

一、行业概况	3
二、行业基本面	6
2.1 投资情况	6
2.2 经营情况	8
三、债市表现	20
3.1 一级市场	20
3.2 二级市场	20
四、主体情况	22
4.1 资产结构	22
4.2 盈利能力	23
4.3 现金流	26
4.4 债务压力与保障	28
五、总结	32

一、行业概况

交通运输行业包括铁路、公路、水路和民航等，其中公路运输在营业里程、货运量、客运量及固定资产投资等方面均遥遥领先于其他三种运输方式。2023 年公路固定资产投资 2.82 万亿，里程达 543.68 万公里，货运量和客运量分别为 403.37 亿吨和 110.12 亿人。2024 年前 11 个月，公路固定资产投资 23,627.02 亿元，同比下降 10.80%；2024 年全年货运量和客运量分别为 418.80 亿吨和 117.81 亿人，相同口径同比分别增长 3.83%和 6.98%，我国对交通运输行业的投资不断向公路倾斜（固定资产投资占比提升），近年来规模也处于增长趋势中，但 2023 年以来略有下滑；货运占比变化不明显，但规模不断提升，客运上，受 2022 年低基数效应影响，2023 年以来总量及占比均有恢复，但较疫情前的 2019 年来看，幅度不够，仍存在差距；营业里程上，公路占比几乎不变，近年来增长速度放缓。

表 营业里程、货运量、客运量和固定资产投资

时间	类型	营业里程 (万公里/ 个)	货运量 (亿 吨)	客运量 (亿 人)	固定资产投资 (亿 元)
2024 年	公路	-	418.80	117.81	23,627.02
	铁路	-	51.75	43.12	8,506.00
	水路	-	89.05	2.60	1,979.66
	民航	-	0.09	7.30	1,350.00
2023 年	公路	543.68	403.37	110.12 (新) /45.73 (旧)	28,240.00
	铁路	15.90	50.35	38.54	7,645.00
	水路	12.82	93.67	2.58	2,016.00
	民航	259.00	0.07	6.20	1,241.00
2022 年	公路	535.48	371.19	35.46	28,527.00
	铁路	15.50	49.84	16.73	7,109.00
	水路	12.80	85.54	1.16	1,679.00
	民航	254.00	0.06	2.52	1,231.00
2021 年	公路	528.07	391.39	50.87	25,995.00
	铁路	15.00	47.74	26.12	7,489.00
	水路	12.76	82.40	1.63	1,513.00
	民航	248.00	0.07	4.41	1,222.00
2020 年	公路	519.81	342.64	68.94	24,312.00
	铁路	14.60	45.52	22.04	7,819.00
	水路	12.77	76.16	1.50	1,330.00
	民航	241.00	0.07	4.18	1,050.00
2019 年	公路	501.25	343.55	130.12	21,895.00
	铁路	13.90	43.89	36.60	8,029.00
	水路	12.73	74.72	2.73	1,137.00
	民航	238.00	0.08	6.60	969.40

注：民航为机场个数，单位为个，公路固定资产投资、水运货运量和水运固定资产投资为 2024 年 1-11 月数据；2023 年末，根据客运统计改革要求，公路营业性客运量包括班车包车客运量、公共汽电车城际城乡客运量、出租汽车（含巡游出租汽车、网络预约出租汽车）城际城乡客运量，后续数据统计口径以此标准。2023 年以前公路客运量统计口径仅包含传统的班车包车客运量数据来源：交通运输部、wind、胜遇研究团队整理

政策上，从“八五”计划到“十五五”规划，国家对高速公路行业的支持政策不断升级和完善。特别是近年来，随着智慧交通、新基建等概念的兴起，国家更是将智慧高速公路视为未来交通发展的重要方向，加大了政策支持和资金投入力度。2022 年银保监会、交通运输部发布《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》提出，支持保险公司参与公路交通建设。充分发挥保险资金规模大、期限长、稳定性高的优势，鼓励保险机构通过债权、股权、股债结合、资产支持计划和私募基金等形式，参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设。2024 年 11 月，国务院同意，交通运输部会同国家发展改革委联合印发《交通物流降本提质增效行动计划》，对公路等领域给出实施方案。2024 年 12 月，交通运输部在“中国经济高质量发展成效”中称，2025 年将加快完善国家综合立

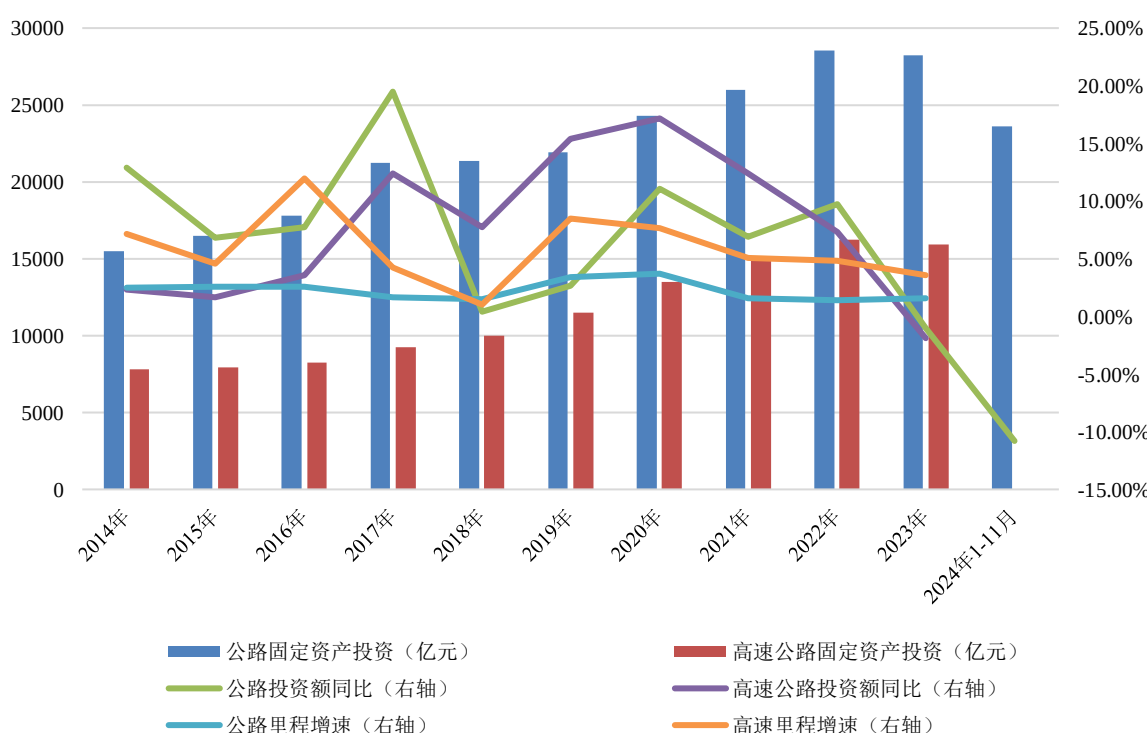
体交通网，发挥综合交通运输优势，推动公路货运市场治理和改革，降低全社会物流成本。值得关注的是，早在2022年1月，国务院发布《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025年）》中表示我国正加快优化运输结构，推动大宗物资运输实现“公转铁”“公转水”，实现交通运输“双碳”目标，未来交通运输结构可能发生变化。

二、行业基本面

2.1 投资情况

公路投资是交通固定资产投资的重要组成部分，2024年公路投资占交通固定资产的比重达66.63%，而高速公路投资在公路投资中比重接近60%。近年来国家对高速公路的投资份额仍在增长，但自2023年以来体量有所下降，从2024年前11个月数据来看，公路投资额已同比下降10.80%，以过去十年高速投资占公路投资的平均比重51.5%来估算2024年高速公路投资额，同比降幅达两位数。从里程增速上看，2017年之前高速里程增速显著快于公路里程增速，高速公路建设仍处在较快速的发展阶段，而2017年之后高速里程增速放缓，2019年和2020年虽有改善，但并不持续。我们用上一年的投资规模/当年里程增量来估算每单位新增里程需要的投资额（投入产出之间的时间差暂忽略不计），可以看出投资效率自2020年起加速弱化，2023年更为明显，仅优于2018年，但弱于过去10年水平。综合来看，高速公路的投资正逐步缩减，背后原因包括高速饱和度提升、财力下降、债务负担加重等。

图 高速公路及公路固定资产投资、里程等同比变动



数据来源：wind、胜遇研究团队整理

从各省的投资情况看，2024年1-11月¹，四川、浙江、湖北、广东、山东、安徽、江苏、河南和广西投资规模均超过千亿位列第一梯队，云南当期降幅较大，已连续近3年出现下滑，掉出千亿行列；而北京、上海、海南、青海、宁夏和天津不足2000亿元，排名靠后，直辖市和海南本身面积较小，受到一定制约，而青海、宁夏投资额较低，且自2023年起已连续下滑。从增速来看，2024年前11个月天津、北京、辽宁和西藏涨幅相对较大，但受自身低基数的影响，总量相对一般；湖北、福建、安徽、河北和浙江已实现连续增长，但2024年1-11月增幅一般；河南、贵州、广西、宁夏、青海、甘肃和云南同比降幅较大，值得注意的是青海、宁夏、云南已呈现连续下降的现象，出现此情况的还包括吉林、上海、新疆、陕西、江西、内蒙古、山西、重庆、江苏和黑龙江。

表 各省份高速公路投资及同比变动（亿元）

省份	2024年11月	2023年	2022年	2020年	2024年同比	2023年同比
天津	45.09	28.73	28.31	71.68	103.63%	1.46%
北京	180.45	143.51	180.20	137.27	56.89%	-20.36%
辽宁	259.28	243.43	186.40	84.19	15.08%	30.60%
西藏	253.14	242.60	136.80	408.76	10.00%	77.34%
湖北	1,772.14	1,754.49	1,295.48	982.36	9.03%	35.43%
吉林	246.39	255.58	273.41	227.58	8.06%	-6.52%
福建	640.98	653.80	664.03	641.69	5.99%	-1.54%
安徽	1,378.44	1,414.44	1,198.77	749.37	5.44%	17.99%
浙江	2,169.74	2,134.23	2,021.08	1,672.69	5.01%	5.60%
河北	790.55	774.06	663.10	881.57	3.69%	13.73%
上海	132.09	150.32	180.40	146.84	1.27%	-16.68%
海南	129.94	151.74	178.84	162.92	0.74%	-15.15%
四川	2,313.47	2,622.83	2,394.41	1,842.48	7.45%	9.54%
山东	1,542.60	1,756.72	1,737.49	1,381.45	7.93%	1.11%
广东	1,684.80	2,108.51	1,920.61	1,950.70	8.06%	9.78%
陕西	389.74	466.58	433.23	637.40	8.72%	7.70%
江西	680.94	827.49	824.19	843.85	9.79%	0.40%
内蒙古	321.58	358.69	371.34	421.43	10.07%	-3.41%
新疆	792.80	938.65	880.95	666.27	13.04%	6.55%
湖南	743.87	917.87	1,270.12	646.41	15.47%	-27.73%
重庆	542.03	666.95	672.81	633.01	15.48%	-0.87%
黑龙江	332.40	404.39	433.61	315.39	16.16%	-6.74%
江苏	1,278.46	1,642.61	1,154.45	906.94	19.19%	42.28%
山西	555.44	701.45	845.97	642.79	19.26%	-7.08%
河南	1,097.82	1,507.88	1,572.28	646.42	24.33%	-4.10%
广西	1,181.84	1,744.48	2,207.06	1,277.57	24.55%	-20.96%
贵州	803.36	1,148.39	1,115.30	1,181.15	24.74%	2.97%
青海	116.45	163.41	252.88	235.07	28.06%	-35.38%
甘肃	380.98	585.41	959.06	961.54	33.62%	-38.96%
宁夏	79.12	123.66	156.47	138.43	34.12%	-20.97%
云南	791.10	1,607.03	2,030.24	2,891.53	45.59%	-20.85%

¹ 全年数据未披露

注：数据上 2020 年和 2022 年仅有 1-11 月投资数据，我们用两种估算方法的平均数，方法一，2023 年 1-11 月数据/2023 年全年数据作为推算比例估算 2020 年和 2022 年全年数据；方法二，假定每月规模一致，计算 2020 年和 2022 年每月均值，估算全年数据。

数据来源：wind、胜遇研究团队整理

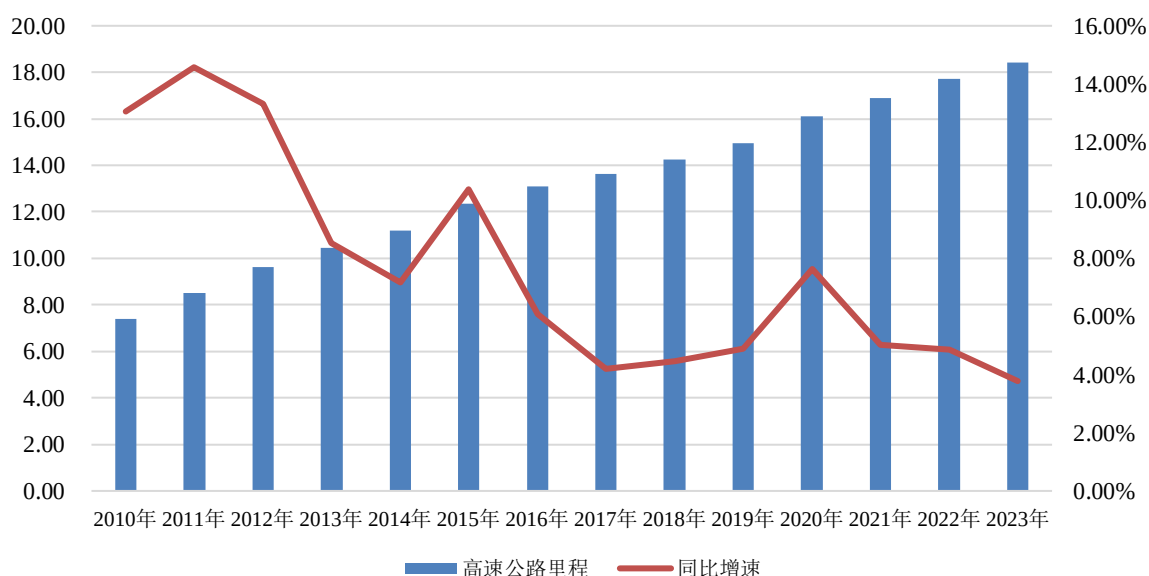
2.2 经营情况

高速公路盈利主要受到价格、里程、流量、成本和政策等影响。在收入端，影响高速公路的主要是价格、收费里程和车流量。在成本端，主要系运营、养护及财务成本，以及在改扩建时产生的成本。

价格方面，由于高速公路具有的民用属性，自身不具有定价权。根据2019年下半年实行的《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，从2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，鼓励减少空载。近年的政府工作报告均提出降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效的要求，高速公路较难提价。

从里程来看，我国自1988年第一条高速公路通车以来，高速公路里程快速增长，在1988年到2002年间，我国高速公路里程复合增长率达48.39%，从2003年到2012年增速有所放缓，复合增长率为13.95%，此后2015年、2020年作为“十二五”和“十三五”收官之年，建成通车项目较多，增速提高，其余大部分年份增速有所下降，但仍维持正增长，而在2020年之后，疫情影响之下，增速继续下滑，但里程仍不断增长。截至2023年末，我国已建成高速公路里程18.36万公里，较2022年增加0.64万公里，其中国家高速公路里程12.23万公里，增加0.24万公里。

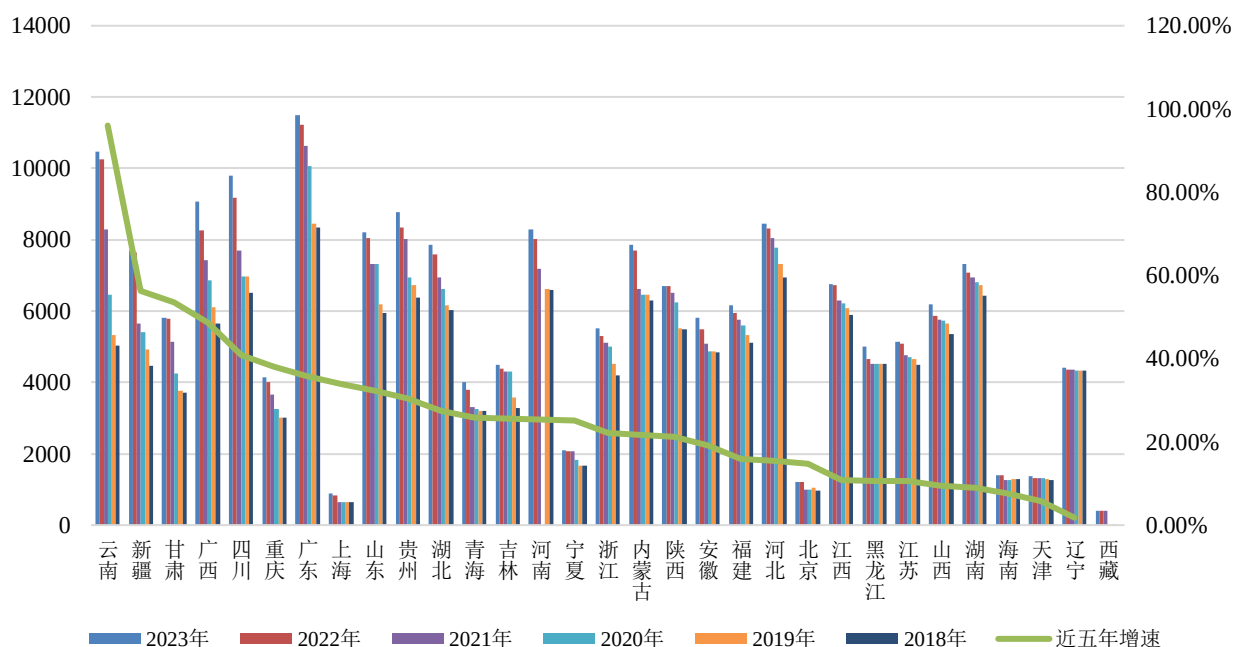
图 高速公路里程及变动（万公里）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从各省份数据来看，广东和云南2023年高速公路里程超过1万公里；里程在8000公里以上的还有6个省份，分别为四川、广西、贵州、河北、山东和河南；内蒙古、湖北、新疆、湖南、安徽、江西和山西7个省份高速里程在6000-8000公里；浙江、江苏和吉林3省份里程在5000-6000公里区间；其余省份均不足5000公里。新增里程中是以西藏、广西、四川、青海等西部区域涨幅快。目前东部路网基本建成，未来高速公路网络的发展中心将向西移动。增速上看，近五年来西藏涨幅最快，云南高速里程近乎翻倍，新疆和甘肃涨幅超过50%，广西接近50%，而山西、湖南、海南、天津、辽宁增速不超过10%，增速较差。

图 各省份高速公路里程（公里）

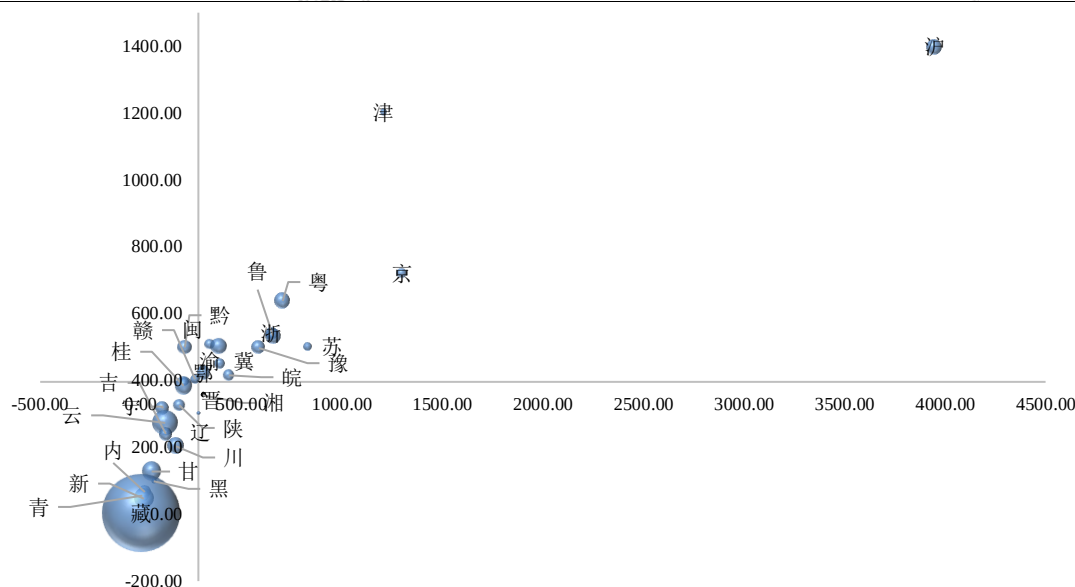


注：西藏近5年增速为97.37%

数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

由于各省份区域面积差异较大，导致高速通车里程存在显著差别，我们把路网密度、人口密度和高速里程的增速通过下图结合来看，第一象限的上海、北京、天津等人口密度和路网密度均较高，随着人口增多高速里程不断提高，处在正常水平。第二象限人口密度一般但路网密度较高，在此象限的区域需要关注的是是否存在建设过快的情况。第三象限人口密度不高且路网密度较低，对于高速里程涨幅较大的云南、新疆、西藏和甘肃等地，同样要关注公路投资是否超前的问题。此外，无省份出现人口密度高而路网密度低的情况。

图 各省份路网密度、人口密度和高速里程增速气泡图（公里/万平方公里、人/平方公里）

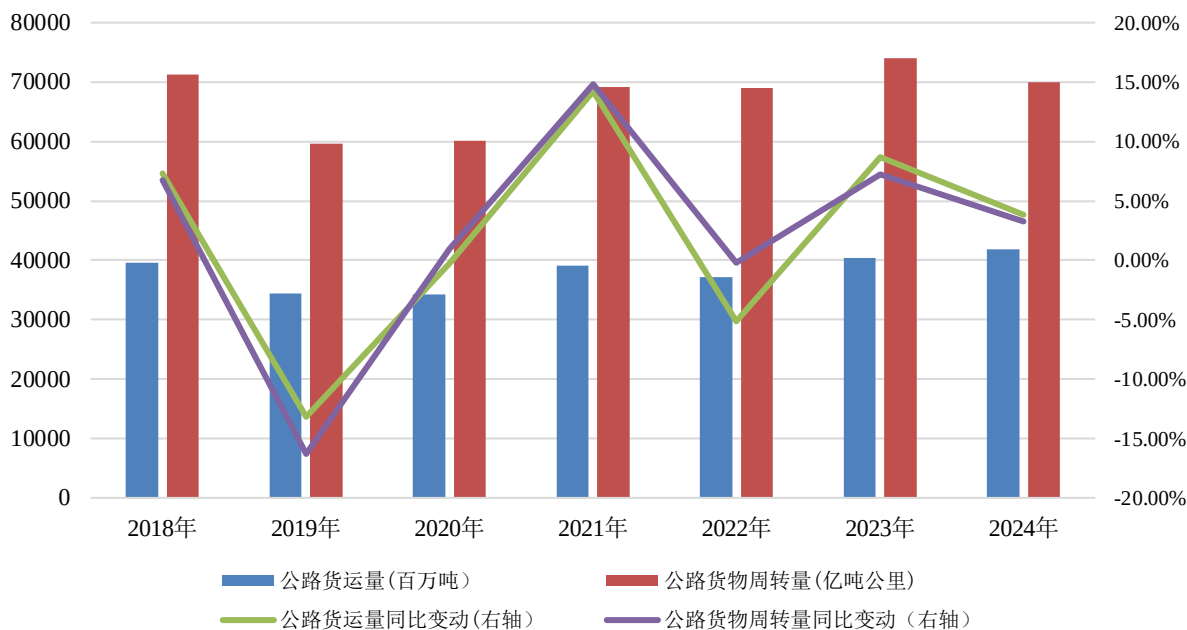


注：横坐标代表人口密度（单位：人/平方公里），纵坐标代表路网密度（单位：公里/万平方公里），气泡大小代表路网里程增速大小

数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

以目前的情况估计，高速公路已进入存量市场，投资额缩窄，新增里程有限，未来行业更加依赖运营情况，核心即车流量情况，为了便于统计，我们用更为直观的客、货运量及周转量来判断车流量情况。先看货运，2024年货运量同比增长3.83%，2024年1-11月货物周转量增长3.31%，货运情况与宏观经济息息相关，近年来存在一定的波动性，2024年货运量好于疫情阶段，是2018年以来同期最高水平，但增幅并不明显；从货物周转量看，表现较一致，虽有增长但并不显著。

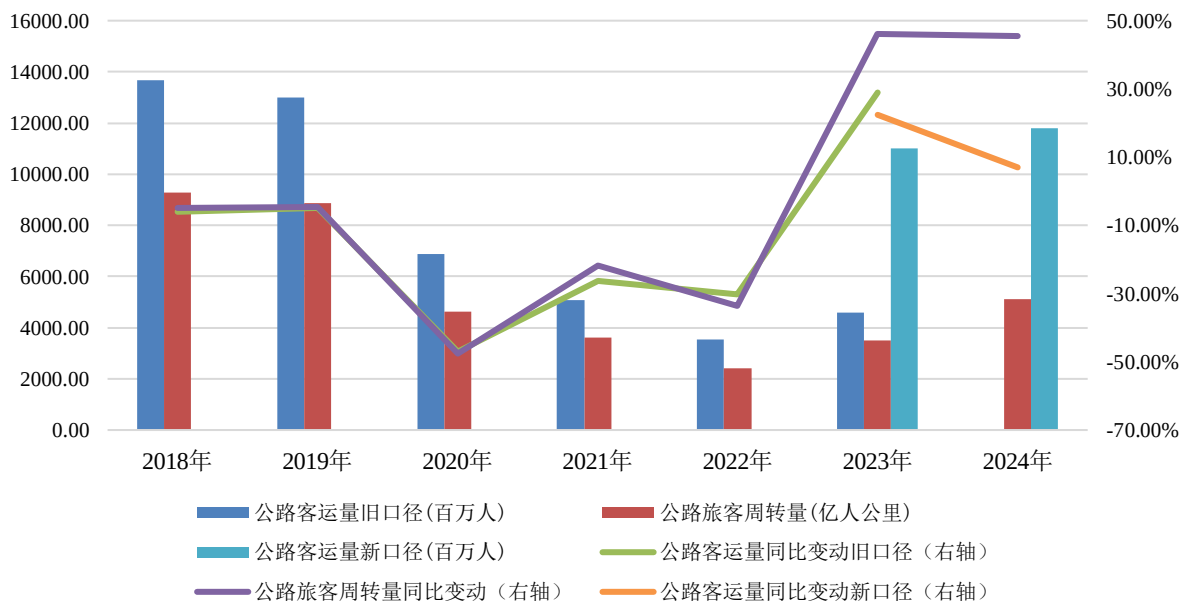
图 公路货运量、货物周转量及同比变动



注：货物周转量是2024年1-11月数据
数据来源：wind、胜遇研究团队整理

公路客运相比于货运更具有消费属性，经济压力之下，客运情况较货运表现更差，以2024年数据看，旅客周转量尽管同比增长45.47%，但总规模仅略好于2020年水平，较2018、2019年仍有近一倍的差距；客运量表现更差，以新口径来看，2023年和2024年客运量分别为110.12亿人和117.81亿人，分别同比增长22.40%和6.98%，2024年客运量虽较2023年有所恢复，但即便在增加统计维度的新口径标准下仍是1998年以来的次低水平（不考虑2020-2022年；2023年为最低水平）。我们以周转量/运量估算平均周转里程，2024年旅客平均出行距离已降至43.43公里，较近5年均值65.37公里来看，短途经济更受青睐。

图 公路客运量、旅客周转量及同比变动



数据来源: wind、胜遇研究团队整理

从各省情况来看, 2024年前11个月, 山东、安徽、河南、广东、浙江、河北等东部中部省份在货运总量上领先于其他省份, 而上海、吉林、宁夏、黑龙江、天津、北京、青海、海南和西藏货运量显著弱于其他省份。从增速情况来看, 2024年前11个月, 绝大部分省份同比有所增长, 贵州增速更是超过10%, 仅有广东和重庆同比有所下降。与疫情前的2019年对比, 青海、内蒙古、江西、贵州和宁夏等省份同比增长较显著, 而北京、广东和上海变动不大。

图 各省份货运量及同比变动 (百万吨)

地区	2024年1-11月	2023年	2022年	2024年1-11月同比	2023年同比
北京	179.44	193.99	185.49	0.62%	4.58%
天津	325.59	337.42	303.82	5.20%	11.06%
河北	2094.83	2174.92	1967.27	3.93%	10.56%
山西	1182.91	1217.51	1070.24	4.64%	13.76%
内蒙古	1457	1463.72	1267.09	7.33%	15.52%
辽宁	1458.9	1533.05	1394.03	3.37%	9.97%
吉林	464.99	490.34	408.13	2.12%	20.14%
黑龙江	394.69	416.19	386.16	3.60%	7.78%
上海	472.39	504.36	448.46	2.90%	12.46%
江苏	1719	1834.85	1599.36	3.03%	14.72%
浙江	2196.17	2228.03	2059.35	8.66%	8.19%
安徽	2441.2	2609.39	2459.82	2.41%	6.08%
福建	1019.98	1104.97	1069.39	1.62%	3.33%
江西	1748.32	1880.06	1783.66	2.25%	5.40%
山东	2663.32	2855.67	2769.06	1.44%	3.13%
河南	2360.85	2513.33	2300.55	2.52%	9.25%
湖北	1668	1730.45	1449.79	6.45%	19.36%
湖南	1889.2	2006.74	1861.23	3.41%	7.82%
广东	2281.95	2528.09	2424.74	-0.22%	4.26%
广西	1601.95	1720.05	1632.19	2.83%	5.38%
海南	77.13	77.74	68.44	8.57%	13.59%
重庆	1040.56	1175.84	1119.15	-2.46%	5.07%
四川	1725.6	1858.14	1723.29	2.11%	7.83%
贵州	974.24	959.09	878.7	10.86%	9.15%
云南	1295.42	1375.4	1392.17	2.27%	-1.20%
西藏	46.53	49.54	39.34	1.37%	25.93%
陕西	1268.56	1341.02	1211.88	2.34%	10.66%
甘肃	661.26	699.02	640.84	2.34%	9.08%
青海	170.34	179.83	148.74	1.76%	20.90%
宁夏	436.95	450.61	384.63	4.48%	17.15%
新疆	789.33	827.42	672.25	3.74%	23.08%

数据来源: wind、胜遇研究团队整理

2023年,河北、河南、山东、江西、安徽、江苏、山西、浙江的货运周转量相对较高,广东虽货运量排名靠前,但运输距离近,周转量表现一般,上海、黑龙江、贵州、天津、宁夏、北京、青海、西藏和海南与货运量一致,周转量也较弱。从增速上看,2023年周转量均为正增长,其中新疆、甘肃、西藏、青海、浙江和湖北涨幅较大,与疫情前相比,仅北京不及2019年水平。

图 各省份货运量周转量及变动(亿吨公里)

地区	2023年	2022年	2021年	2023年与2019年对比	2023年同比	2022年同比
北京	256.93	225.43	274.41	-6.80%	13.97%	-17.85%
天津	690.04	604.87	672.71	15.13%	14.08%	-10.08%
河北	8472.24	7890.34	8650.1	5.54%	7.37%	-8.78%
山西	3383.22	3164.25	3225.71	25.70%	6.92%	-1.91%
内蒙古	2360.44	2140.96	2218.5	20.77%	10.25%	-3.50%
辽宁	2869.1	2777.53	2719.5	7.76%	3.30%	2.13%
吉林	1440.79	1276.68	1523.81	14.10%	12.85%	-16.22%
黑龙江	891.37	846.09	815.81	12.10%	5.35%	3.71%
上海	895.42	844.42	1037.32	6.70%	6.04%	-18.60%
江苏	3459.48	3207.63	3687.79	6.95%	7.85%	-13.02%
浙江	3142.23	2650.38	2636.97	50.92%	18.56%	0.51%
安徽	3792.65	3695.98	3727.88	16.07%	2.62%	-0.86%
福建	1319.11	1260.62	1233.16	37.05%	4.64%	2.23%
江西	4256.76	4086.42	3960.11	40.01%	4.17%	3.19%
山东	7999.35	7912.63	7517.61	18.58%	1.10%	5.25%
河南	8183.17	7716.19	7026.33	54.41%	6.05%	9.82%
湖北	2424.33	2058.76	2196.18	6.89%	17.76%	-6.26%
湖南	1574.36	1465.02	1461.16	19.57%	7.46%	0.26%
广东	2850.49	2710.33	2980.46	11.18%	5.17%	-9.06%
广西	2000.37	1885.63	1873.39	36.00%	6.08%	0.65%
海南	45.31	39.52	44.72	11.05%	14.65%	-11.63%
重庆	1126.59	1063.3	1155.84	18.27%	5.95%	-8.01%
四川	1983.93	1857.99	1789.79	29.88%	6.78%	3.81%
贵州	783.92	722.91	726.31	42.93%	8.44%	-0.47%
云南	1538.58	1463.38	1377.57	51.55%	5.14%	6.23%
西藏	125.49	102.8	118.91	9.63%	22.07%	-13.55%
陕西	1930.13	1871.02	1818.67	11.48%	3.16%	2.88%
甘肃	2090.51	1690.33	1197.41	113.41%	23.67%	41.17%
青海	209.52	175.26	160.47	65.85%	19.55%	9.22%
宁夏	665.26	597.79	577.7	52.10%	11.29%	3.48%
新疆	1189.14	953.59	681.33	48.32%	24.70%	39.96%

数据来源: wind、胜遇研究团队整理

客运量看, 2024年1-11月江苏、浙江、四川、河南、广东、北京和湖南总量更为突出;

内蒙古、天津、青海、海南、宁夏、上海和西藏客运量较小, 其中海南、西藏增速较好。

对比增速来看, 2024年1-11月及2023年绝大部分省份均保持同比增长, 2024年前11个月,

江西和内蒙古出现下滑, 河南、黑龙江、海南、陕西、西藏、广东、广西、新疆和福建涨

幅均超过10%, 其中河南涨幅达到23.50%; 上海、河南、西藏、青海、甘肃、新疆、河北

和吉林在2023年涨幅较为突出, 而贵州、湖北、云南和湖南增长缓慢; 2024年前11个月与

旧口径下的2019年同期数据做对比, 即使新口径更加宽泛, 仍有河北、天津、福建、辽宁、

广西、海南、江苏、河南、湖南、重庆、甘肃、广东、江西、湖北、陕西和贵州等省份不

及2019年同期水平，安徽、浙江和四川基本与2019年同期持平。总体看虽各省份有恢复，但程度远不够。

图 各省份客运量及变动（百万人）

地区	2024年1-11月	2023年	2019年同期（旧口径）	2024年1-11月同比	2023年同比
北京	588.78	604.89	441.38	7.80%	21.90%
天津	110.00	113.10	111.89	6.30%	15.50%
河北	288.79	295.85	290.76	6.90%	45.00%
山西	222.96	226.62	128.43	7.10%	27.20%
内蒙古	171.00	198.17	59.75	-5.50%	21.30%
辽宁	482.03	485.17	500.49	8.70%	25.90%
吉林	289.74	298.73	209.74	6.60%	40.50%
黑龙江	385.70	361.14	166.94	17.00%	16.60%
上海	65.40	69.08	29.04	3.50%	115.30%
江苏	699.91	753.09	866.02	1.70%	18.70%
浙江	685.26	718.66	667.32	5.00%	12.10%
安徽	438.56	467.63	418.39	2.40%	19.00%
福建	277.84	273.81	285.99	11.40%	14.30%
江西	258.57	286.93	421.05	-1.60%	17.80%
山东	545.81	551.97	454.49	7.50%	26.30%
河南	675.45	606.22	836.74	23.50%	72.70%
湖北	353.48	383.28	637.85	0.60%	9.10%
湖南	583.37	620.06	771.49	2.90%	4.20%
广东	622.59	609.23	925.94	12.60%	19.60%
广西	281.12	275.32	316.61	11.90%	12.30%
海南	73.77	70.17	85.86	16.50%	20.60%
重庆	328.23	330.50	467.41	9.60%	16.30%
四川	679.29	697.69	663.55	6.60%	21.40%
贵州	353.57	377.09	772.34	2.10%	9.30%
云南	337.77	339.34	281.24	8.90%	8.00%
西藏	12.37	11.50	9.35	15.40%	70.10%
陕西	293.58	276.70	540.97	15.70%	33.10%
甘肃	229.99	247.70	330.78	1.30%	49.40%
青海	85.28	88.78	46.48	5.30%	51.60%
宁夏	66.86	72.64	44.96	0.70%	14.30%
新疆	307.41	300.45	144.16	11.60%	49.00%

数据来源：wind，胜遇研究团队整理

2023年，河南、江苏、广东、四川、浙江、湖南、广西和山东客运周转量较好，而北京虽客运量排名靠前，但周转量一般，乘客出行距离相对较近；天津、山西、海南、内蒙古、青海、宁夏和西藏客运周转量表现较差。增速上看，2023年各省份同比均有所增长，其中，青海同比增长超过两倍，西藏、河南、上海、河北、甘肃和山西，增长超过一倍；贵州和湖南同比增长低于20%。然而与2019年相比，所有省份均不及2019年水平，陕西、黑龙江、江苏、河北、江西、安徽、山东、内蒙古、湖北、辽宁、甘肃、山西、贵州和广东降幅超过60%。

图 各省份客运周转量及变动（亿人公里）

地区	2023年	2022年	2021年	2023年同比	2022年同比	与2019年对比
北京	73.78	45.03	54.11	63.86%	-16.78%	-29.58%
天津	47.52	39.55	54.30	20.14%	-27.16%	-39.60%
河北	76.54	36.84	66.46	107.77%	-44.57%	-65.44%
山西	46.59	22.55	55.85	106.60%	-59.62%	-70.67%
内蒙古	32.77	20.43	34.20	60.42%	-40.26%	-67.75%
辽宁	86.89	66.27	96.09	31.12%	-31.03%	-69.23%
吉林	64.25	40.97	72.90	56.83%	-43.80%	-56.76%
黑龙江	52.05	34.39	56.62	51.37%	-39.26%	-62.62%
上海	70.29	33.47	49.68	110.01%	-32.63%	-35.21%
江苏	255.92	203.52	301.58	25.75%	-32.52%	-63.35%
浙江	177.22	139.23	176.87	27.28%	-21.28%	-53.17%
安徽	114.93	75.61	147.82	52.01%	-48.85%	-66.21%
福建	86.75	68.13	74.52	27.33%	-8.57%	-54.34%
江西	83.88	61.30	97.71	36.83%	-37.26%	-65.66%
山东	164.58	98.29	177.83	67.44%	-44.73%	-66.59%
河南	365.98	169.05	293.73	116.49%	-42.45%	-47.64%
湖北	121.54	96.24	128.61	26.29%	-25.17%	-69.00%
湖南	173.67	146.57	195.38	18.49%	-24.98%	-59.93%
广东	251.35	193.83	265.96	29.68%	-27.12%	-77.00%
广西	165.70	131.82	184.22	25.70%	-28.44%	-50.19%
海南	38.52	28.17	42.43	36.74%	-33.61%	-47.70%
重庆	107.65	77.94	120.39	38.11%	-35.26%	-55.70%
四川	228.19	168.59	270.27	35.35%	-37.62%	-47.86%
贵州	133.88	112.24	153.89	19.28%	-27.06%	-71.60%
云南	133.80	103.34	138.03	29.48%	-25.13%	-46.75%
西藏	24.80	10.10	14.77	145.50%	-31.62%	-8.94%
陕西	109.04	62.69	101.97	73.93%	-38.52%	-61.02%
甘肃	66.92	32.23	66.70	107.63%	-51.68%	-70.63%
青海	32.04	10.20	27.72	214.15%	-63.20%	-35.98%
宁夏	28.47	18.97	26.81	50.10%	-29.24%	-38.12%
新疆	108.05	60.01	80.12	80.06%	-25.10%	-2.99%

数据来源：wind、胜遇研究团队整理

再进一步比较平均周转里程（周转量/运量），西藏和上海平均周转里程较其他省份较长，但运量一般；河南、广西、海南、天津、广东、云南、陕西和宁夏次之，而辽宁、内蒙古、黑龙江和北京平均周转里程较短。2022和2023年同比下降是主流，2022年仅有重庆、安徽、河南、北京、西藏、浙江、辽宁、山东和湖南维持增长，与疫情前比较，所有省份周转里程均下降，其中黑龙江、山西和内蒙古降幅较显著，短途出行占主导。

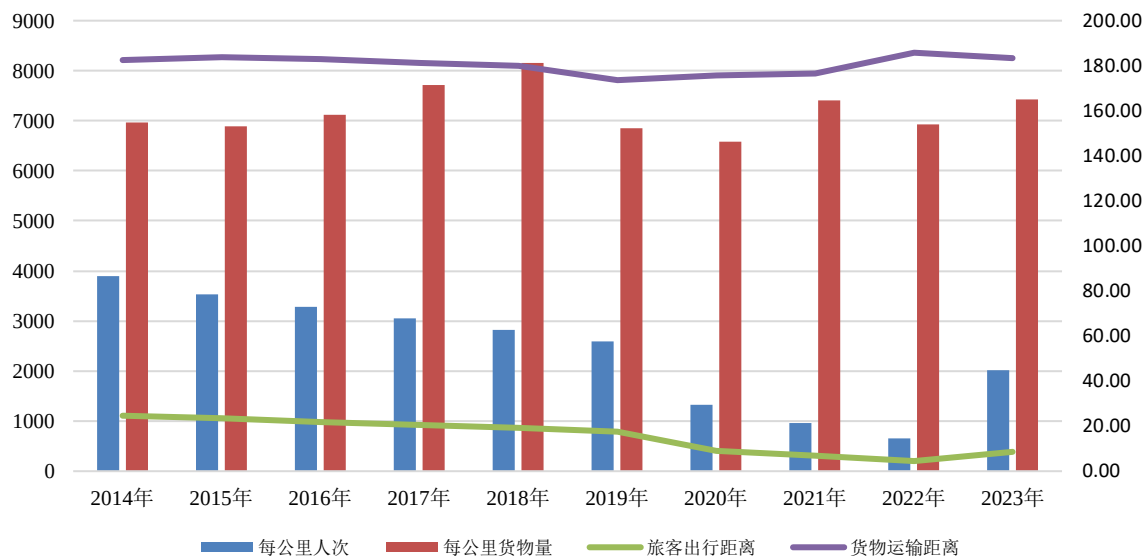
图 各省份平均周转里程

地区	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2023年同比	2022年同比	与2019年对比
北京	12.20	21.34	19.28	17.79	21.76	-42.83%	10.64%	-43.94%
天津	42.01	56.83	60.90	59.89	64.45	-26.08%	-6.68%	-34.82%
河北	25.87	85.75	93.88	78.58	69.82	-69.83%	-8.66%	-62.95%
山西	20.56	91.07	105.78	121.42	113.36	-77.43%	-13.90%	-81.87%
内蒙古	16.54	110.79	127.33	153.23	155.94	-85.07%	-12.99%	-89.39%
辽宁	17.91	50.39	49.63	54.07	51.72	-64.46%	1.54%	-65.37%
吉林	21.51	77.04	79.63	68.12	64.94	-72.08%	-3.25%	-66.88%
黑龙江	14.41	57.16	66.79	71.19	76.47	-74.78%	-14.42%	-81.15%
上海	101.75	116.82	335.68	333.86	342.46	-12.90%	-65.20%	-70.29%
江苏	33.98	62.33	68.87	61.22	73.90	-45.48%	-9.50%	-54.02%
浙江	24.66	77.62	72.95	52.71	51.98	-68.23%	6.40%	-52.56%
安徽	24.58	103.80	90.78	73.83	74.53	-76.32%	14.35%	-67.02%
福建	31.68	70.59	70.82	60.91	60.90	-55.12%	-0.32%	-47.97%
江西	29.23	62.98	65.24	53.77	53.18	-53.58%	-3.47%	-45.03%
山东	29.82	119.18	117.46	81.80	99.34	-74.98%	1.46%	-69.99%
河南	60.37	88.10	78.56	67.83	76.58	-31.47%	12.14%	-21.17%
湖北	31.71	55.27	60.96	60.56	56.35	-42.63%	-9.33%	-43.72%
湖南	28.01	53.03	52.76	50.93	51.50	-47.18%	0.50%	-45.62%
广东	41.26	81.68	96.48	101.25	108.20	-49.49%	-15.34%	-61.87%
广西	60.18	91.04	100.52	93.72	96.31	-33.89%	-9.43%	-37.51%
海南	54.90	81.72	87.38	77.99	78.65	-32.83%	-6.47%	-30.20%
重庆	32.57	54.00	46.94	44.71	47.65	-39.69%	15.05%	-31.65%
四川	32.71	56.54	59.60	64.04	60.46	-42.16%	-5.12%	-45.90%
贵州	35.50	72.24	80.98	88.09	55.96	-50.85%	-10.79%	-36.55%
云南	39.43	88.40	92.19	72.00	81.90	-55.40%	-4.11%	-51.85%
西藏	215.61	258.97	241.34	253.65	266.96	-16.74%	7.31%	-19.23%
陕西	39.41	73.79	79.70	50.32	47.40	-46.60%	-7.42%	-16.86%
甘肃	27.02	58.13	61.69	62.62	63.14	-53.53%	-5.76%	-57.21%
青海	36.09	141.47	174.34	110.11	98.70	-74.49%	-18.85%	-63.43%
宁夏	39.20	86.42	98.82	97.21	93.80	-54.64%	-12.54%	-58.21%
新疆	35.96	57.79	59.42	87.69	70.83	-37.77%	-2.75%	-49.22%

数据来源: wind、胜遇研究团队整理

以运量/公路里程来衡量每公里人次及货物量,从每公里人次来看,2014年以来,人次不断减少,2023年较疫情期间有回升,但仍未达到2019年水平;每公里货物量虽有波动,但整体浮动不大,2023年好于2019年,几乎与2021年持平。周转量/公路里程近似衡量旅客和货运运输里程情况,货运变动不大,客运上看,自2020年以来,旅客更偏向短途,结构性的变化可能导致通行费收入的增长面临更大的压力。

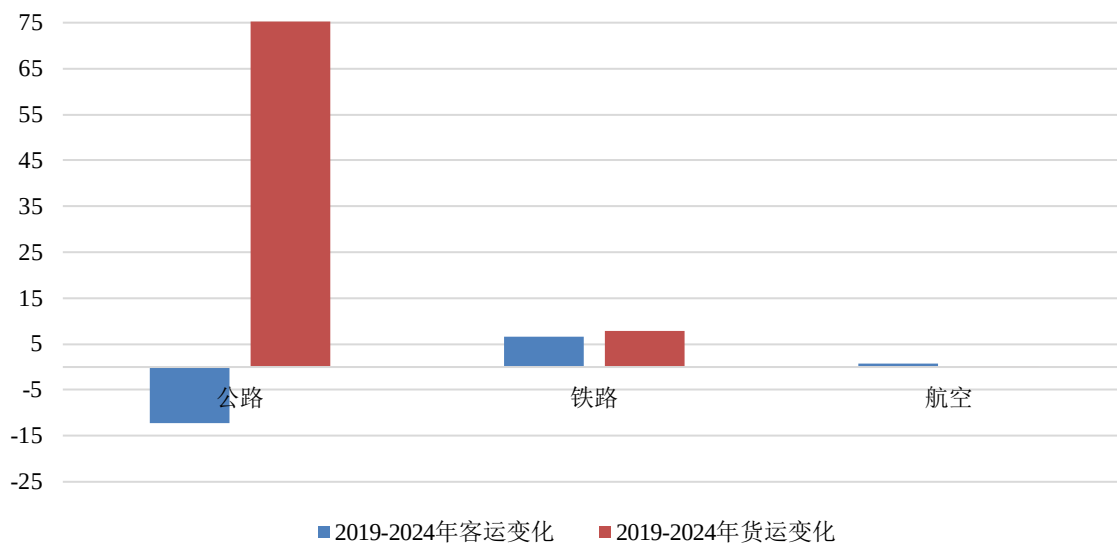
图 每公里人次、货物、旅客和货运运输里程



数据来源: wind、胜遇研究团队整理

综上，客运和货运虽有所恢复，但恢复程度均不理想。其中，客运的恢复情况相对较弱，且更倾向于短途运输。目前看，除了公路运输行业自身的压力外，铁路和飞机的挤占也是重要因素。从铁路来看，2019年中国高铁里程为3.5万公里，而到2024年底，高铁里程已达到4.8万公里，新增1.3万公里，高铁网络的快速扩张使其在交通运输中更具竞争力，后续随着“公转铁”政策的推动，运输结构会继续调整，进一步挤压公路运输的市场份额。从航空来看，近年来，航空票价经历了疫情冲击后的大幅波动，2023年曾短暂回升，但2024年又因市场供过于求等因素回落至较低水平，2024年平均票价为767元（含税），较2019年下降3.8%，票价下降一定程度上刺激了航空出行需求。从公路、铁路和民航2019年-2024年客运和货运的变化来看，仅有公路客运量未达到2019年水平，铁路和民航运输呈现正增长。

图 公路、铁路和民航货运量及客运量变动情况（亿人、亿吨）



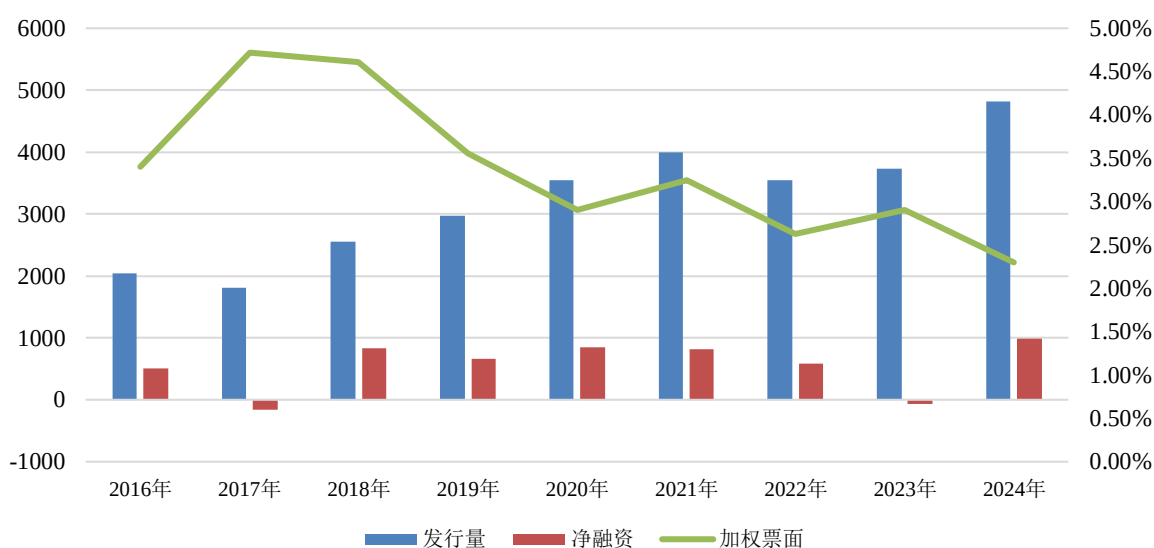
数据来源: wind、胜遇研究团队整理

三、债市表现

3.1 一级市场

2024 年高速公路行业债券一级市场发行量 4,863.90 亿元，超过近年来数据；净融资方面，自 2020 年以来持续下滑，2023 年转负后，2024 年大幅回升，并达到了历史新高。加权票面利率方面，受无风险收益率持续下降以及资产荒等原因影响，行业平均加权票面利率降至 2.30%，较 2023 年下降 61bp。

图 高速公路行业发行量、净融资额和加权票面（亿元）



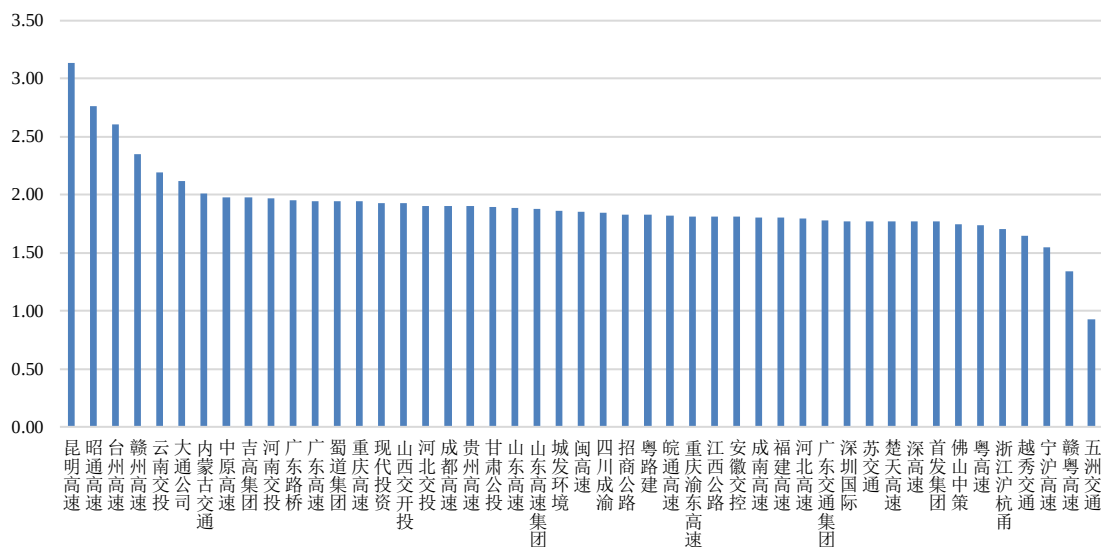
数据来源：wind、胜遇研究团队整理

3.2 二级市场

截至 2024 年 12 月 27 日，高速公路行业存量债券的主体合计 47 家，从主体性质来看，央企 2 家、地方国企 45 家；境内存续债规模 9,828.91 亿元，余额超过千亿的主体 3 家，累计存量 3745.20 亿元，按期限（行权）看，1 年内到期规模 2,749.96 亿元 (27.98%)；1-3 年到期规模 3,784.54 亿元 (38.50%)；3-5 年到期规模 1,328.69 亿元 (13.52%)。

从各企业平均估值来看，估值最低的是五洲交通 (0.93%)、最高的昆明高速 (3.14%)，均值为 1.90%，整体差距有限。

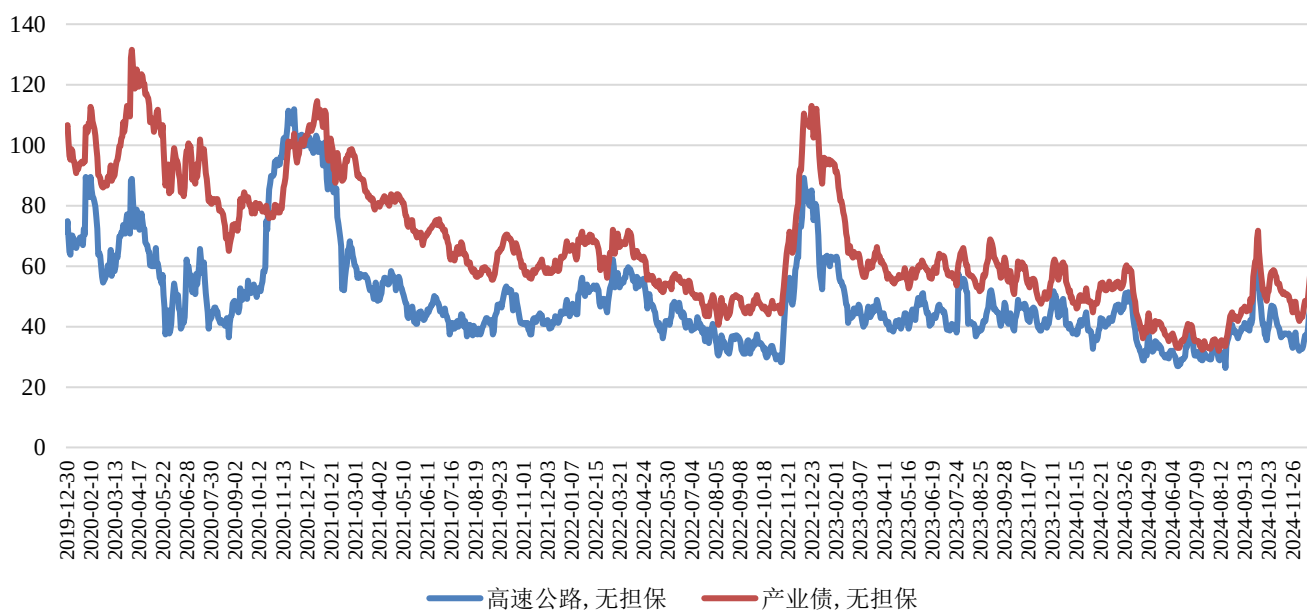
图 高速公路行业中债估值 (%)



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从利差走势来看，过去5年来，除2020年个别月份外，高速公路行业利差均低于全部产业利差，但差距有所缩减，2024年初较2023年初收窄19bp。全年看，1月收窄后2月及3月上旬有所走阔，10月之前处在震荡收窄的区间中，此后开始走阔，整体来看，全年变动不大，2024年12月31日利差为53.25bp，较年初走阔12.71bp，其中低点为8月下旬的26BP，高点为10月10日的61BP，全年波动区间约35BP。

图 高速行业及全量产业债利差走势



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

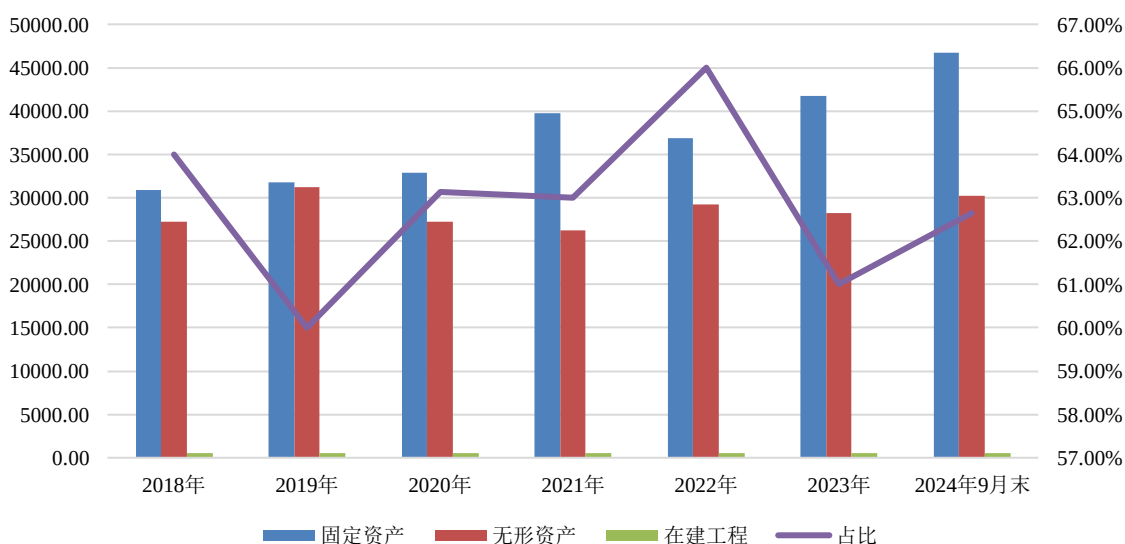
四、主体情况

目前高速公路行业有财务数据的发债主体 47 家，加上 A 股上市高速公路主体共 55 家²，其中越秀交通基建有限公司、北京市首都公路发展集团有限公司、深圳国际控股有限公司、广东省高速公路有限公司、广东省公路建设有限公司、广东省路桥建设发展有限公司、四川成南高速公路有限责任公司、浙江台州高速公路集团股份有限公司和昭通市高速公路投资发展有限责任公司最新财报为 2024 年 6 月，其他主体时间节点均为 2024 年 9 月数据。

4.1 资产结构

高速公路样本企业总资产规模持续增长，在建工程和固定资产是债务投入产出的两项资产，同时以高速公路使用权为主的无形资产规模也很大，这三项资产构成了高速公路企业的主要资产。截至 2024 年 9 月末，固定资产、无形资产和在建工程规模占比合计 62.63%。

图 高速公路企业资产情况（亿元、%）



数据来源：wind、胜遇研究团队整理

通行费收入与固定资产和无形资产的比值（即通行费收入/（固定资产+无形资产））用于衡量高速公路在其资产基础上的运营效率和盈利能力，即每单位路产资产（包括固定资产和无形资产）所创造的通行费收入。较高的比值通常意味着企业在相同的资产基础上能够获得更多的通行费收入，从而具有更强的资产运营效率和盈利能力。具体来看，台州高速、重庆路桥、东莞控股和粤高速运营效率较高，且 2023 年效率较 2022 年仍在提高；而昆明高速、吉高集团、云南交投和昭通高速效率则偏低。变化上，安徽交控、招商公路、内蒙古交通和成南高速 2023 年效率显著降低。

² 相关数据统计中已去除母子公司关系。

图 高速公路企业运营效率

简称	2023年	2022年	变动	简称	2023年	2022年	变动
台州高速	35,922.41	16,917.80	19,004.61	广东高速	1,145.21	1,071.92	73.28
东莞控股	11,274.77	1,190.62	10,084.15	首发集团	411.02	340.80	70.22
重庆路桥	14,491.11	10,883.61	3,607.50	重庆高速	692.09	627.86	64.23
粤高速	5,211.18	3,959.17	1,252.01	楚天高速	1,620.24	1,570.93	49.31
大通公司	2,616.83	1,944.01	672.81	山东高速	1,195.84	1,152.22	43.61
成都高速	2,549.66	1,974.54	575.12	吉高集团	261.05	219.78	41.27
海南高速	922.29	401.71	520.58	闽高速	481.33	440.59	40.73
宁沪高速	2,004.22	1,551.26	452.96	湖南高速	371.38	337.72	33.66
五洲交通	2,354.71	1,902.00	452.70	河北交投	512.07	486.13	25.94
吉林高速	2,740.19	2,331.00	409.19	贵州高速	395.83	379.94	15.89
浙江沪杭甬	3,867.28	3,510.06	357.22	四川成渝	937.62	923.35	14.28
福建高速	2,503.92	2,158.60	345.32	山西交开投	774.34	761.48	12.86
中原高速	1,267.85	992.38	275.47	河北高速	581.17	575.74	5.43
重庆渝东高速	1,951.83	1,689.71	262.12	蜀道集团	367.41	363.49	3.92
河南交投	480.20	274.55	205.65	昭通高速	39.73	36.33	3.40
赣粤高速	1,639.99	1,490.84	149.15	云南交投	215.31	212.94	2.37
龙江交通	2,639.57	2,503.27	136.30	昆明高速	262.99	272.46	-9.46
现代投资	936.58	804.86	131.72	赣州高速	374.30	386.80	-12.49
广东交通集团	1,165.61	1,034.63	130.97	山东高速集团	546.06	567.84	-21.79
佛山中策	848.71	724.10	124.61	苏交通	869.82	892.94	-23.12
深高速	1,574.49	1,461.66	112.83	城发环境	660.77	699.65	-38.88
广东路桥	809.00	697.33	111.67	皖通高速	2,585.50	2,629.53	-44.03
山西高速	1,448.50	1,337.59	110.91	安徽交控	879.90	989.40	-109.51
江西公路	1,459.97	1,356.87	103.11	招商公路	645.58	857.09	-211.50
甘肃公投	401.09	323.68	77.41	内蒙古交通	397.80	1,033.81	-636.01
粤路建	1,529.42	1,453.48	75.94	成南高速	1,189.30	2,586.95	-1,397.65

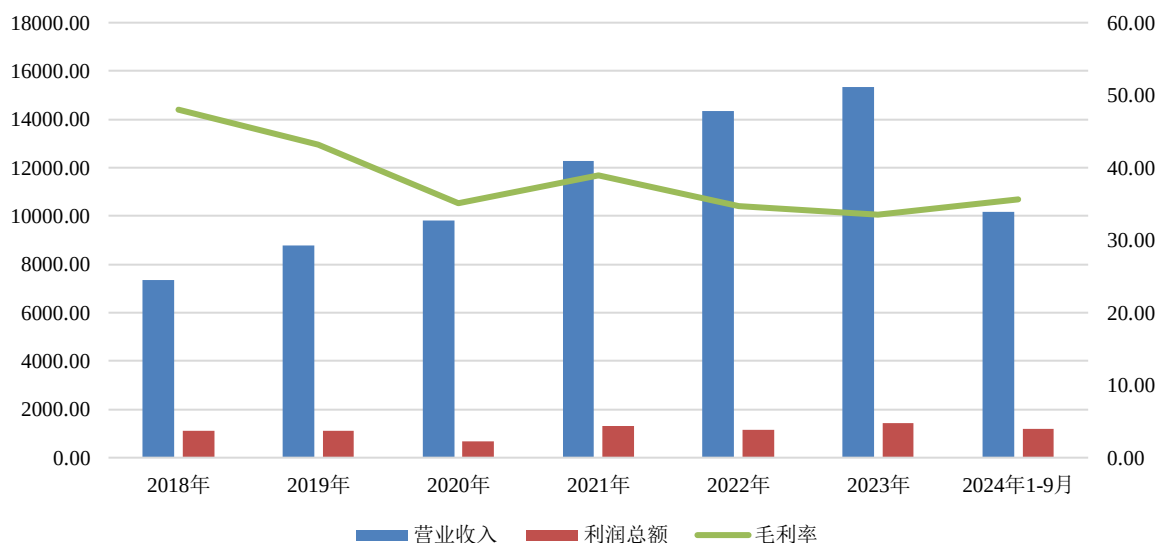
注：无数据主体未列示

数据来源：wind、胜遇研究团队整理

4.2 盈利能力

从盈利情况来看，近年来，营收情况整体呈现增长趋势，但2024年前三季度同比下滑5.07%，幅度不大，与前文所述高速行业面临的运量压力相关。利润总额近年来呈现波动上升，2024年前三季度小幅下滑0.32%。毛利率方面，近年来中位数有所下滑，但2024年前三季度有所恢复。

图 高速公路企业营业收入、利润总额和毛利率（亿元、%）



数据来源: wind、胜遇研究团队整理

从具体的企业来看，2024年前三季度共有34家主体营收同比下降，东莞控股和甘肃公投不足原来一半，昆明高速降幅近60%，其中东莞控股通行费收入小幅下降，部分PPP项目剥离导致营收降幅明显；甘肃公投通行费收入小幅下降，收入大幅下降主要是贸易业务和其他业务收入下滑；昆明高速商贸物流板块收入下降明显，通行费收入略有上升。江西公路、河南交投、赣州高速和台州高速降幅近30%。利润总额上，29家主体利润总额下滑，贵州高速和赣州高速降幅在40%附近，但主要是受租赁、房地产销售等其他业务利润下滑影响；重庆路桥、蜀道集团、越秀交通和湖南高速降幅超过20%，重庆路桥和越秀交通通行费利润总额略有下滑，蜀道集团铁路运营利润下滑严重，湖南高速通行费利润总额有所上行；另一方面，首发集团增速较快但体量小，内蒙古交通涨幅次之，昆明高速和广东路桥由负转正，河北交投、佛山中策和深圳国际增长一倍左右。毛利率水平降幅较大的主体包括皖通高速、海南高速、中原高速、内蒙古交通，涨幅较快的有粤路建、东莞控股、台州高速、广东高速和成南高速。整体来看，样本企业毛利率平均在38.18%左右，部分企业在持有路产基础上多向相关的燃油销售、工程施工、贸易业务开展拓展，上述业务毛利率水平偏低，高占比将拉低综合毛利率。

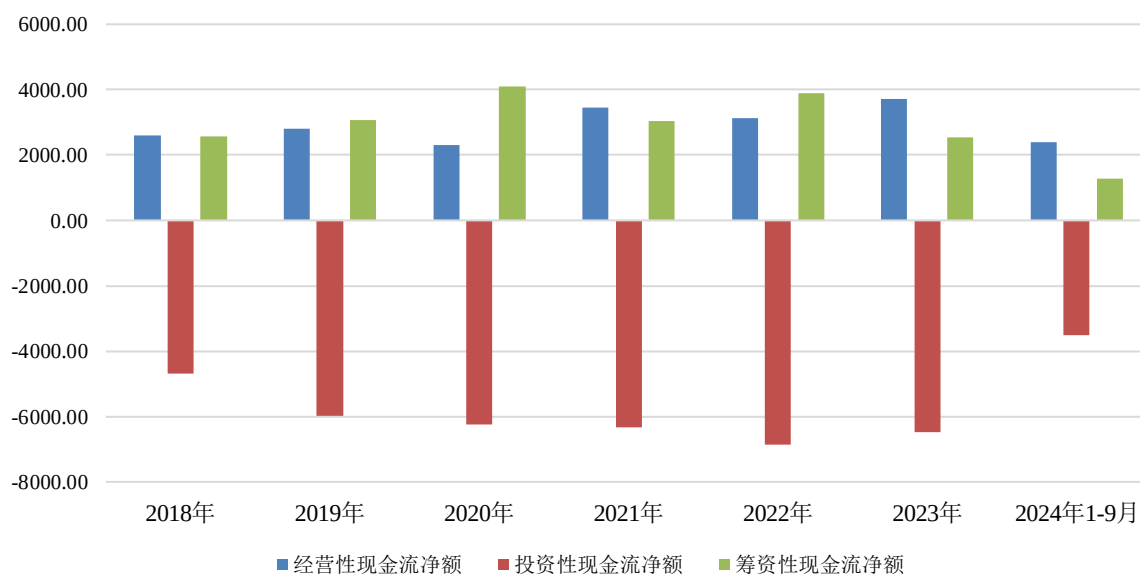
图 2024 年 1-9 月高速公路企业营收及利润情况 (亿元)

主体简称	营业收入	同比变动	利润总额	同比变动	毛利率	同比变动
广东路桥	34.79	-7.71%	0.57	-	35.66	-1.86
昆明高速	34.67	-58.64%	0.29	-	16.56	5.9
首发集团	83.19	-4.39%	1.86	3732.79%	16.8	15.8
内蒙古交通	181.63	66.95%	28.67	415.17%	34.7	-24.33
河北交投	252.87	18.20%	7.36	58.94%	19.57	-3.56
佛山中策	26.78	8.56%	2.19	49.19%	37.31	-1.13
深圳国际	60.33	-5.74%	7.94	47.04%	-	-
湖南投资	5.14	37.44%	1.24	28.73%	40.27	9.2
山西交开投	16.93	6.02%	4.52	28.44%	45.7	0.17
昭通高速	27.1	19.06%	1.22	22.00%	8.45	8.45
闽高速	214.27	-16.37%	26.92	18.47%	46.8	6.7
台州高速	6.68	-29.29%	2.14	15.36%	35.16	35.16
广东高速	63.63	-1.73%	3.5	10.45%	29.74	29.74
现代投资	57.24	-4.85%	7.12	9.26%	25.48	-0.47
山东高速集团	1,854.40	6.06%	142.23	6.53%	15.83	-1.98
赣粤高速	45.6	-14.53%	16.96	6.07%	41.66	41.79
甘肃公投	593.27	-114.84%	11.76	5.06%	17.08	9.19
浙江沪杭甬	167.82	5.50%	64.46	4.67%	11.82	11.67
吉林高速	8.69	-7.92%	5.57	4.43%	70.18	5.96
五洲交通	12.16	3.03%	6.54	3.02%	61.61	-1.03
苏交通	756.33	-3.51%	164.7	2.69%	24.54	11.65
四川成渝	73.59	-8.60%	14.54	2.47%	33.86	41.04
河南交投	701.65	-29.70%	63.96	2.10%	22.92	41.34
招商公路	90.77	27.56%	50.9	1.64%	37.96	-1.62
成南高速	25.52	67.58%	4.69	0.44%	20.46	20.46
宁沪高速	140.58	17.42%	52.25	0.12%	34.99	-1.78
山西高速	11.85	-4.74%	5.09	-0.30%	58.87	0.74
山东高速	199.01	22.58%	41.83	-0.42%	27.82	-1.11
城发环境	47.19	-1.90%	12.02	-0.57%	42.87	1.2
重庆高速	166.26	-2.32%	5.15	-0.91%	30.14	2.5
福建高速	22.68	-0.57%	13.13	-1.12%	60.51	-0.5
东莞控股	13.72	-151.72%	9.29	-1.14%	65.27	39.21
广东交通集团	409.03	-0.55%	44.42	-2.16%	30.29	-2.8
成都高速	21.58	-2.29%	6.39	-2.42%	38.26	11.22
粤高速	35.02	-5.30%	23.61	-3.05%	68.24	-0.27
大通公司	22.95	-0.05%	12.08	-3.09%	56.18	-1.37
云南交投	526.66	17.20%	16.33	-4.13%	27.73	11.38
深高速	58.6	-8.73%	18.97	-4.54%	39.04	-1.52
江西公路	28.03	-28.29%	9.24	-4.61%	54.91	12.58
粤路建	54.86	-0.33%	18.19	-6.79%	49.68	49.68
海南高速	1.34	54.79%	0.58	-6.96%	14.78	-39.74
中原高速	47.05	18.12%	10.91	-7.14%	39.67	-11.6
皖通高速	50.43	13.87%	16.37	-11.17%	35.6	-11.22
楚天高速	26.84	15.60%	9.4	-12.72%	43.32	-2.44
吉高集团	62.01	-1.26%	11.99	-12.92%	59.5	-0.61
河北高速	190.26	-2.21%	7.59	-13.40%	28.78	-1.36
安徽交控	396.96	-11.13%	70.23	-13.84%	29.72	0.1
重庆渝东高速	14	-6.11%	5.57	-14.32%	48.83	-1.07
龙江交通	4.27	-12.15%	1.84	-19.15%	45.73	-1.38
蜀道集团	1,642.20	0.94%	62.29	-23.95%	16.51	-0.52
重庆路桥	0.85	-2.58%	1.31	-24.07%	91.79	-0.11
湖南高速	365.64	2.46%	44.53	-24.09%	40.06	-6.78
越秀交通	18.27	-5.91%	4.81	-25.54%	-	-
贵州高速	175.3	5.35%	4.8	-38.29%	55.34	-0.63
赣州高速	9.01	-28.13%	0.85	-41.23%	39.18	-3.38

4.3 现金流

现金流方面，行业的经营净现金流主要依赖于通行费收入，与路产所在区域的经济发达程度、路产在区域内占比及路产区位重要性。近年来受需求变化影响虽有波动，但持续表现为净流入，2024年前三季度与2023年前三季度几乎持平，合计2,404.01亿元。从投资活动来看，高速公路运营企业的投资支出主要以路产的建设、扩容改造及收并购为主，近年来样本企业的投资活动现金流保持较大规模净流出，主要是企业购建固定资产、无形资产、在建工程等。2024年前三季度净流出规模为3,511.56亿元，较2023年同期收窄了665.26亿元。融资活动方面，高速行业的融资主要由银行贷款和发行债券构成，2024年1-9月净流入流出规模为1,291.58亿元。

图 高速公路企业现金流情况（亿元）



数据来源：wind、胜遇研究团队整理

具体企业来看，经营活动现金流净额前3季度为负的共4家企业，其中海南高速和台州高速连续为负，山西交开投和昆明高速由正转负；其余51家中有32家主体（山西交开投和昆明高速未算在内）经营性现金流同比下滑，降幅超过60%的共三家，分别为湖南投资、云南交投和成南高速；17家增长的主体中增幅超过20%的共12家，增幅超过50%的共10家，分别为招商公路、东莞控股、龙江交通、现代投资、山东高速集团、内蒙古交通、江西公路、甘肃公投、重庆渝东高速和赣州高速。筹资前现金流（经营与投资活动合计现金流净额）来看，净流出的主体有21家，其中筹资前现金流净流出超过100亿元的主体包括苏交通、云南交投、山东高速集团、河南交投和蜀道集团，筹资压力相对较大。

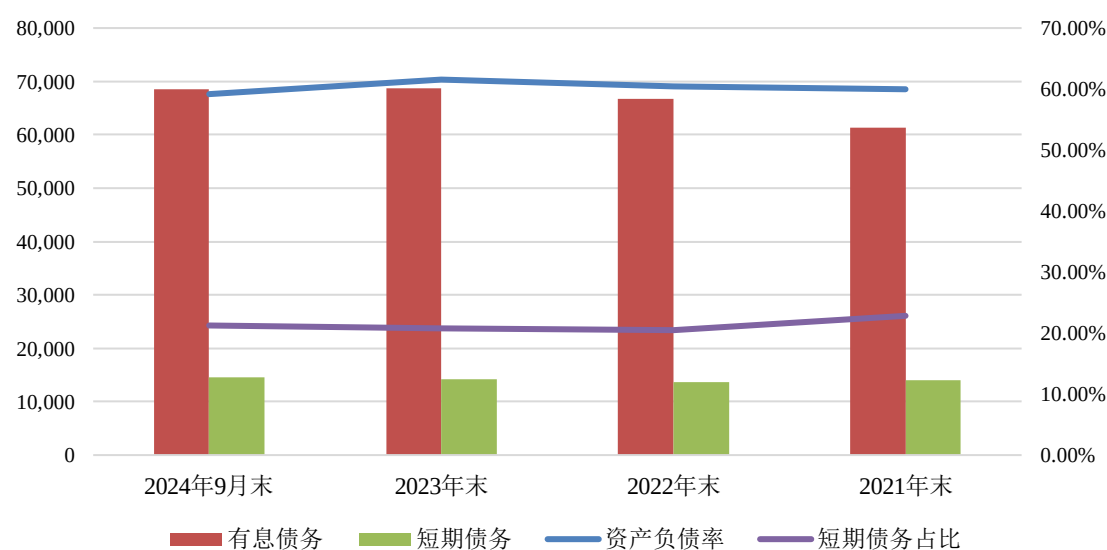
图 2024 年 1-9 月高速公路企业现金流情况（亿元）

主体简称	经营活动净现金流	投资活动净现金流	筹资活动净现金流	筹资前现金流
浙江沪杭甬	163.47	-78.75	-59.49	84.72
广东交通集团	250.66	-167.46	-83.11	83.20
闽高速	87.48	-14.67	-64.50	72.81
甘肃公投	162.31	-93.86	-109.46	68.45
河北高速	74.18	-11.42	-48.15	62.76
东莞控股	5.63	38.51	-27.85	44.14
湖南高速	145.23	-110.17	-56.24	35.06
吉高集团	59.96	-25.25	-18.34	34.71
内蒙古交通	65.19	-33.23	-46.57	31.96
深高速	27.52	2.35	-20.44	29.87
皖通高速	21.09	-3.08	-11.06	18.01
贵州高速	67.47	-51.13	5.84	16.34
招商公路	51.49	-37.64	-37.38	13.85
重庆渝东高速	12.48	0.80	-13.33	13.28
大通公司	17.91	-4.93	-10.82	12.98
福建高速	15.26	-2.66	-5.01	12.60
赣州高速	14.24	-2.03	-11.87	12.21
现代投资	20.63	-9.18	-12.45	11.45
山东高速	46.77	-36.32	-15.78	10.45
粤高速	25.32	-15.06	-11.97	10.26
粤路建	42.62	-32.85	-9.61	9.77
山西高速	9.59	-0.10	-7.89	9.49
豫粤高速	19.73	-11.85	-4.04	7.88
五洲交通	8.52	-2.65	-4.84	5.87
吉林高速	4.95	-0.10	-1.77	4.85
佛山中策	10.14	-5.30	-15.93	4.84
龙江交通	1.94	2.75	-1.09	4.69
越秀交通	11.84	-7.58	25.86	4.26
宁沪高速	54.19	-50.22	-5.21	3.97
四川成渝	27.10	-23.64	3.85	3.46
广东高速	52.07	-49.61	12.23	2.46
广东路桥	28.80	-26.72	12.15	2.08
重庆路桥	1.13	0.47	-2.11	1.60
湖南投资	0.88	-0.04	-0.55	0.84
河北交投	45.18	-45.68	6.43	-0.50
成都高速	7.62	-8.33	-5.97	-0.71
成南高速	0.69	-2.95	9.36	-2.26
城发环境	11.20	-13.47	1.36	-2.27
中原高速	16.31	-18.96	2.62	-2.65
楚天高速	12.50	-16.26	-4.60	-3.76
海南高速	-6.37	1.09	1.15	-5.28
台州高速	-0.85	-6.42	-0.54	-7.27
深圳国际	9.88	-17.24	-0.80	-7.36
重庆高速	60.07	-70.44	-0.40	-10.37
昆明高速	-0.78	-14.34	18.98	-15.12
山西交开投	-7.48	-14.91	5.29	-22.39
江西公路	21.42	-48.07	16.83	-26.65
安徽交控	120.32	-155.38	9.75	-35.06
昭通高速	1.07	-36.14	2.21	-35.07
首发集团	16.68	-93.74	72.78	-77.06
苏交通	194.12	-336.64	187.74	-142.52
云南交投	48.60	-196.51	191.14	-147.91
山东高速集团	129.74	-360.83	277.26	-231.09
河南交投	84.66	-361.09	284.94	-276.43
蜀道集团	53.38	-857.46	872.98	-804.08

4.4 债务压力与保障

高速公路企业债务规模变动不大，债务结构相对稳定。2024年9月末总有息债务较年初下降0.09%，达68,579.75亿元，债务规模相对稳定；资产负债率水平一般，近年来变动不大，2024年9月末中位数为59.17%，较2024年初下降2.38个百分点。从债务结构来看，短期有息债务占比整体保持稳定，截至2024年9月末为21.17%，较年初上升0.37个百分点，整体保持平稳。

图 高速公路企业债务情况（亿元）



数据来源：wind、胜遇研究团队整理

截至2024年9月末，样本企业有3家资产负债率超过75%，分别为湖南投资、现代投资和河北交投；70%-75%区间的有9家；60%-70%区间为15家，60%以下的共28家，占比50.91%。变化来看，宁沪高速（-5.13百分点）、五洲交通（-5.82百分点）、吉林高速（-4.06百分点）、内蒙古交通（-12.57百分点）、安徽交控（-6.46百分点）、重庆渝东高速（-4.00百分点）、成都高速（-4.64百分点）降幅较大；招商公路（+3.92百分点）、海南高速（+3.39百分点）、成南高速（+3.35百分点）、台州高速（+4.65百分点），增长明显。

从有息债务来看，与2023年同期相比，共28家企业有息债务实现缩减，其中龙江交通降幅最大，但债务规模较小，同时东莞控股、五洲交通、赣粤高速江西公路、河南交投、重庆渝东高速降幅明显；有近一半（27家）的主体有息债务出现扩张，其中涨幅最大的为海南高速，但扩张后仅有1.67亿元，增幅超过10%企业有一家，为成南高速。期限结构上，近九成的主体短期债务低于50%，低于30%的共41家，占比约74.55%，低于20%的有36家，

占比65.45%，低于5%的有5家，分别为山西高速、内蒙古交通、广东高速、广东路桥和昭通高速；而吉林高速短期占比近95%，债务期限结构差，占比超过50%的还有大通公司、赣粤高速、龙江交通、楚天高速和成南高速。现金短债比上，不足1倍达到36家，占比63.64%，其中低于0.5的有21家，低于0.3的有12家，短债压力值得关注。

图 2024 年 9 月末高速公路企业债务情况 (亿元)

简称	资产负债率	同比变动	有息债务	短期债务占比	现金短债比
山东高速	64.93	2.49	852.73	13.51%	0.32
成南高速	58.55	3.35	101.97	50.92%	0.17
河北交投	75.56	-0.25	2162.91	8.81%	0.47
安徽交控	57.90	-6.46	1946.72	15.10%	0.74
山西高速	57.71	-3.83	65.31	4.95%	3.04
五洲交通	30.61	-5.82	22.22	37.76%	0.98
越秀交通	59.10	0.07	167.72	31.65%	0.49
粤高速	41.66	-1.00	79.79	16.06%	3.53
河北高速	59.17	-0.38	1923.55	15.69%	0.23
楚天高速	49.72	-1.86	86.87	52.57%	0.17
湖南投资	80.33	0.22	65.46	24.37%	0.69
四川成渝	71.63	0.29	400.47	10.06%	0.67
福建高速	18.01	-0.68	14.69	43.49%	2.99
宁沪高速	44.04	-5.13	331.52	30.08%	0.07
现代投资	75.39	-0.30	310.74	26.83%	0.51
城发环境	69.00	-1.58	162.24	16.30%	0.44
山西交开投	53.02	-2.20	244.64	9.39%	1.28
河南交投	64.72	-1.83	4250.17	12.57%	0.17
中原高速	70.46	0.32	366.23	11.96%	0.11
蜀道集团	69.93	0.36	9353.49	11.07%	0.53
云南交投	67.52	0.40	5174.09	8.59%	0.82
首发集团	58.06	-1.64	739.15	30.13%	1.36
甘肃公投	69.46	0.83	4307.21	8.84%	0.49
江西公路	63.60	1.10	181.98	9.65%	0.67
重庆路桥	28.68	-1.62	15.38	40.79%	2.17
深圳国际	58.54	-0.06	407.39	27.49%	0.65
广东路桥	72.85	0.94	748.05	2.63%	4.03
贵州高速	70.91	-1.11	2872.42	10.30%	0.32
赣粤高速	43.59	-0.84	96.26	53.06%	0.53
湖南高速	66.59	1.31	4162.59	11.32%	0.27
粤路建	72.30	-3.90	733.84	6.36%	2.73
昆明高速	68.60	0.66	407.20	6.53%	0.18
台州高速	56.68	4.65	27.07	19.22%	1.69
吉林高速	16.61	-4.06	4.50	94.68%	4.24
东莞控股	46.14	0.76	80.36	49.50%	1.26
吉高集团	61.83	-0.17	1877.46	5.35%	1.22
广东高速	73.85	0.48	1001.02	2.75%	1.86
重庆高速	65.62	-0.77	1338.18	15.43%	0.31
山东高速集团	74.50	-0.01	7262.31	21.00%	0.27
皖通高速	36.87	-0.21	65.71	10.69%	2.36
龙江交通	10.61	1.57	0.14	52.65%	138.57
大通公司	35.16	1.13	48.41	55.93%	0.14
闽高速	69.11	-0.77	2368.42	7.36%	0.57
赣州高速	71.54	0.57	204.87	12.24%	0.48
昭通高速	59.13	-0.27	562.37	2.69%	0.77
深高速	58.40	-1.17	366.67	26.07%	0.28
苏交通	60.06	-2.01	3754.94	18.19%	0.39
内蒙古交通	66.89	-12.57	2085.59	4.92%	0.59
广东交通集团	71.72	-0.19	3134.73	5.46%	1.73
海南高速	12.72	3.39	1.67	8.35%	26.68
成都高速	39.63	-4.64	26.19	11.17%	5.45
重庆渝东高速	44.39	-4.00	45.87	28.20%	0.00
浙江沪杭甬	68.43	-3.59	740.75	46.89%	1.50
招商公路	45.42	3.92	645.99	14.54%	0.70
佛山中策	62.02	-0.87	244.70	6.65%	0.96

47家存量债主体中，山东高速集团和蜀道集团两家主体超千亿，超过500亿元的还有河南交投和苏交通。从短期到期压力来看，10家主体1年内到期超过百亿，分别为苏交通、蜀道集团、山东高速集团、安徽交控、河南交投、宁沪高速和甘肃公投，这些主体除苏交通和宁沪高速外，期末现金对其保障均超过1倍（宁沪高速仅为0.07，关注债券借新还旧情况）整体压力不大。从短期债券到期占比来看，浙江沪杭甬、楚天高速、城发环境、江西公路、粤高速和五洲交通债券均于1年内到期，宁沪高速、甘肃公投占比也超过80%，其中宁沪高速和楚天高速期末现金对其覆盖程度较差，但债券续发情况较好。此外，期末现金对短期到期的债券保障不足1倍的主体还包括城发环境、深高速、赣粤高速、招商公路、河南交投、山东高速、山西交开投、昆明高速、中原高速和重庆渝东高速，其中仅中原高速2024年末新发行债券，2025年2-3季度面临2期永续中票的赎回选择权，合计22亿元，关注续发情况。

图 高速公路企业债券及保障情况 (亿元)

简称	存量债余额	1年内到期	1年内到期占比	期末现金对其覆盖程度	2024年债券发行量
山东高速集团	1525.20	315.20	20.67%	1.32	510.00
蜀道集团	1207.30	340.60	28.21%	1.61	610.00
河南交投	982.70	130.00	13.23%	0.69	400.00
苏交通	863.00	450.00	52.14%	0.58	883.00
安徽交控	472.00	160.00	33.90%	1.36	210.00
吉高集团	410.69	25.55	6.22%	4.80	130.00
河北交投	322.00	47.00	14.60%	1.91	107.00
闽高速	318.00	34.00	10.69%	2.94	19.00
贵州高速	291.00	66.00	22.68%	1.45	195.00
重庆高速	250.00	56.00	22.40%	1.13	78.00
云南交投	212.90	48.90	22.97%	7.48	114.00
广东高速	205.00	20.00	9.76%	2.55	0.00
招商公路	183.00	88.00	48.09%	0.74	85.00
广东路桥	140.00	0.00	0.00%	-	0.00
深高速	125.50	30.00	23.90%	0.90	75.00
甘肃公投	123.00	101.00	82.11%	1.83	70.00
宁沪高速	122.10	103.10	84.44%	0.07	117.90
山东高速	120.00	60.00	50.00%	0.61	105.00
粤路建	115.00	20.00	17.39%	6.37	0.00
山西交开投	103.00	49.00	47.57%	0.60	85.00
首发集团	91.85	20.00	21.77%	15.10	0.00
深圳国际	90.00	0.00	0.00%	-	40.00
昆明高速	71.05	19.05	26.81%	0.25	46.00
越秀交通	61.30	8.00	13.05%	3.23	43.00
赣粤高速	59.00	30.00	50.85%	0.90	69.00
内蒙古交通	55.00	20.00	36.36%	3.03	30.00
中原高速	37.00	22.00	59.46%	0.21	0.00
四川成渝	31.00	0.00	0.00%	-	30.00
浙江沪杭甬	30.00	30.00	100.00%	17.40	0.00
现代投资	25.00	15.00	60.00%	2.81	20.00
重庆渝东高速	24.69	6.00	24.30%	0.00	10.00
楚天高速	21.00	21.00	100.00%	0.38	49.00
广东交通集团	20.00	0.00	0.00%	-	0.00
皖通高速	15.00	0.00	0.00%	-	15.00
河北高速	15.00	0.00	0.00%	-	0.00
赣州高速	13.30	0.00	0.00%	-	13.30
城发环境	12.20	12.20	100.00%	0.95	12.20
成南高速	10.25	4.25	41.46%	2.05	0.00
福建高速	10.00	6.00	60.00%	3.18	0.00
江西公路	10.00	10.00	100.00%	1.18	10.00
粤高速	7.50	7.50	100.00%	6.04	0.00
佛山中策	5.00	0.00	0.00%	-	0.00
大通公司	5.00	0.00	0.00%	-	5.00
昭通高速	5.00	0.00	0.00%	-	5.00
台州高速	3.60	0.00	0.00%	-	0.00
五洲交通	3.50	3.50	100.00%	2.35	3.50
成都高速	3.00	0.00	0.00%	-	0.00

五、总结

2024年高速公路行业路产规模已持续放缓，投资规模已连续2年下降，随着路产饱和度提高，高速公路里程虽不断增长，但增幅持续下滑，行业已进入存量市场，未来更加依赖运营情况。其中，货运与宏观经济息息相关，近年来存在一定波动性，2024年前11个月货运量是2018年以来同期最高水平，但增幅也有限，货物周转量表现较一致，虽有增长但并不显著。客运相比于货运更具有消费属性，受经济压力的影响，客运情况较货运表现更差，客运量虽较2023年有所恢复，但仍在历史低位，且旅客出行距离不断下滑，一定程度上影响行业盈利情况。

高速行业的固定资产、无形资产持续增长，收入与现金流主要依赖于上述资产的贡献，但经营成果上，收入与利润已呈现小幅下滑，毛利率下降后有所恢复；资产负债率适中，债务规模变动不大，债务结构相对稳定，经营性现金流持续表现为净流入，但仍存投资缺口，而融资情况存在一定波动。

债市表现上，行业债券发行量再创新高，且净融资额大幅回升，发行成本显著下降；二级利差上，高速行业整体低于全部产业债，近年来差距已明显压缩，2024年利差走势呈现波动，但整体区间不大。

最后，个体信用方面，企业盈利与现金流略有弱化是普遍现象；债务方面，现代投资、湖南投资和河北交投负债率超过75%；有息债务上近一半主体出现增长，期限结构方面，吉林高速、大通公司、赣粤高速、龙江交通、楚天高速和成南高速表现不佳，其中楚天高速、大通公司和成南高速的短债保障较差，短债压力值得关注。债券层面，苏交通、蜀道集团、山东高速集团、安徽交控、河南交投、宁沪高速和甘肃公投等企业存量债券大部分在一年内到期（含行权），其中宁沪高速和楚天高速期末现金对短期到期的债券保障偏弱；另一方面，上述大部分主体均有较好的债券续发能力，仅中原高速2024年无新债发行，后续关注其债券接续情况。

尽管行业面临经营弱化的压力，但依然能够贡献较稳定的现金流，债务层面变化不大，同时较强的债券接续能力也有助于维护债务的安全。总体来看，高速行业的韧性依然足够“优秀”。

附录 样本高速公路企业简介

主体全称	主体简称	主体全称	主体简称
山东高速集团有限公司	山东高速集团	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	浙江沪杭甬
蜀道投资集团有限责任公司	蜀道集团	现代投资股份有限公司	现代投资
河南交通投资集团有限公司	河南交投	重庆渝东高速公路有限公司	重庆渝东高速
江苏交通控股有限公司	苏交通	湖北楚天智能交通股份有限公司	楚天高速
安徽省交通控股集团有限公司	安徽交控	广东省交通集团有限公司	广东交通集团
吉林省高速公路集团有限公司	吉高集团	安徽皖通高速公路股份有限公司	皖通高速
河北交通投资集团有限公司	河北交投	河北高速公路集团有限公司	河北高速
福建省高速公路集团有限公司	闽高速	赣州高速公路有限责任公司	赣州高速
贵州高速公路集团有限公司	贵州高速	城发环境股份有限公司	城发环境
重庆高速公路集团有限公司	重庆高速	四川成南高速公路有限责任公司	成南高速
云南省交通投资建设集团有限公司	云南交投	福建发展高速公路股份有限公司	福建高速
广东省高速公路有限公司	广东高速	江西公路开发有限责任公司	江西公路
招商局公路网络科技控股股份有限公司	招商公路	广东省高速公路发展股份有限公司	粤高速
广东省路桥建设发展有限公司	广东路桥	佛山市中策高速公路投资有限公司	佛山中策
深圳高速公路集团股份有限公司	深高速	宁波大通开发有限公司	大通公司
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	甘肃公投	昭通市高速公路投资发展有限责任公司	昭通高速
江苏宁沪高速公路股份有限公司	宁沪高速	浙江台州高速公路集团股份有限公司	台州高速
山东高速股份有限公司	山东高速	广西五洲交通股份有限公司	五洲交通
广东省公路建设有限公司	粤路建	成都高速公路股份有限公司	成都高速
山西省交通开发投资集团有限公司	山西交开投	东莞发展控股股份有限公司	东莞控股
北京市首都公路发展集团有限公司	首发集团	海南高速公路股份有限公司	海南高速
深圳国际控股有限公司	深圳国际	重庆路桥股份有限公司	重庆路桥
昆明市高速公路建设开发股份有限公司	昆明高速	湖南高投资产经营管理有限公司	湖南投资
越秀交通基建有限公司	越秀交通	山西高速集团股份有限公司	山西高速
江西赣粤高速公路股份有限公司	赣粤高速	黑龙江交通发展股份有限公司	龙江交通
内蒙古交通集团有限公司	内蒙古交通	吉林高速公路股份有限公司	吉林高速
河南中原高速公路股份有限公司	中原高速	湖南省高速公路集团有限公司	湖南高速
四川成渝高速公路股份有限公司	四川成渝		

报告声明

1. 丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。