

新冠疫情对高速公路企业的影响 及应对策略

上海溢银股权投资基金管理有限公司

版权所有 严禁复制

2020年2月19日

作者：林志威 张弛 高建锋

2020年新春佳节之际，新型冠状病毒疫情在武汉爆发，并在短时期内迅速扩散。为防控疫情蔓延，国家紧急出台各项措施，各地政府也相继启动重大突发公共卫生事件一级响应，同时发布了延长假期或推迟复工的通知。

交通运输行业作为疫情防控工作中重要的环节，也密集出台了多项政策措施。经国务院同意，各地交通运输主管部门和收费公路经营管理单位先后两次延长小型客车重大节假日免费通行时间；开通了防疫应急运输“绿色通道”，对运送应急物资和人员的车辆实施免费并优先便捷通行的政策；将重要生活、生产物资运输纳入应急管理并同步优先免费通行；出台了政府组织的农民工包车免费通行政策；继续执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策；根据疫情防控工作需要，铁路、公路、水路交通工具上座率控制在50%以下。

2020年2月15日，为了更好地服务疫情防控工作，促进企业复工复产，保障经济持续健康发展，经国务院同意，交通运输部决定从2月17日0时起至疫情防控工作结束，所有依法通行收费公路的车辆免收全国收费公路车辆通行费。随着高速公路行业防疫政策力度不断加码，高速公路企业短期现金流量和长期偿债能力均受到较大考验，疫情对高速公路行业的负面影响正持续增强。

一、新冠疫情及政策对高速公路行业的影响

1、高速公路通行费收入大幅下降

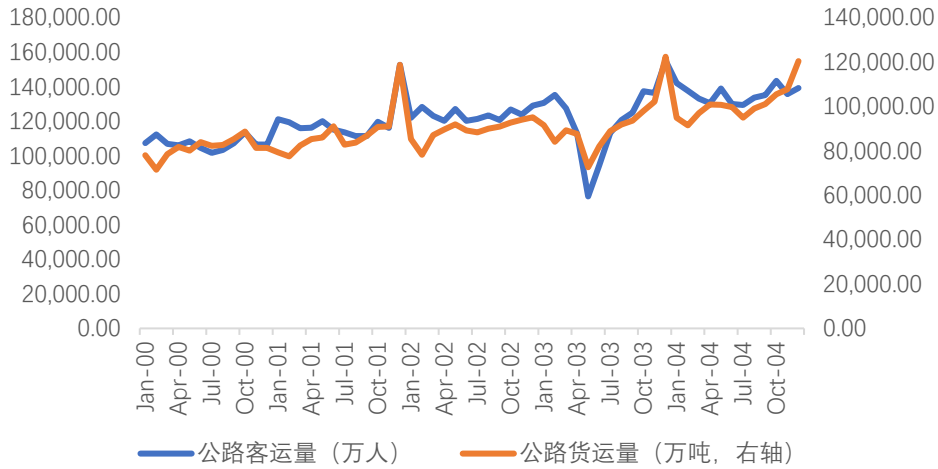
疫情对高速公路行业的冲击主要体现在道路通行量的下降。受本次疫情影响，我国采取了高速公路免收费时段延长、部分客运暂停等措施，民众出行意愿也明显降低，因此我国交通运输量出现大幅下降。从交通运输部发布的数据来看，2020年1月10日至2月17日（春运前39日），全国铁路、道路、水路、民航共累计发送旅客14.63亿人次，比去年同期下降49.7%。其中道路发送旅客11.99亿人次，同比下降50.2%。因2020年1季度尚未结束，无法获知季度统计数据，考虑到本次新冠病毒疫情与2003年SARS病毒的发展具有相似性，本文以SARS疫情时期为例，通过将2003年SARS期间与2002年、2004年的通行量等数据进行对比，分析当前疫情对于公路行业的影响。

2003年4月起，国家开始对SARS疫情采取交通管制等措施，持续约3个月的时间。在当年6月疫情得到控制，当年7月全世界范围内不再出现新的SARS确诊或疑似病例，疫情结束。SARS疫情对于2003年2季度交运行业产生较大的冲击，2003年2季度公路客运量和货运量分别为28.36亿人和24.21亿吨，较往期均有较大的下降（其中客运量减少22.84%，货运量减少10.55%）。

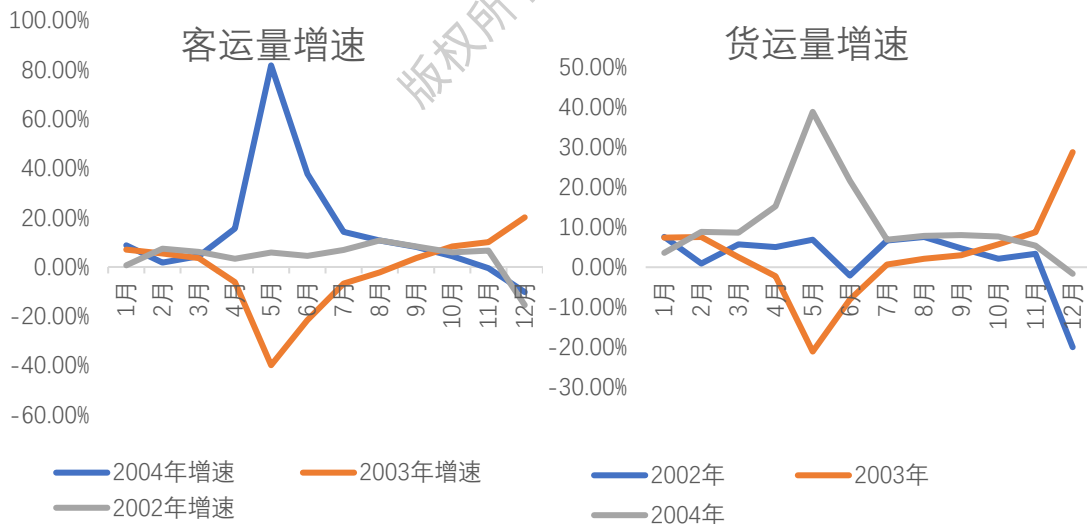
具体来看，SARS疫情对公路通行量的冲击主要集中在2003年5、6两个月，我国公路客运量的增速分别为-39.86%、-21.53%，货运量的增速分别为-21.04%、-8.07%，出现了前所未有的大幅下滑¹。以史为鉴，在当前新冠病毒的冲击下，高速公路行业也将受到较大影响。

¹ 数据来源于wind数据

SARS前后公路通行量受冲击较大



在新冠疫情结束后，高速公路行业的总通行量预计仍需要一段时间方能恢复正常。根据过往经验来判断，通常货运量能较快恢复，而客运量至少还需要1~2个月的时间。以SARS疫情为例，2003年6月疫情得到控制，7月全球不再新增确诊病例或疑似病例，货运量增速在当月实现由负转正，而客运量的增速在9月份才由负转正。因此，在疫情结束后的1~2个月，道路通行量仍将受到影响²。



此外，本次新冠疫情较SARS更为严重。与2003年SARS相比，

² 数据来源于wind数据，2004年2季度客运、货运均增速较高，系2003年疫情期间通行量极低带来的低基数效应所致。

本次新型冠状病毒的传染性更强、病毒潜伏期更长（SARS 潜伏期为 3-7 天，新冠病毒为 7-14 天或更久）、确诊难度更大（SARS 病理显著，新冠病毒存在无症状的传染源）。从 2019 年 12 月至 2020 年 2 月 16 日，短时间内我国累计确诊新型冠状病毒肺炎 68594 例，死亡 1667 例，确诊病例超过 400 人的省市超过 12 个，感染人数和影响范围远超 SARS 时期的 8069 例（持续时间约 7 个月）。同时与 SARS 时期相比，我国高速公路和流动人口大幅增加，截至 2018 年末我国高速公路总里程为 14.26 万公里，是 2003 年的 4.80 倍；流动人口为约为 SARS 期间的 6 倍³，因此整体上防控难度更为艰巨。

为防控疫情的扩散，政府采取的应急措施相较 SARS 时期范围更广、力度更大。具体来看，全国 31 个省市启动了突发公共卫生事件一级响应（最高等级），多地复工的日期一再推迟至 2 月 10 日，部分疫情严重的地区采取了封城、封路、封村、封社区等措施，对公路交通运输行业的影响很大。

综上，无论是从新冠病毒本身的特点，还是从我国高速公路和流动人口规模，以及国家的管控措施，本次新型冠状病毒的影响范围更广、防控时长预计更长。因此，高速公路行业受新冠病毒的影响大概率将超过 SARS 时期，加之 2 月 15 日出台的防疫工作结束前免收通行费的政策，更将大幅度减少高速公路企业通行费收入⁴，且道路运输恢复正常所需的时间更久。

³ 根据国家发改委城市中心研究员冯奎在《中国经济导报》中的测算。

⁴ 2003 年期间通行费收入下降 30% 以上，而此次疫情期间，通行费收入下降至零。

2、高速公路仍需正常运行，成本维持刚性

本次新冠疫情对各行各业带来的影响广泛，而相较部分行业相对灵活的调整方式，高速公路行业由于其准公益性、民生工程、基础行业等特征，面临的挑战更大。

在疫情爆发的情况下，无论从防疫工作的开展，还是从促进其他行业复工复产的角度，高速公路始终需要维持正常运营，运营养护成本仍需不断支出。受春节民工返乡及疫情的影响，高速公路的运营养护单位成本相较日常势必上升，进一步增加企业的养护成本。作为资金密集型行业，债务性支出是高速公路企业的另一大刚性支出项目。在目前高速公路免收通行费的政策下，无论是运营养护支出还是还本付息支出均需支付大量现金，高速公路行业“入不敷出”的矛盾在这一时点将更加凸显。

3、高速公路收费期限缩短，对企业造成长期不利影响

根据交通运输部的政策要求，从2月17日0时起至疫情防控工作结束，所有高速公路免收全国收费公路车辆通行费。意味着从2020年1月24日起，高速公路通行费收入约等于零，何时恢复收费尚难确定。

根据我国《收费公路管理条例》所有高速公路均有固定的收费期限，尤其是经营性高速公路，在收费期到期后需收归国有。因此，因疫情原因导致我国高速公路的收费期限整体性缩短。而对于经营经营性高速公路的企业而言，除了通行费收入下降、收费期限缩短外，政策性风险加大，高速公路企业的竞争力将受到削弱，造成多方面的不

利影响。

二、疫情对高速公路企业造成的风险

受新冠疫情及相关政策的影响，高速公路行业或将面临以下几方面的风险：

1、政策性风险

目前，我国高速公路企业的收入来源较为单一，通常主要来自其收取的通行费收入。受疫情影响，国家出台相关政策延长了免收通行费的期间，已对高速公路企业的收入产生了一定影响。目前因疫情尚在逐步控制阶段，国家对于高速公路免收通行费的截止时间尚不明确，后续不排除为降低企业成本压力，对部分车辆持续给予收费优惠政策的可能性。在此背景下，高速公路企业将面临一定的政策性风险。

2、流动性风险

高速公路行业作为资金密集性的行业，路产投资规模巨大，投资回收周期长，且从近年来交通运输部披露的数据来看，我国公路行业仍面临较大的收支缺口。2018年，我国收费公路通行费收入 5552.4 亿元，各项支出合计 9621.8 亿元，收支缺口达到 4069.4 亿元⁵。因此，即使在不发生疫情的情况下，高速公路行业已承担了较大的收支压力。随着疫情的爆发，国家采取了通行费限免的政策，高速公路行业原本就较为紧张的资金链将面临更大的压力。从收入角度而言，高速公路全行业 2020 年上半年的通行费收入受疫情及政策的影响，大概率将

⁵ 数据来源于中国交通部《2018 年全国收费公路统计公报》。

出现断崖式的同比下滑，自 2 月 3 日受疫情影响延长假期后，高速公路企业或将面临长达数月的通行费收入为 0 的局面；而不论是行政事业单位还是经营主体，均需按时偿还对应的政府性债务以及经营性债务，短期内需要筹措大量资金用于支付利息及相应的本金。

从资金安排角度而言，尽管金融机构等国家重要行业已经复工，但受疫情影响，各种融资工具的发行效率将有所降低，或将打乱各地高速公路企业原有的投融资计划。

因此，面对入不敷出的行业困境，在疫情导致通行费收入下降，影响投融资工作的情况下，各省市的高速公路管理局以及高速公路企业或将面临一定的流动性风险，甚至有可能出现地方政府性债务违约，以及企业债务违约，从而引发各种不利的连锁反应。

3、信用等级下降风险

受新冠病毒疫情影响，以通行费为主营业务的交投集团将面临营业收入、盈利能力和现金流下滑的局面，进而对公司的信用等级产生不利影响。以 SARS 时期为例，2003 年受 SARS 病毒影响全国交投集团的营收增速下滑明显，根据高速公路板块上市公司披露的财报数据，深高速营收增速由 2002 年的 6.88% 降至 2003 年的 -7.43%，出现负增长；粤高速营收增速由 2002 年的 20.43% 下滑至 2003 年的 5.85%。多家高速公路上市公司如粤高速、深高速、华北高速、山东高速、中原高速等 2003 年的营业利润和现金流均出现一定程度的下滑。

为探究高速公路企业财务指标受疫情的影响，本文选取了几家通行费收入占比较高的高速公路企业，包括皖通高速、深高速、河北交

投和深高速，以其 2018 年的财务数据为基准，测算了两种情形下疫情对高速公路企业盈利状况的影响。其中，情形 1 为高速公路企业在免收通行费的期间正常提取折旧摊销；情形 2 为高速公路企业在免收通行费的期间停止提取折旧摊销。此外，本文测算了免收通行费 6 个月对高速公路企业盈利影响的同时，又增加了免收费时间延长至 8 个月的压力测试，以直观体现免收费时间延长对高速公路企业增加的盈利压力。

情形 1 下，若免收 6 个月的通行费，预计高速公路公司营业收入将下滑 40%以上；同时，因免收期内公路养护、员工工资、借款利息等刚性支出无法避免，为维持企业的正常运转及避免流动性危机，高速公路公司将不得不向金融机构临时借贷以备周转，而此举又将进一步推高企业杠杆及财务费用，侵蚀企业利润。根据我们的测算，若高速公路免收通行费 6 个月，则高速公路公司的营业利润⁶将出现断崖式下滑，幅度在 100%左右，个别企业利润跌幅在 600%以上甚至出现大幅亏损。若免收通行费的时间提升至 8 个月，则情况将进一步恶化，通行费收入预计下滑幅度将超过 55%，企业的营业利润指标下降幅度继续扩大，在免收 6 个月情况下仍能保持微利的皖通高速也将出现较大规模的亏损。详见下表 1。

表 1：情形 1 下高速公路行业收入利润变化情况预测

	单位：万元			
	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年营业收入	296,694.85	580,710.80	1,029,159.14	577,603.65
2018 年营业利润	154,698.96	453,258.53	103,806.87	113,321.09
免收通行费 6 个月				

⁶ 采用该指标是因为净利润指标受营业外收支的影响，且存在操纵营业外收入避免亏损的可能性，而营业利润指标已能够较好地反映企业的真实经营状况，所以我们采用营业利润作为衡量依据。

预测营业收入	157,841.66	327,391.43	583,121.57	337,493.81
营业收入变动比例	-46.80%	-43.62%	-43.34%	-41.57%
预测营业利润	5,254.63	-27,909.85	-534,830.35	-111,138.79
营业利润变动比例	-96.60%	-106.16%	-615.22%	-198.07%
免收通行费 8 个月				
预测营业收入	111,557.26	242,951.64	434,442.38	257,457.20
营业收入变动比例	-62.40%	-58.16%	-57.79%	-55.43%
预测营业利润	-40,702.57	-104,014.35	-681,051.95	-190,446.49
营业利润变动比例	-126.31%	-122.95%	-756.08%	-268.06%

注：测算企业数据来源于 wind 数据，具体测算过程详见附件 1

在情形 2 下，因免收通行费期间企业的特许经营期间被实质性缩短，若该期间不计提折旧摊销，高速公路企业的利润下滑幅度略有减缓但仍不容乐观。在免收通行费 6 个月的情况下，四家高速公路公司营业利润的降幅预计在 75.67%到 501.72%之间；在免收通行费 8 个月的情况下，营业利润的降幅增至 97.16%至 576.74%。详见下表 2。

表 2：情形 2 下高速公路行业收入利润变化情况预测

	单位：万元			
	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年营业收入	296,694.85	580,710.80	1,029,159.14	577,603.65
2018 年营业利润	154,698.96	453,258.53	103,806.87	113,321.09
免收通行费 6 个月				
预测营业收入	157,841.66	327,391.43	583,121.57	337,493.81
营业收入变动比例	-46.80%	-43.62%	-43.34%	-41.57%
预测营业利润	37,495.82	-1,248.87	-417,017.99	-49,779.93
营业利润变动比例	-75.76%	-100.28%	-501.72%	-143.93%
免收通行费 8 个月				
预测营业收入	111,557.26	242,951.64	434,442.38	257,457.20
营业收入变动比例	-62.40%	-58.16%	-57.79%	-55.43%
预测营业利润	4,390.51	-22,166.85	-494,886.30	-102,950.23
营业利润变动比例	-97.16%	-104.89%	-576.74%	-190.85%

注：测算企业数据来源于 wind 数据，具体测算过程详见附件 2

考虑到营业收入、盈利能力、现金流水平是企业信用评级的重要权重项。根据测算，高速公路企业的营业收入、现金流及盈利水平均将出现大幅下滑，本次疫情对公路运输的负面影响预计将超过 2003

年的非典时期，交投集团的信用等级或将受到更大的负面影响，并加剧投资者的悲观情绪，从而影响交投行业的公开市场融资能力，增加交投行业的融资成本。此外，根据《公司债券发行试点办法》的有关规定，发债企业最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券 1 年的利息，因此利润下降将减少企业的发债额度。

4、单一业务模式风险

高速公路行业作为重要的交通基础设施，提高了通行效率，从而促进了经济的发展。而随着经济的发展，高速公路车流量也将进一步增加，通行费收入增加，从而实现良性循环的行业特征。

相较非典时期，此次疫情的影响则更为显著。受疫情传染性的影响，民众的出行意愿降低，部分地区暂停了省际客运车辆，货运车辆也受复工延迟的不利影响，进而影响了高速公路行业上游的需求端。目前，尽管部分高速公路企业已经开始了多元化的尝试，但各省交投及高速公路上市公司的多元化进展差异较大，仍有较多高速公路企业维持着高速公路运营为主的经营模式。如下表所示，皖通高速、陕西交建、湖南高速 2018 年通行费收入的占比仍超过 90%，深高速、河北交投、中原高速通行费收入占比也超过 80%，由此可见，部分省份高速公路企业及上市高速公司的主要收入仍为通行费收入，业务较为单一。

表 3：部分省份集团交投及上市高速企业 2018 年通行费收入占比情况

皖通高速	93.60%
陕西交建	91.07%
湖南高速	90.13%
深高速	87.24%

河北交投	86.68%
中原高速	83.14%
福建高速	77.26%
宁沪高速	74.83%
吉林高速	74.38%
河南交投	71.30%
贵州高速	70.67%

注：相关数据来源于wind数据，通行费收入比重=通行费收入/营业收入

在业务模式如此单一的情况下，作为服务性行业，面对通行需求下降的局面，高速公路行业并无太好的应对措施，特别是在一些突发事件发生的情况下，高速公路行业往往受到较大冲击。考虑到高速公路行业的运营支出、还本付息支出等均具有刚性，若本次疫情的不利影响持续的时间较长，或将影响行业的可持续发展。因此，高速公路行业的服务特性及业务模式，均以车流量为基础，面对本次疫情存在的不确定性，这种单一的业务模式或将存在一定的风险。

三、高速公路行业投资者受到的影响

依靠其充沛、稳定的现金流，高速公路企业始终是资本市场的重要参与者，其发行的各类股权、债权金融产品，也因此受到广大投资者的青睐。而本次新冠疫情及相关政策，不仅对于高速公路行业及企业造成了很大的影响，对于行业投资人也产生了深远的影响。

1、高速公路债权投资者受到的影响

高速公路债权投资者以固定利率为收益水平，均属于稳健型的投资机构。对于高速公路债权投资者而言，本次疫情突发事件及高速公路行业的相关政策对其投资逻辑主要产生以下两方面的影响：

从高速公路企业的本身而言，高速公路企业受本次突发事件及相关政策风险增加的影响，其通行费收入将出现大幅度的下降，在其成本和相关费用刚性支出的情况下，高速公路企业的盈利水平将进一步下滑，现金流减少，偿债能力减弱。因此，在投资高速公路企业的债权性产品时，对于债权人而言，高速公路企业的主体信用的下降，将增加投资风险。

对于债权人而言，其投资的高速公路资产证券化产品的主要信用支持通常为高速公路资产及其未来现金流，现金流突然大范围的下降，可能导致由于资产质量下降等原因带来的加速清偿，甚至出现兑付困难，最终造成相关债权产品的违约风险。

根据 2019 年公开市场发行的高速公路金融产品判断，某资产支持证券的底层资产为其对应的高速公路在一定期间的收费收益权。因突发事件，该公路上半年通行费收入大幅下降，底层资产产生的现金流已无法保障资产证券化产品的按期兑付。因偿付面临的短期流动性问题，为避免出现公开市场违约，发行人不得不额外举债，这不仅占用了企业在金融机构的授信额度，更增加了企业的利息支出，造成财务损失。

而针对高速公路集团发行的永续债券，在永续债券被认定为权益工具的情况下，永续债券支付利息将作为利润分配进行会计处理。若高速公路企业因本次疫情影响出现亏损，造成企业可分配利润不足以支付永续债利息，将导致高速公路企业不能进行利润分配，造成永续债利息递延支付，导致投资人收取利息的时间推迟，

带来一定的投资风险。而受永续债利息递延支付的影响，高速公路企业或将面临票面利率上调等惩罚性条款，加重高速公路企业的负担。

综上，无论是投资高速公路固定资产还是投资高速公路无形资产，在本突发事件期间，投资人的投资风险增大，从而可能降低投资高速公路行业的动力，最终传导到高速公路行业，则是融资难度的增加以及融资成本的上升。

2、高速公路股权投资者受到的影响

高速公路股权投资者是依靠高速公路企业的分红及股权溢价实现收益的投资机构，在突发事件发生时，高速公路行业的相关政策对其投资逻辑主要产生以下两方面的影响：

从股权价值而言，由于高速公路企业的收益主要为未来产生的通行费收入，因此股权投资机构多运用未来现金流折现法来估算高速公路企业的股权价值。如上文所述，受本次疫情及相关政策影响，我国高速公路企业将出现全局性的通行费收入下降，且持续的时间较长。即使交通主管部门允许高速公路企业收费期到期后，相应延长收费期限，以弥补高速公路企业的损失。但考虑到高速公路收费权最长可达到 30 年，假定高速公路企业通过延长收费期限在未来能收取等额的通行费收入，其折现后的价值也将低于当前的通行费收入。以 1 亿元的当期通行费收入为例，下表测算了 5 年后、10 年后、15 年后、20 年后、25 年后以及 30 年后收取等额通行费收入的折现值，高速公路企业的估值均出现不同程度的下降。

表 4：通行费收入折现情况

	单位：万元					
	5 年	10 年	15 年	20 年	25 年	30 年
折现系数	0.79	0.62	0.49	0.38	0.30	0.24
折现值	7,872.68	6,197.91	4,879.41	3,841.41	3,024.22	2,380.87
估值差额	-2,127.32	-3,802.09	-5,120.59	-6,158.59	-6,975.78	-7,619.13

注：折现率采用 5 年期以上基准利率 4.90%；估值差额=折现值-1 亿元基准值

因此，利用未来现金流折现的估值法将造成高速公路企业的估值下滑。对于已上市的高速公路企业而言，其股价或出现较大幅度的下跌，市值大规模蒸发。

从投资者信心而言，突发事件导致高速公路行业现金流稳定的特点被打破，且通过行政命令要求高速公路行业免收通行费、缩短固定的通行费收费期限的做法，有损于经营性公路的经营主体的经济利益。也违背了特许经营的契约精神，或将使高速公路股权投资者对于企业能否持续稳定运营产生疑问。对于高速公路主管机构对行业产生的影响力产生担忧，进而打击股权投资者的投资信心，造成高速公路行业更长期限的低估值。而且，更为长远的影响在于未来高速公路为主的使用者付费基础设施在引入社会投资人时，因收费政策因疫情等因素加大不确定后，政策风险将成为制约其投资的主要障碍。

综上，对于高速公路股权投资者而言，本次疫情及相关政策不仅降低了高速公路企业的股权估值，更重要的是打击了股权投资者投资高速公路股权的信心。

四、高速公路行业应采取的应对措施

1、提早做好资金规划

一般而言，高速公路通行费收入较为稳定，在本次新型冠状病毒疫情的冲击下，并叠加交通运输部决定从2月17日0时起至疫情防控工作结束，免收全国收费公路车辆通行费。高速公路企业的通行费收入将会骤降，对于大多数主要依靠通行费收入的高速公路运营企业而言，将因此面临较大的资金压力。

因此，需提前做好资金规划，避免出现流动性风险。为此，建议高速公路企业充分考虑疫情影响，重新拟定年度资金计划时为通行费收入下降预留足够空间。同时，考虑到未来货币宽松的宏观环境，高速公路企业应主动通过债务置换的方式，借新还旧，置换高息债务，调整债务期限，一方面适当减低本年度的还本付息安排，避免因疫情防控措施的不确定性导致通行费收入减低引发的流动性风险；另一方面，降低企业的财务成本，增加企业的利润。

2、对会计政策或会计估计进行适当调整，减弱对利润的影响

高速公路企业的成本一般主要包括折旧及摊销、人工成本、公路维护成本、财务成本等，其中人工成本、公路维护成本、财务成本属于刚性成本，相对固定，而折旧及摊销则会根据不同的会计处理方式，对企业的利润产生较大影响。

目前高速公路折旧的方式主要有年限平均法和车流量法。与年限平均法相比，车流量法可减缓车流量大幅下降情形下折旧摊销相对刚性对企业利润的影响，因此建议采取年限平均法计提折旧摊销的高速公路企业变更为车流量法。对于采用车流量法的高速公路企业，由于本次新型冠状病毒属于突发事件，对车流量的影响十分大，原来的车

流量估计已不符合实际，因此可考虑在剩余折旧摊销年限内对车流量进行再次评估，以减少对企业财务指标的影响。

3、调整利息支付方式，平滑财务费用对利润的影响

高速公路企业的财务费用规模始终处于较高水平，面对此次疫情的突发影响，高速公路企业可通过与债权人谈判并调整利息支付节奏的方式，平滑财务费用对企业盈利的影响。

以上文的几家高速公路企业为例，仍以 2018 年的财务数据为基准，在情形二的假定下，即高速公路企业在免收取通行费期间可不提折旧和摊销，若通过与债权人的谈判将高速公路企业存量的债务利率降低为 1%，即使在免收 6 个月通行费的不利局面下，2020 年仍能实现营业利润为正，营业利润较 2018 年基准数据的降幅则也大幅收窄至 100%以内；若免收通行费时间进一步拉长至 8 个月，企业财务报表的调整难度将更大，即使存量债务的利率能降至 1%，仍出现了营业利润为负数的企业。具体数据情况详见表 3。

表 5：2020 年部分高速公路企业营业利润预测

	单位:万元			
	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年营业收入	296,694.85	580,710.80	1,029,159.14	577,603.65
2018 年营业利润	154,698.96	453,258.53	103,806.87	113,321.09
	免收通行费 6 个月			
预测营业收入	157,841.66	327,391.43	583,121.57	337,493.81
预测营业利润	51,378.29	106,893.88	26,371.25	77,834.51
营业利润变动比例	-66.79%	-76.42%	-74.60%	-31.32%
	免收通行费 8 个月			
预测营业收入	111,557.26	242,951.64	434,442.38	257,457.20
预测营业利润	16,646.43	41,324.27	-76,300.76	21,149.73
营业利润变动比例	-89.24%	-90.88%	-173.50%	-81.34%

注：测算企业数据来源于 wind，具体测算表格详见附件 3

由于存量债务 2020 年的利率降低为 1%，假定原有的平均利率为银行间 1~5 年贷款基准利率 4.75%，则将有利差为 3.75% 的利息将在未来年度支付。经测算，针对该部分后置支付的利息，各家高速公路企业均可利用正常经营年度的沉淀现金在未来 1~2 年内予以偿还，不会造成过大的资金压力。而从后置支付的利息对高速公路企业未来的盈利情况影响来看，经测算皖通高速和深高速正常情况下的盈利状况较好，2018 年税前利润总额/后置支付的利息分别为 13.63 和 8.64，因此后置支付的利息在 2021 年可全部折抵，不会造成企业后置年度的亏损；而河北交投及中原高速 2018 年税前利润总额/后置支付的利息分别为 0.25 和 0.98，若要保障企业在未来年度的利润不受后置利息支付的影响，则建议进一步拉长后置支付利息的消化周期，在未来 2~4 年内逐渐计入企业的财务费用。

表 6：后置支付利息未来年度折抵情况

科目	单位：万元、倍			
	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
后置支付的利息	11,356.69	52,583.31	408,490.23	114,283.27
2018 年折旧摊销	69,533.95	136,360.37	-	-
201 年利润总额	154,753.98	154,753.98	154,753.98	154,753.98
2018 年净利润	109,664.20	109,664.20	109,664.20	109,664.20
沉淀现金	179,198.16	522,313.88	351,893.36	216,717.07
沉淀现金/后置支付的利息	0.06	0.10	1.16	0.53
利润总额/后置支付的利息	13.63	8.64	0.25	0.98
利润总额	154,753.98	454,517.76	103,345.81	112,159.18
净利润	109,664.20	357,873.06	46,470.62	80,356.71

注：测算企业数据来源于 wind，具体测算过程详见附件 3

4、改革融资模式，大力发展权益融资

除了提早做好资金规划，对债务结构进行优化之外，改革融资模式也是应对风险的重要措施，应通过加大权益融资的比例来改善资本

结构，降低经营风险。高速公路企业普遍采用传统的债务融资方式，资产负债率偏高，债务本息支出的刚性较强，应对风险的抵御能力较弱。高速公路企业需要拓宽融资思路，不局限于传统的融资方式，探索权益筹资的新模式，此举不仅可以改善资本结构，通过去杠杆降低财务风险，还可以筹措新建项目的资本金。目前较好的权益融资方式主要有高速公路产业基金与基础设施 REITs（不动产信托基金）。

高速公路产业基金作为一种利益共享、风险共担的投资模式，主要依靠资产本身的现金流保障基金退出，而非依靠主体信用兜底。此外，基础设施建设的资金需求量大、建设期长，与产业基金中长期投资的特点相契合，而且资产质地优良，收益稳定，风险可控，对机构投资者具有较高的吸引力。将产业基金引入高速公路等基础设施领域，可以有效地提高政府资金使用效率、剥离政府存量项目债务，并帮助地方高速公路企业提升经营效率和改善财务结构。

基础设施 REITs 是以能够产生稳定租金或运营收益的基础设施作为基础资产的投资计划、信托基金或上市证券，在国外运用较为成熟。目前国家发改委、证监会等部门正在加紧制定相关政策，积极推动试点项目落地，预计 2020 年将会正式推出。REITs 拥有其他融资方式所不具备的优势和特点，可以促进盘活存量资产，激活投融资效率，拓展长期资本形成机制。

5、大力开展多元化经营，提升抗风险能力

高速公路行业具有准公益性质，其收费标准受到严格的监管，公路企业并不具有自主制定价格的权利，因而导致公路企业的通行费收

入相对有限。而与此同时，对于高速公路的管理和养护，交通部也做出了明确的规范要求，这也在无形中加大了公路企业的维护成本。

高速公路企业通常拥有较好的现金流，但在本次新型冠状病毒疫情的冲击下，并叠加交通运输部决定从2月17日0时起至疫情防控工作结束，免收全国收费公路车辆通行费，高速公路企业的通行费收入预计下滑明显，其业务收入模式单一的风险与局限性已显露无疑。因此发展第二主业，通过多元化投资来增加现金流持续性是必然的趋势。好的多元化战略能增加企业内在价值，多元化一方面提升了企业的现金流持续性，另一方面，增长点的开拓也带来了现金流的成长性。因此高速公路企业可以尝试多元化的发展之路来扩大盈利来源。

在开展多元化经营方面，浙江交投为我们提供了较为成功的案例。根据其2018年审计报告，浙江交投2018年主营业务收入主要来自货物销售（63.73%）、工程施工（16.57%）、高速公路收费（13.72%）等多个领域。考虑到高速公路收费占比不高，即使通行量下降40%，对浙江交投主营业务收入的影响预计也极为有限。浙江交投通过开展多元化经营，大大提升了企业抗风险能力。

高速公路企业在尝试多元化时，尤其要注重商业模式和投资回报率，投资回报率小的项目，低毛利或高波动性的辅业项目，都有可能降低企业内在价值。目前高速企业辅业涉足最多的是房地产、广告、能源、金融这几个领域。高速公路企业通常现金流稳定，跟当地政府关系良好，擅长存量项目的管理和运营，因此高速企业辅业可向同样资本扩张型的金融、环保等领域拓展，或是向主业相关的广告、

服务区运营等方向拓展；而房地产、工程、矿业等行业持续性较差，每年容易大幅波动，可适当投资；其他制造、互联网等技术驱动型的业务，由于高速企业不具备同样的基因，管理难度较大，建议谨慎投资。

6、引入投资者或出售部分资产以缓解现金流紧张，改善当年利润

受疫情影响，高速公路企业短期内的盈利状况将出现显著的恶化，且现金流压力较大。为缓解现金流紧张的局面，改善企业的利润指标，可考虑在不丧失国有控制权的情形下出售部分高速公路资产，或以股权的形式引入外部投资者，以获取部分资金。

针对资产出售的方式，高速公路企业应结合自身面临的压力及对未来企业状况的评估，通过收费权转让、股权转让、股权增资等多种方式，引入投资者。对于财务状况较好、仅短时间承压的高速公路企业而言，可考虑引入产业基金、金融机构等财务投资者，通过转让资产过程中产生的溢价，改善企业的盈利指标。待后期企业经营稳定后，再将该部分资产收回，避免企业资产的流失。

五、可积极向政府部门申请政策支持

除了高速公路企业自身采取的应对措施以外，为支持高速公路这一关乎民生的基础设施行业的健康发展，针对本次疫情及相关政策对高速公路行业产生的不利影响，可积极向政府部门申请以下政策支持：

1、建立有效的应对突发事件的机制，做到有法可依

2018年12月，交通运输部发布的《收费公路管理条例（修订草案）》中提出“遇有极端恶劣天气、突发事件等情形，省、自治区、直

辖市人民政府或者其授权的政府或者部门可以决定对通行收费公路特定路段的车辆暂停收费。”同时，在2018年12月发布的《收费公路管理条例（修订草案）》中又提出“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，给经营管理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。”

本次新冠疫情正是属于修订草案中提到的“突发事件”，高速公路企业在疫情防控期间停止收费，因此缩短了其收费期限。考虑到高速公路企业在疫情防控期间停止收费，造成了其通行费收入的大幅下降。可依据《收费公路管理条例（修订草案）》，申请交通主管部门根据实际情况，允许高速公路企业适当延长未来的收费期限，避免损坏高速公路企业及其投资人的利益。这既是对高速公路投资主体的利益保障，也有利于吸引社会资本投资基础设施，促进行业发展。

在具体制定延长未来收费期限的政策时，不仅应考虑当期高速公路企业免收通行费的期限，如上文针对未来通行费收入折现后对高速公路企业当前估值的分析，还应该考虑折现因素对于通行费收入的影响，在本次疫情免收通行费期限的基础上，适当增加未来延长的收费期限。同时，如上文测算所示，在免收费期间拉长至8个月时，部分盈利能力较弱的企业即使采取了调整利率、停止折旧摊销等调表措施，仍出现营业利润为负的情况。因此，建议在疫情可控的情况下，尽快回复高速公路企业的收费，减少对企业的不良影响。

2、税收政策支持

鉴于高速公路行业为支持实体经济的稳定发展，支持各行各业的复工，采取了停收通行费的措施，造成了其无进项收入却持续需要对外支出。可考虑申请国家税务部门针对高速公路行业出台相关的税收优惠制度，以减少企业的资金支出项。具体来看：

在企业所得税方面，可考虑申请减免高速公路企业的企业所得税，阶段性实施优惠的企业所得税税率，允许企业延长亏损抵扣，以此降低高速公路企业的所得税税负。

在增值税方面，可考虑申请全部或部分返还高速公路企业缴纳的增值税。此外，由于利息支出是高速公路企业重要的支出源头，针对支付利息中产生的增值税进项，可考虑申请允许高速公路企业进行进项税抵扣。

针对印花税、附加税等其他税种，可酌情考虑相关的税收优惠方式。

3、会计政策支持

对于受疫情防控影响而停止收费的相应期间，应允许高速公路企业在该时期内不对高速公路资产提取折旧或进行摊销，减少通行费收入下降对于高速公路企业利润指标的影响，规避企业的估值水平及信用水平下降。

如上文测算所示，若高速公路企业在免收通行费期间能停止进行折旧摊销，能在一定程度上缓解其盈利压力，减少企业调整财务报表的难度。

4、推出配套金融政策

高速公路行业作为资金密集型行业，无论是建设期还是运营期，其资金的需求始终较大。在通行费收入大幅下降的时期，国家金融监管部门应出台配套的金融支持政策，允许企业根据免收通行费情况，延长贷款还本付息期限，不随意进行抽贷、断贷，从而加大高速公路企业短期的流动性风险。

同时，应出台金融政策鼓励给与高速公路企业提供低成本的专项贷款，提供公开市场融资工具审批绿色通道，提高高速公路企业的融资效率。并且，为各地政府配套更多用途灵活的高速公路专项债额度，支持各地高速公路行业的发展。

版权所有 严禁复制

附件 1：部分高速公路企业情形 1 下的盈利预测（单位：元）

	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年实际数				
营业收入	2,966,948,529.24	5,807,108,031.78	10,291,591,361.46	5,776,036,469.33
其中：通行费收入	2,777,063,823.37	5,066,387,436.63	8,920,751,392.11	4,802,196,720.60
有息债务	3,028,450,742.20	14,022,216,818.26	108,930,728,989.40	30,475,538,766.92
营业成本	1,282,803,758.59	2,858,211,931.76	5,319,726,459.17	2,788,551,461.45
其中：折旧及摊销	695,339,512.91	1,644,408,248.39	3,054,227,376.85	1,363,603,684.40
营业税金及附加	24,648,018.42	49,742,097.47	63,674,689.38	127,158,011.71
销售费用		19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	53,115,973.85	1,055,006,036.68	3,524,619,648.09	1,719,345,668.47
投资收益	25,257,782.85	555,594,384.15	348,990,056.10	68,213,183.68
营业利润	1,546,989,618.71	4,532,585,319.04	1,038,068,681.15	1,133,210,899.05
折旧摊销不变，免收 6 个月通行费				
营业收入	1,578,416,617.56	3,273,914,313.47	5,831,215,665.40	3,374,938,109.03
营业收入变动比例	-46.80%	-43.62%	-43.34%	-41.57%
营业成本	1,282,803,758.59	2,858,211,931.76	5,319,726,459.17	2,788,551,461.45
税金及附加	13,112,745.80	28,043,453.64	36,078,079.00	74,298,426.24
销售费用	-	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	158,199,642.42	715,492,348.49	5,302,573,525.85	1,512,686,634.98

其中：预计新增有息负债	362,481,654.66	1,248,935,990.51	3,242,877,444.73	1,644,594,784.49
预计新增财务费用	14,348,232.16	49,437,049.62	128,363,898.85	65,098,543.55
投资收益	12,628,891.43	277,797,192.08	174,495,028.05	34,106,591.84
营业利润	52,546,272.39	-279,098,489.32	-5,348,303,529.61	-1,111,387,945.26
较 2018 年营业利润下降幅度	-96.60%	-106.16%	-615.22%	-198.07%
折旧摊销不变，免收 8 个月通行费				
营业收入	1,115,572,646.99	2,429,516,407.36	4,344,423,766.72	2,574,571,988.93
营业收入变动比例	-62.40%	-58.16%	-57.79%	-55.43%
营业成本	1,282,803,758.59	2,858,211,931.76	5,319,726,459.17	2,788,551,461.45
税金及附加	9,267,654.93	20,810,572.37	26,879,208.88	56,678,564.42
销售费用	-	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	162,982,386.47	731,971,365.03	5,345,361,492.13	1,534,386,149.50
其中：预计新增有息负债	483,308,872.87	1,665,247,987.35	4,323,836,592.97	2,192,793,045.99
预计新增财务费用	19,130,976.22	65,916,066.17	171,151,865.14	86,798,058.07
预测投资收益	16,838,521.90	370,396,256.10	232,660,037.40	45,475,455.79
营业利润	-407,025,720.87	-1,040,143,466.67	-6,810,519,515.10	-1,904,464,854.11
较 2018 年营业利润下降幅度	-126.31%	-122.95%	-756.08%	-268.06%

注：1、有息债务=短期借款+交易性金融负债+衍生金融负债+应付票据+一年内到期非流动负债+应付短期债券+其他金融类流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款；

2、预测营业收入=2018 年通行费收入*（12-免收通行费月份）/12+2018 年其他收入；

3、营业成本、销售费用、管理费用与 2018 年保持一致；

4、税金及附加与收入变动比例保持一致；

5、财务费用=有息债务* 4.75%（1至5年期基准利率）+预计新增财务费用。其中预计新增财务费用是由于2020年部分月份无收入，则假定2020年3月1日为高速公路运营费用及财务支出举借新增借款。预计新增债务=（2018年扣除折旧与摊销后的营业成本+销售费用+管理费用）*免收通行费月份/12；预计新增财务费用=预计新增债务*4.75%*10/12；

6、预测投资收益= 2018年投资收益*（12-免收通行费月份）/12；

7、预测营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用+投资收益。

8、测算数据来源于wind数据

版权所有 严禁复制

附件 2：部分高速公路企业情形 2 下的盈利预测（单位：元）

	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年实际数				
营业收入	2,966,948,529.24	5,807,108,031.78	10,291,591,361.46	5,776,036,469.33
其中：通行费收入	2,777,063,823.37	5,066,387,436.63	8,920,751,392.11	4,802,196,720.60
有息债务	3,028,450,742.20	14,022,216,818.26	108,930,728,989.40	30,475,538,766.92
营业成本	1,282,803,758.59	2,858,211,931.76	5,319,726,459.17	2,788,551,461.45
其中：折旧及摊销	695,339,512.91	1,644,408,248.39	3,054,227,376.85	1,363,603,684.40
营业税金及附加	24,648,018.42	49,742,097.47	63,674,689.38	127,158,011.71
销售费用		19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	53,115,973.85	1,055,006,036.68	3,524,619,648.09	1,719,345,668.47
投资收益	25,257,782.85	555,594,384.15	348,990,056.10	68,213,183.68
营业利润	1,546,989,618.71	4,532,585,319.04	1,038,068,681.15	1,133,210,899.05
折旧摊销调整，免收 6 个月通行费				
营业收入	1,578,416,617.56	3,273,914,313.47	5,831,215,665.41	3,374,938,109.03
营业成本	935,134,002.14	2,036,007,807.57	3,792,612,770.75	2,106,749,619.25
税金及附加	13,112,745.80	28,043,453.64	36,078,079.00	74,298,426.24
销售费用	0.00	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10

管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	158,199,642.42	715,492,348.49	5,302,573,525.85	1,512,686,634.98
其中：预计新增有息负债	362,481,654.66	1,248,935,990.51	3,242,877,444.73	1,644,594,784.49
预计新增财务费用	14,348,232.16	49,437,049.62	128,363,898.85	65,098,543.55
投资收益	12,628,891.43	277,797,192.08	174,495,028.05	34,106,591.84
营业利润	374,958,246.00	-12,488,749.28	-4,170,179,897.28	-497,799,286.74
较 2018 年营业利润下降幅度	-75.76%	-100.28%	-501.72%	-143.93%
折旧摊销调整，免收 8 个月通行费				
营业收入	1,115,572,646.99	2,429,516,407.36	4,344,423,766.72	2,574,571,988.93
营业收入变动比例	-62.40%	-58.16%	-57.79%	-55.43%
营业成本	819,244,083.32	1,761,939,766.17	3,283,574,874.60	1,879,482,338.52
税金及附加	9,267,654.93	20,810,572.37	26,879,208.88	56,678,564.42
销售费用	-	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	162,982,386.47	731,971,365.03	5,345,361,492.13	1,534,386,149.50
其中：预计新增有息负债	483,308,872.87	1,665,247,987.35	4,323,836,592.97	2,192,793,045.99
预计新增财务费用	19,130,976.22	65,916,066.17	171,151,865.14	86,798,058.07
投资收益	4,209,630.48	92,599,064.03	58,165,009.35	11,368,863.95
营业利润	43,905,062.97	-221,668,493.15	-4,948,862,958.59	-1,029,502,323.02
较 2018 年营业利润下降幅度	-97.16%	-104.89%	-576.74%	-190.85%

注：1、假定在免收通行费的6个月，均不提折旧摊销，因而情形2中预测的营业成本=2018年营业成本-2018年折旧摊销*免收通行费月份/12；

2、测算数据来源于wind数据，其他科目测算方式与情形1相同。

版权所有 严禁复制

附件 3：情形 2 下，利息支付方式调整后的盈利预测及后置支付利息未来折抵情况（单位：元）

	皖通高速	深高速	河北交投	中原高速
2018 年实际数				
营业收入	2,966,948,529.24	5,807,108,031.78	10,291,591,361.46	5,776,036,469.33
其中：通行费收入	2,777,063,823.37	5,066,387,436.63	8,920,751,392.11	4,802,196,720.60
通行费收入占比	93.60%	87.24%	86.68%	83.14%
有息债务	3,028,450,742.20	14,022,216,818.26	108,930,728,989.40	30,475,538,766.92
营业成本	1,282,803,758.59	2,858,211,931.76	5,319,726,459.17	2,788,551,461.45
其中：折旧及摊销	695,339,512.91	1,644,408,248.39	3,054,227,376.85	1,363,603,684.40
营业税金及附加	24,648,018.42	49,742,097.47	63,674,689.38	127,158,011.71
销售费用		19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	53,115,973.85	1,055,006,036.68	3,524,619,648.09	1,719,345,668.47
投资收益	25,257,782.85	555,594,384.15	348,990,056.10	68,213,183.68
营业利润	1,546,989,618.71	4,532,585,319.04	1,038,068,681.15	1,133,210,899.05
利润总额	1,547,539,779.95	4,545,177,566.55	1,033,458,053.48	1,121,591,806.24
净利润	1,096,642,037.84	3,578,730,582.48	464,706,190.43	803,567,058.42
免收费 6 个月，部分利息后置支付的盈利预测数				
营业收入	1,578,416,617.56	3,273,914,313.47	5,831,215,665.40	3,374,938,109.03
营业成本	935,134,002.14	2,036,007,807.57	3,792,612,770.75	2,106,749,619.25
税金及附加	13,112,745.80	28,043,453.64	36,078,079.00	74,298,426.24
销售费用	0.00	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36

财务费用	44,632,739.59	189,659,217.81	1,217,671,188.75	304,755,387.67
其中：预计新增有息负债	362,481,654.66	1,248,935,990.51	3,242,877,444.73	1,644,594,784.49
预计新增财务费用	14,348,232.16	49,437,049.62	128,363,898.85	65,098,543.55
投资收益	12,628,891.43	277,797,192.08	174,495,028.05	34,106,591.84
营业利润	513,782,931.68	1,068,938,765.56	263,712,495.92	778,345,144.25
免收费 8 个月，部分利息后置支付的盈利预测数				
营业收入	1,115,572,646.99	2,429,516,407.36	4,344,423,766.72	2,574,571,988.93
营业收入变动比例	-62.40%	-58.16%	-57.79%	-55.43%
营业成本	819,244,083.32	1,761,939,766.17	3,283,574,874.60	1,879,482,338.52
税金及附加	9,267,654.93	20,810,572.37	26,879,208.88	56,678,564.42
销售费用	0.00	19,417,328.93	239,813,014.10	29,650,346.10
管理费用	84,383,089.78	209,644,932.04	455,823,144.94	115,245,777.36
财务费用	44,632,739.59	189,659,217.81	1,217,671,188.75	304,755,387.67
其中：预计新增有息负债	362,481,654.66	1,248,935,990.51	3,242,877,444.73	1,644,594,784.49
预计新增财务费用	14,348,232.16	49,437,049.62	128,363,898.85	65,098,543.55
投资收益	8,419,260.95	185,198,128.05	116,330,018.70	22,737,727.89
营业利润	166,464,340.34	413,242,718.10	-763,007,645.85	211,497,302.76
后置支付利息未来年度折抵情况				
后置支付的利息	113,566,902.83	525,833,130.68	4,084,902,337.10	1,142,832,703.76
沉淀现金	1,791,981,550.75	5,223,138,830.87	3,518,933,567.28	2,167,170,742.82
沉淀现金/后置支付的利息	0.06	0.10	1.16	0.53
净利润/后置支付的利息	13.63	8.64	0.25	0.98

注：1、假定存量债务的利率降至 1%/年，预测的财务费用=预有息债务* 4.75%（1 至 5 年期基准利率）+计新增财务费用；

2、沉淀现金=2018 年折旧摊销+2018 年净利润；

3、后置支付的利息=（4.75%-1%）*存量债务；

4、测算数据来源于 wind 数据，其他科目测算方式与情形 2 相同。

版权所有 严禁复制