

高速公路企业信用评级方法

(2015 年修订版)



东方金诚国际信用评估有限公司
Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目录

一、高速公路企业信用评级定义	1
二、高速公路企业信用等级符号划分及含义	1
三、高速公路企业的风险特征	2
四、高速公路企业评级思路	3
五、高速公路企业分析要素	5

一、高速公路企业信用评级定义

1. 高速公路行业范围

本评级方法适用的高速公路企业一般符合以下特点：

- 主营业务为收费路桥（高速公路及其他各等级收费公路、桥梁及隧道）的运营与维护，并持有政府有关部门的特许经营协议；
- 主要利润来源（50%以上）为收费路桥资产产生的车辆通行费收入；
- 已有收费路产处于营运状态，能持续带来比较稳定的现金流入。

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011)目录，高速公路收费运营企业属于 G5442-道路运输业-道路运输辅助活动-公路管理与养护。该评级方法不适用于主营业务为路桥施工建设的建筑业企业。

2. 高速公路企业信用评级定义

高速公路企业信用评级是对高速公路企业主体及相关债项进行的评级，其中主体信用评级是对高速公路企业未来 3-5 年内一般无担保债务¹违约风险的分析判断；债项信用评级则是在主体信用分析基础上，结合债项偿付保障措施，分析判断特定债项的违约风险。

二、高速公路企业信用等级符号划分及含义

高速公路企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》，信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。主体信用等级符号释义如下表所示：

表 1：企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	债务还本付息的能力最强；
AA	债务还本付息的能力很强，基本无风险；
A	债务还本付息能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低；
BBB	债务还本付息能力一般，内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级；
BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；

¹ 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CCC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

高速公路企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是“正面”、“稳定”和“负面”。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

三、高速公路企业的风险特征

一般而言，高速公路企业具有以下风险特征：

1. 高速公路面临来自铁路、民航、水运、低等级公路等交通方式，以及邻近的并行高速公路的竞争

铁路在长途运输的成本上比高速公路拥有巨大优势。作为国家未来几年的重点建设领域，高速铁路建设大规模展开，城际铁路客运量快速上升，未来将分流一部分城际间的高速公路客流量，而高速铁路建成后将减轻原有铁路的负荷，置换出的铁路运力将增加铁路货运运力的投放。在运输总需求不变的条件下，更大的铁路运力投放必将对现有高速公路产生一定分流影响，抑制公路客货运输量需求的增长。但是从我国经济增速情况来看，运输总需求的增长速度将快于铁路建设的增长速度，因此短期内铁路对高速公路的分流效应体现将不会很明显。

与铁路相比，高速公路具有短途更加便捷的优势。因此邻近的并行高速公路，以及低等级的非收费公路的建成通行则具有更直接的替代效应，将会产生明显的分流，对经营受影响的路产的高速公路企业的收入造成严重冲击。

2. 建设重心向中西部迁移，债务融资需求较大，负债水平面临上升压力

中国高速公路建设除小部分依靠中央资金支持外，地方政府财政拨款和社会资金投资是各地高速公路建设的主要资金来源，其中债务性融资方式占比较大。随着国内公路网的建设重心转移到经济发展水平相对较低的中西部地区，当地地方政府自身的财政投资能力有限，

项目建设对债务融资的依赖程度将进一步加大。预计未来债务性融资仍是高速公路建设资金的主要来源，高速公路行业负债水平可能进一步上升。

3. 车辆通行费受收费政策影响较大，面临一定政策不确定风险

中国现有的高速公路中，95%依靠收费公路政策筹资修建，车辆通行费收入是其主要收入来源。根据《收费公路管理条例》，东部地区省份政府还贷公路收费期限不超过15年，中西部地区省份政府还贷公路收费期限不超过20年；东部地区省份经营性公路收费期限不超过25年，中西部地区省份经营性公路收费期限不超过30年。由于目前国家还没有出台收费年限到期后的具体政策，因此高速公路行业面临一定的政策不确定风险。

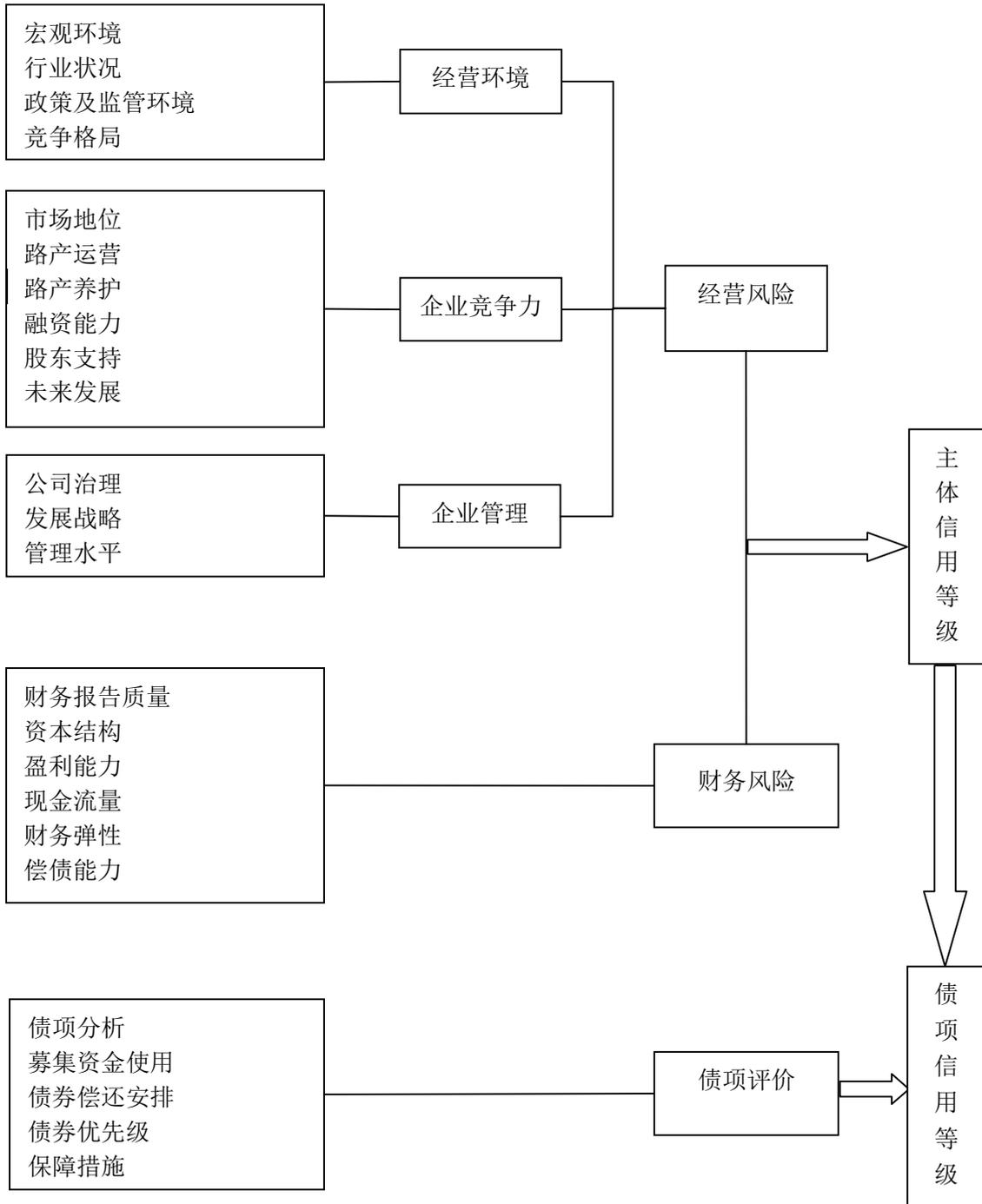
2012年7月24日发布的《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个法定节假日及其连休日期间，对7座以下（含7座）小型载客车辆及摩托车免收车辆通行费，对通行车流量以小客车为主的路段收入也产生了一定不利影响。

四、高速公路企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察高速公路企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由经营环境、企业竞争力、业务运营和企业管理等共同决定；财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定高速公路企业发行的相关债项的信用等级。

高速公路企业评级框架如下图所示。

图 1：东方金诚高速公路企业评级框架



五、高速公路企业分析要素

（一）经营风险

东方金诚对高速公路企业经营风险的分析要素包括经营环境、企业竞争力、业务运营和企业管理等四个方面。

1、经营环境

东方金诚对受评主体的信用分析首先从评估其所处的经营环境开始。评级分析涉及的因素很多，包括行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、行业在产业价值链中的地位、区域经济环境、人口因素、国际贸易环境、行业供需等因素。此外，行业竞争程度加剧也是风险增加的重要因素。

经济增长、居民收入的提高和城市人口增加带来的人员物资流动需求是高速公路行业发展的主要动力。高速公路在我国交通运输体系中占据重要地位。高速公路所服务区域的经济特征在很大程度上影响着高速公路企业的收入。经济发达、人口密度较大的地区，机动车保有量相对较高，车流量往往较大；经济多元化程度较高的区域，车流量受单一行业震荡影响较小。总体来说，主要路产位于经济发达地区或连接了若干发达城市的高速公路企业的运营环境较好。

此外，高速公路企业也面临相似的行业性风险，此类行业风险会对本行业内的所有公司或经济实体的评级产生巨大影响。除了强调受评主体所在行业的一般风险状况以外，东方金诚也强调受评主体在所处行业的市场地位。

2、企业竞争力

2008年由交通运输部、发改委和财政部联合公布的《收费公路权益转让办法》（以下简称“《办法》”）将收费公路划分为政府还贷公路和经营性公路两种类型，政府还贷公路是指县级以上地方人民政府交通运输主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建成的收费公路；经营性公路是指国内外经济组织依法投资建设或者依法受让政府还贷公路收费权的收费公路。

根据企业经营管理的路产数量，我们将高速公路企业划分为复合类和经营类两种类型。复合类高速公路企业一般运营多条收费公路，同时既对现有路产进行收费运营，也有部分路桥施工建设业务。这类高速公路企业一般规模较大，且多为政府背景的省级集团企业，具有一定的区域垄断性。经营类高速公路企业则以单一或少量路产经营为主，无施工建设业务。这类高速公路企业一般路产质量较高，经营负担较小，盈利能力较强。

（1）市场地位

高速公路企业拥有的路产是其竞争力的主要来源。拥有路产的总里程数、地理分布、车

流量水平等构成了企业的市场地位。考察高速公路企业的市场地位时，根据复合类高速公企业和经营类高速公路企业的分类，侧重点也有所区别。

对于复合类高速公路企业，主要关注点在于企业在区域内是否拥有较强的垄断优势。一般来说，这种优势体现为其运营的里程数占全省（市、自治区）高速公路通车总里程数的百分比比较高。对于经营类高速公路企业，主要关注点则在于其经营的路产质量。较高质量的路产一般具有地理位置关键、区域经济繁荣、人员物资流动密集等几方面特点，例如国家高速公路网（7918 网）干线、重要的大型城市间连接线、关键的省际通道、关键位置的桥梁、隧道等，往往能够给企业带来大量稳定的车流量及通行费收入。

（2）路产运营

收费标准

中国高速公路的收费标准及年限由各省物价局和交通委员会根据国家相关政策和省内不同高速公路的实际情况制定，一般采取对载客类车辆按车型收费、对载货类车辆按计重收费两套收费标准。具体来说，同一省（直辖市、自治区）内的高速公路企业均须遵循其上级主管机关制订的收费标准。

车流量

车流量高速公路运营收入的来源基础。一般而言，新建成的高速公路一般需要经历一段培育期，在运营的最初几年内车流量较小，通行能力相对闲置，经营效益也相对较差。随着车流量的增长，通行费收入逐步提高，高速公路企业将能逐步收回建设成本并产生盈利。在形成完善成熟的路网体系后，车流量将达到一个较高的稳定水平，带来稳定的通行费收入。

较高的路产质量、完备的公路网络能为高速公路企业带来较大的稳定车流量，在收费标准固定的前提下，形成稳定的现金流入。

通行费收入

车辆通行费收入是高速公路企业最主要的收入来源。一般来说，通行费收入与车流量具有正相关性。需要关注的是，即使车流量水平相近的两条高速公路，也可能因为车流量构成不同而产生通行费收入水平上的差别。载货车辆采取计重收费，并且由于大量存在超载导致遭受惩罚性收费，因此大型载货车辆通行占主流的高速公路一般能带来更高的通行费收入，相应地也面临更高的路产养护支出和更频繁的路面大、中修。

（3）路产养护

高速公路养护分为：日常养护、专项大中修养护等。日常养护支出是高速公路公司主要的经营成本之一。对于建成通车已达一定年限的高速公路，由于车流量规模较大，路面损耗较为严重，已不能满足正常运行要求的，为了防范安全隐患，按照《公路技术状况评定标准》、《公路养护技术规范》、《公路养护质量评定标准》要求，应对其进行大中修专项养护。大修

期间,企业一般依据路段实际情况采用单道双通方式或封闭式施工间断放行方式进行施工作业,尽量减小对交通通行的影响。但即便如此,也会有相当数量的车辆选择绕行其他线路,企业收入规模及盈利水平平均会受到较大的影响。

(4) 融资能力

高速公路行业是典型的资本密集型行业。高速公路项目造价高,建成后还需要经历一段培育期,在运营的最初几年内车流量较小,通行能力相对闲置,经营效益也相对较差。在车流量增长至稳定、通行费收入水平达到预期之前,高速公路企业无法收回建设成本并产生盈利。强大的融资能力能够保证高速公路企业顺利完成路产建设并在培育期内维持有效的路产运营。

(5) 股东支持

主要考察受评主体受到控股股东的支持力度,以及控股股东综合实力的强弱。考察重点在于控股股东的实力强弱,包括其自身的信用水平、在区域内高速公路运营主体中的地位等。在此基础上,考察控股股东对受评企业提供的支持内容,尤其是资金支持。

(6) 未来发展

经营类高速公路企业除日常的路产养护外,还需要定期对路产进行大、中修,产生较大的资本支出需求。除了与经营类企业相似的上述资本支出需求外,复合类高速公路企业现有的在建工程继续投入、拟建工程开工建设也都会引起资本支出。顺畅的融资渠道、强大的资本支出实力是高速公路企业能否持续稳健经营的重要因素之一。如果企业自有资金不足以支撑其资本支出的需求,其信用水平将受到负面影响。

4、企业管理

(1) 公司治理

完善治理结构的意义在于在公司的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。如果权力过于集中于相关利益人中的任何一方,那么都存在产生损害企业利益的可能。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察以下几方面:

股权结构。主要分析企业所有权结构和控制权结构的透明性以及公司对大股东的依赖程度。股份过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构;

董事会的独立性和运作情况,监事会的监督和公司的外部监督;

管理层及员工激励、约束机制的安排。

(2) 发展战略

高速公路行业属于弱周期性行业,具有集中建设期资金需求较大,投资回收期长,但培育期过后现金流收入稳定可控等特点。企业决策层需要认知宏观经济基本变化趋势,及时发

现并采用新的战略来面对新的挑战，寻求新的机遇。清晰的战略规划和可靠的执行控制能力有助于辨识企业未来经营结构，对资本支出进行预测。

对于复合类高速公路企业，如何合理规划在建、拟建项目的资本支出，有效应对债务融资的集中偿付压力以规避流动性风险，是其经营战略中的主要挑战。因此需要考察企业能否根据自身条件合理配置经营资源、贯彻风险控制，并随着宏观经济的变化不断调整、创新，以保持竞争力、降低违约风险。对于经营类高速公路企业，则需要考察其如何应对周边其他交通方式的竞争分流，以及如果对经营收入进行再投资。

围绕主营业务的适度多元化是一个积极的评级因素。成熟的高速公路网络能够带来稳定的通行费收入，同时也可以作为其他业务的基础。一些高速公路企业利用其路产优势，积极开展物流仓储、广告投放、休息区加油站租赁、沿线土地开发、汽车金融等相关分支业务，分散了收入来源过度单一的风险。但要指出的是，多元化如果没有明确的目标和严格的风险控制体系，或多元化后面临经验缺乏或执行能力不足的情况，也可能对信用级别产生负面影响。

(3) 管理水平

主要考察管理层是否普遍具备丰富的高速公路行业经验，能否高效处理高速公路运营、管理中发生的常见问题。

高速公路企业资本密集的特性，决定了企业投融资管理能力反应其核心管理水平。集中考察管理层能否合理安排在建、拟建项目，统筹融资活动，从而规避集中偿付风险及流动性风险。

(二) 财务风险

东方金诚对高速公路企业财务风险的分析要素包括财务报告质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等 5 个方面。

1、财务报告质量

财务报表质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较。评级过程中我们将关注审计师有无保留意见，并尽可能对财务数据进行调整，使受评主体的真实经营成果得以体现，且企业在同一口径下得以分析和比较。

2、资本结构

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在宏观经济环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。资产负债率体现了企业的整体负债水平。全部债务资本化比率剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。因此，我们采用这两个指标来考察受评主体的资本结构。

3、盈利能力

分析过程中需关注企业的财务费用，重点是利息支出。高速公路企业资本支出及债务融资规模大，资产负债率高企，财务费用对利润总额的影响往往十分巨大。能否有效控制财务费用，应对流动性风险，将直接影响企业的持续经营和盈利能力。重点分析“营业利润率”、“总资产收益率”和“净资产收益率”。

通常一个企业营业利润率高则说明该企业更可能具有足够的资金积累去保证经营的连续性，支持进一步的资本支出，例如新增路产的建设及已通车路产的专项大中修养护。同时，更高的盈利水平也意味着企业在面对不利外部环境时有更大的调整空间。

总资产报酬率主要衡量企业资产获利能力，该指标反映了企业运用全部资产产生利润的效率。在衡量企业资产获利能力的时候，我们会考虑非经常性损益对于企业信用质量的实际影响，评级结果反映其一般情况下的获利能力。

4、现金流量充足性

现金流包括经营活动、投资活动和筹资活动三个方面。这里重点分析现金流量同投资性支出和负债的关系，用以说明企业用现金流量维持或扩大再生产以及偿还债务的能力。主要考察以下几方面：目前现金流入的主要来源，及未来可能的变动；经营性现金流入在不同时期的均衡度，及其与债务期限结构的对称性；经营性现金流对流动负债和利息支出的保障程度；未来预期资本性支出对现金流的压力。

5、财务弹性

财务弹性首先在于企业的融资能力，即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。容易变现的资产也是财务弹性的反映。在企业扩张期，良好的财务弹性有利于平衡巨大资本性支出对财务状况的不利影响。

评价企业的财务弹性需要结合经营性现金流状况、债务组合与期限结构、流动性等因素进行分析，主要考察点有：现金储备；银行综合授信额度，可能的融资便利；融资渠道的多样性；融资渠道包括直接融资、银行借款、商业信用融资；资本市场融资历史和信用状况，再融资条件；抵押资产数量，及其对再融资的影响；资产质量及变现能力；控股股东或政府可能的资金和信用支持等。

6、偿债能力

东方金诚用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率来考察受评主体的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

由于高速公路企业普遍拥有巨额折旧摊销，因此东方金诚使用 EBITDA 指标平滑这部分

影响，并通过全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量受评主体的长期偿债能力。其中，EBITDA 利息倍数用于考察企业支付债务利息能力，全部债务/EBITDA 则用于考察受评主体经营所得对于全部债务的覆盖程度。