

高速公路行业信用评级方法

一、行业界定

高速公路属于高等级公路。中国交通部《公路工程技术标准》规定，高速公路指“能适应年平均昼夜小客车交通量为 25000 辆以上、专供汽车分道高速行驶、并全部控制出入的公路”。高速公路具有的自然特性为准公共性、网络经济性、区域垄断性、资金投入大、投资回报期长等。通行费是高速公路行业的主要收入来源，其征收标准根据国家政策、综合考虑车型、吨位、距离等因素来制定。

本评级方法适用的高速公路企业一般符合以下特点：

（一）主营业务为收费路桥（高速公路及其它各等级收费公路、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；

（二）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，当评级对象高速公路业务的营业收入比重小于 50%时，其收入和利润应在所有业务中最高，而且均占到受评主体营业收入和营业利润的 30%及以上；

（三）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。

本评级方法适用于高速公路行业企业（以下也称“评级对象”或“公司”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

二、行业分析

（一）行业特征

1、建设增速趋缓

过去十年，我国高等级公路快速增长，高速公路年通车里程平均增速约 15%。依据交通部发布的数据，2016 年我国新增高速公路 6000 多公里，总里程突破 13 万公里。2017 年我国将新增高速公路 5000 公里。交通基础设施投资力度将加大，公路、水运将完成固定资产投资 1.8 万亿元。同时，将强化规划引领，推进国家高速公路联网畅通，加快区际省际待贯通路段建设和交通繁忙路段扩容改造。预计未来我国西部地区的公路建设增速将高于东中部地区。

2、公益性特征将有所强化

收费公路政策的实施拓宽了公路建设投融资渠道，很大程度上促进了公路交通发展建设进程，但随着经济的增长，高额的物流成本对经济发展的阻碍也不断凸显出来。作为基础设施，公路在本质上具有公益性和公共性特征，随着公路建设需求的放缓和收费公路债务的不断清偿，未来收费公路在全国公路系统中的占比必将逐渐下降。

3、行业投资收益下滑

目前国内公路运输体系的骨架网络已基本形成，东部经济发达省份的路网发达程度已处于较高水平，未来新建公路的路网重要性不断下降，高收益的路产项目越来越少，同时不断上升的建筑材料成本、征地拆迁费用和运营费用，以及

费率下调预期将使新建路产项目的投资收益呈现下滑趋势。

4、铁路分流影响进一步显现

近年，随着经济快速增长的需要，中国进一步提高和加快了铁路规划规模和投资建设速度。根据铁道部颁布的《中长期铁路网调整规划方案》，到 2020 年，全国铁路营业里程将达到 12 万公里，其中客运专线为 1.6 万公里。大规模铁路网的建设和开通将快速提高铁路系统的运力，进而对收费公路行业造成一定分流影响。

（二）风险特征

1、高速公路面临来自铁路、民航、水运和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。

三、评级思路

按照《安融信用评级有限公司评级方法总论》，安融评级对收费公路行业的评级思路是：从高速公路行业企业主体信用风险影响因素出发，遵循偿债能力和偿债意愿评估相结合、个体评级和支持评级相结合、定性和定量分析相结合的原则，运用业务发展状况和财务风险状况二维评级框架得出受评主体基础信用等级。

对受评主体的业务发展状况进行评估时，安融评级重点考虑的因素包括外部运营环境、公司治理和管理、公司经营竞争力、公司背景和外部支持四个方面；而对财务风险状况的评估，则主要从公司规模、营运能力、盈利能力、偿债能力和成长能力五个方面进行考察。

在分析各评级要素或子要素时，为保障评级标准的一致性，安融评级采用评分表工具，通过构建业务发展状况评估模型和财务风险状况评估模型，设置各评级要素的衡量标准和评分方法，并根据重要性原则，按照层级分解的方式由专家意见给出各子要素的评级权重，计算得出受评主体业务发展状况和财务风险状况各自的总评分，通过各自的映射关系得到业务发展状况等级和财务风险状况等级，最后通过评估矩阵，得出受评主体基础信用等级。

在此基础上，安融评级综合考虑对受评主体信用品质或

偿债能力产生重大不利影响或有利影响的事项（调整事项），对其基础信用等级进行调整得出受评主体参考信用等级。

四、评级要素

（一）运营环境

1、宏观环境

安融评级对宏观环境的分析主要关注宏观经济形势和发展趋势，以及行业对宏观经济的敏感度两方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对高速公路行业信用风险的影响。

（1）宏观经济形势和发展趋势

宏观经济形势和发展趋势对所有行业的总需求和总供给都有着重要影响。高速公路行业需求主要来源于社会生活中的人员和物资的流通，与经济发展、基建投资、居民收入水平及货币政策等因素密切相关。在经济周期处于上升阶段时，社会投资需求增加且居民收入水平提高，带动高速公路消费需求上升，行业经济效益较好。此时，若国家配合推行宽松性货币政策，为企业创造了有利的融资环境，有利于高速公路企业经营发展。相反宏观经济下行、货币紧缩，不利于行业稳定发展。安融评级结合行业和受评主体的经营特征对宏观经济形势和发展趋势进行分析，考察的指标包括 GDP 增长率、固定资产投资增长率、居民收入水平及货币政策等。

（2）行业对宏观经济的敏感度

不同行业对宏观环境变化的敏感性不同，受宏观环境的影响程度也有差异，行业对宏观环境的敏感度越高，受宏观环境的影响越大。一方面，高速公路行业发展与宏观经济发展、基建投资和居民收入水平等密切相关，表现出明显的正周期特点；另一方面，由于大部分高速公路运输存在刚性需求，且收费价格稳定，从而使得高速公路行业经营及现金流均较为稳定，呈现出“经济上、行业上；经济下、行业挺”的特殊周期特点。因此，安融评级认为，高速公路行业属于弱周期性行业。

2、行业环境

安融评级认为行业整体状况会对业内企业信用风险产生一定的影响，安融评级对高速公路行业环境的评估主要包括产业政策、行业发展状况和发展趋势两方面。

（1）产业政策

产业政策是国家为了促进国民经济的稳定协调发展，对某些行业进行一定形式的扶持或限制的政策，具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。安融评级认为，目前我国高速公路行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

（2）行业发展状况和发展趋势

行业发展状况主要依据行业景气度来判断，安融评级参考 DRC 行业景气监测数据库中公路运输业行业景气指数来判断高速公路行业的发展状况，该指数全年高于 100 视为景气

状态，越接近 200 反映该行业经济运行越景气；低于 100 则反映行业不景气，越接近 0 反映行业越低迷。行业发展前景分析是对行业因社会、经济、技术等方面的变化而进行的趋势分析，安融评级结合行业现状及专家经验对行业发展前景进行定性判断。

3、区域环境

我国高速公路行业具有明显的地域特征，是影响高速公路行业受评主体信用等级评估的重要要素。安融评级对高速公路企业区域环境的评估主要包括区域经济发展水平、人口密度及增长趋势、汽车保有量、物流运输业发达程度及区域高速公路里程密度五个方面。

(1) 区域经济发展水平

区域经济发展水平是高速公路未来收入增长的主要动力。一般而言，区域经济发展水平越高，交通基础设施越完善，物资及人员流通越畅通，车流量也较大。安融评级主要通过受评主体所处省或直辖市 GDP 总量及人均 GDP 两个指标来评判区域经济发展水平。

(2) 人口密度及增长趋势

人口密度及增长趋势为高速公路提供需求基础。在人口密度高且人口总数持续增长的地区，一般经济较为发达，可为车流量的增长提供稳定的需求基础。同时，人口密集地区更适合发挥高速公路在中短途运输中的竞争优势，提高其抵

御其他交通方式分流影响的能力。

（3）汽车保有量

汽车保有量与高速公路市场需求密切相关。该指标主要考察汽车人均普及程度，汽车人均普及程度的高低决定了当地高速公路车流量的多少及未来增长的空间。一般来说，受评主体所处省或直辖市的汽车保有量越高的地区，高速公路车流量越大。

（4）物流运输业发达程度

物流运输业的发达程度是影响高速公路需求的又一重要因素。一般来说，区域物流运输业越发达，货物运输量越大，对高速公路的需求越高。安融评级主要通过受评主体所处省或直辖市的货物运输量及增速来衡量物流运输业发达程度。

（5）高速公路里程密度

高速公路里程密度越高，其服务范围越广、连接功能或枢纽作用越强，对车流吸引力越大，抵御其他交通方式分流影响的能力越高。

（二）公司治理和管理

公司治理和管理是公司得以生存和长期发展的保障机制。安融评级对公司治理和管理的考察主要包括公司治理结构和管理机制的健全程度、治理和管理水平的高低、公司人员素质情况等方面。

1、公司治理

公司治理是现代企业制度中最重要的机制，安融评级认为公司治理不仅包括公司股东、董事、监事及经理层之间的关系，也包括这些群体与其他利益相关者（如员工、客户、债权人和社会公众等）之间的关系。在评估受评主体治理状况时，安融评级不仅考察治理结构及运营的规范性，也考察其独立性和同业竞争的情况。

（1）治理结构及运营的规范性

安融评级对公司治理结构和运营规范性的考察主要关注股东权益是否得到保障，董事会、监事会的构成以及股东（大）会、董事会、监事会的召开是否规范，独立董事是否发挥实质作用，信息披露是否及时、准确、完整，是否因为出现问题而被相关监管机构调查等方面的内容。一般情况下，安融评级认为，上市公司的治理结构及运营的规范性较一般企业要好。

（2）独立性及同业竞争

安融评级关注受评主体的独立性以及公司与股东和关联方的同业竞争情况，防止出现公司股东、关联方合谋侵害其他利益相关者如员工、债权人等群体利益的情况。针对此项，安融评级主要评估的内容包括：①公司经营和财务方面的独立性；②近三年受评主体关联交易的金额及占比；③近三年控股股东对公司资金的占用；④公司对股东资产购买频

率和公允性；⑤公司高管人员在股东和关联方的兼职情况等。

2、公司管理

管理是决定企业经营成败的关键因素之一，安融评级重点考察管理制度设计、管理制度执行效果和公司战略三个方面。

（1）管理制度设计

安融评级主要从以下几方面对高速公路企业管理制度设计的完整性和合理性进行考察：①是否制订了与公司经营相适应的包括收费管理、养护管理、安全管理和工程建设管理等环节的控制制度，并不断更新；②公司投融资管理和财务管理等制度是否健全规范；③公司是否建立了内部控制管理制衡系统。

（2）管理制度执行效果

管理制度的执行效果是评判公司管理能力的关键，安融评级认为以下三个方面能够较为可靠地反映受评主体管理制度的执行效果：①公司是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；②公司近三年各项活动是否达到管理制度的目标需求；③是否出现过因管理制度执行不力引发的风险事件或是受到相关监管部门的审查。

（3）公司战略

高速公路企业主业较为突出，其未来战略是否围绕主业开展、未来发展方向是否符合国家的产业政策是衡量其战略

合理性的主要指标；另外，高速公路企业的路产收费往往具有时间限制、并且有设计最大车流量限制，未来战略能否保证公司的可持续性发展和成长性也需考察。

3、人员素质

企业中高层管理人员的职业素质和职业能力也是影响企业经营利润的关键因素。安融评级对中高层管理人员素质的考察主要包括行业经验、行业影响力、学识水平、决策能力、过往三年的信用记录，以及社会背景和奖惩记录等。

（三）经营竞争力

经营竞争力是指企业长期生存与发展的能力，是受评主体信用等级评估最重要的要素。安融评级从业务多元化、路产规模、路产经营效益、路产竞争、剩余收费年限和通行费收入集中度六个方面来考察高速公路企业的经营竞争力。

1、业务多元化

业务多元化有利于企业分散风险，充分利用资源，实现利润最大化。近年来，部分高速公路企业以现有的高速公路收费业务为中心，积极开拓新市场或开发新产品。

安融评级在分析高速公路企业业务多元化的时候，重点关注受评企业业务多元化程度及带来的经营效益，以及最近年度大类业务收入占主营业务收入比例大于 10%的种类、数量等。

2、路产规模

对高速公路企业来说，路产规模的扩大有助于资产质量的提升，发挥路网优势。一般来说，拥有规模较大且较为完整的路产资源有助于提高企业抵御行业、地区和经营风险的能力，巩固其在服务区域内的垄断地位，且更易获得政府和金融机构的支持。安融评级重点关注受评主体旗下已通车高速公路里程数，规模越大，此项得分越高。

3、路产运营效益

路产资产运营效益的高低影响到受评主体的盈利能力和抗风险能力，是竞争优势的重要体现。安融评级重点从车流量饱和程度、车流结构、通行费收入/里程数三个指标对路产经营效益进行综合考量。

(1) 车流量饱和程度

车流量饱和程度反映了高速公路的使用效率。一般来说，饱和程度越高，车流量越大，高速公路企业通行费收入越有保证。

(2) 车流结构

由于不同类型车辆收费标准不同，车流结构是影响高速公路通行费收入的主要因素之一。因此在考察高速公路企业通行费收入稳定性及成长性时候需要对通行车流结构予以分析，车流量结构越稳定或者高收费标准车流量不断增长，高速公路企业通行费收入越有保障。

(3) 通行费收入/里程数

对高速公路企业来说，当单位高速公路里程可获得的通行费收入越高，该路产运营效益越好。

4、路产竞争

一般来说，高速公路企业通常在某个区域垄断性较强，但高铁、平行公路等竞争线路开通会直接影响高速公路的通行量，进而影响企业的通行费收入。道路分流越严重，企业竞争力越弱。安融评级重点关注铁路、临近收费公路的建设、费率变化以及替代性非收费公路的分流影响。

5、剩余收费年限

安融评级在考察这一因素时主要关注受评主体旗下高速公路的剩余收费年限，剩余年限越长，未来收入的可持续性越有保障。

6、通行费收入集中度

通行费收入集中度主要考察高速公路企业对旗下某条或少数几条高速公路的依赖程度。企业通行费收入的来源越分散，其对单一路产依赖度越低，抵御风险能力则越强。

（四）公司背景和外部支持

安融评级对公司背景的分析主要侧重于股东（或实际控制人）实力分析，一般情况下，股东（或实际控制人）实力越强，公司可能获取的潜在支持越大。外部支持主要考察公司获取股东（或实际控制人）支持的可能性以及支持力度，其对公司经营非常重要，甚至构成部分公司的主要竞争优势。

1、股东背景

股东是公司最重要的利益相关者，其通过资本补充、业务拓展等多方面对受评主体发挥着重要的影响，股东出资能力越强、社会资源越多，能够给予受评主体的实质性支持也可能更多。安融评级认为，通常情况下，国家股股东或国有法人股东较一般法人股东和自然人股东有更强的出资能力和广阔的社会资源。

2、股东支持

安融评级主要从三个方面考察股东对受评主体可能的支持：（1）公司对于控股股东的重要性；（2）控股股东持股比例及最近的持股变化；（3）近三年股东在资本补充、业务拓展等方面对受评主体实际的支持情况。一般而言，控股股东持有受评主体的股权比例越高，或是受评主体对控股股东战略意义越重要，过往支持案例较多，受评主体受到控股股东支持的可能性则越高。

五、财务风险状况评估要素分析

安融评级对受评主体财务风险状况的评估主要从公司规模、营运能力、盈利能力、偿债能力和成长能力五个方面进行分析。公司规模既是公司以往经营业绩的积累，也是公司未来抗风险能力的重要保障。公司规模代表公司的经营实力和竞争优势，较大规模的公司，通常与其抵抗市场风险能力强的特性相关，也能获得更多的外部支持。营运能力反映

企业资源的利用效率，营运能力越强的企业，资源运转效率越高，产出效应越大。盈利能力是指企业获取利润的能力，其决定了企业长期发展的基础，是偿债能力的根本保障。偿债能力是指企业用经营活动产生的现金、资产变现以及融资等方式清偿债务的能力。成长能力是指企业发展趋势与发展速度，反映了企业未来的发展前景。在选择各评估指标时，安融评级遵循重要性、全面性和非相关性（或相关性较弱）原则。

（一）公司规模

对于公司规模，安融评级选择近三年平均营业收入、最近一期总资产、近三年平均扣除非经常性损益的净利润进行衡量。营业收入是企业生产经营活动中，因销售产品或提供劳务而取得的各项收入，是企业取得利润的来源以及现金流的基础，关系到企业再生产活动的正常进行。总资产是企业拥有或控制的能够带来经济利益的全部资产，是企业获得营业收入的基础及偿还债务的重要保障，其规模越大，经营及资本实力越强。净利润是企业经营的最终成果，净利润高，表示企业的经营效益和盈利水平好。

（二）营运能力

营运能力分析指标主要有应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率。考虑到高速公路企业资产以路产资产为主，主要集中在存货、固定

资产、在建工程及无形资产中，安融评级选取总资产周转率来考察高速公路企业的营运能力。

总资产周转率体现企业在一定期间全部资产从投入到产出周而复始的流转速度，可以全面反映企业全部资产的管理质量和利用效率。

（三）盈利能力

盈利能力指标主要包括综合毛利率、营业利润率、成本费用利润率、总资产报酬率和净资产收益率。基于重要性、全面性和非相关性（或相关性较弱）原则，从债权资本角度，安融评级主要选取受评主体最近一年的营业利润率和总资产报酬率对受评主体的盈利能力进行评估，其中营业利润率从业务收入的角度评价企业的获利能力，而总资产报酬率是从企业整体可动用资源的角度评价企业的整体获利能力。在实操过程中，如遇到的单一企业非经常性损益较大，则要扣除非经常性损益后计算营业利润率。

（四）偿债能力

安融评级对企业偿债能力的评估主要从两方面着手。首先，我们考虑在受评主体持续经营的情况下，用企业资产和经营过程创造的收益和现金逐步偿还债务的能力，主要选取的评估指标有：负债总额/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、经营性净现金流/负债总额。其次，在现金不足的情况下，企业可以通过处置资产获得偿付债务所需的现金，因此，安

融评级也关注资产对债务的保障程度，考虑到高速公路企业资产以非流动资产为主，选取资产负债率作为评估指标。

（五）成长能力

成长性分析的目的在于观察企业在未来一定时期内的经营能力发展状况。成长性比率是衡量企业发展速度的重要指标，一般的衡量指标主要有总资产增长率、固定资产增长率、营业收入增长率、净利润增长率等。考虑到高速公路企业路产资源对企业的重要性，安融评级主要关注的成长性指标有营业收入增长率、净利润增长率及固定资产增长率。在考察固定资产增长率指标时，如企业有路产资产如收费权等反映其他会计科目上，也应一并考虑。

（六）调整事项

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用品质或偿债能力产生重大不利或有利影响。因此，安融评级将这些因素作为受评主体基础信用等级和调整事项，根据该事件对受评主体影响的程度，直接下调或上调一个甚至多个级别，具体的调整事项分类如下：

表：高速公路企业主体财务风险评估指标体系

可能下调级别的重大事项
1、公司所处的外部经营环境发生重大不利变化，将对公司经营

产生巨大影响；
2、相关事项表明公司治理和管理存在严重问题；
3、公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；
4、公司及控股股东、实际控制人、董事、监事、高层管理人员有违法或重大不诚信记录，具体包括虚假出资或抽逃注册资本金，逃漏税行为及其它重大违法违规行为，近三年受过重大刑事处罚；
5、公司法定代表人已变更成外籍，且存在变现资产逃离国内的风险；
6、公司实施的战略投资额大，且实施战略的已投资较多，战略实施失败的可能性很大，预计该失败将给公司带来巨大负面影响；
7、审计意见为非标准无保留意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；
8、企业信用报告显示公司有不良贷款或欠息（非第三方原因），或存在担保违约记录；
9、公司对外担保占净资产的比重在 80%及以上，且没有反担保措施，担保代偿风险较大；
10、公司历年受到的行政处罚和未决诉讼性质严重，预计将影响公司的可持续经营；
11、其它对公司信用品质或偿债能力产生重大不利影响的风险事项。
可能上调级别的重大事项

1、公司所处的外部经营环境发生重大有利变化，将对公司经营产生巨大影响；
2、存在未在财务报表中体现的重大资产注入或资产重组事项，且预计将明显改善公司盈利水平；
3、存在未在财务报表中体现的股票上市（或重要子公司、参股公司上市）事项，且预计将较大程度提升公司的资本实力或盈利水平；
4、存在未在财务报表中体现的定向增发事项，且预计将较大程度地增强公司资本实力并降低偿债压力；
5、其它对公司信用品质或偿债能力产生重大有利影响的事项。

六、评级指标体系

表：高速公路企业经营发展状况评级指标

一级指标	二级指标	三级指标
外部运营环境	宏观环境	宏观经济形势和发展趋势、业对宏观经济的敏感度
	行业环境	产业政策、行业发展状况和发展前景
	区域环境	区域经济发达程度、人口密度及增长趋势、汽车保有量、物流运输业发达程度、区域高速公路里程密度
公司治理和管理	公司治理	治理结构及运营的规范性、独立性及同业竞争
	公司管理	管理制度设计、管理制度执行效果、公

		司战略
	人员素质	中高层管理人员素质
经营竞争力	业务多元化	
	路产规模/竞争	
	路产经营效益	车流量饱和程度、车流结构、通行费收入/里程数
	剩余收费年限	
	通行费收入集中度	
公司背景与外部支持	公司背景	
	股东支持	

表：高速公路企业主体财务风险评估指标体系

一级指标	二级指标
公司规模	近三年平均营业收入、总资产、近三年平均扣除非经常性损益的净利润
营运能力	资产规模、总资产周转率
盈利能力	主营业务收入增长率、利润总额、营业利润率、总资产报酬率、负债总额/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、经营性净现金流/负债总额
偿债能力	资产负债率
成长能力	营业收入增长率、扣除非经常性损益的净利润增长

	率、固定资产增长率
--	-----------

