

高速公路行业企业信用评级方法

2017年6月30日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

高速公路行业企业信用评级方法

作者：联合资信

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。在相同财务风险的情况下，经营风险低的受评主体所获得的信用级别会高于经营风险高的受评主体；同样，经营风险相同的情况下，财务风险低的受评主体其所获得的信用级别也会高于财务风险高的受评主体。

联合资信主体评级方法主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的所有要素进行分析和判断，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用级别。需要指出的是，本报告并未涵盖高速公路行业企业评级时需要考虑的所有因素，但是以下评级要点对于判断企业基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有较强的参考作用。

高速公路行业企业信用评级方法涵盖以下模块：高速公路行业分析（包括行业概况、行业特征、行业运行情况和行业政策）、高速公路企业所处区域的经济环境、企业基础素质、管理、经营和财务等方面，通过综合分析上述要素，进而判定高速公路企业偿债能力及信用等级。

一、高速公路行业分析

1、行业概况

根据《中华人民共和国公路法》，按行政等级，公路分为国道、省道、县道、乡道和专用公路；按技术等级，可分为高速公路、一级公路、二级公路、

三级公路、四级公路和等外公路，2016 年底，中国高速公路占比为 2.8%，各国的高速公路占总公路里程的比重较低，但承担公路年客货运量的比重较高。根据目前规定，国道一般需达到二级以上公路标准，在实际操作中，一般高速公路都为省道以上道路，属于高等级公路。根据《2016 年交通运输行业发展统计公报》，2016 年底，中国高速公路总里程 13.10 万公里，同比增加 0.74 万公里，近年来宏观经济转入新常态，高速公路通车里程增速放缓，但其投资规模依然保持高位；分区域来看，中西部地区路网密度显著低于东部地区，未来中部和西部的高速公路投资建设规模仍较大。

2、行业特征

高速公路建设周期和投资回报期均较长，投资规模大，属于资金密集型行业，导致行业整体负债水平高，财务费用高，债务偿还一般是依靠通行费收入或政府财政收入。

目前，高速公路的管理方式、投融资体制、建设规划、收费标准、收费年限、经营权转让、养护标准等均由政府统一制定和监管。高速公路行业下游需求波动相对较小，车辆通行收费及时且收费标准具有一定价格刚性，运营期间付现费用相对较少，因此行业内企业的经营活动获现能力较强且具有良好的稳定性。

3、行业运行情况

高速公路运输分为客运和货运，衡量高速公路行业运行状况的指标主要为客货运输量及周转量。近年来，受高铁投资建设分流影响，中国公路完成营业性客运量、旅客周转量有所下降。

4、行业政策

近年来，国内发布了一系列收费调整政策，包括鲜活农产品运输免通行费、逐步取消二级政府还贷公路收费、重大节假日小客车免收通行费等，对高速公路企业通行费收入规模带来一定的负面影响。

收费公路分为政府收费公路和特许经营公路，政府收费公路中的高速公路以省为单位实行统一举债、统一收费、统一还款，目前其收费期限为最长不得超过 15 年，中西部最长不得超过 20 年；特许经营公路实行特许经营制度，其收费期限一般不得超过 25 年，中西部最长不得超过 30 年。

2015 年 7 月，交通运输部发布《收费公路管理条例》（修订征求意见稿），若审议通过，政府收费公路将不再规定具体的收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过 30 年，届时将对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有积极影响，长期来看，可缩减全国收费公路的收支缺口。同时，意见稿明确了政府收费公路不得无偿划拨，除收费公路权益外，收费公路资产不得转让和上市交易。

二、地理位置和区域环境

高速公路资产所处地理位置对高速公路公司运营影响较大，区域经济因素分析需关注区域经济总量及增速、固定资产投资、人均收入、人口密度、汽车保有量等；区域内高速公路建设规划、收费水平、收费标准及其调整；区域内公路运输地位；高速公路沿线经济发展情况、产业结构，关注产业结构过于单一或过度依赖于强周期行业、产能过剩行业等情况。

三、企业基础素质

1、企业产权结构

主要关注受评主体股权结构和股东实力。高速公路作为区域经济发展重要的交通基础设施，其建设规划等均由政府统一制定，政府收费高速公路企业实际控制人通常为各省、市、自治区地方政府，特许经营高速公路企业控股股东可为国有企业、外资或民营资本。

2、企业规模及市场地位

关注高速公路企业控股路产里程、路产质量、车流量、通行费收入、路产在区域交通运输网络中的地位（例如属于国家高速公路网、省级高速公路网或其他）及相邻路段的竞争情况等因素。

市场地位方面，关注企业在该区域内高速公路投资建设、运营等方面的地位以及控股路产占当地高速公路总里程的比例。

3、外部支持

以政府收费公路为主的高速公路企业能不同程度的获得交通运输部、地方政府等提供的外部支持，涵盖高速公路项目建设资本金拨付、资产划拨、税收返还、财政补贴和地方政府债务置换等方面，需关注资本金及补贴资金及时到位情况，否则将影响高速公路项目建设进度；以特许经营公路为主的高速公路企业获得的政府支持相对较少，涵盖项目资源、财政补贴和交通组织等方面。

四、企业管理

1、法人治理结构

企业法人治理结构方面，需关注股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等。

2、管理水平

企业管理制度及执行方面，需关注组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从战略管理、人力资源管理、项目管理、招投标体制、工程质量与安全管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核、投资与担保管理等方面对高速公路企业进行分析。

五、经营分析

主要从企业运营模式、路产状况、路产收益、成本费用和未来发展等方面分析。

1、运营模式

国内收费公路企业运营模式主要有三类：①企业路产为收费还贷公路，项目建设资本金由地方交通主管部门拨付，其余资金由企业通过银行贷款、发行债券等外部筹资渠道筹集，通行费收入上缴财政专户，建设资金贷款纳入预算管理，由财政统一筹划偿还，该类企业多受地方政府主导；②企业路产为经营性公路，由企业自行筹集资金建设，或通过收购获得特许经营权，企业自主支配通行费收入，自行偿还债务，此类企业经营独立性强，市场化程度高；③企业负责区域内大部分收费公路的投资运营，包括经营性和收费还贷公路。

2、路产状况

路产状况是高速公路企业综合实力的体现，通常路段位置越好、分流竞争越小、路产等级越高，企业经营抗风险能力越强。

主要分析：公司已建成通车高速公路总投资规模及里程规模（进而分析单公里高速公路投资规模）、公司路产在区域内高速公路里程所占比重（占比越高，在该区域内的地位越显著）、路产等级（一般国道和省道干线公路的车流量及车流稳定性高于支线公路）、路产分布情况（企业对单一路产依赖性越强，经营风险越集中；路网布局越完善，路网规模效益越大）、相邻路段竞争与分流风险、路产质量（考虑是否有承担社会职能的公路、是否有尚未建设完成的断头路）、路产服务水平（包括通行能力、路面质量、服务区建设等）、路产通车时间分布情况、所处运营周期及路产剩余收费权年限等。

3、路产收益

高速公路企业运营收益以控股路产的车辆通行费收入为主，以及参股路产的现金分红和投资收益。通行费收入取决于高速公路收费里程规模、车流量、

收费标准和车辆结构。

车流量方面，公路客运量和货运量是车流量的直接表现指标，需关注地区经济支柱产业下滑、高速公路自身改扩建及竞争线路、连通路段、非收费路段等周边路网对车流量产生的分流或带动作用，同时，近年来高速铁路建设和民航等其他交通运输方式的快速发展亦对车流量产生一定的分流影响。

收费标准方面，需关注通行费率调整、节假日免费通行政策、政府取消路段收费及相应的补偿措施是否合理，分析行业政策调整可能性以及调整给企业收入带来的影响。

4、成本费用

高速公路企业运营成本主要包括高速公路资产折旧与摊销、维修及养护费用及财务费用等。

路产折旧方面，高速公路企业通常采用两种折旧方法：直线折旧法（年限平均法）与车流量折旧法（工作量法，一般每隔 3 年会对车流进行重新预测，增加了折旧的变动因素）。按直线法折旧，折旧额相对恒定，高速公路运营初期，车流量尚处于培育期，折旧成本无法摊薄，企业经营通常表现为亏损，后期随着车流量增长，经营逐步扭亏为盈；按车流量法折旧，折旧额会出现变动，通常呈正增长态势，运营初期，车流量少导致摊销额较小，可以粉饰近期利润，但随着车流量增长导致摊销额增长，余下年度的折旧压力越大，企业后期利润指标上升存在压力。还有部分高速公路企业，在经营业绩达到一定水平后，将车流量折旧法改为直线法。此外，近年来，部分政府收费公路根据政府部门出具的相关文件，不再计提折旧，盈利水平有所提升。总体来看，折旧政策对高速公路企业的成本和利润影响较大。

路产养护成本，关注道路日常养护成本和大修政策。

高速公路企业财务费用高，在总成本中所占比重较大，对营业利润的侵蚀显著。

5、未来发展

关注高速公路企业在建、拟建路产规模及收购情况，包括项目建设/收购资金来源（主要来源于政府/股东的资本金投入和路产收费权的质押贷款，重点关注资本金到位情况）、单公里造价成本、工程建设进度及项目未来预期投资回报情况。

路产扩张方式：通过收购成熟路产扩张，则可在短期内迅速扩大规模，但短期内资金偿付压力较大；若承担大量的高速公路建设职责，公司长期债务负担较重。

六、财务分析

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年企业合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。另外，应对公司所采用会计政策（应特别关注折旧政策有无变动）做出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

2、资产质量

流动资产：占资产比重相对较小，包括货币资金（高速公路企业通行费收入大多是现金收入，现金类资产较为充裕）、应收账款（因通行费收入解缴与分配时间存在差异，产生一定规模的应收账款，但回收风险较小）、其他应收款（通常为与股东、政府部门、关联企业之间的往来款，需关注欠款账龄、集中度，欠款企业性质、经营情况等，并评估其款项回收风险及对企业的资金占用压力）。

非流动资产：占资产比重大，包括固定资产、无形资产（已通车路产）及在建工程（在建高速项目），其中，已建成通车的政府收费公路多计入固定资产，特许经营公路多计入无形资产。重点关注：路产折旧和摊销政策的选择及其对企业利润的影响、路产成新率及其对企业养护成本的影响、高速公路收费权抵押比例及其对企业后续再融资的影响；在建工程需关注路产建设进度、已运营却尚未转固（暂缓折旧以调节利润）等情况。

3、资本结构

资本密集、回报时间长、负债水平高是高速公路行业重要特征，高速公路建设资金为一定比例的资本金及外部筹资（银行贷款、发行债券、PPP等）。重点关注：地方政府或民企自有资本金的到位情况（决定了项目的建设进度及外部筹资的难易程度）、长短期债务结构（因高速公路通行费回收周期长，若短债长用，短期债务规模过大，易致短期偿付压力较大）、债务偿还时间的集中程度、权益结构及稳定性等。

资本结构主要考察的指标包括：资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率。

4、盈利能力

高速公路企业收入较其他行业波动相对较小、收费标准相对稳定、折旧摊销成本占比高、运营成本较低，营业利润率高，但财务费用对利润侵蚀严重，故需综合考虑总资本收益率、净资产收益率等盈利指标。重点关注：百/单公里通行费收入（衡量路产盈利能力）、在建项目转固导致利息停止资本化，财务费用骤增对当期利润的影响、高速公路税收优惠政策、政府对路产补贴的持续性、到位情况及参股路产的投资收益等。

盈利能力主要考察的指标包括：营业利润率、总资本收益率和净资产收益率。

5、现金流

由于高速公路通行费收入多为现金、折旧占成本比重高但不需付现、政府支持力度大，收入实现质量、经营性净现金流状况通常较好；若企业经营性往来支出规模较大，则可能使经营活动净现金流呈现一定波动。

企业在建项目较多或收购某高速公路项目，则投资活动现金流出规模大，通常仅靠通行费收入为主的经营性净现金流不能满足投资支出的需求，对外部筹资的依赖程度很高，关注筹资渠道、计划与企业实际融资需求的匹配度等。

现金流主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比。

6、偿债能力

对于高速公路企业偿债能力的分析，主要分析以下几个方面：

(1) 短期偿债能力，主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比以及现金类资产对短期债务的保障倍数。

高速公路企业流动资产占比低，流动比率和速动比率处于较低水平；经营活动现金流入量较为稳定，对短期债务的保障能力较好。

(2) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断。

高速公路行业投资回报期长，通常长期债务占比高，偿债指标重点考察路产剩余收费年限内的获现能力对债务本息的保证程度、债务偿还期限分布与高速公路建设投资、通行费收入匹配程度等。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接融资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等支持，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。其他信用支持还包括股东、各级政府给予的支持、资产出让、引入战略投资者等，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

偿债能力主要考察的指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数。

7、其他重大事项

关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。