

版本号：V3.0.201907

收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表)



2019 年 7 月

收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）

一、 修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”或“我司”）有关制度，为适应收费公路运营行业的发展变化，完善对收费公路运营企业的评级体系，我司对收费公路运营企业主体信用评级模型进行不定期的调整和修订。此次公布的《收费公路运营企业主体信用评级模型（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本模型”）是在 2016 年版本的基础上修订完成的。本模型已经我司评级技术委员会审议通过，自 2019 年 8 月 1 日起施行。

本次修订主要内容包括，根据行业特点及我司评级方法修订完善评级因子、在原有评级框架基础上修订评级逻辑的实现路径、完善定性调整因素、新增打分表适用范围及局限性等。联合资信关于收费公路运营企业的整体评级逻辑与此前评级模型基本保持一致，因整体评级逻辑和主要评级要素保持不变，本次修订不会对联合资信现有收费公路运营企业级别产生重大影响。

根据有关监管要求，为了提高评级透明度，更好地为监管部门、投资者、受评对象以及其他机构等使用者服务，联合资信公布了本模型的主要方面，包括本模型（打分表）逻辑架构、一二三级因子与权重（矩阵映射关系）、阈值、定性调整和外部支持评价因子等。

二、 打分表适用范围

按照《中华人民共和国公路法》和《收费公路管理条例》修订稿等规定，收费公路指特定主体依法建设或购买的，可以向使用者收取通行费的公路（包含公路桥梁、公路隧道和公路渡口）。根据《收费公路管理条例》修订稿规定，目前收费公路含高速公路以及少量普通一级公路。联合资信收费公路运营企业主体信用评级打分表适用于以收费公路经营为主营业务、以通行费收入为主要收入来源的中国企业。

三、 打分表逻辑框架

联合资信通过打分表的形式对收费公路运营企业进行主体信用评级。打分表主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“现金流”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观和区域风险”“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“企业基础素质”“经营分析”和“企业管理”三部分，“现金流”细分为“盈利能力”“资产质量”和“现金流量”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定收费公路运营企业二级因素主要因子（即三级因素）及对应权重。

打分思路：

首先，联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为1~6分，财务风险三级因素由低到高分别评为1~7分），根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数：经营风险方面包括“经营环境因素”得分和“自身竞争力因素”得分，其中“经营环境因素”是“宏观和区域风险”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分，“自身竞争力因素”得分是“经营分析”要素、“企业基础素质”要素和“企业管理”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流因素”得分，其中“现金流因素”得分是“盈利能力”要素得分、“资产质量”要素得分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

其次，根据各要素得分通过档次映射表（见表1、表2）得到上述因素相应的档次，并结合各要素风险因素调整得到最终的档次：根据“经营环境因素”得分和“自身竞争力因素”得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流因素”得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险因素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表3至表5）得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，

通过评级矩阵（见表 6）得到对应的个体基础级别。

最后，在获得个体基础级别后，根据定性调整因素评价标准（见表 7）及外部支持评价标准（见表 8）对企业基础级别进行调整（每个因素可根据实际情况调整不超过 2 个子级），得出企业主体信用等级（模型结果）。

图 1 收费公路运营企业主体信用评级打分表架构图

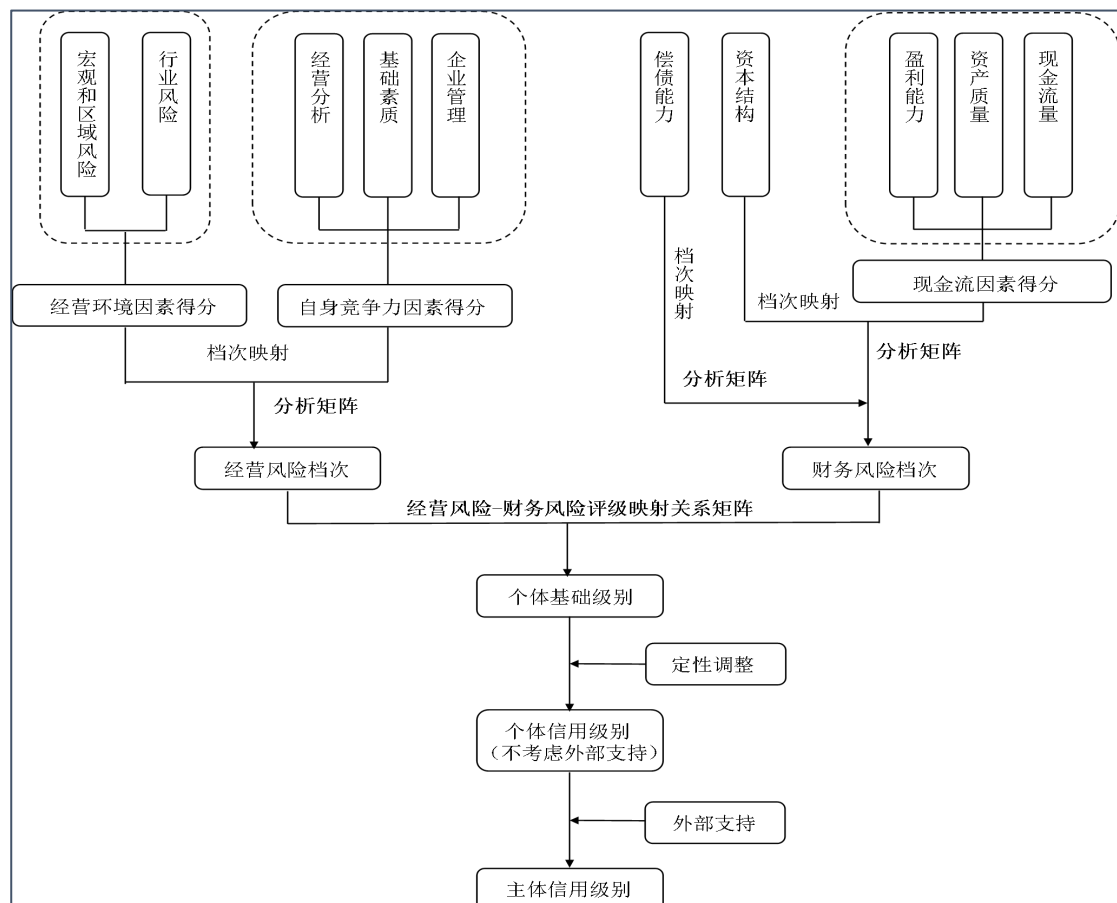


表1 收费公路运营企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1（非常好）	[5.5,6]	[5.5,6]
2（很好）	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3（较好）	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4（一般）	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5（较弱）	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6（非常弱）	[1,1.5)	[1, 1.5]

表2 收费公路运营企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
1（非常好）	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]
2（很好）	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3（较好）	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
4（一般）	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
5（较弱）	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6（非常弱）	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7（极弱）	[1,1.5)	[1, 1.5)	[1, 1.5)

表3 收费公路运营企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素	经营环境因素					
	1	2	3	4	5	6
1（非常好）	A	A	A	B	C	E
2（很好）	A	B	B	C	D	E
3（较好）	B	C	C	C	D	F
4（一般）	C	D	D	D	E	F
5（较弱）	D	E	E	E	E	F
6（非常弱）	E	F	F	F	F	F

表4 收费公路运营企业主体评级——现金流因素与资本结构分析矩阵

现金流因素	资本结构						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	1	1	1	2	3	5	6
2（很好）	1	2	2	3	4	5	6
3（较好）	2	3	3	3	4	6	7
4（一般）	3	4	4	4	5	6	7
5（较弱）	4	5	5	5	5	6	7
6（非常弱）	5	6	6	6	6	6	7
7（极弱）	6	7	7	7	7	7	7

表5 收费公路运营企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力	现金流因素与资本结构评价因素的结果						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2（很好）	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3（较好）	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7

4（一般）	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5（较弱）	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6（非常弱）	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7
7（极弱）	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7

表 6 收费公路运营企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa	aa-/a+	a/a-	bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb	bbb-/bb+	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+	bb	bb-
D	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bb+/bb	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 7 收费公路运营企业主体评级——定性调整主要因素

定性调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投产
	收购兼并
	压力测试与预测
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	贷款逾期
	其他失信记录
其他因素	其他有利因素
	其他不利因素

表 8 收费公路运营企业主体评级——外部支持主要因素

外部支持	
一级因子	二级因子
政府支持	政府支持应重点考察发行人在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。具体从以下几个方面考量： （1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大； （2）有政府明确支持政策且有政府救助历史； （3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业； （4）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务； （5）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响； （6）其他因素。

股东支持	股东支持应重点考察发行人在母公司集团架构和发展战略中的地位和重要性，具体从以下几个方面考量： (1) 母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要； (2) 获得股东注资和补贴等支持力度大，并有历史支持记录； (3) 股东为发行人所有债务提供担保，或者股东有明确的法律义务并书面承诺支持发行人； (4) 存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款； (5) 其他因素。
--------------------	--

打分表一般以发行主体合并报表数据为主（对于集团企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近3年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为20%、30%和50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近2年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为近2年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为30%和70%。若企业仅存在1年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

打分表中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业评级方法总论、收费公路运营企业评级方法，结合行业特点，根据重要性、可操作性等原则，经专家经验论证后筛选所得；（2）评级要素赋值：根据收费公路运营企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标赋值；（3）权重设置：根据收费公路运营行业评级方法，结合行业特征及重要性设置。

四、 收费公路运营企业个体基础级别打分表

收费公路运营企业个体基础级别从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表9 收费公路运营企业个体基础级别打分表-经营风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
经营风险	经营环境	宏观和区域风险	50%	宏观和区域风险	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	40%	控股路产里程（公里）	60%
				路网里程区域内占比（%）	40%

		经营分析	40%	单公里通行费收入（万元/公里·年）	30%
				总资产周转率（%）	30%
				通行费收入（亿元）	40%
		企业管理	20%	法人治理结构	50%
				管理水平	50%

表 10 收费公路运营企业主体评级打分表-财务风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
财务风险	现金流	盈利能力	40%	利润总额（亿元）	40%
				营业利润率(%)	30%
				净资产收益率(%)	30%
		现金流量	30%	现金收入比(%)	50%
				经营性净现金流量（亿元）	50%
		资产质量	30%	资产质量	100%
	资本结构		--	所有者权益（亿元）	40%
				全部债务资本化比率（%）	35%
				资产负债率（%）	25%
	偿债能力		--	现金短期债务比（倍）	15%
				经营现金流动负债比(%)	15%
				流动比率（%）	10%
				EBITDA 利息倍数（倍）	30%
				全部债务/ EBITDA（倍）	30%

（一）经营风险

收费公路运营企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

1. 经营环境

经营环境主要从宏观和区域风险、行业风险方面评价。宏观和区域风险主要评价宏观和区域经济运行情况及其对收费公路运营行业/企业的影响，可从宏观和相关区域经济发展状况、产业结构、固定资产投资、人均可支配收入、人口密度、汽车保有量、路网密度等方面评价。经济增长、固定资产投资加大、人均可支配收入的持续增加、路网不断完善等有利于保障收费公路通行费的增长，进一步推动行业可持续发展。行业风险主要从行业政策、行业周期性、行业竞争、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力方面来评价。收费公路运营行业整体呈现弱周期性、资本密集及垄断竞争等特点。

2. 自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、经营分析和企业管理方面评价。

基础素质

主要用控股路产里程、路网里程区域内占比衡量。

控股路产里程：控股收费公路的总里程，是收费公路企业综合实力的主要体现。

路网里程区域内占比：控股路产里程/省域内收费公路总里程，主要反映企业区域内的相对竞争实力。

表 11 基础素质指标评价参考

三级因子	6	5	4	3	2	1
控股路产里程（公里）	[2000,*)	[500,2000)	[100,500)	[60,100)	[40,60)	<40
路网里程区域内占比（%）	[35,100)	[20,35)	[10,20)	[5,10)	[1,5)	<1

经营分析

主要用单公里通行费收入、总资产周转率、通行费收入衡量。

单公里通行费收入：年通行费收入/控股路产里程，主要衡量路产收益情况。

总资产周转率：通行费收入/平均资产总额×100%，反映收费公路运营企业的经营效率。

表 12 经营分析指标评价参考

三级因子	6	5	4	3	2	1
单公里通行费收入（亿元）	[700,*)	[450,700)	[300,450)	[100,300)	[50,100)	<50
总资产周转率（%）	[6,*)	[4,6)	[2,4)	[1,2)	[0.5,1)	<0.5
通行费收入（亿元）	[80,*)	[20,80)	[10,20)	[3,10)	[1,3]	<1

企业管理

企业管理主要从法人治理结构和管理水平两方面评价。企业的法人治理结构越完善、管理水平越高，企业管理越有效，对于企业实现长期稳定增长、降低风险具有积极作用。收费公路运营企业法人治理结构主要考察企业股权分散程度与企业独立性、企业股东会与董事会的运作机制与实际运行情况、独立董事制度、公司领导机制、重大决策制定机制、董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度、

监事会的运作规则与情况、高管激励机制等。管理水平主要考察公司管理架构、制度完善性及执行情况、内部风险管理和控制情况等。

（二）财务风险

财务风险主要考量现金流、资本结构和偿债能力三个方面。

1. 现金流

现金流因素主要从盈利能力、现金流量和资产质量三个方面考量。

盈利能力

主要用利润总额、营业利润率和净资产收益率指标来衡量。

营业利润率：（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%，主要反映企业主业的盈利能力。

净资产收益率：净利润/所有者权益×100%，主要衡量企业股东权益的收益水平。

表 13 盈利能力指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
利润总额（亿元）	[15,*)	[5,15)	[3,5)	[2,3)	[1,2)	[0.5,1)	<0.5
营业利润率(%)	[55,*)	[40,55)	[30,40)	[20,30)	[10,20)	[5,10)	<5
净资产收益率(%)	[8,*)	[5,8)	[3,5)	[2,3)	[1,2)	[0.5,1)	<0.5

现金流量

主要用现金收入比和经营性净现金流来衡量。

现金收入比：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%。

表 14 现金流量指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
现金收入比(%)	[100,*)	[90,100)	[80,90)	[70,80)	[65,70)	[60,65)	<60
经营性净现金流量（亿元）	[60,*)	[20,60)	[10,20)	[5,10)	[3,5)	[0,3)	<0

资产质量

对企业资产质量的考察，主要分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。安全及真实性主要评价企业资产产权是否有瑕疵、入账价值合理性、大幅变动的可能性等；资产盈利性主要评价企业利用资产创造

利润的能力及效率；资产流动性主要考量资产变现能力。在判断资产真实安全的基础上，资产流动性和盈利性越高的企业资产质量越好。较大规模的受限资产或公益性资产会对企业资产质量形成一定负面减分。若企业存在以公允价值计量的资产，应评估其公允价值合理性及变动趋势，对企业资产质量进行综合判断。

2. 资本结构

主要用所有者权益、全部债务资本化比率、资产负债率衡量。

全部债务资本化比率：全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%。

资产负债率：负债总额/资产总计×100%。

表 15 资本结构指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
所有者权益（亿元）	[300,*)	[100,300)	[60,100)	[40,60)	[20,40)	[10,20)	<10
全部债务资本化比率（%）	(*,45]	(45,55]	(55,60]	(60,65]	(65,70]	(70,75]	(75,*)
资产负债率（%）	(*,50]	(50,60]	(60,65]	(65,70]	(70,75]	(75,80]	(80,*)

3. 偿债能力

主要用现金短期债务比、经营现金流流动负债比、流动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 衡量。

现金短期债务比：现金类资产/短期债务，其中现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据。

经营现金流流动负债比：经营活动现金流量净额/流动负债×100%。

流动比率：流动资产/流动负债

EBITDA 利息倍数：EBITDA/（资本化利息支出+费用化利息支出）。

全部债务/EBITDA：衡量 EBITDA 对全部债务的保障能力。

表 16 偿债能力指标评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
现金短期债务比（倍）	[1.5,*)	[1,1.5)	[0.6,1)	[0.4,0.6)	[0.2,0.4)	[0.1,0.2)	[* ,0.1]
经营现金流流动负债比(%)	[40,*)	[20,40)	[15,20)	[10,15)	[5,10)	[3,5)	[* ,3)
流动比率（%）	[120,*)	[100,120)	[80,100)	[60,80)	[50,60)	[40,50)	[* ,40)
EBITDA 利息倍数（倍）	[3,*)	[1.5, 3)	[1,1.5)	[0.8,1)	[0.6,0.8)	[0.4,0.6)	[* ,0.4)
全部债务/EBITDA（倍）	[0,5]	(5,15]	(15,20]	(20,25]	(25,30]	(30,35]	(35,*)

五、 打分表局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此评级打分表中对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，打分表中的打分因子及权重设置会随着行业不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本打分模型，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括收费公路运营企业评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。