

收费公路企业信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

收费公路企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断收费公路企业主体信用风险的主要评级要素，是评定收费公路企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖收费公路企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。收费公路行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、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公路（一、二级公路）。按照运营主体来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，收费期限最长不超过 20 年。经营性公路指国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路，收费期限最长不超过 30 年。政府还贷公路通行费收入应当全部存入财政专户，严格实行收支两条线管理，通行费除必要的管理、养护费用从财政部门批准的车辆通行费预算中列支外，必须全部用于偿还贷款和有偿集资款，不得挪作他用。经营性公路通行费收入无明确要求。

收费公路是重要的基础交通设施，对于促进商品物流、提高城市化水平、带动区域经济社会发展具有重要作用。收费公路行业，总体上包括建设、经营、养护三大环节，各环节又包含许多经济活动，如建设环节包括线路建设、

沿线林木种植等，经营环节包括道路运输、服务区其他服务提供等。联合资信的收费公路行业具体界定在收费公路经营。

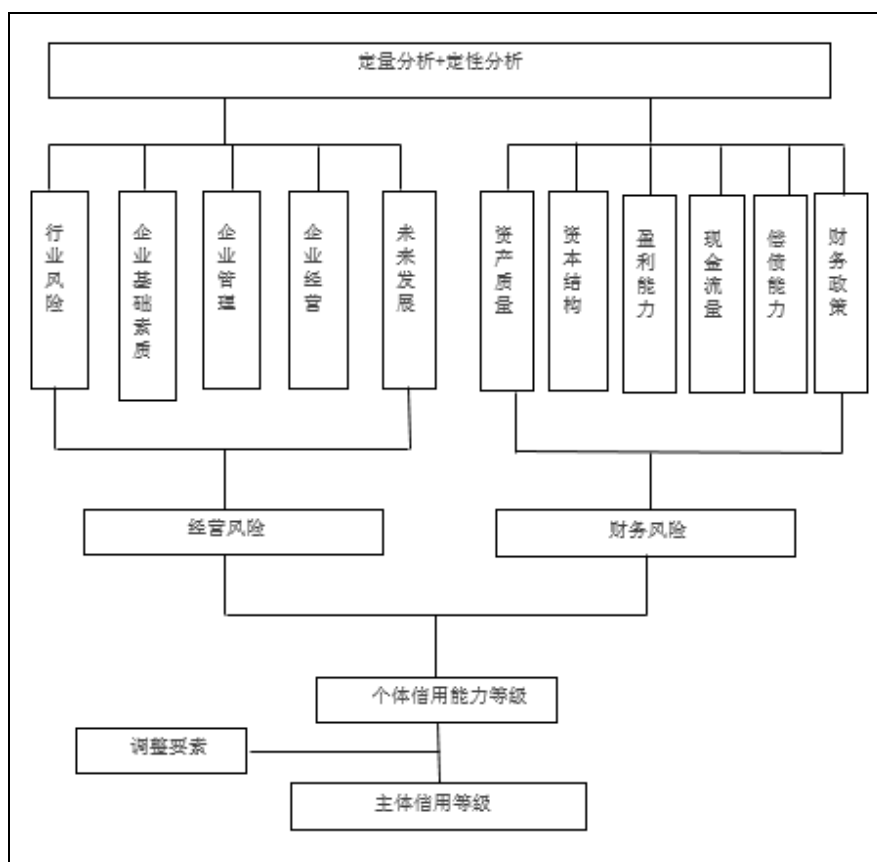
本方法适用于以收费公路经营为主营业务的企业，以通行费收入或与建设经营收费公路有关的营业收入为收入的主要来源，或者以收费公路建设、经营为主要收益来源的投资管理型企业，一般也可使用本方法进行信用质量评估。

二、评级框架

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概率的大小。受评主体违约概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，经营风险的大小可以衡量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衡量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，在相同经营风险情况下，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。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对收费公路行业企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，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等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面，并重点关注股东实力、路产规模、路产质量等。



结合当前宏观经济背景，联合资信对收费公路行业评级方法的逻辑思路为结合收费公路行业的发展情况和收费公路行业相关政策，注重评价企业自身的资产质量、盈利能力和偿债能力，从而判断收费公路企业的主体信用风险的大小。

本报告并未包括收费公路企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断收费公路企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业分析

宏观经济对行业的影响

宏观环境的分析主要包括对特定时期的宏观经济形势的分析以及对宏观调控政策，包括货币政策、税收政策和政府投资政策等的分析。收费公路行业属于实体经济的范畴，既受交通基础设施建设、运输装备制造等行业发展水平的

制约，又受旅游、商贸等行业生产要素和产品价值传递的影响，并能够与其他行业产生协同效用，其景气度与宏观环境密切相关，因而宏观经济形势以及宏观调控政策对收费公路行业外部环境和市场供需的影响程度尤为重要。

联合资信对宏观经济环境的分析将重点关注：

- (1) 国家宏观经济发展状况，如 GDP 增长率及变动趋势。宏观经济的波动会显著影响到收费公路行业的景气度，对收费公路下游需求产生直接影响；
- (2) 宏观经济调控政策变化方向、可能性以及对收费公路企业的市场需求、税负与资金成本的影响；
- (3) 固定资产投资计划，重点关注交通基础设施建设投入计划、公路投资及建设规划。

1) 行业特征

第一、收费公路具有准公共品的特征，其建设与运营均为政府主导。收费公路运营企业对于收费公路的定价缺少自主权，收费经营期限等受国家及地方政府调控，其经营受行业内政策的影响显著。

第二、收费公路属于资金密集性产业，行业进入壁垒高。收费公路前期投资规模大、建设回报周期长以及政府主导等因素决定了行业进入壁垒较高，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。收费公路的发展同时受到区域内其他交通运输工具发展情况影响，如高铁、航空、水运设施等，随铁路运输规划的逐步覆盖，对收费公路行业的车流量造成一定冲击，行业竞争显著。

第三、收费公路行业获现能力强。收费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。下游产业主要为客货运输业，当国家宏观波动时，势必影响各行业需求，从而影响收费公路的车流量。

第四、我国收费公路发展呈现较明显的区域特征，其与区域经济发展表现为较高的一致性，相对东部地区，中西部地区由于路网建设相对滞后。同时，

区域内的经济情况、产业结构等均会对后续收费公路的运营产生影响，从而使不同区域的路产效益和还贷能力存在差异。

第五，收费公路行业具有特殊的周期性。经济上行周期客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速行业随之景气度上行。交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，政府主导的行业格局，经济下行周期时，使得行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

2) 行业运行情况

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，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。截至 2017 年底，中国高速公路里程由“十一五”期末的 7.41 万公里发展到 13.65 万公里，还贷性高速公路占 51.06%。其中，收费高速公路 13.26 万公里，较上年底增加 0.81 万公里；国家高速公路 10.23 万公里，较上年底增加 0.39 万公里。分区域来看，西部地区里程及新增里程均居高位，但受区域经济、区域面积等因素影响，东部地区路网密度高于西部及中部地区。近年来宏观经济转入新常态，高速公路建设投资增速整体有所放缓，但投资规模仍整体较大。受宏观经济增速持续放缓、高铁路网联通、“公转铁”等环保政策等因素影响，公路运输需求增量空间有限，公路客运量出现明显下降。收费公路企业整体运行情况对行业内的企业运营产生一定的影响，同时了解收费公路行业的整体运行有助于了解受评企业经营情况在行业中处于何等水平

联合资信对行业运行分析将重点关注：

- (1) 行业供给方面，包括行业规划投资规模、区域实际投资规模等；
- (2) 区域方面，包括交通路网成熟度、地理位置等；
- (3) 公路运输需求、旅客周转量、旅客运输量、货物运输量、货物周转量、总周转量规模及其变化趋势；
- (4) 行业债务规模及其变化趋势。

3) 行业竞争格局

中国收费公路行业高度垄断，行业进入门槛高。但目前，我国已经形成公路、铁路、水路、航空运输并存的立体交通运输体系，各种运输方式适用于不同的自然条件和运输需求，拥有各自的比较优势，既相互协作，又相互竞争。

联合资信对收费公路行业竞争格局分析将重点关注：

- (1) 区域内替代交通工具规划、交通运输成本及建设进度。

行业政策

收费公路的行业特征决定了其缺乏一定的自主权。

联合资信对行业政策的分析将重点关注：

- (1) 地方收费政策变动情况，如重大节假日小客车免收过路费用、“绿色通道”、逐步取消普通公路收费等政策；
- (2) 特许运营的经营期限。如收费期限的长度、延长期限规定等政策的调整情况；
- (3) 路产划转、回购政策、费率调整政策。

区域环境

收费公路资产所处的地理位置对收费公路运营企业影响较大，收费公路企业因市场需求、运输半径、线路布局、路网密度等条件的影响，对区域环境敏感度高。

联合资信对收费公路行业概况的分析将重点关注：

- (1) 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；
- (2) 区域内收费公路建设规划、收费水平、收费标准及其调整；
- (3) 沿线经济产业结构、人口结构及劳动力布局、消费结构与消费水平、经济发展情况；
- (4) 区域内收费公路运输地位。

2、企业基础素质

企业产权结构

收费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。企业产权对其在经营自主性、资产独立性、竞争地位等方面有重要影响，是决定企业抗风险能力的重要因素之一。

联合资信对产权结构的分析将重点关注：

- (1) 企业股权结构、实际控制人；分析企业是国有企业、民营企业还是中外合资企业，以及不同所有制性质对企业治理结构及偿债意愿的影响；重点关注部分民营企业存在股权结构复杂、内部治理不完善的问题；
- (2) 分析股东行政等级、财政实力。

规模与竞争力

企业规模的大小和市场地位的高低，并非评价企业信用水平的充分依据，但是体现企业偿债能力和偿债意愿的重要参考。企业规模越大，规模效益越明显，经营效益相对较高，因而偿债能力越强；行业地位越高，违约对自身造成的后果越严重，违约成本越高，因而偿债意愿越强。

联合资信对企业技术水平的分析将重点关注：

- (1) 公司运营路产的规模、占区域路网里程比重；
- (2) 运营路产质量，在交通运输网络中地位。

外部支持

收费公路企业隶属于基础设施行业，公益属性较强，收费公路具有准公共品的特征，其建设与运营均为政府主导，以政府为主的外部支持对受评企业的信用评价具有重要作用。

联合资信对外部支持分析将重点关注：

- (1) 公司实际控制人情况，股东实力，公司对股东的重要性，股东对公司的支持力度及支持意愿如何；
- (2) 政府支持程度，包括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。

3、企业管理

治理结构

公司董事会、经理层、股东权利分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善；董事会、监事会及高管是否健全。

股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会的有效性，其中，董事会的有效性包括独立董事的专业胜任能力及比例、审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

内部管理体制及管理制度执行情况

国内收费公路企业主要以国有控股企业居多，高级管理人员主要由国资委任免，相应的管理体制健全，管理架构设置合理，监督制度完善，管理水平相对较高。对于非国有收费公路企业，管理架构和监督机制将是关注的重点。

内部控制重点关注对下属公司的控制力度，从战略管理、投资管理、审计控制、分支机构考核、分支机构高管人员管理等方面进行分析。

重点分析受评企业管理的相关制度是否健全，相关制度执行效果如何，重点应分析生产管理、财务管理、信息化管理等方面建设及执行情况（多元化经营时）。

4、经营分析

经营概况

企业经营概况主要从主营收入规模、毛利率变动等方面分析。收入规模及构成，代表了企业的多元化发展状况；

企业的经营情况主要从运营模式、路产状况、路产效益、分流效应、成本控制、在建及拟建项目、未来发展等方面分析。

运营模式

国内收费公路企业运营模式主要有三类：①企业路产为政府还贷公路，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。

联合资信对运营模式的分析将重点关注：

- (1) 企业运营的路产是政府还贷公路还是经营性公路还是混合经营公路；
- (2) 企业运营政府还贷公路债务偿还第一人是企业自身还是政府。

路产状况

路网规模和路产质量是收费公路企业综合实力的体现，规模路网的大小及路产质量的高低对企业经营稳定性影响直接。

联合资信对路产规模的分析将重点关注：

- (1) 公司已建成通车收费公路总投资规模及里程规模；
- (2) 公司路产在区域内收费公路里程所占比重；
- (3) 路网状态判断收费公路运营企业的路产分散化程度以及是否有单一路产依赖情况；路产服务水平判断收费公路企业吸引车流的能力；路网等级判断其车流量大小及车流量稳定情况；
- (4) 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。

路产效益

路产效益直接影响着收费公路企业的经营业绩，而路产效益主要通过车流量、收费标准等方面体现，因此增加车流量、提高收费标准会有效提高收费公路企业的路产效益。

联合资信对路产效益的分析将重点关注：

- (1) 车流量的变化，新建路产的投产、替代品的分流情况；
- (2) 地方政府提高收费标准的能力以及企业与地方政府提高收费标准的谈判能力；
- (3) 通行费的收取标准；
- (4) 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等。

分流效应

竞争线路以及其他运输方式的分流效应会使路产交通流量出现下降，进而对收费公路企业经营产生影响。

联合资信对分流效应的分析将重点关注：

- (1) 区域内新开通的、分流明显的线路投入运营情况；
- (2) 周边并行非收费公路的投入运营、复线收费公路及连通路段的建成、路况和费率变化等情况。

成本费用

成本控制能力对企业的盈利影响直接。收费公路企业成本费用由折旧与摊销、养护维修、运营支出及财务费用等。

联合资信对成本费用的分析将重点关注：

- (1) 折旧与摊销政策，折旧摊销政策对收费公路企业的成本和利润影响较大；
- (2) 路产养护成本，关注道路日常养护成本和大修政策；
- (3) 财务费用在总成本中所占比重。

投资项目/在建及拟建

收费公路企业在建拟建项目投入巨大，是未来影响企业未来经营和财务状况的重要风险点，对企业的发展方向具有决定性的影响。

联合资信对企业在建拟建项目的分析将重点关注：

- (1) 企业在建拟建项目的资金投入量、资金来源安排，判断其对企业未来债务负担及盈利的影响，投资项目未来前景，公司未来筹融资压力；
- (2) 在建拟建项目的完工时间以及未来收益情况的预测；
- (3) 在建拟建项目完工后通行费对公司生产经营的影响程度；
- (4) 收尾项目规模，规模，待其实现竣工验收后为公司营业收入的增长幅度以及折旧（摊销）对公司利润的影响。

未来发展

联合资信对企业未来发展的分析将重点关注：

- (1) 公司三年发展规划；
- (2) 未来重组或者并购行为，收购资金及筹措资金的手段。

（二）财务风险评级要素

财务实力是衡量收费公路企业自身偿债能力的重要因素，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、财务政策等方面分析。

1、财务信息质量

联合资信对企业财务信息质量的分析将重点关注：

- （1） 审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性；
- （2） 企业的折旧摊销政策。重大会计制度变更及会计政策调整情况。由于收费公路企业的固定资产/无形资产占比较大，不同的折旧/摊销政策对公司的主营业务利润影响较大。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。对于收费公路企业而言，资产偏重非流动资产。

联合资信对企业资产质量的分析将重点关注：

- （1） 公司资产构成及稳定性，非经营资产与不良资产状况；
- （2） 流动资产的应收类项目集中度、欠款企业性质、经营情况、账龄及坏账计提比例并判断其回收风险以及对企业资金的占用压力，存货类别及变现能力（多元化经营是需考察）；
- （3） 固定资产资产成新度与帐面价值是否相符，折旧/摊销政策是否合理；在建工程完工转固情况，与经营结合考虑；
- （4） 长期股权投资规模及变化趋势、被投资企业经营情况、被投资企业与企业的实际关系；
- （5） 资产抵质押情况；
- （6） 现金类资产受限情况。

3、资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。

联合资信对企业资本结构的分析将重点关注：

- (1) 资本来源的构成、来源的稳定性、资本结构是否与资产匹配；
- (2) 债务规模大小及占比、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度。全部债务偿还期限分布、融资成本高低，关注资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；
- (3) 企业所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性，股东增资及分红情况；
- (4) 关注企业永续债、产业基金、明股实债的情况。

4、盈利能力

收费公路企业收入主要来源于收取的通行费，该行业企业通常通过规模效益提高整体业务规模和盈利水平。主要使用营业利润率、总资产报酬率、总资产收益率及净资产收益率作为盈利指标，需要说明的是，由于收费公路行业是资产密集型行业，固定资产（无形资产）规模较大，因而每年折旧（摊销）在成本中占比较高，折旧（摊销）可能导致收费公路企业净利润不高，但 EBITDA 却很高，这就要求在分析盈利状况时，应结合收费公路行业的重资产特征，更加关注 EBITDA 这一反映利润状况的指标。同时也应了解，部分路产不计提折旧，要具体问题具体分析。

联合资信对企业盈利能力的分析将重点关注：

- (1) 主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有 consistency，应与经营部分相吻合；
- (2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断企业对费用的控制力度，财务费用与债务规模匹配程度；
- (3) 政府补贴的规模及其稳定性；
- (4) 非经常性损益的影响；

- (5) 盈利的持续性与稳定性，包括营业利润的增长率与波动率等；
- (6) 期间费用控制力度，期间费用变化趋势；
- (7) 对营业利润率、总资产报酬率、总资本收益率及净资产收益率等指标进行分析，做出判断。

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，是企业自身偿还债务的真正来源，因此考察企业现金流状况，并分析企业偿债资金来源对需要偿还债务的保障程度是企业财务风险分析的重点。收费公路企业由于即时收费的特点收入实现质量一般较高，同时由于路产运营的运营成本相对规模较小且稳定，企业经营活动现金流净额一般具有较好的稳定性。收费公路企业在路产建设初期投资规模大且集中，融资主要依赖银行等外部融资渠道。因此对于有在建路产的企业，其投资活动现金流出规模一般较大，筹资活动现金流净额一般表现为净流入。

联合资信对企业现金流的分析将重点关注：

- (1) 经营活动产生的现金流入量及现金流量净额、现金收入比；
- (2) 筹资活动现金流与债务规模变化匹配程度；
- (3) 现金存量规模、现金短期债务比；
- (4) 需重点关注偿还债务本金和相关利息所支付支出的现金，分析收费公路企业每年利息付现压力；
- (5) 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在对收费公路企业自身偿债能力的分析，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对利息支出和债务的保障程度。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、现金流动负债比；EBITDA 对全部债务和利息的保障能力等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

联合资信对企业偿债能力的分析将重点关注：

- (1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期

- 债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；
- (2) 高流动性资产对流动负债的覆盖，包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比；
 - (3) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 规模及构成情况，及其对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；
 - (4) 公司对外担保情况，被担保企业经营及财务情况，是否存在重大诉讼情况，或有负债情况；
 - (5) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，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。

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控、利润指标的调节等）往往可以通过企业的过往融资活动、抵质押比率、折旧摊销政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。如果企业对资产的抵质押比率控制在合理水平，其融资空间更具调节。如果公司采取合理的折旧摊销政策，企业后期利润指标上升压力相对较小。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

对于集团企业而言，如少数股东权益占比高，应对母公司财务进行分析，主要包括：资本实力、债务水平、收入与盈利状况、现金流等。

（四）其他调整事项

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；

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况（授信总额及尚未使用额度情况）、合并范围内是否含有上市公司等；

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。

（五）关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，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等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、经营竞争力、战略与管理等方面入手分析；财务风险因素主要包括信息披露于采纳准则、资产质量、资本结构、盈利能力、偿债能力、流动性分析等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小主要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；

（2）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规模和可靠程度，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；

（3）从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济向好、区域经济规模大且增速快、产业结构丰富、区位处于枢纽地带、人口密度高且人口总数持续增长的地区、行业政策向好、周期性较弱的行业，企业面临的行业风险越低；企业背景越强，在路产获取、政府支持、资本金投入更具优势、企业在区域内的市

场地位越突出、政府对其支持的力度越大，抗风险能力越强，经营稳定性越高；企业路产规模越大、路产质量越好、车流量较大、收费标准较高、折旧摊销比例较合理、运营支出成本适度、分流压力较小、生产成本适度、在建拟建投资项目合理的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合行业发展方向的企业，企业未来发展能力较好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业流动资产中的货币资金、应收类和非流动资产中在建工程、固定资产和无形资产（经济发达地区）的质量较高；短期债务负担较轻、债务期限合理的企业，其资本结构较合理；营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；企业现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、现金短期债务比较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够根据以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定程度，如企业的 EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、经营现金债务保护倍数覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

（6）外部支持、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业获得政府支持（如政府在资本金拨付进度、财政补贴、债务置换或资产划入等多方面的持续的、力度足够的支持，经济或政治地位重要），将降低企业面临的风险；企业预期出现资产减少（如路产划转、股东减资等方式）、新开并行不属于公司的交通线路（如公路、免收费公路、航线、高铁线路等）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），优质大规模路产划入增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如区域路产资源大整合）等行为，将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交

易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定、债务集中偿付、表外债务规模大等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如区域内出现地方国企、平台企业违约事件、存在较大的失去重要子公司可能等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

收费公路企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变