

# 高速公路企业/收费公路企业信用评级方法的比较与研究

联合信用评级有限公司 工商企业评级一部 交通运输行业组

高速公路/收费公路作为基建投资的重要领域之一，其发展与宏观经济密不可分，一方面，高速公路建设是伴随着经济发展而起飞，同时其建设和发展又进一步推动经济的增长。自 80 年代“贷款修路、收费还贷”收费公路政策实施以来，我国高速公路里程快速增长，行业迅速发展，企业数量及业务规模持续增加。同时，高速公路作为资本密集型行业，初始投资大且较为集中、回收期长，为了与行业建设周期特征相适应，我国高速公路企业在债券市场融资规模较大。但我国高速/收费公路行业与信用评级行业所处国情以及所处的阶段不同，相关评级体系的建设、评级方法的制定与国外评级机构相比存在一定差异。故本文试图通过对国内外评级机构关于高速/收费公路企业的评级方法进行梳理和横向对比，在此基础上总结与国际评级机构评级方法的异同，为完善国内高速公路评级方法提供一定的借鉴与启示。

## 一、概述

本文分别对国外 2 家评级机构（标普未公布）以及国内 6 家评级机构关于高速/收费公路企业的评级方法进行对比梳理后发现：国外评级机构系通过对关键评要素进行评价得到基础信用等级，再通过调整因素修正，得到最终级别，但 2 家机构各自关注的关键要素有一定差异。国内评级机构则是从经营风险和财务风险入手进行分析，结合外部支持得到基础等级，再通过调整项进行调整得到最终级别，且各家机构关注的要素差异不大。国内和国际评级机构之间在评级逻辑和关注要素方面则存在较大不同，详细分析见下文。

表 1 目前国内外高速公路企业/收费公路企业评级方法

国外评级机构		国内评级机构	
评级机构	评级方法年份	评级机构	评级方法年份
穆迪	2018 年	联合资信/联合评级	2018 年
惠誉	2012 年	中诚信国际	2018 年
		大公国际	2018 年
		东方金诚	2015 年
		鹏元评级	2016 年
		中债资信	2013 年

资料来源：联合评级整理

## 二、国内外评级机构对高速/收费公路企业定义比较

由于国外评级机构的评级方法在全球范围内适用，因此其对高速公路企业/收费公路企业的定义相对宽泛，国际两大评级机构的相关定义如下：

穆迪认为政府拥有的收费公路（Government Owned Toll Roads）为州、省或地方政府拥有和运营的各种收费公路的发行人。

惠誉认为评定收费公路、桥梁及隧道（Toll Roads, Bridges and Tunnels）资产的标准为包括由公共机构或单独的企业基金拥有和运营的资产，以及根据长期特许协议私营经营的资产。该标准也适用于影子收费公路。此外也适用于具有独特风险概况的管理车道项目。最后，它部分适用于基于可用性的道路项目，用于评估风险因素，如运营，基础设施更新以及在某种程度上的流量增长。这些项目主要根据基于可用性的项目评级标准进行评级。

国内评级机构评级方法对于高速公路企业（或收费公路企业）定义基本包括：主营业务为收费路桥（包括公路及其他各等级收费公路、桥梁、隧道等）资产的运营及维护，持有政府相关部门的特许经营权协议，收益贡献及现金流流入规模不低于总额的 50%，资产 50% 以上为收费路桥资产的企业。

通过以上分析，可以看出国内外评级机构普遍认为高速/收费公路企业主营业务为收费公路、桥梁及隧道资产的运营及维护。

### 三、国内外评级机构对高速公路企业的评级逻辑

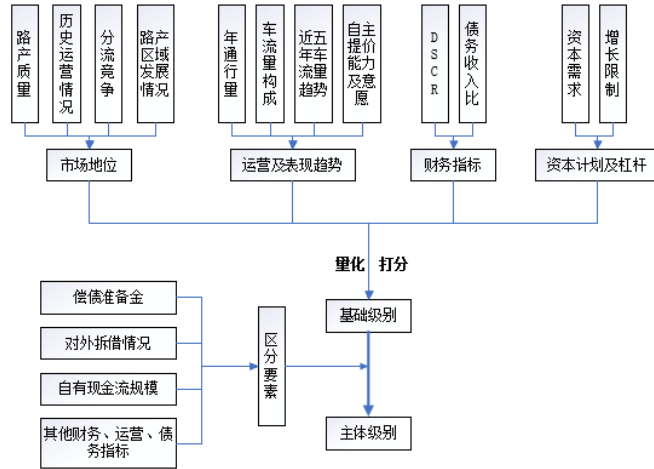
国际评级机构对高速公路企业/收费公路企业的评级逻辑基本相同：首先通过统一的关键评级要素对企业自身信用进行分析，确定基础级别；然后通过调整因素（包括债务结构、高风险敞口的衍生品、特殊事件、管理质量等）对企业信用等级进行调整，最后确定最终级别。同时，在评估手段上，穆迪和惠誉均是采用评级要素级别映射表对评级要素进行评价。

不同的是，穆迪采用的评级要素级别二维映射表更加详实，其对每一关键要素及其下属次级要素、指标都赋以一定权重，并对每一要素指标进行五级评分，最终得到加权分数；而惠誉则认为各评级要素在打分表中所占的权重将随主体的差异及时间的变化而变动，评级要素的权重根据具体情况具体设定；在评级过程中，惠誉会评估在商业周期中收费公路可能遇到的不同经济情景，将不同评级标准分别适用于具有较大市场影响力的债务摊销型的成熟大型道路网络和主要城市桥梁系统、特定区域内的小型道路网络和独立经营的收费道路以及集中偿债型项目。此外，二者在评级要素及调整要素的选取方面存在一定差异。

#### 1. 穆迪

穆迪首先从四个主要方面评价收费公路企业主体信用情况，其对四个关键要素及次级要素赋以一定权重并进行评价，得出相应评分结果及受评主体基础信用等级；在此基础上通过调整因素对企业基础信用等级进行调整，确定最终主体级别。主体信用情况主要围绕受评主体市场地位、运营及表现趋势、财务指标、资本支出计划及杠杆水平 4 个关键要素进行分析，穆迪根据每一关键要素及其次级要素的重要程度赋予其不同权重，并对每一指标及要素采用五级评分（Aa/A、Baa、Ba、B 和 Caa）进行评价。调整因素包括偿债准备金、对外拆借情况、自由现金流规模和其他财务、运营指标等，通过区分/调整因素对基础评分进行调整，得到最终级别。

图1 穆迪政府收费公路企业评级方法架构图

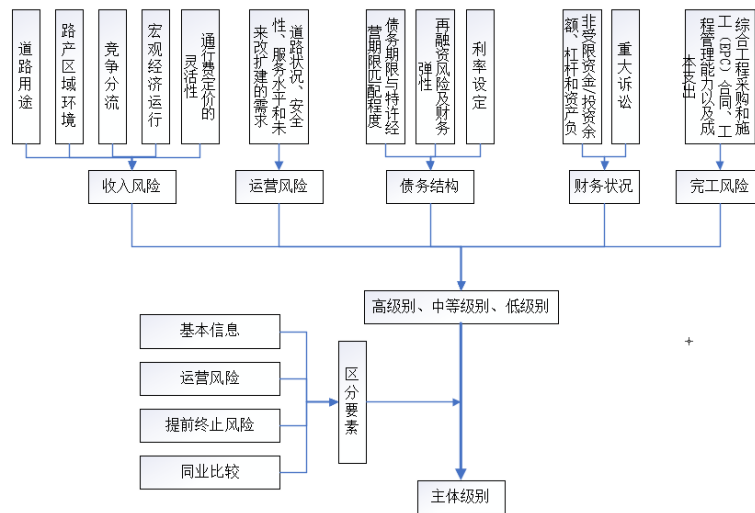


资料来源：穆迪收费公路企业评级方法，联合评级整理

## 2. 惠誉

与穆迪评方法路径基本一致，惠誉首先从五个方面对受评主体的信用情况进行分析，通过对五大关键要素进行评价，确定受评主体基础信用等级；在此基础上通过调整因素对企业基础信用等级进行调整，确定最终主体级别。惠誉主要通过收入风险（包括车流量风险和价格风险）、运营风险、债务结构、财务状况和完工风险五大关键要素对主体进行评分，并将每一要素对应高级别（A-及以上级别）、中等级别（BB+至 BBB+）和低级别（BB 及以下）三个层次，得出主体基础信用级别。其调整要素包括：主体基本信息、运营风险、提前终止风险及与同业比较情况等。

图2 惠誉收费公路企业评级方法架构图

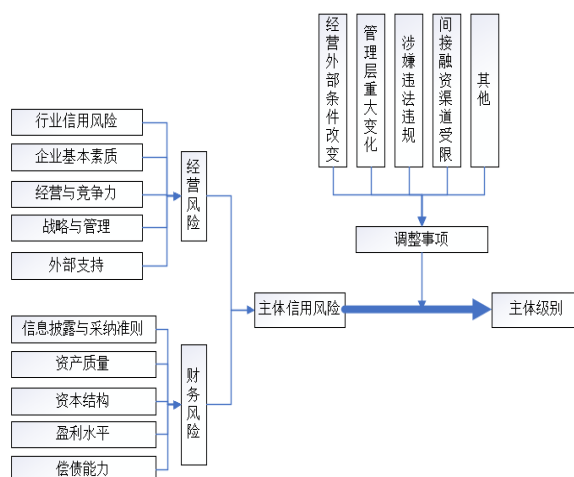


## 3. 国内评级机构

国内评级机构对高速公路企业的逻辑框架基本一致，均是采用定性和定量相结合的方法，从经营风险和财务风险两个角度出发对受评主体进行分析，具体通过外部环境、自身经营与竞争力、财务分析、管理治理和外部支持 6 个方面评价主体信用水平，得到基础级别，在此

基础上考虑调整事项对公司信用水平的影响，确定最终级别。与国外评级机构不同的是，国内评级机构将“外部支持”作为影响主体信用风险的重要要素，外部支持主要是股东/政府支持，主要从支持能力和支持意愿方面进行评价。

图3 收费公路评级架构



资料来源：联合评级整理

#### 四、国外评级机构对高速/收费公路主体的评级要素

表2 国外评级机构对高速公路/收费公路企业评级要素对比

穆迪	惠誉
<b>市场地位</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>路产质量</li> <li>历史运营情况</li> <li>分流竞争</li> <li>路产所在区域发展情况</li> </ul>	<b>收入风险-车流量</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>道路的用途</li> <li>所在区域环境</li> <li>竞争道路情况</li> <li>宏观经济运行情况</li> </ul>
<b>运营表现及趋势</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>年通行量</li> <li>交通情况/交通结构</li> <li>近5年车流量趋势/年均复合增长率</li> <li>自主提价能力和意愿</li> </ul>	<b>收入风险-定价</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>通行费定价的灵活性</li> </ul>
<b>财务指标</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>DSCR<sup>1</sup>（偿债覆盖率）</li> <li>债务收入比<sup>2</sup></li> </ul>	<b>运营风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>道路状况、安全性、服务水平和未来改扩建的需求</li> </ul>
<b>资本计划及杠杆</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>资本需求</li> <li>增长限制</li> </ul>	<b>债务结构</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>债务期限是否与特许经营合同运营期限相匹配</li> <li>利率设定</li> <li>再融资风险以及财务弹性</li> </ul>
	<b>财务状况</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>非受限资金/投资余额、杠杆和资产负债</li> <li>重大诉讼</li> </ul>
	<b>完工风险</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>综合工程采购和施工（EPC）合同、工程管理能力和</li> </ul>

<sup>1</sup> 衡量收费公路的年度现金流量与年度偿债费用的关系。年度营业收入减去营业费用（不包括折旧）除以所有债务留存额的年度债务总额。

<sup>2</sup> 表明收费公路借入未来收入的程度，债务收入比低表明资产负债表更加强健，可以提高信贷质量。债务收入比是将未偿债务总额除以年度营业总收入

资料来源：联合评级根据穆迪和惠誉相关评级方法整理

### 1. 穆迪评级要素

穆迪对政府收费高速公路的评级主要围绕受评主体市场地位、经营表现和趋势、财务表现、服务能力、未来投资计划和杠杆水平开展，通过对以上评级要素及次级要素指标进行评分得到基础级别，在此基础上结合区分要素（Notching Factors）对级别进行调整。

#### 市场地位

穆迪认为受评企业的市场地位直接决定了其继续扩大和维持市场需求的能力，进而影响其财务表现。穆迪主要从路产质量、路产历史运营情况、分流竞争和路产区域发展情况四个方面来评价企业的市场地位。路产质量方面主要考察企业路产规模及覆盖范围，从这一要素出发，企业路产分为全国范围、省内高速和单一路产项目公司，路产规模大、覆盖范围广的企评分较高。路产历史运营情况主要考察路产运营时间和及期间交通流量情况，穆迪认为路产运营时间长、期间交通流量稳定的企业能够保持较强的市场地位。分流竞争方面主要考察路产周边竞争线路及可替代运输方式分流影响。路产所在区域发展情况主要考察区域经济实力、经济多元化程度、区域内人口基数等要素，穆迪认为路产区域人口基数越大、经济实力越强、多元程度高，则企业抵御经济衰退、通行需求下降的能力越强。

#### 经营表现及趋势

穆迪认为企业的经营表现及趋势决定了其竞争力及未来的财务表现，而穆迪主要从总通行量、车流量构成、近五年通行量变化趋势、自主提高收费标准的能力及意愿四个方面进行评价。总通行量从绝对水平上体现了收费公路的规模及定位，主要通过日均车流量等指标进行衡量。近五年通行量的复合增长率体现了历史车流量趋势，同样为预测未来车流量提供了方向和视角；一般情况下，较高的通行量增速是信用利好，但是对于异常的高增长则需要关注其可持续性。车流量构成方面，穆迪认为客运通行量越大、商用车通行量越低则评分越高。受评主体自主提高收费标准的能力及意愿直接影响未来财务业绩，因此相对于其他三个要素更为重要，具体主要从自主决定权、历史调整记录、是否具有透明的收费制定标准方面评价。

#### 财务表现

财务指标反应了受评企业现金流创造能力、资产保值能力和长短期债务偿还能力，穆迪考察的财务指标主要包括偿债覆盖率（DSCR）、债务收入比（债务/营业收入）等。偿债覆盖率=（EBITDA+T<sub>AX</sub>）/当期还本付息金额；偿债覆盖率适当高于安全边际值，受评企业可以够更好的抵御周期性通行量下降或短期现金流紧张带来的风险。债务收入比作为一个杠杆指标体现了其基于未来收入举债的空间，降低并保持这一指标在合理水平，公司才能在满足项目投资支出的同时保持一定偿债弹性。

#### 资本支出计划及杠杆水平

穆迪认为服务能力、资本计划和杠杆水平这一要素体现了受评企业在路产养护、保持服务能力与资本需求和新增债务之间做出平衡的能力，具体可从路产的状况、资本需求、增长或运营限制方面进行评价。穆迪认为路产状况较好，则在路产养护、维持其服务能力方面的资本支出越少，这有助于提高受评企业信用水平。增长或运营限制方面，如果受评企业未来收入或通行量的增长依赖于大量资本投入，尤其是资本投入来源于债务融资，企业的信用状况则较差。穆迪认为，对于受评主体而言，杠杆率的提高不一定产生负面影响，在控制融资成本的情况下，举债进行项目投资有助于提高企业的服务能力和通行量，进而提高企业市场地位。

表 3 穆迪政府收费公路企业评级要素打分表

一级要素	要素权重	二级要素	要素权重
市场地位	40%	路产质量	10%
		历史运营情况	10%
		分流竞争	10%
		路产所在区域发展情况	10%
运营表现及趋势	30%	年通行量	5%
		车流量构成	5%
		近五年车流量趋势/年均复合增长率	5%
		自主提价能力及意愿	15%
财务指标	20%	DSCR	10%
		债务收入比	10%
资本计划及杠杆	10%	资本需求	5%
		增长限制	5%

资料来源：穆迪收费公路评级方法

### 区分/调整要素

区分要素（notching factors）主要包括偿债准备金（Debt Service Reserve Fund）、对外拆借资金情况、自由现金规模和其他的财务、运营、债务指标等。穆迪认为企业应储备一定现金或流动性较好的资产作为偿债储备金，能够在企业资金紧张时起到一定的缓冲作用。穆迪认为，受评企业向政府拆出资金会对其财务状况产生负面影响，这一要素评分的高低取决于受评企业对此的控制及限制能力。自由现金是未指定用途、企业可自由支配的资金，收费公路是资本密集型和需求敏感型的行业，企业需维持一定的自由资金以备运营维护或其他意外支出。其他的财务、经营、债务指标包括债务结构等指标。

### 2. 惠誉评级要素

惠誉在评定收费公路持有、运营主体信用等级时，主要考虑 6 个关键评级要素，分别为车流量、收费定价、运营与维护、债务结构、财务状况以及完工风险（处在施工阶段的项目）。其中，车流量及收费定价作为收费公路收益风险相关的要素最为直接地影响最终的评级结果。下文将对这 6 个关键评级要素进行介绍，并罗列所对应的程度区间（具体见附件 1）。

#### 收益风险—车流量

惠誉认为收费公路车流量所存在的不确定性主要受道路的用途、所在区域环境、竞争道路情况以及宏观经济运行情况等因素影响。一条满足多样化需求（城际、通勤、商务相关、休闲旅游）的收费公路更能适应经济周期的交通需求曲线。所以惠誉将对收费公路对于特定交通类型，如重型货车或休闲旅行，以及车流量的主要来源地/目的地进行评估，以确定所服务区域经济构成潜在变化的弹性。惠誉认为如果一条收费公路的通行费收入中商务车辆占比较大，这增加了收费公路在经济低迷时期的风险敞口；同时，油价飙升也将对收费公路车流量造成一定影响，因为休闲旅游和城际交通往往对油价波动较为敏感。

#### 收益风险—定价

惠誉认为随着时间的推移，运营维护成本、财务成本的提高将会对利润形成一定侵蚀，所以通行费定价的灵活性也将决定收费公路的盈利能力。惠誉认为收费公路的业主或运营主

体实施提高通行费定价的能力差别很大，长期特许经营协议、租赁或许可等运营模式通常存在较大限制，而公共实体可能享有更大灵活性。

### 运营风险

收费公路的运营主要包括配套的软件/硬件设施、基础维护、路政设施以及道路维修等。惠誉对收费公路的运营风险评定主要专注于道路状况、安全性、服务水平和未来改扩建的需求等方面。惠誉认为收费公路的运营风险相对较低，但当运营者经营有限时，运营风险将有所提升。收费公路的运营成本主要包括劳动力、原材料，以及随着时间推移而面临通货膨胀率的上升，惠誉认为对于具有合法能力提高通行费的路产，可以减轻通货膨胀带来的风险。惠誉将评估每公里/英里的成本和运营利润率，并与同业项目进行比较，衡量收费公路的运营情况。

### 债务结构

惠誉评估收费公路运营主体的债务结构时，主要关注其债务期限是否与特许经营合同运营期限相匹配、利率设定、再融资风险以及财务弹性等方面，所考虑的债券指标主要包括年度偿债覆盖率<sup>3</sup>（DSCR）和评估贷款期限覆盖率<sup>4</sup>（LLCR）。对于匹配项目融资的收费公路资产，根据设计，其杠杆率在运营初期会相对较高，在到期时稳步下降至零，所以覆盖率是相对来说更为重要。

### 财务状况

惠誉对于收费公路主体的财务状况评估主要包括其对短期和中期的财务灵活性，所使用指标包括非受限资金/投资余额、杠杆和资产负债情况，以及对财务状况产生重大影响的诉讼。对大多数收费公路运营主体评级时，惠誉将建立一个现金流分析模型，对一些关键参数采取一系列压力测试，比如业绩压力（减少其收入及现金流入）金融风险（提高利率），综合评估其财务状况。

### 完工风险

对于在建的收费公路，惠誉将综合工程采购和施工（EPC）合同、工程管理能力以及成本超支等因素评估其完工风险。惠誉认为具有良好信誉的施工方、充分的应急预案以及适当规模的项目预算可以有效降低完工风险。

表 4 惠誉对于收费公路、桥梁和隧道道路的主要评级要素分析

项目	收入风险—车流量	收入风险—价格	路产设施维护/翻修	债务结构
描述	<ul style="list-style-type: none"> <li>路产通车时间较长，车流量对宏观经济、竞争和其他风险事件的恢复能力</li> <li>目前收费费率对车流量的影响</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提高收费标准的意愿和能力</li> <li>法律法规、合同项下以及政策对于通行费收费标准的要求，如有</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前的对于路产设施更新的资金安排，包括计划、设立和管理</li> <li>投资范围的适当性和可行性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>固定/浮动利率债务到期情况</li> <li>摊销情况，再融资风险</li> <li>流动资金</li> </ul>
强	<ul style="list-style-type: none"> <li>路产通车时间较长，对宏观经济、区域环境变化产生的波动较小</li> <li>收费公路具有相对垄断地位（例如主要高速网络、具有排他性条款的路产）</li> <li>收费标准相对较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有相对较大的法律或合同灵活性，使得收益率远高于通货膨胀率</li> <li>最小的立法或政治干预</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>非常完善的资本支出和维护计划</li> <li>科学的年度检查计划</li> <li>道路容量远高于中期车流量预测</li> <li>额外的杠杆需求低于未来资本支出的 50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>固定利率债务占比高</li> <li>再融资风险相对较低</li> <li>较低的债务水平</li> <li>现金流对大部分债务形成覆盖</li> </ul>

<sup>3</sup> DSCR=可用于还本付息的现金流量除以债务期限内所面临最大还本付息金额

<sup>4</sup> LLCR=净现金流量净现值与未偿还净债务的比率

	<ul style="list-style-type: none"> <li>通行需求对通行费增加的弹性低</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>特许经营协议框架提供调整收费标准以形成对支出的全覆盖</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>充足的银行授信</li> </ul>
中等	<ul style="list-style-type: none"> <li>路产通车时间较长，对宏观经济、区域环境变化产生的波动较为温和</li> <li>商业或自主交通需求占比较大，具有一定程度垄断或主要道路</li> <li>适中的收费标准</li> <li>通行需求对通行费增加的弹性处在低至中等区间</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法律或合同框架允许根据通货膨胀定期提高收费标准</li> <li>存在一定立法或政治干预</li> <li>已存在根据通货膨胀上调收费标准的情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>较为完善的资本支出和维护计划</li> <li>额外的杠杆需求低于未来资本支出的50%~75%</li> <li>特许经营协议框架提供调整收费标准以形成对支出的基本覆盖</li> <li>路产面临一定的扩建或修复工程，以适应中期车流量预测</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>存在一定比例浮动利率债务</li> <li>再融资空间有限</li> <li>债务负担较重</li> </ul>
低	<ul style="list-style-type: none"> <li>路产通车时间较短或未通车，对宏观经济、区域环境变化产生的波动较大</li> <li>存在可替代或竞争公路</li> <li>收费标准相对较高</li> <li>通行需求对通行费增加的弹性高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法律和合同框架已限制了收费标准上调可能，且远低于通货膨胀的增长</li> <li>相当大的立法或政治干预</li> <li>未曾上调收费标准</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>较弱的资本支出和维护安排</li> <li>未来支出主要通过债务融资</li> <li>特许经营协议框架提供调整收费标准以形成对支出不能形成覆盖</li> <li>道路容量远低于中期车流量预测</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>浮动利率债务占比高</li> <li>债务负担重</li> <li>再融资空间小</li> </ul>
相关依据/指标	<ul style="list-style-type: none"> <li>地方和区域经济发展数据</li> <li>公路类型</li> <li>车流量随时间波动数据</li> <li>竞争道路/替代运输方式</li> <li>每公里/英里收费情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>收费标准</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>资产质量</li> <li>可研报告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>固定/浮动利率债务占比</li> <li>再融资能力</li> <li>债务还款期限</li> <li>杠杆水平</li> <li>压力测试</li> </ul>

资料来源：联合评级根据惠誉相关评级方法整理

## 五、国内评级机构对高速/收费公路主体的评级要素

国内评级机构对高速/收费公路企业评价要素基本一致，大致可总结归纳为外部环境、自身经营与竞争力、财务分析、企业管理治理、外部支持及级别调整因素6个方面，且关键要素均重合。但国内各家评级机构均有自身特有的评级要素，如大公国际在外部环境分析中还考虑了政治环境，中债资信等还将融资环境作为评价要素；东方金诚将企业融资能力作为衡量其竞争力的评价要素之一；大公国际和中诚信国际在级别调整项中均考虑行业风险要素等。

外部环境方面，国内评级机构均围绕宏观经济环境、区域市场环境和行业发展环境三方面开展。从宏观层面看，经济增长驱动下居民出行和货物流通需求是公路行业发展的主要驱动力，二者互相影响呈正相关；此外，路产所在区域的经济水平、产业结构、交通规划等对区域内车流量及稳定性有重要影响，从而影响高速/收费公路企业市场需求和稳定性；收费/高速公路作为“准公共性产品”，行业运营受收费政策、运营期限等行业政策影响较大。

经营与竞争力方面，主要关注企业的市场地位和路产运营情况。市场地位方面，国内评级机构普遍认为，路产规模及区域规模占比越大，受评企业抗风险能力越强，竞争力越强，市场地位越高。路产及运营方面，国内评级公司主要关注路产质量、分流竞争、业务多元化情况、收费标准、运营期限、路产养护支出、在建和拟建项目等。

国内评级机构财务分析主要包括财务信息质量、资本结构、资产质量、盈利能力、现金流和偿债能力等要素。但是在次级要素或指标选取方面存在一定差异，其中诚信国际主要关注偿债压力及偿债能力，且衡量指标与其他评级机构不同。

在企业管理治理方面各家评级机构关注点基本一致，主要考察企业发展战略、企业治理结构、企业制度及执行情况等方面。



国内各评级公司在外部支持方面考评要素多相同，主要考虑外部支持能力和可能性，这里的外部支持以政府支持为主。不同的是对外部支持处理，部分评级机构认为外部支持是影响受评主体企业竞争力的重要因素，故将其作为影响企业自身信用水平的内在因素；而部分评级机构认为受评企业获得的外部支持不影响其自身信用水平，而是作为一种外部要素对受评主体起到增信的作用。

国内部分评级机构在判断主体基础信用风险后，均通过级别调整项对其进行调整，但级别调整项有所不同，总体分为三类：一类是仅将外部支持要素作为调整项；另一类将诸多独立特殊事项作为调整项，诸如中证鹏元和联合评级；第三类调整项中包含行业调整因子，大公称之为“行业风险因子”，中诚信称之为“跨行业因素”。

表 5 国内评级机构高速/收费公路企业评级要素对比

联合评级	中债资信	中诚信国际	大公资信	鹏元资信	东方金诚
<b>行业风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观经济</li> <li>区域环境</li> <li>行业政策</li> <li>行业竞争</li> </ul> <b>企业基本素质</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>企业性质与规模</li> <li>行业地位</li> </ul> <b>经营与竞争力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>收入和业务结构</li> <li>路产情况</li> <li>分流效应</li> <li>在建拟建项目</li> </ul> <b>战略与管理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>发展战略</li> <li>组织管理模式</li> </ul> <b>财务风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>信息披露与采纳准则</li> <li>资产质量</li> <li>资本结构</li> <li>盈利水平</li> <li>偿债能力</li> </ul> <b>外部支持</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>股东背景</li> <li>政府补贴</li> </ul> <b>调整事项</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司重要的经营性路产被划出；</li> <li>新开通的航线、高铁或不属于公司的路产等，对公司现有路产运营分流效应明显；</li> <li>其他等</li> </ul>	<b>经营风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观经济运行状态</li> <li>行业政策</li> <li>区域环境</li> <li>市场地位</li> <li>路网规模</li> <li>路网状态</li> <li>潜在分流竞争</li> <li>路产效益</li> <li>在建/收购项目风险</li> <li>企业管理水平</li> <li>发展战略评价</li> </ul> <b>受评企业财务风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>会计信息质量</li> <li>资产质量</li> <li>资产结构</li> <li>盈利能力</li> <li>现金流</li> <li>偿债指标</li> </ul> <b>外部支持要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>政府信用支持，包括路产资本金比率、资本金到位率、财政贴息规模、企业定位、路产性质、地方财政实力、国家政策导向；</li> </ul>	<b>资产特性</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>区域地位；</li> <li>竞争分流；</li> </ul> <b>服务区域</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>经济发达程度；</li> <li>交通量构成；</li> </ul> <b>运营实力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>通行费收入</li> <li>单公里路费收入</li> <li>EBITDA 利润率</li> </ul> <b>财务实力及财务政策</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>FFO/利息支出</li> <li>FFO/总债务</li> <li>总资本化比率</li> <li>留存现金流/当年资本支出</li> </ul> <b>外部支持</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>政府财政实力及支持意愿</li> <li>股东支持</li> <li>银行支持</li> </ul> <b>公司治理与管理</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>关联交易</li> <li>审计报告质量</li> <li>战略规划</li> </ul> <b>跨行业因素调整事项</b>	<b>外部环境要素（偿债环境）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>政治环境</li> <li>法律环境</li> <li>宏观经济环境</li> <li>宏观金融环境</li> </ul> <b>企业盈利能力（财富创造能力）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>区域市场环境</li> <li>路产规模</li> <li>多元化程度</li> <li>上下游产业链完整度</li> <li>通行费率水平</li> <li>盈利水平</li> </ul> <b>偿债来源</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>盈利性现金流</li> <li>可变现资产</li> <li>债务融资能力</li> </ul> <b>偿债能力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>流动性来源</li> <li>流动性消耗</li> <li>盈利对利息的覆盖</li> </ul> <b>调整项</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>行业风险因子</li> <li>外部支持调整项</li> <li>绿色因素调整项</li> </ul>	<b>外部环境要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观环境</li> <li>行业环境</li> <li>区域环境</li> </ul> <b>企业管理与治理要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>治理结构</li> <li>管理机制完善程度</li> <li>治理管理水平</li> <li>人员素质</li> </ul> <b>公司经营竞争力要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>多元化程度</li> <li>路产规模</li> <li>路产效益</li> <li>竞争程度</li> <li>收费集中度</li> </ul> <b>财务风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司规模</li> <li>盈利能力</li> <li>偿债能力</li> <li>成长能力</li> </ul> <b>调整事项</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>外部经营环境发生重大变化</li> <li>治理和管理存在严重问题</li> <li>对下属子公司为相对控制</li> <li>发生重大安全事故、遭遇恐怖袭击等突发事件</li> <li>等等</li> </ul>	<b>外部环境要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>宏观环境</li> <li>行业状况</li> <li>政策及监管环境</li> <li>竞争格局</li> </ul> <b>企业竞争力要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>市场地位</li> <li>路产养护</li> <li>融资能力</li> <li>股东支持</li> <li>未来发展</li> </ul> <b>企业管理和要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司治理发展战略</li> <li>管理水平</li> </ul> <b>财务风险要素</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>财务报告质量</li> <li>资本结构</li> <li>盈利能力</li> <li>财务弹性</li> <li>偿债能力</li> </ul>

资料来源：联合评级整理

## 六、借鉴与启示

综观国内外高速/收费公路主体评级方法，本文重点从评级分析的逻辑框架、评级关注的主要要素两方面进行对比和综述。通过对比发现：

1. 国际评级机构与国内评级机构在评级逻辑上的差异主要体现在外部支持方面。与国外评级机构不同，国内评级机构对于高速/收费公路的评级逻辑与平台类企业类似，归纳为企业自身信用水平和外部支持（以政府支持为主）两方面。国外评级机构在评级逻辑上较少考虑外部支持，更偏重于在评级要素上考虑企业提高收费标准时来自政府的态度。主要原因在于国内高速/收费公路因为行业特殊性、项目历史形成的投融资体制，使得企业的市场化经营程度相对较低，多定位为某一地区高速公路投融资、建设和运营主体。

2. 在评级的过程，国际评级机构会考虑受评主体未来可能面临的不同经济情景，或有助于提高级别调整的及时性。惠誉会评估在商业周期中收费公路可能遇到的不同经济情景，首先，惠誉会制定基本情景，即惠誉认为在其预测期内可能产生的经济环境以及在这种环境下项目的财务和经营业绩表现，考量因素和指标设定会基于惠誉对于历史表现的观点和发起人或咨询顾问的预测。基本情景下的现金流是跟踪评级和压力测试分析的共同出发点。在确定基本情景的基础上，惠誉还会建立评级标准，这是用于确定评级的基准。评级标准一般会反映车流量、收入和费用、以及与之相符的在商业周期的低谷期可能出现的业绩表现。最终，评级标准基于主体的具体类型和属性来确定。受国情不同影响，国内评级机构对于在上述评级过程中面临的问题则说明较少，评级方法中则主要是对评级逻辑和评级要素的细致描述，国内评级机构可借鉴国际评级方法进一步完善自身评级体系。

3. 国外评级机构均考虑道路通行量结构，具有一定参考性。穆迪在评级要素中关注道路车流量的结构，其认为相较于客车而言，货车通行量易受宏观和区域经济影响，稳定性偏弱，相应货车通行量占比较高的路产收费的稳定性也较弱，故其获得的评分也会较低。与之类似，惠誉将道路的用途考虑在内，其认为一条满足多样化需求（城际、通勤、商务相关、休闲旅游）的收费公路更能适应经济周期的交通需求曲线，如果一条收费公路的通行费收入中商务车辆占比较大，则收费公路在经济低迷时期的风险敞口则较大。

## 参考资料：

穆迪：Moody's - Government Owned Toll Roads. October 3, 2012

惠誉：Toll Roads, Bridges and Tunnels Rating Criteria. February 22, 2018.

联合评级：《高速公路行业主体信用评级方法》

中诚信国际：《中诚信国际收费公路行业评级方法》

东方金城：《高速公路企业信用评级方法》

大公国际：《大公收费公路企业信用评级方法》

中证鹏元：《高速公路企业主体长期信用评级方法》

中债资信：《中国收费公路企业主体信用评级方法》

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。