



收费公路企业 信用评级方法与模型

版本号：FECR-SFGL-V03-202208

远东资信评估有限公司

二〇二二年八月

目 录

一、修定说明	1
二、适用业务类别	1
三、行业界定	1
四、评级基本假设	2
五、评级思路与评级框架.....	2
六、评级要素与指标	3
七、评级方法与评级模型的局限性.....	8

一、修定说明

为适应评级业务发展的需要和相关监管规定，远东资信修定了《收费公路企业信用评级方法与模型》（以下简称“本方法与模型”）。本方法与模型在 2020 年版的《中国收费公路行业企业信用评级方法与模型》基础上讨论修定，经过公司内部评估审核等相关流程并正式生效。

和之前版本相比，本方法与模型的主要修定内容如下：

- 1.优化了评级方法体系，并对评级思路、评级框架等相关内容及表述进行了完善和补充；
- 2.对评级模型基本信用状况评价部分进行了修改，重新设计了评级要素和评级指标及相应权重；
- 3.修改了评价调整因素，对于外部支持评价采取适用《外部支持专项评价方法》。

本评级方法与模型的修定、生效未对尚处于远东资信信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

本方法与模型经公司评级标准委员会审议通过，自 2022 年 11 月 10 日生效。同时，之前版本的评级方法与评级模型均不再适用。

二、适用业务类别

本方法与模型适用于收费公路企业的主体信用评级。

对于收费公路企业主体发行的债券的信用评级，远东资信以发行主体的信用评级为基础，并结合有关债券条款等因素综合评定。

三、行业界定

本方法与模型所指的收费公路行业，是指按照国家统计局的行业分类标准（GB/T4754-2017），在国民经济分类中的 G 门类中 5443 小类公路管理与养护，其中主营业务为路桥施工建设的建筑类企业不适用于本方法与模型。

适用于本方法与模型的收费公路行业企业是指：1、收费公路相关业务所贡献的营业收入占企业营业收入总额的比重大于 50%。2、不满足上述情况，但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入结构、成本结构、利润结构和中长期发展战略等，判定该企业收费公路经营特征明显。本方法与模型仅适用于收费公路企业及相关债券。

四、评级基本假设

1. 外部环境相对稳定性假设

远东资信针对收费公路行业受评主体的评级，是建立在对受评主体发展的外部环境相对稳定假设基础上的，包括假定宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境、行业竞争环境等外部环境不会发生重大意外变化，不会发生不可控的自然灾害、地质灾难、公共卫生事件、武装冲突乃至战争等突发性、不可抗力事件。

2. 企业未来状况可预期假设

远东资信针对收费公路行业受评主体的评级，体现了对受评主体未来偿还债务的能力和意愿的预测，需假定：基于对受评企业的历史和现状的考察，以及针对未来企业发展环境和条件等发展趋势的合理推断，能够预测企业未来经营和财务状况的变化，并假定企业未来经营状况具有可持续性，不会发生影响信用质量的突发性重大事件等异常情形。

3. 企业信息质量可靠性假设

远东资信针对收费公路行业受评主体的评级，有赖于从受评主体或其他渠道等第三方所搜集的受评主体经营和财务等信用质量相关信息的真实性、完整性、准确性、合法性，不存在受评主体信用质量相关信息的隐瞒、信息延迟披露等任何影响所掌握信息的质量，并进而影响针对受评企业的信用评级结果的情形。

五、评级思路与评级框架

远东资信对收费公路行业企业的具体评级思路如下。

首先，远东资信对收费公路企业进行定性和定量分析，并对各定性指标和定量指标进行评分；根据各指标所占权重，对各指标得分进行线性加权得到受评主体的基本信用状况评分，并将其进行映射，得到**基本信用状况评价**（Basic Assessment on Credit Performance, BACP）。

然后，在基本信用状况评价的基础上，考虑**评价调整因素**（Assessment Modifiers, AM），对收费公路企业基本信用状况评价进行级别调整，得到收费公路企业的**个体信用状况评价**（Assessment on Stand-alone Credit Performance, ASCP）。

最后，根据收费公路企业可获得的外部支持，对其个体信用状况评价进行级别调整，最终得到收费公路企业的**主体信用等级**。

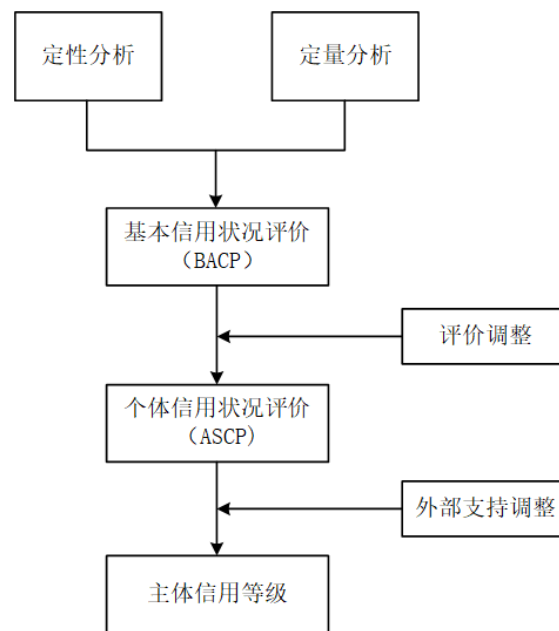


图 5.1 收费公路企业信用评级框架图

六、评级要素与指标

本方法与模型重点考虑如下具体评级要素与指标来评价收费公路企业的主体信用状况。

（一）基本信用状况评价中的评级要素与指标

远东资信基本信用状况评价（BACP）主要从受评对象业务状况、规模、盈利能力、财务杠杆与偿债能力四个方面对受评主体信用风险基本表现进行评分。

表 6.1：远东资信收费公路企业基本评分指标及权重

一级指标	一级指标权重	二级指标	二级指标权重
业务状况	40%	区域环境及竞争	20%
		路产质量	20%
规模	15%	通行费（亿元）	15%
盈利能力	10%	EBITDA 利润率（%）	10%
财务杠杆与偿债能力	35%	总债务资本化比率（%）	10%
		EBITDA 利息保障倍数（倍）	15%
		经营性现金流净额/总债务（%）	10%
合计	100%	--	100%

远东资信在评价各二级要素/指标时，参照下表中的各档位得分标准进行评分。**基本信用状况评价（BACP）**结果由各二级要素/指标最终实际得分乘以其权重后加总并映射得出。

表 6.2：二级指标各档位得分区分参考

二级要素/指标档位	定性、定量要素/指标相应得分
第 1 档	1
第 2 档	5
第 3 档	11
第 4 档	17
第 5 档	23
第 6 档	29
第 7 档	33
第 8 档	37

1.业务状况

收费公路企业的业务状况能够极大程度地影响其产生收益和应对风险的能力。

企业所在区域的禀赋情况对收费公路企业的盈利能力、抗风险能力以及未来发展前景都有深远重大的影响。处于人均 GDP 较高的区域，经济发达程度也普遍较高，客货运量大，通行费收入较为稳定。路产所在区域的经济环境不同，其产生的经济效益存在明显差异，而对于通过型路段，将考虑上下游区域的经济特征。同时，收费公路企业在所在区域内线路优势越大，人口密度越大，车流量越大，分流影响越小，则竞争力越强。

路产质量是影响企业盈利状况和持续经营能力的关键因素。我国收费公路行业具有较为典型的地域性和垄断性经营特征，各省公路企业拥有的路产在规模、质量、效益等方面均存在差异，不同路产所产生的通行量不同，并进而导致收费公路企业的经营效益和面临的经营风险出现分化，路产质量是影响收费公路企业信用状况的重要因素。

业务状况用区域环境及竞争、路产质量这两个指标来衡量。其中，区域环境及竞争主要通过公司路产所在区域经济情况、公司路产所在区域收费公路竞争分流情况等来分析；路产质量主要通过单公里收费水平来衡量。

表 6.3：业务运营指标评价表

指标名称	第 1 档	第 2 档	第 3 档	第 4 档	第 5 档	第 6 档	第 7 档	第 8 档
区域环境及竞争	区域经济 实力很	区域经济 实力强，	区域经济 实力较	区域经济 实力一	区域经济 实力较	区域经济 实力弱，	区域经济 实力很	区域经济 实力非常

指标名称	第1档	第2档	第3档	第4档	第5档	第6档	第7档	第8档
	强，分流 竞争压力 很小	分流竞争 压力小	强，分流 竞争压力 较小	般，分流 竞争压力 一般	弱，分流 竞争压力 较大	分流竞争 压力大	弱，分流 竞争压力 很大	弱，分流 竞争压力 非常大
路产质量	路产质量 非常高	路产质量 高	路产质量 较高	路产质量 一般	路产质量 较低	路产质量 低	路产质量 很低	路产质量 非常低

2.规模

通常来讲，收费公路企业市场地位与企业规模正相关。通行费收入规模大的企业，与路产较少、通行费收入规模小的企业相比，具备更强的抗风险能力。

企业规模用通行费收入规模来衡量。其中，通行费收入为近一年车辆通行费收入（单位：亿元）。

表 6.4：规模指标评价表

指标名称	第1档	第2档	第3档	第4档	第5档	第6档	第7档	第8档
通行费 (亿元)	[200,+∞)	[100,200)	[50,100)	[20,50)	[10,20)	[5,10)	[1,5)	[0,1)

3.盈利能力

利润是企业产生可持续现金流的前提和基础，盈利稳定的企业具有较强的持续经营能力，亦可对债务的偿还形成保障。

盈利能力用指标 EBITDA 利润率、单公里收费来衡量。其中，EBITDA 利润率（%）=EBITDA/营业收入*100（用近一年年报数据计算）。

表 6.5：盈利能力指标评价表

指标名称	第1档	第2档	第3档	第4档	第5档	第6档	第7档	第8档
EBITDA 利润率 (%)	[60,+∞)	[50,60)	[40,50)	[30,40)	[20,30)	[10,20)	[0,10)	(-∞,0)

4. 财务杠杆与偿债能力

收费公路建设周期和投资回收期均较长，投资规模较大，属于资金密集型行业，导致行业整体负债水平高；其他条件不变情况下，负债率越高，信用风险越高。现金流是企业偿还债务的直接来

源，未来现金流的稳定性和可预测性，是评价企业信用等级的核心。收费公路企业在一段时间内所获得的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保障程度。

财务杠杆与偿债能力用总债务资本化比率、EBITDA 利息保障倍数、经营性现金流净额/总债务来衡量。其中，总债务资本化比率（%）=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]*100；EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/（列入财务费用的利息支出+资本化的利息）；经营性现金流净额/总债务（%）=经营性现金流净额/总债务*100。这三个指标均用近一年年报数据计算。

表 6.6：财务杠杆与偿债能力指标评价表

指标名称	第 1 档	第 2 档	第 3 档	第 4 档	第 5 档	第 6 档	第 7 档	第 8 档
总债务资本化比率（%）	[0,50)	[50,60)	[60,70)	[70,75)	[75,80)	[80,85)	[85,90)	[90,+∞)
EBITDA 利息保障倍数（倍）	[4,+∞)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	[0.75,1)	[0.5,0.75)	[0.25,0.5)	(-∞,0.25)
经营性现金流净额/总债务（%）	[12,+∞)	[10,12)	[8,10)	[6,8)	[4,6)	[2,4)	[0,2)	(-∞,0)

（二）评价调整因素

远东资信在**基本信用状况评价**基础上，增加**评价调整因素**（AM；不含外部支持因素）进行补充评价调整，以得到**个体信用状况的评价**（ASCP）。

远东资信收费公路行业企业评价调整因素，包括但不限于管理团队经验与管理质量，环境、社会与公司治理（ESG），财务报告与信息披露质量，流动性，重大事件，历史信用记录、预期调整因素和其他调整因素等。

1. 管理团队经验与管理质量

管理团队经验与管理质量是影响企业信用资质的重要因素。远东资信会评估管理团队的战略、政策与理念，对商业计划的执行情况，相对于竞争对手的表现；同时，也会预测管理团队在压力情况下的表现。

2. 环境、社会与公司治理（ESG）

环境、社会与公司治理（ESG）风险因素可能会对企业的信用质量产生实质性影响。环境、社会与公司治理（ESG）所包含的风险因素是动态变化的，远东资信会持续关注并更新环境、社会与公司治理（ESG）的内涵。一般来说，环境风险因素包括低碳转型、气候风险、水资源管理、固体

废弃物与危险废弃物处理，以及自然资源等五大类；社会风险因素包括人口与社会发展趋势、人力资本、负责任的生产、卫生与安全以及客户关系等五类；公司治理风险因素包括董事会结构与政策、组织架构、管理可靠性、合规与报送以及财务政策与风险管理。

3. 财务报告与信息披露质量

信用评级作业依赖于经审计的财务报表的准确性，而财务报表的质量可能会受内部控制的影响，如会计政策与程序的一致性。财务报告与信息披露质量较差也会影响受评主体的信用状况。

4. 流动性

流动性是影响企业信用状况的重要因素，对于信用资质较弱、财务灵活性不足的企业尤其关键。远东资信会从现金的来源与使用两个角度考察企业的流动性状况，严重的流动性危机会降低企业信用评级。

5. 重大事件

重大事件也可能造成企业基本面形成正面或负面的影响，从而影响企业的信用状况。事件风险范围广泛，包括但不限于监管变化、资本重组、并购、资产出售、分拆、诉讼、重大自然灾害、重大生产安全事故、地缘政治冲突等。

6. 历史信用记录

远东资信会关注企业的历史信用记录，并可能据此调整企业的信用级别。一般而言，历史信用记录较差的企业按时还本付息的意愿相对较弱，相应的违约风险较大。

7. 预期调整因素

如果预计受评企业经营状况未来会发生重大变化且这一变化是可持续的，可以考虑使用预测的业务和财务数据对企业进行评级打分，并对信用级别进行调整。

8. 其他调整因素

对于其他调整因素（包括但不限于：竞争者竞争战略或行业竞争格局的重大意外变化、其他突发性重大事件等），远东资信将视具体情况予以评估。

（三）外部支持因素

远东资信在个体信用状况的评价（ASCP）基础上，再考虑外部支持因素级别调整，得到收费公路企业的主体信用级别。其中外部支持因素级别调整，适用《外部支持专项评价方法》。

七、评级方法与评级模型的局限性

远东资信的评级方法与模型主要基于历史信息，通过受评主体的过往表现、现状与目前政策导向，对其未来表现进行合理预测，但影响受评企业信用风险的因素是动态变化的，对未来的预测难以避免地存在不准确的风险。此外，本评级方法与模型所使用的数据主要由受评主体与专业机构所提供，评级结果受数据采集难度、数据可靠性与完整性影响。本评级方法与模型不能保证完全符合客观情况。为了避免评级方法与模型过于复杂，本评级方法与模型中仅涵盖关键评级因素与指标，未能涵盖所有影响企业信用风险的因素。对于众多难以预测的突发因素，本评级方法与模型也未能全部涵盖。

考虑到评级模型的局限性，评级模型的评分结果仅作为信用评级委员会讨论确定最终信用等级的参考，而非决定最终信用等级的唯一依据。远东资信评定的信用等级，由信用评级委员会讨论确定，因此评级模型的评分结果可能存在与最终信用等级有所差异的情况。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本评级方法与模型由远东资信提供。其中引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供保证。

远东资信对本评级方法与模型内容持客观中立态度。其中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。其中内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本评级方法与模型版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行包括但不限于展示、修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，须注明出处，且不得篡改或歪曲。

远东资信对于本声明条款具有最终解释权。