

# 温州市企业主体信用等级调查研究

夏 铭

(温州职业技术学院,浙江 温州 325035)

**摘 要:**近年来温州企业发展质量和效益不断提高,开始进入由高速增长转变为高质量增长的新阶段,而信用评级对企业也起着至关重要的作用。评级代表着专业评级机构对公司综合实力的看法,对监管机构、投资者有着重要的参考意义。

**关键词:**温州企业;信用评级;参考意义

**【DOI】**10.12231/j.issn.1000-8772.2021.09.017

2021年是党的100岁华诞,也是十四五的开局之年,温州市的各项经济指标均实现了历史性的突破,2020年全市GDP从2012年的3707亿元增至6871亿元,年均增长7.4%。十三五期间,温州在改革中寻找机遇,在逆境中勇往直前,作为温州经济的缩影,本文以温州市交通投资集团有限公司为例,从企业信用评级入手,对公司目前和将来的发展进行调查研究。

## 1 公司背景

温州市交通投资集团有限公司成立于1998年,目前由温州市国资委控股,其业务范围涵盖:高速公路建设、监理检测、原水供应、房地产开发、高速公路运营养护、土地围垦、临港产业及建筑工业化等。公司项下主要高速公路资产包括:绕西南、瓯江北口大桥、灵阁段、瑞苍段、东延线、绕北一、绕北二等。以温州大桥每年的经济数据为例,每年营业收入近6亿元,营业成本约1亿元,拥有非常优秀的盈利能力。

## 2 信用评级的重要性

温州市交通投资集团作为温州市基础设施建设重要企业之一,承接了市域以及部分县市区高速公路建设,项目建设具有投资大、资金回收期长等特点。因此公司的主体信用评级显得尤为重要,无论是发债还是银行间借款都需要主体信用评级或债项、主体信用评级。评级代表着专业评级机构对公司综合实力的看法,对监管机构、投资者有着重要的参考意义,进而影响企业的融资。

通过对近几年来融资市场资金成本的统计得出,信用评级为AA+的企业发行债务融资工具成本比信用评级为AAA的企业高出25BP以上,且期限越长融资成本优势愈加明显。经调查,温州市交投集团2014年度融资成本(利率)为6.61%,2015年度融资成本(利率)为7.41%,2016年度融资成本(利率)为4.93%,2014至2016年度平均融资成本为6.32%;2017年度融资成本(利率)为4.48%,2018年度融资成本(利率)为4.64%,2019年度融资成本(利率)为4.60%。融资成本自2016年之后呈现较为明显的下降趋势,这与五年期以上基准利率整体呈现下调趋势、公司信用评级提升至AA+密切相关。公司可以通过提升自身的信用评级来优化负债配置结构,减少对银行机构贷款的依赖度,提升直融市场的融资比例,在一定程度上使财务风险变得可控。按照近三年平均融资额粗略测算,每年可为公司节约资金成本约三千万。

此外,纵观多年,温州市交投集团自2013年首次发行10亿元企业债,先后发行了短融、PPN、超短融、公司债等多个产品,与投资者、监管机构和评级机构保持着良好的互动关系,树立了较好的企业形象。公司2020年3月31日成功发行了20温交01(公司债),债券期限为7年期(3+2+2),发行利率仅3.37%,甚至低于同时期AAA企业发行利率。这体现了投资人对于公司的高度认可,如果公司能进一步提升信用等级,将可进一步拓展融资渠道,获得一部分具有AAA准入门槛的资金支持,将再度将融资成本降低到一个较低水平。

## 3 评级模型

以下收集汇总了行内标准较为严格和相对宽松的中诚信、新世纪的评级模型和银行间市场的中债资信的评级模型:

### 3.1 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型

在本评级方法与模型中,中诚信国际通过分析风险点,明确业务运营、治理与管控及财务表现等三大因素,通过九项指标数值分布区间及相应权重来评定打分卡级别,具体如表1:

表 1

因素	指标及权重	
业务运营	业务稳定性和可持续性 (20%)	
治理与管控	治理水平与管控能力 (10%)	
财务表现	资本结构与资产质量	所有者权益 (15%) 总资本化比率 (12%) 资产质量 (12%)
	营运效率	经营性业务利润 (5%) 收现比 (8%)
	流动性	货币资金/短期债务 (10%) 受限资产占总资产的比重 (8%)

除上述打分卡的指标外,基础设施投融资行业的评级还包括其他对评级有着重要影响的评估因素,具体包括但不限于应收类款项占总资产比重、对外担保占净资产比重及其他特殊事件等。中诚信对基础设施投融资行业的评级打分更加侧重于区域政府的经济实力以及对地方企业的帮扶力度。针对政府的实力,中诚信会分别从区域财政收入实力、地方政府的负债水平、所属地方政府的行政层级以及当年该地区的经济环境情况等去打分;针对地方政府的帮扶力度,中诚信会从企业业务对于地方发展的重要性,以及企业是否获得相关政府机构的批文等实际情况出发,再回溯企业发展历史上获得的政府部门相关支持给予打分。

### 3.2 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)

新世纪评级过程中,更加侧重于对城投类企业业务风险和财务风险要素的考量,此外,城投类政府相关实体的评级还会重点考虑包括政府及相关机构支持等在内的外部支持因素。详细因素权重如表2。

### 3.3 高速公路类企业的信用评级模型

中债资信区别于上述的两家公司,在信用评级的评定过程中,除了对调查企业的财务风险和经营风险进行打分外,还将针对其他一些要素对企业的信用风险进行一个综合分析。根据中债资信针对高速公路类企业信用等级评定方法,形成了一系列能够反应企业财务风险和经营风险的数据池,再在分析师对数据成因和相关性的一系列分析的基础上,分别由6个财务风险要素和8个经营风险要素形成16个影响高速公路类企业信用评级的关键要素。在结合分析师、专家意见和数理统计的基础上,最终确定了各指标权重,如表3。

可以看出,主体评级是一个企业综合实力的反映,是企业偿债能力和偿债意愿的体现。评级模型一般结合定性、定量分析,运用数理统计原理,对每一因素赋予单项赋分,对诸如经营、财务等大类项目分配权重,得出企业个体内部的整体情况评价;再增加外部支持等调整因素;最终结合专家分析,过会后得出机构结论。

## 4 公司总体情况分析

自温州2019年GDP总额突破6800亿元,区域经济情况一片向好的新形式下,温州市铁投集团和温州市城发集团在经过新一轮国资平台公司大整合后率先成为温州首批获得AAA主体信用评级的市属国有平台公司。相较之下温州市交投集团既拥有区域经济形式、

表 2

一级要素	权重	二级要素	权重	三级指标	权重
业务风险	50%	宏观环境	20%	--	--
		行业风险	20%	--	--
		市场竞争	20%	竞争范围	40%
				竞争地位	30%
				竞争能力	30%
		盈利能力	20%	营业利润率[%]	50%
				盈利稳定性	50%
		公司治理	20%	组织结构	50%
				战略与管理	50%
				财务政策影响	35%
重大或有事项影响	35%				
财务政策风险	10%	信用信息记录影响	30%		
		会计政策与质量	10%		
		会计政策	40%		
		会计信息质量	60%		
财务风险	50%	现金流状况	30%	营业收入现金率[%]	40%
				非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	30%
				EBITDA/利息支出[倍]	30%
		负债结构与资产质量	30%	资产负债率[%]	30%
				长短期债务比[%]	20%
				资本实力	40%
				资产受限程度	10%
		流动性	20%	短期刚性债务现金覆盖率[%]	40%
				资产变现能力	30%
				流动性补充能力	30%

表 3 收费公路企业信用评级模型各指标权重

序号	模型指标	指标符号	权重	模型模块	权重
1	控股高速公路里程	Road Scale (RS)	20%	经营风 险模块	50%~65%
2	区域地位	Position (POS)	25%		
3	区域环境	Environment (ENV)	25%		
4	单公里通行费收入	Charge Per Kilometer (CPK)	30%		
7	总资产报酬率	Return On Assets (ROA)	10%	财务风 险模块	35%~50%
8	全部债务总资本化比率	Leverage (LV)	20%		
9	可抵押长期资产/全部债务	Asset Backed (AB)	20%		
10	留存现金流/资本支出	Investment Pressure (IP)	10%		
11	(EBITDA-全部利息)/短期债务	Shortdebt Solvency (SS)	10%		
12	全部债务/(EBITDA-全部利息)	Longdebt Solvency (LS)	20%		
13	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA-Interest Ratio (EIR)	10%		

国家宏观政策和资产规模不断扩张的利好情形，同时也面临着阶段性亏损的不利局面。这对公司既是机遇，也是挑战。

#### 4.1 公司财务分析

2016 年 12 月，中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信”）对温州市交投集团信用状况做了综合分析，并首次给予公司主体信用等级 AA+，2016 年末公司，营业收入 9 亿元，所有者权益 123 亿，利润总额 5 亿元合并总资产 290 亿。

经过十三五期间的飞速发展，截至 2020 年末，公司营业收入 202550.97 万元，利润总额-135739.78 万元，合并总资产达 6496075.58 元，所有者权益 2141878.05 万元；截止 2021 年 3 月末，公司合并范围内，实现营业收入 51988.09 万元，利润总额-27159.65 万元，所有者权益 2141878.05 万元，总资产达 6521607.01 万元。各大高速公路项目的集中建成转入投运在带来资产规模大幅度提升的同时，因为新建高速公里投资大，培育期长利息费用化、大额折旧等原因给公司利润带来了沉重的压力。

#### 4.2 区域经济和财力状况分析

据统计从 2015 年至 2020 年，温州的 GDP 从 4670 亿元提升到了 6871 亿元，据测算每年增速约 7.2%，经济总量跃居全国 30 强，实现了跨越式的提升。2020 年，面新冠疫情的突然造访，温州市场不畏艰险，经济逆势增长，企业总数实现 30 万的突破、企业数量增速位居全省第一。综上所述，较好的经济环境为温州市交通运输业的发展提供了良好的外部环境。

#### 4.3 政策层面相关分析

根据 2020 年最新的国家运输体系需求统计，目前通过高速公路进行运输相较于其它运输方式仍旧占据了主导地位。由于公路运输具有安全、高效、成本低廉等特征；我国节假日出行，物流货运均首选公路运输。根据最新的统计数据显示，在过去的一年里，我国的城乡道路以及高速公路承担了我国 74% 的物流运输量和 73% 的客运运输量。根据交通部 2018 年公路的《高速公路收费标准（修订草案）》征求意见稿中显示，高速公路的收费标准将根据建设该段高速公路所产生的债务规模和利率水平灵活决定，该路段的维养成本将根据市场化的物价水平等因素决定。在此基础上，收费单位还有权根据车辆类型、时间段、车流量大小、支付手段、高速公路路况进行动态的收费调整，该政策使高速公路收费变得更加科学和灵活，一定程度解决目前温州高速公路新建项目收入成本倒挂的现象。

#### 4.4 行业分析

公司兼具高速公路行业垄断性和市场前瞻性。公司作为温州高速公路行业垄断企业，主要职能就是高速公路的建设和运营。截止 2020 年末高速公路控股里程数 240 公里，具备有绝对的体量优势。公司无政府隐形债，对自身“一主七辅”（高速公路经营，公路设计咨询检测，公路养护，地产开发，原水供应，土地整治，临港产业及交通建筑工业化生产等）的战略定位和深入推进显示着拥抱市场的前瞻性定位。

#### 4.5 公司资产质量优异

公司路产地处东部沿海地区，地理位置优越，伴随着地方经济的飞速发展以及各条高速公路逐渐成网，公司的通行费收入将逐年稳步增长。受到突发事件期间免收通行费的影响，2020 年通行费收入大幅下降，若当时正常收入通行费，预计公司全年通行费收入将突破 18 亿元，较 2019 年增幅 77%。

#### 5 结束语

受新建项目集中投运影响，还本付息和巨额折旧导致公司利润亏损，后续可通过再融资补充现金流，债务规模可能进一步扩大。从同行业 AAA 评级的横向对比中可以看出（如表 2），高负债率和巨额亏损是目前公司主要短板，资产规模是公司具有优势的指标。在经济发达地区首次上调 AAA 的市级平台公司中，广州、杭州因其区域优势相对弱化了其较高的负债率因素，南京因其 7 亿元的超高净利润弱化了其较高的负债率因素；而所有的 AAA 评级公司中，净利润均为盈利或微亏，最大亏损企业为绍兴，净利润-1.04 亿元。

表 4

序号	企业名称	首次AAA评级日	评级机构	财务期间	总资产	总负债	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
1	宁波交通投资控股有限公司	2017-06-28	中诚信国际信用评级有限责任公司	2017年3月	691.14	421.83	269.31	61.03%	9.90	0.32
				2016年	702.21	435.79	266.41	62.06%	61.99	1.13
				2015年	719.25	502.42	216.83	69.85%	54.44	-9.57
				2014年	648.14	506.01	142.13	78.07%	45.41	-8.16
2	湖州市交通投资集团有限公司	2020-07-13	大公国际资信评估有限公司	2020年3月	479.49	267.26	212.23	55.74%	7.37	-0.28
				2019年	470.43	262.57	207.86	55.81%	26.24	2.32
				2018年	415.20	228.40	186.80	54.53%	20.94	2.02
				2017年	355.92	176.42	179.50	49.57%	14.21	1.46
3	成都交通投资集团有限公司	2016-06-14	联合资信评估股份有限公司	2015年	598.80	360.60	238.20	60.42%	5.37	0.57
				2014年	469.72	292.57	177.15	62.29%	19.69	0.60
				2013年	394.55	283.12	111.43	71.76%	18.12	1.71
				2012年	582.16	383.89	198.27	65.94%	7.62	-0.15
4	广州交通投资集团有限公司	2015-07-28	中诚信国际信用评级有限责任公司	2014年	553.51	359.64	193.87	64.97%	34.60	2.17
				2013年	506.16	328.07	178.09	64.82%	27.69	-8.40
				2012年	443.44	315.28	128.16	71.10%	24.12	-6.92
				2011年	657.11	325.31	331.80	49.51%	19.87	4.98
5	东莞市交通投资集团有限公司	2019-01-10	中诚信国际信用评级有限责任公司	2017年	328.57	171.20	157.37	52.10%	33.90	13.54
				2016年	348.22	202.47	145.75	58.14%	28.48	10.85
				2015年	345.31	210.25	135.05	60.89%	28.88	9.53
				2014年	840.34	635.55	204.79	75.63%	49.04	7.35
6	南京市交通建设投资控股(集团)有限公司	2014-11-24	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2013年	797.23	604.54	192.69	75.83%	73.75	4.04
				2012年	762.31	576.23	186.08	75.59%	54.72	3.74
				2011年	640.62	491.74	148.88	76.76%	46.83	3.03
				2010年	454.64	322.60	132.04	70.96%	7.18	-0.56
7	杭州市交通投资集团有限公司	2017-06-09	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2017年3月	451.06	318.50	132.56	70.81%	38.04	2.81
				2016年	380.23	279.74	100.49	73.57%	29.36	1.28
				2015年	358.41	266.31	92.10	74.30%	22.50	0.42
				2014年	358.41	266.31	92.10	74.30%	22.50	0.42
8	绍兴市交通投资集团有限公司	2019-12-19	东方金诚国际信用评级有限公司	2020年3月	817.77	490.83	326.94	60.02%	9.91	-1.04
				2019年	787.10	470.30	316.80	59.75%	61.42	9.22
				2018年	684.18	459.54	224.64	67.17%	57.69	7.47
				2017年	619.91	426.36	193.55	68.78%	51.56	6.72
9	杭州余杭交通投资集团有限公司	2020-08-08	中诚信国际信用评级股份有限公司	2019年	340.79	84.60	256.19	24.82%	34.57	5.42
				2018年	321.80	123.62	197.98	38.47%	5.58	1.52
				2017年	260.03	111.92	148.11	43.04%	6.05	1.50
				2016年	260.03	111.92	148.11	43.04%	6.05	1.50

(上接 18 页)

通过上述比较和分析得出,温州市交投集团还有进一步提升信用评级的空间,考虑到评级对财务指标的考量,目前公司资产负债率接近于 68%,略高于行业标准,且负债结构以长期银行借款为主,后续可考量发行部分永续类融资产品用以置换大额银行存款,通过负债转权益的方式降低资产负债率。

考虑到公司国有控股企业的性质,且高速公路和地铁均属于投资高,回收期长的项目,可参考国内大多数铁路投资企业,向地方政府寻求资金补助或划入优质资产,一方面可以弥补项目前期的利润亏损,另一方面可通过优质资产的划转来扩大公司的业务范围,增强其资产实力与盈利能力,打造温州市综合资本运营集团。

其次,考虑到公司目前资产雄厚,可通资产证券化的方式,实现亏损路段的暂时出表,以“时间换空间的方式”,腾出现金流来进一步做大公司现有资产。

参考文献

- [1]李力.信用评级[M].北京知识产权出版社,2010.
- [2]吴国梁.我国信用评级业存在的问题及应对策略[J].中国市场,2016.
- [3]赵坤,张迪.企业信用评级指标体系中的行业风险研究[J].会计之友,2012.

作者简介:夏铭(1993,5-),女,籍贯:南京,汉族,硕士,职称:助教,研究方向:财务管理。