

# 标普信用评级(中国)补充评级方法论 — 受监管的公共事业行业

## 一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级(中国)有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于受监管的公共事业行业时,我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论通常与标普信用评级(中国)一工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时,我们亦可以使用本方法论进行分析。

## 二、方法论

### (一) 业务状况分析

在评估业务状况时,我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

#### 1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度;以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒; 2) 盈利水平及趋势; 3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革; 4) 行业增长的可持续性。

#### 受监管的公共事业

本领域内的企业通常提供必需或者接近必需的,且不存在或者几乎不存在实际替代品的基础设施产品或服务(例如电、水及燃气的供应)。其业务模式一般通过法律、隐性监管或政府政策等形式受到竞争保护,而且监管机构通常会对其进行全面的监管,或者对其费率、服务质量和条款进行隐性监督。

#### 2、竞争地位

在分析受监管的公共事业企业的竞争地位时,我们主要考虑以下要素:

- (1) 竞争优势;
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率;
- (4) 盈利能力。

具体如下:

## 竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力，商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none"><li>• 战略</li><li>• 差异化/独特性/定位</li><li>• 品牌声誉和营销</li><li>• 产品和服务质量</li><li>• 进入壁垒</li><li>• 技术优势</li><li>• 资产密集程度</li></ul>
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none"><li>• 产品或服务的多样性</li><li>• 销量，市场规模，收入规模和市场份额</li><li>• 产品或服务的成熟度</li></ul>
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性，成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none"><li>• 成本结构</li><li>• 生产流程</li><li>• 营运资金管理</li><li>• 技术</li></ul>
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none"><li>• 多种盈利指标分析</li></ul>

### (1) 竞争优势

由于受监管的公共事业一般不受市场影响，我们通常着重考虑其监管优势。在分析其信用风险时，监管框架和机制的影响至关重要，这是因为监管优势决定了本行业中企业的经营环境，并且对于其财务表现具有重要影响。

我们在评估监管框架对企业的支持力度时，通常从监管稳定性、费率制定的有效性、财务稳定性和监管独立性四个方面进行分析，同时我们也会考量在此框架下企业收回成本和及时实现收益的能力。

除了评估监管优势以外，我们通常还考量企业的经营战略，一般来说企业应对监管风险的能力尤为重要。

### (2) 规模、范围和多样性

在分析受监管的公共事业企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：经营规模；地域分布、所服务区域的经济状况以及受监管范围的多样性等。我们一般侧重于分析其覆盖的市场和所服务区域的多样性，以及这些因素是否能为企业提供稳定的现金流，并助其抵御由经济和市场波动带来的不利影响。

我们一般认为，如果服务覆盖的区域大、客户群体多样化程度高而且所覆盖地区的经济增长前景较好，则企业能够更灵活地收回运营成本和投资支出（例如重置和成长资本支出等），并且减轻外部冲击（如极端气候）带来的负面影响。

即使考虑到季节性的影响，我们通常认为居民用户和小型商业用户具有更稳定的使用模式而且不易受到经济波动的影响。如果工业用户多，而且当地经济主要依赖一个或几个周期性行业，则企业的经营和财务表现会呈现出更强的周期性，且当地经济下滑对其会产生更大的影响。

### （3）经营效率

在分析受监管的公共事业企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：经营特许权方面的合规情况，例如在安全生产、可靠性及环境标准等方面的合规情况；成本管理；资本支出的规模、范围和管理情况等。

以上因素，尤其是成本和资本支出的管理，通常取决于该公共事业受到的监管类型。在成熟的成本加成型定价机制下经营的公共事业企业一般受监管的影响较小，因为成本的波动将很大程度上转嫁给消费者；在激励型机制下经营的公共事业企业一般对于监管的标准更加敏感。

### （4）盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

## （二）财务风险分析

在分析受监管的公共事业企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

### 1、核心比率

在分析受监管的公共事业企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：营运现金流（FFO）/债务；债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）。

### 2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

对于受监管的公共事业企业，我们可能会使用 EBITDA/利息作为补充比率。如果资本支出的周期性会明显地影响现金流，我们可能会考虑将自由经营性现金流（FOCF）/债务作为主要的补充比率。另外在适当的情况下，我们可能会考虑使用利息覆盖率作为主要的补充比率，例如（FFO+利息）/现金利息；EBITDA/利息等。

## 三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。