

基础设施建设投资企业信用分析要点

主体长期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率的大小。基础设施建设投资企业由于运作模式和政府有密切关系，获得政府相关支持的力度很大；同时，基础设施建设投资企业所经营的项目部分为公益性项目，很难用一般的市场化运作的企业的信用风险量度方法来衡量基础设施建设投资企业信用风险的大小，必须将企业自身的信用水平和可能获得的政府支持结合在一起进行分析。

联合资信关于基础设施建设投资企业主体信用评级方法的逻辑思路是：首先将企业当成一个市场化独立运作的企业，按照市场化运作的企业的评级方法，评价企业自身的偿债能力；其次，通过支持评级来判断当地政府偿债能力和意愿；然后，通过政府支持可能性的分析来企业在发生债务危机时获得政府支持可能性的大小；最后，综合判断企业自身以及当地政府对全部债务的偿还能力和意愿，进而给出受评主体的最终信用级别。

需要指出的是，本报告并未涵盖基础设施建设投资企业评级时考虑的所有因素，但是以下评级要点对于判断企业基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有较强的参考作用。

一、企业自身信用水平评价

企业自身信用水平评价项下主要有 3 个二级指标：

（一）企业管理

基础设施建设企业一般是当地政府城建系统投融资平台、投资建设的主渠道和城建资金主账户，在评级分析时，主要从治理结构和管理水平两方面来分析企业管理对公司运营及财务实力的影响。

1. 治理结构

通过分析企业治理结构是否健全、部门设置是否合理、机构运行是否顺畅、

决策机制中主要构成人员与政府的关系等因素来判断组织架构和企业决策机制能否有利于企业迅速对变化做出正确的反应。

2. 管理水平

主要从4个三级指标进行分析：

(1) 投资管理。由于基础设施建设投资企业作为政府投资主体，行使自主的投资决策权，同时也要接受当地政府的指导和监督，所投资的项目要符合政府及相关行业主管部门确定的投资方针和产业政策，因此在评级分析时，要关注企业对投建项目的投资风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。

(2) 融资管理。主要概述企业的项目融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

(3) 项目管理。主要概述企业投资项目规划实施、项目招标管理、项目进度控制，以及在工程安全、工程成本、工程质量等工程管理方面的制度是否健全，并分析企业相关项目管理制度的执行能力与执行效果，可以用工程合格率、工程优良率等指标为核心，考察企业在这方面的综合表现。

(4) 资金管理。主要概述企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

(二) 企业运营

区别于一般工商企业，基础设施建设投资企业主要特点是公共性与市场化相结合，基本运营模式具有其独特性。一般而言，基础设施建设投资企业主要业务分为公益性业务、准经营性业务以及经营性业务。以下主要从这三个业务的投资运营情况分析对基础设施建设投资企业偿债能力的影响。

1. 公益性业务

公益性业务主要是指由政府财政投资建设并向社会提供公共产品或准公共

产品的非经营性公共基础设施，无收费机制、无资金流入的业务，主要包括城市敞开式道路、城市绿化等项目。其基本运营模式是：基础设施建设投资企业作为投资平台，按照政府投资运作模式进行，资金来源以政府财政投入为主。在分析时，主要考察的指标及其重点：

（1）投资情况

主要考察公益性项目社会效益、基础设施建设投资企业与政府针对该类项目的投建模式（可以推行“委托代建”、“建设回购”、“有价补偿”等方式）、公益类项目建设规划及资金需求、政府项目资金投入安排等。

（2）经营情况

主要考察基础设施建设投资企业以往投建项目和当前投建项目完成情况，在可预期的未来在建和拟建项目的投资资金需求及资金缺口，其他资金来源，对于债务资金具体的偿还安排。

2. 经营性业务

经营性业务主要是指有足够资金流入和完善的收费机制，可通过市场实现盈利或平衡的业务，包括收费高速公路和收费桥梁等。其基本运营模式是：政府在严格控制规划的前提下，通过运用价格杠杆，调控社会资源的合理配置，通过特许经营、BT等方式的实现投资主体多元化或项目建设资金来源多样化，从而实现政府投资的放大效应。

（1）投资情况

主要考察：①投资项目的立项程序、项目投建模式、投建项目经营模式和企业的投融资模式等；②所投资行业的特性：所投资行业的周期性及其目前所处的行业周期阶段，行业进入和退出壁垒，产业政策变化趋势；企业和所投资行业相关的产业政策，政府的行业监管和行业支持方式及力度，判断政策监管对企业及所投资行业的影响；所投资行业竞争程度、获利能力大小对该行业的影响，判断该行业的未来发展前景对企业收益的影响。③投资项目的经济效益：投建项目的收入模式、收益期，评价各个项目的投资回报、投资回收期，同时考虑所投资项目的行业前景对项目收益的影响，对企业投建项目进行综合经济效益评价。比如，高速公路项目未来车流量的大小变化情况，收费价格的政策

调整控制方式。

（2）经营情况

主要考察企业投资项目的地域分布，以往投建项目和当前投建项目基本情况，运营规模及行业地位（比如通过分析高速公路运营里程占所在区域的份额，判断其在当地的垄断经营情况）、收费模式、对于企业经营的竞争分析（比如高速公路企业受分流影响）、企业自身盈利和政府的相关支持对于债务资金偿还的保障等。

3. 准经营性业务

有收费机制和资金流入，具有潜在的利润，但因市场、其政策及收费价格等因素，无法收回成本的业务，该类业务附带部分公益性，具有不够明显的经济效益。主要包括煤气、自来水、轻轨、地铁等项目。其基本运营模式是：资金来源主要为政府投入，但政府可以通过贴息或者其他政策优惠吸引其他投资者或者其他资金的投入。从长源来看，随着价格体系的理顺，准经营性业务可能向经营性业务转变。因此，对于准经营性业务的分析主要是综合公益性和经营性业务的分析。

（三）企业财务

财务实力是衡量基础设施建设投资企业自身偿还能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1. 财务信息质量

近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否拥有可比性。另外，应对公司所采用会计政策作出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。对于基础设施建设投资企业，要关注：①公益性资产、准经营性资产、经营性资产的组成情况；②公司代建资产及自营资产组成情况；③公司流动资产、固定资产、长期投资、无形资产及其其他的构成及占比。④注意特殊资产的财务处理和对资产质量的影响。一般而言，对于代建项目，有的在固定资产“在建工程”中反映，有的在流动资产“存货”中反映，目前尚未有统一的说法；对于政府注入的土地资产，有的在无形资产中反映，有的在流动资产“存货”中反映，在分析时要区分企业自营资产和代建资产，判断注入的土地目前的真实价值和未来的增值空间，从而准确判断企业资产质量。

3. 资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。基础设施建设投资企业资本结构主要关注点：①企业债务和权益占比情况。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高；②企业自身债务和政府性债务占比情况。一般而言，政府性债务主要是针对公司公益性业务而言，虽然借贷主体为企业，但是实际偿还资金来源在于政府，因此政府性债务越高，企业自身需要负担的债务越轻；③企业所有者权益中，政府注资的形式（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。一般而言，非经营性资产占比越高，公司实际债务要比名义债务负担要重。对企业资本结构主要衡量指标包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等，在考虑了上述三项因素后，通过指标分析，综合判断企业自身债务负担的大小以及在同行业中的排名情况。

4. 盈利能力

与一般工商企业不同，基础设施建设投资企业业务特点是公益性与市场化相结合，主业盈利能力偏弱，主要利润来源是政府经营性和政策性资金补贴。在分析盈利能力时，要关注：①经营性业务历年主营业务收入情况和未来趋势的判断，未来受政策或其他因素的影响；②非经营性业务历年补贴情况及相关

支持文件，未来趋势判断。主要考察指标包括：主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率、补贴收入/利润总额等。

5. 现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，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护程度。在基础设施建设投资企业中，由于其主业盈利能力偏弱，经营性现金流主要表现为政府各项资金的拨付，一般在“收到的其他与经营活动相关的现金流量”（自营项目）或者“收到的其他与投资活动相关的现金流量”（代建项目，在分析现金流对债务的保障程度时，有时把该现金流调整到经营活动现金流中进行分析）。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、自由现金流、经营流动负债比率、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。在对基础设施建设投资企业自身偿债能力的分析，应依据前面对企业运作项目的经济效益分析的结论，结合企业债务的偿还时间安排，根据企业未来经营性现金流对资本支出和债务的保障程度判断偿债能力。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等。

二、政府信用水平评价

政府信用水平评价项下主要有 4 个二级指标：

（一）宏观经济运行状态

主要分析整个国家当前经济运行状态，财政政策方面的情况，政府对城市基础设施建设行业的支持力度，产业政策方面的情况，考查指标主要是 GDP 增长速度、物价水平、固定资产投资增长速度、政府对基础设施建设行业的规划投入等。

（二）区域经济环境

分析区域经济环境的发展状况和区域经济整体实力，整个区域对基础设施项目的需求量大小，是决定当地基础设施建设投资企业竞争实力的主要因素，对其信用级别影响很大。以下将通过 2 个三级指标逐次分析。

1. 区域经济基础

通过基础设施建设投资企业所在区域的经济基础评估该区域财政收入结构在一些特殊经济时期的稳定性，这些指标包括：区域综合经济实力、区域经济增长情况、区域经济结构的多样性、区域人口总量及人均收入情况、区域经济发展规划。

2. 基础设施需求量

通过分析现有的基础设施状况来预测未来的基础设施需求量。主要指标包括：①现有的基础设施状况：地区基础设施投资情况，在固定资产投资中占比情况；在建和已经运营的基础设施情况，现有投入运营的基础设施状况能否有效支撑居民对公共服务的需求。②未来基础设施需求量：区域城市基础设施发展规划，社会经济发展对于新的基础设施项目的需求。在未来的基础设施投资建设中，该企业所要承担的份额。③为满足基础设施建设需求，该行业企业投资项目的资金来源如何解决，政府支持的手段和措施。

（三）政府财政实力

通过分析地区财政收支情况来评估地方政府可以自由支配的财政实力，主要指标包括：

1. 财政收入情况

①转移支付（上级政府拨款）的总额及其在地方政府总收入中所占的比例，历年增长情况。

②地方政府预算内（法定的）来源及总额，历年增长情况。

③地方预算外收入总额及稳定性。

④地方产业结构对税收的影响，比如增值税是共享税，地方政府要上交中

央，而营业税是地方税，由地方政府留存作为预算内收入。一般而言，不同地方政府，即使经济总量一样，但由于产业结构不一样，地方预算内收入差异很大（第三产业占比越大，地方政府预算内收入越高）。

⑤地方政府通过税收方案调节经济状况的灵活性。

2. 财政支出情况

①预算内各项支出的种类和规模（例如用于公共卫生、公共教育和公共交通方面的支出），并列示纳入预算内支出的城市基础建设开支总额及占比情况。

②地方转移支出情况和未来是否持续的判断。

③地方政府能否通过改变支出预案来调控经济状况。

3. 政府可自由支配的财力

地方政府在扣除刚性支出和需要当年偿还的政府性债务后，可以自由支配的财力情况，未来趋势。

（四）区域政府行政地位

1. 当地政府行政级别

当地政府行政级别是判断其支持评级的主要考虑因素。

2. 财政分配体制

通过分析不同地区的财政分配体制可以判断该地区财政可控财力的深度。比如同样是县级基础设施建设投资企业，但是实行“省管县”财政分配体制的地方财政，在财政预算、决算、转移支付、专项资金补助、资金调度、债务管理等方面，由省级财政直接对县级财政，各项财政工作直接部署到县（市），其支配可控财力的韧度要强于“市管县”财政分配体制的地方政府，由此，该政府对区域内的城市基础设施建设企业支持的能力相对较强。当然，在分析财政分配体制时，我们要关注与财政分配体系和该体系改革趋势（加强或削弱地方自治权）相关的政治和法律风险。

3. 获得净转移支付情况

通过分析上级政府或同级政府对本级政府提供净转移支付的情况及未来获得转移支付的可能性，这些转移支付是否具有指定用途，是否可以用于日常运营和债务偿还等方面来判断本级政府通过转移支付调节财政支出或者承担地方性债务的能力。

三、政府支持可能性评价

政府支持可能性评级项下主要包括 2 个二级指标：

（一）基础设施建设投资企业投融资体制

通过分析基础设施建设投资企业投融资体制可以判断企业与政府的相关性，进而评定企业获得政府支持的可能性。

目前城市基础设施建设投资企业的投融资体制包括两种情况：①投融资体制改革尚未完成，政企不分的企业，由于政府对资源支配权的高度集中，其对企业具有高度的控制能力，企业对政府制定的政策性措施不能及时作出市场反应并采取行动，造成了所谓的“博弈缺位”。在评级时我们需要重点关注该类企业的制度风险和未来政企分开的趋势。在这种情况下，政府支持可能性评级使得支持评级在综合评定时所占权重较高。②投融资体制改革已完成，政企分开的企业，由于政府职能得以转变，其所有权和经营权分离，企业投资主体地位和投资决策权得以落实。在评级时我们需要重点关注该类企业投资项目公益性和经营运作市场化两重性带来的风险。在这种情况下，政府支持可能性评级使得支持评级在综合评定时所占权重相对较小。

（二）政府支持方式与持续性

通过分析政府对基础设施建设投资企业支持的形式与持续性来判断其对企业运营和偿债能力的影响，也是判断企业和政府之间相关性，进而评定企业获得政府支持的可能性。一般而言，政府支持主要有以下几种：

①资本金注入；

②资产划拨；

③补贴，包括对公用事业经营性亏损的补贴以及利息补贴；

对于上述三种支持方式，我们首先需要关注其历史记录，并且根据现有文件判断未来持续发生的可能性；其次应结合该资金支持来源稳定性和企业现在和未来的债务情况，判断政府支持对企业债务的保障程度，从而得出以上三种支持方式对企业信用水平的影响。

④政府还款承诺或制度性安排：目前城投类企业偿债资金来源基本上是靠政府来偿还，如果政府有明确的建设项目贷款还款承诺，比如出具了承诺函、成立了专门的偿债基金、设立了专门的还款帐户等，这些措施将在一定程度上增强企业获得政府支持的力度，进而增强企业的信用水平。

（三）政府支持的合法性有效性

主要分析各项政府支持是否有相关文件，相关文件是否得到相关主管部门的批准，是否纳入了人大决议，各项审批是否合法有效；区域需要支持的企业数量，企业在其中的地位。

结合政府出具的各项支持文件的合法有效性、政府可以自由支配的财力、需要支持的总金额，对该企业需要支持的资金在政府整个可以自由支配的财力以及政府需要支持的总金额中所占比例、来判断政府对该企业支持能力的大小。

总体来看，通过企业整体靠自身经营所获得的收益，区域实力及财政支持的可能性综合判断企业偿还债务的能力的大小，从而判断企业主体信用风险的大小。