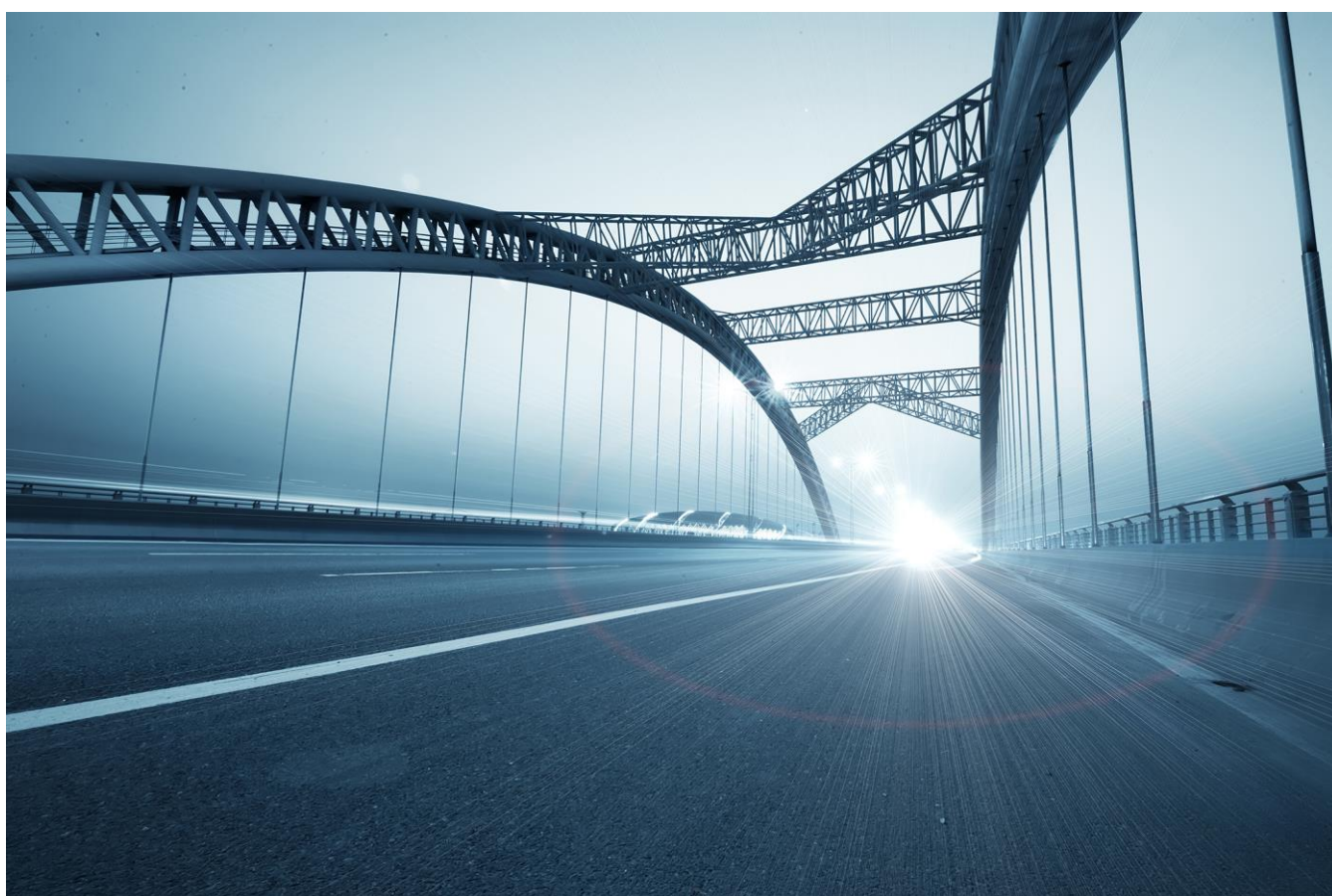


城市基础设施投资企业主体信用评级方法

2017年12月23日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

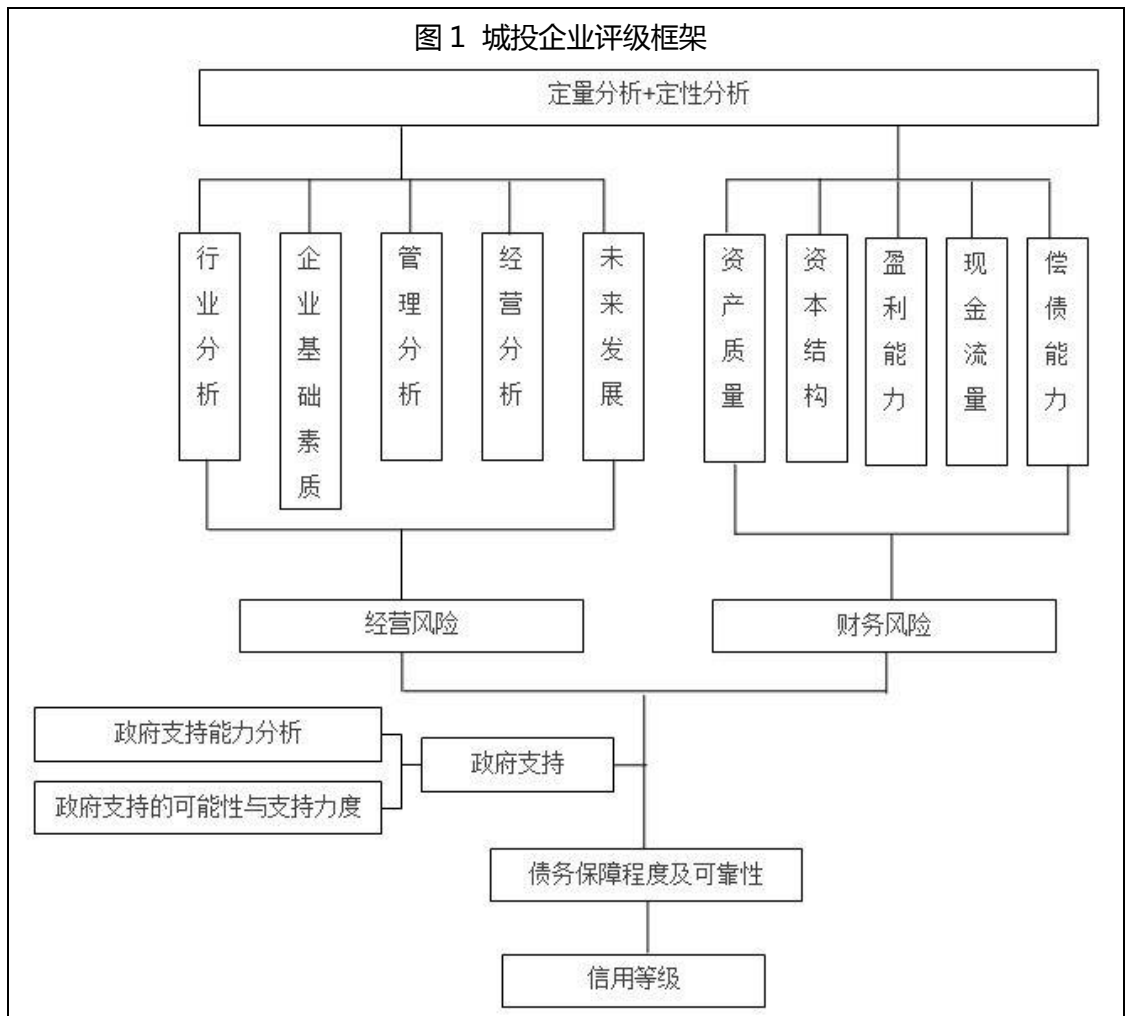
城市基础设施投资企业主体信用评级方法

一、行业定义

城市基础设施投资企业（以下简称“城投企业”）是指受地方政府委托从事城市基础设施投资建设及运营的企业。城市基础设施投资包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施投资，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网设施投资，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业设施投资等领域。

二、城投企业的评级框架

城投企业的特殊属性决定了其业务经营及运作模式与政府关系密切，城投企业所承建的项目多数是由政府委托，其收入来源也主要为相关的政府部门或其下属机构。因此，对城投企业信用风险的判断与一般市场化运作的企业有所不同。联合资信关于城投企业主体信用评级方法的思路是：首先将城投企业当成一个市场化独立运作的企业，按照相关行业企业的评级方法，对企业自身实力进行评级，通过定量和定性的方法对企业经营风险和财务风险进行分析，其中经营风险因素主要从所处行业、企业基础素质、管理分析、经营分析和未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面；其次对企业所属地方政府支持能力及地方政府对其支持程度进行判断；最后结合企业自身实力评价及政府支持评价综合给出受评主体的最终信用等级。



三、城投企业的主要评级要素

(一) 宏观经济分析

宏观经济状况直接决定了企业的外部运营环境，主要包括国家的经济发展状态以及稳定性，如 GDP 总量及增速和产业结构等，社会投资、消费和进出口等的变化趋势，CPI、PPI 等通货膨胀指标，以此判断促进地方经济增长的推动力量，以及这些驱动力量的稳定性、可持续性；对宏观经济政策分析，主要包括从国家财政政策和货币政策等方面分析国家将可能采取的经济调控措施，以及对本国或地区经济增长和发展的影响。

（二）行业分析

行业分析时主要关注行业发展环境、行业周期性、行业竞争（行业供给）、行业增长性与盈利能力（行业需求或行业发展）、行业杠杆与偿债能力、行业环境风险等。

行业发展环境是分析当前的宏观经济形势和宏观经济政策对城投行业的影响以及对城投行业的相关政策进行分析。城投企业受地方政府委托承担了区域内城市基础设施建设任务，其区域专营优势明显，行业竞争程度低。因经营业务以公益性业务为主，行业盈利水平普遍较弱，其行业发展快慢通常与地方经济和财政实力以及地方发展规划息息相关。

（三）企业基础素质

企业基础素质分析主要包括对企业的股东及股权结构、企业规模与竞争优势、人员素质、政府支持及既往信用记录等的考察和分析。这些因素直接关系到被评对象的生存和发展前景，对企业的信用质量有着不可忽视的作用。

1. 股东及股权结构

城投企业的股东一般为其所属区域的政府或政府出资成立的国有企业。主要通过分析城投企业的注册资本、股权结构、股东及实际控制人的情况及其变化，判断城投企业在经营过程中获取政府支持的可能性。

2. 企业职能定位与竞争优势

城投公司从事的业务具有明显的区域性特性，业务定位或职能定位决定了城投公司对于所在区域的重要性，进而决定了其获取政府资源的能力，决定了其竞争优势，是城投公司可持续发展的重要保障。

3. 人员素质

企业的经营决策由高管人员确定，企业的日常经营工作由员工完成，人是企业拥有的重要资源，也是企业的核心竞争力所在。对高层管理人员来说，一

般会从年龄、学历、专业背景、技术职称，工作经历与管理经验，开拓能力、决策能力等来考察；员工素质则主要考察其年龄结构、学历结构、技术职称等。对于城投企业而言，高层管理人员拥有较为丰富的政府或金融机构的工作经验，利于项目的推进和投融资工作的开展。

4. 企业信用记录

主要通过银行信用记录以及外部披露信息来判断城投企业信用记录情况，若有不良及关注类记录，则需要核实真实情况。

（四）政府支持

城投企业是地方政府为开展区域内建设而成立的国有企业，其与政府的关联程度较其他企业更强，因此，对城投企业的综合评估离不开对地方政府支持的评估。地方政府支持评估主要从地方政府的支持能力和地方政府支持的可能性及支持力度两个方面分析。

1. 政府支持能力分析

地方政府支持能力主要取决于城投企业所属地方的区域经济、财政实力和偿债能力等方面。

（1）区域经济。通过经济发展质量、产业结构合理程度、城镇化进程、居民收入水平等情况来判断地区经济发展水平和发达程度。区域经济也是城投企业发展的重要基础。

（2）财政实力。地方财政收入是反映财政实力的重要方面，是地方政府信用水平的重要衡量指标；财政自给率是反映地方财政的自给能力的重要指标，财政自给率较高或财政自我平衡能力较强的地方政府，其财政实力也较强。

（3）地方政府的偿债能力。地方政府的偿债能力既取决于其债务负担，如债务规模及增长趋势、债务期限结构等，也取决于其财政收入和上级政府的支持。

2. 政府支持的可能性与支持力度分析

通过分析基础设施建设投资企业的主营业务、市场地位、投融资体制等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，以及政府支持力度的大小。

（五）管理分析

企业经营管理决定了企业未来的发展方向，是企业信用质量的内在决定因素，管理分析主要从企业法人治理结构和管理水平两方面分析。

1. 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排。通过分析企业治理结构是否健全、机构运行是否顺畅、主要决策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

对企业的管理水平分析一般包括：企业的组织机构设置是否合理、部门职责是否明确、协调沟通机制是否顺畅、管理制度是否完善、制度是否得到有效执行等。

由于基础设施建设投资企业的特殊属性，我们将从以下几方面进行分析：

（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，行使投资决策权的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。

（六）经营分析

对企业经营的分析不但要反映企业经营方面的情况，更重要的是通过分析判断企业在经营方面是否存在潜在的风险，进而影响企业未来盈利的稳定性，一般可以通过对企业的发展战略、业务与职能定位、经营模式及状况、多元化经营情况及未来发展规划的分析来把握。

1. 企业战略与定位

企业战略，是指为实现企业总体目标，对企业未来发展方向作出的长期性和总体性战略。它是统筹各项分战略的全局性指导纲领，是企业最高管理层指导和控制企业一切行为的最高行动纲领。明确企业的定位就是明确“本企业是干什么的”和“企业应该是怎么样的”两个问题。

2. 企业运营

首先企业运营分析时主要关注城投企业的主要业务、收入结构、规模和稳定性，毛利率高低、变动和稳定性。区别于一般工商企业，城投企业主要特点是公益性与市场化相结合，基本运营模式具有其独特性，主要业务可分为公益性业务、准经营性业务以及经营性业务。城投企业营业收入主要来自公益性业务，具体收入类型包括城市基础设施代建收入和土地整理收入等，辅以准经营性业务和经营性业务收入

（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为：

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、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。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) 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。主要包括燃气、自来水供应、污水处理、轻轨、地铁、公交等项目。其基本运营模式是：资金主要为政府投入，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。从长远来看，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。

(3) 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。

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。

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，判断其在当地的行业地位）、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. 未来发展

企业未来发展是指依据企业外部环境和自身条件的状况及其变化来制定和实施战略，并根据对实施过程与结果的评价和反馈来调整，制定新战略的过程。对企业未来发展的分析可从企业对未来几年的发展规划、战略定位方面研究。大部分城投企业会制定相应的发展规划以及整体财务预测情况，对企业自身预期在未来某一时间达到设定目标的发展方针。我们要根据其重大项目、规划等判断企业未来的发展潜力及业务可持续性。

（七）财务分析

1. 财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计，财务资料的真实性与准确性如何，财务报表的口径，企业的会计政策，财务报表的基本情况等等，这是判断企业真实财务状况的先决条件。

2. 资产质量

资产管理是财务管理的重要方面，保证资产的保值增值是企业资产管理的目标。资产质量分析是判断财务风险的起点。对企业资产质量的考察，一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的比例，质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。对城投企业而言，重点要对资产中的应收类款项、存货等科目进行调查和分析，对于其他占资产比重较大的资产也要加以关注。

(1) 应收类款项

应收类款项包含应收账款和其他应收款，应收账款是企业偿还债务的重要资金来源，其他应收款主要是往来款。对其分析主要从以下几个方面进行：一是账龄结构，账龄越长，风险也就越大。二是应收方分布，如果应收类款项集中于少数几个客户，一旦发生坏账损失，企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户，必要时应具体分析其经营状况以确定其风险。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏账准备提取政策、依据和金额。

(2) 存货

存货是指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品等，包括原材料、在产品、产成品等。

城投企业的存货通常由土地使用权和城市基础设施项目的投资构成，对其分析需要关注土地资产的真实价值、估值的合理性和未来的增值空间，从而准确判断存货质量；涉及公园、学校等公益资产时，需关注资产注入的合规性；同时需关注存货资产的抵质押情况。通常城投企业城市基础设施代建业务的记账方式较其他行业略有差异，就代建项目而言，有的在固定资产“在建工程”中反映，有的在存货中反映，此外还有部分企业将部分完工但尚未签订明确代建协议的项目计入其他非流动资产，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，有的在存货中反映，在分析时要区分企业自营资产和代建资产。

3. 资本结构

资本管理是企业财务管理的重要方面，资本管理是否设定合理目标、是否有良好的融资途径和计划，对于企业发展和信用风险影响很大，企业负债管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。资本结构主要是对企业资金来源结构的考察和分析，主要包括：资金来源的构成、来源的稳定性如何、资金成本高低、债务的期限结构等。企业的资本结构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。

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，综合判断企业自身债务负担的大小。

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：营业利润率、净资产收益率、总资本收益率、补贴收入/利润总额等。

5. 现金流分析

现金流及流动性管理是企业财务日常管理的主要内容，是对当前或未来一定时期内的现金流动在数量和时间安排方面所作的预测与计划、执行与控制等；高效的现金流量管理能够帮助企业在维持适度流动性的同时，保证企业的收益规模以及未来发展的可持续性。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。在城投企业中，由于其主业盈利能力偏弱，现金流入主要表现为政府往来款和专营项目款、财政补贴等资金的拨付，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、经营现金流动负债比、现金收入比等指标。

6. 偿债能力

企业是否有良好的财务管理目标和措施，对于企业偿债能力影响很大。偿债能力分析是信用评级的关键。在对城投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。