

# 城市基础设施投资企业信用评级方法

## 一、修订说明

根据联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）有关制度，为适应城市基础设施投资行业的发展变化，完善对城市基础设施投资企业（以下简称“城投企业”）的评级体系，联合评级对城投企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《城市基础设施投资企业信用评级方法》（以下简称“本方法”）以 2018 年版本为基础进行修订，已经联合评级评级技术委员会审议通过，自 2020 年 7 月 1 日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别和行业、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对城投企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合评级关于城投企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合评级现有城投企业级别产生重大影响。

## 二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区城投企业及其发行的相关普通无担保优先债券。

联合评级认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失

严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合评级一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。

### 三、行业定义

城投企业指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体（引自国发〔2010〕19号）。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。

根据业务性质不同，可将城投企业的业务分为公益性业务、准公益性业务和经营性业务，本评级方法适用的城投企业以公益性和准公益性业务为主。但在监管政策影响下，未来城投企业可能不断进行整合转型，其业务市场化程度或将逐步提高，如其业务发生了实质性变化，全部转变经营性业务或以经营性业务为主，将不再适用本评级方法。

#### 四、城投企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合评级认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

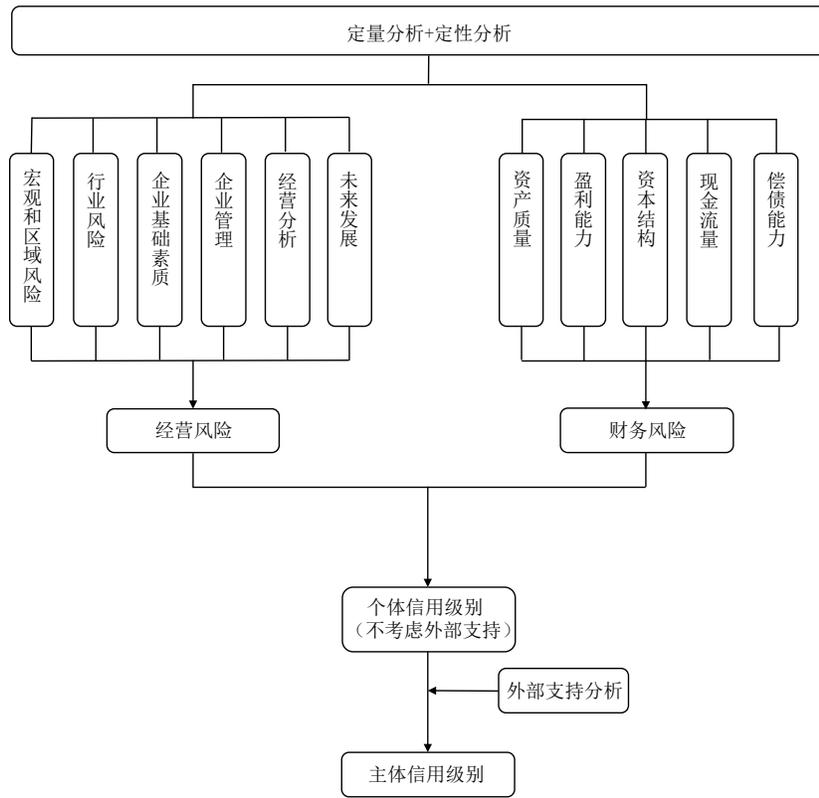
财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

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，城投企业信用风险与政府信用的联系程度更加紧密，也将得到政府的更大支持。

图 1 城市基础设施投资企业评级框架



## 五、评级方法局限性

首先，本方法仅列举了城投企业评级时需要考察的重点要素，并没有覆盖评价城投企业信用风险时需要考虑的全部因素，如跨行业的系统性风险和影响企业偿债能力的特殊事件等。

其次，联合评级对城投企业的各类评级要素的判断是以其历史运营状况和现状为基础，但是城投企业相关要素的未来发展状况及影响其偿债能力的因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本方法对城投企业信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

再次，联合评级重视打分表在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定受评对象的信用等级。在参考打分表结果的基础上，联合评级还将考虑影响受评对象信用风险的其他考量因素，由联合评级信用评级委员会投票确定受评对象的信用等级。

最后，本方法也考虑了城投企业市场化转型因素，伴随城投企业的不断发展，经营和财务特征可能会出现一定变化，联合评级将定期或不定期审查本方法，适时修订。

## 六、城投企业信用评级的主要经营风险要素（定性和定量指标）

### （一）宏观和区域风险分析

#### 1. 宏观经济

宏观经济状况直接决定了企业的外部运营环境，良好的宏观经济环境，可以使企业能较好得获得发展资金，也有利于企业经营活动的开展；相反，如果国家经济增长缓慢甚至波动性大，企业经营业务和资金的获取较难，那么在自身经营困难时也不易获得外部支持。

宏观经济的分析主要包括对于宏观经济增长和宏观经济政策的分析。宏观经济增长分析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、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；宏观经济政策的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。

城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国具有特殊的作用。一般来说，在经济下行或经济增长乏力时，政府会采取积极的财政政策，通过加大对基础设施的投资力度来刺激经济，这将会给城投企业带来更多的业务和发展机遇。

#### 2. 区域风险

区域经济实力、地方财政实力及地方政府债务对于城投企业有重大影响。

（1）区域经济实力。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，主要考察指标包括 GDP

与人均 GDP 规模及其增速，产业结构、城镇化率、人均可支配收入等。区域经济是城投企业发展的重要基础。

(2) 财政实力。地方财政实力主要考察地方财力规模及稳定性。地方政府财政收入规模越大，结构越合理，财政实力越强。财政实力越强，则相关地方城投企业发展的机会越大，得到的支持也越强。财政实力主要考察指标包括地方一般公共预算收入及增速、政府性基金收入、转移支付和税收返还收入、税收收入/一般公共预算收入、财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）、刚性支出占一般公共预算支出比重等。其中税收收入/一般公共预算收入是衡量地方财政收入稳定性和实力的指标，占比越高质量越好；财政自给率是反映地方财政实力的重要指标。

(3) 地方政府债务。地方政府债务主要判断其债务负担及偿债能力。主要考察指标包括债务额、负债率（债务余额/GDP）、债务率（债务余额/地方政府财政收入）、地方政府债务限额等指标。负债率主要反映地方政府的债务负担程度。负债率越高，说明地方政府债务越重。债务率反映地方政府的偿债能力，是对地方政府整体偿债能力的度量。

## (二) 行业风险

任何企业都处于一定行业环境之中，行业竞争程度的大小，行业政策的变化情况，行业地位的高低都会对行业内的企业的经营稳定性产生较大的影响。可以看出，在对企业进行全面分析时，行业分析扮演着重要角色，也是信用评级的重要组成部分。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等方面。

城投行业受行业政策影响大。城投企业是我国比较特殊的行业，其产生、发展直接受到国家政策的影响。近年来城投行业政策频发，不断重申国发《43 号文》精神，坚决执行“建立以政府债券为主的地方政府举债融资机制，剥离融资平台政府融资职能”为主基调的改革方向，进一步规范地方政府融资行为，部分政策直接限

制了城投企业业务模式。

城投行业具有弱周期性。城投行业是国民经济可持续发展的重要基础，属于弱周期行业，经济周期的变化对其行业发展水平有一定影响，但影响不大。

城投行业具有竞争度低的特点。由于城投行业主要以区域为单位进行运作，是地方政府市政、基础设施投资、建设的主体，因此大都以区域为业务范围，以单一行业或多个行业为经营建设对象，且多具有区域或行业专营性，城投企业间竞争程度弱。

城投企业的主要职责是代地方政府进行有关城市和民生需要的投资建设运营。城投行业经营业务以公益性业务为主，行业盈利水平普遍较弱，行业内企业发展通常快慢，与地方经济和财政实力以及地方发展规划息息相关。

城投行业具有负债率高的特点。由于城投行业项目投资金额巨大、回收期长、融资任务重，其财务杠杆相对较高。其自身偿债能力与其主营业务的运营有很大关系，同时其偿债能力也与相关地方政府的支持可能性及支持能力密切相关。

联合评级认为城投行业属于弱周期行业，其发展受行政政策影响较大，呈现竞争水平及盈利水平较低等特征。行业风险总体较低。

### （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（国资委、财政局等）或政府出资成立的国有企业。此部分主要分析城投企业的股权结构、股东及实际控制人的情况及其变化情况。对于股权结构变动导致实际控制人变动的，需研究变动后实际控制人的经济和财政实力以及城投企业区域定位。

股东对城投企业具有重要影响，通常情况下，城投企业在业务经营、重大战略

制定和融资等方面受政府管理。股东的地位、性质及对公司的实际管理，是影响城投企业的关键因素。一般来讲，股东的层级（行政级别与实际资源支配能力）越高，其信用风险越低；同时，得到政府支持的可能性也越高，支持力度越大。

## 2. 企业职能定位与竞争优势

企业的业务定位或职能定位决定了城投企业的业务范围、获得业务的能力、经营持续的能力，也决定了其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和竞争优势，是城投企业可持续发展的重要保障。

城投企业业务通常包括城市基础设施建设、交通基础设施建设、水利基础设施建设、土地整理、保障房建设等。若相同的业务范围内，同时存在两家或以上的城投企业，则需要了解相关城投企业是否在负责的区域范围或业务领域上有所划分，以及城投企业在区域范围或业务领域内的市场占有率情况，分析垄断或专营程度，判断其对地方政府的重要性，是否是最重要的城投企业。对于城投企业来说，若其负责多个业务领域和多个区域的项目，且均具有很强的垄断能力，则说明该城投企业在当地具有很强的不可替代性，其竞争力越强，其对地方政府的重要性高于仅负责单一业务领域或单一区域的城投企业，可以获得当地政府的较大支持，未来发展前景较好；而如果仅作为区域内一级投融资企业的子公司，则其地位相对较低，获得地方政府支持的力度可能相对较弱。

同时，也要分析其实际承担的业务情况，包括业务发展历史、承担的业务量，以确认其实际的竞争优势。可通过获取区域内其他城投企业的财务数据，对比资产以及所有者权益规模等财务数据，判断城投企业在区域内的城投企业的规模是否占有优势。

## 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。对高层管理人员来说，一般应从年龄、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，有利于项目和业务的推进和投融资工作的开展。

城投企业的高管的工作经历与影响力，对于城投企业的运营重要性很高，应重点考察城投企业主要领导的任命程序、原行政级别、与地方政府的的关系、实际的管理能力等。

#### 4. 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，所有者权益的构成主要来自于地方政府资产注入，利润很大程度上依赖于财政补贴，现金流易受当地政府支付行为影响。

政府对城投企业的支持是其发展的根本，具体支持形式包括但不限于资金注入、股权划拨、资产注入、债务置换等。城投企业获得可持续的、实质性的支持，可以有效地提高企业的流动性，维持财务结构稳健性，保持稳定持续发展。此外，对于公司获得的各种形式的支持，还需要了解相关支持是否符合国家政策的规定，是否有政府文件进行明确，资金支持是否纳入了人大决议等。

城投企业所能获得的政府支持越广泛、支持力度越大且连续性较好，则该城投企业与地方政府关联性越强，经营状况越好，抗风险能力会强于政府支持较少的城投企业，所面临的信用风险也相对较小。

城投企业的经营规模和资产规模越大，反映出以往地方政府在业务或资产方面给予城投企业的支持越大，政府投入大量的资源支持城投企业发展，其对地方政府的重要性也越强；此外，城投企业的规模越大，与当地金融机构的关系也越密切，业务往来也可能越多。若城投企业发生流动性风险，则可能对当地经济和融资环境产生较大不利影响。

#### 5. 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合评级主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，

例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

#### （四）企业管理

企业经营管理是企业信用质量的内在决定因素，对企业财务成果和现金流状况有重大影响。一般说来，企业的经营管理水平越高，其经营管理的效率就越高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。经营管理有方，市场风险和管理风险减少，可以增强抵御市场风险的能力，企业的发展前景看好。管理分析主要考察企业的法人治理结构和管理水平两方面。

##### 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，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。法人治理结构不完善的企业，不但会导致企业经营决策有较大的随意性，同时可能会导致企业资产和资金的随意划转，对企业未来偿债能力将构成较大影响。

对企业法人治理结构的考察，一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。对于城投企业，需关注上述机构设置是否完善，职权是否履行到位以及人员实际履职情况与岗位设置是否统一，重大决策制定机制是否合理，实际决策的机制要了解清楚，以及了解城投企业法人治理结构是否存在重大缺陷。

## 2. 管理水平

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。对企业制度完善性的考察需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

### (1) 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系。城投企业组织架构图是管理架构的基本体现。对于城投企业，企业组织结构的考察主要集中在横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。城投企业的业务特征因业务种类和经营范围差异而在组织结构设置上有所差异，单一业务的城投企业主要集中于城市基础设施建设业务，结构设置通常较为简单，以融资部、财务部、工程部为核心部门；多元业务的城投企业部门设置会加设具体业务部门。此外，城投企业作为地方重要的国有企业应设立相应内部审计稽查机制，要了解是否有相应部门的设置或人员履行相应的职责。

(2) 财务和资金管理。大部分城投企业的资金管理是工作重心，对下属企业进行财务管理是工作重点。因此，需要重点考察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。

(3) 投融资管理。城投企业作为政府投资主体，行使者重要的投资决策权。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，资金的平衡机制；考察投资决策机制是否合理，同时也要接受当地政府的指导和监督，所投资的项目是否得到政府及相关行业主管部

门的审核。融资管理主要关注企业的项目融资渠道和融资成本管理、融资风险控制机制及解决措施和再融资能力等。

(4) 工程项目管理。主要关注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。

(5) 子公司管理。主要关注公司对下属子公司的管理制度，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等多方面从而来判断母公司对子公司的管控能力。

(6) 对外担保管理。为配合地方经济发展或招商引资需求，城投企业常常会承担一定的对外担保业务，对外担保管理方面主要关注企业的对外担保管理制度、对于被担保企业类型的选择、反担保措施、审批流程、担保规模等，从而判断公司在控制对外担保风险行为和防范对外担保风险的能力。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业管理中是否存在潜在的重大风险等。

## (五) 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. 企业经营概况

企业运营分析时首先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、变动和稳定性。区别于一般工商企业，城投企业主基本运营模式具有其独特性，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。需要对城投企业负责的公益性业务的业务量以及收入占比进行分析。

## 2. 城市基础设施业务

城市基础设施业务基本为公益性业务，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，无收费机制的业务，主要包括城市敞开式道路、城市绿化、广场、学校、医院等项目。城投企业作为城市基础设施代建项目建设主体，负责项目的投融资及建设，一般与地方政府（或授权部门）签订委托代建合同，项目前期建设资金由城投企业自行进行筹措或由政府财政投入，城投企业实际不负责项目的建设施工，大部分情况下仅起到项目监督、管理和实施的作用。在项目竣工后交付地方政府（或授权部门），在地方政府（或授权部门）组成的投资决算组验收合格审计后地方政府（或授权部门）按照审计确认金额及协议约定分期支付价款。但在目前中央政府严格控制地方政府新增政府隐性债务的大环境下，此部分基础设施建设项目的实际开展受到一定限制，新增的城市基础设施代建业务需要列入地方政府的财政预算。

联合评级在城市基础设施代建业务方面主要关注，城投企业建投模式、收入确认方式、代建业务的委托方、代建业务回款约定、代建项目的重要性、是否为区域内重大项目、项目储备情况、项目建设规划及资金需求；已完工项目的实际回款效率，是否按照协议执行、在建项目的资金到位情况以及收入确认、回款情况；项目建设是否符合政策要求、合规性，特别关注 PPP、政府购买服务、棚户区改造等相关政策变化对业务模式及投融资模式的影响等。

## 3. 土地整理业务

城投企业土地整理开发业务通常由政府部门授权开展，负责授权范围内土地一级开发，该业务支出项主要为拆迁费和工程费用等。由于拆迁工作只能由政府职能部门进行，但受地方政府财力以及预算等限制，政府部门无力支付大规模的拆迁费用，因此城投企业在前期拆迁阶段即需要垫付拆迁费用。在政府职能部门完成拆迁工作后，城投企业开始进场，进行土地的平整工作。在使土地达到地方国土资源部门设定的收储标准后，地方国土资源部门对平整土地进行收储，并根据地方政府的

规划，适时进行土地的招拍挂工作。此后，若有开发商拍得平整后的土地，并交纳土地出让金后，地方政府的财政部门会按照事先约定的方式或比例，返还土地出让金，城投企业以此实现土地整理收入。

对于土地整理业务，通常住宅用地与商业用地出让单价较高，在一二线城市会有较高的溢价，城投企业可以获得的利润水平也较高；但对于工业用地，通常情况下，大部分地区的土地出让金均很难覆盖土地整理成本，因此政府一般会给予一定的补贴覆盖成本。因此，联合评级在考察土地整理业务时，除需要关注业务模式、项目储备、回款效率以及政策变化对项目开展的影响以外，还需要关注城投企业负责平整的土地所在的区域位置、土地性质、单位平整成本、未来土地增值潜力以及地方政府对于相关地块所属区域的规划。

#### **4. 准经营性业务**

准经营性业务是指有收费机制和资金流入，具有潜在的利润，主要为公用事业类的业务。但因相关业务具有公益性，不以盈利为目的，市场及定价由政府控制。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。

#### **5. 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。此部分具体的分析可参考经营性业务实际所属的行业的信用评级方法。

### **（六）未来发展**

企业未来的发展是企业信用质量的关键决定因素。大部分企业都会沿着当前的道路前行，但很多企业也会面临着重大的改变。因此，需要对企业的战略管理进行分析和考察，对企业未来的重大事项保持高度关注，以更好地预测企业的未来经营状况和财务状况，对企业的信用风险作出更科学的判断。

企业发展战略应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，并根据对实施过程与结果的评价和反馈来调整。每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。一般来说，战略规划与行业发展方向越契合，战略发展目标及实现途径越清晰，且实现目标的条件越充足，企业达成战略目标的可能性越高，对企业未来发展越有利。评级人员需要通过对企业战略的综合分析，对企业实现经营预期的可能性和可行性做出判断。企业的发展前景良好，其未来出现经营风险和信用风险可能性也相对较小，否则其面临的经营风险和信用风险较大。

目前国家政策要求城投企业进行市场化转型，需要重点关注城投企业的转型方向，原有业务可持续性，对转型的困难程度以及可能性进行评估。此外，较多地方政府为加强区域内城投企业的专业性、增强城投企业的规模优势，倾向于对城投企业进行整合。因此需要重点关注未来一段时期内，城投企业转型可能性以及政府是否有对城投企业进行整合的意愿，动态评估城投企业的转型方向以及整合对城投企业的影响。

## 七、城投企业信用评级的主要财务风险要素

### （一）财务信息质量

可靠的高质量的财务信息是判断企业财务风险的基础，没有高质量的财务信息，要对信用风险作出科学的判断是困难的。在进行财务分析时，首先应关注企业资料来源、财务报告是否经过审计，审计机构的从业资质、审计结论，财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策等，对财务资料的质量做出判断。

### （二）资产质量

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，对于占资产比重较大的资产科目应特别关注。

## 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，其他应收款主要是内部往来。对其分析主要体现为：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。

对于城投企业而言，应收类款项呈现账面余额大、应收方主要集中于地方政府或国有企业等特点，因此其回收风险相对较小，但回收进度受当地政府财政实力和支付意愿影响大，规模较大的应收类款项显示出委托方/往来方对城投企业资金占用明显，同时也表明与政府的关系密切。

## 2. 存货、在建工程等

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，同时还可能有部分房地产项目。对土地资产分析时需要关注土地资产的地理位置，周边土地出让情况，判断其真实价值、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，在分析时需剔除相关公益资产对存货增减变动的影响；该部分土地资产也可能在无形资产中反映。对城市基础设施项目分析时，由于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，可能在存货、在建工程或者其他非流动资产中反映，对于计入存货的项目，需要关注其中已完工未结算部分，其性质与应收账款性质相同，均反映了委托方对公司资金占用大小。对房地产分析时需关注项目性质，属于保障房还是商品房，若是商品房，需要关注项目地理位置，周边市场价格等，综合判断其入账价值的合理性

以及未来升值空间。同时需关注存货资产的变现能力及抵质押情况，通常城投企业通过土地抵押获取金融机构融资资金，因此抵押率较高。

此外，若企业在建工程、无形资产和其他非流动资产等科目余额较大，评级时还需对其构成、入账价值和依据予以关注和深入分析。受监管政策影响，部分城投企业存在代建项目烂尾情况，分析时需要结合经营实际情况对资产价值的真实性进行判断。

### 3. 资产受限情况

资产受限情况需要由因抵质押等导致流动性受限的资产账面价值占净资产的比重来衡量，抵质押资产类型包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产、在建工程、长期股权投资等，要关注其主要抵质押资产类型、抵质押规模和变化趋势、资产受限比例、抵质押年限等，分析企业资产的可变现能力，此外还需将资产受限情况与债务融资中抵质押融资进行匹配核对。对于其下属的子公司，要关注相关股权被质押的情况，特别是下属子公司为上市公司的。股权质押比例很高，一般标志着其融资弹性显著下降，融资能力已经到达极限，融资环境恶化，需要特别关注。联合评级在考察资产质量这一评级要素时主要关注资产的构成及稳定性；应收类款项的对象、比重、账期；存货构成、增值空间或跌价风险；资产变现能力、受限资产情况等。

### （三）资本结构

资本结构主要是对企业资金来源结构的考察和分析。所有者权益和债务是基本的资本来源。所有者权益更加稳定和可靠，是企业抵御风险的基础。债务资本可以提高企业的财务杠杆率，也是重要的资本来源，但需要定期偿还。企业的资本结构对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。

## 1. 所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益一般包括实收资本、其他权益工具、资本公积金、其他综合收益、盈余公积金和未分配利润等，还应包括少数股东权益。对所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚增的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价。对于以公益性资产注资的，必要时应把这部分资产从权益中扣除计算和评价。对于因发行永续债、可转债等带来的权益工具的增长，在分析时应判断权益工具的性质，若属性偏债，在分析计算有关全部债务资本化比率等指标时，可进行必要的调整，从权益中剔除，以评估实际的债务负担。城投企业需重点关注政府注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）及稳定性。一般来说，实收资本的稳定性高于其他科目，因此实收资本占比越高，权益稳定性越好。未分配利润属于变动较大的权益，股东随时可以进行分配，从而减少所有者权益。

## 2. 负债与债务

在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应根据企业所处的行业及业务特点，关注其资金成本的高低、偿还期限的分布，以及与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期融资能力的强弱，融资环境是否恶化，短期支付能力的强弱。对企业应付账款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务，在计算有关指标时要注意进行必要的调整或进行专门的分析。对城投企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等。

同时需要关注企业自身债务和政府隐性债务占比情况，一般而言，政府隐性债务主要是针对公司公益性业务而言，虽然偿债主体为企业，但是实际偿还资金主要来源于政府。对债务进行分析时，还应该判断债务来源，若多数来源于信托等非标融资，需关注其融资成本及便利性，关注非标产品的到期偿付及展期可能性。

### 3. 债务负担

全部债务资本化比率反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小。对于城投企业，由于其承担政府基建任务的投融资职能，债务融资规模相对较高，因此该指标相对于普通企业而言略高。

长期债务资本化比率反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。

资产负债率反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。

### 4. 财务政策

主要考察公司对融资的管理目标，即企业的财务政策较为激进还是比较保守，公司是否慎重考虑进行战略性收购、向股东发放现金分红等导致资本结构产生重大变化的决策对财务风险的影响；要分析企业融资的管理水平，包括融资的计划性、及时性和渠道的畅通性。要考察企业的实际融资成本和融资弹性。对于融资弹性显著下降、融资环境恶化的，需要特别关注。

#### （四）盈利能力

盈利能力是企业偿债能力的根本，只有取得盈利，企业才能持续经营下去，才

具备基本的偿债能力。对于城投企业而言，政府拨付的财政补贴对企业盈利水平有较大影响，通常还应分析营业外收入和其他收益的情况。

### 1. 营业收入及政府补贴

对企业营业收入和盈利的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考察收入和利润的形成来源，主要对收入的总量、构成、稳定性及变化趋势进行考察和分析。与一般工商企业不同，城投企业业务特点是公益性与市场化相结合，其中公益性业务收入占比高，其结构和业务模式较为稳定导致城投企业收入和利润规模相对稳定。

城投企业营业外收入和其他收益中主要包括政府补助、捐赠利得、债务重组利得等，应考查其受偶然性因素影响的程度。城投企业的营业外收入、其他收益主要由政府补贴构成，政府补贴的规模和持续性也是判断政府支持力度的指标，通常是城投企业利润总额的重要补充。补贴收入/利润总额充分体现了城投企业盈利对政府补贴的依赖度。

### 2. 盈利能力分析

盈利能力的强弱反映了企业通过持续的经营活动获取现金的能力，也是企业获得外部资金的基础。就城投企业而言，大部分城投企业将利息支出做资本化处理，以降低财务费用，分析时应结合债务规模判断其利息的合理性。

衡量企业盈利能力的指标主要包括：营业利润率、总资本收益率、净资产收益率等。

营业利润率是衡量企业经营效率的指标。一般来说，该指标越高越好，城投企业受业务模式影响，营业利润率较为稳定，由其成本加成比率决定。

总资本收益率反映企业以其拥有的全部资本获取利润的能力。城投企业具有资产规模大，盈利弱的特点，一般而言其总资本收益率偏低。

净资产收益率反映企业股东权益的收益水平。这一指标是考察企业盈利能力的核心指标，指标数值越高，表明股东投资与该企业所能获得的收益越高。

## （五）现金流量

现金流量管理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）。

在对经营活动现金流进行分析时，除分析其规模、结构、变化趋势外，还应将经营活动现金流与利润表、资产负债表相结合分析，分析企业盈利模式和收入实现质量。一般可用现金收入比来衡量企业收入实现质量。

此外，当企业发生业务扩张、业务整合等对外投资活动时，往往会产生较大的资金需求，需要分析公司筹资活动现金流量净额是否能满足企业资金需求。从筹资活动现金流量情况以及其变动情况，可以看出企业在此期间的资金压力、融资成本等情况。还应该关注筹资活动现金流入流出的变化，若上述变化主要由于金融机构收缩借贷规模导致，应格外关注企业相关财务风险，分析债务滚动接续环境下其履约偿债能力。

## （六）偿债能力

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。

## 1. 短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。要对企业短期偿债管理情况进行分析，如是否有资金月度计划、周报等短期管理工具、管理目标和措施等。

分析时主要考察的指标包括流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比率。

流动比率和速动比率都是反映企业以流动资产支付流动负债的能力。

现金短期债务比主要衡量的是企业现金类资产对短期债务的偿付能力。

经营现金流动负债比率是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。但城投企业经营活动现金流量易受往来款影响，其波动性较高进而导致该指标存在一定波动。

## 2. 长期偿债能力

通过长期偿债能力的分析，要是为了确定该企业偿还债务本金和支付债务利息的能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比，反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力，EBITDA 利息倍数及 EBITDA 全部债务比越高，企业融资的空间越大，财务弹性就越高。对于城投企业而言，由于其本身承担的融资任务重且公益性业务盈利弱，导致其长期偿债能力指标表现较差。

现金流对债务的覆盖倍数可以采用企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数）来衡量，也可以采用企业经营活动产生的现金流入量、筹资前现金流量净额等与总债务的关系来衡量，这些都是衡量企业偿债能力的重要指标。

债务偿还能力本质上是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。对于未来企业债务存在集中到期、融资渠道受限、主要依赖非标、信托等融资，要引起高度关注。

通常城投企业资产流动性较弱，资产质量一般，盈利能力较弱，且利润对政府补贴依赖性强，现金流中与地方政府及区域内其他国有控股企业往来款规模大，偿债指标较差。

### 3. 其他信用支持

其他信用支持主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股、发行债券等，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。其他信用支持还包括股东、各级政府给予的支持、资产出让、引入战略投资者等，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性、持续性以及对债务保障程度做出判断。

### 4. 或有负债、重大诉讼等其他情况

或有负债、重大诉讼等其他情况主要关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。对于城投企业而言，对外担保情况分为区域城投企业互保或者单向提供担保。在分析时需关注以下几个方面，首先是担保比率，担保比率反映企业的担保金额占所有者权益的比重，担保比率越高，或有风险越高；其次是被担保企业性质，一般而言，对民营企业的担保风险较高，需要重点分析被担保对象的经营和财务状况，判断代偿风险；最后，需要关注区域互保风险，城投企业间互保将加剧区域信用风险传导。

#### （七）母公司财务风险分析

对于集团城投企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

## 附件 1 信用等级设置及其含义

### 1. 主体长期信用等级设置及其含义

联合评级主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 2. 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益