

城市基础设施投资企业主体信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

城市基础设施投资企业主体信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）城市基础设施投资企业主体信用评级方法主要通过对政府支持能力、企业自身信用以及政府支持可能性的要素进行分析，采用二维矩阵以及专家判断，综合判断偿债主体的信用风险大小，评定受评主体的信用评级。本方法列举了判断城市基础设施投资企业（以下简称“城投企业”）主体信用风险的主要评级要素，是评定城投企业长期信用等级的重要参考，但并未涵盖城投企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。城投企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素、主要衡量指标等。

一、适用范围

城投企业，从监管层定义看，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）。城投企业主要承担城市基础设施投资职能，包括地铁、轻轨、公交站场、市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等设施投资，同时，某些城投企业也承担了部分城市供水、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。

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为以经营性业务为主，将不再适用本评级方法。

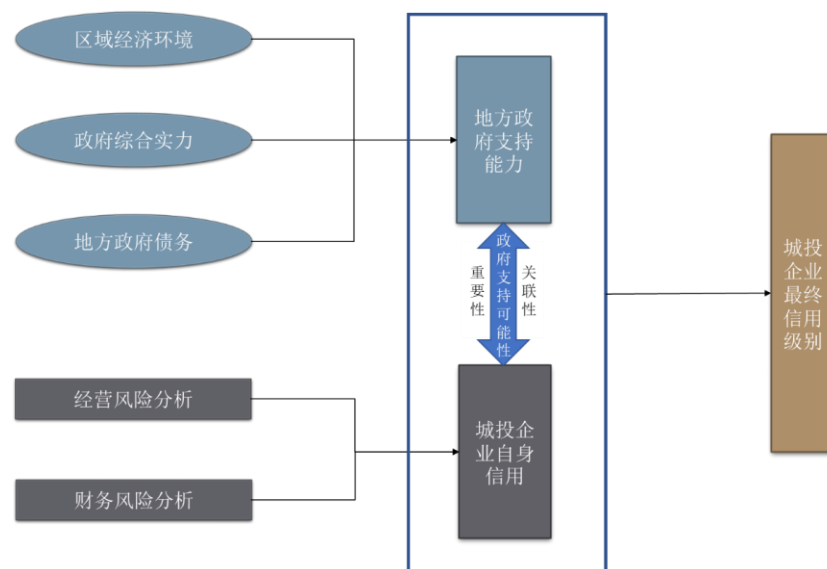
二、评级框架

主体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。受评主体违约率的大小可以用

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度量。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。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，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，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

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。联合资信对城市基础设施投资企业主体信用评级框架主要通过从地方区域经济、政府综合实力和地方政府债务三方面来评价地方政府支持能力的强弱；其次对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析和判断，确定城投企业自身的信用水平；再次从重要性和关联性两方面，判断偿债主体获得政府支持可能性的大小，采用二维矩阵的方式，结合调整事项，经专家判断最终给出受评主体的信用级别。



本报告仅列举了城市基础设施投资企业主体信用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，但以下评级要点对于判断城投企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

三、评级要素

（一）行业分析

1、行业概况

宏观经济状况直接决定了企业的外部运营环境。在良好的宏观经济环境下，企业能较好地获得发展资金，产业上下游整体运行情况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，进而引发偿债风险。

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；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。

2、行业概况

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企业的经营稳定性产生较大影响。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、行业环境风险等方面。

行业发展环境

一是分析当前的宏观经济形势和宏观经济政策及其对城投企业的影响；二是对城投企业的相关政策进行分析。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。宏观政策也会对城投企业的有关政策产生深远影响。近年来城投企业有关政策频发，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，城投企业整体融资环境呈现收紧趋势。

行业周期性

行业周期性对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。行业周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险就越高。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算其在经济周期下降过程中的营业收入和 EBITDA 利润率的平均下降幅度衡量。城投企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。

行业竞争

行业竞争程度影响行业内企业盈利水平及稳定性。行业竞争分析主要从行业准入壁垒、行业竞争格局等方面分析。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。

行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利能力越强，盈利水平越高，表明行业风险越小。行业的盈利和增长，受到上游行业的影响，但更主要由下游行业或需求决定。因此，判断一个行业的风险，要对这些因素进行深入分析。城投企业涉及民生，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综合实力以及地方发展规划息息相关。

行业杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的经营杠杆。衡量行业杠杆与偿债能力的指标有全部债务资本化比率、资产负债

率、全部债务/EBTIDA 或经营现金流量净额/EBTIDA 等。城投企业具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，其行业杠杆相对较高。

（二）地方政府支持能力分析

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、综合实力和偿债能力等方面。

1、区域经济

联合资信在区域经济部分主要考察：

（1）区域位置，区域位置是决定区域发展状况的主要因素，不同的区位形成了不同的区域规划特征；

（2）资源禀赋，区域资源禀赋包括矿产资源、水资源、土地、旅游等自然资源，以及劳动力、科教等人文资源，其影响着地区经济结构和经济增长潜力；

（3）经济规模，经济规模大、人均收入水平高的区域税基也相对较大，财政收入相对较高。经济增长速度快的区域，其财政收入增长速度也相对较快，反之，地区经济规模小和增速慢，则地区财政收入规模也较小；

（4）经济结构方面，合理的经济结构是区域经济和政府财政收入保持稳定增长的重要条件，是影响地区经济和财政收入稳定性的重要因素。不同的产业结构产生税收的能力也不同。一般而言，第一产业占比高，则地区经济创造税收收入能力弱，我国对农、林、牧、渔业等实行减免税收的政策；第二、三产业占比高，则地区经济创造税收的能力强，主要是第二、三产业对增值税、企业所得税、营业税等主要税种的贡献大；

（5）地区经济增长潜力直接影响着地区未来经济实力的提升或下降，从而影响着地方政府财政收入的未来增长速度。首先，不同地区经济发展状况影响着地区经济发展潜力。其次，国家产业政策或发展规划对地区经济未来发展潜力影响很大，是地区经济未来增长的重要外部因素。一般来说，当地区产业结构或者重点发展的产业受国家政策鼓励时，地区经济往往能获得较好的发展前景。

2、政府综合实力

联合资信在政府综合实力部分重点考察：

（1）行政级别，政府行政级别越高，财政体制越灵活，其支持能力也就越强。但相同行政级别，相较于经济欠发达地区，经济发达地区政府可支配的财力和资源更丰富，需要区别对待；

（2）财政收入方面，地方财政收入是反映综合实力的重要方面，是地方政府综合实力的重要衡量指标。地方综合实力主要考察地方综合财力规模及稳定性，一个地方政府财政收入规模越大，结构越合理，综合实力越强，主要考察指标包括地方公共财政预算收入及增速、政府性基金收入、转移支付和税收返还收入、地方综合财力以及税收收入/公共预算收入；

（3）财政支出方面，主要分析财政支出的弹性，财政支出中刚性支出占比越低，地方政府的财政支出可调节性越大，表明政府财政收入中可灵活支配资源越多，对偿债的保障能力越高；

（4）财政平衡方面，地方政府自身财政收支缺口越小，或者上级补助收入占地方财政收入的比重越低，则说明地方政府财政收入对上级政府转移支付的依赖程度越弱，即地方政府财政收支平衡能力越好。

3、地方政府债务

我国目前地方政府债务采用限额管理制度，原则上地方政府举借的债务不能超过其限额。地方政府现有债务规模大小决定其未来需偿还债务的规模，进而影响其支持能力。如地方政府脱离经济社会发展实际需要进行基础设施项目建设，盲目加重债务负担，超出地方财政承受能力，则地方政府对城投企业的支持将非常有限。

联合资信在此部分主要关注：

- （1）地方政府债务变动情况，债务限额及债务余额的变化；
- （2）债务限额以及债务余额提升是否超过区域承受能力；
- （3）债务到期分布、负债率及债务率等情况。

需要指出，对于经济、财政和治理实力很强的地方政府，其债务负担可能比经济、财政实力弱的地方政府高。这是因为经济、财政实力强的地方政府经济发展相对成熟，财政收入稳定增长、支出结构弹性大，使得其可以维持更高的债务水平。因此偿债指标在一定程度上并无法完全显示出政府偿债能力的强弱，需要结合地方政府经济、财政实力和治理水平等因素综合分析。

详细地方政府信用评级可参考联合资信《地方政府信用评级方法》。

对于地方经济和政府财政实力连续大幅下滑、政府债务负担持续过重的区域，地方政府信用等级可能存在下调风险，进而影响城投企业主体长期信用等级。

（三）企业自身信用风险分析

1、经营风险评级要素

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。一般说来，企业的经营管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会优于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。

1) 治理结构

治理结构判断城投企业法人治理结构是否完善，股东会、董事会、监事会运作是否正常，董事、监事以及高层管理人员是否正常履行职责，若企业三会一层不完备，或董事、监事、高管人员不符合相关政策规定，对城投企业自身信用水平会产生一定的负面影响。

2) 管理素质

管理素质方面，需要从公司的组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效等方面对企业进行全面考查。对于城投企业，需要对城投企业规章制度设置的完整性和合理性进行判断，特别关注投资管理、融资管理、项目管理、资金管理等重要制度是否完备。

对于城投企业而言，现任核心管理团队的背景对于城投企业的发展至关重要。如果核心管理团队现在或者曾经在政府部门担任要职，这对于城投企业在项目的获取上可能具有一定的优势，也有利于城投企业争取到更多的政策优惠。此外，领导管理风格也影响公司业务的发展，另外，管理团队的行业经验越丰富，员工的素质越高，越有利于企业的持续发展。若存在管理团队或城投企业本身受到监管处罚等事项，也会对城投企业自身信用水平产生一定的负面影响。

经营分析

城投企业的业务风险分析以评估其经营状况、未来发展方向为主要目的，可以通过对其业务结构、规模及可持续性、业务模式、盈利能力等进行分析。

城投企业业务类型主要包括：公益性业务、经营性业务、准经营性业务。

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。其基本运营模式是：城投企业为投资主体，按照政府投资运作模式进行，资金来源分为政府财政投入、公司自筹等方式。对于城投企业主要的两大业务板块——城市基础设施代建业务和土地整理业务，业务模式、入账方式及主要考察的指标如下：

- (1) 项目来源、项目业主方及委托方情况；
- (2) 公益性项目社会效益、项目的投建模式（如：“委托代建”、“建设回购”等方式）、项目运营模式是否符合政策要求或顺应政策鼓励方向（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）；
- (3) 公益性项目储备情况，判断业务运营的可持续性；
- (4) 项目建设规划、项目资金需求及资金来源、财政资金投入安排、债务偿还安排、以往项目收入确认及回款情况等。

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。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。

联合资信对于经营性业务主要考察：

- (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) 经营性业务的盈利模式和经济效益，经营性业务创造自由现金流对企业债务的保障能力等；
- (3) 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) 准经营性业务

此类业务特指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，经济效益不够突出。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。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。

联合资信对于准经营性业务主要关注：

- (1) 准经营性业务在区域内的垄断程度（是否存在竞争对手、未来整合力度、特许经营资质）；
- (2) 政府补贴力度（若能完全弥补亏损，基础设施建设资金可能主要依靠企业自身积累；若只能弥补付现成本，基础设施投入仍将依赖政府资金投入）。

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。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所处行业发展状况的分析、对宏观政策的把握、对企业面临潜在风险的评级，以及企业经营与管理等多方面情况的综合分析，以便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。

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。

2、财务风险评级要素

城投企业的财务分析首先需关注企业审计报告的审计结论、会计政策变化以及财务数据的可比性等。其次评价其资产质量、资本结构和债务水平、盈利能力、现金流状况和偿债能力等。

财务信息质量

联合资信对企业财务信息质量的分析将重点关注：

- (1) 审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性；
- (2) 企业重大会计制度变更及会计政策调整情况。

资产质量

对资产质量的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，对于占资产比重较大的资产应更加关注。

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。

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、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，通常城投企业通过土地抵押获取金融机构融资资金，因此抵押比较高。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。

此外，若企业将在建工程、无形资产和其他流动资产等科目余额较大，评级时也需对其构成、入账价值和依据也需予以关注和深入分析。

资本结构

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、资本公积金、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。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）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性。

2) 负债与债务

企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。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支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。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。负债实质上是企业在一定时期之后必须偿还的经济债务，其偿还期或具体金额在它们发生或成立之时就已由合同、法规所规定与制约，是企业必须履行的一种义务。对于企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、应付债券等科目应着重考察其金额、付款方式、偿还期限以及是否有宽限期等。城投企业通常其他应付款、长期借款和应付债券规模较大。

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。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，虽然偿债主体为企业，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) 相关指标

全部资本化比率（全部资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益）*100%），该指标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，债务偿还风险较小；同时也表明企业未能充分利用财务杠杆，财务政策偏于保守。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 50%，30%以下较为理想。

长期资本化比率（长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益）*100%），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。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 40%，20%以下较为理想。

资产负债比率（资产负债比率=负债总额/资产总额*100%），该指标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。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

盈利能力

盈利能力是企业收入利润管理的体现，利润管理有利于更好地反映企业的经济效益，可为经营方向提供借鉴和参考。利润管理可体现在对收入、利润增长性、盈利指标目标等方面进行管理。适度的收入利润管理对企业的不断成长起着举足轻重的作用，但过度的管理也会给企业带来一些不利的影响，不利于企业的经营决策。企业盈利状况是企业发展的体现，对其考察主要在营业收入

和盈利能力，此外对于城投企业而言，政府拨付的财政补贴对企业盈利水平有较大影响，通常会分析营业外收入的情况。

对企业营业收入和盈利的分析，一方面要关注收入和盈利的增长变动情况，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。

营业外收入主要为非日常经营所得，城投企业的营业外收入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。

联合资信对企业盈利能力的分析将重点关注：

- (1) 主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有-致性，应与经营部分相吻合；
- (2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度，财务费用与债务规模匹配程度；
- (3) 非经常性损益的影响；
- (4) 盈利结构，包括营业收入和毛利润的分业务、分产品比例等；
- (5) 盈利的持续性与稳定性，包括营业利润的增长率与波动率等；
- (6) 盈利水平，包括净利润/营业收入、EBITDA/营业收入等；
- (7) 成本控制水平，包括销售毛利/营业收入、营业利润/成本费用等；
- (8) 营业外收入及其他收益的规模及其变动情况，以及营业外收入及其他收益占利润总额的比例；
- (9) 对净资产收益率、总资本收益率、主营业务利润率等指标进行分析，做出判断；
- (10) 根据公司预测判断未来几年盈利趋势。

现金流

现金流分析是评级分析的重点，是企业自身偿还债务的真正来源，因此考察企业现金流状况，并分析企业偿债资金来源对需要偿还债务的保障程度是企业财务风险分析的重点。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、现金收入比等指标。

联合资信对企业现金流的主要通过以下几个方面进行分析：

- （1）经营活动产生的现金流量净额规模及其构成以及变动趋势，可以判断城投企业自身经营活动创造现金的能力，通过分析现金收入比，可以判断公司经营业务的回款情况，从而显示出企业在持续经营过程中获取的现金对全部债务的保护程度，这里需要注意有些企业可能会将经营回款放在收到其他与经营活动有关的现金或者投资活动中核算；
- （2）通过分析投资活动现金流净额规模、构成以及变动趋势可以判断城投企业自建项目投资、参股企业及投资收益等情况；
- （3）通过分析筹资活动的现金流量净额规模、构成以及变动趋势，可以判断公司每年需要偿还的债务规模和需要新增的债务规模，判断公司的融资压力。

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。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 对全部债务和利息的保障能力等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

联合资信对企业偿债能力的分析将重点关注：

- （4）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；
- （5）高流动性资产对流动负债的覆盖，包括流动比率、速动比率、非现金速动资产/到期债务；
- （6）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；
- （7）为了解和分析其偿债意愿，还要对城投企业的具体客户进行抽样调

查，以及对其合同履行情况和债务按期偿还记录进行分析；

- (8) 公司对外担保情况，被担保企业经营及财务情况，是否存在重大诉讼情况，或有负债情况；
- (9) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

母公司财务分析

对于集团企业而言，如少数股东权益占比高，应对母公司财务进行分析，主要包括：资本实力、债务水平、收入与盈利状况、现金流等。

其他调整事项

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；

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况（授信总额及尚未使用额度情况）、合并范围内是否含有上市公司等；

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，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。

（四）政府支持可能性

联合资信对政府支持可能性评估主要通过重要性和关联性两方面，并将政府支持可能性分为高、中、低三等，具体等级含义如下：

1) 政府支持可能性为高，代表城投企业在当地具有重要地位，地方政府对城投企业有很强、可追溯的且持续的支持历史，城投企业违约对当地政府具有重要影响；

2) 政府支持可能性为中，代表城投企业在当地地位尚可，地方政府对城投企业的支持可追溯，但支持程度和持续性一般，城投企业违约对当地政府有一定影响，但在一定时期后可以被其他的城投企业所替代；

3) 政府支持可能性为低，代表城投企业在当地地位较弱，地方政府对城投企业的支持程度弱，城投企业违约对当地政府影响很小，可快速被其他城投企业所替代。

1、城投企业对地方政府重要性分析

此部分主要判断城投企业违约对当地经济以及融资环境造成的影响，主要分析要素包括城投企业业务或职能定位，以及城投企业重要性排名。

业务或职能定位

联合资信认为同一区域内可能存在多个城投企业，需要对城投企业的定位进行分析，判断其业务区域范围或业务领域是否与其他城投企业存在交叉和重叠，从而判断其可替代性的高低。尤其是在城投企业不断整合及转型过程中，更需甄别其真正的定位。业务或职能定位决定了城投企业对所在区域的重要性，一方面，决定了其获取政府资源的能力，是城投企业可持续发展的重要保障；另一方面，决定了城投企业在当地的业务垄断程度及可替代性，以及发生违约等流动性风险对当地经济造成的影响的大小。

重要性排名

联合资信认为，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，显示出地方政府对城投企业的支持意愿越强，可从经营规模和资产规模来判断城投企业重要性排名。

2、城投企业与地方政府关联性分析

此部分主要考察城投企业对地方政府的依赖程度及关联程度，主要通过地方政府对城投企业的持股及控制情况，过往支持力度及连续性两个方面来进行判断。

股权以及控制力

地方政府控制力度越强，则城投企业与地方政府的关联度越高。

股权以及控制力主要考察：

- (1) 地方政府对城投企业直接或间接的持股比例；
- (2) 地方政府介入城投企业的经营、重大战略制定和融资活动的程度等；
- (3) 注册资本、股权结构、股东及实际控制人的情况及其变化，是判断城投企业在经营过程中获取政府支持可能性的重要指标。

外部支持合法有效性及连续性

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支持、资产划拨、债务置换等。城投企业获得可持续的、实质性的支持，可以有效提高城投企业的流动性，维持城投企业的财务结构稳健性，保持城投企业稳定持续的发展。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。

联合资信判断政府支持合法有效性主要通过：

- (1) 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以及纳入决议的有效性，各项审批是否合法有效；
- (2) 结合政府出具的各项支持文件的政策合规情况、合法有效性、政府财力及债务风险，对该城投企业过去以及未来获得政府对城投企业支持能力的大小、有效性及延续性进行判断。

(五) 关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，

经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小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度量；

（2）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；

（3）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；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济形势向好、行业政策变化趋势向好，企业面临的行业风险越低；企业规模越大、业务专营性越强、越易获得外部支持（如股东、政府），则企业基础素质越好；企业治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设完善以及能够有效执行，企业管理能力越强；企业经营投资业务范围合理且具有一定专营性、市场地位较高、项目来源于政府及相关部门、生产成本适度，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展前景较好；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、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；对于城投企业而言，应收款项和存货在资产中占比通常较高，如果企业应收款项、存货的质量较好，则其资产质量较好；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；收入规模稳定、现金收入比越高、往来款净流入越多的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企

业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；若企业业务偏公益性，长期稳定的政府补贴或其他外部支持资金能够覆盖项目成本，并取得一定收益，其长期偿还能力较强；

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

城投行业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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

评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

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