

中国地方基础设施投融资公司评级方法

摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（“中诚信亚太”）采用的本评级方法适用于地方基础设施投融资公司（“基投公司”）。基投公司的本质是具有中国特色的投融资功能的地方国有企业，主要表现为地方城市建设投资公司。

基投公司的信用等级由两大因素决定：其一，基投公司的基础信用评级，其二，基投公司获得的特殊支持程度¹。基投公司的基础信用评级，分为三个考虑因素，即财务表现、业务运营和公司治理及管控。在分析特殊支持程度上，中诚信亚太会通过基投公司的重要性以衡量支持意愿，并会根据可利用资源及资源协调能力分析其支持能力。基投公司的信用等级主要是基于公司的基础信用评级，而强大的特殊支持会对公司的信用评级提供支持。

此评级方法将会替代中诚信亚太于2017年6月发布的《中国地方政府投融资平台评级方法》。考虑到行业特性，我们将使用“地方基础设施投融资公司”一词替代原先的“地方政府投融资平台”。新评级方法将剔除三个评级因素，但将资产质量纳入为评级因素。同时，我们改善了评级指标计算及定义的描述以提高评级方法的透明度。评级方法的修订可能导致部分受评主体的信用评级上调或下调。

本评级方法将介绍基投公司的评级关键因素，中诚信亚太使用其评级标尺对该类企业进行评级。

评级方法概述

主要评级因素分为定性和定量因素。本评级方法是重要评级因素的概括性指引，但并非包括所有的评级考虑因素。因此，未必每一家企业的映射评级结果与其最终评级结果完全一致。

¹地方政府评级方法请参考中诚信亚太2020年5月公布的《中诚信亚太全球地方政府评级方法》

本评级方法中评估基投公司自身信用包括三大评级因素和五个二级评级指标，如下所示：

| 评级因素 | 二级评级指标 | 三级评级指标 |
|---------|------------|----------|
| 业务运营 | 业务稳定性和可持续性 | |
| 公司治理及管控 | 公司治理及管控能力 | |
| 财务表现 | 资本结构和资产质量 | 所有者权益 |
| | | 总资本化比率 |
| | 运营效率 | 资产质量 |
| | | 经营性业务利润 |
| | | 收现比 |
| 流动性 | 货币资金/短期债务 | |
| | | 受限资产/总资产 |

在评估基投公司的基础信用评级后，中诚信亚太会评核基投公司获得政府特殊支持的可能性。因为基投公司的业务特征及相对较弱的基础信用评级，所以特殊支持是判断基投公司信用质量的重要考虑。

关键评级因素

1. 基础信用评级

本章节将对每一个关键因素及其所包含的指标进行详细说明，包括指标的评价原因、衡量方法以及如何影响级别评定。

(1) 业务运营

对基投公司运营的考察主要从业务稳定性和可持续性方面展开。

(i) 业务稳定性和可持续性

从业务经营来看，关键是基投公司未来转型的形式和进程。我们会考虑包括业务职能、业务规模、转型后的土地开发及基础设施建设模式有无转变等因素。同时，我们亦会对基投公司现在的业务状况及新的收入来源进行评估。我们相信稳定及具有较强可持续性的业务可以为基投公司带来稳固的现金流以偿还其债务，支撑其信用质量。业务转型对基投公司信用质量的影响可以是正面或负面，因为新业务可以增加其收入来源，但亦会增加其投资及资本支出风险，所以我们会根据基投公司转型的方向及预期作个别评估。

(2) 公司治理及管控

公司治理及管控是评估基投公司信用质量的重要因素之一。

(i) 公司治理

中诚信亚太会根据公司架构、企业运作的独立性及决策机制等方面评估基投公司的公司治理。完善且标准化的公司治理能通过独立的决策，公平且透明的运营机制降低基投公司的营运风险。

(ii) 管控能力

管控能力包括对子公司的管治和控制、成本及流动性控制、信息披露的及时性及质量、运营效率等方面的分析。较强的管控能力可以有助基投公司顺利地执行其发展计划以达到预期的目标；而较弱的管控能力则会干扰基投公司的运作及对其发展前期带来不确定性。

(3) 财务表现

财务表现的指标是参考基投公司财务核算的特点，从资本结构和资产质量、运营效率、流动性等指标来评核基投公司的财务水平。

(i) 资本结构和资产质量

从资本结构来看，因为地方政府通常会对基投公司注入大规模的资产，使得基投公司的资本公积规模较大。较大且持续增长的所有者权益可以反映股东的支持相对强大及稳定，并且公司的业务运营相对稳固，所以在此评核中，较大的所有者权益可以取得较好的分数，反之亦然。

我们使用总资本化比率以评估基投公司的债务结构。总资本化比率通过基投公司的有息债务以反映其偿债能力。总资本化比率较低的公司通常在再融资上会有一些的优势，所以会有较好的信用评级。

基投公司的资产质量分化，资产规模一定能完全反映基投公司将来的财务表现，所以中诚信亚太会通过分析资产的收益性及流动性以评估公司的资产质量。若基投公司有大量的土地资产位于城市主要区域，或大量资产可以为公司带来稳定的现金流，我们认为这类公司的资产质量会相对较强，信用评级亦会相对较好。

(ii) 运营效率

中诚信亚太通过经营性业务利润及收现比来评估基投公司的运营效率。因为基投公司的公益属性，所以其盈利能力相对较差，对政府补助依赖性较强。经营性业务利润会考虑基投公司的盈利及其业务相关补贴，我们认为此指标可以更准确地反映基投公司的运营效率。我们会给予经营性业务利润较大的基投公司更好的分数。

基投公司的现金回款较收入确认存在一定的滞后。如果基投公司未能及时取得回款，公司可能需要通过外部融资方式以支持其业务运营，这会导致其债务负担增加，信用质量变弱。因此，对基投公司收现比的分析尤为重要。中诚信亚太通过销售商品、提供劳务收到的现金/总收入来计算收现比情况，而较高的比率代表较好的信用评级。

(iii) 流动性

中诚信亚太通过货币资金/短期债务及受限资产/总资产比率以分析基投公司的流动状况及再融资能力。货币资金/短期债务反映基投公司偿还其短期债务的能力，而较高的比率代表较低的流动性风险及较强的信用质量，反之亦然。

基投公司会通过抵押资产以进行债务融资，所以受限资产占其总资产的比例会影响其融资能力。正常情况下，受限资产比例较小的基投公司的融资会相对灵活，其信用质量亦会较好。

(4) 其他评级因素

除以上评级指标外，中诚信亚太还会考虑包括应收类款项占总资产比重、对外担保占净资产比重及其他特殊事件等因素。

基投公司与当地政府及其相关部门、同区域内其他城投或国有企业存在大量往来款。若应收类款项占总资产的比重较大，资金被长期、大额占用，我们认为这种情况会对基投公司的信用质量带来一定的损害。同时，基投公司与其他地方国有企业之间存在联保互保状况。若被担保企业面临流动性压力，受评主体可能需要协助偿还其担保债务，为受评主体带来额外的现金支出，不利其信用质量。

中诚信亚太同时考虑到一些可能会导致公司的整体信用状况突然出现改变的事件风险，如资产转让、并购、重大公司重组及诉讼等。这些事件可以对基投公司的信用质量带来正面或负面的影响，中诚信亚太会根据事件发展及预期后果评估事件风险对基投公司信用质量的影响。

2. 特殊支持

因为基投公司业务的公益属性及投融资职能，其基础信用评估通常较弱，所以基投公司依赖政府支持以维持其业务运营。同时，在基投公司面临财务困难时，特殊支持可以协助公司度过难关，所以特殊支持是评估基投公司整体信用质量的重要指标。我们会通过政府的支持意愿及支持能力以评估特殊支持的可能性。

(1) 支持意愿

在评估基投公司的重要性时，我们会考虑到基投公司的定位。同时，通过对比公司自身及当地或拥有相同股东背景公司的业务情况，我们能够判断出当地政府对公司发展的支持意愿。

(i) 职能重要性

中诚信亚太会通过基投公司在土地开发、基础设施建设及城市运营业务的参与程度以分析其职能重要性。同时，我们亦会考虑基投公司有无承担国有资本运营职能及参与地方债务风险等因素。若基投公司很大程度上参与到以上的业务，这反映基投公司业务与城市发展有着紧密的关联，其违约会为当地带来较大的负面影响，所以地方政府对公司的支持意愿亦会较强。

(ii) 区域重要性

区域重要性是另一个影响地方政府支持意愿的因素。若受评主体是当地唯一的基投公司，这反映公司在当地有着独特的战略地位及重要性，所以地方政府对其支持意愿亦会相对较强。但若基投公司的资产规模较小，并且定位不明确，我们认为地方政府对这类公司的支持意愿会相对较弱。

(2) 支持能力

中诚信亚太会分析地方政府的资源投入能力及资源协调能力以评估地方政府对基投公司的支持能力。

(i) 资源投入能力

在分析资源投入能力时，我们会考虑地方政府的信用水平。有较高信用水平的地方政府代表政府有更强大的支持能力，如以资产注入或补助等形式支持基投公司。同时，地方政府有较大的表内及表外资源，通过资源协调有助增强公司的流动性。

(ii) 资源协调能力

协调资源能力是其中一个重要考虑因素。通过地方政府与当地金融机构协调，基投公司能够降低其融资成本，亦能通过取得资金以改善流动性，这有助于降低公司的违约机会。

假设及局限性

中诚信亚太评级中的前瞻性预测都假设宏观经济环境与我们的预测相符，不会出现如自然灾害及战争等意外变化。

中诚信亚太假设主权评级与受评主体有着密切的关联，并且再融资能力是信用风险的主要驱动因素之一。评级方法针对债项的评级是假设受偿顺序是导致债项评级结果产生差异的重要因素。同时，我们假设评级时所使用的信息是真实、合法和不存在重大误导性陈述。

中诚信亚太评级中包含对受评主体未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评级模型指示的级别不一定与受评主体的最终级别吻合。评级模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评级时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因此，评级中可能出现某一因素的权重与评级模型建议的权重存在偏离的情况，特别是在受评主体违约或即将面临违约时。

同时，评级依赖公开信息及受评主体和承销商提供的资料。尽管中诚信亚太会确保信息的完整性和真实性，但在某些特定情况下仍然可能因受评主体的提供资料的延迟而未能及时地反映受评主体的信用风险。

此外，评级结果最终由评审专家委员会讨论决定，而判定有赖于各专家委员的经验判断，各专家委员在做出自身的判定结论时往往都会考虑超出评级模型范围的更多因素。因此最终评级结果可能与评级模型指示的结果存在差异。

Important Information

All information published in this document belongs to China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited (CCXAP) and is subject to change without prior notice by CCXAP. CCXAP considers the information contained in this document reliable. However, all information is provided on an "AS IS" and "AS AVAILABLE" basis and CCXAP does not guarantee the accuracy, adequacy, completeness or timeliness of any information included in this document. None of the information may be used, including without limitation reproducing, amending, sending, distributing, transferring, lending, translating, or adapting the information, for subsequent use without CCXAP's prior written permission.

CCXAP is not liable for any in whole or part caused by, resulting from or relating to any error (neglect or otherwise) or other circumstances or other circumstance or contingency within or outside the control of CCXAP's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, interpretation, analysis, editing, transcription, publication, communication or delivery of any such information, or any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if CCXAP, or representatives thereof, are advised of the possibility of such damage, losses or expenses.

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place, Hong Kong

Website: www.ccxap.com

Email: info@ccxap.com

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656