

中國地方基礎設施投融資公司評級方法

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）採用的本評級方法適用於地方基礎設施投融資公司（“基投公司”）。基投公司的本質是具有中國特色的投融資功能的地方國有企業，主要表現形式為地方城市建設投資公司。

基投公司的信用等級由兩大因素決定：其一，基投公司的基礎信用評級，其二，基投公司獲得的特殊支持程度¹。基投公司的基礎信用評級，分為三個考慮因素，即財務表現、業務運營和公司治理及管控。在分析特殊支持程度上，中誠信亞太會通過基投公司的重要性以衡量支持意願，並會根據可利用資源及資源協調能力分析其支持能力。基投公司的信用等級主要是基於公司的基礎信用評級，而強大的特殊支持會對公司的信用評級提供支持。

此評級方法將會替代中誠信亞太於2017年6月發佈的《中國地方政府投融資平台評級方法》。考慮到行業特性，我們將使用“地方基礎設施投融資公司”一詞替代原先的“地方政府投融資平台”。新評級方法將剔除三個評級因素，但將資產質量納入為評級因素。同時，我們改善了評級指標計算及定義的描述以提高評級方法的透明度。評級方法的修訂可能導致部分受評主體的信用評級上調或下調。

本評級方法將介紹基投公司的評級關鍵因素，中誠信亞太使用其評級標尺對該類企業進行評級。

評級方法概述

主要評級因素分為定性和定量因素。本評級方法是重要評級因素的概括性指引，但並非包括所有的評級考慮因素。因此，未必每一家企業的映射評級結果與其最終評級結果完全一致。

¹地方政府評級方法請參考中誠信亞太2020年5月公佈的《中誠信亞太全球地方政府評級方法》

本評級方法中評估基投公司自身信用包括三大評級因素和五個二級評級指標，如下所示：

評級因素	二級評級指標	三級評級指標
業務運營	業務穩定性和可持續性	
公司治理及管控	公司治理及管控能力	
財務表現	資本結構和資產質量	所有者權益 總資本化比率 資產質量
	運營效率	經營性業務利潤 收現比
	流動性	貨幣資金/短期債務 受限資產/總資產

在評估基投公司的基礎信用評級後，中誠信亞太會評核基投公司獲得政府特殊支持的可能性。因為基投公司的業務特徵及相對較弱的基礎信用評級，所以特殊支持是判斷基投公司信用質量的重要考量。

關鍵評級因素

1. 基礎信用評級

本章節將對每一個關鍵因素及其所包含的指標進行詳細說明，包括指標的評價原因、衡量方法以及如何影響級別評定。

(1) 業務運營

對基投公司運營的考察主要從業務穩定性和可持續性方面展開。

(i) 業務穩定性和可持續性

從業務經營來看，關鍵是基投公司未來轉型的形式和進程。我們會考慮包括業務職能、業務規模、轉型後的土地開發及基礎設施建設模式有無轉變等因素。同時，我們亦會對基投公司現在的業務狀況及新的收入來源進行評估。我們相信穩定及具有較強可持續性的業務可以為基投公司帶來穩固的現金流以償還其債務，支撐其信用質量。業務轉型對基投公司信用質量的影響可以是正面或負面，因為新業務可以增加其收入來源，但亦會增加其投資及資本支出風險，所以我們會根據基投公司轉型的方向及預期作個別評估。

(2) 公司治理及管控

公司治理及管控是評估基投公司信用質量的重要因素之一。

(i) 公司治理

中誠信亞太會根據公司架構、企業運作的獨立性及決策機制等方面評估基投公司的公司治理。完善且標準化的公司治理能通過獨立的決策，公平且透明的運營機制降低基投公司的營運風險。

(ii) 管控能力

管控能力包括對子公司的管治和控制、成本及流動性控制、信息披露的及時性及質量、運營效率等方面的分析。較強的管控能力可以有助基投公司順利地執行其發展計劃以達到預期的目標；而較弱的管控能力則會干擾基投公司的運作及對其發展前期帶來不確定性。

(3) 財務表現

財務表現的指標是參考基投公司財務核算的特點，從資本結構和資產質量、運營效率、流動性等指標來評核基投公司的財務水平。

(i) 資本結構和資產質量

從資本結構來看，因為地方政府通常會對基投公司注入大規模的資產，使得基投公司的資本公積規模較大。較大且持續增長的所有者權益可以反映股東的支持相對強大及穩定，並且公司的業務運營相對穩固，所以在此評核中，較大的所有者權益可以取得較好的分數，反之亦然。

我們使用總資本化比率以評估基投公司的債務結構。總資本化比率通過基投公司的有息債務以反映其償債能力。總資本化比率較低的公司通常在再融資上會有一定的優勢，所以會有較好的信用評級。

基投公司的資產質量分化，資產規模一定能完全反映基投公司將來的財務表現，所以中誠信亞太會通過分析資產的收益性及流動性以評估公司的資產質量。若基投公司有大量的土地資產位於城市主要區域，或大量資產可以為公司帶來穩定的現金流，我們認為這類公司的資產質量會相對較強，信用評級亦會相對較好。

(ii) 運營效率

中誠信亞太通過經營性業務利潤及收現比來評估基投公司的運營效率。因為基投公司的公益屬性，所以其盈利能力相對較差，對政府補助依賴性較強。經營性業務利潤會考慮基投公司的盈利及其業務相關補貼，我們認為此指標可以更準確地反映基投公司的運營效率。我們會給予經營性業務利潤較大的基投公司更好的分數。

基投公司的現金回款較收入確認存在一定的滯後。如果基投公司未能及時取得回款，公司可能需要通過外部融資方式以支持其業務運營，這會導致其債務負擔增加，信用質量變弱。因此，對基投公司收現比的分析尤為重要。中誠信亞太通過銷售商品、提供勞務收到的現金/總收入來計算收現比情況，而較高的比率代表較好的信用評級。

(iii) 流動性

中誠信亞太通過貨幣資金/短期債務及受限資產/總資產比率以分析基投公司的流動狀況及再融資能力。貨幣資金/短期債務反映基投公司償還其短期債務的能力，而較高的比率代表較低的流動性風險及較強的信用質量，反之亦然。

基投公司會通過抵押資產以進行債務融資，所以受限資產佔其總資產的比例會影響其融資能力。正常情況下，受限資產比例較小的基投公司的融資會相對靈活，其信用質量亦會較好。

(4) 其他評級因素

除以上評級指標外，中誠信亞太還會考慮包括應收類款項占總資產比重、對外擔保占淨資產比重及其他特殊事件等因素。

基投公司與當地政府及其相關部門、同區域內其他城投或國有企業存在大量往來款。若應收類款項占總資產的比重較大，資金被長期、大額佔用，我們認為這種情況會對基投公司的信用質量帶來一定的損害。同時，基投公司與其他地方國有企業之間存在聯保互保狀況。若被擔保企業面臨流動性壓力，受評主體可能需要協助償還其擔保債務，為受評主體帶來額外的現金支出，不利其信用質量。

中誠信亞太同時考慮到一些可能會導致公司的整體信用狀況突然出現改變的事件風險，如資產轉讓、併購、重大公司重組及訴訟等。這些事件可以對基投公司的信用質量帶來正面或負面的影響，中誠信亞太會根據事件發展及預期後果評估事件風險對基投公司信用質量的影響。

2. 特殊支持

因為基投公司業務的公益屬性及投融資職能，其基礎信用評估通常較弱，所以基投公司依賴政府支持以維持其業務運營。同時，在基投公司面臨財務困難時，特殊支持可以協助公司度過難關，所以特殊支持是評估基投公司整體信用質量的重要指標。我們會通過政府的支持意願及支持能力以評估特殊支持的可能性。

(1) 支持意願

在評估基投公司的重要性時，我們會考慮到基投公司的定位。同時，通過對比公司自身及當地或擁有相同股東背景公司的業務情況，我們能夠判斷出當地政府對公司發展的支持意願。

(i) 職能重要性

中誠信亞太會通過基投公司在土地開發、基礎設施建設及城市運營業務的參與程度以分析其職能重要性。同時，我們亦會考慮基投公司有無承擔國有資本運營職能及參與地方債務風險等因素。若基投公司很大程度上參與到以上的業務，這反映基投公司業務與城市發展有著緊密的關聯，其違約會為當地帶來較大的負面影響，所以地方政府對公司的支持意願亦會較強。

(ii) 區域重要性

區域重要性是另一個影響地方政府支持意願的因素。若受評主體是當地唯一的基投公司，這反映公司在當地有著獨特的戰略地位及重要性，所以地方政府對其支持意願亦會相對較強。但若基投公司的資產規模較小，並且定位不明確，我們認為地方政府對這類公司的支持意願會相對較弱。

(2) 支持能力

中誠信亞太會分析地方政府的資源投入能力及資源協調能力以評估地方政府對基投公司的支持能力。

(i) 資源投入能力

在分析資源投入能力時，我們會考慮地方政府的信用水平。有較高信用水平的地方政府代表政府有更強大的支持能力，如以資產注入或補助等形式支持基投公司。同時，地方政府有較大的表內及表外資源，通過資源協調有助增強公司的流動性。

(ii) 資源協調能力

協調資源能力是其中一個重要考慮因素。通過地方政府與當地金融機構協調，基投公司能夠降低其融資成本，亦能通過取得資金以改善流動性，這有助降低公司的違約機會。

假設及局限性

中誠信亞太評級中的前瞻性預測都假設宏觀經濟環境與我們的預測相符，不會出現如自然災害及戰爭等意外變化。

中誠信亞太假設主權評級與受評主體有著密切的關聯，並且再融資能力是信用風險的主要驅動因素之一。評級方法針對債項的評級是假設受償順序是導致債項評級結果產生差異的重要因素。同時，我們假設評級時所使用的信息是真實、合法和不存在重大誤導性陳述。

中誠信亞太評級中包含對受評主體未來表現的合理預測，而這些預測數據主要是通過我們的前瞻性模型從歷史信息中得出的。一些情況下，預測可能以不能披露的保密信息為基礎。並且，往往也會參考行業趨勢、競爭對手的行為及其他因素。無論是何種情況，我們對未來的預測不可避免的存在不準確的風險。因此，多數情況評級模型指示的級別不一定與受評主體的最終級別吻合。評級模型亦會包含一些定性評估因素，儘管中誠信亞太在評級時會通過客觀且謹慎的機制進行評估，但特定情況下不可避免地會存在主觀判斷成分。因此，評級中可能出現某一因素的權重與評級模型建議的權重存在偏離的情況，特別是在受評主體違約或即將面臨違約時。

同時，評級依賴公開信息及受評主體和承銷商提供的資料。儘管中誠信亞太會確保信息的完整性和真實性，但在某些情特定情況下仍然可能因受評主體的提供資料的延遲而未能及時地反映受評主體的信用風險。

此外，評級結果最終由評審專家委員會討論決定，而判定有賴於各專家委員的經驗判斷，各專家委員在做出自身的判定結論時往往都會考慮超出評級模型範圍的更多因素。因此最終評級結果可能與評級模型指示的結果存在差異。

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