
中诚信亚太发布更新的中国地方基础设施投融资公司评级方法

摘要

本评级方法将取代中国诚信（亚太）信用评级有限公司（“中诚信亚太”）于 2020 年 5 月发布的《中国地方基础设施投融资公司评级方法》。本评级方法下，我们以自上而下的方法来评估中国地方基础设施投融资公司（“基投公司”）的信用质量，并取消了以基投公司的基础信用及地方政府提供特殊支持的评估方法。

中诚信亚太本次的评级方法适用于中国基投公司。基投公司从事公益性或准公益性项目，或非经营性业务，或投资具有较强社会影响的项目，这些项目具有高度依赖补贴或政府支持的特点。

基投公司的信用评级取决于：(1) 政府支持能力；(2) 基投公司的个体特征，这影响地方政府的支持意愿。我们会结合地方政府评级方法来评估地方政府的支持能力。对于基投公司的个体特征，我们主要评估基投公司的业务和运营状况、财务风险及管控、以及政府的负面干预或政府提供额外支持的可能性。这些特征将影响地方政府的支持意愿。同时，我们会考虑其他因素以反映不同基投公司之间的差异。

分析师联系人

张果 +852-2860 7131

董事总经理

guo_zhang@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

评级总监

elle_hu@ccxap.com

客户服务

香港 +852-2860 7111

评级方法概述

地方政府承担的基础设施项目通常无法保持独立的盈亏平衡及不能产生实质性的经济回报。因此，这些项目可能依赖地方政府的财务支持，例如补贴、赠款、回购或采购等。我们认为基投公司应拥有与公共政策项目相关的大部分资产，并与地方政府有非常密切的运营和财务联系。

中诚信亚太评估基投公司评级的总体框架有两个主要组成部分：(1) 政府提供支持的能力；(2) 政府提供支持的意愿，支持意愿基于基投公司的业务状况、经营状况、财务风险和债务控制。我们使用自上而下的分析方法，并根据政府提供支持的能力来确定基投公司的评级。自上而下的级别调整涉及多个考虑因素包括定性和定量方面。在我们的评级框架中，不同因素可能会导致受评主体级别向下或向上调整，但大多数情况下会偏向向下调整。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，未必每一家受评主体的映射评级结果与其最终评级结果完全一致。

关键评级因素

1. 政府提供支持的能力

政府提供支持的能力对于我们对基投公司的分析至关重要。这在很大程度上取决于我们对基投公司一旦面临流动性问题时，最有可能提供支持的所有者或控制人或相关实体的内部评估。我们对地方政府的内部评估基于地方政府方法，其中包括对个体风险（如经济实力、财务业绩和债务状况）、系统性风险和特殊支持的评估。政府向地方政府提供支持的能力受到中国主权评级的限制，该评级通常因中央政府与地方政府之间的行政差距以及地方政府的经济和财政基本面而降低。

以下是决定政府支持能力的关键因素。

(1) 个体风险

这是通过分析地方政府的基本面来评估，包括经济实力（GRP、实际 GRP 增长、人均 GRP 等）、财政实力（财政总收入、财政总收入增长率、税收收入/公共财政预算收入、公共财政预算收入/公共财政预算支出）、债务状况（债务余额/GRP、债务余额/财政总收入、利息支出/公共财政预算收入）以及体制环境、治理和管理。它们包括定性和定量考虑以及一些调整因素。

(2) 系统性风险

上级政府的信用通常被视为评估地方政府面临的系统性风险指标。鉴于其经济和金融状况之间的高度相关性，地方政府的信用质量可能与其上级政府的信用风险密切相关。

(3) 其他考虑因素

这包括评估基础信用评估的调整因素，如当地经济多元化程度、现有债务结构和流动性管理、间接和隐性（包括由地方政府担保或国有企业发行的债务）、以及环境、社会和管治（“ESG”）评估等。

(4) 特殊支持

此因素考虑了在严重流动性压力的情况下上级政府提供特别支持的可能性，这将有助于提高地方政府的信用水平并降低其违约的可能性。上级政府的特殊支持意味着当受评政府面临严重的偿债压力时，其上级政府将提供支持以偿还其债务或采取行动避免其债务违约。评估涵盖经济和政治重要性、法律要求和监督程度、以及上级政府的支持实力和意愿。

2. 政府提供支持的意愿

政府提供支持的意愿是基于我们的客观观察和主观判断。我们认为基投公司自身的特点将影响获得其所有者或控制人支持的可能性，因为基投公司的业务和财务受到地方政府的高度指导和监督，以实现其在当地基础设施项目和公共服务中的任务和战略使命，这类业务通常没有产生实质的收益。为了判断政府向基投公司提供支持的意愿，我们评估了其(1)业务和运营状况，(2)财务风险和管控，(3)政府的负面干预以及获得额外政府支持的潜力。

(1) 业务和运营状况

基投公司的业务和运营状况是影响政府支持的可能性和及时性的关键指标。地方政府可能会将其支持资源优先用于具有较高重要性的地方国有企业。鉴于基投公司的公共政策属性和职能，基投公司通常比其他地方国有企业具有更高的重要性。基投公司的违约可能带来更高的声誉风险，并且鉴于其业务性质，寻找替代实体来填补其角色并非易事。如果基投公司开展偏离公共政策性的业务，例如扩大商业类活动，将不利于政府提供支持的意愿，对其地方政府所有者或控制人的重要性也会降低。中诚信亚太根据基投公司的主要公共活动的重要性和可持续性以及商业类活动的风险来评估基投公司的业务和运营状况。

(i) 业务地位

在评估基投公司的业务地位时，我们会考虑与当地其他基投公司的相对重要性，以及其他基投公司承担其公共职责的能力。如果基投公司承担大部分当地公共基础设施、拥有当地公共政策性项目的大部分资产、在开展公共活动方面拥有强大的专业知识或没有其他具有类似职能的实体，我们通常认为基投公司具有更高的业务地位，在该地区被取替的可能性较低，得到优先支持的机会较高。地区最大基投公司的违约将显著增加当地政府的声誉风险并导致当地公共服务中断。相反，如果当地有许多具有相似功能的实体或其活动规模对地方政府而言较小，其业务地位可能较低且有较高的替代风险。这样的情况下，即使基投公司出现风险状况，对地方政府来说也较容易管理，对地方政府的声誉及在该地区的长期影响相对较低。

(ii) 公共服务的必要性

公共服务的性质对基投公司很重要，因为地方政府通常会将其资源优先分配给承担更重要项目或具有更高国家或地区政策目标的实体。我们将比较基投公司与当地其他基投公司的公共活动的相对重要性。对当地经济至关重要并为大多数公众带来利益的活动被认为更为重要。此外，如果活动对上级政府具有较强的国家政策和长期战略意义，则在该子因素中得分较高。例如，主要城市地区和国家新区的公共项目等重要活动、国家或地区重要的交通或物流网络等关键基础设施项目、以及基础社会服务等。然后，如果其活动为非必性，即使项目暂停，也不会对大多数人的日常生活或地方政府的目標产生重大影响。这些活动包括具有较多商业元素的土地开发或房地产项目、文化和旅游项目等。公共服务的重要性是动态的，会随着政府政策的变化而转变。

(iii) 公共服务的稳定性

基投公司公共服务的稳定性对于维持其业务地位非常重要。我们将评估基投公司过往的公共项目和现有的项目储备情况。公共项目稳定性高和项目储备量较高将对这一子因素产生积极影响，从而提高其业务地位的可见性和可预测性。评估的指标可能包括历史项目执行、现有公共项目期限和项目储备规模以满足其未来发展。具有不稳定项目执行记录、短期项目或非常小的项目储备规模的基投公司，其未来的运营状况将有较高的不确定性，得分往往会较低。另外，公共项目的频繁转出会增加我们对该基投公司的特别关注。

(iv) 商业类活动风险

商业类活动不同于基投公司的公共活动。地方政府更难使用其财政资源来支持基投公司的商业类活动。中国的监管趋势寻求将基投公司的债务义务与地方政府的分开，并严格限制地方政府财政预算资金的使用。商业活动

风险的大幅增加通常意味其政策项目地位转弱，并且可能会降低获得支持的可能性。我们通常通过评估其商业类项目占比和这些活动的固有风险来评估基投公司商业类活动的风险。商业类项目的规模一般按其业务相关的债务、资本或资产来衡量。此外，我们将评估其商业类活动固有的风险水平。能够保持独立的盈亏平衡或可能得到地方政府财务资源支持的商业类活动通常风险较小。若需要花费基投公司大量的财务资源或业务具高度的竞争性、市场不确定性和周期性的商业活动通常风险更大。例如，商业类房地产业务会较政府物业租赁业务风险更大，政府物业租赁业务较有可能得到地方政府财务资源的支持。

(2) 财务风险和管控

基投公司的财务状况很大程度上反映了地方政府或其控制人的指导、监督和控制，由于预期获得政府的支持，基投公司可以比其他私营公司承担更高的杠杆率。然而，政府的支持意愿会根据基投公司的财务状况而有所不同。债务管理薄弱或出现财务问题可能性很大的基投公司得到及时的支持的可能性较低。因此，我们会评估基投公司的财务风险和管控。考虑因素包括债务管理和资产流动性、资本获取、政府支付的可预见性和执行力度以及或有风险敞口。

(i) 债务管理和资产流动性

维持有效的债务管理和良好的资产基础对于基投公司债务投资者的信心至关重要，这样才能确保基投公司有足够的资金以应付大量的投资需求和履行公共职责。我们通常评估基投公司的债务管理能力及其资产流动性。相对基投公司的绝对债务水平或债务杠杆，我们更重要其债务增长、债务增长背后的原因以及债务偿还计划。如果基投公司具有强大的债务管理能力，例如审慎的债务增长不显著高于当地经济增长、新增债务主要来自基础设施投资需求、公共项目对中央或地方政府高度重视，并制定了满足其未来资金需求的计划。同时，具有良好资产流动性的基投公司也将有利于其偿债能力并增加其财务灵活性。我们认为，如果基投公司拥有大量优质土地资产，例如位于主要城市地区的土地，或能够产生稳定现金流的资产，其债务投资者的信心将会增强。

(ii) 融资能力

中诚信亚太将基投公司的融资能力作为其财务风险和控制在关键指标之一进行评估。我们通常会评估其融资渠道的质量和多样性。总体而言，我们对具有强大银行关系和能够获得低成本资金的基投公司评分较高。例如，由中国政策性银行或大型商业银行提供具竞争力的价格和多元的融资，或在中国公开债券市场发行债券，且具有良好再融资记录的基投公司将获得更好的评级。信托、理财产品、融资租赁等非标融资占比比较低，因为它们往往承担较高的融资成本，且在金融市场压力较大或政策风险较高时其再融资相对不稳定。较高的非标融资和来自少数中小型银行提供的信贷的基投公司得分会较低。

(iii) 政府支付的可预见性和执行力度

政府支付是基投公司为其运营和偿债提供资金的主要现金流来源，这也反映其所有者的地方政府或控制者提供支持的意愿。政府支付可以采取多种形式，并且因政府而异。包括财政补贴、项目回购、采购款、回扣等。地方政府一般会与基投公司签订协议，提供公共服务或建设当地基础设施。然而，这些政府回款的时间和金额通常由的地方政府决定。因此，我们主要评估这些不同形式的政府支付的可预见性和执行力度，包括支付机制、过去执行情况、以及政府支付的来源。如果基投公司有明确的合同安排，以及及时、充足和具有持续性的支付记录，则可能表明政府的支持更高，因此得分更高。

(iv) 或有风险敞口

基投公司通常会承向第三方提供贷款或担保，这主要由地方政府出于各种原因而授权，对基投公司带来或有风险。这些贷款或担保可能会对基投公司的信用质量产生负面影响，因为贷款违约或债务代偿对其产生额外的资金需求，并削弱其权益。大额的现金支出也会对基投公司短暂从金融机构获得资金产生不利影响。而且地方政

府对相关的支付通常没有明确具体的弥补方法。如果基投公司向实力较弱的私营企业提供贷款或担保，则可能面临较高的交易对手风险。我们将评估基投公司的总体信用风险敞口，包括贷款、担保和其他类似产品。

(3) 政府的负面干预或额外政府支持的可能性

中诚信亚太还将考虑潜在的政府干预风险和潜在的额外政府支持。鉴于对基投公司的高度控制，地方政府可能会利用基投公司的财政资源来支持其他地方国有企业或私营公司，从而对基投公司造成信贷损失。例如，地方政府可能要求财务实力雄厚的基投公司参与当地并购交易，以帮助弱势实体。如果地方政府没有充分补偿基投公司，此类行动可能表明支持意愿较低。我们通常会考虑政府在将基投公司的资源用于支持其他实体方面的记录、发生此类事件的可能性以及对其财务状况的潜在影响。基投公司提供实际支持的可能性很高，可能导致其评级下调。如果潜在的财务影响或可能性被认为是有限的或很小的，我们通常不会向下调整。

同时，在某些情况下，中诚信亚太可能会考虑基投公司比其他基投公司获得更高的支持，因为它对上级政府具重要性。较高的支持预期通常伴随较强的政府支付机制的存在，例如来自上级政府的专项债使用、转移支付或财政预算分配。这个子因素可能导致向上调整。

3. 其他考虑因素

中诚信亚太可能会考虑上述评级因素之外的其他因素，因为这些因素的信用重要性在不同的基投公司之间差异很大。其他考虑因素包括监管考虑、公司治理和管控、过往支持记录、流动性和风险事件等，这可能导致评级下降或在极少数情况下上升。因此，最终评级可能与所示评级不同。

(1) 监管政策因素

基投公司受制于中国不断变化的法规。这些法规的影响可能会限制其运营或资金来源，从而降低我们对政府提供支持意愿的判断。在某些情况下，监管变化或监管的不确定性可能会影响评级。

(2) 公司治理和管控

公司治理和管控是支撑基投公司信用实力的重要因素。管理层的战略制定、发展计划和治理理念有助于我们预测和评估管理层的表现。

(3) 过往支持记录

政府对陷入困境的基投公司或其他公共或非实体的及时支持缺乏或延迟的历史可能表明支持能力存在系统性限制，或者对违约的实体提供支持的意愿较低，而与基投公司的具体特征无关。

(4) 流动性

如果地方政府对基投公司的财政支持无法预测，则基投公司的流动性将是一个重要的考虑因素。中诚信亚太通过货币资金与短期债务的比率来评估基投公司的流动性。该比率反映资金偿还短期债务的能力，而较高的比率代表较低的流动性风险和较高的信用质量。

(5) 事件风险

意外事件可能导致基投公司的基本信誉突然急剧下降，这可能导致实际评级低于打分卡上的评级。意外事件可能包括并购、资产出售、分拆、诉讼、重大流行疾病和重大网络犯罪事件。即使是稳定、财务稳健的基投公司，此类事件也会不堪重负。

(6) 环境、社会和治理(“ESG”)评估

ESG 评估主要评估信用风险相关的环境、社会和治理因素对基投资公司信用强度的影响。ESG 评估对基投资公司信用风险的影响往往是负面的，如严重的社会安全问题导致社会不稳定、环境污染导致人居环境恶化、突发安全事件导致治理能力下降等。

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，但在某些情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，评级结果最终由信用评级委员会讨论决定，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。

本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址： 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室

网站： www.ccxap.com

邮箱： info@ccxap.com

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656