

評級方法

2022年7月28日

中國地方基礎設施投融資公司

行業專用評級方法

中誠信亞太發布更新的中國地方基礎設施投融資公司評級方法

摘要

本評級方法將取代中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）於2020年5月發布的《中國地方基礎設施投融資公司評級方法》。本評級方法下，我們以自上而下的方法來評估中國地方基礎設施投融資公司（“基投公司”）的信用質量，並取消了以基投公司的基礎信用及地方政府提供特殊支持的評估方法。

中誠信亞太本次的評級方法適用於中國基投公司。基投公司從事公益性或準公益性項目，或非經營性業務，或投資具有較強社會影響的項目，這些項目具有高度依賴補貼或政府支持的特點。

基投公司的信用評級取決於：(1) 政府支持能力；(2) 基投公司的個體特徵，這影響地方政府的的支持意願。我們會結合地方政府評級方法來評估地方政府的的支持能力。對於基投公司的個體特徵，我們主要評估基投公司的業務和運營狀況、財務風險及管控、以及政府的負面幹預或政府提供額外支持的可能性。這些特征將影響地方政府的的支持意願。同時，我們會考慮其他因素以反映不同基投公司之間的差異。

分析師聯繫人

張果 +852-2860 7131

董事總經理

guo_zhang@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

評級總監

elle_hu@ccxap.com

客戶服務

香港 +852-2860 7111

評級方法概述

地方政府承擔的基礎設施項目通常無法保持獨立的盈虧平衡及不能產生實質性的經濟回報。因此，這些項目可能依賴地方政府的財務支持，例如補貼、贈款、回購或採購等。我們認為基投公司應擁有與公共政策項目相關的大部分資產，並與地方政府有非常密切的運營和財務聯繫。

中誠信亞太評估基投公司評級的總體框架有兩個主要組成部分：(1) 政府提供支持的能力；(2) 政府提供支持的意願，支持意願基於基投公司的業務狀況、經營狀況、財務風險和債務控制。我們使用自上而下的分析方法，並根據政府提供支持的能力來確定基投公司的評級。自上而下的級別調整涉及多個考慮因素包括定性和定量方面。在我們的評級框架中，不同因素可能會導致受評主體級別向下或向上調整，但大多數情況下會偏向下調整。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，未必每一家受評主體的映射評級結果與其最終評級結果完全一致。

關鍵評級因素

1. 政府提供支持的能力

政府提供支持的能力對於我們對基投公司的分析至關重要。這在很大程度上取決於我們對基投公司一旦面臨流動性問題時，最有可能提供支持的所有者或控制人或相關實體的內部評估。我們對地方政府的內部評估基於地方政府方法，其中包括對個體風險（如經濟實力、財務業績和債務狀況）、系統性風險和特殊支持的評估。政府向地方政府提供支持的能力受到中國主權評級的限制，該評級通常因中央政府與地方政府之間的行政差距以及地方政府的經濟和財政基本面而降低。

以下是決定政府支持能力的關鍵因素。

(1) 個體風險

這是通過分析地方政府的基本面來評估，包括經濟實力（GRP、實際 GRP 增長、人均 GRP 等）、財政實力（財政總收入、財政總收入增長率、稅收收入/公共財政預算收入、公共財政預算收入/公共財政預算支出）、債務狀況（債務餘額/GRP、債務餘額/財政總收入、利息支出/公共財政預算收入）以及體制環境、治理和管理。它們包括定性和定量考慮以及一些調整因素。

(2) 系統性風險

上級政府的信用通常被視為評估地方政府面臨的系統性風險指標。鑒於其經濟和金融狀況之間的高度相關性，地方政府的信用質量可能與其上級政府的信用風險密切相關。

(3) 其他考慮因素

這包括評估基礎信用評估的調整因素，如當地經濟多元化程度、現有債務結構和流動性管理、間接和隱性（包括由地方政府擔保或國有企業發行的債務）、以及環境、社會和管治（“ESG”）評估等。

(4) 特殊支持

此因素考慮了在嚴重流動性壓力的情況下上級政府提供特別支持的可能性，這將有助於提高地方政府的信用水平並降低其違約的可能性。上級政府的特殊支持意味著當受評政府面臨嚴重的償債壓力時，其上級政府將提供支持以償還其債務或採取行動避免其債務違約。評估涵蓋經濟和政治重要性、法律要求和監督程度、以及上級政府的支持實力和意願。

2. 政府提供支持的意願

政府提供支持的意願是基於我們的客觀觀察和主觀判斷。我們認為基投公司自身的特點將影響獲得其所有者或控制人支持的可能性，因為基投公司的業務和財務受到地方政府的高度指導和監督，以實現其在當地基礎設施項目和公共服務中的任務和戰略使命，這類業務通常沒有產生實質的收益。為了判斷政府向基投公司提供支持的意願，我們評估了其(1)業務和運營狀況，(2)財務風險和管控，(3)政府的負面幹預以及獲得額外政府支持的潛力。

(1) 業務和運營狀況

基投公司的業務和運營狀況是影響政府支持的可能性和及時性的關鍵指標。地方政府可能會將其支持資源優先用於具有較高重要性的地方國有企業。鑒於基投公司的公共政策屬性和職能，基投公司通常比其他地方國有企業具有更高的重要性。基投公司的違約可能帶來更高的聲譽風險，並且鑒於其業務性質，尋找替代實體來填補其角色並非易事。如果基投公司開展偏離公共政策性的業務，例如擴大商業類活動，將不利於政府提供支持的意願，對其地方政府所有者或控制人的重要性也會降低。中誠信亞太根據基投公司的主要公共活動的重要性和可持續性以及商業類活動的風險來評估基投公司的業務和運營狀況。

(i) 業務地位

在評估基投公司的業務地位時，我們會考慮與當地其他基投公司的相對重要性，以及其他基投公司承擔其公共職責的能力。如果基投公司承擔大部分當地公共基礎設施、擁有當地公共政策性項目的大部分資產、在開展公共活動方面擁有強大的專業知識或沒有其他具有類似職能的實體，我們通常認為基投公司具有更高的業務地位，在該地區被取替的可能性較低，得到優先支持的機會較高。地區最大基投公司的違約將顯著增加當地政府的聲譽風險並導致當地公共服務中斷。相反，如果當地有許多具有相似功能的實體或其活動規模對地方政府而言較小，其業務地位可能較低且有較高的替代風險。這樣的情況下，即使基投公司出現風險狀況，對地方政府來說也較容易管理，對地方政府的聲譽及在該地區的長期影響相對較低。

(ii) 公共服務的必要性

公共服務的性質對基投公司很重要，因為地方政府通常會將其資源優先分配給承擔更重要項目或具有更高國家或地區政策目標的實體。我們將比較基投公司與當地其他基投公司的公共活動的相對重要性。對當地經濟至關重要並為大多數公眾帶來利益的活動被認為更為重要。此外，如果活動對上級政府具有較強的國家政策和長期戰略意義，則在該子因素中得分較高。例如，主要城市地區和國家新區的公共項目等重要活動、國家或地區重要的交通或物流網絡等關鍵基礎設施項目、以及基礎社會服務等。然後，如果其活動為非必性，即使項目暫停，也不會對大多數人的日常生活或地方政府的目標產生重大影響。這些活動包括具有較多商業元素的土地開發或房地產項目、文化和旅遊項目等。公共服務的重要性是動態的，會隨著政府政策的變化而轉變。

(iii) 公共服務的穩定性

基投公司公共服務的穩定性對於維持其業務地位非常重要。我們將評估基投公司過往的公共項目和現有的項目儲備情況。公共項目穩定性高和項目儲備量較高將對這一子因素產生積極影響，從而提高其業務地位的可見性和可預測性。評估的指標可能包括歷史項目執行、現有公共項目期限和項目儲備規模以滿足其未來發展。具有不穩定項目執行記錄、短期項目或非常小的項目儲備規模的基投公司，其未來的運營狀況將有較高的不確定性，得分往往會較低。另外，公共項目的頻繁轉出會增加我們對該基投公司的特別關注。

(iv) 商業類活動風險

商業類活動不同於基投公司的公共活動。地方政府更難使用其財政資源來支持基投公司的商業類活動。中國的監管趨勢尋求將基投公司的債務義務與地方政府的分開，並嚴格限制地方政府財政預算資金的使用。商業活動

風險的大幅增加通常意味其政策項目地位轉弱，並且可能會降低獲得支持的可能性。我們通常通過評估其商業類項目占比和這些活動的固有風險來評估基投公司商業類活動的風險。商業類項目的規模一般按其業務相關的債務、資本或資產來衡量。此外，我們將評估其商業類活動固有的風險水平。能夠保持獨立的盈虧平衡或可能得到地方政府財務資源支持的商業類活動通常風險較小。若需要花費基投公司大量的財務資源或業務具高度的競爭性、市場不確定性和周期性的商業活動通常風險更大。例如，商業類房地產業務會較政府物業租賃業務風險更大，政府物業租賃業務較有可能得到地方政府財務資源的支持。

(2) 財務風險和管控

基投公司的財務狀況很大程度上反映了地方政府或其控制人的指導、監督和控制，由於預期獲得政府的支持，基投公司可以比其他私營公司承擔更高的杠桿率。然而，政府的支持意願會根據基投公司的財務狀況而有所不同。債務管理薄弱或出現財務問題可能性很大的基投公司得到及時的支持的可能性較低。因此，我們會評估基投公司的財務風險和管控。考慮因素包括債務管理和資產流動性、資本獲取、政府支付的可預見性和執行力度以及或有風險敞口。

(i) 債務管理和資產流動性

維持有效的債務管理和良好的資產基礎對於基投公司債務投資者的信心至關重要，這樣才能確保基投公司有足夠的資金以應付大量的投資需求和履行公共職責。我們通常評估基投公司的債務管理能力及其資產流動性。相對基投公司的絕對債務水平或債務杠桿，我們更重要其債務增長、債務增長背後的原因以及債務償還計劃。如果基投公司具有強大的債務管理能力，例如審慎的債務增長不顯著高於當地經濟增長、新增債務主要來自基礎設施投資需求、公共項目對中央或地方政府高度重視，並制定了滿足其未來資金需求的計劃。同時，具有良好資產流動性的基投公司也將有利於其償債能力並增加其財務靈活性。我們認為，如果基投公司擁有大量優質土地資產，例如位於主要城市地區的土地，或能夠產生穩定現金流的資產，其債務投資者的信心將會增強。

(ii) 融資能力

中誠信亞太將基投公司的融資能力作為其財務風險和控制的關鍵指標之一進行評估。我們通常會評估其融資渠道的質量和多樣性。總體而言，我們對具有強大銀行關係和能夠獲得低成本資金的基投公司評分較高。例如，由中國政策性銀行或大型商業銀行提供具競爭力的價格和多元的融資，或在中國公開債券市場發行債券，且具有良好再融資記錄的基投公司將獲得更好的評級。信托、理財產品、融資租賃等非標融資占比應較低，因為它們往往承擔較高的融資成本，且在金融市場壓力較大或政策風險較高時其再融資相對不穩定。較高的非標融資和來自少數中小型銀行提供的信貸的基投公司得分會較低。

(iii) 政府支付的可預見性和執行力度

政府支付是基投公司為其運營和償債提供資金的主要現金流來源，這也反映其所有者的地方政府或控制者提供支持的意願。政府支付可以採取多種形式，並且因政府而異。包括財政補貼、項目回購、採購款、回扣等。地方政府一般會與基投公司簽訂協議，提供公共服務或建設當地基礎設施。然而，這些政府回款的時間和金額通常由的地方政府決定。因此，我們主要評估這些不同形式的政府支付的可預見性和執行力度，包括支付機制、過去執行情況、以及政府支付的來源。如果基投公司有明確的合同安排，以及及時、充足和具有持續性的支付記錄，則可能表明政府的支持更高，因此得分更高。

(iv) 或有風險敞口

基投公司通常會承向第三方提供貸款或擔保，這主要由地方政府出於各種原因而授權，對基投公司帶來或有風險。這些貸款或擔保可能會對基投公司的信用質量產生負面影響，因為貸款違約或債務代償對其產生額外的資金需求，並削弱其權益。大額的現金支出也會對基投公司短暫從金融機構獲得資金產生不利影響。而且地方政

府對相關的支付通常沒有明確具體的彌補方法。如果基投公司向實力較弱的私營企業提供貸款或擔保，則可能面臨較高的交易對手風險。我們將評估基投公司的總體信用風險敞口，包括貸款、擔保和其他類似產品。

(3) 政府的負面幹預或額外政府支持的可能性

中誠信亞太還將考慮潛在的政府幹預風險和潛在的額外政府支持。鑒於對基投公司的高度控制，地方政府可能會利用基投公司的財政資源來支持其他地方國有企業或私營公司，從而對基投公司造成信貸損失。例如，地方政府可能要求財務實力雄厚的基投公司參與當地併購交易，以幫助弱勢實體。如果地方政府沒有充分補償基投公司，此類行動可能表明支持意願較低。我們通常會考慮政府在將基投公司的資源用於支持其他實體方面的記錄、發生此類事件的可能性以及對其財務狀況的潛在影響。基投公司提供實際支持的可能性很高，可能導致其評級下調。如果潛在的財務影響或可能性被認為是有限的或很小的，我們通常不會向下調整。

同時，在某些情況下，中誠信亞太可能會考慮基投公司比其他基投公司獲得更高的支持，因為它對上級政府具重要性。較高的支持預期通常伴隨較強的政府支付機制的存在，例如來自上級政府的專項債使用、轉移支付或財政預算分配。這個子因素可能導致向上調整。

3. 其他考慮因素

中誠信亞太可能會考慮上述評級因素之外的其他因素，因為這些因素的信用重要性在不同的基投公司之間差異很大。其他考慮因素包括監管考慮、公司治理和管控、過往支持記錄、流動性和風險事件等，這可能導致評級下降或在極少數情況下上升。因此，最終評級可能與所示評級不同。

(1) 監管政策因素

基投公司受制於中國不斷變化的法規。這些法規的影響可能會限制其運營或資金來源，從而降低我們對政府提供支持意願的判斷。在某些情況下，監管變化或監管的不確定性可能會影響評級。

(2) 公司治理和管控

公司治理和管控是支撐基投公司信用實力的重要因素。管理層的戰略制定、發展計劃和治理理念有助於我們預測和評估管理層的表現。

(3) 過往支持記錄

政府對陷入困境的基投公司或其他公共或非實體的及時支持缺乏或延遲的歷史可能表明支持能力存在系統性限制，或者對違約的實體提供支持的意願較低，而與基投公司的具體特徵無關。

(4) 流動性

如果地方政府對基投公司的財政支持無法預測，則基投公司的流動性將是一個重要的考慮因素。中誠信亞太通過貨幣資金與短期債務的比率來評估基投公司的流動性。該比率反映資金償還短期債務的能力，而較高的比率代表較低的流動性風險和較高的信用質量。

(5) 事件風險

意外事件可能導致基投公司的基本信譽突然急劇下降，這可能導致實際評級低於打分卡上的評級。意外事件可能包括併購、資產出售、分拆、訴訟、重大流行疾病和重大網絡犯罪事件。即使是穩定、財務穩健的基投公司，此類事件也會不堪重負。

(6) 環境、社會和治理(“ESG”)評估

ESG 評估主要評估信用風險相關的環境、社會和治理因素對基投公司信用強度的影響。ESG 評估對基投公司信用風險的影響往往是負面的，如嚴重的社會安全問題導致社會不穩定、環境污染導致人居環境惡化、突發安全事件導致治理能力下降等。

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，評級結果最終由信用評級委員會討論決定，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。

本文版權歸中國誠信(亞太)信用評級有限公司（以下簡稱“中誠信亞太”）和/或其被許可人所有。

未經中誠信亞太事先書面許可，任何人不得對本刊物的任何內容進行複製、轉售或傳播。

信用評級是對受評主體和債項的信用品質所表達的前瞻性信用風險意見。中誠信亞太發佈的信用評級是其對受評主體或債項當前和未來相對信用風險的意見，但不涉及其他風險，包括但不限於流動性風險、市場價格風險及利率風險。

中誠信亞太刊物中的信用評級級別、非信用評估及其他意見並非建議投資者購買、出售或持有任何證券，也不評估受評主體和債項的市場價值。中誠信亞太相信其所獲取的信息是可靠的，但中誠信亞太並不對其從受評主體或第三方來源獲取的信息進行審計，也不承擔獨立核實或驗證的責任。

本刊物內的所有信息屬中誠信亞太所有，中誠信亞太可在不事先通知的情況下更改信息。所有信息以“現狀”和“現有”為基礎提供，中誠信亞太相信信息是準確和可靠的，但不保證信息的準確性、充分性、完整性或及時性。

在法律允許的範圍內，中誠信亞太及其董事、經理、雇員、代表和代理對任何人或任何實體均不承擔以下任何責任 (i) 因本文所載信息、或本文所載信息的使用或未能使用而引起的任何直接或補償性損失或損害，包括但不限於由中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理的疏忽、及其控制範圍內或超出其控制範圍的偶發事件而引起的；以及 (ii) 因本文所載信息、或本文所載信息的使用或未能使用而引起的任何間接、特殊、後果性或附帶性損失或損害，即使中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理被事前告知該等損失或損害的可能性。

中國誠信(亞太)信用評級有限公司

地址： 香港中環康樂廣場 1 號
怡和大廈 19 樓 1904-1909 室

網站： www.ccxap.com

郵箱： info@ccxap.com

電話： +852-2860 7111

傳真： +852-2868 0656