

## 中國地方政府投融資平臺評級方法

### 摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（簡稱“中誠信亞太”）採用的本評級方法適用於中國地方投融資平臺。地方投融資平臺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。平臺企業建立的初衷是地方政府為了滿足融資和建設的需要，構建的一個兼具融資和投資功能的平臺。

地方投融資平臺的信用等級由兩大因素決定：其一，平臺企業所屬地方政府的基礎信用；其二，平臺企業自身的信用。鑒於平臺企業自身的功能、定位、業務類別以及與地方政府的關係，地方政府信用構成了平臺信用的基礎，它衡量的是受評平臺企業所屬地方政府償還所負擔債務的能力和意願。平臺企業自身的信用，分為三個考量因素，即財務表現、業務運營和公司治理。

中誠信亞太先考察地方政府和平臺各自的信用水準，再考察二者之間的信用關係，地方政府評級是平臺評級上限。

本評級方法將介紹地方政府融資平臺企業的評級關鍵因素，中誠信亞太使用其評級尺規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。

本評級方法中評估平臺企業自身信用包括3大評級因素和6個二級評級指標，如下所示：

一級指標	二級指標	三級指標
財務表現	資本結構、資產品質和流動性	總資產
		所有者權益
		總資本化比率
營運及回款情況	再融資能力	貨幣資金/短期債務
		應收類款項/總資產
		經營性業務利潤
		銷售商品提供勞務收到的現金流入/ 營業總收入
		對外擔保占淨資產的比重

公司治理	管控能力 資訊披露
業務運營	業務穩定性和可持續性

## 關鍵評級因素

### 1. 確定受評平臺企業所屬地方政府基礎信用

參考 2017 年 6 月公佈的《地方政府評級方法》。

### 2. 確定平臺企業自身信用

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) 財務表現

財務表現的指標是參考平臺企業財務核算的特點，從資本結構、資產品質和流動性、營運及回款情況、再融資能力等指標來看待平臺的財務水準。

##### (a) 資本結構、資產品質與流動性

從資本結構來看，平臺企業由於承擔了基礎設施或土地開發等專案，比如存貨、在建工程、無形資產等科目占比較高；另外，地方政府對平臺的資產注入，也使得其資本公積較大，總體來看，資產規模、所有者權益是重要的考量指標。

從債務結構來看，平臺企業長期債務占比高，這也符合基礎設施項目建設週期長的特點。另外，平臺企業的資本化利息支出一般高於財務性利息支出，總資本化比率更能從有息負債的角度考核平臺的長期償債能力。

##### (b) 營運及回款情況

從盈利能力來看，平臺企業的資產周轉率、淨資產收益率一般較低，收入主要依靠代建收入、土地一級開發收入等，波動性較大，而經營性利潤較低甚至為負，利潤來源主要來自於地方政府補助的營業外收入等，因此，從經營性利潤的角度更能反映平臺的盈利能力。

從應收應付科目來看，平臺企業的往來款占比大，其他應收應付款大多與地方政府或地方其他國企有關，應收款項占總資產的比例較大，表明政府類款項回收有一定難度。

從現金流來看，經營活動現金流較弱，而投資和籌資活動現金流規模較大。銷售商品提供勞務收到的現金流入/營業總收入反映的是公司主營業務產生現金流的能力。

##### (c) 再融資能力

平臺企業的再融資能力取決於平臺企業與銀行等金融機構的關係，平臺發行債券的便利程度等方面。比如授信額度、銀行的流動性支援、以往發行債券情況等。實際中，可用對外擔保占淨資產的比重、受限

資產占總資產的比重這兩個指標來衡量。

## (2) 公司治理

平臺企業的公司治理一定程度上反映了平臺運營管理的規範性、合規性，我們主要從管控能力和資訊披露兩個維度來考量。

### (a) 管控能力

平臺企業的管控能力主要從財務、戰略和運營等方面來考量。平臺企業的管控能力體現在其對子公司的管理控制能力，自身運營的獨立性和有效性，財務和資金的獨立性和規範性等方面。管控能力是平臺企業治理能力的重要表現。平臺具有較強的管控能力，意味著自身風險把控得當，公司治理程度較好。

### (b) 資訊披露

資訊披露主要是指平臺以募集說明書、公告以及定期財務報告和臨時報告等形式，把公司及與公司相關的資訊，向投資者和社會公眾公開披露的行為。平臺企業的資訊披露的品質、及時性和有效性十分重要。資訊披露較為完備的平臺，意味著其公司治理較為規範。

## (3) 業務運營

對平臺業務運營的考察主要從業務穩定性和可持續性方面展開。

### (a) 業務穩定性和可持續性

從業務經營來看，關鍵是平臺未來的轉型的形式和進程。比如未來轉型的進展，是否承擔原有的職能和業務？業務是否縮水？土地一級開發和 BT 或代建的結算模式有無變化？公司現有的市場化業務板塊的運營情況，未來新的經營性業務或收入來源（或規劃）。

## 3. 地方政府支持意願

評價平臺和政府兩個實體之間關聯程度，即政府在多大程度上願意支持平臺，以確保其不發生違約或較小的違約概率。我們主要從三個維度來考察：平臺在當地政府中的地位、平臺業務對於當地政府的重要性及平臺對於地方政府在政治方面的重要性。

### (1) 平臺地位

#### (a) 平臺承擔政府融資職能的程度

未來地方政府將通過發行省級政府債券的方式獲得資金。若部分資金通過平臺獲得，表明地方政府或多或少在依賴平臺的融資功能，平臺對於地方的融資重要性仍存在。

#### (b) 投資的項目對地方的重要性

投資項目對地方的重要性，也是判斷平臺地位的重要因素。平臺的地位往往是決定其獲得地方政府支持力度大小的一個重要因素。

#### (c) 未來公益性職能保留程度

未來公益性職能的保留程度，也即公益性職能的強弱，將會影響政府支持的程度。

## (2) 業務重要性

### (a) 公益性的專案占比程度

平臺的公益性業務，將是體現政府支援的重要標誌。若平臺業務來源中，來源於政府結算的專案收入，比如土地開發、基礎設施代建等業務收入占比較高，表明平臺對地方政府的收入依賴程度較高。

### (b) 公司旗下經營性產業對財政的貢獻程度

地方政府為了支援平臺的發展，將部分經營性的資產或股權注入平臺，平臺獲得了部分重要的產業，作為子公司運作存在。而這些產業如果在地方經濟中具有舉足輕重的作用，特別是對地方財政貢獻較大或者對地方民生影響較大，那麼公司的業務對地方政府重要性也很強，地方政府支持的意願就比較強。

### (c) 土地類業務對地方基金收入的影響程度

若平臺的土地類業務在當地地方政府的基金收入實現中，具有相對壟斷地位，或者份額較大，那麼這類業務對地方基金收入的影響程度就較大，平臺發生潛在違約時，獲得地方政府支持救助的可能性就較大。

## (3) 政治重要性

從地方政府在政治方面的考量來分析，對平臺是否伸出援手來救助，一個重要的方面在於違約不救助的政治影響。

### (a) 政府不救助對地方的融資環境的影響程度

若平臺發生違約時，政府不出面救助，或將引發起市場投資人等對該區域政府信用以及區域風險的不信任和擔憂，從而加大了區域融資成本和企業融資的難度。若考慮到對地方融資環境的影響程度，若不救助影響較為惡劣，會造成區域融資環境變差甚至惡化，那麼救助的可能性就較高。

### (b) 政府不救助對地方的輿論影響程度

若平臺發生違約時，政府不出面救助，或將引發了媒體等輿論對該區域政府信用以及區域風險的關注。若地方政府的各種表現，表明其不希望輿論形成對地方融資生態的負面壓力，那麼地方政府參與救助的可能性較大。

### (c) 政府不救助在政治上的影響程度

在現行政治體制下，不救助，從政治成本來講，對於地方政府的決策者具有很大的政治壓力。這需要觀察地方政府的表態，相關官員的言行等等，另外，地方官員的政治背景，過往的政治履歷等因素也是考察其作出決定的重要依據。

## 4. 地方政府支持實力

考察政府採取實際行動對平臺提供救助的程度，實際上是從地方政府救助能力的角度來觀察平臺企業獲得政府多少救助資源以確保不發生違約。

### (1) 地方債置換

地方債置換是指地方政府在利率適度的條件下，通過借新債來還舊債，將所欠的債務順利的延後的一種方式，用來緩解地方債務的壓力。不同地區的平臺企業，確定納入一類債務的規模和比例不同，因此地方債置換對平臺公司償債的幫助程度有所差異。納入比例較高，金額較大，表明政府支持力度較大，支持能力得到充分體現。

### (2) 協調資源

但基於當前政治體制，地方政府仍具有較多的表內外資源，這些資源可必要的情況下可以釋放和調動，也可以用於幫助平臺償還債務。地方政府可協調和調動資源的程度將是衡量平臺獲得政府支持能力的重要尺度。

### **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, 8/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Website: [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com)

Email: [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656