

城投行业信用评级方法

一、行业界定

城投行业是地方政府投融资平台的主要表现形式，是指地方政府或其所属机构出资设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，其偿债能力与当地经济发展水平紧密相关，拥有独立法人资格的经济实体。

本评级方法所指地方政府投融资平台并不精确对应于银监会发布的投融资平台名单或其他机构发布的类似名单，而主要通过对公司的股权、业务、财务关系和债务偿付责任四方面情况的判断形成，即：投融资平台股权全部由地方政府或其全资企业持有（个别情形下可能有例外）、业务主要由地方公益性项目和准公益性项目的投资和运营构成、财务（包括资金、资产往来和收入的形成）上与地方政府存在紧密联系、债务偿付能在一定程度上得到地方政府财政支出的覆盖。

二、行业分析

城投行业作为一类特殊的行业，普遍具有企业信用与地方政府信用密切相关的特点，即代表地方政府实行基础设施和公用事业的投资和运营，由于公益性或准公益性项目不以盈利为目的，盈利能力普遍很弱。企业偿债资金来源的持续性与地方财政紧密相关，公司信用与地方政府信用密切相关。因此，考察投融资平台的信用风险除了要研究公司自身的财

务风险外，更重要的是考察地方政府信用以及影响地方政府信用的一些风险要素。

安融评级在对整个城投行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国城投行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

（一）国家政策及法律变动

城投行业代表地方政府进行公益性或准公益性项目的投资及运营，在社会发展等方面发挥重要作用。城投行业自产生以来，每一次运作模式的改变与政策的变动高度相关，政策调整对城投行业融资能力产生重大影响，导致平台偿债能力和信用风险产生变化。

（二）地方财政风险

我国财政体制尚不完善，未来中央与地方、地方各级政府间财政收入和支出的划分方法、转移支付政策等会有调整，将对地方政府的收支状况产生明显影响。其次，土地出让收入在财政收入中的占比较大，受土地市场交易及房地产市场政策影响较大，若未来土地出让收入出现波动，将使地方政府的收入来源和结构发生重大变化。

宏观经济形势和地区经济发展水平对地方财政收入有重要影响。经济落后地区的财政收入规模小，有限的财政收入主要用于政府机关和事业单位运行、社会保障等刚性支出，偿债能力较低。产业结构单一地区的地方财政收入受特定产

业波动的影响明显，收入的稳定性较差，因此对地方政府债务的保障能力存在一定不确定性。

政府债务负担是否超出财政的承受能力是地方政府信用出现危机的重要原因之一；地方政府大量举债进行基础设施建设，若这些建设项目脱离地方经济社会发展的实际需要和地方财政的承受能力，将成为未来爆发地方政府信用危机的重要原因。

此外，除了地方财政实力的不足可能弱化融资平台的偿债能力，融资平台本身债务管理水平方面的问题也可能导致债务的如期还本付息出现问题。

三、评级思路

城投公司的背景以及特征决定了其评级方法与一般企业（公司）的主体长期信用评级方法有所差异，安融评级在对城投公司评级时，一方面考察城投公司自身信用状况，另一方面考察城投公司与地方政府的关系以及地方政府对其支持力度。

结合上述评级思路，安融评级主要从区域经济实力、财政实力、城投公司经营实力和财务实力四个方面进行综合分析，得出城投公司基础信用级别；再结合特殊风险调整事项，得出城投公司最终信用级别。

四、评级要素

（一）区域经济实力

一般情况下，经济实力强的区域，税基往往较大，财政实力通常较好。因而区域经济的发展水平及未来发展规划影响到城投公司的业务发展前景，进而影响到城投公司还本付息的能力。

1、地区经济发展水平

安融评级认为，地区 GDP 反映了一定时期内地区经济所生产的全部最终产品和劳务的价值，是衡量地区经济实力的最佳指标。因此，安融评级采用地区 GDP 规模来衡量地区经济的规模，地区 GDP 增速来衡量地区经济增速。由于我国行政管理体制的特殊性，与省级、地市级政府相比，区县（含县级市）政府更容易获得上级政府的支持。因此，对于区县（含县级市）经济实力的评估，应考虑上级政府对本级政府可能的支持。

2、产业结构及其多样性

合理的产业结构是地区经济和财政收入保持稳定增长的重要条件，不同的产业结构产生税收的能力不同。一般而言，第一产业占比较高的地区创造税收收入的能力较弱；相反，第二和第三产业占比较高的地区创造税收收入的能力较强。此外，在多个产业领域都具有很强实力的地区，与经济高度依赖某一产业，尤其是依赖正经历重组、衰退或易波动、周期性强的行业的地区相比，其税收收入的波动也较小。某些地区尽管产业高度集中，但其产业属于国家政策重点支持

的，且处于成长或成熟阶段的抗周期性行业，其经济和税收收入的稳定性往往较强，不轻易受到经济周期或外部经济环境的不利影响。因此，安融评级认为，对于产业结构多样性的考察，需结合当地主导产业的性质而加以区别对待。安融评级认为，最佳的产业状态是产业结构既不过度集中，也不过度分散。一般来说，安融评级认为的理想状态是省级地区存在三到五个支柱性产业，地级市地区存在两到三个支柱性产业，县级地区存在一到两个支柱性产业（少数发达地区除外）。

3、人口状况

从经济增长的角度来看，人口增长会支持经济的增长，反之，人口下降可能会导致经济增长动力不足。

4、资源禀赋

当地产业发展所需自然资源非常丰富且具有可持续性的地区，不存在资源瓶颈的问题，且其资源获取成本较低，可有力支撑产业的持续发展；同时，丰富的自然资源本身也是地区收入来源之一。对该部分的分析，需结合前一部分产业结构的分析，重点关注过度依赖自然资源禀赋，深加工能力缺乏的地区。

（二）财政实力

由于城投公司业务模式与当地政府的紧密关系，地方财政实力的强弱很大程度上会影响到城投公司的资金流转及

利润水平。所以，安融评级把地方财政实力作为对城投公司评级时的重要考察要素。

地方财政收入主要由公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入三部分构成。安融评级在这一部分重点采用的绝对数指标是财政总收入规模和公共财政收入规模，采用的相对数指标是税收收入/公共财政收入和政府性基金收入的稳定性。

公共财政收入是地方财政收入的主要来源，也是地方政府可以自主支配的财源。一般来说，公共财政收入规模和地区财政实力强弱呈正相关性，是评判地方财政实力最重要的指标。此外，公共财政收入的结构对其稳定性会产生较大的影响，一般而言，公共财政收入中税收收入占比较大的地区，其公共财政收入稳定性较好，因此，安融评级还考察税收收入占公共财政收入的比重。在实际操作中，鉴于地方各级一般公共预算支出是各级政府实际支付能力的集中体现，安融评级将一般公共预算支出作为衡量地方政府财政支付能力的关键指标；此外，安融评级还可能关注该地区公共财政收入在上一级政府所管辖区域内同级别地区中的排名情况，以衡量其相对规模。

考虑到我国地方政府对其下辖地区的财政资金具有一定的调配权或调节权，安融评级认为：对于省级、市级地方政府财政实力的评估，采用全口径的统计指标比采用本级的

统计指标更为合适；对于区县（含县级市）政府财政实力的评估，应考虑上级政府对本级政府可能的临时性财政支持。

政府性基金收入也是地方财政收入的重要来源，主要由国有土地使用权出让收入构成。由于当前我国地方政府财政收入对土地出让收入的依赖程度很高，容易受到房地产市场波动及当地土地资源与规划的影响。因此，安融评级在这一部分重点关注两个指标：一是该地区过去三年政府性基金收入的平均增长幅度；二是该地区过去三年政府性基金收入占整个财政总收入的比重。安融评级认为的理想状态是，上述两个指标越低越好，但在分析时需结合省、市、县各级的具体情况得出结论。

（三）经营实力

安融评级主要从城投公司地位、业务多元化程度、业务稳定性及持续性、政府支持力度四个方面来考察城投公司的经营实力。

1、城投公司地位

城投公司地位决定了城投公司对于所在区域的重要性，进而决定了其获取政府资源的能力，是城投公司可持续发展的重要保障。由于政府资源有限，对同类业务的多家城投公司，在同一时期支持力度必然会有所偏颇；对不同业务性质的多家城投公司，支持力度也将随不同时期不同发展定位而有所侧重。如果城投公司在区域内的地位很高，在业务、资

产注入、财政补贴等方面有望得到当地政府的较大支持，城投公司未来发展前景较好；而如果城投公司地位相对较低，获得地方政府支持的力度可能相对较弱。在这一部分，安融评级重点关注以下两个指标：一是该地区所有城投公司净资产排名；二是该地区所有城投公司营业收入排名。安融评级认为的理想状态是，排名越靠前越好。

2、业务多元化程度

当前城市基础设施建设和土地开发整理类为大部分城投公司的核心业务，该类业务主要来源于地方政府，收入和现金流受地方政府对项目的代建模式及结算行为影响较大，业务单一可能导致城投公司面临收入和利润大幅波动的风险。

安融评级主要考察城投公司业务多元化的程度，在市政基础设施建设和土地开发整理类业务、公用事业类业务、保障性住房类业务、交通运输类业务、产业类业务中，对于收入占比超过 20% 的业务进行分类，予以重点分析。安融评级认为，最佳的状态是业务结构既不过度集中，也过度分散。一般来说，安融评级认为的理想状态是省级平台存在三到五个主业，地级市平台存在两到三个主业，县级平台存在一到两个主业。

3、业务稳定性及持续性

安融评级关注城投公司业务的稳定性及持续性，尤其是

市政基础设施建设和土地开发整理类业务、保障性住房类业务的稳定性及持续性，因该两类业务易受政府行为的影响。此外，土地开发整理业务还较易受到国家政策、房地产市场景气度及当地土地规划等多重外部因素的影响。

对于公用事业类业务、交通运输类业务及产业类业务，安融评级重点关注产品供给量和需求量变化、市场竞争格局等因素对业务稳定性和持续性变化的影响。

（四）财务实力

1、资产规模与质量

对于城投公司资产的分析，安融评级重点考察规模、质量和流动性两个方面。

资产规模是安融评级评判城投公司财务实力的重要指标，其规模的大小影响到城投公司的财务弹性以及对债务的保障程度，安融评级重点关注净资产规模指标。

一般情况下，城投公司的资产主要分布于存货、在建工程、固定资产、应收账款和其他应收款等科目。城投公司应收账款规模一般较大，通常情况下为应收地方政府或相关部门的工程代建款、土地开发款等款项，其质量的高低取决于地方政府的财政实力，安融评级在分析过程中还关注其账龄的长短。判断其流动性以及质量，同时也关注其账面价值是否存在虚高情况。

安融评级结合资产受限情况判断城投公司资产的质量

以及流动性。安融评级认为受限资产占比越低越好。

2、资本结构

城投公司在不同发展阶段其负债规模与结构往往差异较大，在发展初期债务规模普遍较小，而在快速发展阶段资金需求大，债务融资增长迅速，从而使得债务规模迅速扩大。由于城投公司承担的基础设施建设项目投资周期长且项目本身的经济效益较低，因而要求债务期限长，因此安融评级关注城投公司的债务结构与业务模式的匹配性，通过考察流动负债占总负债的比重分析负债结构。安融评级认为，通常情况下，该比例越低越好。安融评级在分析过程中也关注大额负债科目以及近三年异常情况。

有息债务是城投公司偿债压力的主要来源，有息债务通常由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券等构成。安融评级对城投公司有息债务的规模、期限及结构等方面进行考察，判断城投公司的财务安全性和偿债压力。安融评级认为，有息债务规模越小越好，期限越长越好，期限长的有息债务占比越高越好。

3、盈利能力

盈利能力是城投公司长期发展的基础，也是其偿债能力的重要保障。一般情况而言，盈利能力越强，越稳定，城投公司偿债能力越强，债务风险越低。营业收入和净利润规模及其波动性是安融评级分析城投公司盈利能力重点关注的

指标。安融评级认为，营业收入和净利润规模越大越好，波动性越小越好。

4、现金流

现金流是城投公司偿还债务的直接来源，因而是分析城投公司财务风险的重点之一。从城投公司自身经营的角度来看，经营活动现金流净额和筹资性现金流净额是可用于偿债的重要资金来源。在这一部分，安融评级对经营活动现金流净额重点考察其规模，并结合城投公司基础设施项目建设资金回笼情况加以分析；对筹资性现金流净额的分析重点关注其融资渠道的丰富性和融资能力的持续性。安融评级认为，经营性现金流量净额规模越大越好，融资渠道越多越好，融资能力持续性越强越好。

由于城投公司所从事市政基础设施建设业务需要大量资金投入，安融评级在分析经营活动现金流的基础上，结合城投公司未来的市政基础设施项目的投资计划分析项目支出缺口，并对筹资活动情况进行考察，分析城投公司的借款规模、还本付息的资金安排及财务弹性，最终判断城投公司存在的资金压力大小。

5、偿债能力

偿债能力主要分析评级对象短期偿债能力和长期偿债能力的强弱。短期偿债能力的分析首先要考察现金及可变现资产对企业短期债务的保障程度，其次要区分短期债务周转

和偿还的概念，重点分析企业的流动比率、速动比率和经营活动现金流净额比流动负债等指标。

安融评级对城投公司的长短期债务偿还能力进行综合评价，通常选取资产负债率、流动比率、EBITDA 利息保障倍数等指标进行分析。安融评级认为，资产负债率越低越好，流动比率、EBITDA 利息保障倍数越高越好。

（五）特殊风险调整事项

特殊风险调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或是这些事件对城投公司的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，比如存在不良贷款或欠息行为，公司及董事、监事和高层管理人员的违法及重大不诚信行为，对外担保代偿风险大等。这些事项一旦发生，可能对城投公司的运营产生较大影响。因此，安融评级将这些因素作为城投公司基础信用等级调整事项，根据该事件对城投公司影响的严重程度，直接下调一个或多个级别，具体的调整事项分类如下：

表 1：城投公司主体长期信用评级特殊风险调整事项

特殊风险调整事项（包括但不限于）
宏观经济环境、区域经济环境或区域主导产业发生重大不利变化；
公司有不良贷款、欠息（非第三方原因），或其他不良信用记录；
公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公

司的风险;

公司及董事、监事和高层管理人员有重大不诚信记录, 具体包括虚假出资或抽逃注册资本金, 逃漏税行为, 有海关、土地管理、环保、安全等重大违法违规行为, 近三年受过重大刑事处罚, 近三年存在担保违约行为;

审计意见为非标准无保留意见, 或经过现场调研, 发现公司财务信息存在重大作假嫌疑;

公司资产以公益性资产为主, 资产质量很差;

公司对外担保占净资产的比重在 80%及以上, 且未有反担保措施, 担保代偿风险较大;

公司历年受到的行政处罚和未决诉讼性质严重, 预计将影响公司的可持续经营;

其他对公司信用品质或偿债能力产生重大影响的风险事项。

(六) 外部支持

能获得外部支持的评级对象往往在业务经营和发展、财务安全等方面可以获得额外的保障。外部支持分析重点考虑股东和母公司以及政府的信用支持对评级对象整体信用质量提升的影响。

1、股东支持

安融评级主要通过考察过往(一般三年左右)股东和母公司实力及股东和母公司支持的可能性。股东和母公司实力方面主要考察股东和母公司的企业性质、行业地位、竞争能

力和财务状况；股东支持可能性方面，重点考察评级对象在股东和母公司战略定位中的位置、业务体系里面的地位、历史支持的内容和力度等，包括控股股东资产规模或收入规模、控股股东持股比例等。

2、政府支持力度

安融评级主要通过考察过往（一般三年左右）地方政府在支持城投公司发展方面采取的措施来衡量地方政府对城投公司的支持力度，这些措施包括但不限于资产注入、股权划拨、财政补贴、税收优惠及过去三年承接过的重大工程项目等。

五、评级指标体系

表 2：城投公司主体长期信用评级指标

编号	指标名称	选项内容	
1	经营环境	宏观经济政策影响程度及其趋势	
		地区经济环境	
		地区财政状况	
2	经营实力	企业级别	
		投融资运作与管理	
		公司治理与战略	
3	财务数据质量	财务报表经审计，财务数据质量较好	
		财务报表经审计，财务数据质量一般	
		财务报表未经审计	
	资产质量	存货/流动资产	
		其他应收款/流动资产	
	资本结构	流动负债/负债	

			所有者权益
		盈利能力	营业收入
			补贴收入/利润总额
			利润总额
			总资产报酬率
		现金流	收现比
		偿债能力	资产负债率
			流动比率
			EBITDA 利息保障倍数
4	调整因素	外部支持或特殊事项	