

城市基础设施投融资行业 (城投行业) 信用评级方法和模型

(PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2023-V2.1)



安融信用评级有限公司
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



目录

一、概述.....	1
二、适用范围.....	1
三、基本假设.....	2
1. 偿债环境稳定性假设.....	2
2. 经营稳定性假设.....	2
3. 数据真实假设.....	2
4. 偿债意愿无差异假设.....	2
四、信用风险特征.....	2
1. 自身风险.....	2
2. 政策与法律风险.....	2
3. 政府债务管理风险.....	3
4. 地方财政风险.....	3
五、评级方法和模型架构.....	3
1. 评级基准.....	4
2. 自身调整因素.....	9
3. BCA 等级.....	12
4. 外部支持.....	12
5. 最终信用等级.....	13
六、本方法模型局限性.....	13
附录:	15



一、概述

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）为落实《中国人民银行 国家发展改革委 财政部 银保监会 证监会关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》及其它评级行业监管和自律指引的有关规定，提高评级方法模型和评级结果一致性、准确性和稳定性，依据安融评级业务相关管理制度规定，将《城市基础设施投融资行业（城投行业）信用评级方法和模型（PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2023-V2.0）》（以下简称“原方法模型”）修订为《城市基础设施投融资行业（城投行业）信用评级方法和模型（PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2023-V2.1）》（以下简称“本方法模型”）。本次修订的重点是对原方法模型中政府支持和股东支持的映射进行了调整。

本方法模型采用 BCA 等级结合外部支持以得到最终信用等级的评级思路对受评主体进行信用风险评价。具体而言，首先，安融评级在充分考虑城市基础设施投融资企业（以下简称“城投企业”）的宏观和区域实力、区域成长性及区域和行业风险的基础上，构建“区域实力和风险”维度；在充分考虑城投企业的企业盈利能力、企业成长性和企业财务风险的基础上，构建“经营和财务风险”维度，通过“区域实力和风险”及“经营和财务风险”二维矩阵映射得到评级基准；再结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级；最后考量外部支持得到受评主体信用等级（模型结果）。经测试，本方法模型的修订未对尚处于安融评级信用等级有效期的受评主体评级结果产生重大影响。

在级别符号上，BCA 级别以“aaa”到“c”的符号序列表示，除“aaa”及“ccc”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“—”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别；最终信用级别符号以“AAA”到“C”的符号序列相对应，除“AAA”及“CCC”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“—”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别。

本方法模型由安融评级技术政策委员会审议通过，经总经理批准，即日起生效。原《城市基础设施投融资行业（城投行业）信用评级方法和模型（PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2023-V2.0）》自本方法模型生效之日起废止。

二、适用范围

本方法模型所指城投企业是指由地方政府及其部门和下属机构，以服务地方经济发展为目的，为满足基础设施建设和城市安全运营、带动产业投资的投融资需要，通过财政资金或注入土地、国有股权等方式设立，拥有独立法人资格的经济实体。

城投企业以投融资为主要职能，其所从事的业务与地方政府存在紧密联系，具有一定的公益性或者准公益性，不以利润最大化为主要目标，债务偿付能力在一定程度上得到地方政府财政支出的覆盖。随着政策法规环境的变化及自身发展的需求，城投企业业务由传统的土地一级开发、基础设施建设、保障房建设等，逐步涉及公用事业、房地产、建筑施工、国有资产投资、产业基金等领域，逐步具有了一定的市场属性，但无论业务内容如何变化，只要受评主体继续以地方政府赋予其主要职能、而非利润最大化为经营目的，仍可认定为城投企业。

安融评级界定城投企业标准如下：

- (1) 受评主体主要业务是城市基础设施投融资业务；
- (2) 受评主体收入或利润主要来源于城市基础设施投融资业务；
- (3) 如果不满足以上两种情况，但综合考察企业的经营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该公司明显符合城投企业特征的，安融评级也将其划入城投企业。

三、基本假设

1. 偿债环境稳定性假设

安融评级假设宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境不会发生意外变化，不会出现诸如自然灾害、战争等不可抗拒的因素。

2. 经营稳定性假设

安融评级假设受评主体处于稳定持续经营状态，其经营数据和财务数据具有连贯性，历史数据可作为预测未来经营的基础；即在可以预见的将来，不会出现基于宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境等导致受评主体持续经营能力产生重大变化，不存在突发性的经营变化以及未经事前披露的重大突发性变化，这些变化包括但不限于突发性的受评主体性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、违约、破产重整以及其它重大负面事件等。

3. 数据真实假设

安融评级假设公开权威渠道获取的数据和受评主体提供的数据（包括但不限于受评主体编制的财务数据、评级对象委托第三方中介机构出具的数据、其它监管认定的专业机构为评级对象出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，不存在重大误导性陈述。

4. 偿债意愿无差异假设

安融评级假设受评主体对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。

四、信用风险特征

安融评级认为城投企业的信用风险主要有以下几个方面：

1. 自身风险

自身风险而言，由于城投企业成立时注入的大部分为非营利、公益性资产或流动性较差的资产，因此整体资产质量较低；地方政府投融资平台投资项目主要为公益性或非营利性项目，建设周期长，收益低，短期内难以收回成本，项目自身现金流不足，资金周转率较低，加大了地方政府投融资平台的偿债压力和信用风险；城投企业的公益性或非营利性项目决定了相关债务的偿付依赖于地方政府支持，地方政府支持的不确定性可能导致后续资金的不足，增加了信用风险隐患；城投企业运营不规范，投资重复低效建设项目，普遍存在“短债长用”及其它期限错配的问题，加重了城投企业负债规模和信用风险。

2. 政策与法律风险

城投企业作为地方政府投融资平台，受国家政策影响较大，尤其是与地方政府投融资和财税政策有着密不可分的关系，各主管部门对地方政府、地方政府投融资平台和金融机构市场化运作监管

的松紧将对城投企业的经营、投融资产生重大影响。城投企业普遍存在土地使用权质押担保、应收账款抵押担保以及互保问题，一定程度上增加了法律风险。

3. 政府债务管理风险

地方政府为了发展区域经济、改善民生，以债务方式筹措大量资金，政府债务风险控制和监管制度约束力不强，地方政府部门风险意识薄弱，金融市场运作不规范、监管力度不强等将导致政府债务管理风险，进而影响城投企业偿债能力和信用风险。

4. 地方财政风险

地方政府在发展区域经济时往往通过土地出让来增加财政收入，且土地出让收入在财政收入中占比较大，且受土地资源、土地交易和房地产市场政策影响较大。地方财政收入与经济增长密切相关，当经济下行时，地方财政收入一般会减少。经济发展落后地区地方财政收入一般较少。以上因素都会导致地方财政风险，进而影响城投企业的偿债能力。

五、评级方法和模型架构

“区域实力和风险”反映了城投企业的经营环境、经营状况和发展空间及存在的风险。“经营和财务风险”反映了城投企业对于自身职能、政府资源、资产和融资环境的运用能力及存在的风险。

安融评级城市基础设施投融资行业（城投行业）评级方法和模型构建路径如下：

第一步：构建评价指标体系，确定评价指标的名称、含义、赋值和权重等。

第二步：确定“区域实力和风险”及“经营和财务风险”对应的档位。

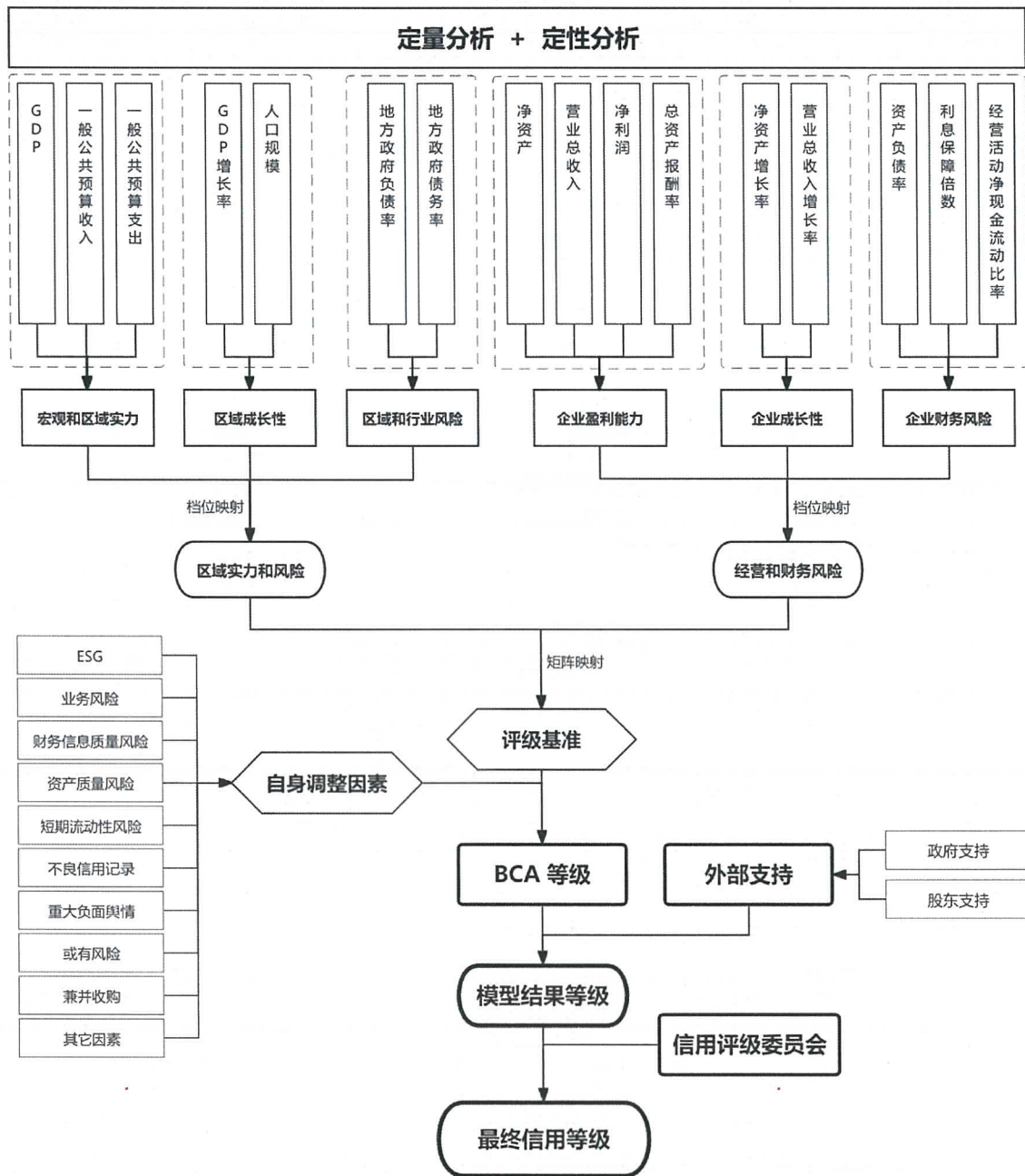
第三步：结合上述两个维度的档位，根据二维矩阵确定受评主体评级基准。

第四步：结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

第五步：综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果）。

考虑到目前国内外评级行业普遍实行“三等九级制”，“三等”即 A、B、C，“九级”即 AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C，同时考虑到 CCC、CC、C 对应的违约概率差异不大，其差异主要体现在违约损失率方面，而违约损失率并非安融评级所评估和预测的重点，所以安融评级在设定评价指标及维度档位时，将 CCC、CC、C 合并为同一档，除外部支持的评价指标及维度均设定为三档外，其它评价指标及维度均设定为七档。

档位含义：档位从最低档（第 1 档），到最高档（第 7 档，若只分三档，则为第 3 档），档位越高，则对受评主体的偿债能力和偿债意愿的评估和预测越具正面影响。



1. 评级基准

安融评级在“区域实力和风险”方面，主要从宏观和区域实力、区域成长性、区域和行业风险三个因素进行分析；在“经营和财务风险”方面，主要从企业盈利能力、企业成长性与企业财务风险三个因素进行分析；共设定十六个指标，赋予每个指标相应权重，每个指标分设为七档，通过档次映射，最后运用评级基准二维矩阵映射表确定受评主体评级基准。

(1) 区域实力和风险

一级指标	二级指标	三级指标
区域实力和风险	宏观和区域实力	GDP
		一般公共预算收入

	区域成长性	一般公共预算支出
		GDP 增长率
	区域和行业风险	人口规模
		地方政府负债率
		地方政府债务率

A、宏观和区域实力

宏观和区域实力从宏观经济和区域实力两个方面分析。宏观经济状况直接决定了城投企业的外部运营环境。一般来说，良好的宏观经济环境会给城投企业带来更多的业务机会，有利于其经营活动的开展。因此，宏观经济和区域经济实力越强，地区风险越低。

安融评级对宏观和区域实力的考量指标包括 GDP、一般公共预算收入和一般公共预算支出。

一般而言，GDP 指标值越高，表明区域经济发展状况越好，当地发展经济的动力更加强劲，实体经济及金融市场发展越好，地方财政和城投企业运营情况往往较好，城投企业信用风险越低。通常情况下，对 GDP 较高地区的城投企业给予更高的赋值。

一般公共预算收入指标值越高，说明地方政府财政实力越强，城投企业信用风险越低。

一般公共预算支出指标值越高，说明地方政府持续支付实力越强，城投企业信用风险越低。

B、区域成长性

安融评级衡量城投企业所在区域成长性的主要指标为 GDP 增长率和人口规模。

GDP 增长率指标值越高，表明区域经济发展呈上升趋势，经济增长动能越强，发展潜力越大，拉动基础设施建设投资的同时增强地方政府财政实力。因此，GDP 增长率越高，城投企业信用风险越低。

人口是经济发展的重要载体和首要引擎。人口规模指标值越高，表明区域经济发展潜能越大，越能够创造更多的商业机会、吸引更多的企业投资，从而更有力地促进区域经济增长和政府财政实力增强，城投企业信用风险越低。

C、区域和行业风险

区域债务负担越重，则区域风险越高。城市基础设施投融资行业（城投行业）是国民经济可持续发展的重要基础，属于弱周期行业，受行业政策影响大，经济周期的变化对其行业发展水平有一定影响。城市基础设施投融资行业（城投行业）具有区域或行业专营性，其部分业务以公益性业务为主，盈利水平普遍较弱，与地方经济和财政实力以及地方发展规划息息相关。

安融评级衡量城投企业所在区域和行业风险的主要指标为地方政府负债率和地方政府债务率。

地方政府负债率体现地方政府举债的程度，该指标值越高，地方政府债务负担压力越大，地方政府偿债压力越大，城投企业信用风险越高。

地方政府债务率表明地方财政对其债务覆盖的情况，该指标值越高，地方政府债务负担压力越

大，导致城投企业信用风险增加。

安融评级“区域实力和风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
GDP (亿元)	≥6,000	[3,000, 6,000)	[1,000, 3,000)	[300, 1,000)	[100, 300)	[50, 100)	<50
一般公共预算收入 (亿元)	≥500	[150, 500)	[50, 150)	[20, 50)	[10, 20)	[5, 10)	<5
一般公共预算支出 (亿元)	≥1,500	[500, 1,500)	[150, 500)	[50, 150)	[30, 50)	[15, 30)	<15
GDP 增长率 (%)	≥7	[5, 7)	[3, 5)	[1, 3)	[0, 1)	[-1, 0)	<-1
人口规模 (万人)	≥1,500	[1,000, 1,500)	[500, 1,000)	[100, 500)	[50, 100)	[25, 50)	<25
地方政府负债率 (%)	<5	[5, 15)	[15, 30)	[30, 45)	[45, 60)	[60, 75)	≥75
地方政府债务率 (%)	<150	[150, 250)	[250, 400)	[400, 600)	[600, 800)	[800, 1,000)	≥1,000

(2) 经营和财务风险

一级指标	二级指标	三级指标
经营和财务风险	企业盈利能力	净资产
		营业总收入
		净利润
		总资产报酬率 (ROA)
	企业成长性	净资产增长率
		营业总收入增长率
	企业财务风险	资产负债率
		利息保障倍数
		经营活动净现金流动比率

A、企业盈利能力

安融评级衡量城投企业盈利能力的主要指标为净资产、营业总收入、净利润和总资产报酬率 (ROA)。

净资产能较好的反映城投企业的经营规模和竞争优势。净资产是受评主体债务的基础保护，净资产剔除了负债，尤其是有息债务对资产规模的影响。因此净资产较大的城投企业资本实力越强，获得基础设施建设、其它相关项目的建设、投融资和金融机构授信支持的机会越多，盈利能力越强，抗风险能力越强，信用风险越低。净资产一般包括实收资本、其它权益工具、资本公积金、其他综合收益、盈余公积金和未分配利润等，还包括少数股东权益。实收资本一般是净资产的主要组成部分，通过股东注入资金、划拨资产等方式形成。城投企业需重点关注政府注资和资产划拨的方式，例如：货币资金、房屋及建筑物、其它实物资产、土地使用权等无形资产等。不同资产的变现能力不同，对债务的保障能力也不同。

营业总收入既是衡量受评主体市场地位的关键指标，也是评估其创造经营性现金流量的基础。对于城投企业而言，由于其主营业务公益性较强，建设周期长，短期内难以收回成本，收益低，对

政府的补助依赖程度较高，因此营业总收入总量、稳定性越高越好，受评主体盈利能力越强，信用风险越低。

城投企业承建项目多为公益性项目，存在结算滞后，回款较慢，毛利率低，净利润通常较低，净利润中政府补贴为主要构成部分，同时股权投资取得的投资受益也是城投企业利润的重要来源。净利润是受评主体盈利能力直接体现，净利润越高，盈利能力越强，对其债务的保障能力越强。

总资产报酬率表示受评主体包括净资产和负债在内的全部资产的总体获利能力，是评价受评主体资产运营效益的重要指标。总资产报酬率越高，受评主体的总体获利能力就越强。

B、企业成长性

安融评级衡量城投企业成长性的主要指标为净资产增长率和营业总收入增长率。

净资产增长率反映受评主体资本规模的扩张速度，是衡量受评主体增长的重要指标。较高的净资产增长率表明受评主体未来发展将更加强劲。

营业总收入增长率考量受评主体的成长情况及行业地位和产品的市场竞争力。营业收入增长率越高反映受评主体产品和业务的市场前景越好，如果营业总收入增长率高于行业平均增长率则反映出受评主体产品和业务在市场中具有较好的竞争力。反之，则说明受评主体产品和业务的竞争力在下降。

C、企业财务风险

对于城投企业来说，基于其特殊的“政府”属性，其三大财务报表相当程度上体现了其与政府之间的联系。

(1) 从城投企业的资产负债表可以看出，资产绝大多数都是与政府相关的，例如应收账款对象以政府部门为主，其他应收款多是与政府相关机构之间的往来款项，存货多是政府代建项目或其他公益性项目。

(2) 从城投企业利润表可以看出，利润总额的主要来源是其他收益（来自于政府的补助，此前，政府补助计入营业外收入，《企业会计准则第 16 号—政府补助》（财会〔2017〕15 号）施行后，企业收到与企业日常活动相关的政府补助，计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助，计入营业外收入）。

(3) 从城投企业现金流量表可以看出，筹资很大程度上依赖于其与政府之间的关系，经营活动产生的现金流中的重要组成部分“收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”，大部分是与政府相关机构之间的往来款项。

在这种与政府的关系加持下，相比盈利能力甚至现金流情况，城投企业的资产负债情况反而更重要。此外，城投企业报表中，最能反映城投企业与政府间关系的就是资产端，尤其是流动资产，而非其收入结构。因为，随着城投企业业务多元化，仅从收入结构难以判断其与政府间是否存在密

切关系，许多城投企业从事代建等相关业务，尚未结转收入，相关投入仅反映在存货、合同资产等流动资产项目中。因此，资产负债表分析是城投企业财务风险分析的核心。

安融评级衡量城投企业财务风险的主要指标为资产负债率、利息保障倍数和经营活动净现金流动比率。

资产负债率反映一个受评主体的债务水平和偿债风险。从偿债能力的角度看，资产负债率越低越好。资产负债率越低，受评主体可用于偿债的资产相对就越多，受评主体的财务风险越低。

利息保障倍数反映了受评主体获利能力对偿还到期债务的保障程度。利息保障倍数越大，说明受评主体支付利息费用的能力越强，偿债能力越强。

经营活动产生的净现金与流动负债的比率是评价受评主体在运营过程中所产生的现金流量对短期负债的保障能力。经营活动净现金流动比率较高，说明受评主体现金流量可以较好地应对短期偿债压力和应急情况。

安融评级“经营和财务风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
净资产（亿元）	≥500	[250, 500)	[100, 250)	[50, 100)	[25, 50)	[10, 25)	<10
营业总收入（亿元）	≥70	[30, 70)	[10, 30)	[3, 10)	[1, 3)	[0, 1)	<0
净利润（亿元）	≥6	[3, 6)	[1.5, 3)	[1, 1.5)	[0.5, 1)	[0, 0.5)	<0
总资产报酬率（ROA）（%）	≥2	[1.25, 2)	[0.75, 1.25)	[0.5, 0.75)	[0.25, 0.5)	[0, 0.25)	<0
净资产增长率（%）	≥20	[10, 20)	[5, 10)	[0, 5)	[-5, 0)	[-10, -5)	<-10
营业总收入增长率（%）	≥50	[25, 50)	[10, 25)	[0, 10)	[-10, 0)	[-25, -10)	<-25
资产负债率（%）	<40	[40, 50)	[50, 60)	[60, 65)	[65, 70)	[70, 75)	≥75
利息保障倍数（倍）	≥2.5	[2, 2.5)	[1.5, 2)	[1, 1.5)	[0.5, 1)	[0, 0.5)	<0
经营活动净现金流动比率（倍）	≥0.5	[0.25, 0.5)	[0, 0.25)	[-0.25, 0)	[-0.5, -0.25)	[-0.75, -0.5)	<-0.75

（3）评级基准等级映射

根据前述宏观和区域实力、区域成长性及区域和行业风险的指标赋值和权重可以得到“区域实力和风险”的映射档位；根据前述企业盈利能力、企业成长性和企业财务风险的指标赋值和权重可以得到“经营和财务风险”的映射档位。

结合上述两个维度的映射档位，通过评级基准二维矩阵，安融评级可得到城投企业的二维矩阵评级基准等级映射。

评级基准等级映射如下：

评级基准等级		区域实力和风险						
		7	6	5	4	3	2	1
经营 和财 务风 险	7	aaa	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+
	6	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-
	5	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+
	4	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb
	3	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+
	2	a/a-	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-
	1	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-	ccc 以下

2. 自身调整因素

自身调整是在城投企业共性特征评价基础上，针对所评城投企业的个性特征要素进行的补充分析。经过个体特征调整后的评价结果才是能够完整反映城投企业自身信用水平的基础信用等级。值得注意的是，只有影响城投企业信用风险，且仅发生在个别城投企业中的因素才会在调整项中进行考察。安融评级使用“ESG”“业务风险”“财务信息质量风险”“资产质量风险”“短期流动性风险”“不良信用记录”“重大负面舆情”“或有风险”“兼并收购”和“其它因素”自身调整因素对城投企业进行调整。由于影响信用风险的因素众多且随着经济、行业发展处于动态变化之中，本方法中所列调整项可能无法覆盖全部调整要素，有待评级工作实践中的持续积累、总结和优化。

(1) ESG

ESG 即环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的缩写，是影响受评主体可持续经营发展潜力的重要因素。受评主体若在 ESG 方面表现差，可能会影响生产经营和财务表现的稳定性，进而加重受评主体的信用风险。安融评级重点关注各 ESG 因素的负面影响，如受评主体存在相关风险因素，则可能会对其信用等级进行调整。

(2) 业务风险

如受评主体存在很大的业务转型风险或业务周期性波动风险，将可能下调其信用等级。

(3) 财务信息质量风险

财务信息是评价受评主体财务风险的基础，在进行财务风险评价时，应重点关注财务报告审计结论是否为非“无保留意见”；或母公司层面，是否存在报表合并口径未能体现出的重大财务风险，财务数据是否失真，如为负面，将可能下调其信用等级。

(4) 资产质量风险

城投企业流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款、存货和合同资产为主。这些流动资产绝大多数是面向政府端的。在对流动资产进行分析时，要结合城投企业所属区域经济、财政、政府支持和业务的可持续性，安融评级重点关注流动资产的变现能力。比如：对于“应收账款”和“预付款项”，安融评级重点关注其中由贸易业务形成的，与政府不相关的部分，安融评级认为相比与政府相关的“应收账款”和“预付款项”，贸易业务形成的“应收账款”和“预付款项”风险更高。

城投企业的非流动资产以长期股权投资、投资性房地产、在建工程、固定资产和无形资产为主。

这些资产多是城投企业的经营性资产，安融评级重点关注非流动资产的有效性和市场化经营效益（包括未来的运营能力、盈利能力和现金流情况）。比如：对于长期股权投资，安融评级重点关注通过交叉持股实现资产负债表扩充，在增加资产端和权益端的同时，增厚利润表中投资收益的情况。对比分析长期股权投资和少数股东权益的变动情况。举例：A 全资控股 A1，B 全资控股 B1，现 A 转让 30%A1 的股权给 B，B 转让 30%B1 的股权给 A，从而实现交叉持股。结果是：A 和 B 仍然分别对 A1 和 B1 并表，但各自增加了长期股权投资和少数股东权益，资产端和权益端同增，实现了资产负债表的扩充。

过去，城投企业的无形资产以土地使用权为主。2020 年以来，许多城投企业布局特许经营业务，该类特许经营权，在会计处理上，计入“无形资产”。城投企业获取特许经营权的方式可以是政府划拨，也可以是购入，也可以是 PPP 项目运营转入，前者按评估价值入账，后两者按取得成本或建设成本入账。根据《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，基础设施和公用事业特许经营，是指政府采用竞争方式依法授权中华人民共和国境内外的法人或者其他组织，通过协议明确权利义务和风险分担，约定其在一定期限和范围内投资建设运营基础设施和公用事业并获得收益，提供公共产品或者公共服务。城投企业参与的特许经营权，除了常见的城乡供水特许经营权、污水处理特许经营权、高速公路收费权、垃圾处置特许经营权等，也积极布局砂石采矿权、停车位特许经营权、新能源充电桩运营权、海域使用权、广告经营权、旅游景区项目经营权等。因此，在城投企业无形资产分析时，除了关注土地使用权外，安融评级还重点关注特许经营权。应尤其注意的是，特许经营权评估难度大，容易造成入账价值虚高。

安融评级一般从质量和结构两个方面考量受评主体的资产质量。质量方面主要分析资产细项的有效价值，结构方面主要分析资产细项在总资产中占比的合理性。安融评级对城投企业重点分析应收账款和资产受限情况。

对于城投企业而言，应收账款具有账面余额较大、应收账款往来方与地方政府或区域其它城投企业关系密切等特点，因此，单一对象应收类款项占总资产比值越大，账龄越长，坏账准备计提政策不完善，计提金额不足，受评主体周转资金越紧张，存在潜在的亏损、现金流失损失和机会成本损失越大，风险也就越大。另外，随着越来越多的城投企业涉足贸易业务，一些城投企业的应收账款、预付款项中会包含大额贸易相关款项，导致资金被占用。城投企业贸易业务涉及的产品多为煤炭、钢铁、建材、有色金属和农产品等。业务模式上，城投企业贸易业务多采用“以销定购”模式，也称为“两头定锁”，就是先与下游需求企业商定所需要采购的商品和价格，再向上游采购，这种模式既避免了价格波动风险，又能加速周转、减少库存压力、提高贸易运转效率；也有少数城投企业贸易业务为“敞口业务”，即不锁定上下游，这种业务有一定的市场风险敞口。通常，大规模的贸易业务并不会给城投企业的信用水平有太多实质性的支持，安融评级反而更关注贸易业务给城投企业带来的潜在风险。这种风险主要来自于城投企业贸易业务的结算方式，一般是：采购时，向上游供应商预付全额货款，销售时，给予下游客户一定的账期，导致贸易业务占用公司大量营运资金，在财务报表上就体现为与贸易业务相关的应收账款和预付款项的增加。另外，在分析城投企业

贸易业务时，安融评级还关注到此类业务的盈利能力一般较弱。

城投企业的角色实质是融资平台，相对大量资产的抵质押是行业的共性，从而形成规模较大的受限资产。受限资产是指因抵质押等导致流动性受限的资产。一般而言，受限资产不能随意交易或变现，难以产生经济利益流入或只能产生较少的经济利益流入，进而削弱了城投企业偿债能力，受限资产在总资产中的占比越高，多次抵质押，潜在的偿债压力和信用风险越大。对于城投企业而言，受限资产主要包括货币资金、应收账款、应收票据、存货、固定资产、无形资产、在建工程、长期股权投资等。安融评级主要考量受限资产在总资产中的占比、抵质押物的类型和抵质押形式等。

(5) 短期流动性风险

如受评主体存在足以影响受评主体中长期信用状况的短期流动性风险,将可能下调其信用等级。

(6) 不良信用记录

如受评主体存在债务逾期等不良信用记录，或存在其它失信记录，将可能下调其信用等级。

(7) 重大负面舆情

如受评主体存在重大负面舆情，且影响尚未消除，将可能下调其信用等级。

(8) 或有风险

如受评主体存在诉讼风险或担保（连带责任保证）代偿风险，将可能下调其信用等级。

(9) 兼并收购

平台整合是关系到城投企业信用水平的重要因素。如受评主体正在进行，或未来1-3年内很有可能进行重大兼并收购，将可能适当调整其信用等级。

(10) 其它因素

其它因素是指上诉因素之外的所有可能影响城投企业偿债能力和偿债意愿的因素。如受评主体存在足以影响受评主体中长期信用状况的其它不利因素，安融评级将视具体情况予以适当调整其信用等级。

具体自身调整因子如下：

一级因子	二级因子
ESG	E
	S
	G
业务风险	业务转型风险
	业务周期性波动风险
财务信息质量风险	财务信息质量
资产质量风险	应收账款
	资产受限情况
短期流动性风险	短期信用风险
不良信用记录（与其它因子不重复调整）	债务逾期
	其它失信记录
重大负面舆情	重大舆情风险
或有风险	诉讼风险

一级因子	二级因子
	担保（连带责任保证）代偿风险
兼并收购	兼并收购风险
其它因素	其它不利因素

3. BCA 等级

安融评级在评级基准的基础上，结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

4. 外部支持

外部支持调整因子如下：

一级因子	二级因子
政府支持	政府支持意愿
	政府支持历史记录
股东支持	股东支持意愿
	股东支持实力

假如受评主体在面临流动性危机难以履行债务承诺时仍然能获得稳定的外部支持，将有助于稳定相关方的预期从而降低受评主体发生实际流动性危机的可能性，同时外部支持方在受评主体发生经营或流动性危机时做出的具体救助措施将有助于提升到期债务的偿付可能性或降低违约损失率。

城投企业获得的外部支持通常来源于政府及股东。安融评级主要从政府支持和股东支持两个方面综合考量城投企业获得的外部支持情况。

（1）政府支持

城投企业带有极深的政府“烙印”。即使近年来经历了混合所有制改革，城投企业的控股股东或实际控制人基本上仍是地方政府。所以，政府对城投企业的支持是其发展的根本，城投企业获得可持续的、实质性的支持，可以有效地提高受评主体的流动性，保持受评主体稳定持续地发展。政府对城投企业支持主要考量政府支持意愿和政府支持历史记录两个维度，在综合评估这两个维度的基础上，得出受评主体所获政府支持程度。

安融评级从以下三个方面考量政府对城投企业的支持意愿：政府及其出资代表持有受评主体股份比例、政府对受评主体的业务支持和政府对受评主体的控制力。政府对城投企业的资产注入方式一般有财政资金注入、土地资产注入、行政事业单位资产注入、股权注入和特许经营权注入等。城投企业募集资金投向主要是以下项目：交通基建（高速公路、轨道交通、高铁等铁路和站场投资建设运营等）、城市更新（以及旧城改造、委托征地搬迁、三旧改造、城中村改造、棚改、土地整治及代理、土地指标交易、土地开发整理、拆迁服务业务、回迁房建设、农村宅基地复垦）、公共性质房屋建设运营（保障房建设、安置房建设、公租房建设、统建房、人才安居房建设运营租赁等）、公用事业（供水、水务、污水处理、水电气供应、供热、公交运营、客运、运输等）、园区（产业园区开发建设运营、园区工业配套设施投资建设、园区拆迁等）、海域基建和运营（吹填造地、港口基建、围海造地、滩涂开发等）、承接省级城市更新项目贷款、教育投资建设、文化旅游、水利基建、农业基建、市政基建及国有资本营运等。上述项目的可研、立项、用地、投资和建设均离不

开地方政府的支持。

政府支持历史记录主要考量近5年内受到政府支持(一般性支持或特殊支持)力度的大小。

政府支持映射如下：

政府支持		政府支持意愿		
		3	2	1
政府支持 历史记录	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

(2) 股东支持

股东对城投企业支持主要考量股东支持意愿和股东支持实力两个维度，在综合评估这两个维度的基础之上，得出受评主体所获股东支持程度。

股东支持意愿方面，应重点考量受评主体在股东整个集团架构和发展战略中的地位 and 重要性，具体从下列角度进行考量：股东持有受评主体股份比例；受评主体在股东业务布局中的地位；受评主体在资产、收入、利润和现金流方面对股东的贡献；与股东的连带担保法律关系；受评主体违约对股东的影响。

股东支持实力则主要考量股东目前支持实力和股东支持历史记录。

股东支持映射如下：

股东支持		股东支持意愿		
		3	2	1
股东支持 实力	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

5. 最终信用等级

安融评级综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果）。

通过本方法模型得出的信用等级为受评主体的参考信用等级，仅作为分析师推荐信用等级以及信用评级委员会评定信用等级的参考，最终信用等级由信用评级委员会评定，最终信用等级与模型等级可能存在差异。

六、本方法模型局限性

1. 安融评级对此类公司的各类评级要素判断，是基于其历史运营情况为基础的，但相关要素及其未来发展对偿债能力的影响可能受外部环境变化而有所不同，因此，本方法模型对此类公司的信用风险评估不能保证准确预测此类公司的未来实际违约风险。

2. 本方法模型仅列举了对此类公司评级时需重点考察的评级要素，并未覆盖评价此类公司信用风险时需考虑的全部要素，如非行业系统性风险和个别企业未来突发的重大事件等。

3. 本方法模型对指标的选取存在人为因素，评级模型中的要素权重代表了对评级要素人为评估的相对重要性，评级模型中包含关键性的定性评估因素，这些因素可能导致本评级方法模型无法

全面、准确反映信用风险；同时，信用评级委员会各评审委员在作出自身的判定结论时可能考虑超出评级方法模型范围的更多因素，因此最终信用等级的评定始终带有主观影响的成分。安融评级将定期或不定期审查本方法模型并适时修订。

附录:

指标计算公式

- 1、资产负债率=总负债/总资产×100%
- 2、总资产报酬率=EBIT/平均资产总额×100%
- 3、EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出
- 4、EBITDA=EBIT+折旧+摊销（无形资产摊销+长期待摊费用摊销）
- 5、EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
- 6、地方政府负债率=地方政府债务余额/GDP×100%
- 7、地方政府债务率（狭义）=地方政府债务余额/一般公共预算收入×100%
- 8、营业总收入增长率=（最近一年度营业总收入-上一年度营业总收入）/上一年度营业总收入×100%
- 9、经营活动净现金流动比率=经营活动现金流量净额/流动负债



地址：北京市西城区宣武门外大街富卓大厦B座9层

电话：010-53655619

网址：<http://www.arrating.com.cn>

邮编：100052