

政府类投融资平台企业 主体信用评级方法



上海资信有限公司 编撰



版权声明

© 上海资信有限公司 2017

本文档之版权属上海资信有限公司所拥有。
未经本公司许可或同意的情况下，不得复制本文所载信息。

Copyright Warning

© Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. 2017

This document is the subject of copyright. Any process may reproduce no part of this document without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

保密声明

本文档属上海资信有限公司所拥有，其内容均属机密。
未经本公司许可或同意的情况下，绝对不能披露或使用本文档中所载之信息。

Confidentiality Warning

This document is confidential and its contents must not be disclosed or disseminated to any unauthorized party, used or reproduced in any way without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

摘 要

伴随着中国经济的发展，人民生活水平正在不断提升。与此同时，用来衡量一国人民生活水平的标准亦从人民温饱程度逐步转变至人民生活便利性和舒适度。因此，近 20 年基础设施建设进程成为衡量各行各业发展，民生改善情况的重要标准之一。

在基础设施建设被推进的同时产生了以投资、运营各类项目为目的的经营主体——政府类投融资平台企业（又称“城投公司”或“平台企业”）。该类经营主体通常以政府为经营背景，以区域经济实力及政府信用为融资保障条件向金融机构获取项目建设资金；经营业务通常依托政府规划。从经营情况来看，该类企业普遍缺乏具有支撑性的主营业务和稳定的主营业务收入，债务偿还通常依靠政府财政收入。因此，该类企业的运营存在一定经营风险。

本评级方法旨在帮助受评主体、投资者以及其他相关机构理解上海资信有限公司（以下简称“上海资信”）在评估政府类投融资平台企业的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。

在评级时，上海资信考察的一级评级要素包括：公司治理与管理、经营环境、公司经营状况、财务状况。其中，对于政府类投融资平台企业的财务状况分析，上海资信主要考察资产质量与资本结构、盈利能力、现金流情况、偿债能力等。

上海资信认为，我国政府类投融资平台企业风险特征主要有：（1）政府类投融资平台企业运作模式的转变与政策变动相关；（2）政府类投融资平台企业是地方政府为了满足融资和建设的需要而设立的兼具融资和投资功能的经营主体，平台企业主营业务不仅具有一定的市场属性，还具有一定的公益属性，但企业自身的盈利和现金流不稳定。上海资信在对政府类投融资平台企业评级时侧重于对企业所处区域经济环境、地方政府财政实力、企业市场地位、投融资能力、公司治理与管理等因素。

一、 政府类投融资平台企业定义

政府类投融资平台企业又称“城投公司”或“平台企业”，是指由（地方）政府或其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等投资方式设立的，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目融资、投资、建设和运营的企业法人。

二、 政府类投融资平台企业评级方法

本评级方法由以下两部分构成。其中，第一部分归纳现阶段政府类投融资平台风险特征；第二部分介绍上海资信对政府类投融资平台企业的评级思路，并确立信用分析框架。以下就政府类投融资平台企业的评级方法做详细介绍。

（一） 政府类投融资平台企业特征

1、 政府类投融资平台企业经营以政府政策为导向，经营成长具有局限性

政府类投融资平台企业主要为（地方）政府承担基础设施、公用配套设施的建设、投资及运营职能，其运作模式、经营业务以及企业成长通常依托政策、规划。因此，政府类投融资平台企业的经营发展空间具有一定的局限性。

2、 政府类投融资平台企业兼具市场属性和公益属性

政府类投融资平台企业成立目的是（地方）政府为满足融资和建设的需要，构建的兼具融资和投资功能的企业性质的市场主体，既具有一定的市场属性，又具有一定的公益属性。

随着监管部门对政府类投融资平台的管理逐步规范和加强，平台企业也由单纯的投融资及建设功能演化为具有多重复杂“身份”或职能的地方国有企业。平台企业所涉及的行业或领域从土地一级

开发，基础设施建设，保障房建设，建筑施工，高速公路、地铁、公共交通、公用事业等项目建设，演化为国有的投资控股集团，既有部分公益性的业务，也有部分经营性的业务。

（二）评级思路

上海资信政府类投融资平台企业信用评级方法的评级要素涉及定性和定量两部分，定性部分主要分析影响业务开展的基本要素，包括外部要素和内部要素，定量部分主要分析企业财务状况。

1、定性要素

（1）经营环境

➤ 经济环境

经济环境的分析主要指宏观经济增长状况，发展结构等方面。经济增长通常是从经济的规模、经济增长的速度进行分析。经济发展通常从经济结构、产业结构和区域结构等结构性因素分析国家或地区的结构优化水平和质量。

上海资信对经济环境的分析主要关注：国家整体的经济发展情况，如 GDP 增长和产业结构调整情况；社会投资、消费和进出口等的变化趋势；CPI、PPI 等通货膨胀指标。

我国财政管理体制的分析主要包括但不限于（地方）政府可以获得的财政收入、可支配的财力、外部融资权限和能力。

➤ 区域环境

政府类投融资平台企业的经营具有明显的区域性特征，所处地区的经济发展情况，以及（地方）政府财政实力对平台公司的偿债能力有较大影响。

区域经济：政府类投融资平台的区域经济环境分析涵盖地区经济总量、经济增速、人均经济指标、经济结构等方面。对区域经济环境的分析着重于经济发展水平和增长潜力的评估，主要有三个方面：（1）从消费、投资、净出口这三个角度分析促进地方经济增长

的推动力量，以及这些驱动力量的稳定性、可持续性；（2）从三次产业结构的比例关系分析推动地方经济增长的产业驱动因素及其稳定性和持续性；（3）从（区域）内部结构分析推动（地方）经济增长的主要区域分布以及一个地方经济发展的潜力。

地方财政实力：由于平台企业的业务较大部分属于公益性项目，一般采取代建或回购模式运作，这一特点决定了平台企业项目投资资金的回收及项目收益较大程度上受到（地方）政府财政实力影响。因此，地方财政实力的强弱很大程度上会影响到平台企业的资金流转及利润水平。

地方财政总收入包括一般公共预算总收入、政府性基金总收入和预算外收入。其中，一般公共预算总收入和政府性基金总收入是影响地方财力的最重要的两个因素。

一般公共预算总收入是地方财政收入的主要来源。通常来看，一般公共预算收入规模和地区财政实力强弱呈正相关性，是评价地方财政实力最重要的指标。此外，一般公共预算财政收入的结构对其稳定性会产生较大的影响，一般公共预算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。

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土地资源与规划的影响，因此，上海资信主要关注过去三年（地方）政府性基金收入的稳定性，政府性基金收入稳定性越强，（地方）政府财政实力稳定性则越好。

财政自给率反映地区公共财政收入满足公共财政支出的程度。由于我国目前实行分税制，中央政府集中了地方政府的部分税收，上级政府一般通过转移支付来填补地方政府出现的财政缺口，因此地方财政的缺口大小和对上级转移支付的依赖度是衡量地方政府自身财政平衡能力的重要参考。

➤ 政策环境

政策环境是指对政府类投融资平台企业经营和投融资活动产生影响的财政、货币和金融等各类经济政策及相关法律法规所共同构成的政策、法规体系。一般来说，紧缩的财政和货币政策容易导致投资和消费下降，经济增速放缓；扩张的财政政策将导致财政支出规模的加大，政府对基础设施等的投资力度加大。政府制定的与政府类投融资平台相关的法律法规及部门规章决定了政府类投融资平台在不同历史阶段的运行方式和投融资能力，进而决定了其财富创造能力和获取各类偿债来源的能力。监管环境是指影响政府类投融资平台从事经营和投融资活动的外部监管规则体系，主要涉及的监管部门包括财政部、发改委、银监会等。监管内容包括地方政府债务负担情况；政府类投融资平台企业公开发行债券的审核和对募投项目的监管；银行等金融机构对政府类投融资平台的信贷支持等。

(2) 经营分析

企业地位与规模：上海资信认为，企业规模的大小在一定程度上反映政府类投融资平台企业的风险抵御能力。通常情况下，规模较大的平台企业在一定程度上拥有相对较多的可支配资源，能够产生相应的规模效益。

政府类投融资平台企业的地位决定了其所拥有的资产质量、所享受的优惠政策以及在当地银行或资本市场进行融资的便利程度，即决定了其市场竞争地位的高低。对于平台地位的考察，上海资信主要关注其是否为区域内唯一或非常重要的一级投融资平台，或是否为某一重要领域的唯一投融资平台。如果是，则表明平台企业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程度的支持；而如果平台企业为区域内一级投融资平台的子公司或孙公司，则其平台地位相对较低，获得地方政府支持的力度可能相对较弱。

投融资分析：平台企业融资分析主要包括平台企业的融资渠道多元化程度，包括银行借款、集团借款、关联方资金支持、债券募集、资产证券化、股权募集或其他融资渠道的融资规模总量，以及

变化情况。同时，上海资信也关注平台公司各融资渠道的稳定性和融资成本。

投资分析主要考察平台公司项目的建设及运营能力，考察受评对象建设项目的数量、质量、工期执行情况、经营模式、资金平衡方式等，以及项目完工后的处置安排。

经营多元化：当前我国政府类投融资平台企业所从事业务类型主要包括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。其中，城市基础设施建设和土地开发整理类为大部分平台公司的核心业务，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回购及结算行为影响较大，业务单一可能导致平台公司面临收入和利润大幅波动的风险，因此，多元化经营有利于分散平台公司的经营风险。

(3) 公司治理及管理

政府类投融资平台企业的股权基本由（地方）政府或其全资企业持有，能否规范治理、严格经营运作是保证平台有效运行的重点考虑因素。良好的公司治理结构有助于保障公司顺畅运行，并能较好地保障债权人的利益，反之则会对企业的信用品质产生负面影响。

考察平台企业治理和战略管理水平，主要从企业内部治理结构完善程度、信息透明度、股东控制水平、业务和财务策略的匹配程度等方面进行。上海资信主要关注以下几方面：

股权结构的清晰程度：分析受评主体的实际控制人或拥有表决权的股东在股东会决策机制中所承担的角色和发挥的作用；评估受评主体的股东会、董事会及监事会设置是否齐全，以及三会人事任免制度是否健全。

内部控制：评估受评主体是否建立了完善的内部控制制度，重点考察投融资制度、资金管理制度、财务制度等核心制度；对于已经建立的各项内部控制制度则评价受评主体对各项制度的执行情况

项目风险管控：评估项目投资决策的推进路径，投资风险的控制

制以及单个项目投资对平台公司资金链带来的冲击。多元化业务中关联产业的协同效应和管理风险控制能力。

其他因素：外部支撑因素在特殊的情况下可以使企业的信用水平产生本质性的提升，如股东的支持、政府的支持。股东对于企业的支持，通常体现在融资支持、资金支持等。政府的支持也能有效提升企业的财务弹性和竞争力，主要包括财政资金支持、国有资产注入、政策支持、融资支持等。

同时，上海资信也会关注平台企业的重大特殊事件（历史债务违约、重大兼并收购、管理层重大人事变动）对企业信用质量的影响。

2、定量要素

➤ 会计信息质量

企业会计政策的一致性和可比性是上海资信进行企业信用质量和信用稳定性分析的基础。在分析会计政策时，还应重点关注折旧政策、坏账准备计提政策、存货计价方式等。在实施会计政策比较分析后的特定情况下，还需要进行必要的调整，确保财务指标的可比性。

会计信息质量是企业会计政策执行的重要体现。上海资信将根据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对企业的信用质量和稳定性进行评价。

➤ 资产质量与资本结构

企业的资本包括债务资本和权益资本。上海资信对资本结构的分析主要围绕资本来源和财务杠杆，重点关注后续的债务压力及期限结构。

从债务资本看，首先关注债务的期限结构，及长短期分布的合理性；其次是债务融资渠道的多元化；第三关注债务融资的成本。在评价债务结构合理性时，还需要结合企业经营活动的特点，及所采取的经营策略，即在大规模扩张产能时，更多需要通过长期债务

或权益资本支撑。同时，还需要考虑资产结构和债务结构的匹配程度。权益资本方面，除权益资本的规模会对企业的财务杠杆产生影响外，还关注了权益资本的稳定性。一般而言，股东对利润的分配，会造成权益资本实力的下降，进而导致财务杠杆的上升。

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在行业环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。上海资信主要衡量指标包括资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率等。

资产质量的分析重点是平台公司资产中占比较大的科目，主要包括土地、工程施工、开发成本、应收工程款、应收往来款等，分布于应收账款、其他应收款、存货、在建工程及无形资产等科目。资产的变现能力和价值合理性是资产质量的评判出发点，因此，重点关注应收款项数额、集中度及账期，土地的位置、面积、性质、抵押及开发情况，在建工程实际进展情况等。

➤ 现金流

现金流为企业偿还债务的直接来源，同时也是支撑企业扩大再生产的内在因素，是体现企业支付能力的直接因素。

经营活动现金净流量是平台公司偿还债务的重要来源，值得重点关注。对于主要以基础设施建设及土地开发整理等公益性业务为主的平台公司，需要重点考察建设项目的资金来源、建设周期、建设方式、政府对建设项目完工后的处置安排，在此基础上分析判断建设项目建设期的现金流状况。项目建设完工后若由受评企业负责运营，则需进一步分析运营期的盈利模式、政府采购或政府补贴机制。

经营活动净现金流将首先用于支付短期债务的偿付，因此经营活动净现金流与短期刚性债务，流动负债，刚性负债等不同偿付优先级债务的比率，可以评价经营活动净现金流对不同类别债务偿付的保障程度。

平台企业除了日常经营以外，还涉及新项目投资等资本性支出，

经营活动获取的净现金流也需用于资本性开支。因此，有必要考虑企业在扣除资本性支出后可用于短期债务偿付的现金流量规模与各类负债之间的比率，主要指标包括非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率、非筹资性现金净流入量与流动负债比率、非筹资性现金净流入量与刚性债务比率等。

➤ 偿债能力

在现金流不足以覆盖债务的情况，资产变现对企业的偿债能力而言就显得尤为重要。流动性分析主要是考察企业资产对债务的覆盖程度以及资产质量（价值、变现能力、变现速度、变现难易程度）。从资产流动性而言，现金类资产、速动资产和流动资产的变现能力依次减弱，上海资信分别通过现金比率、速动比率和流动比率三个指标来评价不同变现能力的资产对流动负债的覆盖程度。

企业流动负债中偿付及时性要求最高的是刚性负债，主要包括短期银行借款，应付票据等，因此变现能力最强的流动资产（现金类资产）应当优先考虑用于偿付短期刚性债务，上海资信主要使用短期刚性债务现金覆盖率指标来评价现金类资产对短期刚性债务偿付的保障程度。

上海资信关注企业利息负担情况，上海资信认为企业当年息税前利润至少应当覆盖当年的全部利息支出，否则可能会导致未来偿债能力减弱。

此外，良好的筹资能力、突出的行业地位、与下游较强的议价能力，均能提高企业的流动性及财务弹性。

➤ 盈利能力

盈利能力是政府类投融资平台企业长期发展的基础，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，平台公司偿债能力越强，债务风险越低。

由于目前国内政府类投融资平台企业从事的主要业务包括基础设施建设、公用事业运营和与基础设施相关的资产运营和管理，一般来说，该类业务的公益性较强，盈利能力较弱。政府补贴收入往

往是公司重要的收入和利润来源。上海资信关注的盈利能力指标主要包括净利润率、营业利润率、总资本收益率和净资产收益率。

营业利润率高则说明该企业更可能具有足够的资金积累去保证经营的连续性。同时，更高的盈利水平也意味着企业在面对不利外部环境时有更大的调整空间。

此外，上海资信也关注企业资本获利的能力，包括权益资本和总资本获利能力。总资本报酬率是从企业整体可动用资源的角度评价企业的获利能力。

➤ 或有事项

对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对受评主体的偿债能力产生负面影响，成为受评主体经营的不利因素。上海资信在衡量或有事项时对涉及或有事项的各要素进行全面分析。当涉及对外担保事项时，评价要点包括但不限于被担保企业的信用状况、经营情况、被担保事项涉及的金额等；涉及未决诉讼或仲裁的，评价事项涉及的金额、事项的社会效应等内容。

上海资信主要通过担保比率、被执行金额与净资产比率等指标评价或有事项对受评主体的影响程度。