

中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法

（地方投融资平台）

CCXI_140200_2014_01

前 言

依据我公司评级管理制度的规定，为适应业务发展的需要，不定期对评级方法进行修订。此次公布的《中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）》（以下简称“本方法”）是经过讨论后重新修订完成的。

本方法借鉴穆迪有关美国地方政府及美国以外州和地方政府评级方法、美国市政债评级方法、政府相关发行人评级方法等，并充分考虑了中诚信国际中国地方政府信用评级方法以及中国地方投融资平台的业务模式、发展特点以及财务特征等方面的因素。本方法主要阐述中诚信国际如何评价中国地方投融资平台的信用风险，以及如何给出相应的信用等级，从而为进一步评价该类企业的信用水平和偿债能力提供基础。

本方法的主要目的是帮助投资者、发行人以及其他相关机构了解我公司如何从定量和定性两个方面评价被评级对象的信用风险，本报告包括了评级过程中所考虑的具有行业特点和行业内共性问题的最重要因素，这些因素将对被评级对象信用等级的确定产生重要影响。需要特别指出的是，本方法没有覆盖评价被评级对象信用风险时考虑的全部因素，如跨行业的系统性风险和个别企业的特殊事件等因素。

本方法适用的地方投融资平台企业应具备公益性或准公益性，从事全部或部分非经营性业务，对政府支持、补助的依赖性较强等特征。

有关地方政府信用等级评定请参考《中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方政府）CCXI_160100_2014_01》。

本方法经公司信用政策委员会审议通过，自 2014 年 5 月 1 日起公布执行。

一、 中国地方投融资平台企业风险特点

（一）既具有一定的市场属性，又具有一定的公益属性

一般来说，地方投融资平台（以下简称“平台”、“融资平台”或“平台企业”）的本质是具有投融资功能的地方国有企业，主要表现为地方城市建设投资公司（以下简称为“城投公司”、“城投企业”）。典型的城投企业，利用土地等资源或资产来进行抵押融资，所获资金用于土地一级开发或城市基础设施建设，进而再利用地方政府的土地出让收入返还或财政补助来弥补成本偿还债务。平台企业建立的初衷是地方政府为了满足融资和建设的需要，构建的一个兼具融资和投资功能的平台，既具有一定的市场属性，又具有一定的公益属性，可谓双重体的结合。

随着监管部门对地方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不仅仅有土地一级开发、基础设施建设、保障房建设，还有房地产开发、建筑施工、高速公路、地铁、公共交通、公用事业，乃至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。

可见，无论平台的功能如何变化，业务扩展到何种地步，只要作为平台属性最核心的投融资和建设性的职能没有发生变化，它仍然是具有平台性质的企业。这一点则是区分平台类企业和一般的产业类公司的最大不同。

（二）业务模式的独特性、复杂性：兼具非经营性和经营性业务

一般来说，平台企业业务模式与其自身的定位和发展阶段有很大关系。处于发展初期的平台，这类平台企业的业务主要围绕如何进行融资以及安排资金投资，比较典型的业务有土地一级开发（整理），路桥基建、重要工程等。这类平台基本上都围绕土地来“做文章”，跟地方的“土地财政”紧密联系在一起。

随着融资发展的需要，地方政府逐步将市政公用业务、部分国有股权等注入到平台企业中，这使得平台获得了水电燃气、公交等准公益性的运营业务。此时，平台承担了关系国计民生的重要产品的生产或服务。

进而，一些大的省级或市级平台企业经过整合重组，装入了地方国有的资源类、产业类、交通类公司等资产（包括上市公司股权），形成了横跨多个行业，

兼具多种职能，体现多种价值的地方国有投资控股集团。这类企业同时又肩负起国有资产保值增值的重任，但同时，还承担了地方重大项目投融资和建设任务。

（三）与地方政府的关系：平台企业“更近”，对地方政府有很强的依赖性

平台企业与纯产业类国企背后的实际控制人都是地方政府，但它们与地方政府的关系具有一定的差异。从广义来讲，它们都属于政府相关发行人，与地方政府有着密切联系。但这种关系的程度和表现则不同。一般纯产业类国企，侧重于某个竞争性或垄断性产业，从法律关系层面来看，政府向公司派出董事或管理人员，并不会直接干涉其日常运营，企业享有较大的经营自主权，所谓“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的市场主体。政府凭借征税权获得企业创造的税收，凭借股东地位获得企业创造的国有资本经营收益，通常来看，政府从该类国企获得的税收较多，近年来对于此类国企的补贴逐渐减少甚至消失。

而平台企业，侧重于非经营性产业或者公用事业，地方政府对其管理的行政色彩更浓。平台企业承担地方政府指定的公益性或非经营性项目，市场化的收入较少，大多来自土地出让收入、代建收入，即从地方政府获得的收入，除此之外，补贴收入占比较大。平台企业在项目规划、批复、建设、回购，土地整理出让等环节都与地方政府有更为密切的关系。因此，平台企业一般对地方政府的依赖性更强。

二、 评级方法

在上述行业企业风险特点的基础上，确定衡量行业企业评级的基本因素，并通过具体的指标来考量这些基本因素，将各指标的结果通过标准化的区间处理，并由信用评级委员会最终评定企业的等级。单个指标与最后结果不具有完全的映射关系，本方法的映射结果与最终评级结果也不存在绝对的对应关系。本方法的映射结果是信评委的重要参考条件，综合结果还需要信用评级委员会的综合判断。

（一）评级因素

地方投融资平台的信用等级由两大因素决定：其一，平台企业所属地方政府的基础信用；其二，平台企业自身的信用。

地方政府信用是平台信用的基础，它衡量的是受评平台企业所属地方政府

偿还所负担债务的能力和意愿。鉴于平台企业自身的功能、定位、业务类别以及与地方政府的关系，地方政府信用构成了平台信用的基础。受评平台企业的地方政府的基础信用从地方经济、财政实力、偿债能力、体制环境和外部支持 5 个方面来考察。

平台企业自身的信用，分为三个考量因素，即财务表现、重要性和公司治理。财务表现，是从一般企业的角度来看待平台的资本结构、盈利能力、偿债能力以及现金流等指标；重要性则是从平台企业与地方政府的关联度和支持度的角度来判断平台企业在偿债出现困难或危机时，从地方政府获取相应支持的可能性、支持程度，以及平台违约与地方政府信用违约的关联概率；公司治理主要考察平台运营管理的规范性、合规性。中诚信国际在评级过程中，首先对受评地方政府作出信用评级，之后，将平台企业自身的评级纳入其中再考量，最终确定受评平台企业的综合信用等级。¹

从评级过程和步骤来看，确定平台企业的信用等级分为四步：

- 1) 确定受评平台企业所属地方政府基础信用；
- 2) 确定平台企业自身信用；
- 3) 确定两个实体之间违约关联性（关联度）；
- 4) 确定政府给予特殊支持的可能性（支持度）。

1、地方政府的信用水平

详细内容请参考《中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方政府）CCXI_160100_2014_05》。

2、财务表现

财务表现是从一般企业的视角考察平台的资本结构、盈利能力、偿债能力以及现金流等方面。与一般的企业类似，平台企业在会计上有完整的资产负债表、利润表和现金流量表，采用权责发生制的核算方法。因此，平台企业具备财务分析的基础。

3、重要性

平台企业对地方政府的重要性主要考量的是平台企业与其背后的地方政府

¹ 本方法并不是在地方政府信用评级方法和模型基础上对政府信用和平台信用的简单叠加，而是遵循政府信用为基础，平台信用以及平台与地方政府关系为考量因子的逻辑思路，进而对地方政府信用和平台信用及其关系的深层次拟合而成。

的关系和地方政府对平台企业的支持程度。实践中，我们主要选取了收入依赖性和平台地位两个方面来考量。

4、公司治理

良好的公司治理结构有助于企业经营决策的科学性及合理性，同样有助于企业管理政策的执行和经营目标的实现。而治理结构的不完善可能会使经营决策的制定和执行缺乏科学性、规范性以及有效性，进而增加了经营风险。同时，反映公司治理水平的战略规划合理性、财务报表质量和关联交易等情况也是企业信用评级重点考虑的风险因素。

平台企业的公司治理一定程度上反映了平台运营管理的规范性、合规性，我们主要从管控能力和信息披露来考量。

（二）指标与衡量方法

1、地方政府信用水平的衡量指标

| 表 1：地方政府信用评级总体框架和指标体系 | | | |
|-----------------------|-----------|---|--|
| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标 | |
| 地方经济 | 资源禀赋及发展条件 | 地方能源、矿产性资源储量及集中度 资源开发及控制能力 地方基础设施水平 其他优势资源或特殊政策等 | |
| | 经济规模及结构 | 地区国内生产总值（GDP） 人均地区国内生产总值（人均 GDP） 三次产业结构 支柱产业发展程度 | |
| | 经济增长弹性 | 地区国内生产总值（GDP）增速 支柱产业发展潜力 资源利用的可持续性 | |
| 财政实力 | 地方财政收入规模 | 公共财政预算收入 地方综合财力 政府性基金预算收入 | |
| | 地方财政收入稳定性 | 税收收入/公共财政预算收入 政府性基金预算收入/地方综合财力 | |
| | 财政平衡率 | 财政平衡率 | |
| | 财政灵活度 | 刚性支出/公共财政预算支出 专项转移支付/税收返还和转移支付 | |
| 偿债能力 | 债务规模 | 政府性债务余额 | |
| | 债务负担 | 负债率 | |

| | | | |
|------|----------|--|--|
| | | 债务率 | |
| | 流动性 | 偿债率 (可支配财力+证券化国有企业股权+金融类资产)/地方政府性债务余额 | |
| 体制环境 | 财政级次 | 行政体制 财政体制 财政级次 | |
| | 地方政府治理水平 | 政府的行政效率 财政透明度 | |
| | 金融发展水平 | 金融机构分布 企业贷款规模 金融企业盈利水平 特殊金融政策 | |
| | 体制和政策 | 特殊行业政策 地区发展政策 | |
| 外部支持 | 经济重要性 | 上级政府税收返还和转移支付/地方综合财力 地区 GDP/上级政府 GDP | |
| | 政治重要性 | 政治支持表现 | |
| | 支持实力 | 上一级地方政府信用等级 | |
| | 支持意愿 | 历史上的支持表现 | |

2、财务表现的衡量指标

- 总资产=流动资产+非流动资产=所有者权益+总负债
- 总资本化比率=总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))
- 总债务/EBITDA=(长期债务+短期债务)/(利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销)
- 再融资能力

平台企业经过初次融资后的融资活动,都可视为再融资。平台企业的再融资能力取决于平台企业与银行等金融机构的关系,平台发行债券的便利程度等方面。比如授信额度、银行的流动性支持、以往发行债券情况等。

➤ 资产质量和流动性

对于平台企业来说,资产构成中,部分资产具有准公益性或盈利能力不强,比如公用事业类资产或基础设施类的在建工程,另外,土地价值受市场状况的影响变现存在一定的不确定性。资产质量和流动性主要表现在经营性资产的比重及盈利能力的大小,土地及优质国有股权的变现能力和增值程度等方面。

3、重要性的衡量指标

➤ 收入依赖性

通常情况下，如果平台企业收入的绝大部分均来源于地方政府时，一旦地方政府出现违约，该平台企业随后也出现违约的可能性就很高。例如，政府采取 BOT 或 BT 方式运营的项目，平台企业往往以政府定期支付的回购资金作为偿还债务的主要来源，一旦地方政府出现违约，资金未能如期到位，平台也很可能出现违约，这种情况下，两者违约的相关性很高。而对于收入来源对地方政府依赖度较低的企业，如果地方政府出现违约，对其现金流不形成重大影响，中诚信国际则认为两者违约的相关性较低。

➤ 平台地位

平台的地位往往是决定其获得地方政府支持力度大小的一个重要因素。一般而言，一个地区的地方政府成立了多家平台企业，这些平台企业分别执行不同的业务或业务重叠，此时，平台在地方政府中的地位和排序是我们考量的重要因素。

4、公司治理的衡量指标

➤ 管控能力

平台企业的管控能力主要从财务、战略和运营等方面来考量。平台企业的管控能力体现在其对子公司的管理控制能力，自身运营的独立性和有效性，财务和资金的独立性和规范性等方面。管控能力是平台企业治理能力的重要表现。平台具有较强的管控能力，意味着自身风险把控得当，公司治理程度较好。

➤ 信息披露

信息披露主要是指平台以募集说明书、公告以及定期财务报告和临时报告等形式，把公司及与公司相关的信息，向投资者和社会公众公开披露的行为。平台企业的信息披露的质量、及时性和有效性十分重要。信息披露较为完备的平台，意味着其公司治理较为规范。

分析财务报表的质量，包括对报表的真实性、审计机构的资质、会计政策及会计估计调整的合理性等方面的判断。另外，关联交易情况主要关注关联交易的规模和定价方式等。财务报表、关联交易等信息披露质量高有助于获取较高信用评级。

（三）评级框架

在本方法中，中诚信国际通过分析风险点，明确具体两大因素，通过 4 个二

级指标，14 项三级指标数值分布区间来评定综合分数，同时结合指标间的特殊差异化分析、行业特征、个别事件等其他因素由信用评级委员会评定企业的最终信用等级。具体如下表：

| 表 2：评级总体框架和指标体系 | | |
|-----------------|----------|--|
| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标 |
| 地方政府基础信用 | 地方政府信用水平 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 地方经济 ➤ 财政实力 ➤ 偿债能力 ➤ 体制环境 ➤ 外部支持 |
| 平台企业自身信用 | 财务表现 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 总资产 ➤ 总资本化比率 ➤ 总债务/EBITDA ➤ 再融资能力 ➤ 资产质量和流动性 |
| | 重要性 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 平台地位 ➤ 收入依赖性 |
| | 公司治理 | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 管控能力 ➤ 信息披露 |

附录

总资产=流动资产+非流动资产=所有者权益+总负债

总资本化比率=总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

总债务/EBITDA=（长期债务+短期债务）/（利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销）

EBITDA = 利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

总债务=长期借款+应付债券+短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

| 联系人 | 部门 | 职称 |
|-----|------------|------------|
| 林 斌 | 政府与公共融资评级部 | 分析师 项目经理 |
| 关 飞 | 政府与公共融资评级部 | 高级分析师 高级经理 |
| 李 燕 | 政府与公共融资评级部 | 高级分析师 副总经理 |



中诚信国际信用评级有限责任公司
(穆迪投资者服务公司成员)

地址: 北京市复兴门内大街 156 号

北京招商国际金融中心 D 座 7 层

邮编: 100031

电话: (86010) 66428877

传真: (86010) 66426100

网址: <http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD

An Affiliate of Moody's Investors Service

ADD: 7TH Floor, Tower D.

Beijing Merchants International Finance Center

No.156, Fuxingmennei Avenue, Beijing, PRC. 100031

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>