



中诚信国际基础设施投融资评级方法

140000_2018_01

2018年5月7日

前 言

依据中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）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《中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01》（以下简称“本方法”）是经过讨论后于 2018 年重新修订完成的。本次修订是考虑到行业监管体系的新变化及基础设施投融资公司未来发展的新趋势，对评级框架和部分指标进行了调整。

本方法借鉴国外的地方政府评级方法、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基础设施投融资公司的业务模式、资产结构、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基础设施投融资公司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理论基础。

本方法的主要目的是帮助投资者、发行人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主要因素，这些因素将对受评对象信用等级的确定产生重要影响。需要特别指出，本方法没有覆盖评价受评对象信用风险时考虑的全部因素，如跨行业系统性风险和个别企业特殊事件等因素。

本方法适用的基础设施投融资公司应具备一定的公益性或准公益性，或从事全部或部分非经营性业务，或大部分投资项目能带来较强的社会效应，且具有对政府支持、补助的依赖性较强等特征。根据《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号文）（以下简称“43 号文”），未来基础设施投融资公司或将剥离公益性资产或业务，其定位或将发生一定变化。若条件发生实质性变化，基础设施投融资公司或将转变为一般地方国企，或将不再适用本评级方法。

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_2017_02》。

本方法经中诚信国际信用政策委员会审议通过，自 2018 年 4 月 27 日起公布执行，原《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_2017_02》自本方法公布执行之日起废止。

一、中国基础设施投融资特点

（一）业务属性：既具有一定的公益属性，又具有一定的市场属性

基础设施投融资公司（以下简称“基投公司”）设立的初衷是地方政府为了满足基础设施建设的需要，构建的兼具融资和投资功能的企业，其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。设立初期典型的基投公司，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。基投公司不以利润最大化为主要目标，而主要服务于地方的发展建设，具有一定的公益属性。

随着基投公司自身的发展及监管部门对基投公司的管理逐步规范和加强，基投公司也由单纯的投融资及建设主体演化为具有多重复杂“身份”或职能的地方国有企业。基投公司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，还可能涵盖了房地产开发、建筑施工、高速公路、地铁、公共交通、公用事业等领域，乃至演化为国有的投资控股集团，既有部分盈利能力偏弱的公益性业务，也有部分可形成可观现金流的市场化运营业务，基投公司既具有一定的公益属性，又具有一定的市场属性。

但无论功能如何变化，业务扩展到何种地步，只要受评对象仍承担区域开发、基础设施建设和运营职能，业务涉及部分公益领域、以服务地方发展为目标，便仍是具有基础设施投融资职能和定位的企业。这一点是基投公司和一般产业类公司的最大不同之处。

（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，基投公司业务模式与其自身的定位和发展阶段有很大关系。处于发展初期的基投公司，业务主要围绕如何进行融资以及安排建设资金，比较典型的业务有土地一级开发（整理）、基础设施建设和保障房建设等。这类基投公

司基本上都围绕土地来开展业务，跟地方的“土地财政”紧密联系在一起，主要致力于完善地方基础设施，业务的经营性偏弱。

随着融资和自身发展的需要，地方政府逐步将市政公用业务、部分国有股权等注入到基投公司，基投公司便获得了水电燃气、公交等准公益性的运营业务。此时，基投公司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基投公司经过整合重组，装入了地方国有的资源类、产业类和交通类公司等资产（包括上市公司股权），形成了横跨多个行业，兼具多种职能，体现多元化价值的地方国有投资控股集团。这类企业在承担地方重大项目投融资和建设任务的同时又肩负起了国有资产保值增值的重任。

不同发展阶段的基投公司业务模式也不尽相同，但这些公司一般都存在一部分非经营性或需要特许经营权的业务，这些业务往往对国计民生会产生重大影响。

（三）与地方政府关系：业务及资金往来密切，对地方政府有很强的依赖性

基投公司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的关系存在一定的差异性。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不同。

一般纯产业类国企，业务侧重于某个行业，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，企业享有较大的自主经营权，是自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的市场化主体。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运营收益，而从政府对国企的支持行为来看，近年来政府对于此类国企的补贴逐渐减少甚至消失。

基投公司承担了地方部分公益性或非经营性项目的开发建设，业务交易方多为地方政府，在项目规划、批复、建设、回购及土地整理出让等多个环节都与地方政府有更为密切的关系，且基投公司收入大多来自土地出让收入、代建收入等从地方政府获得的收入，资金往来方面也与政府更为密切。除此之外，由于基投公司定位及所承担业务的独特性，其盈利能力相对较弱，从地方政府获得的补贴收入也较一般纯产业类国企更多，基投公司对地方政府的依赖性更强。

二、 评级方法

中诚信国际在上述行业风险特点的基础上，确定了衡量基投公司评级的基本因素，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，最终由信用评级委员会评定基投公司的信用等级。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用评级委员会的重要参考条件，最终结果还需信用评级委员会的综合判断。

（一）评级因素

基投公司的信用等级由两大因素决定：其一，基投公司自身信用；其二，基投公司获得外部支持的程度。

基投公司自身信用，包含三个考量因素，即财务表现、业务运营和公司治理。财务表现，是从一般企业出发，同时参考基投公司财务核算的特点，从资本结构、资产质量和流动性、营运及回款情况以及财务弹性等指标来看待基投公司的财务水平；业务运营，主要从业务稳定性和可持续性方面考核基投公司的业务运营能力；公司治理，主要从规范运作、管控能力和信息披露三方面来衡量公司的治理水平，主要考察公司运营管理的规范性和有效性。

基投公司获取外部支持的程度主要通过支持评级来衡量，具体体现在外部支持意愿和支持能力两个方面。

中诚信国际在评级过程中，首先对基投公司自身做出信用评级，再结合基投公司的重要性确定地方政府对公司的支持意愿，同时结合地方政府支持能力考察地方政府给予公司特殊支持评级的可能性；综合之后，确定公司的最终信用等级。基投公司最终的信用等级是遵循以基投公司自身信用为基础，在充分考虑外部支持程度后对基投公司信用的综合评判。

从评级过程和步骤来看，确定基投公司的信用等级分为三步：

- 1) 确定基投公司自身信用；
- 2) 确定基投公司的重要性（支持意愿角度）；
- 3) 确定政府给予特殊支持的能力（支持能力角度）。

1、基投公司自身信用

1) 财务表现

财务表现，是从一般企业出发，同时参考基投资公司财务核算的特点，从资本结构、资产质量和流动性、营运及回款情况以及财务弹性等指标来看待基投公司的财务水平。与一般的企业类似，基投公司在会计上有完整的资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益变动表，采用权责发生制的会计核算基础。因此，基投资公司财务报告具有普遍性，但其财务核算又有自身的特点，为此，中诚信国际根据基投资公司财务核算的特点，设置了相关指标。

从资本结构来看，基投资公司由于承担了基础设施或土地开发等任务，存货、在建工程以及无形资产等科目占比较高，加之地方政府对基投公司的资产注入，使得基投资公司资本公积普遍较大，因此，总资产和所有者权益规模是衡量基投资公司体量的重要考量指标。

从债务结构来看，一般而言，基投资公司长期债务占比较高，与基础设施项目建设周期长的特点相匹配。由于基投资公司多与当地政府及其相关部门、同区域内其他基投资公司或国有企业存在大量往来款，以有息债务为基础的总资本化比率比资产负债率更适合考核基投公司的长期债务压力，以不包含往来款项的货币资金/短期债务的指标来考察基投公司的短期偿债能力更为准确。

从盈利能力来看，基投公司的收入主要来源于代建收入、土地开发收入和保障房开发收入等，由于基投资公司有一定的公益性或准公益性、承担部分非经营性业务，其自身盈利能力普遍较弱，收入和利润对地方政府的依赖程度较高，利润总额可能主要来自于以地方政府补助为主的营业外收入等，无法体现公司自身的造血能力强弱，使用经营性业务利润这个指标更能反映公司自身的盈利能力。

从回款情况来看，基投资公司由于其特殊定位与职能，与当地政府及其相关部门、同区域内其他基投资公司或国有企业存在大量往来款，应收类款项占总资产的比重较大，资金被长期、大额占用的情况非常普遍，款项回收有一定难度，一般情况下基投公司的收现比偏低，中诚信国际通过收现比这个指标来衡量基投资公司主营业务获取现金流的能力。

从财务弹性来看，公司再融资能力越强，财务弹性越好，抗风险能力越强，违约风险越低。基投公司的再融资能力取决于基投资公司与银行等金融机构的关系、在公开市场上的融资渠道是否畅通等方面，较强的再融资能力可获得更高的

银行授信额度、流动性支持等。实际操作中，对外担保占净资产的比重、受限资产占总资产的比重两个指标会影响银行做出资金支持的判断及公开市场上的融资情况，因而中诚信国际使用上述两个指标衡量公司的再融资空间，判断公司的财务弹性。

2) 业务运营

对基投公司业务运营的考察主要从业务稳定性和可持续性两个方面展开。基投公司的典型业务包括土地整理、基础设施建设及保障房建设，在基投公司发展或转型过程中，业务范围或经营方式均可能发生变化，而业务的稳定性和可持续性，将直接影响到公司是否可获得稳定及持续的现金流覆盖到期债务。因而我们需要关注，基投公司在发展过程中：是否承担原有的职能和业务，业务范围是否有变化，业务是否具有持续性；土地一级开发和代建的交易对手方有无变化，结算模式有无变化；公司现有的市场化业务板块的运营情况，所占市场份额的变化情况；未来是否有新的业务或收入来源（或规划）等。通过判断公司业务稳定性和可持续性，来衡量公司业务是否可持续为公司提供稳定的现金流，以及公司业务未来的发展方向。

3) 公司治理

基投公司的公司治理主要从规范运作、管控能力和信息披露三个维度来考量。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，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。

规范运作主要包括企业独立运作、健全的治理结构和决策机制、规范党政机关公务人员在企业兼职（任职）等方面。基投公司的独立运作主要体现在人事任免、日常经营和财务资金等方面，建立符合时代要求、健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度是地方国有企业转型升级的必修课，这也是考察基投公司规范运作的考量因素。

基投公司的管控能力主要从财务、战略和运营等方面来考量。基投公司的管控能力体现在自身各部门运作的有效性、成本费用的控制、流动性的把控以及对子公司的管理控制能力等多方面。管控能力是基投公司治理能力的重要表现，公司具有较强的管控能力，意味着对自身经营和风险有较好的把控，可减少风险

事件发生的概率，并有较强风险规避能力。

信息披露主要是指基投公司真实、准确、完整地披露自身财务信息和项目信息及企业其他相关信息，主要包括公告、定期财务报告和临时报告等。基投公司信息披露的质量、及时性和有效性对评级行为及投资者获取信息均十分重要。信息披露较为完善的公司，也意味着其公司治理相对规范。评级人员在采取评级行为时，通过对公司财务报告的质量及重大事项披露的及时性和准确性等进行判断，来评定公司信息披露的质量。

2、基投公司的重要性

评价基投公司的重要性，包括地位重要性、业务重要性和区域重要性三个方面，即通过考察基投公司与当地拥有相似定位和业务的企业的地位差异、参与公益类或准公益类业务的程度以及对地方融资环境和舆论的影响程度等方面判断政府在多大程度上愿意支持公司发展。

1) 地位重要性

基投公司的地位是决定其获得地方政府支持力度大小的一个重要因素，衡量基投公司地位重要性的三个考量因素包括基投公司承担投融资职能的程度、投资项目的重要性及公益性职能保留程度。43 号文等相关规定均禁止基投公司为地方政府融资，但在转型过程中，基于自身发展，基投公司仍承担着一定的投融资及城市建设职能，承担的投融资及城市建设职能越大，其对区域发展及建设的重要性越高，将获得更多的地方政府支持。投资项目对地方的重要性，也是判断基投公司地位的重要因素。基投公司承担地方基础设施建设和土地开发等任务，其中不乏国家、地方重点工程项目，这些项目对地方经济发展和民生建设具有重要意义，承担的项目重要性越高，其地位越重要，政府对其支持意愿越强，因而通过基投公司所承担项目对地方的重要性，可以看出不同基投公司在地方政府中的地位 and 排序。此外，43 号文确定了未来基投公司转型的大方向，随着基投公司原始职能被逐步剥离，其定位及业务范围可能发生较大变化，其自身公益性或准公益性职能或业务的保留程度，对其未来获得政府支持的程度会有较大影响。

2) 业务重要性

基投公司业务重要性主要通过参与土地类业务的程度、参与基础设施项目的程度和参与城市运营的程度三个方面考量。上述业务是基投公司的典型业务，均

具有一定的公益性或准公益性，且对当地发展与民生建设有重要意义。公司及其建设项目的顺利运转可以较好的带动当地经济发展和建设，但一旦公司发生信用事件，融资状况恶化、建设进度滞缓，当地区域经济发展及民生工程将受到较大影响。因而基投公司参与土地类业务、基础设施项目及城市运营的程度，可较大影响政府对公司的支持意愿。此外，由于土地整理、基础设施建设及城市运营类业务交易方多为地方政府，回款相对有所保障，坏账风险相对较小。

3) 区域重要性

地方政府对基投公司的支持意愿，一定程度上还取决于公司的信用水平对区域造成影响的程度，主要从公司信用水平对地方投融资环境和舆论的影响程度来考虑。当基投公司发生信用事件时，或将诱发市场投资人对该区域经济环境的不信任和对区域风险的担忧，从而提高了区域融资成本、加大了区域内企业融资的难度；而基投公司运营顺畅、有较好的融资溢价能力对于当地融资环境有较好的促进作用。因此，为了改善地方投融资环境、增强投资者信心，地方政府对拥有较大投融资环境影响力的基投公司的支持意愿就更强。另外，若基投公司信用事件对媒体等舆论影响程度较高，一旦出现负面或信用事件，事件通过媒体等渠道扩散较快，形成的舆论影响较大，地方政府支持该类基投公司发展的可能性就较大。因而，基投公司的信用水平可对所处区域的投融资环境和舆论环境产生影响越大，其区域重要性越强。

3、政府对基投公司提供支持的能力

地方政府可通过自身财力及协调各类资源对基投公司提供支持，主要从投入相关资源的能力、协调金融和其他资源的能力两个维度来判断。

1) 投入相关资源的能力

地方政府的信用水平可较大的影响地方政府对区域内基投公司提供支持的能力，地方政府的基础信用从地方经济、地方财政、偿债能力和外部支持四个方面来考察。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_2017_02》。

中国的地方政府对于地方资源也具有较强的控制力，比如经营性国有资产、土地等特殊资产或资源等。由于目前地方政府尚未编制或公开完整的资产负债表，还很难衡量地方真实的资产和负债状况。但基于当前体制，地方政府仍具有

较多的表内外资源，这些资源在必要的情况下可以释放和调动，也可通过协调资源用于增强基投资公司资金流动性。地方政府调动投入地方资源的能力包括一般性的日常支持，如注入资产或股权、给予企业补贴等，而地方债置换也能体现地方政府对企业支持及调动资源的能力。通过地方债置换，可有效减轻传统基投资公司的债务压力、促进企业健康发展，而地方政府可获得的置换地方债的额度，也体现了地方政府对当地基投资公司提供支持的能力。

2) 协调金融和其他资源的能力

地方政府对当地金融资源的控制和协调能力也能体现地方政府对基投资公司支持的能力，具体可以体现在通过协调当地金融机构增加基投资公司授信额度、降低融资成本、提供流动性资金等方式。需要观察在极端条件下，地方政府是否愿意通过协调区域内的金融机构，包括与地方政府具有密切合作关系的银行，帮助区域内的基投资公司实现“借新还旧”。

地方政府可协调和调动地方企业资源的程度也是衡量地方政府支持能力的重要标尺。各地通常拥有多个基投资公司及经营性企业，各企业的发展程度及资本实力不同，在基投资公司出现偿债压力时，拥有较强协调能力的地方政府可以协调其他发展良好的基投资公司、经营性企业或机构通过借款、往来款以及购买债权等方式减轻基投资公司短期债务压力，增加公司流动性，减小集中兑付压力和违约可能性。

(二) 评级框架与指标

1、基投资公司基础信用评级框架与衡量指标

在本方法中，中诚信国际通过分析 3 个一级指标、5 个二级指标、10 个三级指标数值分布区间来综合评定基投资公司的基础信用。具体如下表：

一级指标	二级指标	三级指标
财务表现	资本结构、资产质量和流动性	总资产
		所有者权益合计
		总资本化比率
		货币资金/短期债务
		资产质量
	营运及回款情况	应收类款项/总资产
		经营性业务利润
		收现比
	财务弹性	对外担保占净资产的比重
受限资产占总资产的比重		
业务运营	业务稳定性和可持续性	
公司治理	规范运作、管控能力和信息披露	

1) 财务表现的衡量指标

- 总资产=流动资产+非流动资产=所有者权益合计+总负债
- 所有者权益合计=总资产-总负债
- 总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）
- 货币资金/短期债务= 货币资金/短期债务
- 应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产
- 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用
- 收现比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入
- 对外担保占净资产的比重=对外担保金额/期末净资产
- 受限资产占总资产的比重=受限资产金额/期末总资产

2) 业务运营、公司治理和资产质量的衡量指标

- 业务稳定性和可持续性
- 规范运作、管控能力和信息披露

以上两个指标和财务表现中的资产质量指标，根据定性判断，确定相应的得分。

2、支持评级的评级框架与衡量指标

支持评级的程度，参考中诚信国际基投公司获得支持评级的评级理念和思

路，通过打分卡中定性程度的判断来衡量。打分卡每个二级指标下均有若干考量因素，每个考量因素根据程度不同均有相应的分值，可介于不同阈值之间给出具体的整数分值。具体判别规则和结果由信用评级委员会投票决定。

类别	一级指标	二级指标
支持评级	支持意愿	地位重要性
		业务重要性
		区域重要性
	支持能力	资源投入能力
		资源协调能力

3、基投公司最终信用等级的确定

中诚信国际在评级过程中，首先对基投公司自身做出信用评级，再结合政府支持意愿和支持能力确定的支持评级程度，以及分析基投公司发展阶段、指标间的特殊差异性以及个别事件等其他因素的影响，最终由信用评级委员会评定基投公司的信用等级。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。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，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

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。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、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陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、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造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

作者	部门	职称
吕修磊	政府融资评级部	总经理
安云	政府融资评级部	总监助理
陈思宇	政府融资评级部	高级分析师 高级经理
付东阳	政府融资评级部	高级分析师 高级经理

中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京市东城区朝阳门内大街
 南竹杆胡同2号银河SOHO 6号楼
 邮编：100010
 电话：(86010) 66428877
 传真：(86010) 66426100
 网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
 ADD:Building 6, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
 Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,
 Beijing,PRC.100010
 TEL: (86010) 66428877
 FAX: (86010) 66426100
 SITE: <http://www.ccxi.com.cn>