

城市基础设施建设企业 信用评级方法及模型

(RTFU002202208)



东方金诚国际信用评估有限公司

Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目 录

一、 概述.....	1
二、 适用业务类别.....	1
三、 城市基础设施建设企业信用风险特征.....	2
四、 评级基本假设和分析框架.....	2
五、 评级模型.....	5
六、 方法及模型的局限性.....	9

一、概述

（一）版本和制定日期

本方法及模型经公司技术委员会审议通过，版本编码为 RTFU002202208，自 2022 年 8 月 6 日起施行。

（二）制定或修订说明

本方法及模型由评级方法和模型工作组对 2019 年 8 月生效的《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型》的实施效果进行了评估，依据东方金诚的信用评级概念框架、五部委《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》等相关监管规定和自律指引进行修订。主要修订内容如下：

1、将评级模型调整为个体信用状况（BCA）+外部支持结构，其中个体信用状况由基础评分和调整项（不含外部支持）构成，外部支持以原基础评分模型中地区综合实力和基础评分模型外区域专营地位及外部支持调整项为基础调整而来。

2、基础评分以提升 BCA 级别区分度为导向调整了部分评级指标，在此基础上调整了相应指标的阈值及权重。

3、将原模型中与环境、社会责任、公司治理、财务信息质量相关的调整项合并为环境、社会和治理（Environmental, Social and Governance，以下简称“ESG”）评价，作为对受评企业个体信用状况的重要调整因素之一，并对其他定性调整因素进行了适当调整、优化。

4、针对外部支持，明确了外部支持方的支持能力和支持意愿评价指标、评价标准。

经测试，本次方法及模型的修订未对尚处于东方金诚信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

二、适用业务类别

本方法及模型适用于城市基础设施建设企业（以下简称“城投企业”）。城投企业是由各级地方政府及所属部门或城投企业作为出资人设立的企业法人，主要从事政府授权或委托的城市基础设施等公益性、准公益性或政策性项目的融资、投资、建设和运营业务。归类到城投企业的包括各类综合性投资企业，如建设投资公司、投资开发公司、投资控股公司、投资集团公司、国有资产运营公司等，以及行业性投资公司，如交通投资公司、文旅投资公司等。

近年来，随着“国发 43 号文”、“财政部 50 号文”等政策文件的相继发布，城投企业逐步进入转型调整期。未来，若城投企业职能和业务模式发生实质性变化，完全或基本不再从事公益性、准公益性或政策性项目的融资或建设，将不再适用本评级方法。

三、城市基础设施建设企业信用风险特征

城投企业作为基础设施项目投融资、建设、运营活动的主体，一般具有以下一些特点。

1. 地方国有背景突出。城投企业为地方国有企业，一般由地方政府部门、所属事业单位等出资设立。

2. 主营业务公益性及区域专营性显著。城投企业的主营业务一般以城市基础设施等公益性较强项目的建设运营为主，主营业务在区域内具有较强的专营性。

3. 盈利性较低、现金流不稳定。由于主营业务的公益性，城投企业盈利较低且对财政补贴依赖较大；现金流主要依赖于地方政府对建设项目的业务回款以及外部融资，稳定性较差。

4. 资产流动性较弱。城投企业资产普遍以变现能力较差的基础设施建设项目投入成本、政府注入的国有资产以及对政府部门等的应收款项为主，资产流动性较弱。

5. 政府支持力度很大。城投企业的基础设施建设职能对促进地方经济发展非常重要，地方政府通常对城投企业给予很大支持。

四、评级基本假设和分析框架

（一）评级基本假设

东方金诚的城市基础设施建设企业评级主要基于以下三个基本假设：

1. 持续经营假设

东方金诚通常假定受评主体处于持续经营状态，即受评主体在可以预见的将来有能力将现有生产经营活动持续下去，在此基础上进行相应的评级分析或预测。如受评主体出现破产清算、受到重大监管处罚、连续亏损、债务大幅上升、流动性枯竭等可能导致其持续经营能力产生重大疑虑的情形，东方金诚将改用非持续经营假设对评级分析或预测进行相应调整。

2. 企业业务结构相对稳定假设

东方金诚通常假定预测期内受评主体的业务结构与历史期相比没有重大结构性变化，因而基于受评主体的历史数据以及业务的自然增长特性做出相应评级分析或预测。当受评主体出现实际控制人变更、并购重组、发展战略和职能定位重大调整等结构性变化从而导致主营业务类型、业务模式、盈利模式等可能发生重大变化时，结构稳定性假设可能不再成立。

3. 治理和数据可靠性假设

东方金诚通常假定受评主体的治理机制足以保障其提供的数据是可以合理信赖的，因而引用受评主体提供的数据进行评级分析和预测。但如受评主体频繁更换审计机构、财务报表被审计机构出具否定意见或无法表示意见、公司治理和信息披露方面曾受到监管部门或自律机构处罚、引发了相关诉讼、经营或财务数据明显异常等合理怀疑情形，东方金诚将对已由其他中介服务机构出具专业意见的数据进行一般注意义务项下的审慎核查评估，对无其他中

介服务机构出具专业意见的重要数据进行特别注意义务项下的核查评估，并根据核查评估结果，对相应数据进行必要的独立计算、调整，或终止评级。

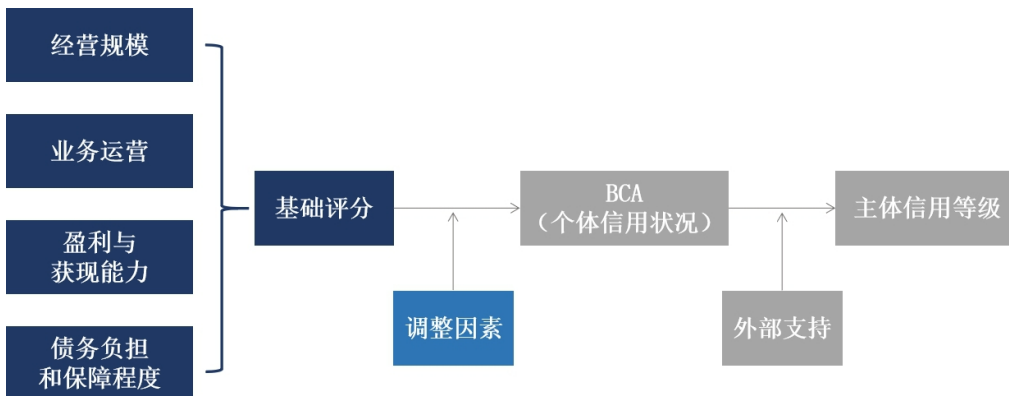
（二）评级分析框架

东方金诚对城市基础设施建设企业信用评级分为个体信用状况和外部支持两部分。

个体信用状况主要考察不考虑外部支持情况下受评主体自身的信用风险程度，包括基础评分和调整因素。基础评分主要考察受评主体的经营规模、业务运营、盈利与获现能力、债务负担和保障程度等。调整因素主要考察受评主体业务多元化、债务结构、财务弹性、资产质量、ESG（环境、社会和公司治理）和其他因素。

外部支持主要考察支持方对受评主体的支持意愿和支持能力。

图表 1：城市基础设施建设企业评级分析框架



（三）个体信用状况

1. 宏观经济及行业环境

宏观经济及行业环境是城投企业共同面临的风险。城投企业作为基建投资的重要参与主体，其所从事的基础设施投资建设是宏观经济逆周期调节的重要工具。因而城投行业发展总体呈现较强的“逆周期”特点，与宏观经济走势密切相关。

城投企业对行业政策敏感度高，受行业监管政策影响较大。近年来随着城投行业监管政策趋紧，包括地方政府隐性债务监管升级及城投融资审批政策收紧等，城投行业信用风险总体有所上升，信用分化进一步加剧。同时，随着地方政府融资职能的剥离和债务化解的需要，城投企业也逐步进入市场化的转型发展阶段。

2. 经营规模

经营规模是东方金诚在衡量城投企业信用评级时考虑的重要因素。城投企业作为基础设施项目投融资、建设、运营活动的主体，在基础设施建设和其他相关业务中的投入较大，相应会形成较大规模的存货、在建工程和经营性往来等资产，同时获得的资产注入往往较大，形成了较大规模的所有者权益和总资产。东方金诚以所有者权益（净资产）作为区分城投企业经营和财务实力的重要指标之一。

通常来说，所有者权益（净资产）相比总资产更能反映城投企业的经营规模和竞争优势。主要由于：1）资产规模大的城投企业往往承担了更多的基础设施建设和其他相关项目的建设 and 融资，而所有者权益（净资产）剔除了负债，特别是有息债务对资产规模的影响；2）所有者权益（净资产）可以更好地反映企业的资本实力，而资本实力更强的城投企业在获取金融机构授信支持等方面具有优势；3）在行业景气度下降时，资本实力更强的城投企业具有更强的抗风险能力。

3. 业务运营

城投企业典型业务多为基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等，这类主营业务的稳定性及持续性一方面将影响城投企业能否实现相对稳定的收入及现金流，另一方面将影响城投企业的未来的职能定位及发展方向。城投企业业务稳定性与持续性主要取决于其职能定位是否清晰、主营业务的运营模式是否稳定，以及在建和拟建项目情况等。

近年来随着监管政策的变化，城投企业经营性业务的占比总体有所提升。在城投企业职能未发生实质性变化的前提下，东方金诚将由此带来的业务多元化影响作为评级调整因素进行综合分析。一方面，业务多元化可为城投企业带来更为广泛的收益及现金来源，但另一方面，业务多元化意味着城投企业进入新的经营领域，相关的经营风险需予以关注。

东方金诚选取业务稳定性与持续性指标来衡量城投企业的经营状况，同时将业务多元化作为调整因素，以综合反映受评企业的经营实力。

4. 盈利与获现能力

不同于一般工商企业，城投企业的主营业务公益性较强，客户主要是地方政府或其授权机构。因此，城投企业一般自身盈利能力较弱，同时存在应收账款占比较高、项目结算较为缓慢、款项回收周期普遍较长等特点。但近年来随着监管政策的变化，城投企业转型逐步推进，部分城投企业自身造血能力亦有所提升，盈利状况及现金回收情况逐步改善。东方金诚主要通过净利润、净资产收益率和现金收入比等指标对城投企业盈利与获现能力进行衡量。

5. 债务负担和保障程度

债务负担和保障程度是判断受评主体信用风险水平的重要依据，反映企业在一定时期内的债务压力及到期债务偿还的保障情况。

东方金诚以全部债务资本化比率衡量城投企业的债务负担，一般而言，债务负担越高的企业在行业监管政策收紧、企业经营状况弱化时更易出现流动性危机；债务负担越低的企业则偿债压力通常相对较小，但过低的债务负担也可能反映企业的融资能力相对一般。东方金诚对偿债保障的分析主要采用货币资金短债比、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等指标。

6. 债务结构和财务弹性

债务结构揭示的主要是与债务压力和偿债能力相关，但在基础量化指标分析中无法体现

的风险，考量要点包括债务期限结构、债务来源结构等。

同时，财务弹性反映公司应对经济环境波动和市场状况变化的能力，即其能在多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。若受评主体缺乏财务弹性，则可能因无法保障营运资金而减弱盈利能力，甚至导致无法偿付到期债务。东方金诚通过综合分析受评主体可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源，对其财务弹性进行评价，以此判断财务弹性对受评主体信用风险程度的影响。

7. 资产质量

资产质量对城投企业的盈利能力、资金回收与平衡等具有重要影响，但在很多情况下，资产质量难以用财务指标准确衡量，需要从资产构成、权属、形成原因、用途或回收保障等多方面进行考察，并结合分析师的经验来分析和判断。

8. ESG

环境、社会和公司治理（Environmental, Social and Governance, ESG）因素可能从多个维度或路径影响企业的可持续经营发展潜力，并影响企业盈利的持续性和稳定性。同时，社会责任和公司治理表现也是影响受评主体财务信息质量和偿债意愿的关键因素。

东方金诚评估可辨别的 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响，包括环境、社会、治理三个方面以及相应的评价维度。

9. 其他

根据实际情况，东方金诚还会考虑受评主体的历史信用记录、重大诉讼、或有债务风险、重要资产的划入/划出等因素对受评主体个体信用状况的影响。

（四）外部支持

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股东、实际控制人及相关方，一般为地方政府。东方金诚主要从政府支持能力和政府支持意愿两个方面综合考察城投企业获得的外部支持情况。政府支持能力主要考察城投企业所在地区的经济、财政实力；政府支持意愿主要通过受评主体与提供支持的地方政府的关联性以及受评主体对于地方政府的重要性来综合衡量。

五、评级模型

与评级分析框架相对应，评级模型分为个体信用状况和外部支持两部分。个体信用状况由基础评分和调整项组成，其中基础评分主要从经营规模、业务运营、盈利与获现能力、债务负担和保障程度等四个方面对受评对象表现进行评分，在基础评分结果基础上结合业务多

元化、债务结构、财务弹性、资产质量、ESG 及其他评级调整因素评定个体信用状况；在个体信用状况基础上，根据外部支持方的支持能力和支持意愿评价结果综合确定对受评主体信用等级的影响。

受评主体的信用等级由信用评级委员会参考评级模型结果综合分析后以投票形式最终评定。

（一）个体信用状况

1. 基础评分

基础评分从经营规模、业务运营、盈利与获现能力、债务负担和保障程度等四个方面对受评主体信用基础表现进行评分。

一般情况下，对城投企业的基础评分会应用二级指标的近两年历史数据及未来一年预测值数据进行测算，各年数据相应赋予 30%、50%和 20%的权重¹。但如果有足够理由认为按该权重比例不能较好反映受评主体的未来变化，东方金诚可能对各年权重进行调整；当有证据表明某个报表数据不能准确反映受评主体实际偿债能力时，东方金诚可能进行独立估算并在评级报告中披露估算方法及结果。

图表 2：城市基础设施建设企业基础评分指标

一级指标	权重	二级指标	权重
经营规模	35%	所有者权益（亿元）	35.00%
业务运营	10%	业务稳定性与持续性	10.00%
盈利与获现能力	25%	净利润（亿元）	15.00%
		净资产收益率（%）	5.00%
		现金收入比（%）	5.00%
债务负担和保障程度	30%	全部债务资本化比率（%）	15.00%
		货币资金短债比（倍）	5.00%
		EBITDA 利息倍数（倍）	5.00%
		全部债务/EBITDA（倍）	5.00%

（1）经营规模

东方金诚以所有者权益（净资产）指标对城投企业的经营规模进行衡量，该指标具体评分标准如下。

图表 3：所有者权益（净资产）评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档	九档
所有者权益（亿元）	≥900	[600, 900)	[400, 600)	[240, 400)	[120, 240)	[60, 120)	[30, 60)	(0, 30)	≤0

（2）业务运营

东方金诚以业务稳定性与持续性指标对城投企业的经营状况进行评价。业务稳定性与持续性主要通过以下方面考量：1）职能定位是否清晰；2）主要业务模式是否较为稳定；3）主营业务对手方是否较为稳定；4）是否在建项目较多、拥有一定数量的拟建项目；5）项目

¹ 时点类指标采取最新的年末数据作为输入值，期间性指标采取两年历史数据和一年预测值加权。

投资现金支出是否未出现明显下降。

图表 4：业务稳定性与持续性评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档
业务稳定性与持续性	很强	较强	一般	较弱	很弱

(3) 盈利与获现能力

盈利与获现能力通过净利润、净资产收益率和现金收入比三个指标来衡量。其中，净资产收益率：净利润/净资产*100%；现金收入比：销售商品或提供劳务收到的现金/营业收入*100%。

图表 5：盈利与获现能力指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档	九档
净利润（亿元）	≥25	[10, 25)	[5, 10)	[3, 5)	[2, 3)	[1, 2)	[0.5, 1)	(0, 0.5)	≤0
净资产收益率（%）	≥6	[4.5, 6)	[3, 4.5)	[2, 3)	[1.5, 2)	[1, 1.5)	[0.5, 1)	(0, 0.5)	≤0
现金收入比（%）	≥180	[150, 180)	[120, 150)	[100, 120)	[70, 100)	[30, 70)	[10, 30)	<10	-

(4) 债务负担和保障程度

债务负担和保障程度主要用全部债务资本化比率、货币资金短债比、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 四个指标来衡量。

全部债务资本化比率：全部有息债务/（全部有息债务+所有者权益）*100%。

货币资金短债比：货币资金/（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+其他短期有息债务）。

EBITDA 利息倍数：（利润总额+利息费用+折旧+摊销）/（利息费用+资本化利息支出）。

全部债务/EBITDA：全部有息债务/（利润总额+利息费用+折旧+摊销）。

图表 6：债务负担和保障程度指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档	九档
全部债务资本化比率（%）	<5	[5, 20)	[20, 30)	[30, 40)	[40, 50)	[50, 60)	[60, 70)	≥70	-
货币资金短债比（倍）	≥5	[2, 5)	[1.5, 2)	[1, 1.5)	[0.7, 1)	[0.4, 0.7)	[0.2, 0.4)	<0.2	-
EBITDA 利息倍数（倍）	≥8	[5, 8)	[3, 5)	[2, 1, 3)	[1.5, 2.1)	[0.9, 1.5)	[0.4, 0.9)	(0, 0.4)	≤0
全部债务/EBITDA（倍）	[0, 5)	[5, 10)	[10, 15)	[15, 20)	[20, 25)	[25, 45)	[45, 60)	≥60	<0

东方金诚将基础评分指标取值的档位转化为分值。东方金诚基础评分由各指标得分乘以其权重并将结果相加得出。

图表 7：基础评分指标各档位得分参考

指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档	九档
所有者权益（亿元）	100	90	80	70	60	45	30	15	0
业务稳定性与持续性	100	80	60	40	20	-	-	-	-
净利润（亿元）	100	90	80	70	60	45	30	15	0
净资产收益率（%）	100	90	80	70	60	45	30	15	0
现金收入比（%）	100	90	80	70	60	45	30	15	-

指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档	九档
全部债务资本化比率（%）	100	90	80	70	60	45	30	15	-
货币资金短债比（倍）	100	90	80	70	60	45	30	15	-
EBITDA 利息倍数（倍）	100	90	80	70	60	45	30	15	0
全部债务/EBITDA（倍）	100	90	80	70	60	45	30	15	0

2. 调整因素

除基础评分中涉及的指标因素外，东方金诚还会考虑一些其他评级因素对部分城市基础设施建设企业信用风险的重要影响，包括但不限于业务多元化、债务结构、财务弹性、资产质量、ESG 和其他调整因素。

（1）业务多元化

一般而言，在城投企业职能未发生实质性变化的前提下，若新增经营性业务的收入规模较大、竞争优势较强，能够为企业带来多元且稳定的现金流入和偿债资金来源，对于城投企业信用状况或有正向影响。相反，如果新增业务与城投企业原有业务关联度不高，或开展新业务缺乏必要的资源和条件，不能给企业带来收益和现金来源，甚至存在较大的业务亏损或投资风险，多元化的影响显然是负面的。

（2）债务结构

当受评主体出现债务期限错配较为严重，或债务构成中成本高、滚续难度大的债务占比较高时，可能向下调整。

（3）财务弹性

东方金诚通过综合分析受评主体可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源，对其财务弹性进行评价，以此判断财务弹性对受评主体信用风险程度的影响。当受评主体自由现金流充足、资产变现能力和外部融资能力很强时，可能向上调整；反之，若受评主体上述因素表现偏弱，则可能向下调整。

（4）资产质量

当受评主体账面的非经营性资产、往来款、应收账款等占比过高时，东方金诚可能基于基础评分结果向下调整。相应地，当受评主体优质资产占比较高，资产收益、现金回收和平衡能力显著高于一般城投企业，东方金诚可能向上调整。

（5）ESG

东方金诚从环境保护、社会责任、公司治理三大方面衡量 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响。东方金诚将重点关注城投企业近一年是否存在遭受重大环境处罚、发生重大安全事故、因社会表现方面不佳受到行业监管部门的重大处罚、在财务信息披露方面多次被监管处罚，以及公司治理架构存在缺陷等负面事件，将视其对受评主体信用风险的影响程度决定是否向下调整。

（6）其他

根据实际情况，东方金诚还会考虑受评主体的信贷和其他融资信用记录、涉及重大诉讼、对外担保发生大额代偿、对外投资出现重大损失、重要资产的划入/划出等因素对受评主体个体信用状况的影响。

（二）外部支持

城投企业获得的外部支持通常来源于地方政府。东方金诚主要从政府支持能力和政府支持意愿两个方面综合考察城投企业获得的外部支持情况。

政府支持能力主要考察城投企业所在地区的经济、财政实力，包括支持方的行政层级、经济实力、财政实力、债务负担等。

政府支持意愿主要通过城投企业与提供支持的地方政府的关联性以及城投企业对于地方政府的重要性来综合衡量。其中，关联性主要通过受评主体所承担项目对当地经济发展、民生活动的贡献，所投资方向与地方重点政策目标的紧密程度等进行判断；重要性主要通过受评主体的区域专营地位等进行判断。东方金诚将政府支持意愿由强及弱划分为五档。一般情况下，与地方政府关联性越高、对地方政府越重要的城投企业，可获得的外部支持程度越高，在面临流动性困难和难以履行债务承诺时获得支持的可能性越大。

六、方法及模型的局限性

第一，由于影响受评企业信用风险变化的因素众多且存在动态变化，本方法及模型仅对关键评级因素和主要指标进行分析和说明，未能穷尽所有判断企业信用风险的影响因素。

第二，本方法及模型仅评估了常规的短期流动性风险，但受评主体存在受突发因素影响导致短期流动性紧张引发信用违约的可能，由于这些突发因素众多且难以预测，本方法及模型并未能全部纳入。

第三，本方法及模型包括了东方金诚对该行业企业信用风险评估时通常最重要的评级要素，评级模型各指标的权重为通常情况下东方金诚认为该指标在评估信用风险中的重要性，但实际重要性可能因个体差异及外部环境等差异而不完全固定。

东方金诚将定期或不定期评估本评级方法及模型的表现，对本方法及模型进行相应优化调整，同时测试和检验评级方法及模型调整对信用评级结果的影响。