

安融(香港)評級
ANRONG(HONG KONG) CREDIT RATING

安融(香港)評級
ANRONG(HONG KONG) CREDIT RATING

安融(香港)評級
ANRONG(HONG KONG) CREDIT RATING

安融(香港)評級
ANRONG(HONG KONG) CREDIT RATING

城市基礎設施投融資行業 (城投行業) 信用評級方法和模型 (PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2024-V1.0)



安融(香港)信用評級有限公司
ANRONG(HONG KONG) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

目錄

一、概述	1
二、適用範圍	1
三、基本假設	2
1. 償債環境穩定性假設	2
2. 經營穩定性假設	2
3. 數據真實假設	2
4. 償債意願無差異假設	2
四、信用風險特徵	2
1. 自身風險	2
2. 政策與法律風險	2
3. 政府債務管理風險	3
4. 地方財政風險	3
五、評級方法和模型架構	3
1. Pre-SRAF 評級等級	4
2. 主權風險調整因素	9
3. 評級基準	10
4. 自身調整因素	10
5. BCA 等級	13
6. 外部支持	13
7. 最終信用等級	14
六、本方法模型局限性	15
附錄：	16

本文為 2024 年 11 月 28 日發佈的 Rating Methodology for Sovereign 的翻譯版本，
如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，請以英文版本為準。

評級方法

發佈時間

2024 年 11 月 28 日

分析師聯絡人

林芮初 lamyuiying@arrating.com

評級總監

胡超 Huchao@arrating.com

客戶服務

香港 cs@arrating.com

一、概述

安融（香港）信用評級有限公司[以下簡稱“安融（香港）評級”]為提高評級方法模型和評級結果一致性、準確性和穩定性，依據有關法律法規及安融（香港）評級評級業務相關管理制度規定，制定了《城市基礎設施投融資行業（城投行業）信用評級方法和模型（PJFM-CTGY-JCSSTRZ-2024-V1.0）》（以下簡稱“本方法模型”）。

本方法模型結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準，評級基準結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級，BCA 等級結合外部支持以得到最終信用等級的評級思路對受評主體進行信用風險評價。具體而言，首先，安融（香港）評級在充分考慮城市基礎設施投融資企業（以下簡稱“城投企業”）的宏觀和區域實力、區域成長性及區域和行業風險的基礎上，構建“區域實力和風險”維度；在充分考慮城投企業的企業盈利能力、企業成長性和企業財務風險的基礎上，構建“經營和財務風險”維度，通過“區域實力和風險”及“經營和財務風險”二維矩陣映射得到受評主體 Pre-SRAF 評級等級；結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準，再結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級；最後考量外部支持得到受評主體信用等級（模型結果等級）。

在級別符號上，BCA 級別以“aaa”到“c”的符號序列表示，除“aaa”及“cc”（含）以下等級外，每一個信用等級均可用“+”“-”符號進行微調，表示信用級別略高或略低於本級別；最終信用級別符號以“AAA”到“C”的符號序列相對應，除“AAA”及“CC”（含）以下等級外，每一個信用等級均可用“+”“-”符號進行微調，表示信用級別略高或略低於本級別。

本方法模型自公告之日起生效。

二、適用範圍

本方法模型所指城投企業是指由地方政府及其部門和下屬機構，以服務地方經濟發展為目的，為滿足基礎設施建設和城市安全運營、帶動產業投資的投融資需要，通過財政資金或注入土地、國有股權等方式設立，擁有獨立法人資格的經濟實體。

城投企業以投融資為主要職能，其所從事的業務與地方政府存在緊密聯繫，具有一定的公益性或者准公益性，不以利潤最大化為主要目標，債務償付能力在一定程度上得到地方政府財政支出的覆蓋。隨著政策法規環境的變化及自身發展的需求，城投企業業務由傳統的土地一級開發、基礎設施建設、保障房建設等，逐步涉及公用事業、房地產、建築施工、國有資產投資、產業基金等領域，逐步具有了一定的市場屬性，但無論業務內容如何變化，只要受評主體繼續以地方政府賦予其主要職能、而非利潤最大化為經營目的，仍可認定為城投企業。

安融（香港）評級界定城投企業標準如下：

- （1）受評主體主要業務是城市基礎設施投融資業務；
- （2）受評主體收入或利潤主要來源於城市基礎設施投融資業務；
- （3）如果不滿足以上兩種情況，但綜合考察企業的經營模式、資產結構、收入和利潤結構，判定該公司明顯符合城投企業特徵的，安融（香港）評級也將其劃入城投企業。

三、基本假設

1. 償債環境穩定性假設

安融（香港）評級假設宏觀經濟環境、行業競爭環境、監管環境及法律環境和金融市場環境不會發生意外變化，不會出現諸如自然災害、戰爭等不可抗拒的因素。

2. 經營穩定性假設

安融（香港）評級假設受評主體處於穩定持續經營狀態，其經營數據和財務數據具有連貫性，歷史數據可作為預測未來經營的基礎；即在可以預見的將來，不會出現基於宏觀經濟環境、行業競爭環境、監管環境及法律環境和金融市場環境等導致受評主體持續經營能力產生重大變化，不存在突發性的經營變化以及未經事前披露的重大突發性變化，這些變化包括但不限於突發性的受評主體性質變更、並購重組、債務重組、重大資產變更、重大監管處罰、違約、破產重整以及其他重大負面事件等。

3. 數據真實假設

安融（香港）評級假設公開權威管道獲取的數據和受評主體提供的數據（包括但不限於受評主體編制的數據、評級對象委託第三方仲介機構出具的數據、其他監管認定的專業機構為評級對象出具的數據）均真實、合法、完整、有效，不存在惡意粉飾或偽造，不存在重大誤導性陳述。

4. 償債意願無差異假設

安融（香港）評級假設受評主體對其同類債務的清償意願相同，對同類債務未設定清償順序安排。

四、信用風險特徵

安融（香港）評級認為城投企業的信用風險主要有以下幾個方面：

1. 自身風險

自身風險而言，由於城投企業成立時注入的大部分為非營利、公益性資產或流動性較差的資產，因此整體資產品質較低；地方政府投融資平臺投資專案主要為公益性或非營利性專案，建設週期長，收益低，短期內難以收回成本，專案自身現金流不足，資金周轉率較低，加大了地方政府投融資平臺的償債壓力和信用風險；城投企業的公益性或非營利性專案決定了相關債務的償付依賴於地方政府支持，地方政府支持的不確定性可能導致後續資金的不足，增加了信用風險隱患；城投企業運營不規範，投資重複低效建設專案，普遍存在“短債長用”及其它期限錯配的問題，加重了城投企業負債規模和信用風險。

2. 政策與法律風險

城投企業作為地方政府投融資平臺，受國家政策影響較大，尤其是與地方政府投融資和財稅政策有著密不可分的關係，各主管部門對地方政府、地方政府投融資平臺和金融機構市場化運作監管的鬆緊將對城投企業的經營、投融資產生重大影響。城投企業普遍存在土地使用權質押擔保、應收賬款抵押擔保以及互保問題，一定程度上增加了法律風險。

3. 政府債務管理風險

地方政府為了發展區域經濟、改善民生，以債務方式籌措大量資金，政府債務風險控制和監管制度約束力不強，地方政府部門風險意識薄弱，金融市場運作不規範、監管力度不強等將導致政府債務管理風險，進而影響城投企業償債能力和信用風險。

4. 地方財政風險

地方政府在發展區域經濟時往往通過土地出讓來增加財政收入，且土地出讓收入在財政收入中占比較大，且受土地資源、土地交易和房地產市場政策影響較大。地方財政收入與經濟增長密切相關，當經濟下行時，地方財政收入一般會減少。經濟發展落後地區地方財政收入一般較少。以上因素都會導致地方財政風險，進而影響城投企業的償債能力。

五、評級方法和模型架構

“區域實力和風險”反映了城投企業的經營環境、經營狀況和發展空間及存在的風險。“經營和財務風險”反映了城投企業對於自身職能、政府資源、資產和融資環境的運用能力及存在的風險。

安融（香港）評級城市基礎設施投融資行業（城投行業）評級方法和模型構建路徑如下：

第一步：構建評價指標體系，確定評價指標的名稱、含義、賦值和權重等。

第二步：確定“區域實力和風險”及“經營和財務風險”對應的檔位。

第三步：結合上述兩個維度的檔位，根據二維矩陣確定受評主體 Pre-SRAF 評級等級。

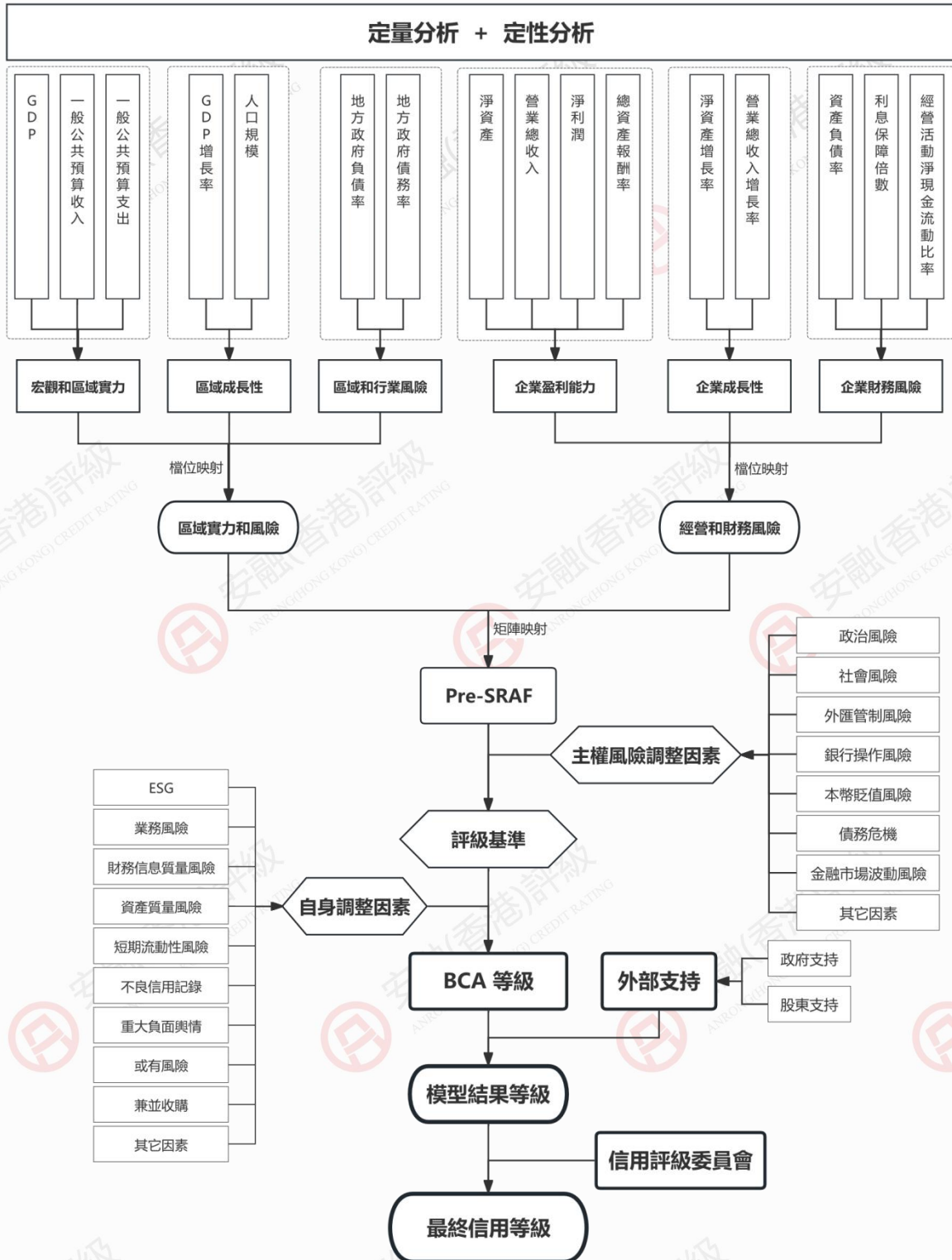
第四步：結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準。

第五步：結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級。

第六步：綜合考慮外部支持，得到受評主體信用等級（模型結果等級）。

考慮到目前國內外評級行業普遍實行“三等九級制”，“三等”即 A、B、C，“九級”即 AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C，同時考慮到 CCC、CC、C 對應的違約概率差異不大，其差異主要體現在違約損失率方面，而違約損失率並非安融（香港）評級所評估和預測的重點，所以安融（香港）評級在設定評價指標及維度檔位時，將 CCC、CC、C 合併為同一檔，除外部支持的評價指標及維度均設定為三檔外，其他評價指標及維度均設定為七檔。另外，以符號 D（由信用評級委員會確定）表示受評主體已無法履行債務，違約已確認。

檔位含義：檔位從最低檔（第 1 檔）到最高檔（第 7 檔，若只分三檔，則為第 3 檔），檔位越高，則對受評主體的償債能力和償債意願的評估和預測越具正面影響。



通過檔次映射，最後運用 Pre-SRAF 評級等級二維矩陣映射表確定受評主體 Pre-SRAF 評級等級。

(1) 區域實力和風險

一級指標	二級指標	三級指標
區域實力和風險	宏觀和區域實力	GDP
		一般公共預算收入
		一般公共預算支出
	區域成長性	GDP 增長率
		人口規模
	區域和行業風險	地方政府負債率
地方政府債務率		

A、宏觀和區域實力

宏觀和區域實力從宏觀經濟和區域實力兩個方面分析。宏觀經濟狀況直接決定了城投企業的外部運營環境。一般來說，良好的宏觀經濟環境會給城投企業帶來更多的業務機會，有利於其經營活動的開展。因此，宏觀經濟和區域經濟實力越強，地區風險越低。

安融（香港）評級對宏觀和區域實力的考量指標包括 GDP、一般公共預算收入和一般公共預算支出。

一般而言，GDP 指標值越高，表明區域經濟發展狀況越好，當地發展經濟的動力更加強勁，實體經濟及金融市場發展越好，地方財政和城投企業運營情況往往較好，城投企業信用風險越低。通常情況下，對 GDP 較高地區的城投企業給予更高的賦值。

一般公共預算收入指標值越高，說明地方政府財政實力越強，城投企業信用風險越低。

一般公共預算支出指標值越高，說明地方政府持續支付實力越強，城投企業信用風險越低。

B、區域成長性

安融（香港）評級衡量城投企業所在區域成長性的主要指標為 GDP 增長率和人口規模。

GDP 增長率指標值越高，表明區域經濟發展呈上升趨勢，經濟增長動能越強，發展潛力越大，拉動基礎設施建設投資的同時增強地方政府財政實力。因此，GDP 增長率越高，城投企業信用風險越低。

人口是經濟發展的重要載體和首要引擎。人口規模指標值越高，表明區域經濟發展潛能越大，越能夠創造更多的商業機會、吸引更多的企業投資，從而更有力地促進區域經濟增長和政府財政實力增強，城投企業信用風險越低。

C、區域和行業風險

區域債務負擔越重，則區域風險越高。城市基礎設施投融資行業（城投行業）是國民經濟可持續發展的重要基礎，屬於弱週期行業，受行業政策影響大，經濟週期的變化對其行業發展水準有一定影響。城市基礎設施投融資行業（城投行業）具有區域或行業專營性，其部分業務以公益性業務

為主，盈利水準普遍較弱，與地方經濟和財政實力以及地方發展規劃息息相關。

安融（香港）評級衡量城投企業所在區域和行業風險的主要指標為地方政府負債率和地方政府債務率。

地方政府負債率體現地方政府舉債的程度，該指標值越高，地方政府債務負擔壓力越大，地方政府償債壓力越大，城投企業信用風險越高。

地方政府債務率表明地方財政對其債務覆蓋的情況，該指標值越高，地方政府債務負擔壓力越大，導致城投企業信用風險增加。

安融（香港）評級“區域實力和風險”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
GDP（億元）	≥6000	[3000, 6000)	[1000, 3000)	[300, 1000)	[100, 300)	[50, 100)	<50
一般公共預算收入（億元）	≥500	[150, 500)	[50, 150)	[20, 50)	[10, 20)	[5, 10)	<5
一般公共預算支出（億元）	≥1,500	[500, 1,500)	[150, 500)	[50, 150)	[30, 50)	[15, 30)	<15
GDP增長率（%）	≥7	[5, 7)	[3, 5)	[1, 3)	[0, 1)	[-1, 0)	<-1
人口規模（萬人）	≥1500	[1000, 1500)	[500, 1000)	[100, 500)	[50, 100)	[25, 50)	<25
地方政府負債率（%）	<5	[5, 15)	[15, 30)	[30, 45)	[45, 60)	[60, 75)	≥75
地方政府債務率（%）	<150	[150, 250)	[250, 400)	[400, 600)	[600, 800)	[800, 1000)	≥1000

（2）經營和財務風險

一級指標	二級指標	三級指標
經營和財務風險	企業盈利能力	淨資產
		營業總收入
		淨利潤
		總資產報酬率（ROA）
	企業成長性	淨資產增長率
		營業總收入增長率
	企業財務風險	資產負債率
		利息保障倍數
		經營活動淨現金流動比率

A、企業盈利能力

安融（香港）評級衡量城投企業盈利能力的主要指標為淨資產、營業總收入、淨利潤和總資產報酬率（ROA）。

淨資產能較好的反映城投企業的經營規模和競爭優勢。淨資產是受評主體債務的基礎保護，淨資產剔除了負債，尤其是有息債務對資產規模的影響。因此淨資產較大的城投企業資本實力越強，獲得基礎設施建設、其他相關專案的建設、投融資和金融機構授信支持的機會越多，盈利能力越強，抗風險能力越強，信用風險越低。淨資產一般包括實收資本、其他權益工具、資本公積金、其他綜合收益、盈餘公積金和未分配利潤等，還包括少數股東權益。實收資本一般是淨資產的主要構成部

分，通過股東注入資金、劃撥資產等方式形成。城投企業需重點關注政府注資和資產劃撥的方式，例如：貨幣資金、房屋及建築物、其他實物資產、土地使用權等無形資產等。不同資產的變現能力不同，對債務的保障能力也不同。

營業總收入既是衡量受評主體市場地位的關鍵指標，也是評估其創造經營性現金流量的基礎。對於城投企業而言，由於其主營業務公益性較強，建設週期長，短期內難以收回成本，收益低，對政府的補助依賴程度較高，因此營業總收入總量、穩定性越高越好，受評主體盈利能力越強，信用風險越低。

城投企業承建專案多為公益性專案，存在結算滯後，回款較慢，毛利率低，淨利潤通常較低，淨利潤中政府補貼為主要構成部分，同時股權投資取得的投資受益也是城投企業利潤的重要來源。淨利潤是受評主體盈利能力直接體現，淨利潤越高，盈利能力越強，對其債務的保障能力越強。

總資產報酬率表示受評主體包括淨資產和負債在內的全部資產的總體獲利能力，是評價受評主體資產運營效益的重要指標。總資產報酬率越高，受評主體的總體獲利能力就越強。

B、企業成長性

安融（香港）評級衡量城投企業成長性的主要指標為淨資產增長率和營業總收入增長率。

淨資產增長率反映受評主體資本規模的擴張速度，是衡量受評主體增長的重要指標。較高的淨資產增長率表明受評主體未來發展將更加強勁。

營業總收入增長率考量受評主體的成長情況及行業地位和產品的市場競爭力。營業收入增長率越高反映受評主體產品和業務的市場前景越好，如果營業總收入增長率高於行業平均增長率則反映出受評主體產品和業務在市場中具有較好的競爭力。反之，則說明受評主體產品和業務的競爭力在下降。

C、企業財務風險

對於城投企業來說，基於其特殊的“政府”屬性，其三大財務報表相當程度上體現了其與政府之間的聯繫。

（1）從城投企業的資產負債表可以看出，資產絕大多數都是與政府相關的，例如應收賬款對象以政府部門為主，其他應收款多是與政府相關機構之間的往來款項，存貨多是政府代建專案或其他公益性專案。

（2）從城投企業利潤表可以看出，利潤總額的主要來源是其他收益（來自於政府的補助，此前，政府補助計入營業外收入，《企業會計準則第 16 號—政府補助》（財會〔2017〕15 號）施行後，企業收到與企業日常活動相關的政府補助，計入其他收益或沖減相關成本費用，與企業日常活動無關的政府補助，計入營業外收入）。

（3）從城投企業現金流量表可以看出，籌資很大程度上依賴於其與政府之間的關係，經營活

動產生的現金流中的重要組成部分“收到其他與經營活動有關的現金”和“支付其他與經營活動有關的現金”，大部分是與政府相關機構之間的往來款項。

在這種與政府的關係加持下，相比盈利能力甚至現金流情況，城投企業的資產負債情況反而更重要。此外，城投企業報表中，最能反映城投企業與政府間關係的就是資產端，尤其是流動資產，而非其收入結構。因為，隨著城投企業業務多元化，僅從收入結構難以判斷其與政府間是否存在密切關係，許多城投企業從事代建等相關業務，尚未結轉收入，相關投入僅反映在存貨、合同資產等流動資產專案中。因此，資產負債表分析是城投企業財務風險分析的核心。

安融（香港）評級衡量城投企業財務風險的主要指標為資產負債率、利息保障倍數和經營活動淨現金流動比率。

資產負債率反映一個受評主體的債務水準和償債風險。從償債能力的角度看，資產負債率越低越好。資產負債率越低，受評主體可用於償債的資產相對就越多，受評主體的財務風險越低。

利息保障倍數反映了受評主體獲利能力對償還到期債務的保障程度。利息保障倍數越大，說明受評主體支付利息費用的能力越強，償債能力越強。

經營活動產生的淨現金與流動負債的比率是評價受評主體在運營過程中所產生的現金流量對短期負債的保障能力。經營活動淨現金流動比率較高，說明受評主體現金流量可以較好地應對短期償債壓力和應急情況。

安融（香港）評級“經營和財務風險”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
淨資產（億元）	≥500	[250, 500)	[100, 250)	[50, 100)	[25, 50)	[10, 25)	<10
營業總收入（億元）	≥70	[30, 70)	[10, 30)	[3, 10)	[1, 3)	[0, 1)	<0
淨利潤（億元）	≥6	[3, 6)	[1.5, 3)	[1, 1.5)	[0.5, 1)	[0, 0.5)	<0
總資產報酬率（ROA）（%）	≥2	[1.25, 2)	[0.75, 1.25)	[0.5, 0.75)	[0.25, 0.5)	[0, 0.25)	<0
淨資產增長率（%）	≥20	[10, 20)	[5, 10)	[0, 5)	[-5, 0)	[-10, -5)	<-10
營業總收入增長率（%）	≥50	[25, 50)	[10, 25)	[0, 10)	[-10, 0)	[-25, -10)	<-25
資產負債率（%）	<40	[40, 50)	[50, 60)	[60, 65)	[65, 70)	[70, 75)	≥75
利息保障倍數（倍）	≥2.5	[2, 2.5)	[1.5, 2)	[1, 1.5)	[0.5, 1)	[0, 0.5)	<0
經營活動淨現金流動比率（倍）	≥0.5	[0.25, 0.5)	[0, 0.25)	[-0.25, 0)	[-0.5, -0.25)	[-0.75, -0.5)	<-0.75

（3）Pre-SRAF 評級等級映射

根據前述宏觀和區域實力、區域成長性及區域和行業風險的指標賦值和權重可以得到“區域實力和風險”的映射檔位；根據前述企業盈利能力、企業成長性和企業財務風險的指標賦值和權重可以得到“經營和財務風險”的映射檔位。

結合上述兩個維度的映射檔位，通過 Pre-SRAF 評級等級二維矩陣，安融（香港）評級可得到城投企業的二維矩陣 Pre-SRAF 評級等級映射。

Pre-SRAF 評級等級映射如下：

Pre-SRAF 評級等級		區域實力和風險						
		7	6	5	4	3	2	1
經營和 財務風險	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. 主權風險調整因素

主權風險調整因素是受評主體在進行國際信用評級時，需要考慮的重要因素。安融（香港）評級使用“政治風險”“社會風險”“外匯管制風險”“銀行操作風險”“本幣貶值風險”“債務危機”“金融市場波動風險”和“其他因素”主權風險調整因素對城投企業進行國際信用調整，得到受評主體的國際評級基準。由於影響主權信用風險的因素眾多且隨著國際關係、經濟、行業發展處於動態變化之中，本方法中所列主權信用風險調整項可能無法覆蓋全部調整要素，有待評級工作實踐中的持續積累、總結和優化。

（1）政治風險

如受評主體存在很大的國內政治風險和地緣政治風險，將可能下調其信用等級。

（2）社會風險

如受評主體存在很大的社會矛盾、民族衝突、文化或宗教衝突，將可能下調其信用等級。

（3）外匯管制風險

如受評主體存在很大的資金流動受限風險，將可能下調其信用等級。

（4）銀行操作風險

如受評主體存在很大的資金不能及時匯兌的風險，將可能下調其信用等級。

（5）本幣貶值風險

如受評主體存在很大的本幣貶值風險，將可能下調其信用等級。

（6）債務危機

如受評主體存在很大的國際外部債務危機，將可能下調其信用等級。

（7）金融市場波動風險

如受評主體存在很大的金融市場波動風險，將可能下調其信用等級。

（8）其他因素

其他因素是指上述主權因素之外的所有可能影響城投企業償債能力和償債意願的主權因素。安融（香港）評級將視具體情況予以適當調整其信用等級。

具體主權風險調整因數如下：

一級因數	二級因數
政治風險	國內政治風險
	地緣政治風險
社會風險	社會矛盾
	民族衝突
	文化或宗教衝突
外匯管制風險	資金流動受限
銀行操作風險	操作風險
本幣貶值風險	本幣貶值風險
債務危機	債務危機
金融市場波動風險	金融市場波動風險
其他因素	其他因素

3. 評級基準

安融（香港）評級在 Pre-SRAF 評級等級的基礎上，結合主權風險調整因素得出受評主體評級基準。

4. 自身調整因素

自身調整是在城投企業共性特徵評價基礎上，針對所評城投企業的個性特徵要素進行的補充分析。經過個體特徵調整後的評價結果才是能夠完整反映城投企業自身信用水準的基礎信用等級。值得注意的是，只有影響城投企業信用風險，且僅發生在個別城投企業中的因素才會在調整項中進行考察。安融（香港）評級使用“ESG”“業務風險”“財務資訊品質風險”“資產品質風險”“短期流動性風險”“不良信用記錄”“重大負面輿情”“或有風險”“兼併收購”和“其他因素”自身調整因素對城投企業進行調整。由於影響信用風險的因素眾多且隨著經濟、行業發展處於動態變化之中，本方法中所列調整項可能無法覆蓋全部調整要素，有待評級工作實踐中的持續積累、總結和優化。

（1）ESG

ESG 即環境、社會責任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的縮寫，是影響受評主體可持續經營發展潛力的重要因素。受評主體若在 ESG 方面表現差，可能會影響生產經營和財務表現的穩定性，進而加重受評主體的信用風險。安融（香港）評級重點關注各 ESG 因素的負面影響，如受評主體存在相關風險因素，則可能會對其信用等級進行調整。

（2）業務風險

如受評主體存在很大的業務轉型風險或業務週期性波動風險，將可能下調其信用等級。

（3）財務資訊品質風險

財務資訊是評價受評主體財務風險的基礎，在進行財務風險評價時，應重點關注財務報告審計結論是否為非“無保留意見”；或母公司層面，是否存在報表合併口徑未能體現出的重大財務風險，財務數據是否失真，如為負面，將可能下調其信用等級。

(4) 資產品質風險

城投企業流動資產以貨幣資金、應收賬款、其他應收款、存貨和合同資產為主。這些流動資產絕大多數是面向政府端的。在對流動資產進行分析時，要結合城投企業所屬區域經濟、財政、政府支持和業務的可持續性，安融（香港）評級重點關注流動資產的變現能力。比如：對於“應收賬款”和“預付款項”，安融（香港）評級重點關注其中由貿易業務形成的，與政府不相關的部分，安融（香港）評級認為相比與政府相關的“應收賬款”和“預付款項”，貿易業務形成的“應收賬款”和“預付款項”風險更高。

城投企業的非流動資產以長期股權投資、投資性房地產、在建工程、固定資產和無形資產為主。這些資產多是城投企業的經營性資產，安融（香港）評級重點關注非流動資產的有效性和市場化經營效益（包括未來的運營能力、盈利能力和現金流情況）。比如：對於長期股權投資，安融（香港）評級重點關注通過交叉持股實現資產負債表擴充，在增加資產端和權益端的同時，增厚利潤表中投資收益的情況。對比分析長期股權投資和少數股東權益的變動情況。舉例：A 全資控股 A1，B 全資控股 B1，現 A 轉讓 30%A1 的股權給 B，B 轉讓 30%B1 的股權給 A，從而實現交叉持股。結果是：A 和 B 仍然分別對 A1 和 B1 並表，但各自增加了長期股權投資和少數股東權益，資產端和權益端同增，實現了資產負債表的擴充。

過去，城投企業的無形資產以土地使用權為主。2020 年以來，許多城投企業佈局特許經營業務，該類特許經營權，在會計處理上，計入“無形資產”。城投企業獲取特許經營權的方式可以是政府劃撥，也可以是購入，也可以是 PPP 專案運營轉入，前者按評估價值入賬，後兩者按取得成本或建設成本入賬。根據《基礎設施和公用事業特許經營管理辦法》，基礎設施和公用事業特許經營，是指政府採用競爭方式依法授權中華人民共和國境內外的法人或者其他組織，通過協議明確權利義務和風險分擔，約定其在一定期限和範圍內投資建設運營基礎設施和公用事業並獲得收益，提供公共產品或者公共服務。城投企業參與的特許經營權，除了常見的城鄉供水特許經營權、污水處理特許經營權、高速公路收費權、垃圾處置特許經營權等，也積極佈局砂石採礦權、停車位特許經營權、新能源充電樁運營權、海域使用權、廣告經營權、旅遊景區專案經營權等。因此，在城投企業無形資產分析時，除了關注土地使用權外，安融（香港）評級還重點關注特許經營權。應尤其注意的是，特許經營權評估難度大，容易造成入賬價值虛高。

安融（香港）評級一般從品質和結構兩個方面考量受評主體的資產品質。品質方面主要分析資產細項的有效價值，結構方面主要分析資產細項在總資產中占比的合理性。安融（香港）評級對城投企業重點分析應收賬款和資產受限情況。

對於城投企業而言，應收賬款具有帳面餘額較大、應收賬款往來方與地方政府或區域其他城投企業關係密切等特點，因此，單一對象應收類款項占總資產比值越大，賬齡越長，壞賬準備計提政策不完善，計提金額不足，受評主體周轉資金越緊張，存在潛在的虧損、現金流失損失和機會成本損失越大，風險也就越大。另外，隨著越來越多的城投企業涉足貿易業務，一些城投企業的應收賬款、預付款項中會包含大額貿易相關款項，導致資金被佔用。城投企業貿易業務涉及的產品多為煤

炭、鋼鐵、建材、有色金屬和農產品等。業務模式上，城投企業貿易業務多採用“以銷定購”模式，也稱為“兩頭定鎖”，就是先與下游需求企業商定所需要採購的商品和價格，再向上遊採購，這種模式既避免了價格波動風險，又能加速周轉、減少庫存壓力、提高貿易運轉效率；也有少數城投企業貿易業務為“敞口業務”，即不鎖定上下游，這種業務有一定的市場風險敞口。通常，大規模的貿易業務並不會給城投企業的信用水準有太多實質性的支持，安融（香港）評級反而更關注貿易業務給城投企業帶來的潛在風險。這種風險主要來自於城投企業貿易業務的結算方式，一般是：採購時，向上遊供應商預付全額貨款，銷售時，給予下游客戶一定的賒賬期，導致貿易業務佔用公司大量營運資金，在財務報表上就體現為與貿易業務相關的應收賬款和預付款項的增加。另外，在分析城投企業貿易業務時，安融（香港）評級還關注到此類業務的盈利能力一般較弱。

城投企業的角色實質是融資平臺，相對大量資產的抵質押是行業的共性，從而形成規模較大的受限資產。受限資產是指因抵質押等導致流動性受限的資產。一般而言，受限資產不能隨意交易或變現，難以產生經濟利益流入或只能產生較少的經濟利益流入，進而削弱了城投企業償債能力，受限資產在總資產中的占比越高，多次抵質押，潛在的償債壓力和信用風險越大。對於城投企業而言，受限資產主要包括貨幣資金、應收賬款、應收票據、存貨、固定資產、無形資產、在建工程、長期股權投資等。安融（香港）評級主要考量受限資產在總資產中的占比、抵質押物的類型和抵質押形式等。

（5）短期流動性風險

如受評主體存在足以影響受評主體中長期信用狀況的短期流動性風險，將可能下調其信用等級。

（6）不良信用記錄

如受評主體存在債務逾期等不良信用記錄，或存在其他失信記錄，將可能下調其信用等級。

（7）重大負面輿情

如受評主體存在重大負面輿情，且影響尚未消除，將可能下調其信用等級。

（8）或有風險

如受評主體存在訴訟風險或擔保（連帶責任保證）代償風險，將可能下調其信用等級。

（9）兼併收購

平臺整合是關係到城投企業信用水準的重要因素。如受評主體正在進行，或未來1-3年內很有可能進行重大兼併收購，將可能適當調整其信用等級。

（10）其他因素

其他因素是指上訴因素之外的所有可能影響城投企業償債能力和償債意願的因素。如受評主體存在足以影響受評主體中長期信用狀況的其他不利因素，安融（香港）評級將視具體情況予以適當調整其信用等級。

具體自身調整因數如下：

一級因數	二級因數
ESG	E
	S

一級因數	二級因數
	G
業務風險	業務轉型風險 業務週期性波動風險
財務資訊品質風險	財務資訊品質
資產品質風險	應收賬款 資產受限情況
短期流動性風險	短期信用風險
不良信用記錄（與其它因數不重複調整）	債務逾期 其他失信記錄
重大負面輿情	重大輿情風險
或有風險	訴訟風險 擔保（連帶責任保證）代償風險
兼併收購	兼併收購風險
其他因素	其他因素

5. BCA 等級

安融（香港）評級在評級基準的基礎上，結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級。

6. 外部支持

外部支持調整因數如下：

一級因數	二級因數
政府支持	政府支持意願
	政府支持歷史記錄
股東支持	股東支持意願
	股東支持實力

假如受評主體在面臨流動性危機難以履行債務承諾時仍然能獲得穩定的外部支持，將有助於穩定相關方的預期從而降低受評主體發生實際流動性危機的可能性，同時外部支持方在受評主體發生經營或流動性危機時做出的具體救助措施將有助於提升到期債務的償付可能性或降低違約損失率。

城投企業獲得的外部支持通常來源於政府及股東。安融（香港）評級主要從政府支持和股東支持兩個方面綜合考量城投企業獲得的外部支持情況。

（1）政府支持

城投企業帶有極深的政府“烙印”。即使近年來經歷了混合所有制改革，城投企業的控股股東或實際控制人基本上仍是地方政府。所以，政府對城投企業的支持是其發展的根本，城投企業獲得可持續的、實質性的支持，可以有效地提高受評主體的流動性，保持受評主體穩定持續地發展。政府對城投企業支持主要考量政府支持意願和政府支持歷史記錄兩個維度，在綜合評估這兩個維度的基礎上，得出受評主體所獲政府支持程度。

安融（香港）評級從以下三個方面考量政府對城投企業的支持意願：政府及其出資代表持有受評主體股份比例、政府對受評主體的業務支持和政府對受評主體的控制力。政府對城投企業的資產注入方式一般有財政資金注入、土地資產注入、行政事業單位資產注入、股權注入和特許經營權注

入等。城投企業募集資金投向主要是以下專案：交通基建（高速公路、軌道交通、高鐵等鐵路和站場投資建設運營等）、城市更新（以及舊城改造、委託征地搬遷、三舊改造、城中村改造、棚改、土地整治及代理、土地指標交易、土地開發整理、拆遷服務業務、回遷房建設、農村宅基地複墾）、公共性質房屋建設運營（保障房建設、安置房建設、公租房建設、統建房、人才安居房建設運營租賃等）、公用事業（供水、水務、污水處理、水電氣供應、供熱、公交運營、客運、運輸等）、園區（產業園區開發建設運營、園區工業配套設施投資建設、園區拆遷等）、海域基建和運營（吹填造地、港口基建、圍海造地、灘塗開發等）、承接省級城市更新專案貸款、教育投資建設、文化旅遊、水利基建、農業基建、市政基建及國有資本營運等。上述專案的可研、立項、用地、投資和建設均離不開地方政府的支持。

政府支持歷史記錄主要考量近5年內受到政府支持（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		政府支持意願		
		3	2	1
政府支持 歷史記錄	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

（2）股東支持

股東對城投企業支持主要考量股東支持意願和股東支持實力兩個維度，在綜合評估這兩個維度的基礎之上，得出受評主體所獲股東支持程度。

股東支持意願方面，應重點考量受評主體在股東整個集團架構和發展戰略中的地位 and 重要性，具體從下列角度進行考量：股東持有受評主體股份比例；受評主體在股東業務佈局中的地位；受評主體在資產、收入、利潤和現金流方面對股東的貢獻；與股東的連帶擔保法律關係；受評主體違約對股東的影響。

股東支持實力則主要考量股東目前支持實力和股東支持歷史記錄。

股東支持映射如下：

股東支持		股東支持意願		
		3	2	1
股東支持實 力	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

7. 最終信用等級

安融（香港）評級綜合考慮外部支持，得到受評主體信用等級（模型結果）。

通過本方法模型得出的信用等級為受評主體的參考信用等級，僅作為分析師推薦信用等級以及信用評級委員會評定信用等級的參考，最終信用等級由信用評級委員會評定，最終信用等級與模型等級可能存在差異。

六、本方法模型局限性

1. 安融（香港）評級對此類公司的各類評級要素判斷，是基於其歷史運營情況為基礎的，但相關要素及其未來發展對償債能力的影響可能受外部環境變化而有所不同，因此，本方法模型對此類公司的信用風險評估不能保證準確預測此類公司的未來實際違約風險。

2. 本方法模型僅列舉了對此類公司評級時需重點考察的評級要素，並未覆蓋評價此類公司信用風險時需考慮的全部要素，如非行業系統性風險和個別企業未來突發的重大事件等。

3. 本方法模型對指標的選取存在人為因素，評級模型中的要素權重代表了對評級要素人為評估的相對重要性，評級模型中包含關鍵性的定性評估因素，這些因素可能導致本評級方法模型無法全面、準確反映信用風險；同時，信用評級委員會各評審委員在作出自身的判定結論時可能考慮超出評級方法模型範圍的更多因素，因此最終信用等級的評定始終帶有主觀影響的成分。安融（香港）評級將定期或不定期審查本方法模型並適時修訂。

附錄：

指標計算公式

- 1、資產負債率=總負債/總資產×100%
- 2、總資產報酬率=EBIT/平均資產總額×100%
- 3、EBIT=利潤總額+計入財務費用的利息支出
- 4、EBITDA=EBIT+折舊+攤銷（無形資產攤銷+長期待攤費用攤銷）
- 5、EBITDA 利息保障倍數=EBITDA/（計入財務費用的利息支出+資本化利息支出）
- 6、地方政府負債率=地方政府債務餘額/GDP×100%
- 7、地方政府債務率（狹義）=地方政府債務餘額/一般公共預算收入×100%
- 8、營業總收入增長率=（最近一年度營業總收入-上一年度營業總收入）/上一年度營業總收入×100%
- 9、經營活動淨現金流動比率=經營活動現金流量淨額/流動負債

版權及聲明

本文件的版權歸安融（香港）信用評級有限公司所有。

本文件包含的所有資訊受法律保護，未經安融（香港）信用評級有限公司書面授權或許可，任何機構和個人不得對本檔的任何內容進行複製、拷貝、重構、轉讓、修改、傳播和轉售，或為上述目的存儲本文件包含的資訊。

安融（香港）信用評級有限公司及其雇員不對使用本文件而引致的任何直接或間接損失負任何責任。

安融（香港）信用評級有限公司主要通過公司網站：www.arrating.com 發佈技術政策檔，並對所發佈的技術政策檔擁有解釋、修訂、更新和廢止權利。