

# 城投类企业信用评级探讨

——新世纪债项评级部 曹明

## 前言

中国经济的市场化与分权化改革，以及区域经济之间的竞争格局，使地方政府对为基础设施投资提供资金具有高度的支出责任和投入动力。

然而，1994年分税制改革并未对省以下政府的收入分配制度与其公共服务的资本支出责任划分建立起合理的制度安排，许多地方政府没有资金或只有最低的流动性来满足庞大的基础设施资本需求。

另一方面，在现行的法律环境下，地方政府也只被允许通过中央政府转贷（国债、外国贷款）、代发地方债等，获得有限的债务融资方式。

因此，20世纪90年代以来，地方政府纷纷设立融资窗口（平台）——城投类企业，通过对其资产负债表与利润表的优化，使之具备获得银行贷款的条件，从而实现以财政资金投入放大银行贷款、进而维持信贷存量周转的方式，满足工业化和城市化进程加速对于基础设施投资的巨大需求。

2008年下半年以来，在落实“扩内需、保增长”政策的过程中，为配合大规模经济刺激计划、满足地方政府扩大基建投资的要求，发行债券成为城投类企业逐渐开始广泛采用的融资方式。

城投类企业在债券市场活跃度的日益提高，及其与其他债务结构（债务工具）存在着较为显著的风险特征差异，从而使评级机构对其评级可行性需要进行专门的讨论。

## 城投类企业的信用特征

城投类企业是指地方各级人民政府设立的、以筹集基础设施（包括公用事业项目）建设资金为主要功能和目的、政府承担“最后支付人保证”的国有企业。究其本质而言，我们更倾向于认为，城投类企业是地方政府针对现有法律政策环境设计的、以企业（公司）为形式的特殊目的载体，而非以商业目的为其主要目标指向的运营主体。

就普遍意义而言，城投类企业具有如下信用特征：

●作为本级政府（国资委）控制的国有企业，城投类企业的发展战略、运作模式、投融资（资金平衡）方式等严格遵照本级政府制定的社会经济发展规划与年度计划执行，其投资运作的项目通常具有公共物品（或准公共物品）性质；

●城投类企业拥有的经营性业务（资产）主要包括公用事业类与土地出让业务等。该等业务在维持自身营运需要的同时，主要是供城投类企业用以维持借贷条件（尤其是满足银行信贷要求）的需要。另外，本级政府通常也会通过资产注入、财政补贴等方式给予城投类企业相应支持，以实现财政资金投入放大银行贷款、进而维持信贷存量周转的运作模式。另一方面，本级政府给予城投类企业的财力支持，直接影响着城投类企业的偿债周期和偿债能力；

●城投类企业的债务规模与其所处区域的经济实力、本级政府的财政财力规模及其负责投资运作的项目规模表现出较高的相关性，其债务规模在不同的个体之间存在着较大的差异。不过，城投类企业在经营性业务之外，通常

需要为提供（准）公共物品（服务）、实现社会政策目标而另行借款，从而建立并维持着超越经营性业务经营规模与偿还能力的债务负担；

●我国单一制的政体、政府拥有的权力与资源以及基于城投类企业产生的背景而形成的默契认识，令债权人具有较高的信心，认为城投类企业获得了本级政府的隐形担保，政府（包括上级政府）对其债务本息的偿付负有代为清偿责任；

●作为市政建设投融资主体，城投类企业的现金流与资产负债结构缺乏长期的可预测性，因此满足众多基建项目资金需求的能力、保持投融资资金平衡的能力，不仅是决定该企业运营地位和政府支持力度的重要因素，而且也是其面临的主要挑战。

## 关于城投类企业主体级别评定的讨论

城投类企业实质上脆弱的营收规模与成本结构、以及现金流与资产负债结构缺乏长期的可预测性，导致城投类企业主体级别的评定面临着障碍。

对此，可能存在以下疑问：

■城投类企业不是获得了政府的隐形担保吗？或者说，政府支持难道不是决定其主体级别的外部支持因素吗？

我们认为，首先，从评级技术上讲，即使存在政府隐形担保，然而这是对债务（债券）的担保，并不构成对城投企业主体级别的支撑因素；其次，假定某个公司是一家信誉卓越的大型企业的控股子公司，债权人会仅仅因为该公司与母公司的股权关系就给予其较高的主体信用评价吗？第三，继续沿用上述案例，债权人会仅仅因为该公司与母公司的股权关系，就给予该公司的债务（债券）较高的信用评价吗？因此，政府的隐形担保不是考察城投类企业主体级别的决定性因素。

另外，如果将政府支持视为在评定城投类企业主体级别时应当考察的重要因素，则意味着政府支持需要对其全部债务（包括银行贷款与债券）提供必要的偿付保障。因此，

随之而来的问题便是，如何评价政府支持的意愿与能力及其对城投类企业主体级别的支撑（提升）效果，即城投类企业未来能够具有多大的可能性获得政府支持，政府未来能够给予的支持力度又有多大，以及这种支持未来能够在多大程度上支撑（提升）城投类企业的主体级别。

显然，正如我们在前文所指出的一样，并不能仅仅依据股权关系（或控制关系）就简单地判定城投类企业所能获得的政府支持的意愿。考察影响政府支持意愿的因素，如同在众多不确定性中寻找有限的确定性。对于政府行为逻辑与模式的猜测与揣摩，使投资者对于政府支持意愿的判断更像是在进行博彩活动。另外，一个显而易见的事实是，政府支持的能力存在着边界，并且不同政府的能力边界也存在着显著差异。当城投类企业未来需要获得的政府支持超过了某个“临界点”，政府支持的能力反而急剧衰减。这一事实在上个世纪90年代的信贷周期中，也多次获得了相应的案例印证。

因此，基于对政府支持（包括意愿与能力）产生的差异化评价，决定了政府支持并不能作为一个常量，对不同的城投类企业获得的主体级别均产生同等的效用，从而难以作为决定城投类企业主体级别的基础性要素。

■若城投类企业拥有经营性业务，是否构成评定其主体级别的主要依据？

我们认为，依据正常的商业逻辑，以盈利为目的的企业是不会将非营利性、具有公共物品性质的基建项目作为主要的投资方面。因此，城投类企业拥有的经营性业务通常为公用事业与土地出让业务。

土地出让业务具有高度的波动性和顺周期性，并不能使城投类企业获得稳定的营收规模，进而形成现金流对债务较高的保障能力。

公用事业经营业务通常具有相对较高的稳定性。然而，基于政治考虑，地方政府通常将公用事业的收费标准保持在仅能维持其日常营运的水平，换言之，公用事业经营业务获得的营收规模基本可以覆盖其成本费用。尽管，折旧

与摊销并不消耗现金流入，但是维持营运所需的必要的资本性支出，将限制这部分现金流对企业所能获得的自由现金流的贡献。这意味着，企业没有足够的满足资本提供者（尤其是债务资本的提供者）对于资本返还的要求。

实践中，也可以观察到，城投类企业拥有的经营性业务所产生的净收入（即主营业务收入扣除主营业务成本的余额）对债务存量的比例通常小于 10%，这意味着企业运营活动产生的 EBIT 在扣除债务利息支出后，无法完全覆盖其成本费用支出，反之亦然。这也意味着，企业必须获得额外的现金流入以偿还债务本金。

另一方面，拥有某些市政设施或公用事业项目的企业，如果能够从这些项目的运营管理中获得足够的营收规模和现金流以保障债务本息的偿付，那么对于这类企业主体级别的评定，可能更适合项目融资评级方法的运用，从而使其获得更有利的借贷条件。

## 城投类企业主体级别评定方法的思考

基于以上讨论，我们认为需要针对城投类企业作为“地方政府设立的特殊目的载体”的本质，从“企业信用”与“政府信用”两个维度对其主体级别予以综合考察：

■在城投类企业从事的业务活动中，（城建）投融资业务是决定其主体信用等级的主要因素

就普遍意义而言，城投类企业从事的业务主要包括经营性业务与（城建）投融资业务。城投类企业的这些业务活动，分别产生了相应的现金流净额与债务规模，并汇集成为共同的现金流净额池与债务池，从而构成了决定其偿债能力的主要因素。

正如前文讨论所指出的，经营性业务尤其是公用事业类业务现金流较为稳定，对于维持银行信贷资金存量周转具有重要意义，从而有利于城投类企业维持较高的信用质量。但是，总体而言，城投类企业的现金流净额池与债务池，主要是由（城建）投融资业务活动产生的现金流净额与债务规模所构成的。因此，（城建）投融资业务是决定其主体信用等级的主要因素。

■（城建）投融资业务的（偿债资金）现金流入主要来源于地方政府，因此，给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平是城投类企业主体级别的上限

城投类企业投融资业务的偿债资金最终主要来源于地方政府给予的财政资金支出（及承诺），同时，投融资业务能够维持银行信贷资金存量周转也主要依赖于地方政府信用水平的支撑。换言之，城投类企业投融资业务的可持续性，主要取决于给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平。因此，给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平，是城投类企业主体级别的上限。并且，（如前文所述）经营性业务所具有的区域性、自我平衡等经营特征，使其无法给予城投类企业超越地方政府级别上限的支撑。

■地方政府与城投类企业之间的交易结构，是判断城投类企业获得政府承诺资金的稳定性的主要标准

两者之间的交易结构及其效力，决定了城投类企业所获得政府承诺资金的稳定性及其法律保障的效力。

实践中，城投企业与地方政府签订 BT 协议约定回购收入的方式，在目前环境与法律架构下较为有效地保障了城投类企业获得政府承诺资金的稳定性。BT 协议不仅规范了各方的权利义务，而且使城投类企业投融资平台的角色获得了法律解释。

此外，经同级人大审议通过的、列入预算安排的财政专项资金支出（包括财政补贴），也可视为具有类似效果的资金来源。

■考察城投类企业的营运活动对于政府信用（财政资金支出承诺）的损耗程度，是确定其对应的特定主体级别的主要依据

城投类企业各项业务活动（包括经营性业务与投融资业务）共同对现金流净额池、债务池产生影响。其中，投融资业务活动获得的政府财政资金支出（及承诺）规模较为确定（或曰固定），城投类企业需要以其应对运营活动中存在的众多的不确定性。因此，通过考察其经营活动中

存在的不利因素（不确定性）对政府信用（财政资金支出承诺）的损耗程度，损耗程度越小（不确定性越小），其主体级别就越趋近于相应地方政府的主体信用等级。

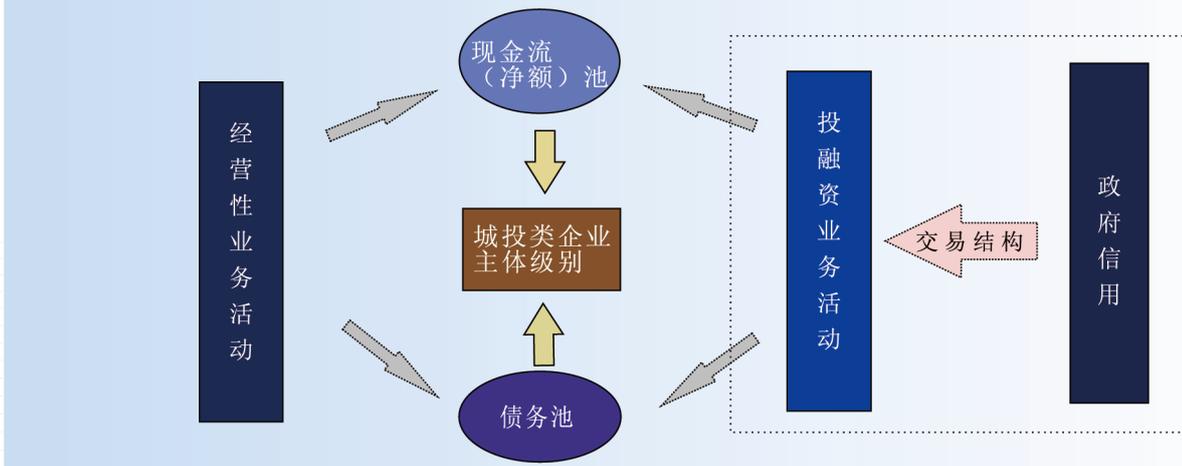
需要指出的是，对于经营性业务活动的考察，我们仍然依据相应的行业评级标准与框架予以评价。

#### ■城投类企业预期偿债能力与偿债意愿的考察与评判，

是评定其主体级别的出发点与落脚点

城投类企业的主体信用等级，反映的是其未来的偿债能力与偿债意愿的强弱程度，因此，对其主体级别的评定，不是对其经营历史、既往的运营与财务表现的确认，而是基于对其预期偿债能力与偿债意愿、以及相应保障措施的评价而产生的意见观点。换言之，城投类企业运营与财务活动的历史表现，并不是评定其主体级别的主要依据。

图表1：城投类企业评级方法的示意图



### 城投类企业评级的考察要素

在确定城投类企业主体级别的上限以后，其具体级别的确定主要取决于其预期经营活动中存在的不利因素（不确定性）对于稳定营收及其现金流的消耗程度，以及由此形成的现金流净额与财务弹性对于预期债务负担的保障程度。概括而言，主要的考察要素如下（包括但不限于）：

#### ■业务与管理

公司治理、管控模式、运作模式及其特征，反映了企业（公司）的管理素质。同时，业务构成反映了业务及其风险的分散度。通常，收入占比超过特定比例的业务种类个数，是一个有效的观察指标。

另外，对其实质控制（管理）的经营性业务运营与财务表现的历史分析与预测，是后续若干考察要素的分析基础与依据。

#### ■营收规模（与结构）

企业（公司）营收规模与结构的稳定性，是考察其经营稳定性与风险分散度的关键要素。地方政府承诺给予的（补贴）收入，是城投类企业所能获得的最稳定的收入来源，构成了增强其营收规模与结构稳定性的正面因素。因此，政府预期承诺（补贴）收入及其占比是重要的观察指标。同时，对于地方政府承诺给予的（补贴）收入的考察，反映了我们对地方政府信用水平的评价。

另一方面，如果能有依据支持未来某些经营性业务能够贡献较多净收入的结论，也是增强其营收规模与结构的稳定性的正面因素。

需要指出的是，土地出让收入具有高度的波动性和顺周期性，因此不宜视为营业收入，但可视为财务弹性。

#### ■成本结构

现金流净额是可预期的营收扣除掉成本费用等消耗后的余额，因此成本结构关注的核心是消耗因素的内容、消耗程度，及其驱动因素与预期变化趋势。通常，应当至少考察以下方面：

●企业（本部、母公司）既往的成本费用比例及趋势，是否会实质性削弱政府信用（包括 BT 协议回购资金等）对债务本息（包括银行债务）的保障比例；

●企业承担的投资营建风险，包括分析 BT 协议中关于项目竣工验收、利息与投资收益率、回购资金支付等条款约定使企业承担的风险暴露；以及企业既往的项目投资管理经验及风险管理能力对此的缓冲效果；

●拥有的经营性业务的成本费用比例及趋势，未来是否会消耗额外的现金资源（或者需要额外的营运支出补偿），从而实质性地削弱政府信用（包括 BT 协议回购资金等）对整体债务本息（包括银行债务）的保障比例。

#### ■资本结构与财务杠杆

资本结构与财务杠杆的分析与预测，对于判断城投类企业后续的融资空间和融资能力具有重要意义。经营性业务与（城建）投融资业务的预期资本性支出，均是影响城投类企业资本结构与财务杠杆的重要考察因素。

另外，对于资本结构与财务杠杆水平的考察，是在对已有抵押、质押等权利限制的资产、或有负债等因素予以调整的基础上进行的。

#### ■现金流（对债务的保障能力）

结合预期营收与成本结构的分析，预测债券存续期内的（具有较高可预测性的）现金流净额（包括 BT 协议回购资金等）对预期债务本息（包括银行借款）的覆盖率。这反映了企业（公司）对于整体债务负担的保障能力与支撑能力。

#### ■流动性与财务弹性：

现金流、流动性与财务弹性的综合分析，反映了企业（公司）对于长短期债务的综合保障能力。

需要指出的是，城投类企业所拥有的资产及其变现价值与能力，对于其维持债务存量周转也具有重要意义。通常，城投类企业拥有较多的国有土地使用权，这不仅是其财务弹性的有效支撑，而且相应的变现收入也是其偿债资金的重要来源。

#### ■其他权衡因素：

其他需要关注、特别说明的重大因素、事件等。

另外，特定的外部支持也是需要权衡的因素之一。这里所讨论的“外部支持”，是指政府给予城投类企业的除财政承诺以外的支持，例如产业政策、税收待遇、资源整合等方面的优惠与扶持，因此需要给予个案判断。

## 结论

通过对城投类企业产生背景、特征以及若干讨论事项的研究，我们认为城投类企业是地方政府针对现有法律政策环境设计的、以企业（公司）为形式的特殊目的载体，需要从“企业信用”与“政府信用”两个维度对其主体级别予以综合考察。

给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平是城投类企业主体级别的上限，两者之间的交易结构决定了其获得的政府信用的稳定度，而其主体级别的最终确定将主要地取决于运营与财务活动中的不利因素对于相应政府信用的损耗程度。通常，可以通过业务与管理、营收规模（与结构）、成本结构、资本结构与财务杠杆、现金流、流动性与财务弹性以及其他权衡因素予以综合判定。

另外，需要再一次强调的是，城投类企业的主体信用等级，反映的是其未来的偿债能力与偿债意愿的强弱程度，运营与财务活动的历史表现并不是评定其主体级别的主要依据。