

撰写人：刘伟强 张伟

联系电话：82872861

电子邮箱：liuwq@scrc.com.cn

城市建设投资公司评级方法

前言

城市建设投资公司（以下简称“城投公司”或“企业”）是指受地方政府委托专业从事城市资源经营运作和城建投融资的经济法人实体。它是我国城市建设体制改革进程中的产物，是城市资产市场化的载体，在政府授权或委托下，统一负责城市资产投资和经营活动，承担着城市资产优化配置和保值增值的责任。

城市基础设施是国民经济持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用，其发展一直受到中央和各地方政府的高度重视，并得到了国家产业政策的重点扶持。

随着社会经济的持续发展，城市化建设进程的不断推进，建设资金不足是许多城市在经济发展中面临的主要问题，为实现资金的平衡使用和良性循环，国内许多城市都成立了城投公司作为各级政府经营城市的主体，以适应市场经济条件下快速发展的城市建设需要。城投公司的成立使城市建设的投融资告别了单纯的政府行为，形成了“政府引导，社会参与，市场运作”的投融资格局，很大程度上解决了城市建设资金不足的问题。但在一些城市中，特别是城市投资体制改革刚起步的一些中小城市，城投公司的发展依然面临着诸多困难，急需突破发展的瓶颈制约。

本评级方法旨在帮助发行人、投资者以及其他相关机构了解鹏元资信评估有限公司在对城投公司信用评级的思路和主要关注的因素，因此，本评级方法应能起到较好的借鉴作用。需要指出的是，本评级方法并未涵盖鹏元资信评估有限公司在具体评级时所考虑的所有因素，在确定最终级别时可能会因具体企业情况的不同而有所区别。

鹏元资信评估有限公司对城投公司信用评级的最终目的是判断其整体实力及偿债能力，而在影响城投公司整体偿债实力的因素中，根据我们的评级思路，鹏元资信评估有限公司主要从宏观经济、政府方面以及企业自身的经营管理状况等方面考虑。鹏元资信评估有限公司将在本评级方法中详细阐述评级思路和评级关注重点。

一、行业背景和现状

1、行业背景

党的十六大提出，要逐步提高城市化水平。城市化发展水平是体现一个国家或地区经济社会发展水平和人们物质文化生活水平的一个综合性指数。城市化发展是建设和谐社会的必要途径，是实现我国社会主义现代化建设的重要举措。从 1978 年至 2006 年，中国城市化水平从 17.92% 上升到 43.9%，28 年共增长了 25.98 个百分点。目前中国城镇化率以每年大约一个百分点的速度提高。根据《中华人民共和国 2006 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2006 年底，全国城镇化率已达到 43.9%。据预测，2010 年我国城镇人口比重将达到 49.5%。与此同时，我国城市数量也从改革开放初期的 193 个增加到 2006 年的 661 个，其中超大、特大城市已达 46 个，地级及以上城市 287 个。

根据中国城市规划设计研究院发布的《中国城市发展问题观察》报告，中国城市发展迅速，预计到 2010 年，我国百万人口以上的城市将达到 125 个左右。城市已成为我国经济发展的重要载体，城市经济对我国 GDP 的贡献率已超过 70%。未来 20 年将是中国实现由农村化社会向城市化社会转型的关键时期，我国的城市化将进入加速发展阶段，这将大大带动城市建设以及相关的城建资源性资产开发业务的需求。

城市化水平的提高，加大了固定资产投资的需求，从而推动了国民经济的加速发展。城市建设投资作为政府投资的一部分，其作用与积极的财政政策一样，对拉动国民经济发展具有加速作用。特别是城市基础设施和环境建设，一方面直接拉动了投资品等生产资料和消费资料的大量需求，扩大了社会总需求；另一方面通过改善投资、生产、生活环境，吸引社会投资并扩大消费需求，进一步扩大了社会总需求，从而刺激了经济的迅速增长。中国城市化的加速发展为工业化发展提供了载体，这不仅包括城市提供的土地、资金和公共设施，还包括工业化所提供的就业的实现。同时，城市化高速发展，引发了城市居民消费需求结构的升级演化，进而推动第二产业和第三产业内部结构的进化，从而成为整个国民经济发展的新动力源。

虽然我国处于快速城市化阶段，但从总体看，由于城市基础设施供给不足，仍在一定程度上影响着城市综合服务功能的发挥、投资环境的改善，制约着人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。

2、行业发展现状

随着我国城市化进程加快，城市人口增多，需要投资建设更多的生产生活设施，以保证城市化发展的质量。城市基础设施建设是城市的物质载体，对城市经济结构调整与发展具有刚性制约和保障作用。

近年来，随着城市建设投融资体制改革的不断深入，城市基础设施建设资金的来源和渠道也更加丰富，从单一财政投资向多层次、多渠道转变，主要方式有通过设立政府控制的融资平台融资（如城市建设投资公司）、上市融资或引入非国有投资者融资等，但最重要的渠道仍是通过融资平台向银行贷款。城市建设投资公司作为政府融集城市建设资金和经营城市的主体，基本适应了市场经济条件下快速发展的城市建设需要。城投公司的成立使城市建设的投融资告别了单纯的政府行为，形成了“政府引导，社会参与，市场运作”的投融资格局，解决了城市建设资金不足的问题。

在运作上，城投公司作为政府城市建设投资、开发、控股和资产运营的主体，负责城市建设国有资产的运营和资金的筹措、投资和管理。通过政府划拨城建资产、介入城市土地收储开发、获得政府财政补贴收入等方式形成较大资产规模和经营规模，与商业银行等金融机构建立投融资渠道，在城市基础设施建设中发挥着越来越重要的作用。

二、城投公司的经营特点

1、成立背景

近年来，随着社会经济的不断发展，城市市政公用事业需求的快速增长与投资不足的矛盾日益突出，使得财政资金与市政建设投资需求形成巨大缺口；政府作为市政建设的主要管理人，对于上述的资金缺口，以往的操作主要是通过运用自身的行政手段来获得银行的信贷支持，但因政府投资的项目以公益性为主，盈利水平较低，因此难以从项目运营中获得收益以偿还贷款，使得银行的不良资产居高不下，并逐步形成恶性循环，进而严重影响到政府信用和金融体系的安全。在此背景下，政府为了保证城市建设和公用事业建设的顺利进行，通过整合政府资产和城市资源，从而实现城市建设的投融资意图，就必须通过一个连接政府和市场的桥梁，围绕“城建筹资”形成了“城投公司”。

此类企业的设立，就是成立投融资主体，解决政府城市建设资金紧缺的问题，对政府而言，很大程度上改变了计划经济条件下政府既是城市建设的决策者，又是城市建设的投资者，既是城市建设的经营者，也是城市建设的管理者的弊端，而借贷资金就由显性债务变成隐性债务，是在《预算法》不允许地方政府借贷情况下的一种变通措施。

2、企业特点

城投公司是受地方政府委托从事城市资源经营运作和城建投融资的经济实体，因此必须在法律允许范围内根据城市规划、项目安排和融资意向，支持市政建设。在具体的业务经营中，他们一般是借助政府信用和政府财政的支持，保证城建资金的投入，很大程度上是体

现政府的意志。

目前，我国大部分城市的项目管理企业市场还不成熟，在这种情况下，经政府部门监督管理，城投公司可先通过委托资质较好的建筑企业，或者政府原市政建设部门（如市政园林局、临时项目建设管理机构等），签订投资项目建设管理协议，按照建设部推广的“代建制”模式进行市政项目建设管理，加快建筑市场培育，逐步建立项目管理企业市场，进一步完善政府投资工程项目管理制度，以适应政府投资工程的建设管理和监管力度。

3、业务类型和筹资形式

➤ 业务类型

城投公司主要是从事城市基础设施项目的运作，从具体的业务类型上看，我们认为城市基础设施项目可以划分为两大类型：

一是城市资源类项目，如供水、供气、污水处理、教育产业化、轻轨系统等；

二是城市建设项目，如市政收费道路和桥梁、城市道路、广场、公园、环境整治等。

上述项目有些具有收费能力，可合理取得利润，具有相应的还贷能力，这类项目可通过市场进行有效配置，如市政收费道路和桥梁等；有些项目附带部分公益性，需要通过政府适当贴息或政策优惠维持运营，如供水、供气、污水处理等；有些项目为政府无偿提供、无回报的公益性项目，建设这类项目是为了获取社会效益和环境效益，市场调节难以对此起作用，这些项目完全依靠地方政府财政补贴，如城市道路、广场、公园等。

➤ 筹资形式

从资金来源上，城建项目的筹资形式可以分为三大类：

一是政府投入型（城建税费等财政预算内收入，各级财政补助）；

二是项目直接融资型（证券市场，特许权经营等）；

三是项目间接融资型（国内外银行贷款）。

就目前的情况，较多的城投公司是以项目间接融资方式为主。

4、城投企业存在的问题

➤ 资金回收周期太长，资金使用效率低下

作为一个可盈利或准盈利性投资项目，一般要经过投资(借贷)→经营→回收→还贷(有盈利)→再投入的一个过程。由于城投公司涉及的大部分是大投入的项目，这个过程的长短直接影响企业资金的运作和工程建设进度。在一些城市中，资金经过多个部门的道道关卡，不

仅数量减少，使用率大大降低，而且回收时间拉长，给企业再投入增加了压力。如在一些城市中，城投公司主要承担的老城区的旧城改造土地拍卖项目，从计委立项到土地拍卖后土地出让资金到位少说要一年。如此长的周转期，捆住了企业再投入再发展的手脚。

➤ 项目建设仍沿用计划经济的管理模式

有些城市政府在项目建设中还无法摆脱计划经济的管理模式，表现为：政府直接参与经济活动，重建设轻经营，重形象轻管理，部门权利利益化倾向严重。在财政体制上统收统支，资金高度集中。支出大包大揽，不论大小项目，都必须按计划本子执行，即使实际情况发生变化，经费追加或调整都必须经过计划的调整，且周期较长。一方面城市建设项目过分依赖财政的投资，另一方面财政投下去的资金又没人监管，用款单位资金投资效益的主动性较差，没有形成可以进行资本流动的循环投资的体制，阻碍了市场体系的培育和发展。

➤ 基建部门分散、管理分散、资金分散，阻滞了城投公司建立多元化融资体制的进程

由于政府仍按计划经济模式，直接参与城市经营活动，为调动各方积极性，多方筹措资金，政府通常把城建基础设施工程交给多个部门负责进行，虽然在短时间内保证了工程资金和进度，但从长远看，它所带来的资金分散，人力分散，管理分散不利于城投公司开展资本化运作、吸纳民间资金、盘活城建存量、内外举债等多元化融资的尝试，延长了城投公司原始积累过程。

三、评级思路

我们认为，城投公司本身的资信评级与一般企业评级差异不大，但考虑到城投公司的背景及业务运作特点，在对城投公司具体评级时，我们将针对具体情况有所侧重。

作为与政府有着紧密关系的城投公司，我们的评级主要是考察城投公司自身的资信状况和城投公司与地方政府的的关系以及对其的支持力度两大方面。若所从事的业务偏重于公共产品性质，其与地方政府关系的密切程度将是我们考察的重要因素，而相关盈利指标则非我们主要的关注点。

具体操作上，最终级别的给定我们先立足公司本身，然后综合考虑地方政府对城投公司在政策、业务及资金等方面的支持力度，政府因素对最终信用级别的确定有重大影响。举例来说，假设有甲和乙两家企业，甲公司为一般性企业，在业务和资金上独立于政府，其资产规模大，盈利水平高，现金获取能力和持续经营能力较强。乙公司为城投企业，盈利水平一般，但在业务和资金上能获得地方政府有力的支持。如果抛开政府因素单纯考察公司本身的资信水平，可能甲公司信用等级为 AA 一级，乙公司信用等级为 A⁺ 级。但是，如果考虑到政府信用的因素，我们在给定最终级别时，对于甲公司，由于政府因素影响很小，我们评估

完全立足于公司本身，最终级别确定为 AA 一级，而对于乙公司，考虑到政府起到很强的增信作用，我们可能给定最终级别为 AA 级。

四、评级关注点

结合前段的评级思路，在对城投公司进行信用评级时，我们主要围绕城投公司的偿债能力及偿债意愿这一核心点，从宏观经济、政府方面以及企业自身的经营状况等方面进行综合分析。

（一）宏观经济

1、区域经济发展程度

城市建设投资公司作为我国城市建设体制改革的产物，目的是代理地方政府管理和运用城市建设资金，其业务主要是城市基础设施建设项目，区域性特征明显。

基础设施建设与区域经济的发展程度密切相关，因此，区域经济的发展及规划直接影响到城投公司的业务发展前景。反过来，基础设施建设的好坏也影响到区域经济的发展。因此，区域经济的发展程度作为影响城投公司发展的宏观环境，在评级时应当予以关注。

2、政策影响

城投公司是受地方政府委托从事城市资源经营运作和城建设融资的经济实体，是代表政府履行城市建设的市场主体职能，因此，国家宏观调控政策的变动很大程度上会影响城投公司的业务运作。

我们注意到，由国家发改委、财政部、建设部、中国人民银行和银监会五部委联合发布《关于加强宏观调控，整顿和规范各类打捆贷款的通知》中明确规定，金融机构要立即停止一切对政府的打捆贷款和授信活动，并要求地方政府不得为贷款提供任何形式的担保或变相担保，这一政策的实施，无疑限制了城投公司较为常用的融资方式；而国六条和九部委《意见》在土地开发利用、信贷政策、税收调整上亦作了重要规定，出台了如加大对闲置土地的处置力度、加强对房地产开发用地的监管等措施，这对城投公司通过运作土地进行融资是一个重要的束缚。

因此，分析师在实际评级中应针对国家的政策变动来分析考察企业受影响的程度及应变能力。

（二）政府方面

1、财政实力

财政是一个地方综合经济实力的重要反映，财政实力的强弱直接关系到当地经济社会发展。由于城投公司所从事的业务有较大部分属于政府公益性项目，这一特点决定了城投公司较大部分的项目资金需要通过政府的财政支持，因此，地方政府财政实力的强弱很大程度上会影响到城投公司的资金实力，是分析师在对城投公司评级时重要的考察点。

地方政府财政实力由于自然资源、人口和经济发展水平不同而存在不均衡性，由此造成各地提供公共服务水平的差异。因此，在考察政府财政实力时，应重点关注城投公司所在区域经济的GDP增长程度，进而考察经济的增长对政府财政收入的贡献度。

2、支持力度

作为连接政府和市场的桥梁，城投公司能否得到地方政府的实质性支持及支持力度的高低，是城建投资公司获得稳定的资金流入量、项目的持续投入以及对外偿还债务的重要保障。

在考察政府对城投公司的支持力度方面，我们认为可以从以下几个方面加以判断，一是考察政府是否制定了为保障城投公司健康发展而出台的相关政策性法规或文件；二是通过城投公司过往的经营历程，考察政府在城投公司业务来源及税赋政策方面给予的支持程度；三是考察对城投公司在项目资金需求方面给予的扶持力度。

（三）企业自身

1、与政府关系的密切程度

城投公司是专业从事城市资源经营运作和城建投融资的经济法人实体，其与政府关系的密切程度很大程度上会影响自身的业务来源和资金运作。因此，城投公司与政府之间关系的密切程度是城投公司可持续发展的重要保障，也是我们给定级别的重要依据。

在判断城投公司与政府之间关系的密切程度时，除了可从上述的政府支持力度判断外，我们认为其他重要的依据主要有：一是城投公司的出资方；二是主要的管理者是否由政府任命；三是城投公司在业务运作、项目管理方面的自主性。

2、管理能力

由于城投公司经营活动涉及的对象是与社会生产和社会生活密切相关且发挥着基础性作用的市政基础设施，涉及的大部分项目资金投入量大，且多为负债筹集，因此，项目和资

金管理水平的高低直接影响企业资金的运作和工程建设进度。

我们认为，在实际评级中，应当在考察政府监管力度以及行政干预程度的同时，更重要的是要考察城投公司项目法人责任制的执行情况，职责是否明确；在具体项目建设中，是否能根据建设项目的规划、立项等的可行性以及招投标和建设的进展情况，做到资金的严格审批与监管；城建资金事前、事中和事后的合理安全使用和有效监控能否落实；能否做到定期进行全面有效的债务结构和规模分析，改善项目资产质量，保持项目投资合理的资产负债率，从而防止债务资本规模的盲目扩大。

具体评级时，我们认为可以从以下的要点进行分析：

➤ 组织架构

该要点的核心主要是通过考察企业目前组织架构的配置，分析是否符合自身经营管理的需要，进而判断企业在这一架构下对业务运作、资金运用的控制能力以及未来经营发展的影响程度。

➤ 管理制度的制定与执行

该要点的核心主要是考察企业是否根据自身经营特点而制定制度及制度的合理性，并分析在具体执行时对改善或提高管理水平的影响程度。

➤ 业务运作模式

该要点的核心是通过了解企业在具体业务操作的形式及资金结算的方式，来考察企业业务运作的执行情况，资金链的保障程度，进而分析企业整体业务的运营效率。

3、发展能力

城投公司的可持续发展，必须要有相关的产业支撑和稳定的利润来源。一般情况下，债务融资有赖于企业资产、资信和盈利状况，而项目融资、股权融资等几乎都是建立在项目或公司的未来盈利能力上。因此，城投公司如何巩固自身的产业基础，进一步增强发展能力是至关重要的。

我们认为，在考察城投公司的发展能力时，首先，应当关注其主要的盈利产业，考察其是否利用了政府国有独资企业的优势，结合城建项目的投资，将政府相关资源和配套政策转换为现实的经济回报；其次，城投公司能否立足于城市资源特许经营的特点，做到基础性产业（如城市供排水、城市公交、燃气、旅游、城市空间资源等）的经营、开发和利用，从而构建起自身稳定的业务和利润来源；最后，对于一般性竞争业务，如设计单位、工程施工、

监理、养护单位、宾馆酒店等，能否通过做好国有企业改制工作，将这些企业的资产和人员进行剥离，减轻负担。

具体评级时，我们认为对城投公司发展能力的考察可以从以下的要点进行分析：

➤ 业务来源及稳定程度

该要点的核心是分析企业的收入来源渠道及稳定度，具体操作中可以通过城投公司现有项目以及政府对城投公司的支持力度中加以考察。

➤ 盈利前景

该要点的核心主要是通过城投公司的各类业务构成占营业收入的比重，从中分析判断企业未来业务经营的重心、收入来源的多元化和稳定程度。

➤ 发展规划

该要点的核心主要是考察分析企业是否有针对自身目前的经营状况、行业发展趋势等情况而制定出的有利于未来盈利水平提高和可持续发展的具体举措或方案。

4、财务状况

城投公司由于建设项目投入资金量较大，周期长，且承担了较多的公益性项目，因此其盈利水平一般并不理想。考虑到城投公司所处的地位，我们认为在分析城投公司的财务状况时，应当主要从城投公司的财务风险以及财务弹性加以考察。

城投公司的财务风险主要体现在资金流转和负债构成两方面。企业依靠自身业务经营所获得的资金是偿还资金的第一来源，是最能体现企业偿债能力高低的因素，因此，城投公司的资金周转能力很大程度上可决定其财务状况。而通过考察城投公司的债务结构，可进一步分析其债务压力的高低。

城投公司的财务弹性主要体现在融资能力方面。就目前的状况，城投公司的融资渠道基本是以银行的长短期商业贷款为主；随着项目投入的增加，债务负担不断增加引起城投公司资产负债率越来越高，加上城建项目缺少收益性或收益较低等因素，引起银行慎贷程度越来越高，这一状况若进一步加重，无疑会削弱城投公司的融资能力。因此，如何维持和扩大可持续融资能力以满足日益增长的建设资金的需要，直接关系到城投公司业务的开展及工程进度，是评级时需关注的重点。

具体评级时，我们认为对城投公司财务状况的考察可以从以下的要点进行分析：

➤ 资产质量

该要点的核心是对每类的资产质量进行分析，并做出综合判断。在流动资产中，着重分

析企业的应收账款、存货以及其他应收账款，以考察企业的信用管理状况，坏账计提情况、资产运营情况，有无大股东和关联企业占用资金，有无抽逃企业资金的问题；在固定资产的构成中，是否有不可经营资产，资产成新度，折旧政策是否合理；长期投资中，主要考察企业投资的目的，投资收益是否稳定；无形资产中，投入的资金是否与主业经营相关、金额是否太大，是否按规定计提了摊销等。

➤ 资本结构

该要点主要是通过考察企业的债务结构、债务权益结构等，从中反映企业的债务压力源、负债水平以及偿债流动性风险，以揭示其资本结构的合理性与安全性。同时，还应结合未来投资情况，对目前的构成状况在未来会出现如何变化作出预测判断。

➤ 经营现金流水平

该要点主要是考察企业通过业务运作而实现的经营现金流入的高低，从中反映企业现金生成能力的强弱，并通过企业近年经营现金流的变动情况，从中分析影响企业现金生成能力的因素及变化趋势；同时，结合未来的投资规模，分析企业自身是否有足够的资金满足其资本支出以及对债务的保障程度。

➤ 收现比

该要点主要是考察企业在连续期间内（通常为连续的四年）的每一段期间实现的营业收入所产生的现金流入，从中分析其收入的质量，并通过连续期间内的变化趋势，揭示造成这一趋势的内在原因以及影响的持续度。

➤ 现金流负债比

该要点主要是考察企业经营现金流水平对短期债务的保障程度。具体分析中主要是通过企业近年经营现金流水平的变动情况与短期债务的配比程度，揭示企业可调剂的资金对短期债务的即时支付能力和债务周转能力。

➤ 融资能力

该要点主要是考察企业除自身业务经营产生收入以外获取资金的能力或手段。在具体分析时，可结合金融机构给予的授信额度、企业自身在资本市场的筹措能力以及股东的扶持力度等方面进行分析判断。

五、特殊事项分析

该部分内容主要是对可能影响城投公司偿付能力的特殊及其他事项分析，提示事先不能合理预测的因素，如并购、事故、特殊市场因素变化、对外担保、产品质量承诺情况以及未

决诉讼等情况。

由于上述事项的发生很可能导致城投公司产生偿债违约风险,因此对于这部分内容的分析,主要是通过揭示企业是否因上述情况而存在大量的或有负债,并分析判断这些或有负债引发风险可能性的高低,从而考察城投公司偿债能力及意愿对信用级别的影响。