

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

透过审计报告和资产评估报告 识别城投公司财务风险

联合资信 公用评级三部 | 马 颖



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



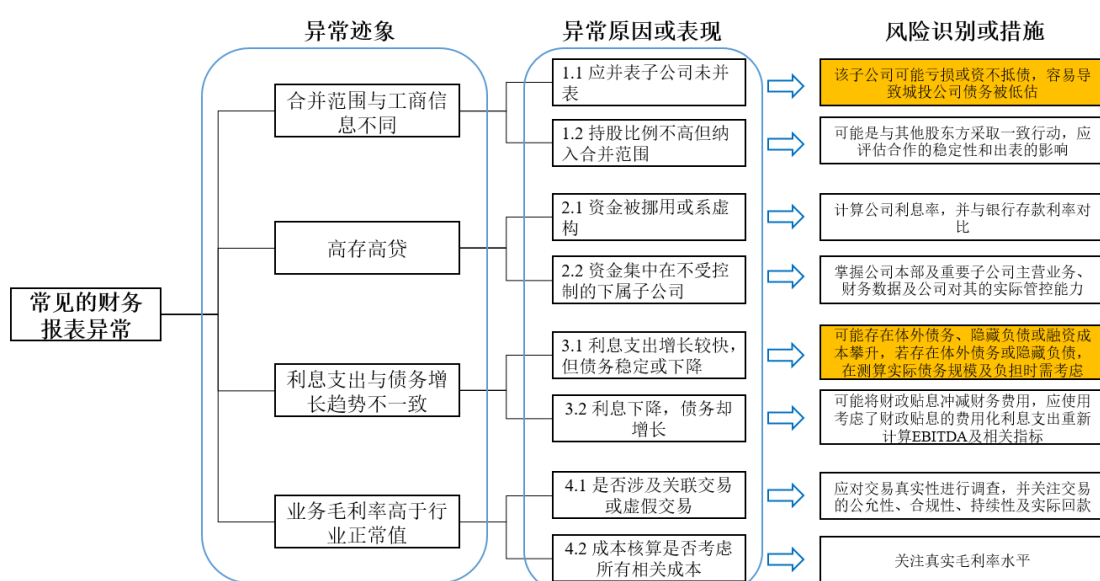
一、引言

随着一揽子化债方案的推进，城投公司短期的债务风险有所缓释，但长期的债务化解尚需时日，城投公司迫切需要通过市场化转型提升自身造血能力，逐渐达成依靠自身经营所得偿还债务本息的长远目标。在此背景下，对城投公司信用风险进行研判时，财务分析的重要性尤为突出。本文将借助城投公司的审计报告和资产评估报告，初步判断其可能存在的财务异常和资产高估等情况，对其财务风险做出准确评估。

二、常见的财务报表异常及风险识别

由于城投公司的业务性质，其财务报表通常呈现资产构成以基建项目成本和应收类款项为主、债务规模大、自身盈利能力弱、利润依赖政府补助等特点。为满足发债条件、上级考核要求等，城投公司可能会借助各种方式对财务报表进行美化。其中部分美化方式可能会导致财务报表异常，以下简要介绍了评级实践中经常遇到的几种财务异常情况，并对其产生的原因或表现、风险识别等进行梳理和总结。

图 1 常见的财务报表异常及风险识别



资料来源：联合资信整理

（一）报表合并范围不同于工商信息

评级实践中，通常会通过工商信息查询网站查询城投公司的对外投资单位名录，并将其与城投公司最近年度审计报告进行对比。若对比发现两者存在差异（例如城投公司对某企业的持股比例高于 50%，但审计报告显示城投公司未将其纳入合并范围），且该差异并非是由于所处时间节点不同所致，该种情况应引起关注。以下是可能导致

差异的两种情况：

一种情况是应并表子公司未并表。城投公司为美化财务报表，可能会通过托管经营或章程约定等方式，将持股比例较高、本应纳入合并范围的亏损（或资不抵债）子公司出表。这种情况下，首先要了解未并表的原因，若涉及托管经营，则应在获取托管经营协议后，结合公开渠道可获取的其他资料，综合判断托管经营未并表的合理性。通常情况下，若受托方仅收取固定管理费，则实际控制人为委托方；若受托方收取可变管理费，并且协议约定受托方行使委托方的表决权，控制该子公司董事会席位，委托管理期间产生的经营收益和亏损全部由受托方承担，则可认为该子公司由受托方控制。该种情况下，应警惕城投公司虽未将该子公司纳入合并范围，但其生产经营及债务偿还实际由城投公司负责，易于导致城投公司实际债务规模及债务负担被低估。

另一种情况是持股比例不高但纳入合并范围。城投公司为扩大收入规模，可能会通过与其他方签署一致行动人协议，将自身持股比例不高、本难以纳入合并范围的子公司并表。该种情况下，若其他参股方为民营企业或自然人，应进一步了解上述合作达成的背后原因，在获取一致行动人协议的基础上，综合判断该合作的持续性和稳定性，同时评估该子公司出表对城投公司财务报表、盈利能力及偿债能力指标等的影响。

（二）货币资金规模大却持续举债

审计报告或最新财务报表显示，公司账上存在大规模的货币资金，且受限金额小，与城投公司同时大规模举借债务（尤其是高息债务）形成鲜明对比。此种高存高贷可能是以下两种情况所致：一是公司资金被其他方（例如大股东）挪用或账上资金实为虚构；二是公司账上的货币资金集中在某些不受公司控制或统筹的下属子公司，该类子公司存续债务规模及新增融资规模均不大（但经营性现金流较好），公司本部或其他下属子公司在债务偿还或项目建设方面存在较强的融资需求。针对第一种情况，可通过计算城投公司存款的利息率（冲减财务费用的利息收入/年均货币资金规模），并将其与同期银行存款利率进行对比，初步判断公司账上货币资金的真实性。针对第二种情况，应掌握公司本部及其重要子公司的主营业务及财务数据，了解公司本部对重要子公司的管控手段及实际管控能力，警惕对子公司管控能力较弱的城投公司的债务逐渐向其本部集中的情况。

（三）利息支出变动有别于债务增长趋势

此处的不一致主要是指匡算出的城投公司的平均融资成本（年度利息支出/平均债务规模）与其实际情况（尽调了解）、现金流（分配股利、利润或偿付利息支付的现金/平均债务规模）差异较大，亦或者城投公司平均融资成本的变动趋势与市场行

情、对比企业变动趋势相悖。

具体涵盖两种情况，一是城投公司每年利息支出增长较快，但债务规模较为稳定甚至呈下降趋势，该种情况下可能表明城投公司或存在体外债务，或利用其他方式隐藏负债，亦或者公司融资环境较差、综合融资成本持续攀升。

一般情况下，城投公司主要通过资金往来或对外担保形成体外债务。资金往来形成体外债务是指受限于银行授信等外部因素，城投公司从银行取得的贷款需通过同区域的其他企业进行发放（在化债过程中可能表现得更为明显），在该城投公司账上虽体现为企业之间的往来款（城投公司计入其他应付款），但该笔债务本息实际由其承担，属于其刚性有息债务。对外担保形成体外债务是指城投公司对区域内的其他企业提供担保后，同时对该企业的其他应付款或长期应付款增加，该种情况下可能是城投公司名义上为其他企业担保而实际是为自身融资。

除形成体外债务外，城投公司还可能通过其他方式隐藏负债，例如城投公司或其下属子公司发行永续期债务融资工具（计入其他权益工具或少数股东权益）、开展融资性贸易（计入应付账款）。通常，计入其他权益工具中的永续债的金额可在财务报表中直接获取，但少数股东权益中永续债的具体金额需结合城投公司资料以及对其发债子公司存续债券情况分析所得。对于融资性贸易而言，可从城投公司审计报告中应付账款的对手方明细进行初步判断，如果与其主营业务关联性不大，则可进一步了解，包括获悉款项产生的原因、获取相关的合同、发票及其他凭证等，综合评估是否构成融资性贸易。

另一种情况是城投公司每年利息支出规模下降，但债务规模呈增长趋势，所测算的平均融资成本远低于公司实际情况或对比企业。该种情况有可能是城投公司将政府拨付的财政贴息直接冲减了财务费用所致。对此应了解财政贴息的持续性与稳定性，并将财政贴息加回费用化利息支出中，用以重新计算 EBITDA 及相关指标，结合考虑两种计算结果，对其长期偿债能力指标做出准确评估。

（四）某业务毛利率高于同行业正常水平

此处的业务主要指的是城投公司通常从事的市场化程度较高的业务，比如贸易、工程施工、房地产开发、租赁等。若城投公司某业务的毛利率水平明显高于行业正常值，需特别关注毛利率异常的原因，并收集相关资料（例如上下游对手方、定价依据、成本核算依据、收入确认依据及回款凭证等），综合评估该业务是否涉及关联交易或虚假交易。若涉及关联交易，需进一步关注定价的公允性、关联交易的合规性及持续性、该业务实际回款情况以及业务回款是否有可能通过其他方式（例如往来款等）转出公司等。虚假交易方面，城投公司从事的业务中风险较高的主要是贸易业务，因此，

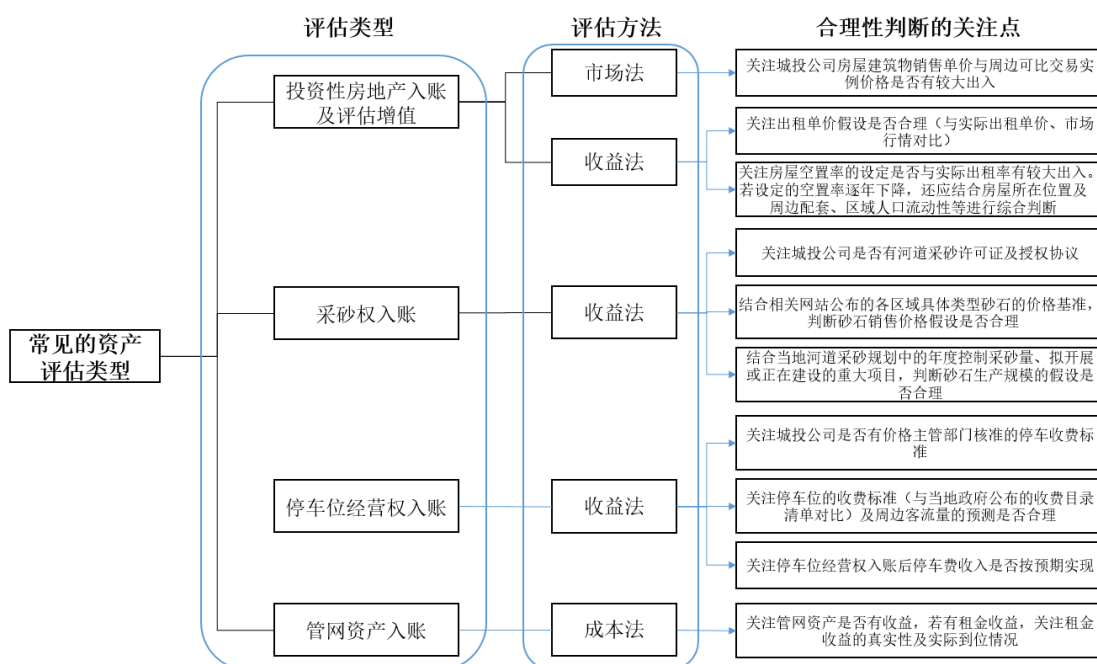
对于金额较大的购销交易（尤其指对城投公司当年收入规模或盈亏临界点有影响的交易），除取得购销合同外，还应对交易的真实性进行调查，包括取得城投公司自身的记账凭证、收付款记录、采购及销售发票、发货单、收货单等。若交易对手方是同一区域内的其他城投公司或民营企业、自然人，该种情况下对交易的真实性进行调查就显得更为必要。除此之外，还需了解城投公司贸易业务收入确认的方式是总额法、净额法还是两者兼有，并对其是否能控制贸易产品的货权或自主选择上下游等方面进行了解。

除此之外，还有一种情况可能导致某业务毛利率水平高于行业正常值，即其业务成本核算时未全面考虑所有相关成本。例如交通部的城市轨道交通设施设备运行维护管理办法规定，有轨电车架修间隔不超过五年，且因架修成本较高，因此通常在架修之前预提架修费用，同时计入业务成本和预计负债。若未预提该部分修理费用，则可能导致业务毛利率虚高。再比如，城投公司自建的资产已达到预定可使用状态，甚至已投入运营，其以尚未办理竣工决算为由不转固，亦或转入长期应收款、其他非流动资产等科目。该种情况下，其运营收入对应所结转的成本中或不包含折旧，将导致业务毛利率虚高。上述情况下需关注该业务真实的毛利率水平。

三、常见的资产评估类型及合理性判断

近年来，为支持城投公司发展，地方政府无偿向城投公司划入河道砂石采砂权、水库资产、停车位经营权、海域使用权、滩涂资产等，城投公司通常对其进行评估，并按评估价值入账。资产评估有三种基本的评估方法：市场法、收益法和成本法，各方法的适用条件不同，同一资产可能适用多种评估方法。那么如何对资产评估的合理性和适当性做出判断？下文结合常见的几种资产评估类型，简要介绍资产评估价值合理性判断的关注点。

图2 常见的资产评估类型及合理性判断的关注点



资料来源：联合资信整理

（一）投资性房地产入账及评估增值

为壮大资产规模，城投公司可能会将存货或固定资产中的房屋建筑物转换为以公允价值计量的投资性房地产，该种情况下也会涉及到投资性房地产的评估。此外，城投公司通常会有一定规模的房屋建筑物对外出租，城投公司将其计入投资性房地产科目核算，并采用公允价值进行后续计量。该种情况下，则涉及每年对投资性房地产进行评估。

对该类投资性房地产进行评估时通常选择市场法或收益法。若被评估对象周边同类物业交易较为活跃，在市场上有可供参照的交易案例，通常采用市场法进行评估。若被评估对象周边交易市场不活跃、租赁市场活跃且有较多租赁案例，则通常采用收益法进行评估。

针对对外出租的房屋建筑物，若该类房屋建筑物的租金收益偏低，则城投公司可能更倾向选择市场法，反之则更倾向选择收益法。

若资产评估报告选择市场法，在分析时需关注城投公司该类房屋建筑物周边是否有可比的交易实例，其价格与城投公司房屋建筑物的单价是否有较大的出入。若资产评估报告选择收益法，则分析时需关注城投公司出租的房屋建筑物的单位租金价格的假设是否合理（与实际出租单价、市场行情是否存在较大差异）、房屋空置率的设定是否与实际出租率有较大出入等。若资产评估报告设定的房屋空置率逐年下降，还应

结合房屋建筑物所在位置及周边配套、区域人口流动性等进行综合判断。

除此之外，城投公司还可能将持有以备增值的土地作为投资性房地产核算。对土地的评估通常可以选择市场法或基准地价系数修正法。若被评估土地所在区域有土地成交案例，且交易信息可以充分获取，该种情况下适宜采用市场法进行评估。若被评估土地位于基准地价区域范围内，也可采用基准地价修正系数法进行评估。当然土地价值的判断还要结合所在区域的房地产市场行情，若区域房地产行情低迷、商品房等去化缓慢，城投公司持有的土地的地理位置较为偏僻、周边配套尚未完善等，还应对其土地的入账价值和变现能力做出评估和判断。

（二）采砂权入账

城投公司入账的采砂权通常采用收益法进行评估。首先，应关注城投公司是否有河道采砂许可证（包括开采范围、开采总量及有效期限等重要信息）以及授权协议（授权采砂的范围及授权期限）；其次，应关注砂石的生产规模及销售价格假设是否合理。

销售价格判断方面，结合中国砂石协会、我的钢铁网、矿机之家等网站上公布的各区域（因为砂石有销售半径，通常需要参照同区域的价格）砂石（例如河砂、中砂、细沙、碎石等）的价格基准（结合评估基准日及当前价格综合判断），初步判断资产评估报告中关于砂石销售价格的假设是否存在明显高估。

关于砂石的生产规模假设是否合理，除了要参照所在地级市/区县的河道采砂规划中的年度控制采砂量，还应了解当地拟开展或正在建设的重大项目（例如房地产开发、交通基础设施建设等），综合判断资产评估报告中假定的砂石生产规模的合理性、可行性。

（三）停车位经营权入账

城投公司入账的停车位经营权通常采用收益法进行评估。在分析时，首先要关注城投公司是否有价格主管部门核准的停车收费标准。其次，要关注停车位的收费标准及周边客流量的预测（例如关于停车位出租率的假设）是否合理。其中，对于临时占道的停车位，通常实行政府定价。因此，要对比资产评估报告中的停车位收费标准与当地公布的经营服务性收费目录清单中的停车收费标准，判断是否存在明显差异。对于已将停车位经营权入账的城投公司，关注其每年的停车费收入是否按资产评估报告中的预期收入实现。除此之外，对于临时占道停车位需要进行智能化改造的，在评估时也应考虑该部分支出，若资产评估报告未考虑，也会导致评估价值的偏高。

（四）管网资产

城投公司入账的雨污管网资产通常采用成本法进行评估。因为管网通常没有独立的收益，城投公司为了避免该类资产被划分为公益性资产，通常会跟当地水务局/城投公司签订管网租赁协议，该类租金可能处于较高水平，但需关注相关租金是否实际到位。若与当地国有企业签订的管网租赁协议，可在公开渠道查询该国有企业的业务，初步判断其是否有可能实际使用该类管网资产，进而判断公司管网资产是否产生了真实的收益。若管网资产的收益真实性不高，且租金未实际到位（亦或到位后通过往来款等方式流出城投公司），应对其收入及现金流的真实性进行重新评估。

四、总结

为准确评估城投公司的偿债能力及财务风险，除了关注当地的区域经济发展和地方政府的财政实力外，还要关注城投公司自身的市场化转型及财务状况，借助审计报告和资产评估报告识别城投公司财务报表中的异常现象及可能存在的资产高估，最大限度还原其可用于偿债的有效资产对其实际需要偿付的全部债务规模的覆盖情况。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。