

## 近观区域城投：辽宁篇

2020年9月14日

### 要点

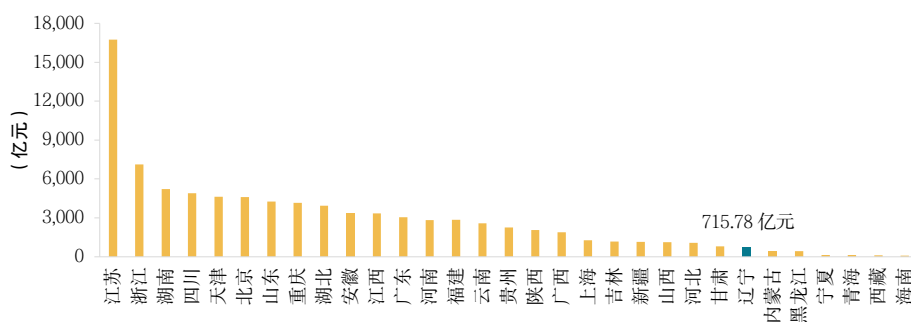
- 我们对辽宁省内 51 家城投企业进行了案头分析，发现其潜在主体信用质量中位数稍弱于全国城投企业的中位水平。
- 我们认为沈阳市和大连市对辖内城投的潜在支持能力在省内各地级市中最强。
- 营口和葫芦岛对辖内城投企业的潜在支持能力相近，但由于各自辖内城投企业对市政府的潜在重要性分布不同，两市城投企业潜在主体信用质量的分布存在差异。

为了较为全面地了解辽宁省城投企业的整体信用状况，我们选取该省 51 家城投企业作为样本，利用公开信息进行了案头分析。样本包括市级及以下的城投企业、地铁公司，但不包括省级国资平台、交通、水务等企业。这些企业占辽宁省发债城投企业总家数的约 80%，我们认为它们能够较为充分地反映辽宁省城投企业的总体信用状况。

地方政府的支持，通常是我们分析城投企业信用质量过程中的最重要考量因素。本次研究中，我们分析了辽宁省各地级市对相关城投企业的潜在支持能力，以及城投企业对所属地级市政府的不同重要性。

图1

辽宁城投债余额及其全国比较



注：数据截至2019年12月31日。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 分析师

刘晓亮，CFA

北京

+86-10-6516 6040

[xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn](mailto:xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn)

黄臻

北京

+86-10-6516 6032

[zhen.huang@spgchinaratings.cn](mailto:zhen.huang@spgchinaratings.cn)

王瑾

北京

+86-10-6516 6034

[jin.wang@spgchinaratings.cn](mailto:jin.wang@spgchinaratings.cn)

吴量涵

北京

+86-10-6516 6043

[lianghan.wu@spgchinaratings.cn](mailto:lianghan.wu@spgchinaratings.cn)

陈歆倩

北京

+86-10-6516 6031

[xiqian.chen@spgchinaratings.cn](mailto:xiqian.chen@spgchinaratings.cn)

## 阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取相关区域若干家城投企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于城投企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

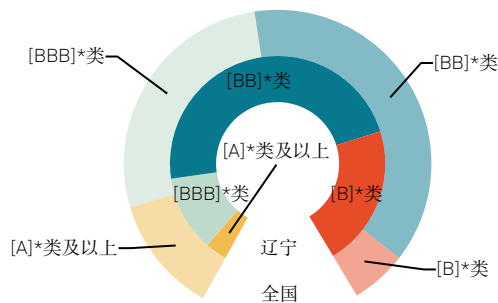
## 和全国比较：辽宁省城投企业整体稍弱

辽宁省地处东北，南临黄海、渤海，是东北地区对外开放的门户。辽宁省是中国重要的老工业基地之一，主要产业为装备制造业和原材料工业。2019年，辽宁省实现地区生产总值2.5万亿元，较上年增长5.5%，在全国31个省市自治区中排名第15位；全省人均地区生产总值5.7万元，比上年增长5.7%；三次产业结构为第一产业8.7%、第二产业38.3%，第三产业53.0%。

本报告选取的51家样本城投企业潜在主体信用质量中位数略低于全国样本城投企业的中位数。我们认为这主要是由于两方面原因。第一，辽宁省内除沈阳、大连和鞍山对辖内城投企业的潜在支持能力较强外，其他地级市对城投企业的潜在支持能力均偏弱。第二，区县级及园区类城投在样本中占比较高，我们认为这类城投企业对当地政府的重要性一般达不到极高水平，也导致这些城投企业的潜在主体信用质量受到限制。

图2

辽宁省与全国城投企业潜在主体信用质量分布



注\*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。弧度代表企业数量在样本中的占比。

资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 省内比较：沈阳、大连城投整体较强

我们的研究发现，城投企业的业务状况和财务风险非常相似，潜在个体信用状况差异较小。因此我们认为，城投企业信用质量的差异主要来源于政府支持力度的不同。我们从地方政府的潜在支持能力和城投企业对于地方政府的潜在重要性这两个维度去分析地方政府的支持力度。

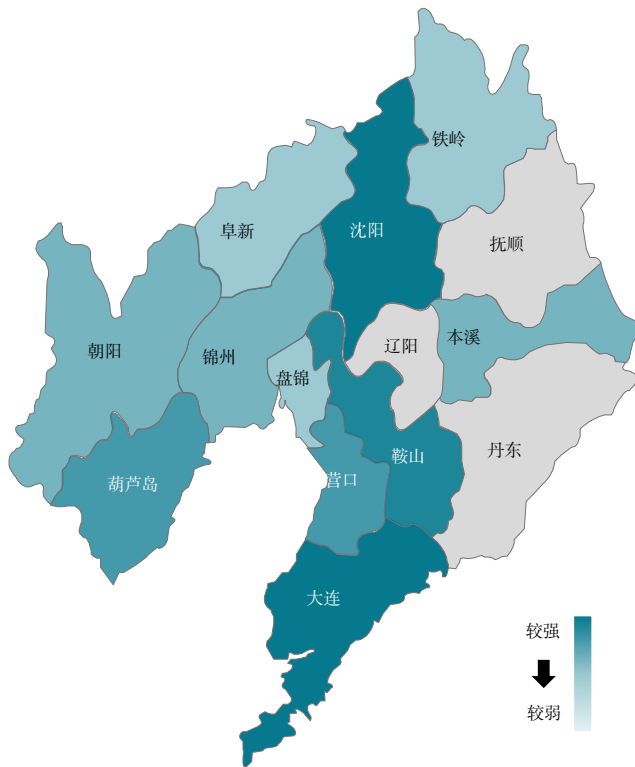
### 政府潜在支持能力分析

对于地方政府支持城投企业的能力，在综合考虑辽宁省各市经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素后，我们认为此次研究范围内辽宁省各地级市的政府潜在支持能力存在较大的差异。其中，沈阳和大连对辖内城投企业的潜在支持能力在省内各市中最强，鞍山也具备较强的潜在支持能力，而阜新、铁岭和盘锦对辖内城投企业的潜在支持能力相对较弱。

下图反映了我们认为的辽宁省各地级市政府对城投企业潜在支持能力的相对强弱。颜色越深，代表我们认为当地政府对区域内城投企业的潜在支持能力越强，反之亦然。

图3

### 辽宁各市潜在支持能力的相对强弱

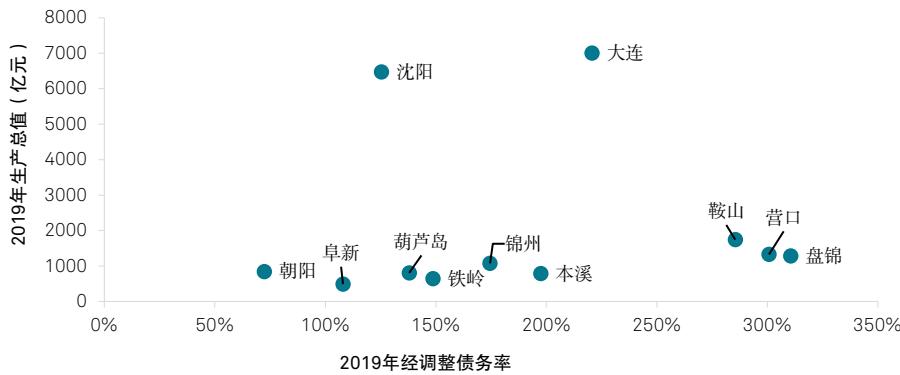


注：灰色部分未纳入本次研究。  
资料来源：标普信评。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，辽宁省各市经济和财政实力，以及债务情况的差异造成了潜在支持能力的不同。从经济发展和债务率的比较来看，大连和沈阳分别作为计划单列市和省会城市，经济总量在省内遥遥领先。大连依托港口优势大力发展沿海经济，但其债务率处于省内偏高水平，主要是因为近年来基础设施建设和公益性项目等方面的投入导致大连市政府和辖内城投债务规模较大。而沈阳作为辽宁省经济、政治和文化中心，装备制造业等产业发展较快，债务率处于可控范围。朝阳、阜新、铁岭等市经济总量偏低，但债务负担尚可；而鞍山、营口和盘锦的债务率较高，主要是政府债务偏高所致，其中盘锦和鞍山城投债务规模亦较大，而营口城投债务相对较小。

图4

辽宁各市经济实力与债务负担比较



注：经调整债务率=（2019年末地级市政府债务+2019年末经调整城投带息债务估计值）/ 2019年地级市财政总收入。

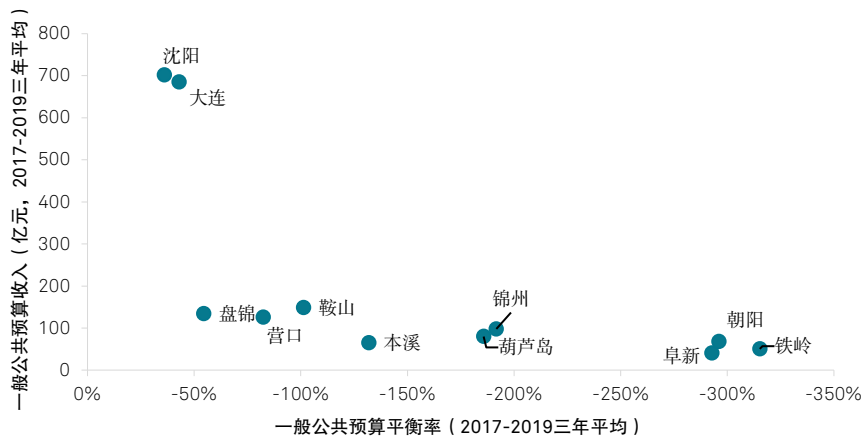
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从各市的财政能力角度分析，沈阳和大连近三年年均一般公共预算收入规模在 700 亿元左右，远高于省内其他地级市，同时一般公共预算平衡率均为省内最优水平。除沈阳和大连外，辽宁省其他地级市的年均一般公共预算收入均未超过 200 亿元。盘锦、营口和鞍山等市的财政自给能力处于省内第二梯队，阜新、朝阳和铁岭等市的一般公共预算收入规模及财政自给能力均位于省内较弱水平。后面这几个地级市经济规模较小，社会保障、教育和农林水等方面支出规模较高，财政收支平衡的实现主要依赖上级补助收入。

图5

辽宁各市财政实力比较



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 城投企业重要性分析

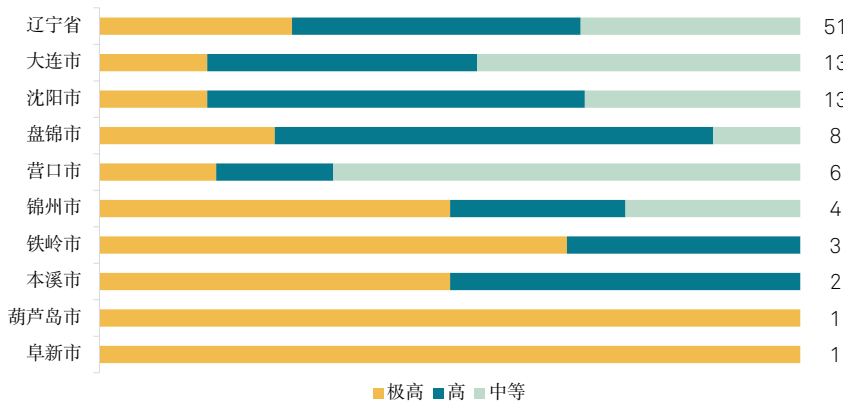
除了各地级市的潜在支持能力外，城投企业对当地政府的重要性，也是我们分析具体城投企业潜在主体信用质量时通常会考虑的重要因素。我们通常从以下几个维度来分析城投企业对于地方政府的重要性：行政层级、职能定位、业务公益性或不可替代性、收入和资产规模、战略重要性等。

下图反映了辽宁省及各地级市范围内城投企业潜在重要性的分布情况。大连和沈阳的城投企业数量在省内相对较多，都超过10个，但这些城投企业大多以区县和园区为运营区域，同时部分区域内城投企业职能重叠，所以我们认为这些城投企业对当地政府的潜在重要性偏低。其他地级市经济基础和财政实力较弱，城投企业数量相对较少。其中，盘锦和营口市下辖城投企业多集中于区县及园区层级，且部分城投企业收入和资产规模较小，我们认为这些城投企业对政府的潜在重要性大部分处于“高”或“中等”的水平。本溪、葫芦岛和阜新的城投企业数量较少，我们认为这些城投企业可能更为集中地承担了相关职能，对政府的潜在重要性大部分处于“极高”水平。

图6

### 辽宁省各市城投企业对地级市政府的潜在重要性分布

样本中城投企业数量



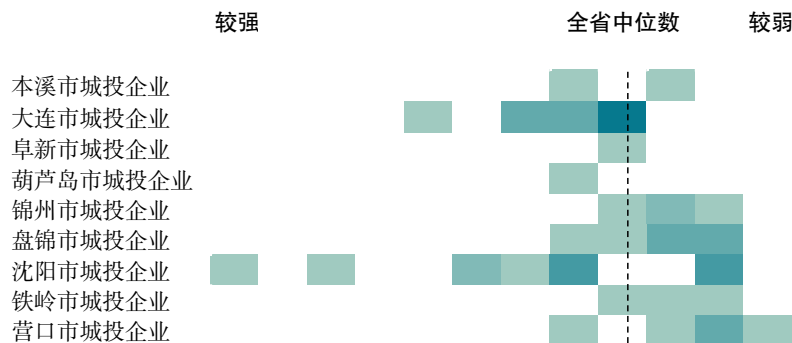
资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综合以上分析，我们认为沈阳和大连下辖城投企业的潜在主体信用质量整体较高，而这主要是受益于当地政府很强的潜在支持能力。营口和葫芦岛对下辖城投的潜在支持能力相近，但由于城投企业潜在重要性的差异，这两个地级市下辖城投企业潜在主体信用质量分布不同。盘锦、铁岭等地级市所辖城投企业潜在主体信用质量偏低，主要是因为我们认为这些地级市对城投企业的潜在支持能力偏弱。

图7

### 辽宁各市城投企业的潜在主体信用质量分布



注：地区名称按照拼音首字母排序。颜色代表所在信用质量的城投企业数量，颜色越深代表城投企业越多。虚线代表辽宁省城投企业潜在主体信用质量中位数。

资料来源：标普信评。

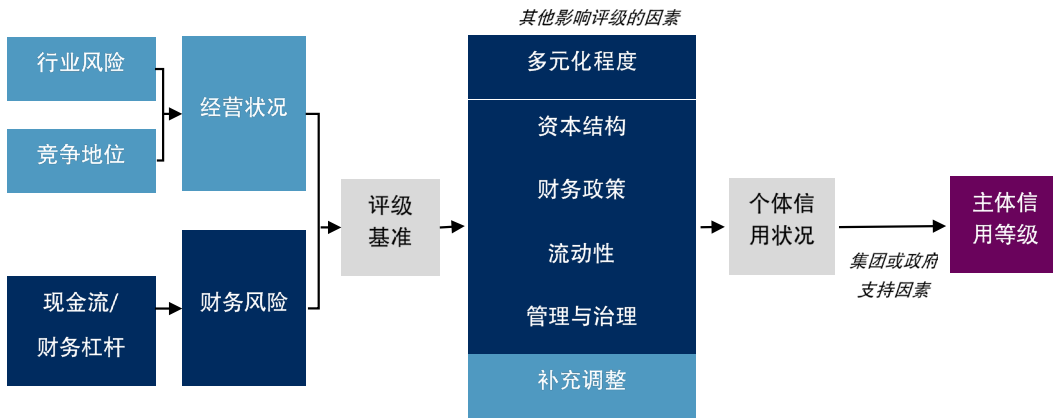
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 相关研究

- 近观区域城投：天津篇，2020年7月24日；
- 近观区域城投：河北篇，2020年7月24日；
- 近观区域城投：内蒙古篇，2020年7月16日；
- 近观区域城投：山西篇，2020年7月16日；
- 近观区域城投：山东篇，2020年6月4日；
- 近观区域城投：江苏篇，2020年6月4日；
- 近观区域城投：四川篇，2020年5月21日；
- 近观区域城投：云南篇，2020年5月21日；
- 近观区域城投：重庆篇，2020年5月21日；
- 近观区域城投：江西篇，2020年5月11日；
- 近观区域城投：广西篇，2020年4月22日；
- 近观区域城投：福建篇，2020年4月22日；
- 近观区域城投：河南篇，2020年4月20日；
- 近观区域城投：陕西篇，2020年4月20日；
- 近观区域城投：广东篇，2020年4月13日；
- 近观区域城投：安徽篇，2020年4月13日；
- 近观区域城投：湖南篇，2020年4月2日；
- 近观区域城投：浙江篇，2020年4月2日；
- 短期、周期与长期：2020年非金融企业信用趋势展望，2020年3月4日；
- 中国城投面面观，2019年11月4日；
- 迎风而立：谁是中国信用市场的中坚力量，2019年11月4日。

# 附录

## 标普信评工商企业评级方法框架



本报告不构成评级行动。



欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。