

## 百强县谁与争锋

2023 年 3 月 20 日

### 要点

- 全国百强县的经济财政实力差异显著，江苏、浙江区域的百强县整体实力较强，有利于当地城投企业获得较强的外部支持。
- 2022 年全国房地产行业景气度较低导致土地出让收入的波动对百强县的财政收入影响差异显著，其中昆山、张家港、江阴、浏阳等地的财政收入受到的负面影响可能相对较小。
- 我们认为在城投融资环境有所收紧的背景下，如果债务结构依赖债券融资，或者非公开债券/担保债券占比较高会使得城投企业的再融资能力更加脆弱。
- 百强县区域内信用质量最好的城投企业的潜在主体信用质量分布要好于全国城投企业的潜在信用质量分布。

### 分析师

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

宋雪

北京

Xue.song@spgchinaratings.cn

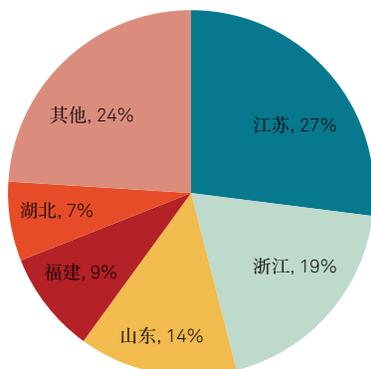
从存量债券规模和发债主体数量看，目前城投企业已经成为信用债市场上最大的一类主体，而其中区县级城投企业所发债券余额和发债主体数量均占到城投存量债券余额和发债主体总量的 40-50%，特别是浙江、山东、江苏、四川、湖北等省份的区县级城投数量占区域内城投总量的比例超过 50%。因此我们针对具有相对较好的经济、财政实力的百强县进行分析，试图了解当地政府对所属城投企业的支持能力的差异，以及不同区域城投企业的信用质量状况。

### 一、百强县概况

百强县地域分布相对集中，东部沿海地区数量较多。按照 GDP 总量排名，全国百强县共分布于 16 个省级地区，东部沿海发达地区的百强县数量较多，例如江苏、浙江、山东和福建四个省份下辖的百强县数量约占到全国百强县的 70%，区域集中度较为显著。在这些地方县域经济对当地 GDP 的贡献超过 30%，即这些县域地区的整体经济和财政实力较强，对所在省份的经济发展发挥着重要的作用。

图1

### 全国百强县区域分布

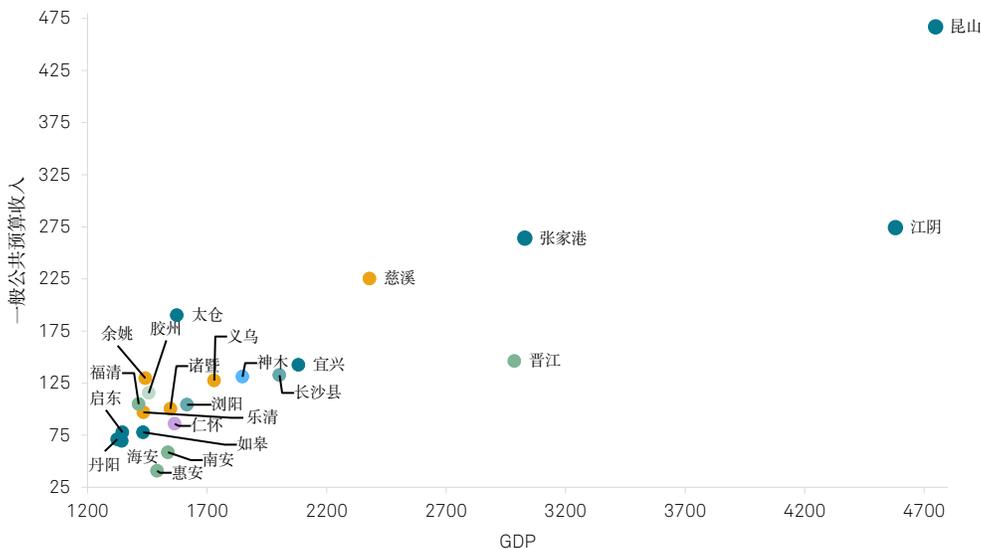


注：百强县名单按照2021年GDP总量排名  
资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

百强县经济实力分化明显，江苏、浙江的百强县实力显著高于其他地区。我们认为区域的经济体量、产业结构、税收收入等是评判地方政府支持能力的基石。从经济体量来看，GDP 总量大于 1000 亿元的百强县中，江苏和浙江的百强县数量占到 39%和 22%，经济实力强。

图2

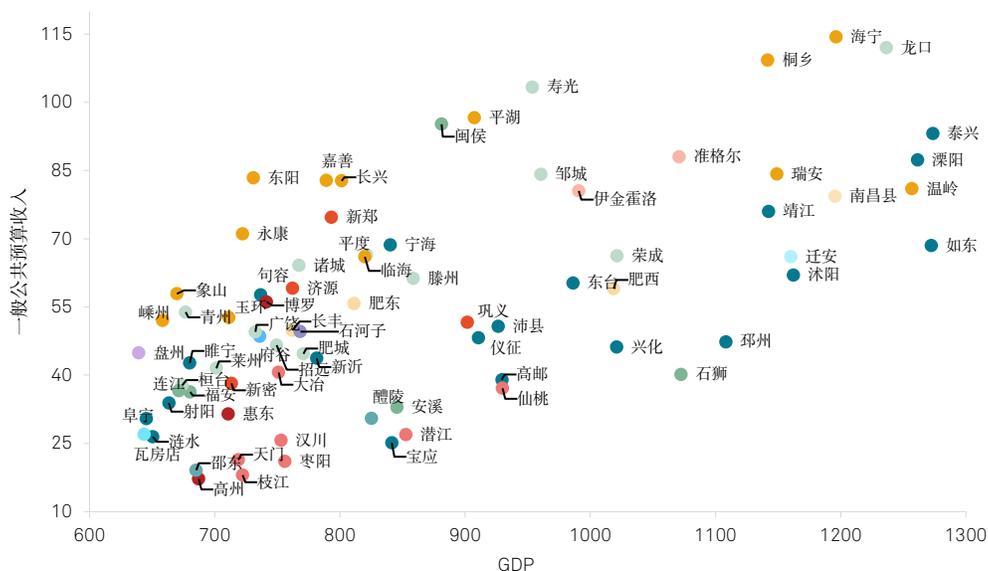
### 2021年各百强县GDP总量及一般公共预算收入（亿元）



资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

### 2021年各百强县GDP总量及一般公共预算收入（亿元）

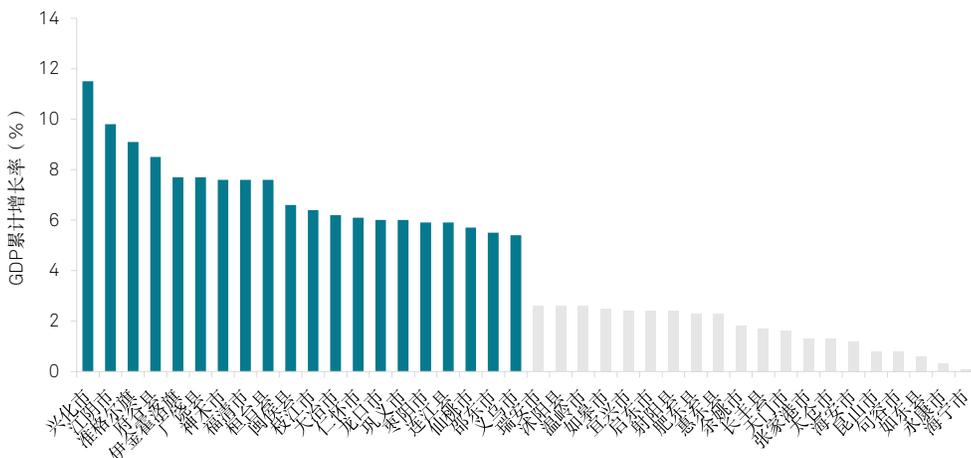


资料来源：Wind,标普信评整理。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从 2022 年经济增长情况来看，前三季度 GDP 增速高于全国 3%水平的百强县超过 70%（不包括没有披露数据的百强县），整体发展情况良好，其中兴化、江阴、准格尔等地前三季度 GDP 增速达到 9%以上，是百强县里面增速较快的地区，而江苏、浙江、安徽等地的部分百强县可能受疫情管控等因素影响 GDP 增速相较缓慢，但我们预计在负面因素逐渐消除后，2023 年这些地区的经济或将显著恢复。

图4

### 2022年前三季度GDP累计增长率



注：图中展示的为百强县GDP增长率排名前二十名和后二十名。  
 资料来源：Wind,标普信评整理。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

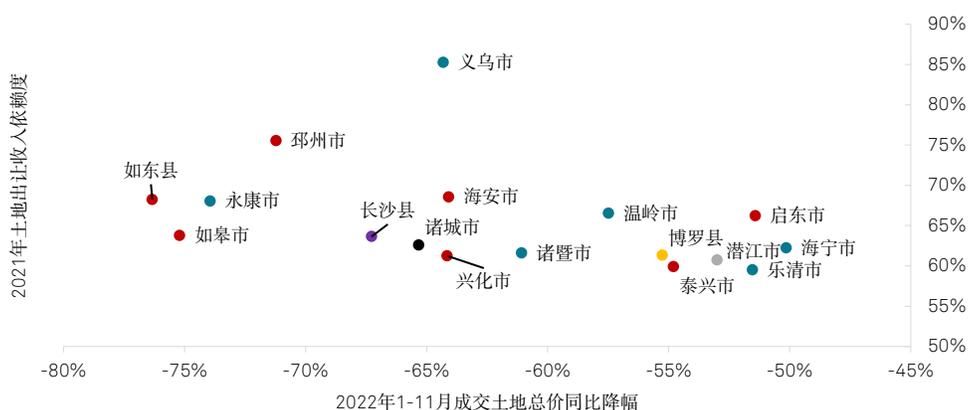
## 二、房地产行业下行对百强县财政收入的影响

受房地产行业下行影响，不同地方政府的土地出让收入呈现一定差异，这可能使地方政府对当地城投企业的支持能力差异更为显著。昆山、南昌、浏阳等百强县的财政收入结构相对良好，受2022年房地产市场波动的影响相对其他百强县较小，而邳州、永康、如东等百强县的财政总收入（一般性公共预算收入和政府性基金收入的总计，以下同）或将因为土地出让收入规模的大幅下降而下降，进而可能影响当地政府对区域内城投企业的支持能力。2022年房地产行业景气度低，商品房销售额同比下降超过20%，达到了历史低点，大部分地方政府的土地出让收入也同比显著下降。由于不同地方政府的财政总收入对土地出让收入的依赖程度表现出较大差异，2022年房地产行业的负面影响对其财政收入的影响因此也表现迥异。2022年前十一个月，邳州、永康等百强县的土地出让总价同比降幅超过70%，而他们前两年的土地出让总价在当年政府性基金收入的占比较高的同时，政府性基金收入在当地财政总收入的占比也相对较高，因此其财政总收入可能因为土地出让收入规模的大幅下降而下降，政府可灵活调配的收入以及对下属城投企业在流动性支持等方面或将受到一定负面影响。同期，昆山、南昌等百强县的土地出让总价同比呈现正增长且显著好于全国，而同时他们的财政总收入对政府性基金收入的依赖度相对较低，即他们的财政收入结构相对良好，受房地产市场波动的影响相对较小，因此我们认为当地政府对下属城投企业的支持能力相较其他百强县或将更为稳定。

2022年土地出让总价同比降幅大且财政总收入对土地出让收入依赖度较高的百强县集中于江苏省和浙江省，土地出让收入的较大波动影响了当地财政总收入的稳定性。虽然2022年土地出让总价同比降幅大且财政总收入对土地出让收入依赖度较高的百强县大部分经济财政实力较强，2021年政府性基金收入规模除个别地区外都接近100亿元或以上，但政府性基金收入的较大波动一定程度影响了其财政总收入的稳定性。例如兴化、温岭、邳州、义乌和永康等百强县在2021年均出现了土地出让总价同比涨幅超过90%，进而导致其政府性基金收入增幅显著以及政府性基金收入占财政总收入的比例达到60%以上。而2022年前十一个月这些地区的土地成交总价又同比下降50%以上。我们预计他们2022年的政府性基金收入和财政总收入或将较2021年有所下降，财政收入的波动性较大。另外潜江、博罗、长沙等百强县在2021年土地成交总价同比下降的同时政府性基金收入不降而升，有可能是土地出让收入确认时间的延后所致，也有可能是其他类型的政府性基金收入的增长所致。但2022年土地成交总价同比的继续下降，或将使其政府性基金收入增长的压力加大。

图5

### 财政收入面临较大压力



注：土地出让收入依赖度=政府性基金收入/（政府性基金收入+一般性公共预算收入）

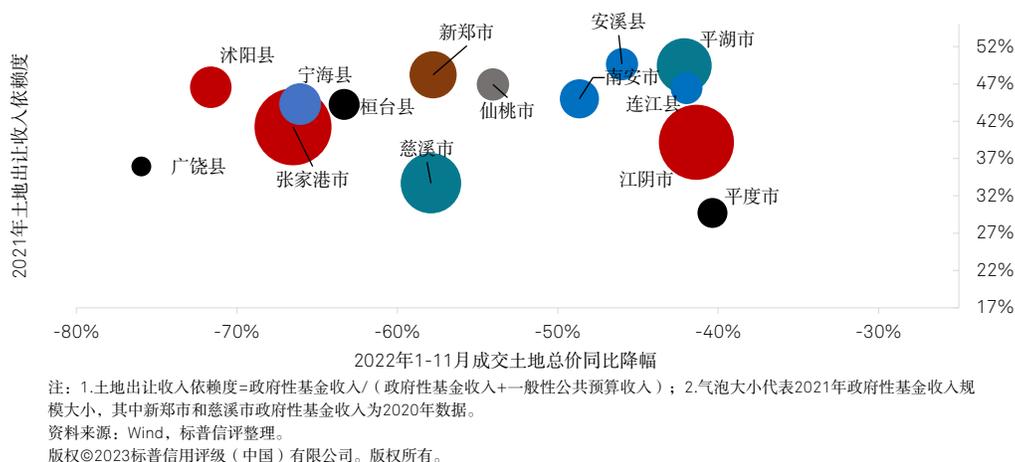
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分百强县的财政总收入对土地出让收入依赖度不高，2022年土地出让收入下降对其财政收入的影响或相对较小。例如张家港、江阴、平湖等经济实力较强的百强县，其2021年政府性基金收入在财政总收入的比例不到50%，虽然土地出让收入在2022年降幅显著，其经济的韧性或仍将支撑其财政总收入。而安溪、连江、广饶、平度等经济财政实力相对偏小的百强县（政府性基金收入在20-30亿元人民币左右），其土地出让收入规模的大幅缩减对当地政府财政收入的影响可能大于上述经济实力较强的区域，但整体影响也相对较小。

图6

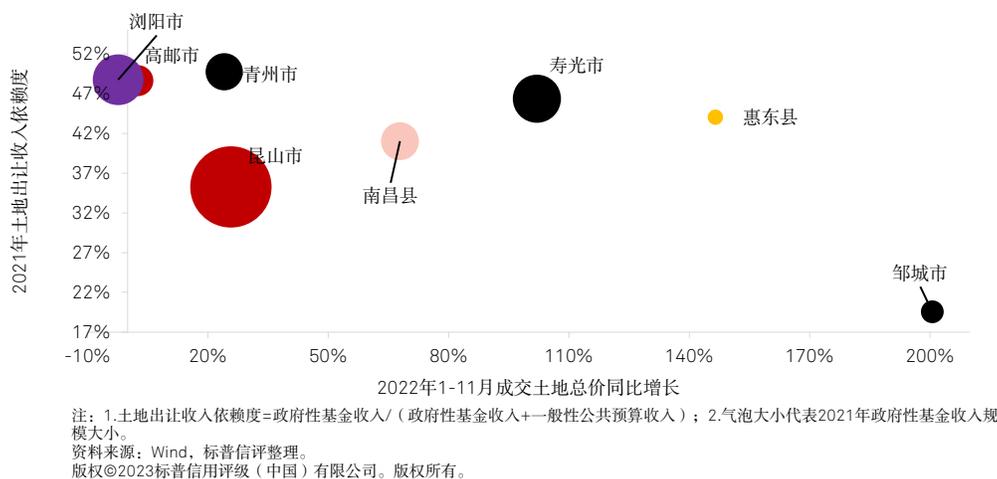
### 土地收入面临压力情况下财政收入仍具有一定韧性



部分百强县的财政总收入对土地出让收入依赖度不高，同时2022年土地出让总价同比呈现正增长，未来财政收入或将有较好的增长或恢复。例如昆山、南昌、浏阳、寿光等百强县2022年土地出让收入表现好于其他百强县，且经济基础较好，当地一般公共预算收入相较政府性基金收入对财政总收入的贡献更高，未来随着经济和房地产行业的恢复，财政收入或将有较好的增长或恢复。

图7

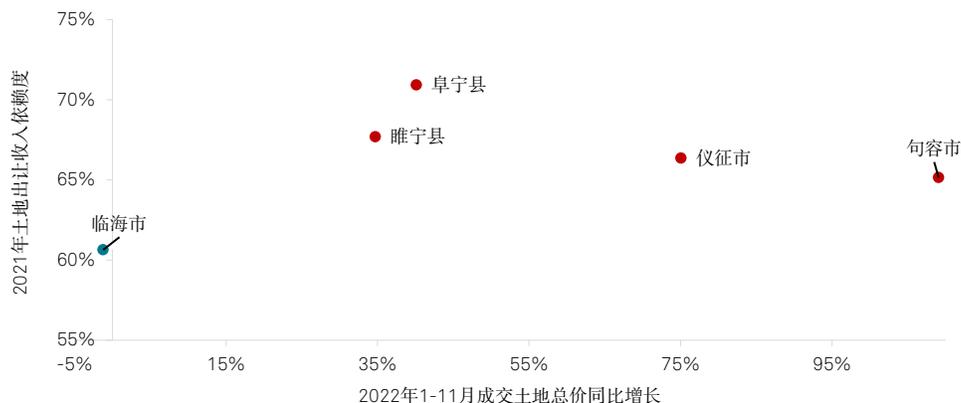
### 财政收入结构相对良好且增长压力低于同业



部分百强县的土地出让收入持续增长，但财政收入对土地出让收入的依赖度较高，财政收入的稳定性需要关注。例如仪征、句容、阜宁等百强县 2021 年和 2022 年连续两年的土地出让总价增幅较大，政府性基金收入在财政总收入的比例接近 70%，财政收入的稳定性需要关注。

图8

### 2022年土地出让收入表现相对良好，但财政收入结构较为依赖土地 财政，未来仍需关注



注：土地出让收入依赖度=政府性基金收入/（政府性基金收入+一般公共预算收入）

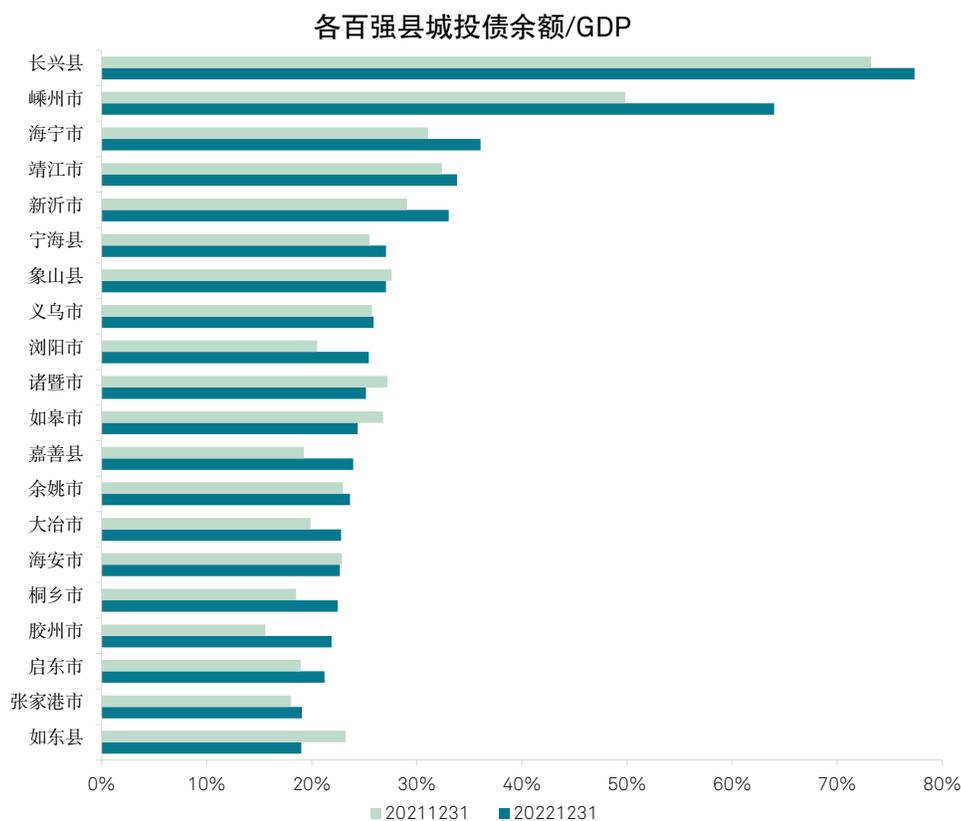
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 三、百强县城投企业债务压力分析

城投债务压力较大的地区集中于经济发达地区，部分主要依赖相对较好的外部融资环境、债务率较高的百强县的偿债能力和流动性易受外部融资环境变化的影响。例如长兴县和嵊州县的城投债余额规模持续保持高位（截至 2022 年末约为 620 亿元和 420 亿元），城投债余额与 GDP 的比值达到 60% 以上，海宁、靖江以及新沂的城投债余额与 GDP 的比值达到 30% 以上，远超其他百强县，城投债务风险需要关注。而昆山、张家港、江阴、晋江等地，截至 2022 年末城投债余额均在 400 亿元以上，但城投债余额与 GDP 的比值均不到 20%，较强的经济实力一定程度上支撑了其再融资渠道的畅通。

图9



注：1.GDP均为2021年数据；2.图中展示的为百强县中城投债余额与GDP的占比数值最高的20个县。

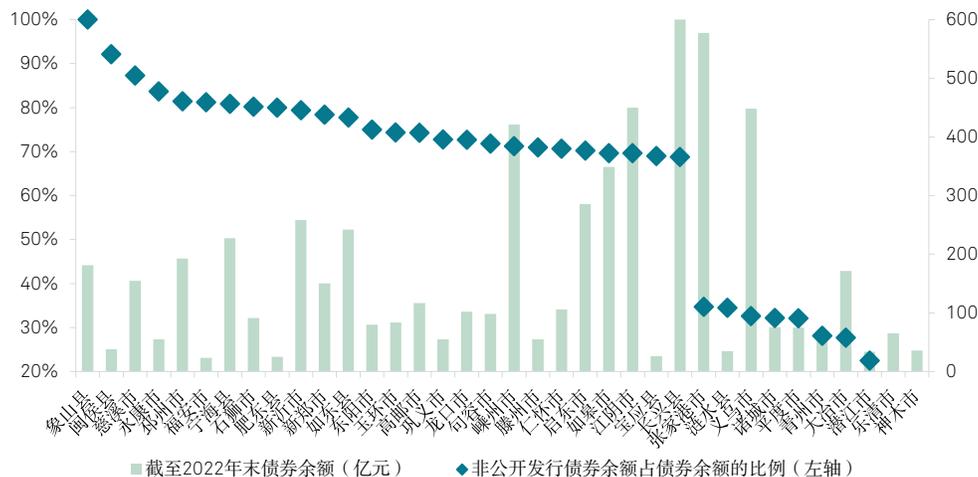
资料来源：Wind,标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分百强县的城投企业主要通过非公开发行债券的方式进行融资，有可能面临融资成本高等问题，另外信息披露不透明等情况或将导致投资人对其认可度不高。此类城投企业中，除了部分发行人考虑到发行流程以及特定投资人的情况会选择非公开发行债券的方式以外，很多城投企业可能是因为公开市场融资不畅才会被动选择非公开债券发行的方式。加之非公开发行人信息披露程度相对不透明，很多私募债的发行成本相对较高。象山、慈溪、邳州、宁海等地截至2022年末的城投债余额都在100亿元以上，而非公开发行债券余额占债券余额的比例在80%左右或更高，另外新沂、长兴、嵊州、江阴、如东和新郑的非公开发行债券余额占债券余额的比例也在70%以上，融资渠道有待拓宽。而张家港、义乌、大冶等地区虽然非公开发行债券余额较大，但在债券余额中的比例在30%左右，融资渠道相对多元。

图10

### 不同地区债券融资方式差异显著

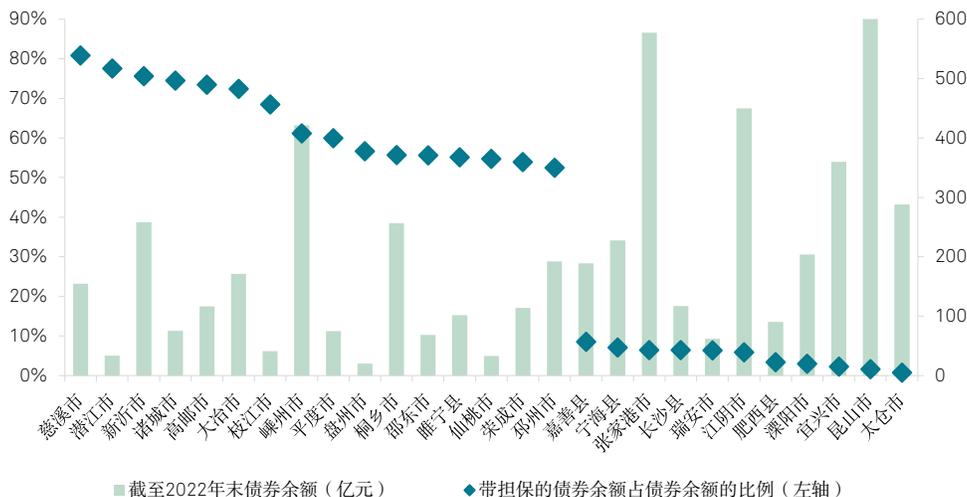


注：1.非公开发行债券包括私募债和定向工具；2.图中展示的为百强县中当地城投企业非公开发行债券余额占债券余额比例超过69%的，以及该比例数值最低的十个县域。  
资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

区域内担保债券规模较高的百强县，投资人对其发行人主体信用质量的认可度偏低，需要关注发行人的信用质量变化以及担保方的代偿能力。对于信用质量偏低的发行人，如果想要发行债券，最通用的一种做法就是通过第三方担保来提升债券的信用质量。如果由第三方专业担保公司提供担保，需要关注担保公司的自身实力和区域集中度风险；如果由区域内其他城投提供担保，则有可能存在区域内信用质量捆绑、城投互保等问题。慈溪、新沂、诸城、高邮、大冶等百强县的担保债券规模占债券余额的70%以上，处于百强县的前列，需要关注发行人的信用质量变化以及担保方的代偿能力。

图11

### 担保债券规模的高低或体现出投资人对其发行人主体信用质量认可度的差异

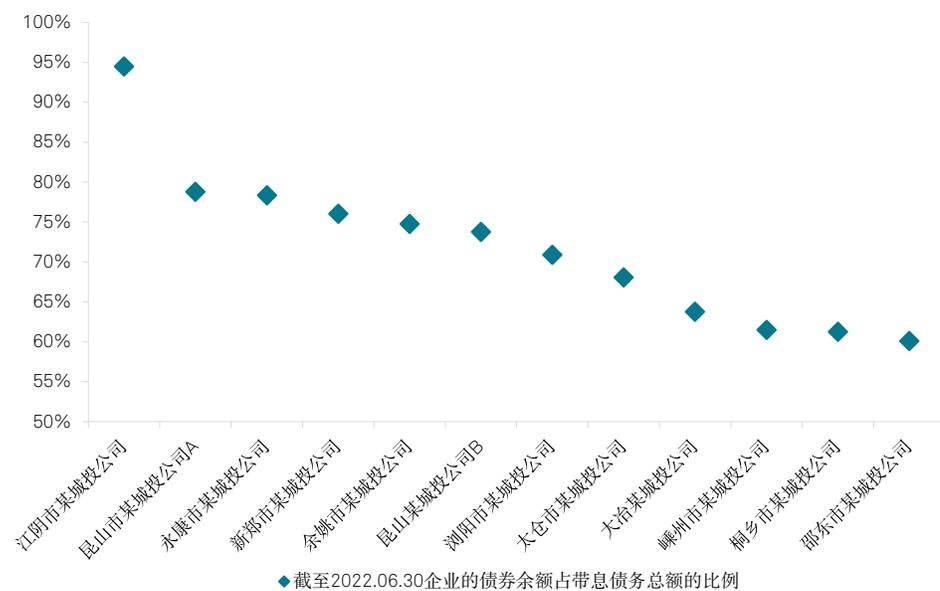


注：图中展示的为百强县的城投企业带担保债券的余额在债券总额中的占比超过50%以及低于10%的县域。  
资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，企业的债务结构过度依赖债券融资，会导致其融资能力随着外部融资环境的变化而出现较大的波动，其债券到期滚续的压力相较银行贷款等也更大。从截至2022年6月底的数据来看，我们发现，部分企业的有息债务总额中，有60%以上的债务为债券，即他们的负债结构非常依赖债券融资。虽然部分企业的市场认可度尚可，债务滚动的压力不大，但这种债务结构在城投债务融资政策收紧或者债券市场融资环境恶化的情况下，与其他企业相比有可能面临更大的压力。

图12

债券融资渠道占比高易受外部融资环境变化的影响



注：带息债务=wind导出的带息债务+应付票据\*0.9。

资料来源：Wind,标普信评整理。

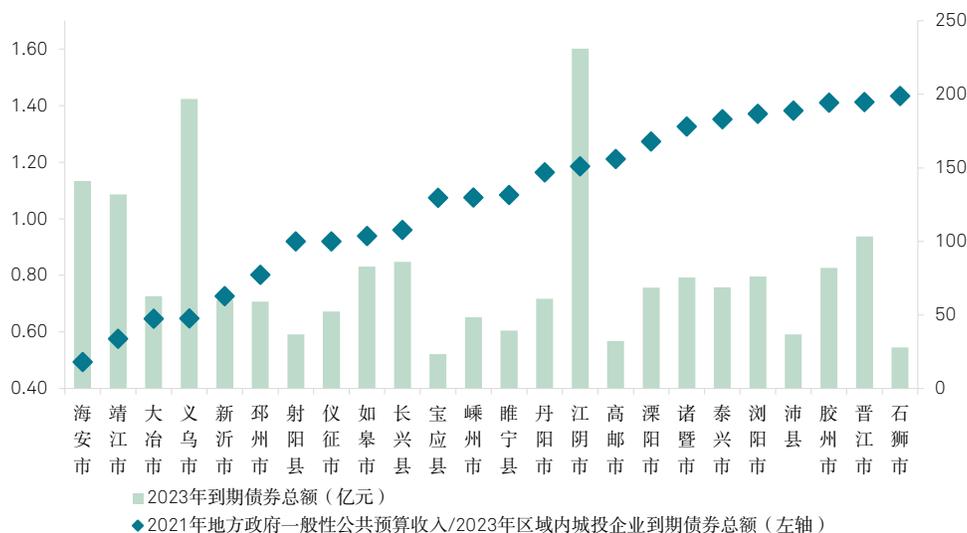
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

#### 四、百强县城投债券到期压力分析

我们预计2023年城投企业的再融资环境仍然相对偏紧，部分百强县的城投企业2023年面临的债券到期压力较大，需关注其再融资能力以及可获得的外部支持的变动情况。海安、靖江、大冶、义乌、新沂以及邳州等地的城投债到期规模相较当地的财政实力较大，政府在给予城投企业外部支持时或将更加有选择性。

图13

### 部分县域城投面临债券集中到期压力

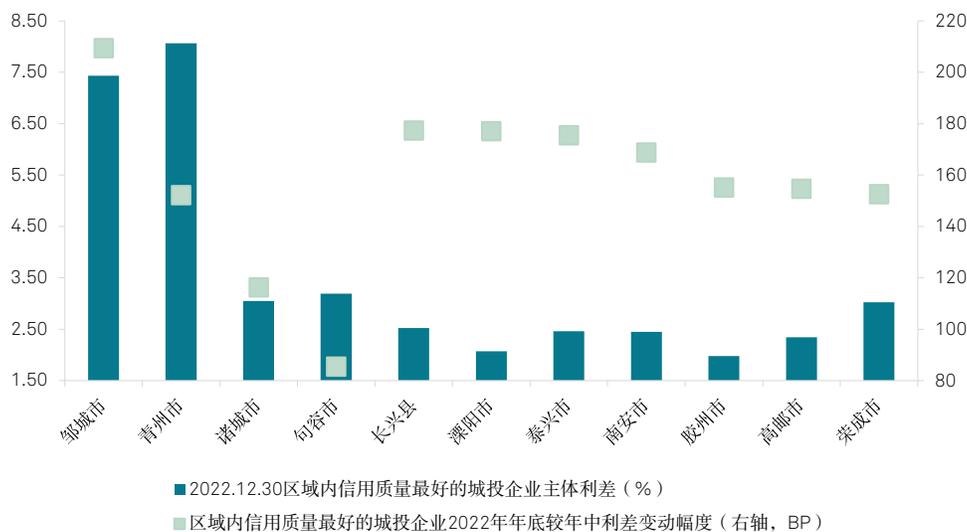


注：图中展示的为当地政府一般公共预算收入与区域内城投企业2023年到期的债券总额的比例低于1.5的县域。  
资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从样本企业的利差情况来看，在2022年年底债市利率上升显著的情况下，部分百强县的城投企业利差上升幅度高于其他百强县，特别是部分山东省的城投企业受区域融资环境恶化的影响利差上升显著。外部融资环境的变化或将影响城投企业的再融资能力，导致城投企业的流动性压力上升。

图14

### 2022年城投企业利差波动较大的地区



资料来源：Wind,标普信评整理。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 五、优质城投信用质量分布

我们根据标普信评的方法论并使用公开信息，对百强县的城投企业进行了案头分析，得出了不同区域内城投企业的潜在主体信用质量。我们认为百强县部分地区的城投企业潜在主体信用质量处于较好水平。下表展示了我们通过案头分析得出的当地信用质量最好的城投企业的潜在主体信用质量。

表1

类型	地区
[AAA <sub>spc</sub> ]至[A <sub>spc</sub> ]序列：发行人偿债能力强，不需要持续关注	昆山市、江阴市、张家港市、晋江市、慈溪市、义乌市、福清市、新郑市
[BBB <sub>spc</sub> ]序列：发行人两年内偿债风险较小，市场和行业发生重大变化时才需关注	东台市、东阳市、临海市、乐清市、仙桃市、仪征市、余姚市、南安市、南昌县、启东市、嘉善县、大冶市、太仓市、如东县、如皋市、宁海县、安溪县、宜兴市、嵊州市、巩义市、平度市、平湖市、广饶县、府谷县、惠安县、招远市、新密市、桐乡市、永康市、沛县、沭阳县、泰兴市、浏阳市、海宁市、海安市、温岭市、溧阳市、潜江市、玉环市、瑞安市、瓦房店市、睢宁县、石狮市、神木市、福安市、肥东县、肥城市、肥西县、胶州市、荣成市、莱州市、诸暨市、象山县、迁安市、连江县、邳州市、醴陵市、长丰县、长兴县、长沙县、闽侯县、靖江市、高邮市、龙口市

注：我们对上述百强县城投企业进行案头分析的时间为2023年2月末。

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 2023 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。