

## 中国城投面面观

2019 年 11 月 4 日

### 要点

- 我们对近 1700 家城投企业进行案头分析，发现其潜在主体信用质量分布于[AAA<sub>spc</sub>]\* 至[B<sub>spc</sub>]\* 的区间。
- 我们预计，在地方财政收支平衡承压的背景下，地方政府对不同层级的城投企业的支持力度可能会出现更显著的差异，从而导致城投企业潜在主体信用质量进一步分化。
- 我们认为，直属管理层级高、所从事业务对地方政府重要性较高（例如公用事业类）并且相关地方政府具有很强潜在支持能力的城投企业，具有较好的潜在主体信用质量。
- 另一方面，我们认为直属管理层级低、所在地区存在多个承担相似职能的城投、或相关地方政府潜在支持能力较弱的城投企业，其潜在主体信用质量较差。

为了较为全面地了解中国城投企业的整体信用状况，我们选取近1700家企业作为样本，利用公开信息进行了案头分析。我们的研究样本包括市级及以下的城投企业、地铁公司，但不包括诸如各省国资平台、交通、水务等企业。样本数量接近整个债券市场发债城投企业总量的80%，这些样本企业覆盖了30多个省级行政区的200多个地级市，因此我们认为它们能够充分地反映全国城投企业的总体信用状况。

我们认为城投企业的潜在主体信用质量主要由潜在个体信用状况和地方政府支持力度两个维度决定。而地方政府支持力度由地方政府的潜在支持能力和城投企业对地方政府的重要性来决定。为了让大家进一步了解我们的研究方法和结果，我们选取江苏省的城投企业作为示例进行了深入分析。

我们预计，城投企业作为地方政府开展投融资活动、提供公共服务承载主体的重要地位将保持不变。因此在分析城投企业信用质量的过程中，地方政府的支持仍是重要考量因素。

### 分析师

#### 钟晓玲

北京  
+86 10 6516 6051  
may.zhong  
@spgchinaratings.cn

#### 李丹

北京  
+86 10 6516 6042  
dan.li  
@spgchinaratings.cn

#### 张任远

北京  
+86 10 6516 6028  
renyuan.zhang  
@spgchinaratings.cn

#### 刘晓亮

北京  
+86 10 6516 6040  
xiaoliang.liu  
@spgchinaratings.cn

#### 王雷

北京  
+86 10 6516 6038  
lei.wang  
@spgchinaratings.cn

完整分析师列表请见文末。

\*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。详见“阅读须知”。

## 阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取接近 1700 家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和表现数据的时候，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。

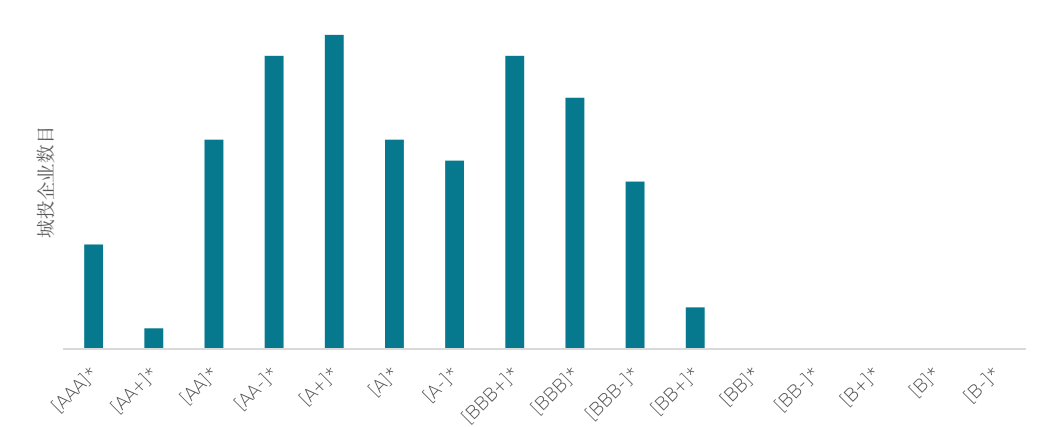
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

# 城投企业潜在主体信用质量概览

研究样本中，资产规模排名前100名的城投企业潜在信用质量整体较好，其潜在主体信用质量中位数处于[A<sub>spc</sub>]\*类。这些城投企业分布在45个城市，一般而言是当地的核心城投企业，承担当地主要的公益性或准公益性能，并且受到当地政府较强的支持。

图 1

资产规模前 100 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暗示。

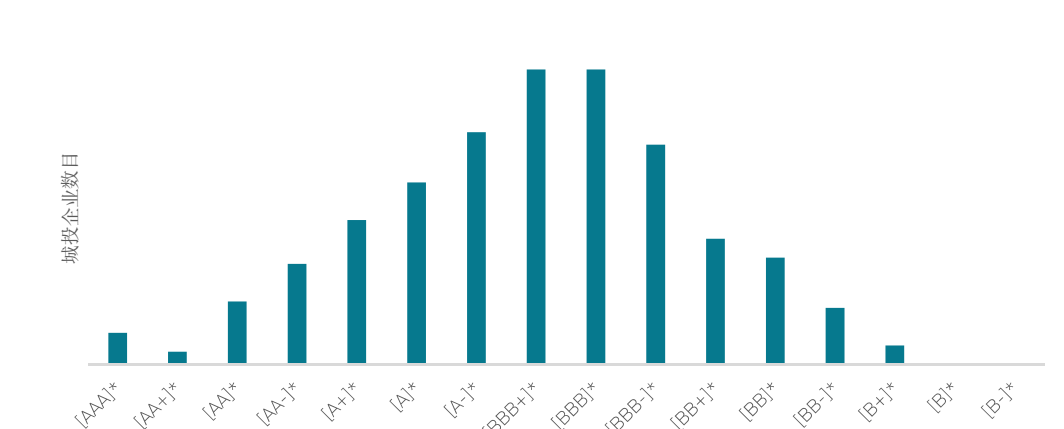
资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

如果将样本扩大到资产规模排名前300的城投企业，那么我们发现其潜在主体信用质量中位数将处于[BBB<sub>spc</sub>]\*类。

图 2

资产规模前 300 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暗示。

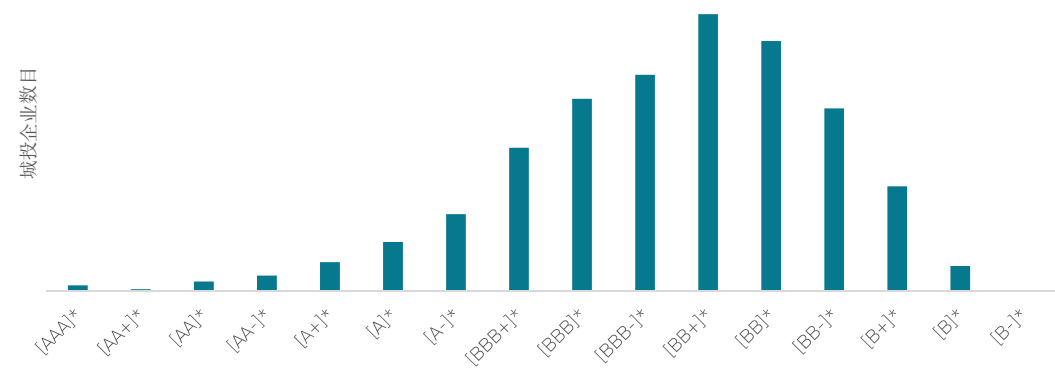
\*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近1700家城投企业全样本的潜在主体信用质量中位数，则处于[BB<sub>spc</sub>]\*类。这一中位数低于资产规模前100家和前300家的城投企业，是因为低层级城投企业数量占比较大。潜在主体信用质量相对较低的城投企业，具有一个或多个以下特征：直属管理层级较低、同一地区存在多个承担相似职能的城投企业、地方政府的潜在支持能力较弱。

长期来看，我们预计，随着地方政府重新梳理下属城投企业的职能定位，城投企业的整合仍会持续进行，规模较小的低层级城投企业数量将会减少。我们认为，整合后城投企业的业务范围将进一步扩大、职能将进一步集中，因此其潜在个体信用状况和政府支持力度都有可能提升，从而使其潜在主体信用质量获得改善，因此城投企业潜在主体信用质量中位数将会有所提升。

图 3  
全样本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暗示。

资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

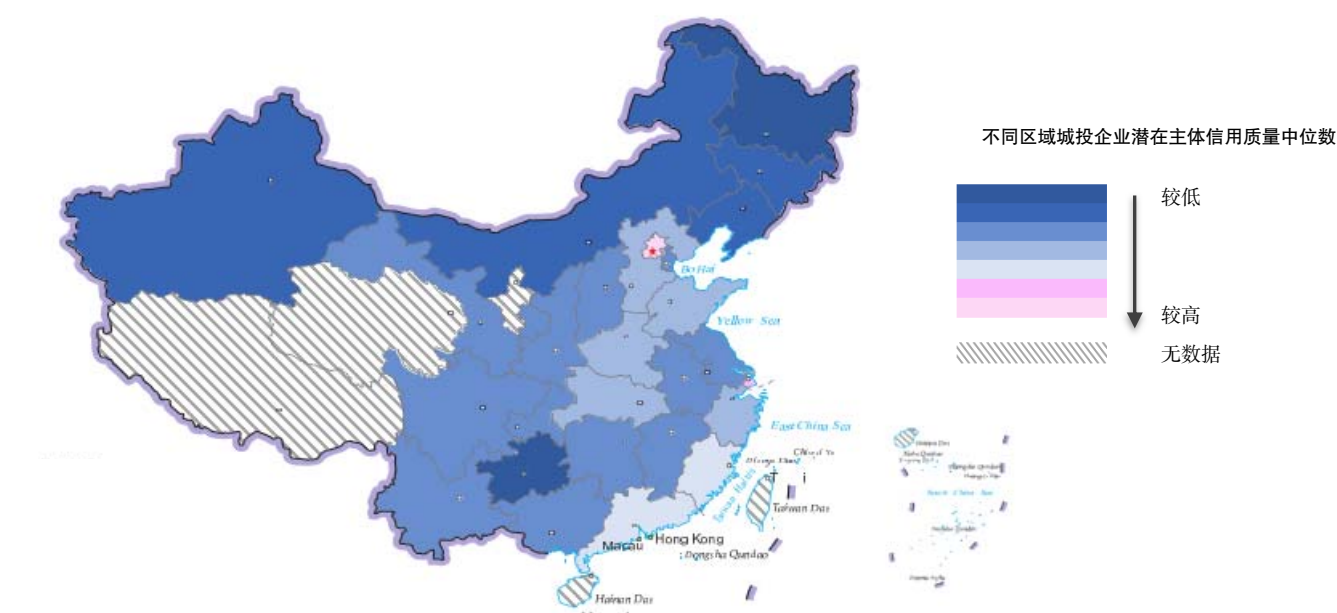
在我们看来，如果不考虑地方政府的外部支持，一般情况下城投企业的潜在个体信用状况处于较低水平。城投企业因其业务属性的缘故，长期保持较大的资本支出和较少的收入回流，其财务状况弱于产业类企业。潜在主体信用质量高于潜在个体信用状况，是因为我们认为绝大多数城投企业都有可能获得政府支持。

\*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。详见“阅读须知”。

不同地区城投企业的潜在主体信用质量的中位数呈现明显的差异（见图4）。上海、北京、广东和福建地区的城投企业相比其他地区城投企业整体潜在主体信用质量较高。我们认为，一方面这些地区经济发达、地方政府财政状况好以及债务负担轻，这些地区的地方政府对其城投企业具有较强的潜在支持能力。另一方面，这些地区市场化转型较为成功的城投企业数量较多，这些城投企业大部分自身经营状况更好，具有更强的市场竞争力。

与之相反，另一些地区城投企业的潜在主体信用质量中位数则低于全国总体水平。一般来讲，这些地区债务负担重，或财政收入规模小、财政收支平衡压力大。如果这些地区存在多个城投业务范围有重叠或职能有交叉的情况，那么当地方政府对城投企业的需求减少的时候，部分城投企业可能会被边缘化。

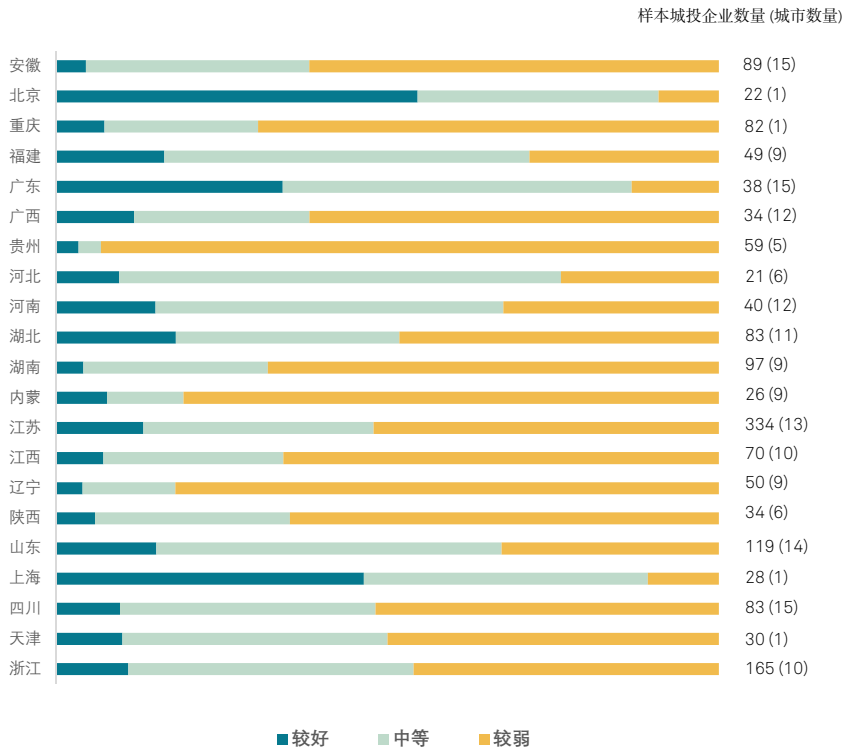
图 4  
不同区域城投企业潜在主体信用质量中位数对比



资料来源：标普信评。地图来源：自然资源部。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 5

不同区域城投企业潜在主体信用质量分布：百分比



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暗示。

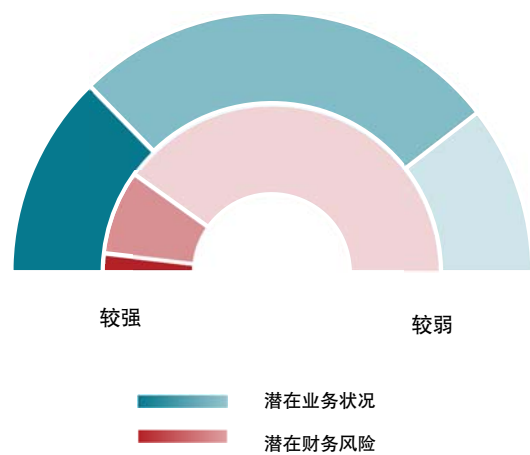
资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 政府支持力度是城投企业信用的重要决定因素

我们认为，城投企业的业务状况和财务风险非常相似，因此潜在个体信用状况差异较小。以资产规模前500家城投企业为例，这些企业的业务状况集中分布于六档里的三档，财务风险更是集中分布于六档中的两档。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重要性这两个维度去分析地方政府的支持力度。

图 6  
资产规模前 500 城投企业潜在业务状况和财务风险分布



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暗示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

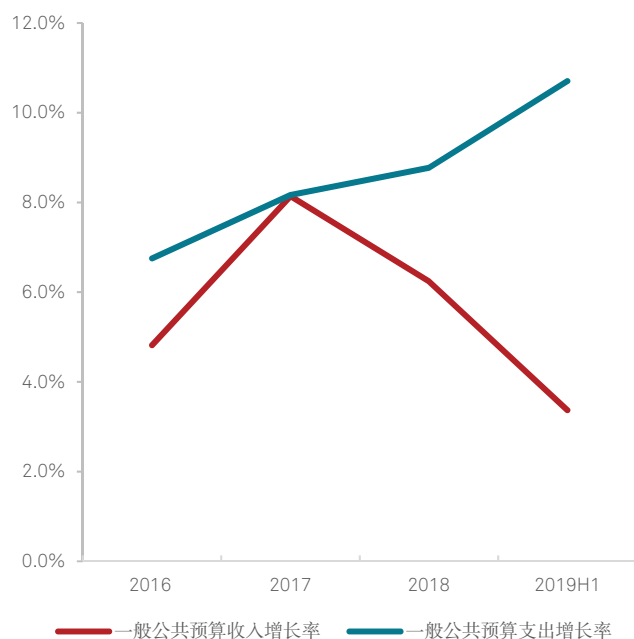
## 如何判断政府潜在支持能力

对于地方政府支持城投企业的能力，我们主要从经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等多方面进行综合分析。

从其中的预算情况来看，2018年以来全国财政收支平衡压力有所加大。2019年上半年，主要由于减税降费效果持续显现，全国一般公共预算收入同比增幅回落。与此同时，一般公共预算支出仍保持快速增长，大幅超过收入增速（见图7）。从一般公共预算收入构成来看，非税收入增长较快。这是因为中央和地方财政部门为弥补减税带来的减收影响，通过多渠道盘活国有资金和资产（见图8）。

图 7

2016-2019 年上半年全国一般公共预算收入和支出增速

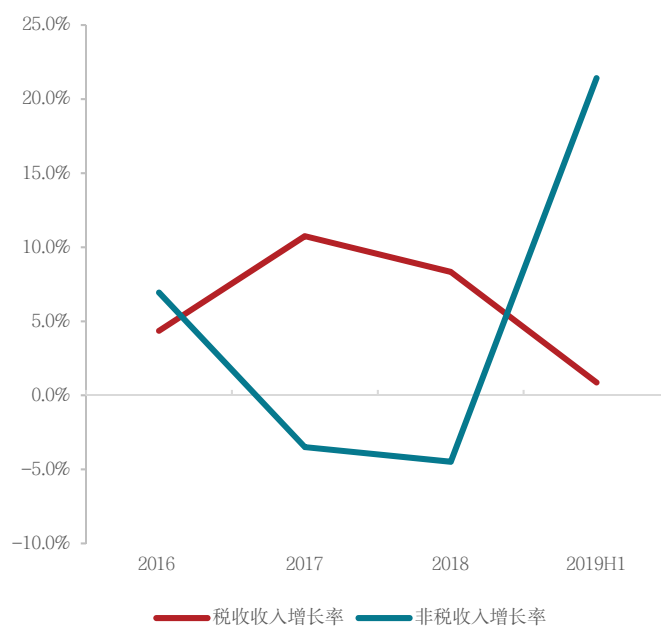


资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 8

2016-2019 年上半年全国税收收入和非税收入增速



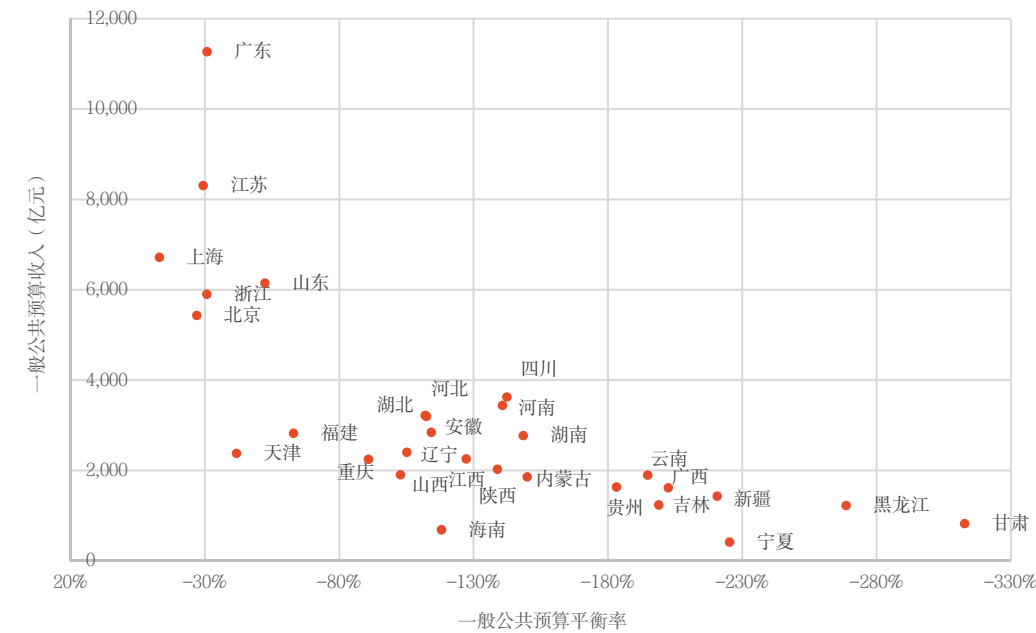
资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，稳定的税收收入能够增加地方政府支持城投企业的空间。从图9我们可以看到，基于较强的经济基础和持续较快的经济发展速度，以及稳定的税收收入及其对财政支出较好的覆盖，北京、上海、广东、山东、江苏和浙江地区拥有较大规模的财政收入和较好的财政平衡能力。

另一方面我们认为，主要依赖上级补助或土地出让收入来弥补财政收支缺口的地区，财政收入稳定性差，或者依赖于有限的资源，会影响其对城投企业的支持空间。

图 9  
全国部分地区一般公共预算收入和一般公共预算平衡率（2016-2018 三年平均）



资料来源：Wind，标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 如何判断城投企业的重要性

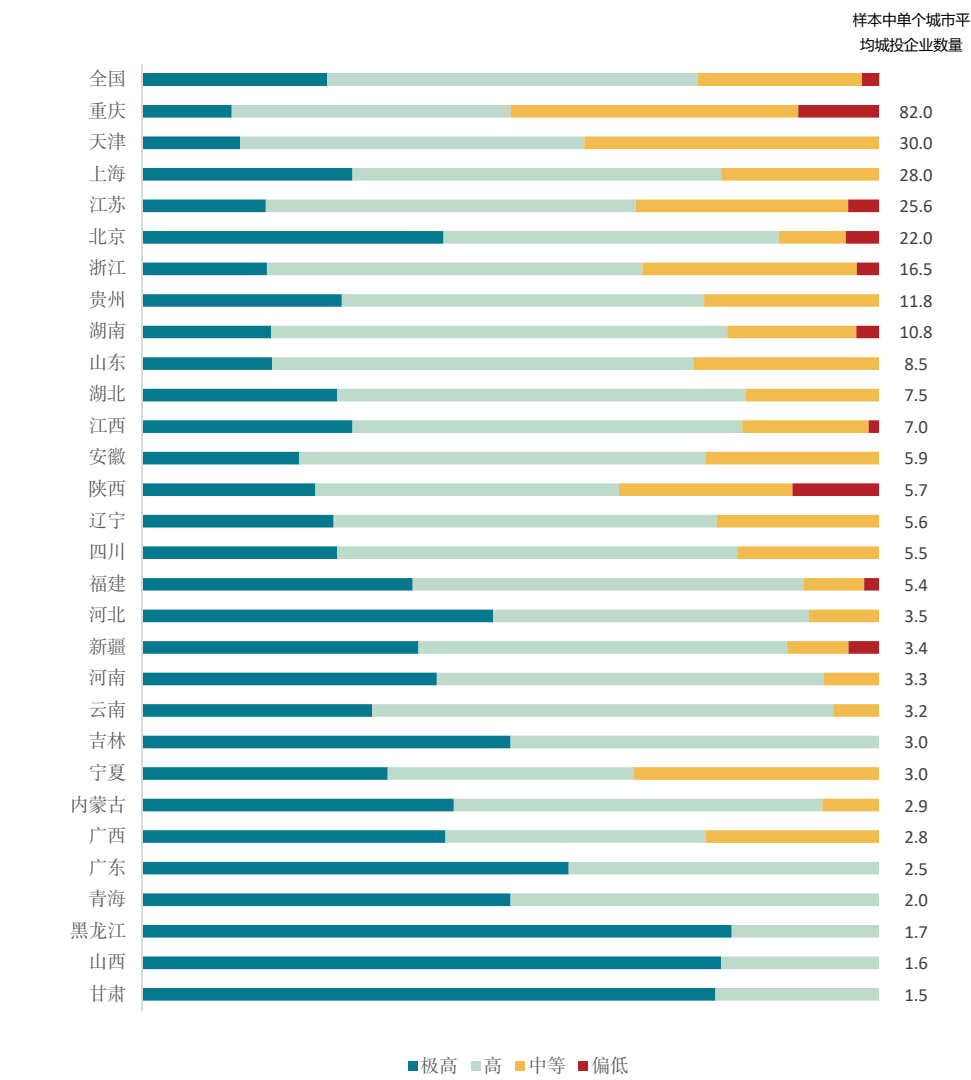
我们认为，政府对城投企业的支持是有选择性的。在财力有限的情况下，地方政府可能无法提供同等程度的支持。

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：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。我们认为，从事公用事业类业务、公益性业务规模占比较高、资产和收入规模大、在资本市场具有良好信用的城投企业，对于地方政府的重要性较高。我们将城投企业对于地方政府的重要性划分为五档，其中“1”档为“极高”，“5”档为“有限”。详细内容可参见标普信评之前发布的《解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架》一文。

我们观察到不同区域内城投企业对地方政府的重要性分布不尽相同（见图10），这是由于不同地区政府对城投企业的管理和业务安排模式不同。在甘肃、山西、广东、黑龙江和吉林这些地区，每个城市设立的城投企业数量相对较少。我们认为，这些城投企业可能更集中地承担了相关的投融资和公益性职能，可能获得的政府支持力度会更大。与此同时，在江苏、浙江、湖南、贵州、重庆和天津等地区，平均每个城市的城投企业数量都超过了10个，相比其他地区较多。我们认为当地核心城投企业能够享受政府强有力的支持，其他城投企业如果存在业务重叠，地方政府对其支持意愿可能分化。

图 10

不同地区城投企业对于地方政府的重要性分布



资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

为了更好的帮助大家了解我们对城投企业的分析思路，我们选择业务属性作为其中一个观察角度，将研究样本按照业务属性分为A、B、C三类：

- A类-以公用事业类业务（供水、燃气等）为主营业务；
- B类-传统城投，主营业务包括代建、土地整理等类型；
- C类-经营性属性更强，业务种类包含以盈利为目的的产业类业务，例如零售、贸易、产品制造、园区运营、景区运营等。

对地方政府重要性为“1”档（极高）的城投企业中，A类城投的数量占比显著高于B、C类。因此，A类城投企业的潜在主体信用质量普遍高于B类和C类。

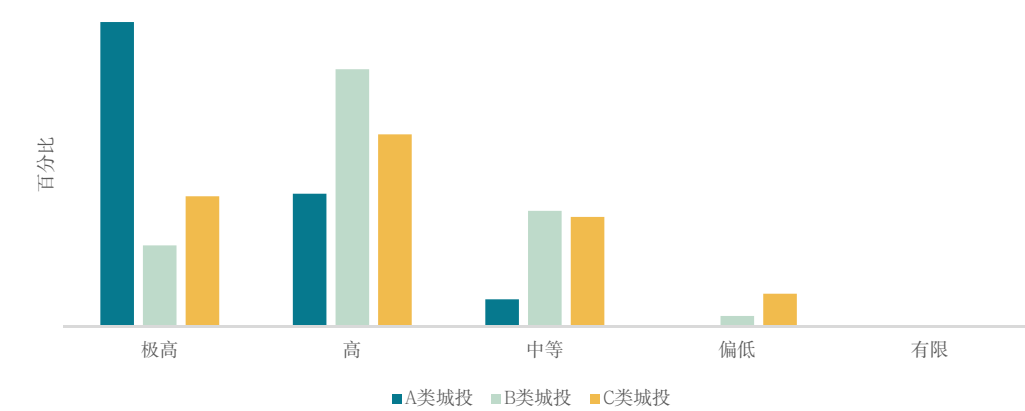
B类城投数量最多。这类城投企业的主营业务以城市建设、土地整理以及保障房建设等传统城投业务为主，因此对于政府的重要性集中分布于“2”档（高）。其经营的业务和承担的职能集中度不高，我们认为它们与地方政府的紧密度弱于A类城投。

C类城投对于政府的重要性分布较为广泛。其中一部分是转型较为成功的城投企业，企业规模大、市场化业务发展良好，同时仍承担了一些公益性或准公益性业务，我们认为它们更可能获得政府的支持。另外一部分则是正在市场化转型过程中业务公益性相对较弱的城投企业，在我们看来它们获得政府支持的可能性不如前者。

如果C类城投未来完全转型为没有公益性职能的盈利性实体，那么它们对于政府的重要性程度可能会降低。但是目前来看，大多数该类城投企业仍然承担了一部分准公益性职能，并且尚未建立起成熟和具有竞争力的市场化业务部门，我们认为它们与政府的关系没有较大改变。

图 11

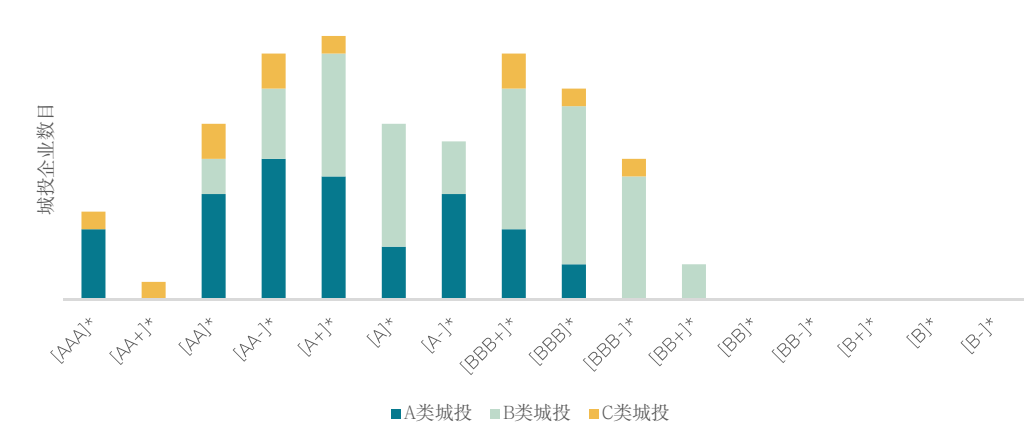
从事不同类型业务的城投企业对于地方政府的重要性分布



资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 12

从事不同类型业务的城投企业潜在主体信用质量分布：资产规模前 100

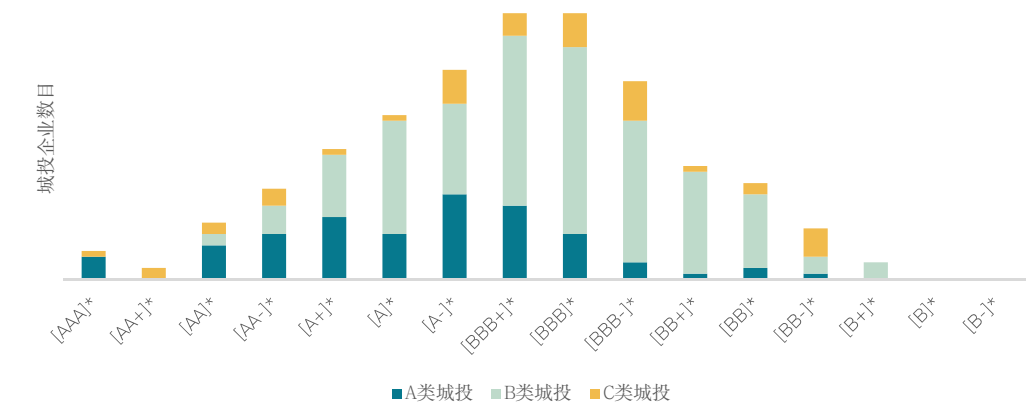


注：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的暗示。

\*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。详见“阅读须知”。

资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

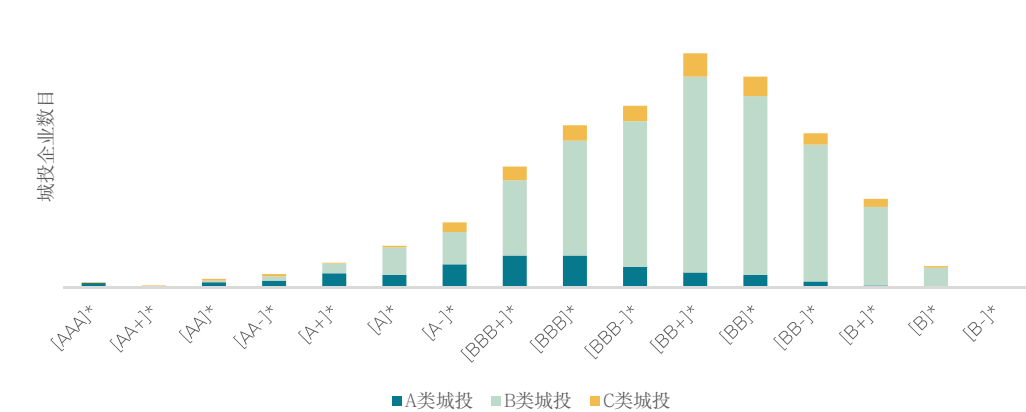
图 13  
从事不同类型业务的城投企业潜在主体信用质量分布：资产规模前 300



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暗示。

资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 14  
从事不同类型业务的城投企业潜在主体信用质量分布：全样本



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暗示。

资料来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

\*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。详见“阅读须知”。

# 案例分析：聚焦江苏区域城投企业

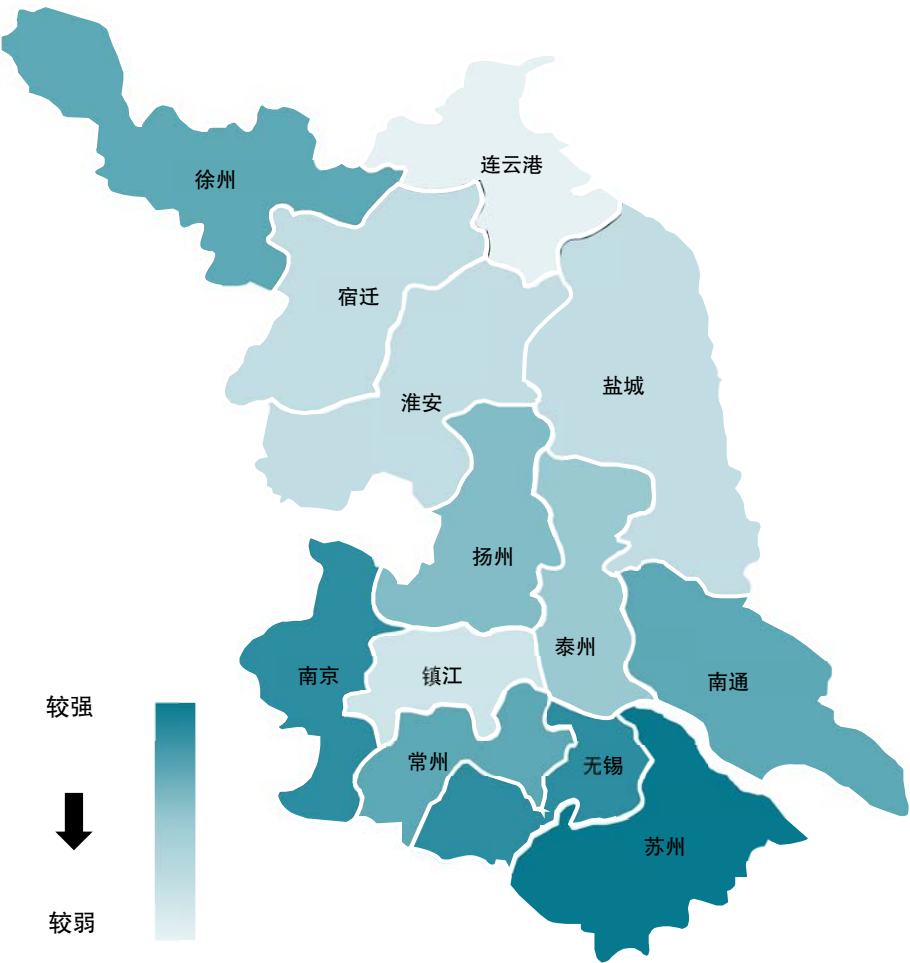
结合前述研究方法和结果，我们选取江苏省的城投企业作为样本进行了进一步分析。江苏省是全国城投企业数量最多的省份，其城投发债量显著高于全国其他地区，是最受投资者瞩目的区域之一。我们以其为示例，对该地区城投企业潜在信用质量进行分析。需要提示的是，本文系依据公开信息进行的案头研究。

## 各城市对城投企业的潜在支持能力各不相同

我们认为，即使在同一个省内，不同地区之间的政府潜在支持能力也可能存在较大的差异。就江苏而言，我们认为苏州、南京、无锡这三个城市经济状况较好、财政实力较强或债务较轻，提供支持的能力相对强于省内其他城市。如图15所示，颜色浅的区域是我们认为当地政府对区域内城投企业潜在支持能力较弱的区域，而颜色深的区域则是潜在支持能力可能相对较强的区域。

图 15

各城市对城投企业的潜在支持能力不尽相同



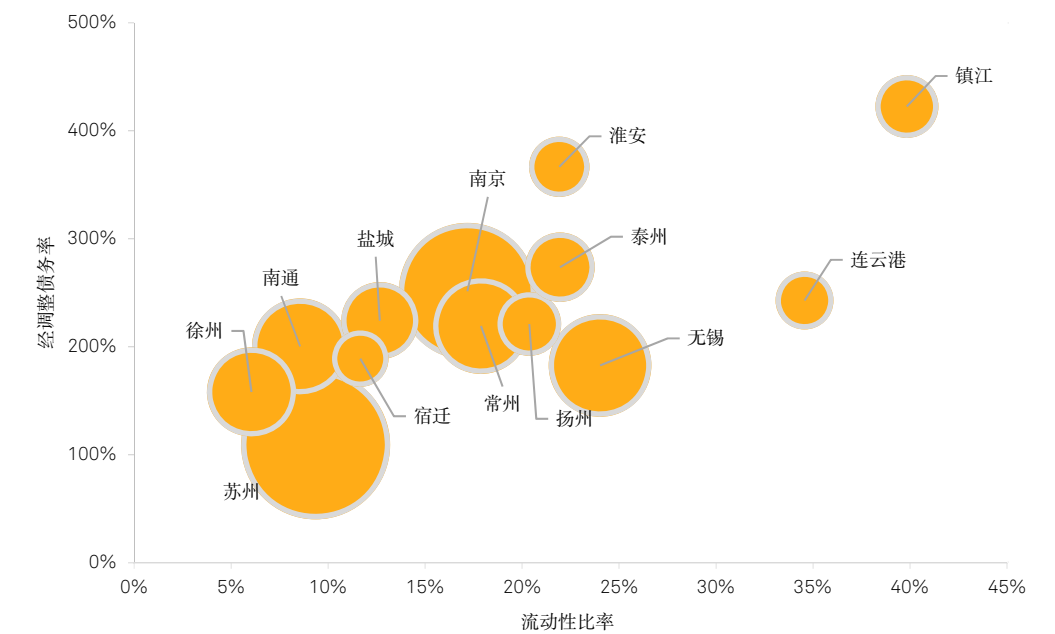
数据来源：标普信评。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，地方政府的财政收入情况也可能是影响城投企业流动性状况的重要因素。我们通过未来一年到期的城投债券占当地财政总收入的比例这一指标来衡量区域城投企业整体流动性。我们认为债务负担相对较重、未来一年到期城投债券余额占财政总收入比例较高的区域的城投企业面临流动性压力相对更大。更集中的债券到期将使得流动性管理的难度有所增大。

如图16所示，镇江、连云港两区域的城投企业未来一年内因债券到期需要做的流动性管理工作，要多于苏州、徐州、南京等地的城投企业。需要说明的是，本计算仅依赖于公开数据，并未考虑到各地区进行的主动流动性管理对城投企业流动性的积极影响。

图 16

镇江和连云港的城投企业可能面临较高的再融资需求



注：气泡大小表示地级市 2018 年财政收入规模。地级市经调整债务率=(地级市政府债务+经调整城投带息债务) /2018 年地级市财政总收入。流动性比率=截至目前一年内到期的城投债券余额/2018 年地级市财政总收入。

数据来源：Wind，标普信评。

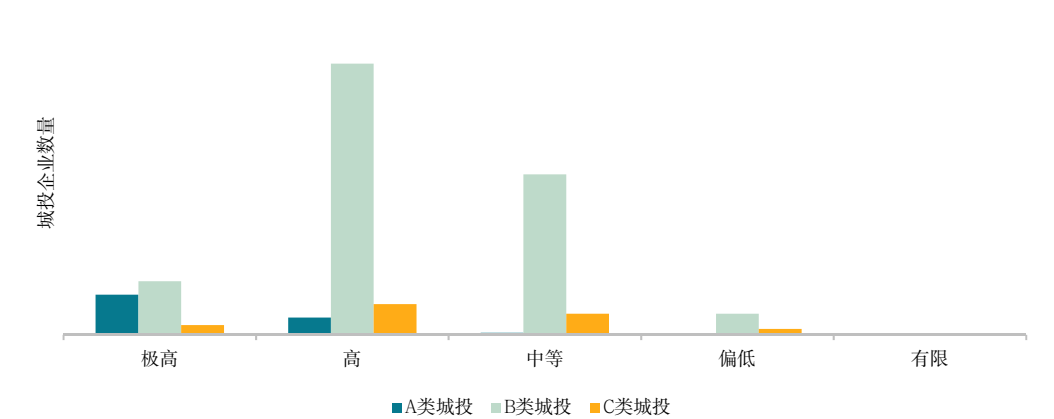
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 城投企业重要性分析

为了更好的帮助大家了解我们对城投企业的分析思路，我们选择业务属性作为其中一个观察角度，将研究样本按照业务属性分为A、B、C三类。我们认为，主要经营公用事业类的A类城投企业具有稳定的经营模式和现金流，因此其潜在个体信用状况好于其他类别。同时，A类城投企业对于城市运营和国计民生发挥着不可或缺的作用，其重要性程度高于从事传统城投业务的B类。图17和18分别代表我们对江苏省内不同类型城投企业重要性和潜在信用质量的判断。

图 17

江苏省不同类型城投企业对地方政府的重要性分布



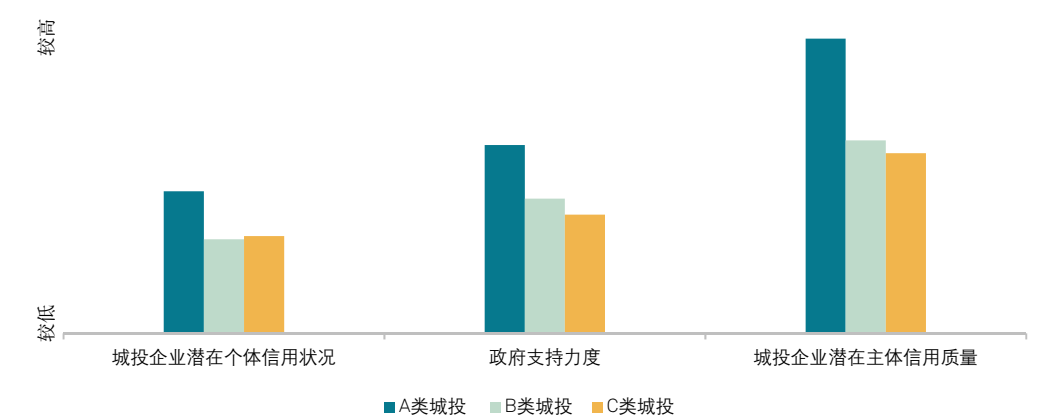
注：A类为以公用事业类业务（供水、燃气等）为主营业务的城投企业；B类为以代建、土地整理等传统城投业务作为主要业务的城投企业；C类为经营性属性更强，业务种类包含以盈利为目的的产业类业务，例如零售、贸易、产品制造、园区运营、景区运营等的城投企业

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 18

江苏省不同类型城投企业的平均潜在信用质量分布



资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

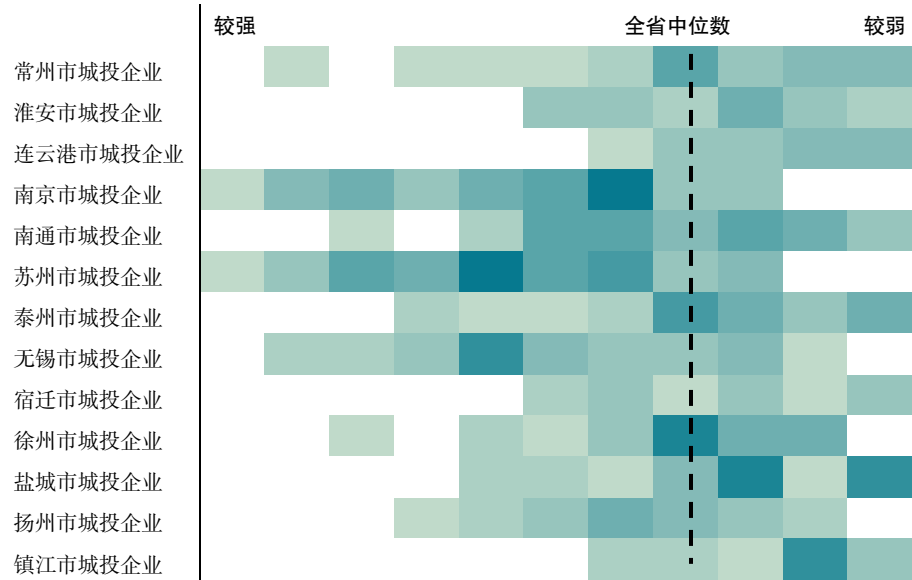
# 各城市城投企业潜在主体信用质量集中程度不一

我们认为，江苏省内不同区域的城投企业潜在主体信用质量存在明显差异，这一判断与我们对全国其他地区城投企业的判断一致。不仅是不同地区城投企业的潜在主体信用质量中位数不同，其潜在主体信用质量的集中度也存在明显的差异。

我们认为，城投企业潜在主体信用质量的差异主要源自于政府潜在支持能力和城投企业重要性的不同。我们认为苏州、南京最重要城投企业的信用质量可能好于其他城市最重要的城投企业（见图 19）。

图 19

不同城市城投企业潜在主体信用质量差异明显



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。虚线代表江苏省城投企业潜在主体信用质量中位数。

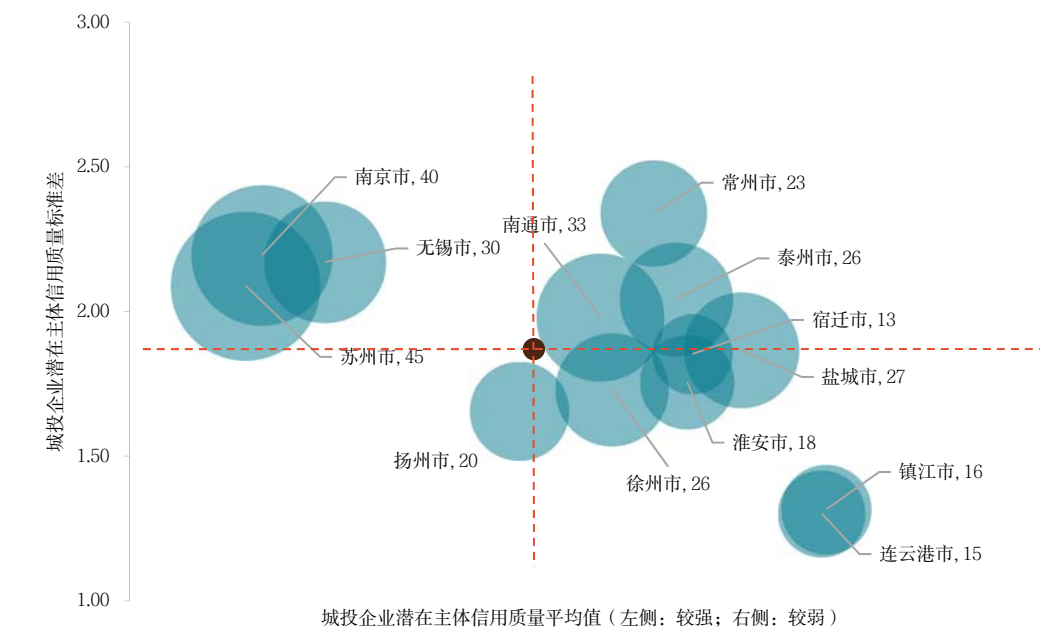
资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了整体分布外，我们认为江苏省不同区域城投企业潜在主体信用质量的离散度也有明显的区别。图 20 左上象限区域内的城投企业，呈现出整体潜在主体信用质量均值较高、离散程度较大的特征；而右上象限区域内的城投企业，则呈现出潜在主体信用质量均值较低、离散程度也比较大的特征。

因此，我们认为，对于左上象限内区域的城投企业，需要关注低层级城投企业的潜在信用风险，避免“一叶障目”，而对于右上象限内区域的城投企业，虽然整体潜在信用状况平均而言较左上象限稍低，但其中可能仍有潜在主体信用质量良好的城投企业。

图 20  
不同城市城投企业潜在主体信用质量的离散程度明显不同



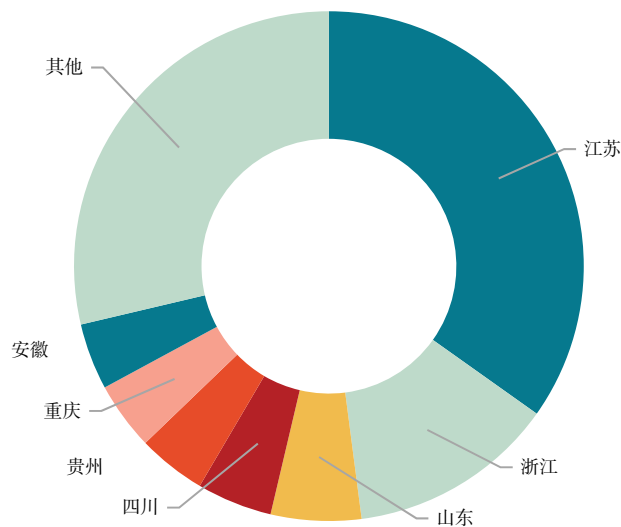
资料来源：标普信评。气泡大小表示城投企业样本数量  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 大量对外担保或构成潜在风险

我们认为，大量对外担保可能对城投企业构成潜在风险。因为大部分城投企业自身造血能力有限，若发生代偿可能对其自身的现金流带来巨大考验。部分地区城投企业对外担保负担相比于全国其他地区较为显著。

图 21

各省城投企业对外担保余额占全国城投企业对外担保余额比例



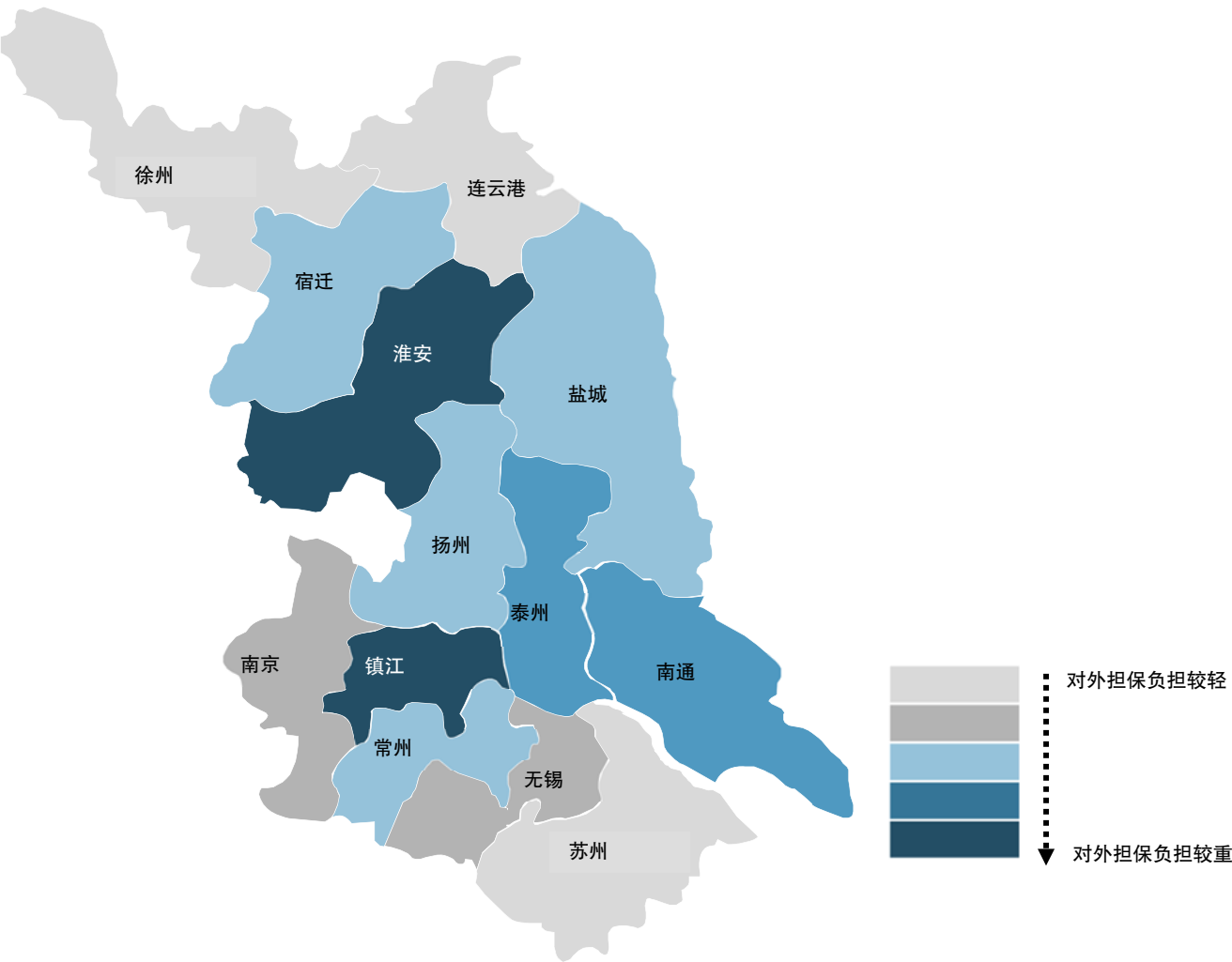
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

江苏省内各区域城投企业对外担保状况也呈现较大的差异。我们用区域内城投企业对外担保余额相对于地区总财政收入的比例进行分析，发现部分区域对外担保相对较重。

图 22

江苏省各区域城投企业对外担保情况不尽相同



注：对外担保负担为对外担保余额/对应地区财政收入。

数据来源：公开信息，Wind，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

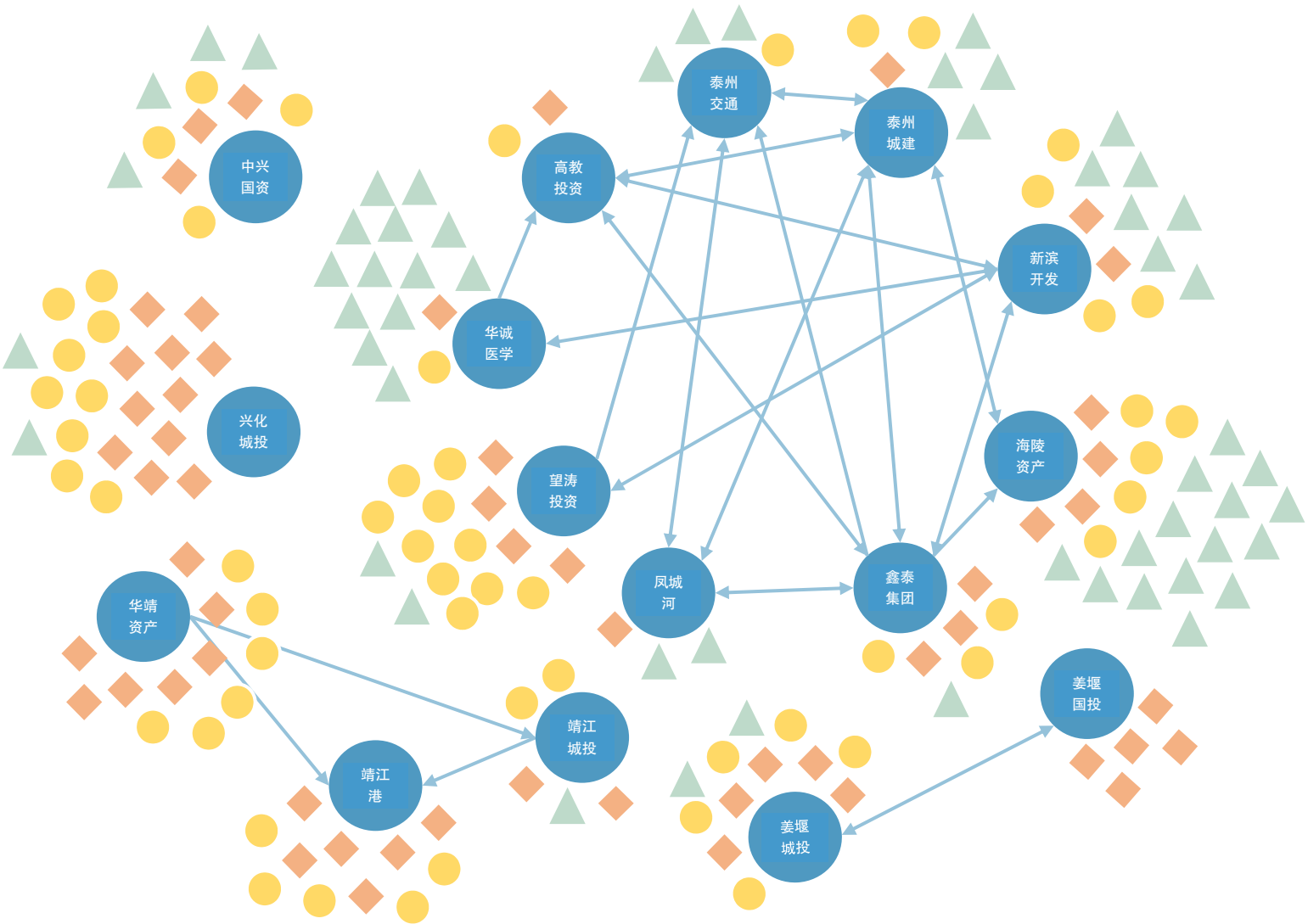
一般来讲，城投企业会为以下四类企业提供担保：

- 发债城投企业（往往构成互保）；
- 未公开发债城投企业；
- 其他地方国有企业；
- 民营企业。

我们以泰州为例。公开信息显示，泰州16个主要城投企业共计为56家未公开发债城投企业、58家其他地方国有企业以及56家民营企业提供了担保（见图23）。

图 23

泰州城投企业对外担保示意图（基于公开信息编写）



注：菱形代表未公开发债城投企业，圆形代表其他地方国有企业，三角形代表民营企业，箭头代表主要城投之间的担保关系。  
数据来源：公司公开信息，Wind，标普信评整理。  
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现泰州城投企业的对外担保相对较为密集，存在大量的城投企业间互保。一般而言，如果对外担保过多，风险可能会被忽视。而如果担保成链，则有可能使信用风险蔓延。具体风险如下：

- 若被担保人的债务陷入危机，其债权人申诉权利，那么提供担保的城投企业可能卷入诉讼，其资产、股权等也有可能被查封，从而对其再融资造成负面影响；
- 担保责任代偿可能给提供担保的城投企业造成现金流压力，使得单个城投企业的流动性危机可能扩散至区域。
- 由于对未公开发债的城投性质企业的担保，部分潜在隐性债务可能被低估。

本报告不构成评级行动。

## 分析师列表

钟晓玲

北京

may.zhong@spgchinaratings.cn

陈歙倩

北京

xiqian.chen@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

zhen.huang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京

yunxin.jia@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

kexin.wang@spgchinaratings.cn

吴量涵

北京

lianghan.wu@spgchinaratings.cn

张娟子

北京

juanzi.zhang@spgchinaratings.cn

张晓

北京

xiao.zhang@spgchinaratings.cn

葛昱

北京

yu.ge@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

di.jiao@spgchinaratings.cn

刘晔

北京

ye.liu@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王璜

北京

huang.wang@spgchinaratings.cn

王瑾

北京

jin.wang@spgchinaratings.cn

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

戎芳春

北京

Fangchung.Rong@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

©版权所有 2019 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，以及其董事、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、特殊或后续的损害、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，除非其注册为该类机构。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）的联属企业。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。