

土地出让压力之下，近观江浙城投

2022 年 12 月 5 日

要点

- 标普信评认为，江苏省、浙江省内部城市潜在支持能力普遍较好，然而由于债务和经济财政实力存在差异，各地支持能力参差不齐，镇江、连云港、宿迁、盐城的债务负担重，舟山经济实力较弱，潜在支持能力处于省内靠后位置，弱于全国中位水平。
- 我们发现，江苏省、浙江省城投企业利差普遍低于全国同级别的平均利差，特别是浙江省更为突出。
- 我们认为，债务负担较重、地方财政对土地依赖度高、土地出让收入下滑特别显著的城市在本轮周期中受冲击更甚，典型地区包括盐城、泰州、淮安和舟山。上述地区部分城投的信用质量较弱但市场利差相对低，需要警惕估值风险。

分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

江浙地区城投信用质量概述

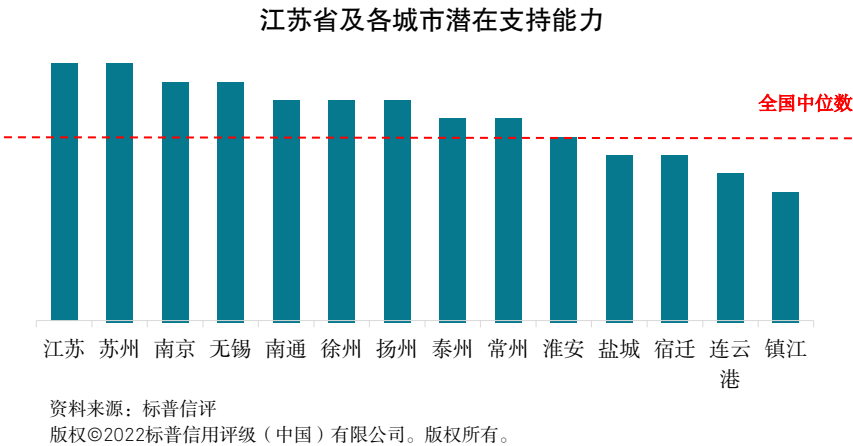
江苏省

我们认为，得益于极强的财政实力，江苏省的潜在支持能力很强，不过较高的债务率水平一定程度上拖累了潜在支持能力。我们认为江苏省内不同城市的潜在支持能力存在一定的差异，主要由于各个城市债务率情况差异较大。

江苏省经济发展水平多年稳居全国前列，是全国经济最为发达的省份之一，经济总量多年来位居国内省、自治区和直辖市第二，财政实力也较为突出。江苏省内各地级市的经济财政发展水平存在明显差异，2021 年宿迁、连云港实现 GDP 3,000 余亿元，一般公共预算收入 270 亿元左右，虽然与省内的苏州、南京、无锡、南通等头部城市差距明显，但在全国范围内仍处于相对较好水平。

我们认为，制约江苏省各市潜在支持能力的主要原因在于债务率较高，由于城投数量极多、债务规模较大，大部分省内城市的债务率均偏高，其中盐城、连云港及镇江的债务率在全国地级市中属于较高或极高水平，宿迁经济水平在省内排名靠后，债务率也较高。受此影响，我们认为盐城、宿迁、连云港及镇江四个地区的潜在支持能力弱于全国平均水平。

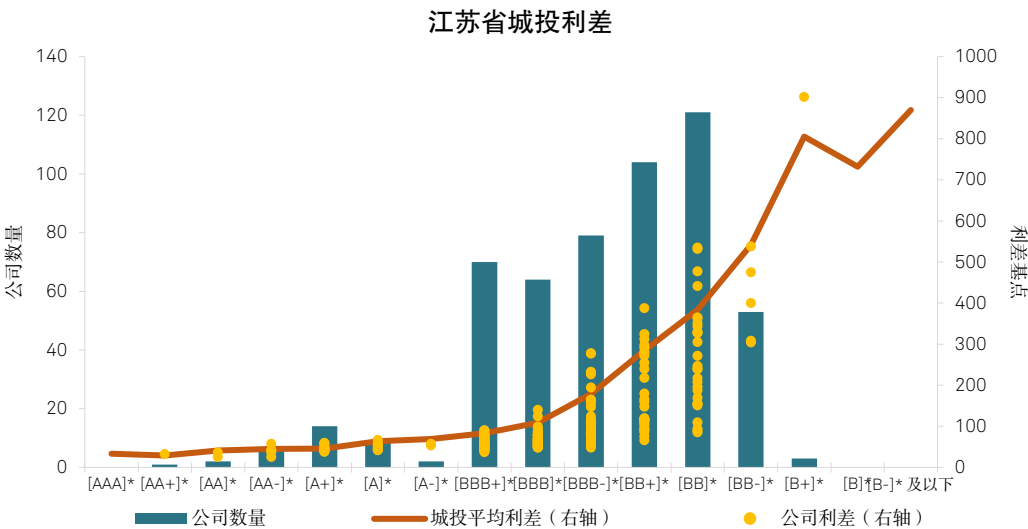
图1



我们认为，由于城投数量极多，江苏省城投企业的潜在主体信用质量存在一定的差异，个别尾部企业的潜在主体信用质量相对较弱。我们对江苏省内 389 家具有公开信息的城投进行了案头分析。江苏省大部分城投企业潜在主体信用质量分布在 $[BBB_{spc+}]$ 到 $[BB_{spc}]$ ，少部分尾部企业处于 $[BB_{spc-}]$ 及 $[B_{spc+}]$ ，这主要是由于部分地区区县级城投数量较多所致。我们观察到，部分地区县域人口、面积较为有限，当前经济发展水平及未来发展空间一般，但融资需求较大，造成区域内城投数量多、城投间职能及业务区域重叠大，影响了这些企业对于政府的潜在重要性。潜在主体信用质量处于 $[A_{spc-}]$ 及以上的城投企业数量较少，且以市级城投企业和潜在支持能力排名靠前城市中经济实力较强的区县里的主要城投企业为主，而这类企业本身数量相对较少。

同时，得益于地区强劲的经济财政状况和良好的地区债务管理体系，投资者对于江苏省大部分地区城投企业信心较强，体现为大部分江苏省城投企业的利差均低于同级别城投企业的平均利差。

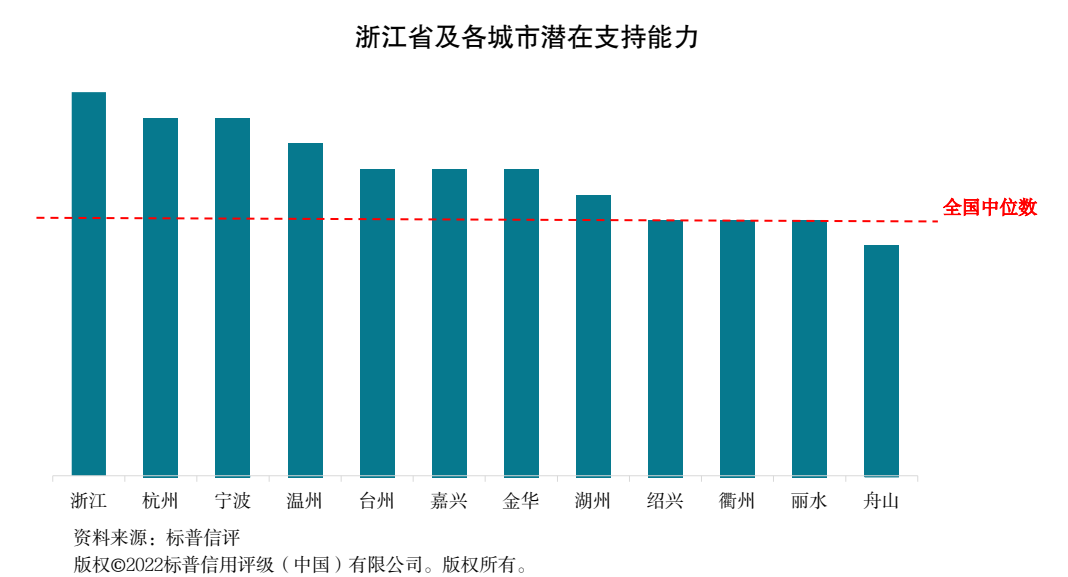
图2



浙江省

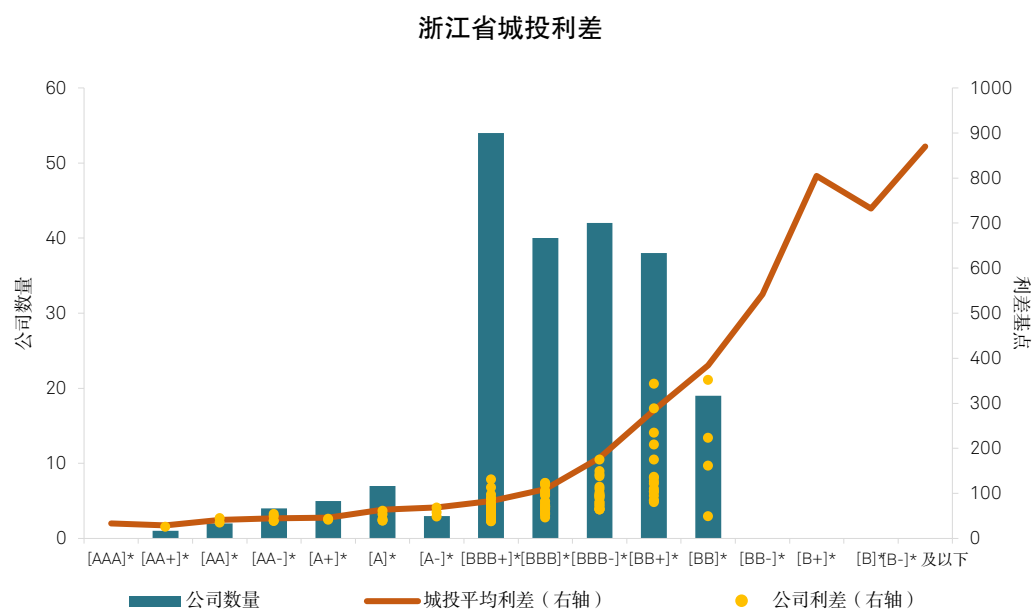
我们认为，浙江省经济财政实力在全国处于领先水平，整体债务水平适中，潜在支持能力极强，省内城市之间的经济财政实力差异虽然较大，但潜在支持能力差异较小。浙江省经济实力连续多年在国内各省、自治区和直辖市中排名第四位，财政实力也处于领先地位。浙江省经济总量虽然与相邻的江苏有一定差距，但其债务水平明显低于江苏省，支持能力极强，高于江苏省。浙江省内城市经济实力差异较为明显，杭州的经济财政体量是丽水、舟山的十倍之多。2021 年杭州的 GDP 与一般公共预算收入分别为 18,109 亿元和 2,387 亿元，潜在支持能力全国领先，而舟山的 GDP 与一般公共预算分别为 1,704 亿元和 181 亿元，处于全国地级市中平均水平。丽水、舟山的经济财政排名虽然处于省内靠后水平，但由于债务率较低或财政平衡能力较好，其潜在支持能力仍较强，在全国范围内属中等。相比之下，绍兴与湖州作为省内经济财政实力较强的城市，政府性债务规模尚可，但由于城投数量较多，城投债务规模较大，影响了当地政府的潜在支持能力。

图3



我们发现，浙江省城投企业的潜在主体信用质量虽有差异，但其尾部企业仍有较好的潜在主体信用质量，市场认可度较高，再融资情况较好，持续呈净流入状态，且融资成本较低。我们对浙江省内 215 家具有公开信息的城投企业进行了案头分析。浙江省城投企业潜在主体信用质量大部分分布在 [BBB_{spc}+] 到 [BB_{spc}] 之间的五个子级上，以区县级城投企业为主，几乎没有位于 [BB_{spc}-] 及以下的城投企业。舟山、丽水等城市虽然经济财政体量偏小，但债务水平适中，支持能力仍属较好水平，且城投企业数量不多，层级较低的城投企业仍可得到政府的一定支持，城投企业潜在主体信用质量的底部较高。另外，潜在主体信用质量在 [A_{spc}-] 及以上的城投企业数量较少，以市级城投企业和潜在支持能力排名靠前城市中经济实力较强的区县里的主要城投企业为主，而这类企业本身数量相对较少。

图4



注：该图中城投利差为截至2022年10月31日标普信评工商企业所有城投公司测试样本的平均利差数据。公司利差的计算方法是先将公司个券估值减去同期限国债收益率得出个券利差，再将个券利差求平均得出。

*本报告中呈现的潜在主体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级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。

资料来源：Wind，中债估值，标普信评

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，由于浙江省经济财政实力很强，债务率不高，浙江城投企业的市场认可度很高，城投企业利差普遍低于同级别城投企业平均利差。

哪些地区的城投信用质量更易受土地市场下滑的影响

我们关注到，受房地产行业持续低迷影响，2022 年以来全国各省土地出让收入普遍呈下滑趋势，江浙两省的政府性基金预算收入亦出现显著下降。2022 年 1-6 月，全国政府性基金预算收入为 27,968 亿元，比上年同期下降 28%；江苏省及浙江省政府性基金预算收入分别为 3,209 亿元及 3,995 亿元，分别同比下滑 34%、22%。

我们认为，土地出让收入大幅下滑或将对区域内城投企业所能获得的政府支持构成潜在影响。一方面，土地出让收入是政府综合财力的重要组成部分，土地出让收入的下滑令地方政府财政收入承受较大压力，推升区域债务负担。另一方面，土地出让收入也是城投企业代建回款、政府补贴的重要来源，这部分收入的下滑或令政府压降相应支出，直接影响城投企业所能获取的现金流入。

我们认为，土地出让收入承压对城投企业所获外部支持的影响程度不一。从区域角度来看，债务负担较重、地方财政对土地依赖度高、2022 年以来土地出让收入下滑特别显著的城市或在本轮周期中受冲击更甚，而区域内城投企业的信用质量将承受更大的压力。我们以土地出让收入依存度、债务率、土地成交金额变动作为三个标准，在江苏省及浙江省的 24 个地级市中筛选出受潜在影响最为严重的一批城市，包括盐城市、泰州市、淮安市、舟山市。

表1

地级市	省份	成交土地 总价同比	2021 年 土地出让收入 依存度	2021 年 区域债务率	2022 年财力 假设测算 (亿元)	一年内到期 债券 (亿元)	2022 年测 算财力对一 年内到期债 券覆盖倍数
数据时间		2022 年 1-9 月	2021 年	2021 年	2022 年	截至 2022 年 10 月末	截至 2022 年 10 月末
盐城市	江苏省	-76%	64%	524%	646	514	1.26
南通市	江苏省	-72%	67%	396%	1,110	621	1.79
淮安市	江苏省	-68%	57%	726%	424	388	1.09
徐州市	江苏省	-66%	66%	333%	893	385	2.32
泰州市	江苏省	-64%	62%	557%	665	529	1.26
金华市	浙江省	-63%	76%	184%	1,072	320	3.35
常州市	江苏省	-63%	68%	357%	1,230	657	1.87
舟山市	浙江省	-56%	44%	595%	244	110	2.21
丽水市	浙江省	-56%	59%	332%	440	124	3.53
宿迁市	江苏省	-56%	69%	262%	326	46	7.05
衢州市	浙江省	-55%	66%	407%	642	328	1.96
扬州市	江苏省	-55%	66%	530%	1,127	518	2.17
绍兴市	浙江省	-52%	69%	227%	1,374	169	8.12
温州市	浙江省	-49%	75%	218%	410	92	4.46
南京市	江苏省	-46%	59%	350%	3,072	1356	2.27
嘉兴市	浙江省	-43%	60%	334%	1,253	293	4.28
无锡市	江苏省	-36%	51%	277%	1,980	625	3.17
苏州市	江苏省	-31%	48%	219%	4,103	1032	3.98
湖州市	浙江省	-25%	61%	618%	897	346	2.59
镇江市	江苏省	-21%	55%	739%	640	449	1.42
台州市	浙江省	-8%	51%	277%	4,656	675	6.89
杭州市	浙江省	-8%	60%	335%	1,075	150	7.15
宁波市	浙江省	-1%	48%	239%	3,302	487	6.79
连云港市	江苏省	13%	49%	579%	572	216	2.65
指标中位数		-53%	60%	343%	985	386	2.62
指标平均数		-44%	60%	401%	1,340	435	3.48

注：1、我们以各地级市成交土地总价变动情况推测其土地出让收入的变动趋势和幅度；2、土地出让收入依存度=政府性基金预算收入/（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）；3、区域债务率=（城投带息债务+地方政府债务）/（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）；4、2022 年财力假设测算假设一般公共预算收入较 2021 年不变，全年政府性基金收入按 2022 年 1-9 月成交土地总价下滑幅度估算。

资料来源：Wind，各地政府财政预算，标普信评。

表2

地级市名称	经济	财政	债务	区域城投特征
盐城市	很强	良好	很高	县级和国家级以下园区城投数量多，且部分区域城投业务定位分散。
泰州市	很强	优秀	偏高	产业园区债务扩张较为激进，城投互保普遍。
淮安市	很强	优秀	很高	区域债务率很高，且区县整体经济财政实力较弱，叠加城投数量较多。
舟山市	较强	优秀	偏高	区域潜在支持能力在省内属较弱水平，城投数量不多，但债务规模相对较大。

低级别、低利差的城投企业面临持续地方财政压力时，利差恐有走阔的可能

如前所述，江苏与浙江城投当中，存在较多标普信评测试结果中低级别城投利差低于该级别平均值的情况。其中盐城、泰州、淮安、舟山债务杠杆较高，对土地出让依赖度较高，且土地出让收入下滑较为明显，上述城市中的城投利差与风险可能不匹配，若地方财政压力持续，地方政府对其支持能力恐受影响，尾部城投企业风险或将上升，而首要表现即为利差走阔。

本报告不构成评级行动。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干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。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2022 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 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。