

近观区域城投：浙江篇

2020年4月2日

要点

- 我们对浙江省内172家城投企业进行案头分析，发现其潜在主体信用质量整体上高于全国城投企业的一般水平。
- 我们认为，浙江省经济基础和财政实力整体较强，但省内不同城市对城投企业的潜在支持能力存在一定差异。
- 相比江苏，浙江省内较多城市的城投企业平均潜在主体信用质量位于本省平均水平之上，分布更为均衡。此外，浙江城投企业的整体短期债务负担相对较轻。
- 浙江省固定资产投资增速自2018年以来快速反弹，或将加重该省城投企业的债务负担。

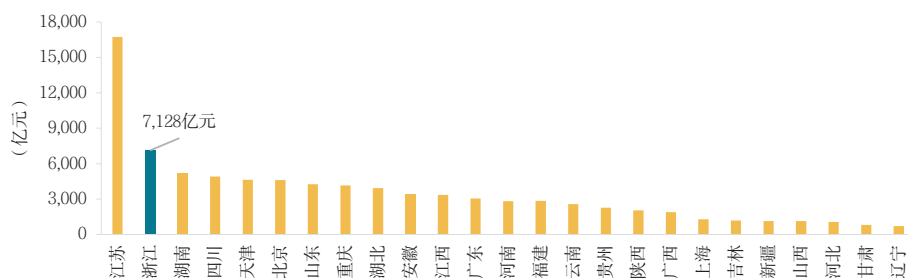
为了较为全面地了解浙江省城投企业的整体潜在信用状况，我们选取该省172家城投企业作为样本，利用公开信息进行了案头分析。样本包括市级及以下的城投企业、地铁公司，但不包括省级国资平台、交通、水务等企业。这些企业接近浙江省发债城投企业总家数的80%，覆盖11个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映浙江省城投企业的总体潜在信用状况。

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，我们分析了浙江省各城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。

我们将浙江省和江苏省的城投企业进行了比较分析。浙江省与江苏省地理位置接近、经济发展水平相似，且两省有公开存续债券的城投数量分列全国第二和第一，因此我们认为两省城投企业群体的可比性较强。

图1

浙江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。

主分析师

刘晓亮

北京

+86 10 6516 6040

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

其他分析师

王瑾

北京

+86 10 6516 6034

jin.wang

@spgchinaratings.cn

吴量涵

北京

+86 10 6516 6043

lianghan.wu

@spgchinaratings.cn

陈歆倩

北京

+86 10 6516 6031

xiqian.chen

@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

+86 10 6516 6032

zhen.huang

@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取浙江省内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。

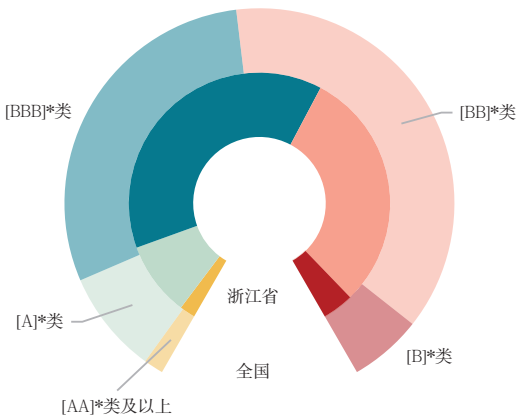
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

和全国比较：浙江省内城投企业总体更优

172家样本城投企业的潜在主体信用质量中位数高于全国1700家样本城投企业的中位数。这主要是因为我们认为浙江省内各城市具有较高的潜在支持能力。

图2

浙江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。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：城投企业潜在主体信用质量存在一定分化

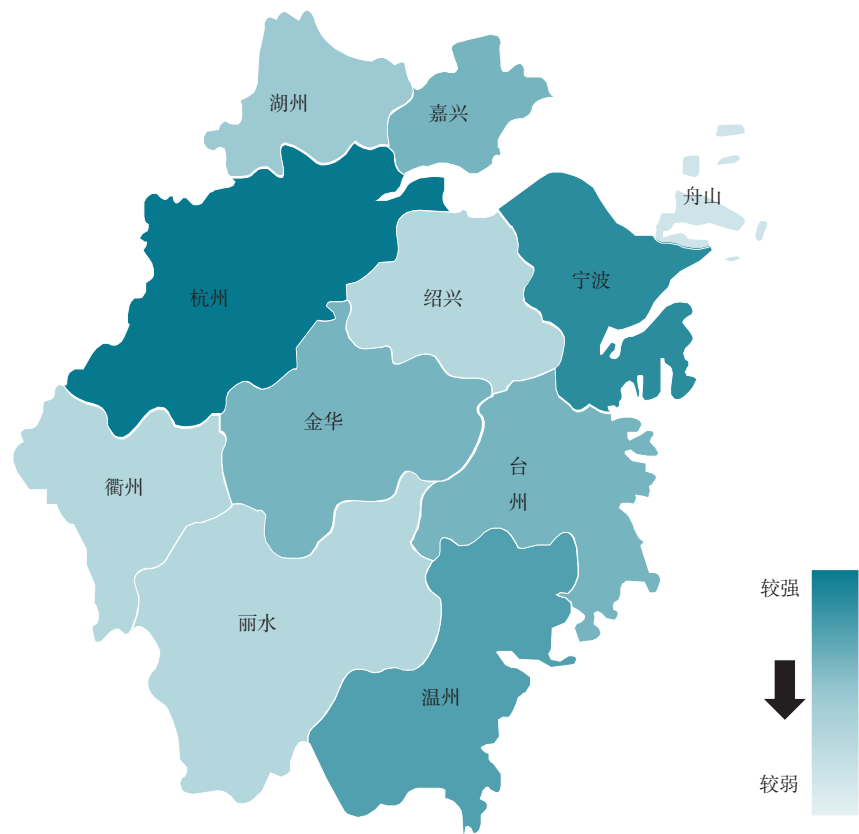
我们的研究发现，中国城投企业的潜在业务状况和潜在财务风险非常相似，潜在个体信用状况差异较小。因此我们认为，城投企业信用质量的差异主要来源于政府支持力度的不同。我们从地方政府的潜在支持能力和城投企业对于地方政府的重要性这两个维度去分析地方政府的支持力度。

对于地方政府支持城投企业的能力，在综合考虑浙江各市经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素后，我们认为浙江省11个地级市的政府潜在支持能力存在一定的差异。其中，杭州和宁波对城投企业能够提供更强的支持；而舟山、衢州、丽水和绍兴的政府潜在支持能力则相对偏弱。

下图反映了我们认为的浙江省各地级市政府对城投企业潜在支持能力的强弱。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

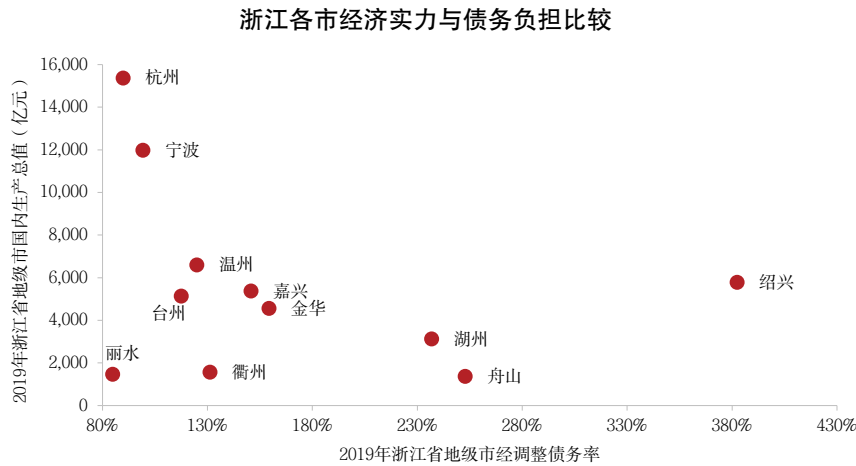
各城市对城投企业的潜在支持能力不尽相同



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，浙江各市经济和财政实力，以及债务情况的差异造成其潜在支持能力的不同。经济方面，杭州和宁波实力处于省内最强水平，而舟山、丽水、衢州和湖州的经济状况在省内表现较弱。财政方面，杭州和宁波拥有较大规模的财政收入和较好的财政平衡能力，而丽水、衢州和舟山在这两个维度均处于省内尾部。绍兴的经济发展水平位于全省中游，但其债务负担远高于省内其他城市，影响其对辖区内城投企业的潜在支持能力。

图4

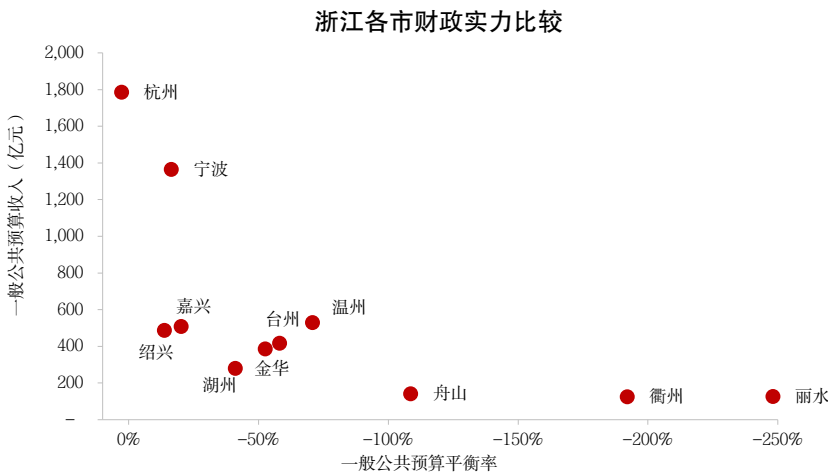


注：经调整债务率=（2019年末地级市政府债务+2019年末经调整城投带息债务估计值）/ 2019年地级市财政总收入。

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。

图5



资料来源：Wind，标普信评。

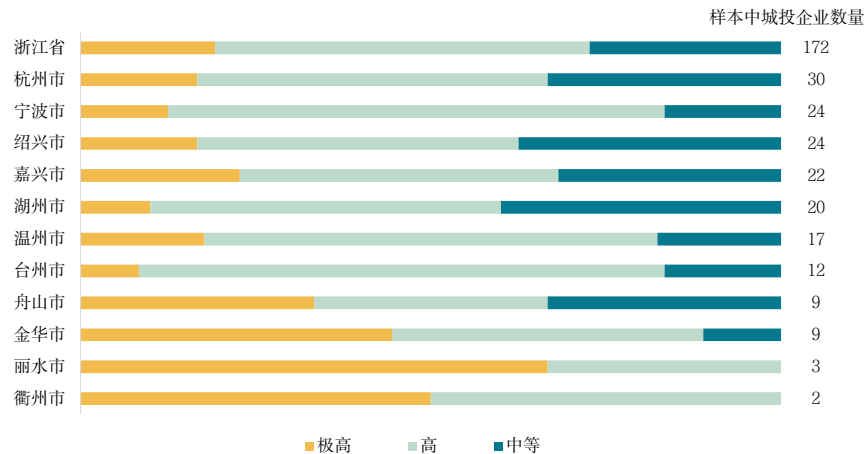
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了各城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：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。

丽水和衢州设立的公开融资城投企业数量相对较少，这些城投企业可能更集中地承担了相关的投融资职能，对当地政府有着更高的重要性。与此同时，在杭州、宁波、绍兴、湖州和嘉兴等地区，每个城市的城投企业数量都超过了20个。我们认为，在这些城投企业数量众多的城市，处于核心地位的城投企业更能享受政府强有力的支持，而其他城投企业如果存在业务重叠，所获支持力度则有可能分化。

图6

浙江省内各城市城投企业对于地级市政府的重要性分布

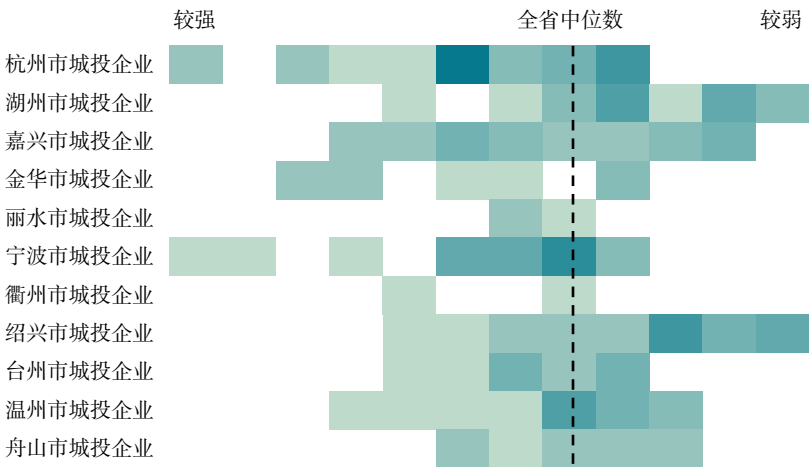


资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，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。政府潜在支持能力较强的杭州和宁波，城投的整体信用质量较高，但由于域内城投重要性的分布比较广，城投潜在主体信用质量差异较大。湖州和绍兴的城投企业整体信用质量较弱，除了城市本身潜在支持能力的限制之外，我们认为重要性较低的城投企业较多也是重要的原因。丽水和衢州辖区内的城投类企业数量较少，因此信用质量分布相对集中。

图7

浙江省内各城市城投企业潜在主体信用质量差异明显



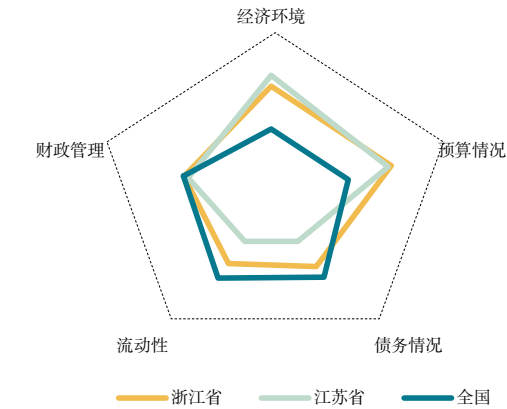
注：地区名称按照拼音首字母排序。颜色代表所在信用质量的城投企业数量，颜色越深代表城投企业越多。虚线代表浙江省城投企业潜在主体信用质量中位数。
资料来源：标普信评。

和江苏城投比较：浙江城投信用质量更为均衡

我们对比分析了浙江省和江苏省各地级市政府对其辖区内城投企业的潜在支持能力，具体考察因素依然是经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等方面。我们发现，由于经济发达、税收规模较大等因素，两省各市的经济环境和预算状况显著优于全国水平。但浙江地级市的债务情况和流动性方面仅略差于全国平均水平；而江苏各市在这两个维度上与全国平均水平的差距更大，这主要是由于江苏省固定资产投资规模大，整体债务负担较重。

图8

浙苏两省地级市潜在支持能力各影响因素比较

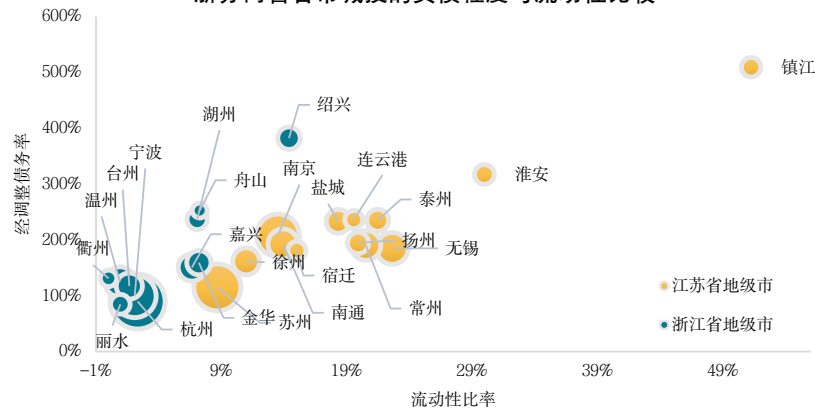


注：图中全国数据包含直辖市。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

具体研究两省各个地级市的债务情况，我们发现，尽管浙江省内各地级市在债务负担和流动性方面存在较大差异，但各市政府与城投合计负债程度普遍低于江苏各市；浙江各市城投企业未来一年债券到期压力也普遍低于江苏各市城投，具体如下图所示。

图9

浙苏两省各市城投的负债程度与流动性比较

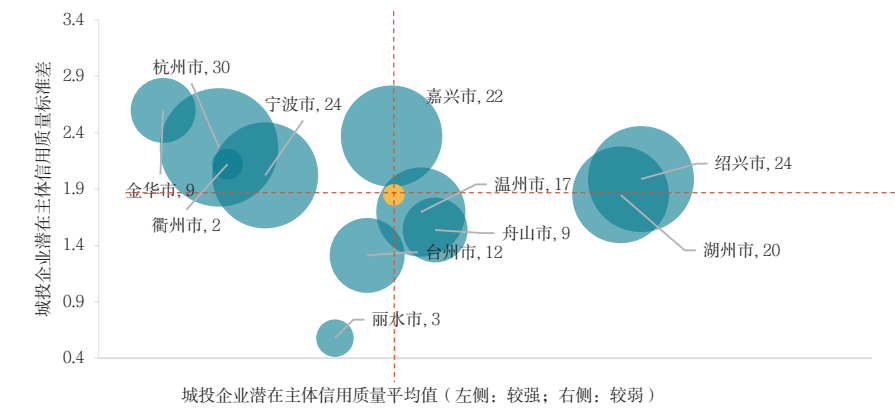


注：气泡大小表示各城市2019年财政总收入。经调整债务率=（2019年末地级市政府债务+2019年末经调整城投带息债务估计值）/2019年地级市财政总收入。流动性比率=自2020年2月24日起一年内到期的城投债券余额/2019年地级市财政总收入。流动性比率越大，流动性压力越大。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

浙江省有较多城市的城投企业潜在主体信用质量在全省平均水平之上，相对江苏城投的分布更为均衡。相比之下，江苏省主要是依靠头部城市推高了全省城投企业的平均潜在主体信用质量。

图10

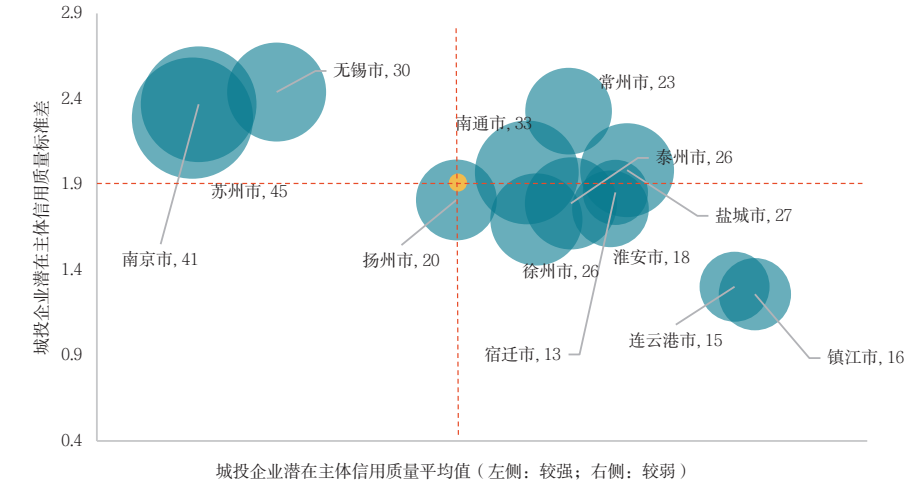
浙江较多城投企业潜在主体信用质量处于全省平均水平以上



注：气泡大小表示城投企业样本数量
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。

图11

江苏主要依靠头部城市推高全省城投平均潜在主体信用质量



注：气泡大小表示城投企业样本数量
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。

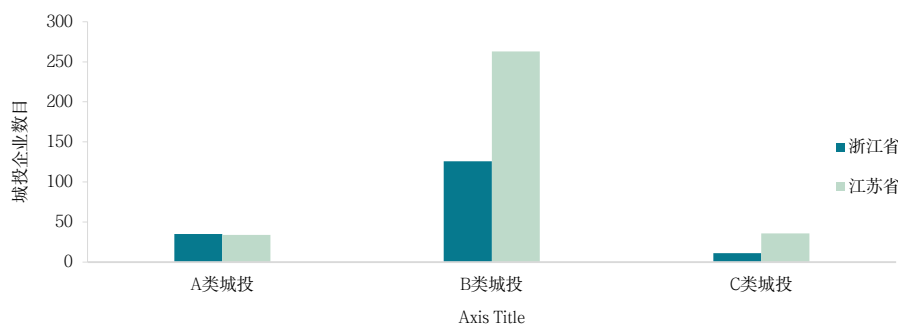
未来展望：浙江投资提速，可能加重城投债务负担

为了更好地帮助大家了解我们对城投企业的分析思路，我们根据业务属性将研究样本分为A、B、C三类，其中A类城投以公用事业类业务（供水、燃气等）为主营业务；B类为传统城投，主营业务包括代建、土地整理等类型；C类城投经营性属性更强，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。

浙江省的样本城投企业数量约占江苏省的一半，主要是由于浙江省的B类城投数量显著少于江苏省。

图12

浙苏两省从事不同类型业务的城投企业数量比较



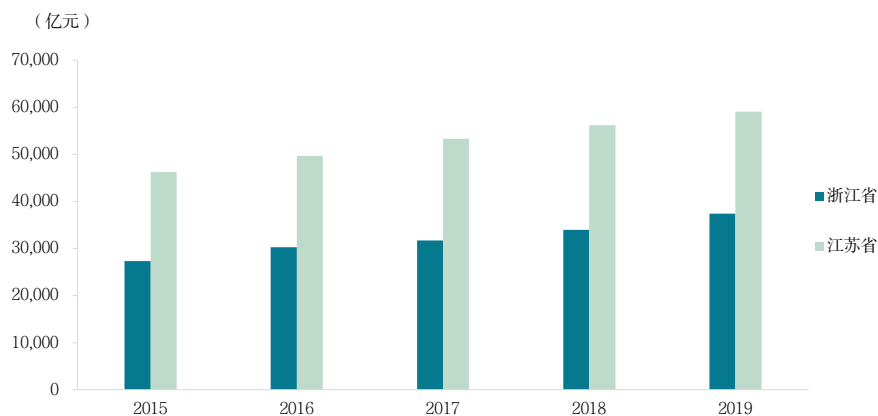
资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们相信，浙江省和江苏省B类城投企业数量的差异与两省固定资产投资规模的不同存在相关性。近五年来，浙江省的全社会固定资产投资完成额均明显低于江苏省。

图13

浙江省全社会固定资产投资完成额显著低于江苏省



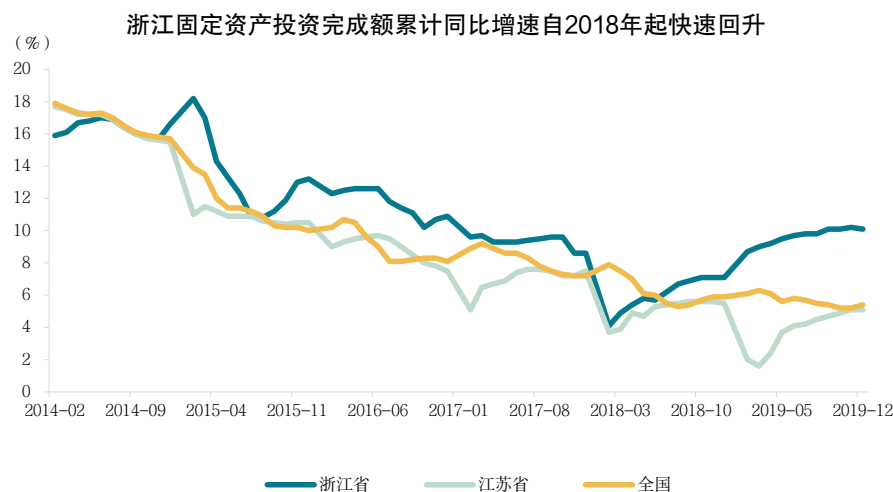
注：2018年和2019年浙江省和江苏省全社会固定资产投资完成额系通过同比增速推算得到。

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。

自2018年以来，浙江省固定资产投资增速快速反弹，目前已显著高于江苏省和全国总体水平，主要原因是浙江省全面推行重大项目建设计划，加大基础设施补短板力度。根据《浙江省人民政府关于进一步优化投资结构提高投资质量的若干意见》和《浙江省“4+1”重大项目建设计划（2018—2022年）》，浙江省5年计划完成重大项目建设投资2.95万亿元，其中2018年和2019年分别为4,974亿元和7,130亿元。我们预计未来两年浙江省固定资产投资和整体债务规模增速将维持较高水平。这一方面可能加重省内城投企业自身的债务负担，另一方面可能影响浙江省各城市对城投企业的潜在支持能力。因此我们认为应关注浙江省对城投企业管理方式的变化情况，以及城投企业未来两年潜在主体信用质量的演变。

图14



资料来源：Wind，标普信评。

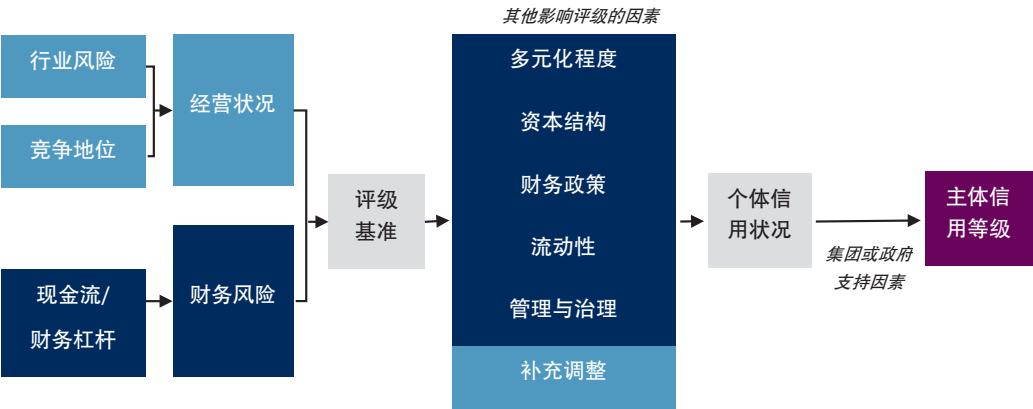
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相关研究

- [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。

©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，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（包括但不限于收入损失、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。