

近观区域城投：安徽篇

2020年4月13日

要点

- 我们对安徽省内88家城投企业进行案头分析，发现其潜在主体信用质量中位数略高于全国城投企业的中位水平。
- 安徽省内不同地区对城投企业的潜在支持能力差异明显。合肥市潜在支持能力明显高于其他地区，而省内部分地区的经济发展过度依赖单一资源或单一公司，可能会影响其潜在支持能力。
- 安徽省内的城投企业以从事传统城投业务的企业为主，从事公用事业或经营类业务的城投占比明显少于可比省份。
- 与债务负担相似的省份相比，安徽省各级政府持有较多较好的上市国有企业，增强了化解隐性债务的灵活性。但这些资产主要由省政府持有，因此债务的化解高度依赖省政府的统一协调。

为了较为全面地了解安徽省城投企业的整体潜在信用状况，我们选取该省88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。样本数量接近安徽省发债城投企业总家数的约90%，覆盖15个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映安徽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最重要的考量因素。本次研究中，我们分析了安徽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。

我们还从国有上市资产的角度，分析了安徽省化解隐性债务的灵活性。

主分析师

张任远

北京

+86-10 6516 6028

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

其他分析师

任映雪

北京

+86 10 6516 6037

Yingxue.Ren

@spgchinaratings.cn

王璜

北京

+86 10 6516 6029

Huang.Wang

@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

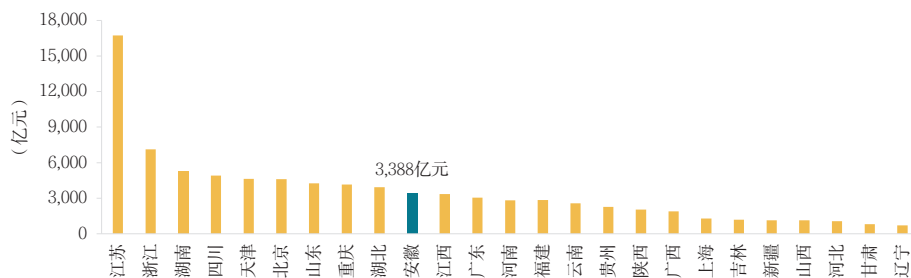
+86 10 6516 6033

Kexin.Wang

@spgchinaratings.cn

图1

安徽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。

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。

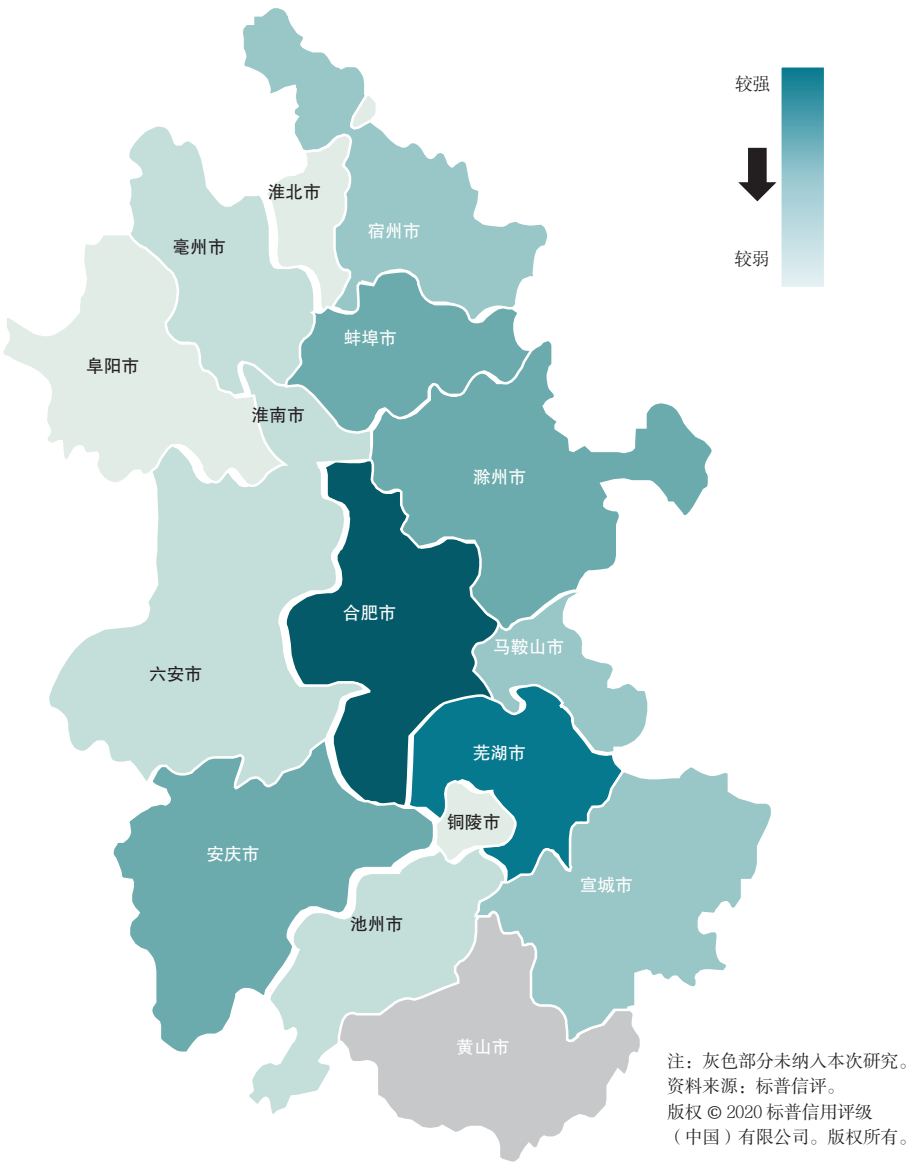
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

潜在支持能力：不同地区两级分化

我们认为，即使在同一个省内，各地区政府的潜在支持能力也可能存在较大的差异。就安徽省而言，我们认为该省不同地区潜在支持能力呈现出较为明显的两极分化态势。合肥市得益于良好的经济财政状况、相对较轻的债务水平以及良好的流动性，潜在支持能力远高于省内各市。而铜陵、马鞍山、淮南、池州、淮北、亳州、阜阳、六安由于地区经济发展相对较慢、财政状况不佳或债务规模过高等原因，其潜在支持能力可能处于省内相对较弱的水平。2019年合肥市GDP约9,400亿元，芜湖市约3600亿元，两市合计占全省35%。

图2

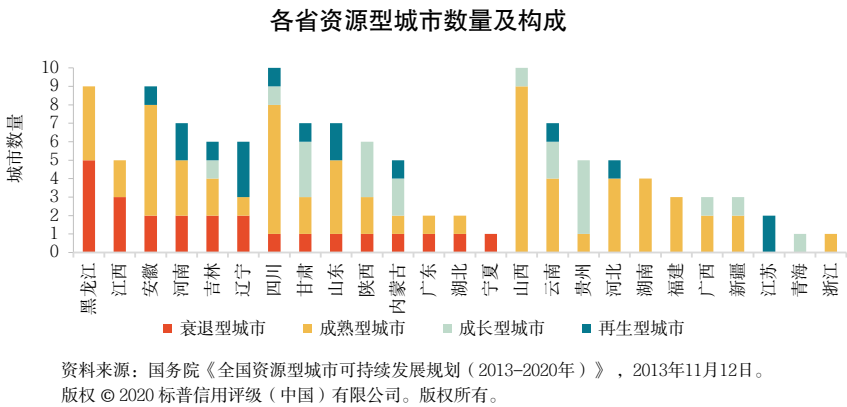
安徽各市对城投企业的潜在支持能力比较



安徽省内各地区潜在支持能力两极分化明显，合肥市潜在支持能力高于其他地区。

从经济状况来说，安徽省是典型的资源型城市较为集中的省份之一，省内资源型城市数量位列全国前列。但部分城市已经被国家列入资源枯竭型城市，地区经济面临转型的压力，可能对政府潜在支持能力造成一定影响。与全国其他省份相比，安徽省被列入资源枯竭型的城市数量较多。

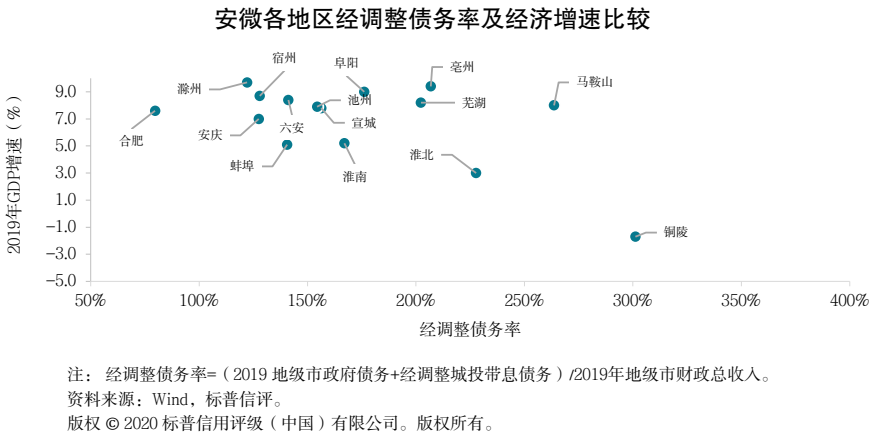
图3



部分城市为资源枯竭型城市，经济转型的压力可能对政府潜在支持能力造成影响。

我们认为，安徽省部分地区的经济发展过度依赖单一资源或单一企业，可能影响其潜在支持能力的稳定性。淮南和淮北的产业结构偏重于煤炭，铜陵和马鞍山则偏重于金属冶炼，它们都是安徽省内产业结构相对较为典型的典型城市。如果煤炭、金属冶炼行业出现较大的价格波动，则可能影响这几个城市对城投企业的潜在支持能力。淮南、淮北和铜陵的经济增速均属省内相对较慢水平，马鞍山、淮北和铜陵的债务负担也是省内相对较重的。

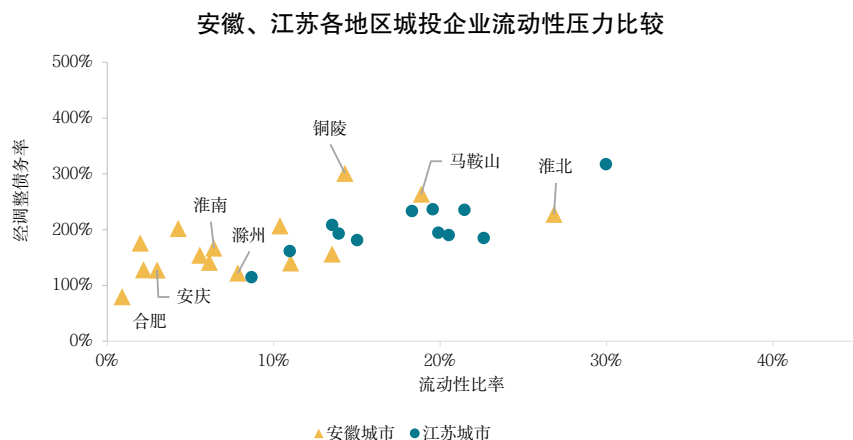
图4



但我们认为，安徽省内大部分地区城投企业未来一年的再融资压力相对可控。例如相比于江苏各地区，安徽省各地区城投企业的流动性压力（以未来一年内到期的城投债务相对于地区财政总收入的比值衡量）普遍轻于江苏省各地区的城投企业。但也需要注意，淮北地区城投企业面临的再融资需求大于省内其他区域。

图5

安徽大部分地区的城投企业未来一年再融资压力相对可控，这会对城投企业信用质量带来正面的影响。



注：地级市经调整债务率=（2019年地级市政府债务+经调整城投带息债务）/2019年地级市财政总收入；

流动性比率=2020年2月统计的一年内到期的城投债券余额/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。

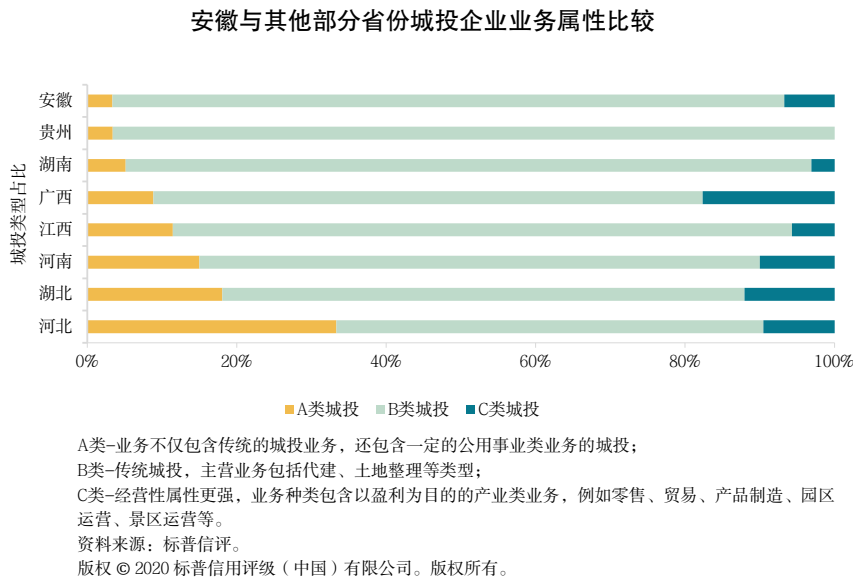
行政层级：决定城投企业重要性的重要因素

除了政府的潜在支持能力外，城投企业对地方政府的重要性也是影响城投企业潜在主体信用质量的重要因素。我们通常通过城投企业的行政层级、业务公益性或不可替代性、收入和资产规模、战略重要性等等几个方面，来判断城投企业对政府的重要性。一般而言，我们认为职能定位好、业务公益性强的城投企业对地方政府的重要性相对较高。

我们认为，如果同一地区城投企业业务类型趋同，那么城投企业对地方政府的重要性可能更取决于企业的行政层级。这里的行政层级，是我们综合股东所属政府层级、企业业务运营范围、回款方政府层级等多方面因素判定的。我们认为，市级城投相对于区县级城投可能处于更优的地位，因为市级城投与市级政府的关系更加紧密，而市级政府的支持手段更加丰富。

安徽省内城投企业的职能较为趋同。与人均GDP相当的其他省份相比，安徽省开展公用事业和经营类业务的城投占比较少，绝大多数城投均以传统代建业务为主要业务，各市大部分公用事业类产业并未注入城投平台。

图6

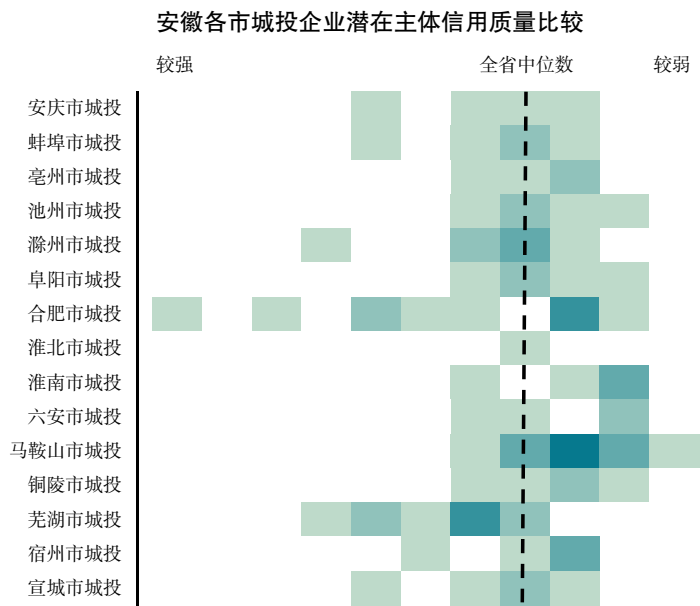


相比于可比省份，安徽省大部分城投企业以传统代建业务为主要业务。

潜在主体信用质量：省内各市两极化

安徽省城投企业的潜在主体信用质量中位数略高于全国城投的中位水平。而由于地级市政府潜在支持能力的差异，省内不同地区城投企业的潜在主体信用质量呈现了明显的两极分化态势。我们认为，合肥市城投企业的潜在主体信用质量总体领先省内其他城市，不仅有较多城投企业高于全省中位数，其头部城投企业的潜在主体信用质量也好于省内其他城市的城投企业。

图7



安徽省城投企业的潜在主体信用质量中位数，略高于全国城投的中位水平。

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。虚线代表安徽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。

上市资产增强安徽省化解隐性债务的灵活性

根据国家发布的相关政策，化解隐性债务的手段主要包括：财政预算归还、债务重组、国有资产变现、项目运营收入偿还、转为企业债务和破产清算六种方式。其中，财政预算归还与资产变现主要由政府主导，债务重组和转为企业债务主要依靠金融机构参与。

财政预算归还、债务重组两个手段较为常规。而项目运营收入和转为企业债务方面，各地城投企业的运营收入与其存量债务规模基本不成比例，各地可以持续提供稳定现金流的资产也不多，因此这两个手段实施难度较大。因此，对于各省化解隐性债务来说，持有的国有上市公司是一个增加灵活度的有效途径。

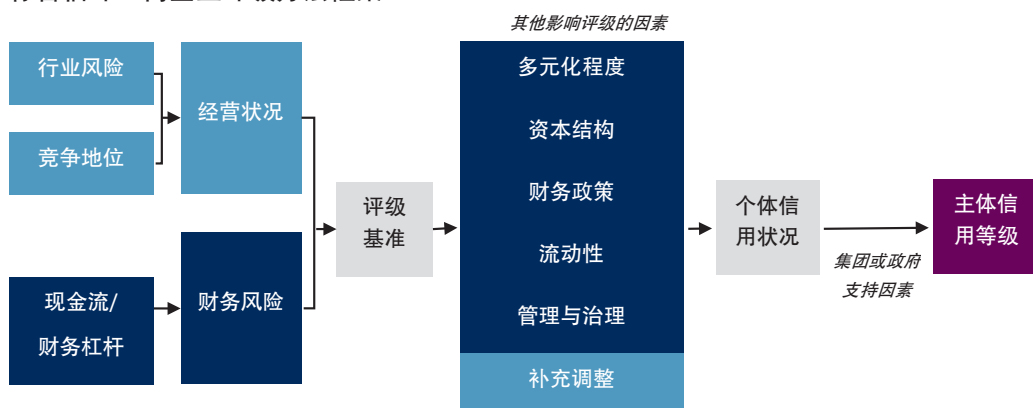
我们认为，安徽省各级政府持有的国有企业有可能为该省化解隐性债务提供更多的灵活性。与债务率相近的山东、湖北、江西、吉林、辽宁、青海相比，安徽省各级国资委持有的上市公司数量和质量属于较好水平，有利于提高安徽省的处理隐性债务的灵活性。但我们注意到，这些上市公司大部分由省级国资委持有，例如淮南、淮北两地区的两大煤矿企业，均为省级国有企业，而非淮南、淮北市属国有企业，因此我们认为省级政府对资源的统一协调和调配将显得至关重要。

相关研究

- [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。

©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。