

近观区域城投：河南篇

2020年4月20日

要点

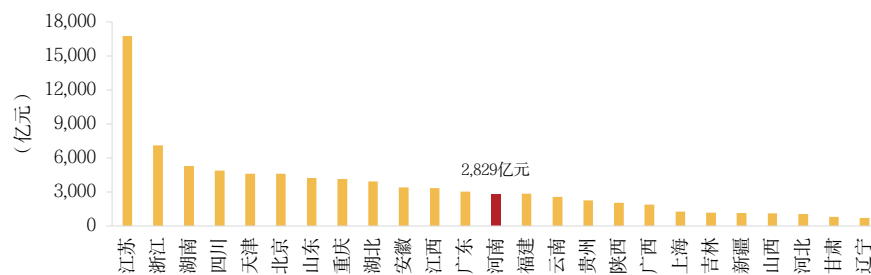
- 我们对河南省内50家城投企业进行案头分析，发现其潜在主体信用质量整体上高于全国城投企业的一般水平。
- 我们认为，由于经济与财政较好，债务水平偏低，河南省大部分城市对城投企业的潜在支持能力较好，郑州与洛阳排名靠前。
- 省内城投企业数量相对较少，定位清晰，对政府的重要性普遍较高。

为了较为全面地了解河南省城投企业的整体潜在信用状况，我们选取该省50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，但不包括省级国资平台、交通、水务等企业。样本数量接近河南省发债城投企业总家数的76%，覆盖17个地级市，我们认为它们能够充分的反映河南省份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，我们分析了河南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。

图1

河南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

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

其他分析师

贾蕴鑫
北京
+86 10 6516 6041
yunxin.jia
@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
+86 10 6516 6039
di.jiao
@spgchinaratings.cn

张晓
北京
+86 10 6516 6036
xiao.zhang
@spgchinaratings.cn

刘晔
北京
+86 10 6516 6035
ye.liu
@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。

和全国比较：河南城投企业总体较优

河南省地处我国中东部地区，地跨海河、黄河、淮河以及长江四大水系，与安徽、山东、陕西、湖北、河北及山西接壤，素有“九州腹地”之称，是国内重要的交通枢纽。河南省下辖17个地级市，各地级市的经济实力分化较为明显，省会郑州实力突出，省内大部分其他城市GDP总量处于全国平均水平，鹤壁和漯河经济实力偏弱。

河南省是我国的人口大省和经济大省，截至2019年末，常住人口为1.2亿人，在全国排名第三，GDP总量达54,259亿元，在全国排名第五，增速为7.0%，高于全国平均水平，人均GDP为56,388元，略低于全国平均水平。

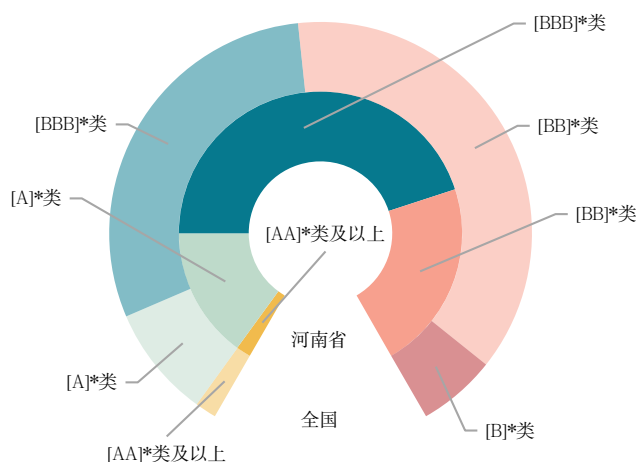
在产业结构方面，2019年末河南省的三次产业占比分别为8.54%、43.51%以及47.95%。2018年河南省拥有国内第二大的耕地面积，其粮食总产量占到全国总产量的20%以上，全省规模以上农产品加工企业的营业收入居全国第二位。在传统农业大省的基础上，河南省的工业对于其经济发展也起到十分重要的作用。2018年，全省规模以上工业企业的营业收入居全国第六位，其中大客车制造、煤炭、能源化工以及电子科技产业是省内重要的支柱产业。

2019年，河南省一般公共预算收入4,041.6亿元，其中税收收入占比70%，一般公共预算支出10,176.3亿元，财政自给率为39.7%。我们认为河南省的一般公共预算收入稳定性较好，但由于人口众多等因素，导致一般公共预算支出较大，财政自给率低于全国平均水平，对中央补助有一定的依赖。在债务水平方面，河南省经调整债务率在70%-75%左右，低于全国平均水平。

城投企业方面，河南省50家样本城投企业潜在主体信用质量的中位数略高于全国1700家样本城投企业的中位数。主要原因在于，我们认为河南省内各地级市的经济与财政实力相对较强，债务负担亦相对较轻，对城投具有较强的潜在支持能力。

图2

城投企业潜在主体信用质量分布：河南与全国比较



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。

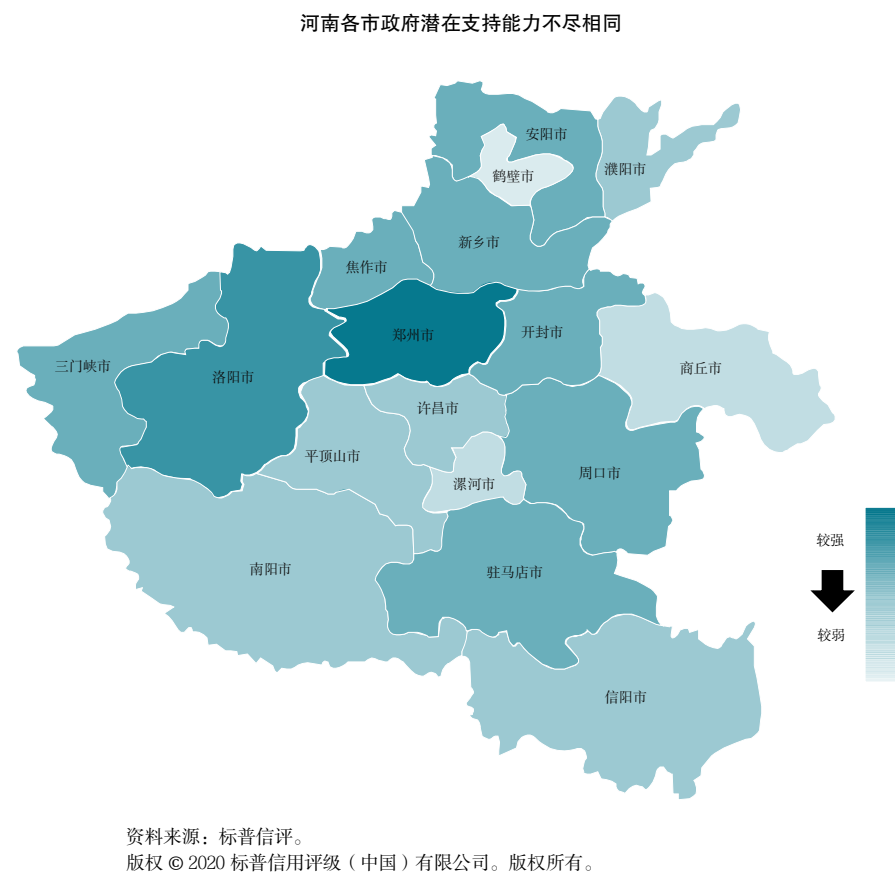
省内比较：郑州与洛阳城投企业表现较好

我们的研究发现，城投企业之间的业务状况和财务风险相似，潜在个体信用状况差异较小，并非产生信用质量差异的主要来源，而产生信用质量差异的主要来源是政府支持力度的不同。我们认为，支持力度的差异主要源自地方政府潜在支持能力的不同和城投企业对地方政府的重要性存在差异。

政府潜在支持能力分析

从地方政府支持能力的角度来看，通过对河南省17个地级市的经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素进行综合分析，我们认为河南各地级市的政府潜在支持能力存在一定的差异。其中，郑州的政府潜在支持能力显著高于其他地级市，洛阳次之，焦作、新乡、安阳、开封等居中，漯河、商丘与鹤壁则排在末尾。

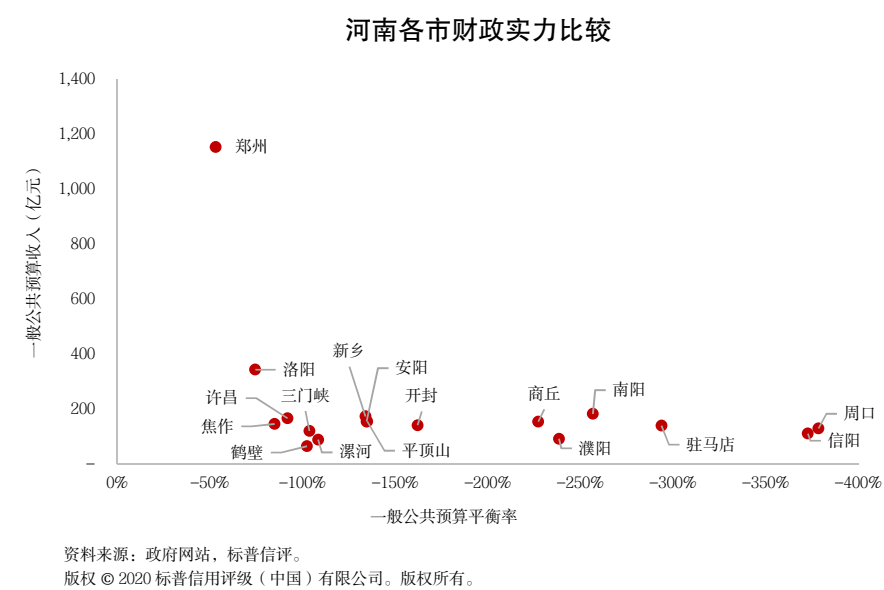
图3



上图反映了我们认为的河南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。

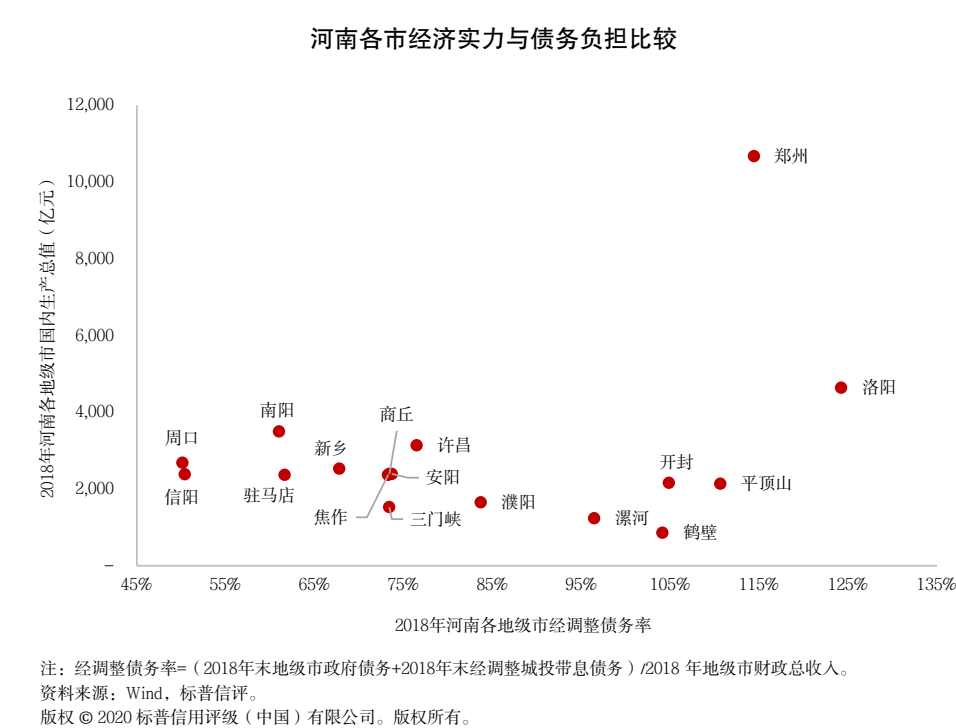
我们认为，由于河南省内各地级市的债务水平相当，经济实力与财政状况是影响省内各地方政府对辖区内城投企业的潜在支持能力强弱的主要原因。我们研究发现，郑州一枝独秀，经济与财政规模均明显高于省内其他地级市，财政平衡性较好；洛阳虽排在第二位，但与郑州的差距较明显；南阳的经济排在洛阳之后，但财政平衡率较差，这与其人口较多、刚性财政支出较大有一定的关系。

图4



同时，我们发现郑州的债务规模明显高于其他地级市，占省内总债务的60%以上，但经调整的债务率尚可，其他各地级市经调整的债务率也保持在较低的水平。

图5

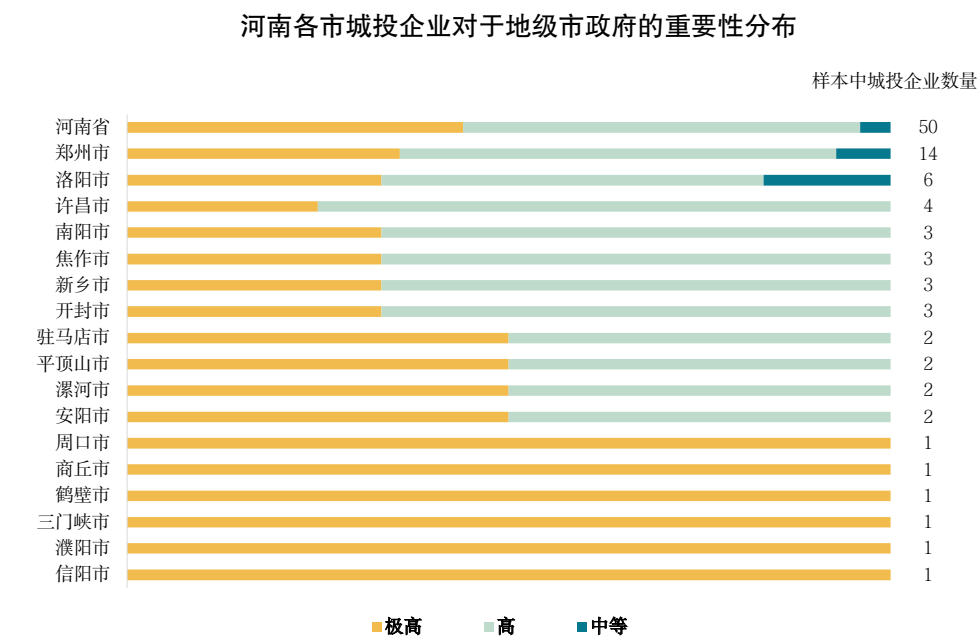


城投对政府的重要性分析

除了各城市的潜在支持能力外，城投企业对当地政府的潜在重要性，也是我们分析具体城投企业潜在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。

河南省内地级市及以下的城投企业数量偏少，明显少于江浙地区，且大部分城投企业都是当地的基础设施建设主体，定位比较清晰，业务重叠较少，因此其重要性普遍偏高。从下图中可以看出，郑州和洛阳的城投企业数量较多，我们认为，层级越高、职能越集中以及公益属性越强的城投企业更易获得政府强有力的支持，反之亦然。在其他地级市，城投数量均未超过5家，这些城投企业的职能更集中，对当地政府的重要性可能更高。

图6



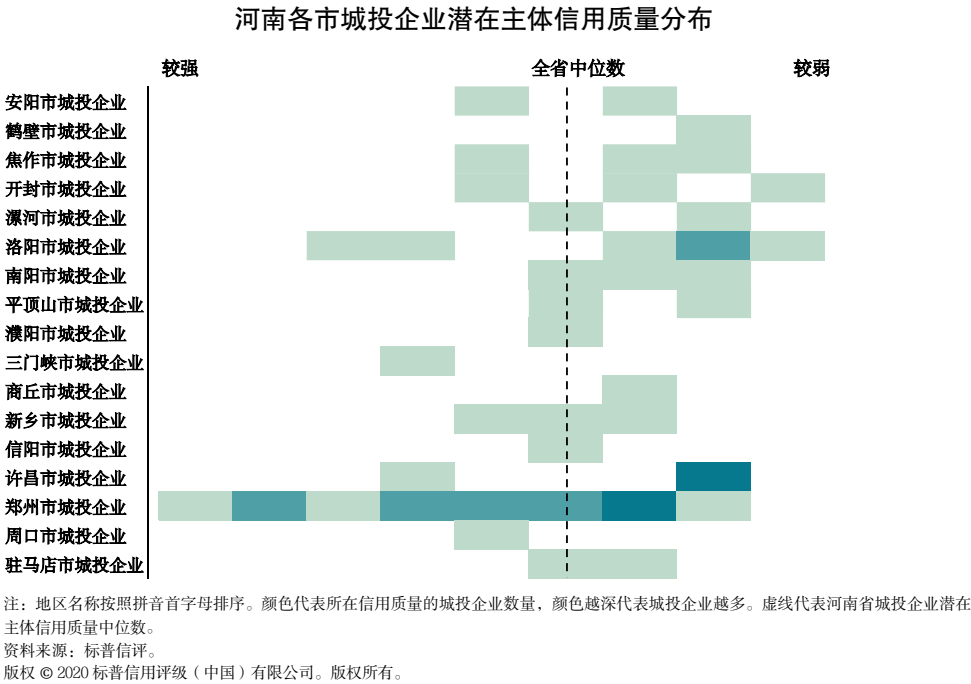
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各市城投企业潜在主体信用质量分布

通过对省内各地级市政府的潜在支持能力与当地城投企业对政府潜在重要性的分析，我们可以看到河南省内各地级市城投企业潜在主体信用质量存在差异。

如图7所示，我们发现，郑州下属城投企业的潜在主体信用质量分布最广，主要原因在于郑州的经济与财政实力最强，下属城投企业数量居全省首位，且各城投企业对政府的重要性存在较大差异；洛阳与许昌的城投企业的潜在主体信用质量分布相似，呈明显两极分化，主要是因为层级差异的原因，使各城投企业对政府的重要性分化较为明显；而其他地级市的下属城投企业数量很少，比如三门峡、周口、信阳、濮阳、商丘与鹤壁均只有一家城投企业，各城投企业对于政府的潜在重要性差异不大，其潜在主体信用质量主要受当地政府的潜在支持能力影响。

图7



未来展望：河南具备发展潜力，城投企业潜在信用质量可保持稳定

我们认为，河南省内的城投企业的债务风险较为有限，其潜在主体信用质量也可以保持稳定，预计其表现仍较好于全国城投企业的平均水平。未来随着河南的继续发展与建设，我们认为各地级市对城投企业的潜在支持能力能够保持相对稳定，城投企业角色亦难以发生重大改变，各地级市政府有较强的能力和空间来应对债务风险。

在过去几年间，河南省GDP规模在国内排名前列，GDP增速也高于全国平均增速，而且财政收入质量较优，债务问题不算突出。我们认为，这些特征反映了河南省的产业结构与发展策略，不过度依赖举债投资带来的增长。同时，我们也注意到由于人口体量大，河南省的人均GDP与财政自给率水平均低于全国的平均水准，整体对于中央政府转移支付的依赖度较大。

债务方面，近几年随着经济建设的需要，河南省政府债务规模呈现扩大的趋势，但省级与各地市政府对债务风险较为重视，其债务的增长一直保持在稳定可控的范围内。河南省债务规模一直维持在全国第十三至十五名左右，仅略高于全国平均水平，而债务率则一直位于全国第二十名之后，明显低于全国平均水平。整体来看，河南省债务风险较低，经济发展过程中，债务压力所带来的影响较小。

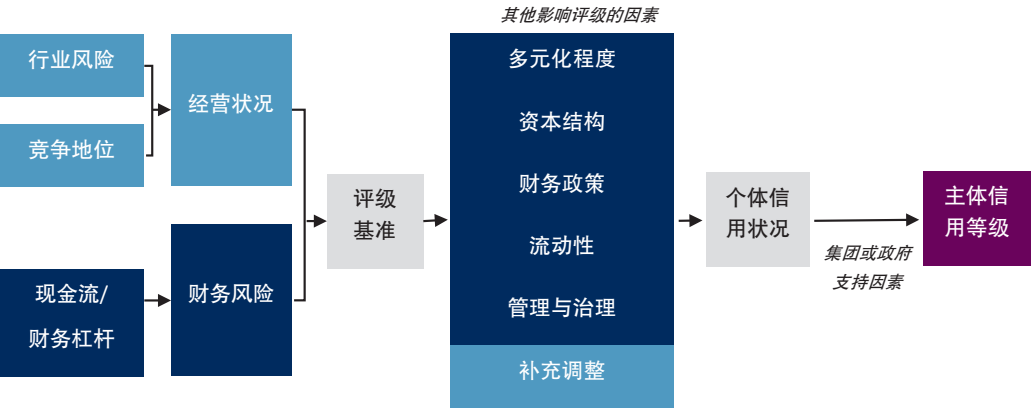
城投企业方面，城投的新增债务规模一直处于逐年增长的趋势，但由于省内的城投数量较少，且大部分城投企业在当地承担着主要的城市基础设施建设等重要职能，获得政府潜在支持的可能性较高，一定程度上可以提升其偿债能力，我们预计这一趋势也将持续。

相关研究

- 近观区域城投：广东篇，2020年4月13日；
- 近观区域城投：安徽篇，2020年4月13日；
- 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。