

近观区域城投：湖南篇

2020年4月2日

要点

- 我们认为，湖南省城投企业潜在主体信用质量的中位数与全国城投企业潜在主体信用质量的中位数相当，其分布也与全国城投企业的分布基本一致。
- 我们认为长沙市城投企业的潜在主体信用质量处于省内最好的水平。湖南其他地级市城投企业的潜在主体信用质量，则处于全国中等偏弱的水平。
- 我们发现，湖南省城投企业具有区县级数量占比大、资产规模小、业务范围和职能存在重叠的特点。
- 我们认为近两年湖南省财政总收入规模的增长对政府性基金收入的依赖有所上升。

湖南省城投企业发展较早，存续债券规模大。和全国其他省份的城投企业相比，湖南城投企业具有显著的特征。近年来，针对省内城投企业数量多、债务负担重等问题，湖南各级政府也进行了整改。

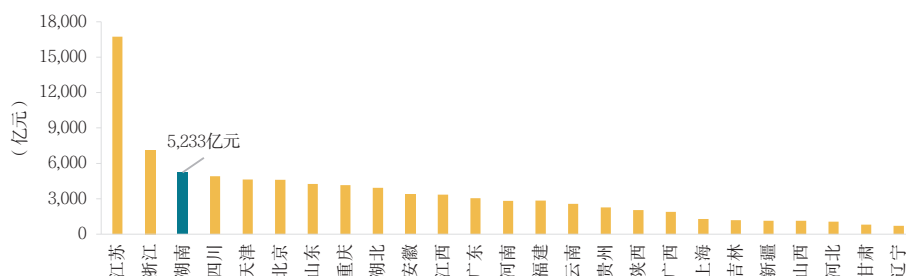
为了较为全面地了解湖南省城投企业的整体潜在信用状况，我们选取该省134家城投企业作为样本进行了案头分析。样本包含市级及以下的城投企业、地铁公司，不包含省级国资平台或交通基础设施企业。这些企业覆盖了14个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映湖南省城投企业的总体潜在信用状况。

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，我们分析了湖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。

与此同时，我们也将湖南省城投企业与其他部分省份的城投企业进行了比较。

图1

湖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

李丹

北京

+86-10 6516 6042

dan.li

@spgchinaratings.cn

其他分析师

葛昱

北京

+86-10 6516 6026

yu.ge@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

+86-10 6516 6028

yuze.gao

@spgchinaratings.cn

张娟子

北京

+86-10 6516 6030

juanzi.zhang

@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。

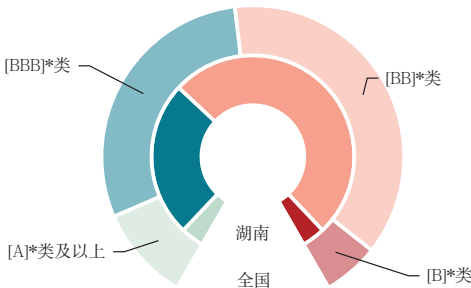
和全国比较：湖南城投处于中等水平

湖南省位于中国中部、长江中游，是长江经济带覆盖城市，总面积21.18万平方公里，2019年末全省常住人口近7000万人，城镇化率57%。湖南省下辖13个地级市、1个自治州，共14个地级行政区划；68个县（其中7个自治县）、18个县级市、36个市辖区，共122个县级行政区划。

我们认为，湖南省城投企业潜在主体信用质量的中位数与全国1700家样本城投企业的中位数相当，其分布也与全国城投企业潜在主体信用质量的分布基本一致。

图2

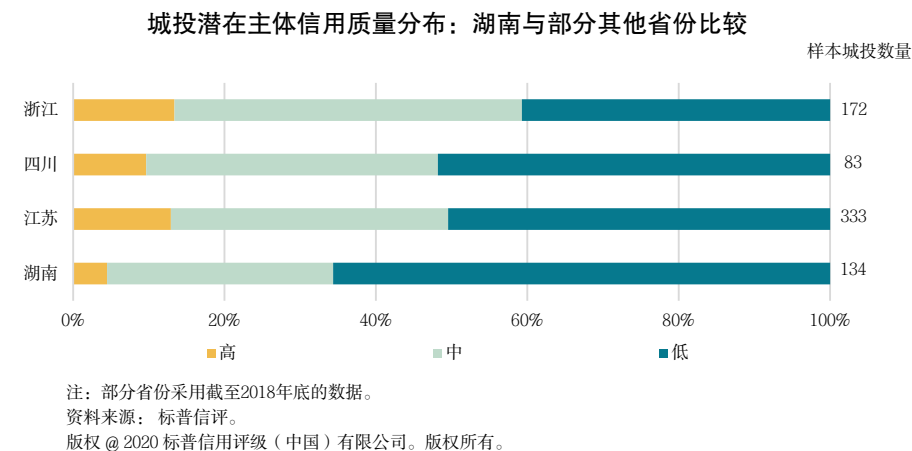
湖南省与全国城投企业潜在主体信用质量分布



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。

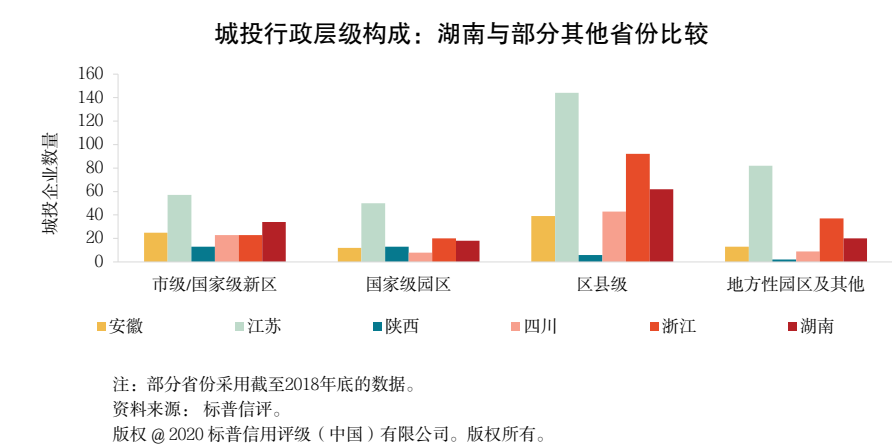
与其他发债城投企业较多的省份相比，湖南城投的潜在主体信用质量水平一般。这主要是由于我们认为，湖南省除省会长沙以外，各地级市的政府潜在支持能力相对较弱。与此同时，湖南多个地级市下属的城投企业存在职能重叠，因此我们认为这些企业对当地政府的重要性可能有所分化。

图3



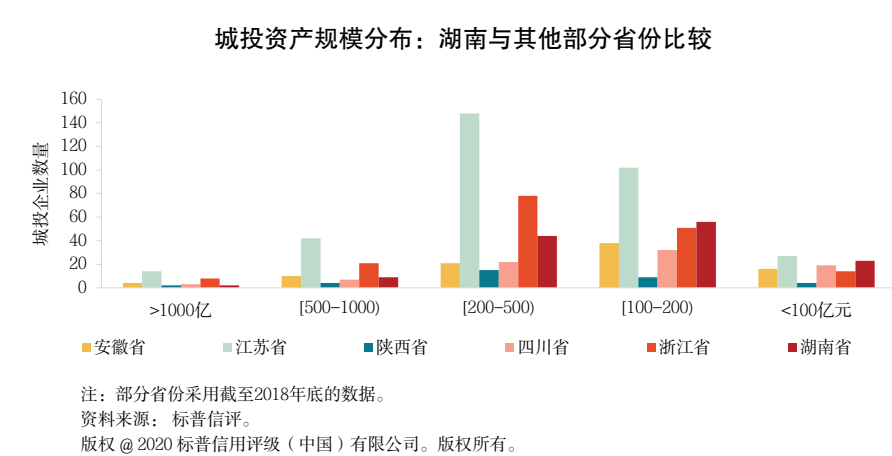
湖南城投数量多且以区县级城投企业为主，与江苏和浙江地区非常相似，但资产规模相对较小。在湖南省134家样本城投企业中，资产总额在500亿元以上的仅占8%左右，而200亿元以下的占60%左右，其中特别是市级和地方园区及以下城投企业相比其他省份同类型城投企业的平均资产规模偏小。

图4



湖南省城投企业呈现出区县级城投企业数量多、资产规模整体相对较小的特点。

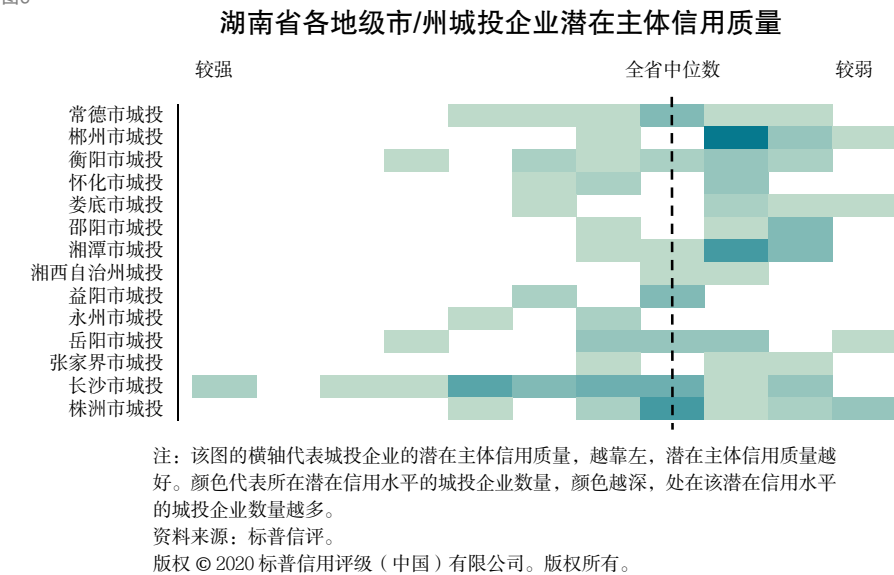
图5



省内比较：长沙城投潜在主体信用质量整体较高

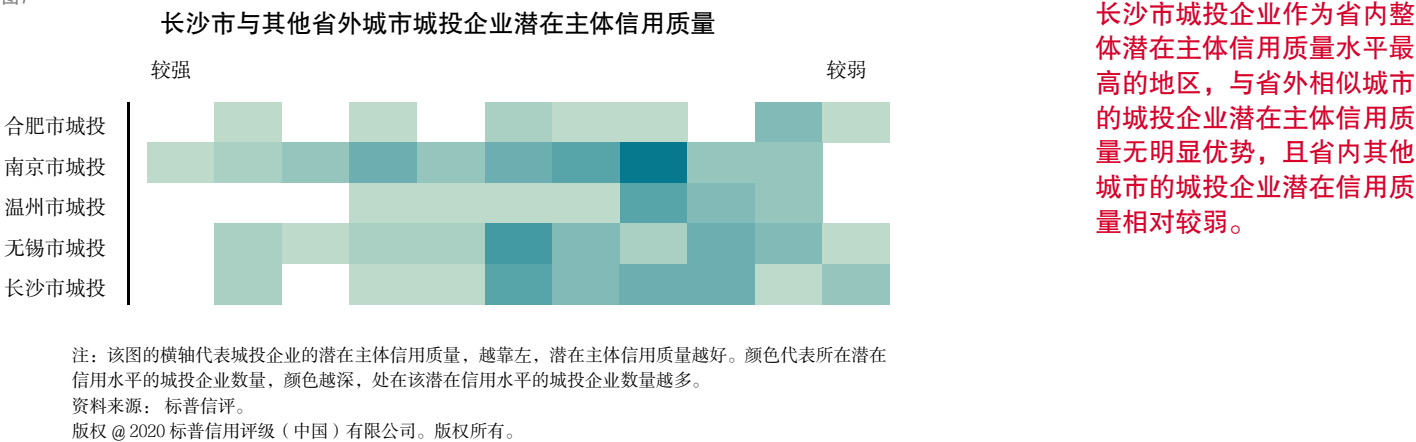
湖南省内14个地级市/州中，省会长沙的城投企业数量最多。我们认为，长沙城投潜在主体信用质量整体处于省内最好水平，分布也最广泛。而长沙以外其他地级市城投企业的潜在主体信用质量整体上相对较弱，其中多个城市的中位数位于全省中位数之后，且其头部城投企业的潜在主体信用质量与其他城投企业差异显著。

图6



虽然长沙城投在省内表现最好，但与省外相似城市的城投企业相比，其潜在主体信用质量并不突出。这主要是因为长沙市的城投企业主要分布于区县层级，业务职能和范围相似，而政府的潜在支持能力相对另几个城市也只处于中间水平。

图7



各地级市对区域内城投企业的潜在支持能力

标普信评主要从经济环境、预算情况、债务情况、流动性和财政管理这五个方面，来分析地方政府对城投企业的潜在支持能力。其中前三项是最核心的判定要素。

湖南省经济水平、财政预算情况基本处于全国中等，而债务情况则处于全国负担较重的水平。从省内来看，省会长沙集中了全省的资源和支持力量，在各方面均处于绝对优势地位（例如长沙市GDP总量约占湖南省全省GDP的30%），因此我们认为该市场对城投企业的潜在支持能力最强。

相比之下，湖南省内其他地级市的整体发展水平与长沙相比具有较大的差距，特别是湘潭、株洲、郴州等城市的债务负担处于全国较高水平，债务问题突出。因此我们认为，这些城市的潜在支持能力不仅弱于长沙，相较其他一些省份的地级市也只处于中等或偏下的水平。

图8

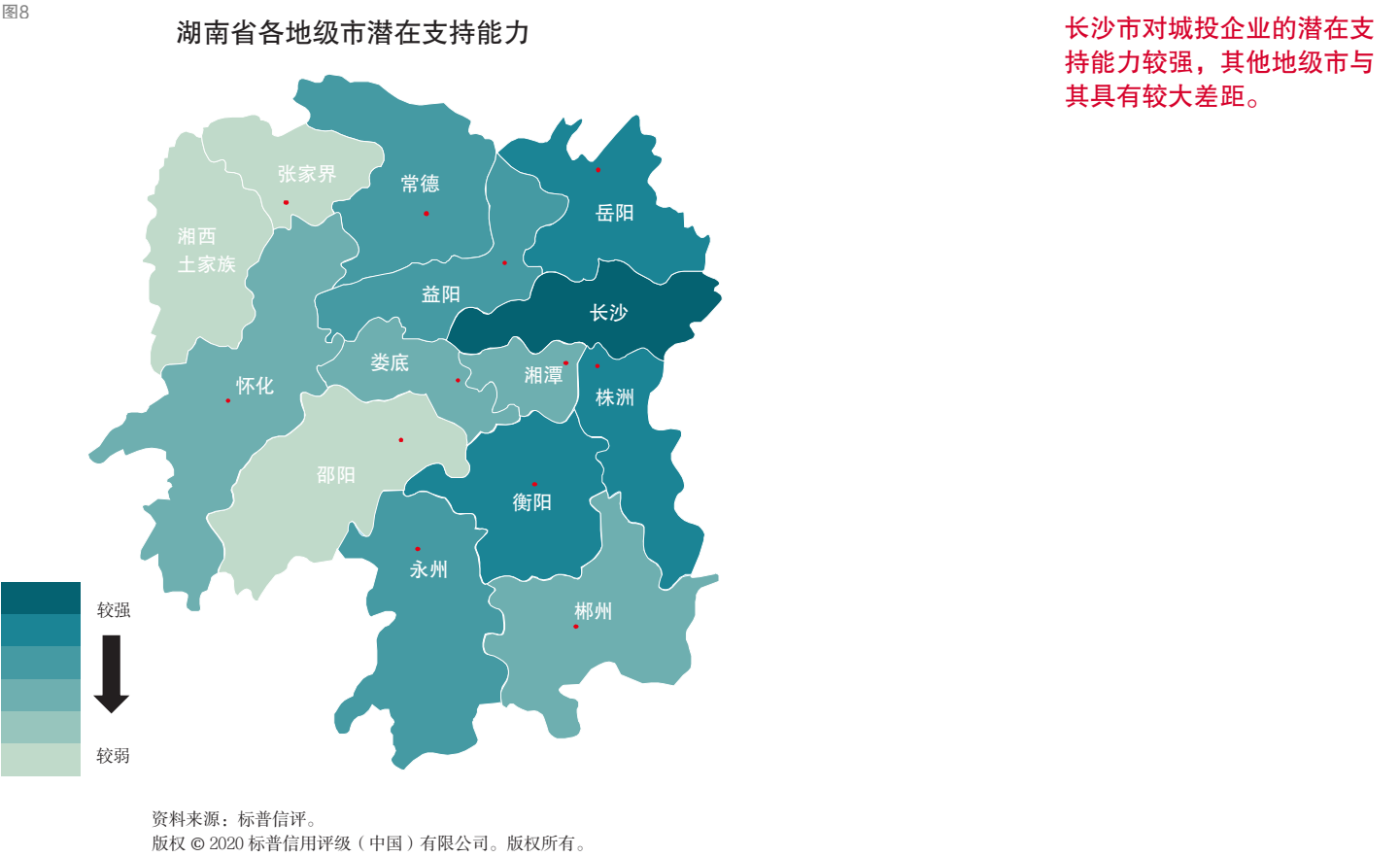


图9

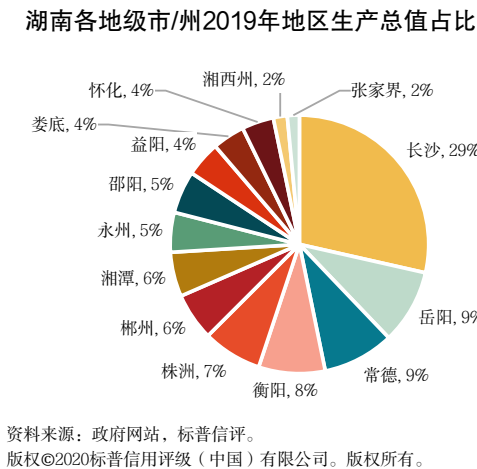
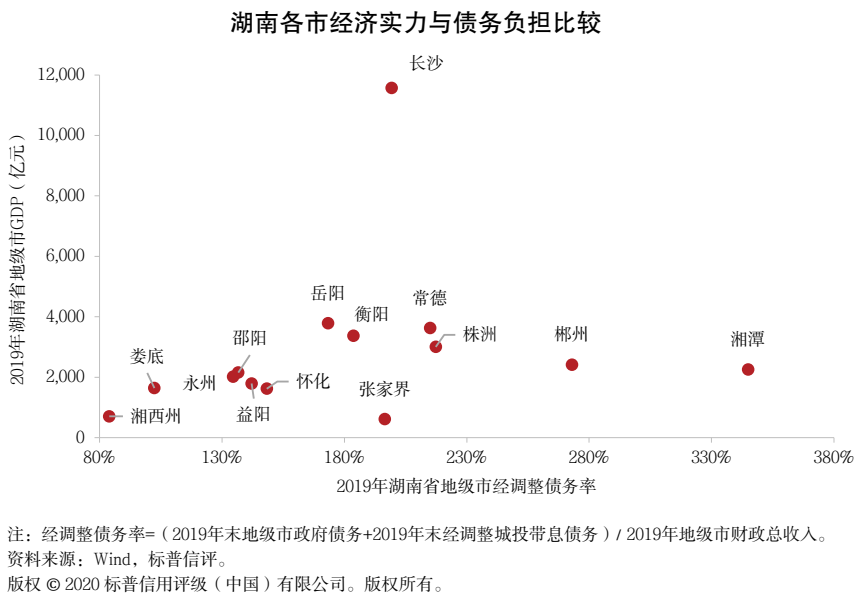


图10



城投企业对地方政府的重要性分析

在考察政府支持的时候，我们不只看政府的潜在支持能力，也要看城投企业对政府的重要性。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。

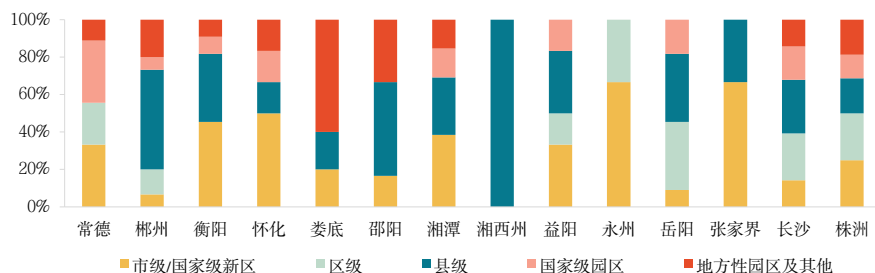
我们认为，如果同一地区城投企业业务类型趋同，那么城投企业对地方政府的重要性可能更取决于企业的行政层级。这里的行政层级，是我们综合股东所属政府层级、企业业务运营范围、回款方政府层级等多方面因素判定的。我们认为，市级城投相对于区县级城投可能处于更优的地位，因为市级城投与市级政府的关系更加紧密，而市级政府的支持手段更加丰富。

例如在湖南，我们认为衡阳和岳阳的政府潜在支持能力基本一致，其城投企业所从事的业务也都是以代建、土地整理和保障房建设为主。但两市城投企业行政层级的分布差异显著。衡阳的城投企业中，市级和县级各占40%左右，而岳阳的城投企业中，市级仅占10%，区县级占70%。因此我们认为，衡

阳城投的重要性分布相对均匀，而岳阳城投的重要性主要分布在相对偏低的水平上。最终，我们认为衡阳城投潜在主体信用质量的分布相对连贯，而岳阳市头部城投企业潜在主体信用质量和其他城投企业之间的差异相对更大。

图11

湖南各市城投企业的行政层级构成



资料来源：标普信评。

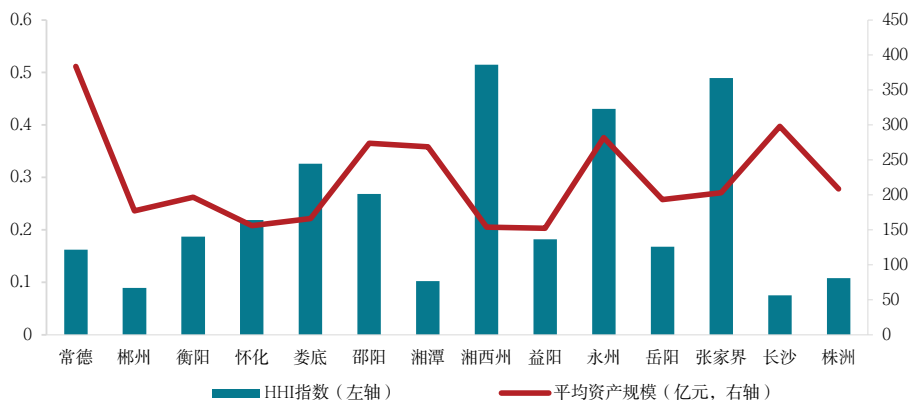
版权 @ 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投企业是否集中承担政府职能，也是我们判断其重要性的一个方面。企业规模的集中度是我们的一个观察窗口。在湖南，如果剔除掉湘西、张家界和永州这三个样本量太小的地区，那么娄底城投企业的资产规模集中度是最高的。同时，娄底的市级城投数量少，而地方性园区和片区城投企业相对较多，因此我们认为娄底的市级城投可能更集中地承担了该市基础设施的投融资和建设职能，其对政府的重要性有可能高于本市其他城投企业。最终我们认为，这些市级城投的潜在主体信用质量较其他城投企业有显著提升。

而在潜在支持能力方面与娄底相近的怀化，其市级城投企业数量占比相对较高，城投企业的资产规模集中度也低于娄底。这可能表明怀化城投企业所承担的公益性职能相对分散，因此我们认为其重要性也较为相似。最终，我们认为怀化城投企业整体的潜在主体信用质量分布区间相较娄底市更为集中。

图12

湖南各市城投企业资产规模与集中度比较



注：我们用HHI指数（Herfindahl-Hirschman Index）衡量城投企业资产规模的集中度。 $HHI = \sum (\text{单家城投企业总资产} / \text{全市城投总资产})^2$ 。

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。

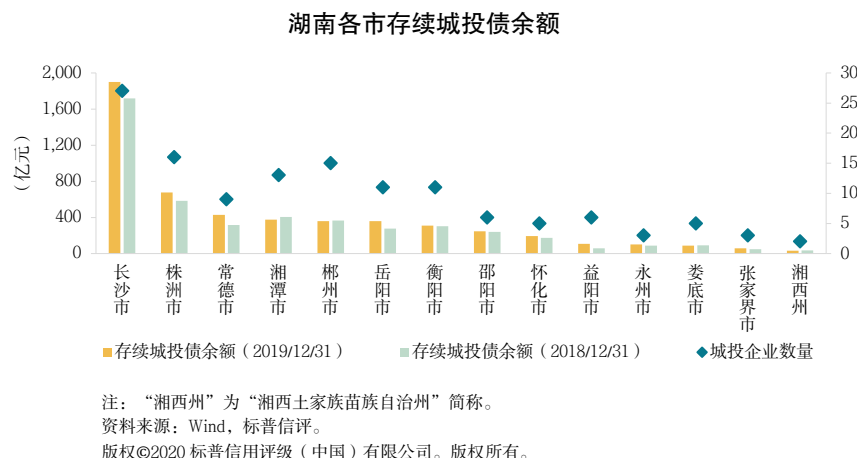
我们从多个维度判断城投企业的重要性，其中行政层级和资产规模是两个重要因素。

湖南省城投企业的债务压力

湖南省存量城投债券金额大、数量多。截至2019年12月31日，湖南省城投企业包含私募债在内的存量债券余额为5233亿元，同比增长10%，债券数量约660只。其存量债券金额及数量均排名全国第三位。

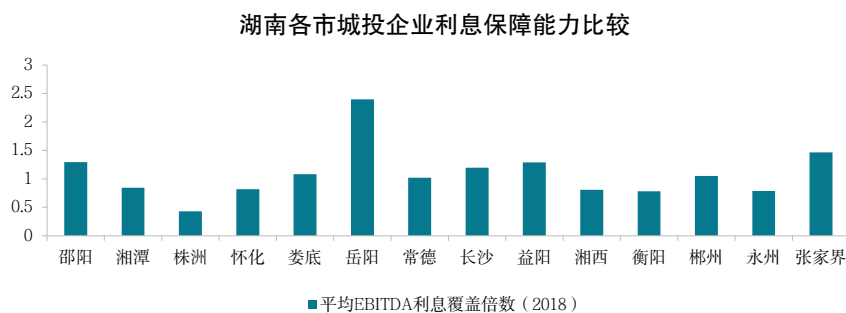
从内部结构看，湖南省城投债券的区域集中度较高。由于长沙市的城投企业数量最多、信用质量更受市场认可，其城投债券发行规模最大。截至2019年12月31日，长沙市存量城投债券余额占全省的36%。再加上分别排名第二至第四名的株洲、常德、湘潭，四个城市的存续城投债券余额占全省的65%。

图13



我们认为，湖南省城投企业的偿债压力普遍较大。而从省内情况看，虽然各地级市城投企业的债务压力普遍较大，但利息保障能力还是有一定差异。例如岳阳和益阳城投企业的利息保障能力总体上就明显好于湘潭和株洲的城投企业。这一方面是由于各市城投企业所处的经营环境、所获得的政府日常支持有别，造成了盈利能力的不同，另一方面也是因为不同区域城投企业的融资成本存在差异。

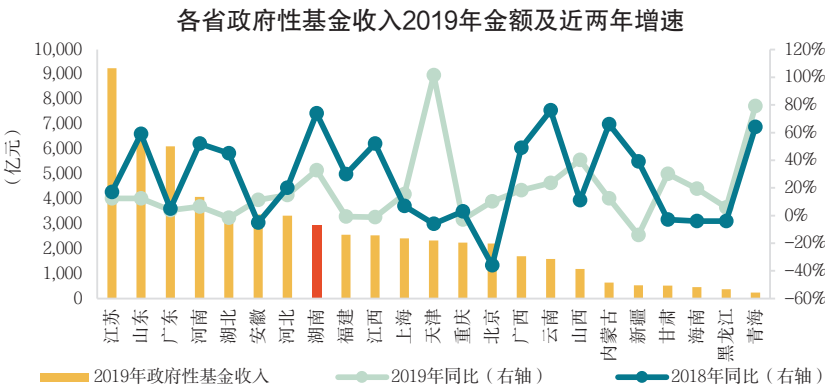
图14



湖南省城投债券区域集中度较高，城投企业偿债压力普遍较大。

近两年湖南省政府性基金收入（以国有土地使用权出让收入为主）相比全国而言均呈现较快的增速，财政总收入对卖地收入的依赖有所提高。2019年湖南省政府性基金收入达2962亿元，同比增长33%。从2018年开始，湖南省大部分城市均加大了推地力度，实现政府性基金收入大幅增长。这可能与各地区政府为解决债务问题而主动加大土地出让力度有关。我们预计，2020年湖南省各地仍有保持一定卖地收入增速的趋势。

图15



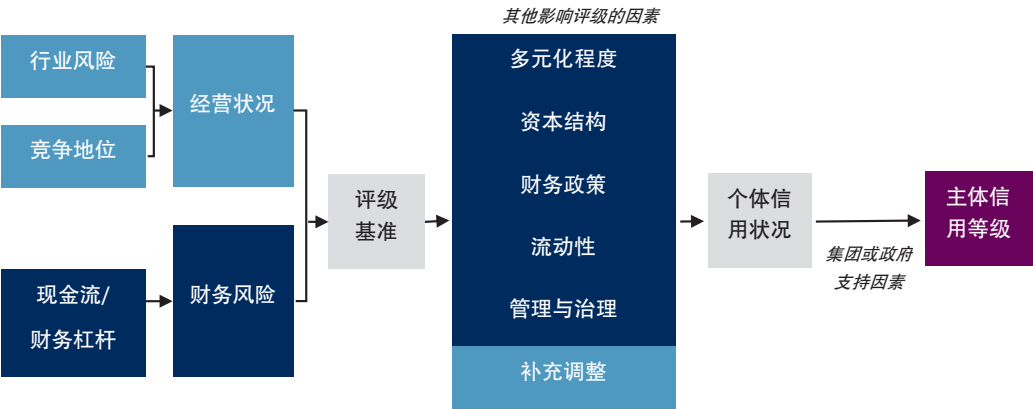
资料来源：Wind，标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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。