

近观区域城投：江苏篇

2020 年 6 月 4 日

要点

- 我们对江苏省内 333 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。
- 潜在支持能力方面，我们认为苏州、南京、无锡等地潜在支持能力较强，而镇江、连云港的支持能力可能相对较弱。
- 我们认为，南京、苏州、无锡等地的城投企业整体潜在主体信用质量较强，而镇江、连云港等地城投企业整体潜在主体信用质量较弱。

（编者按：在 2019 年 11 月 4 日发布的《中国城投面面观》一文中，标普信评曾以案例分析的形式介绍我们对江苏省城投企业潜在主体信用质量的案头分析成果。现将这些成果按照“近观区域城投”系列报告的形式重新组织，以方便读者比较阅读。此外，我们还利用地方政府公布的最新数据对原报告内容进行了少量更新。）

为了较为全面地了解江苏省范围内城投企业的整体潜在信用状况，我们选取该省 333 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。样本数量接近江苏省发债城投企业总家数的约 84%，覆盖江苏省全部 13 个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映江苏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，我们比较了江苏省不同地区政府的潜在支持能力，以及相关城投对当地政府的潜在重要性，最后得出江苏省城投企业潜在主体信用质量的分布。

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

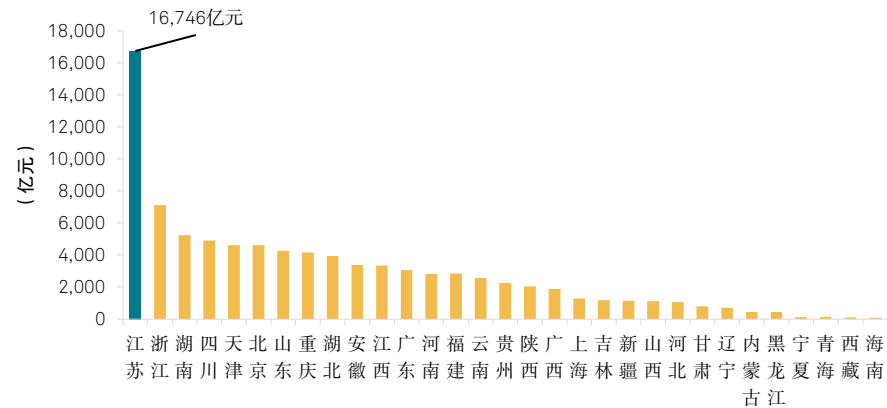
北京
+86 10 6516 6029
Huang.Wang
@spgchinaratings.cn

王可欣

北京
+86 10 6516 6033
Kexin.Wang
@spgchinaratings.cn

图1

江苏省城投债余额及其全国比较



注：截至2019年12月31日。
资料来源：Wind。
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。

与全国比较：江苏城投中位水平略优

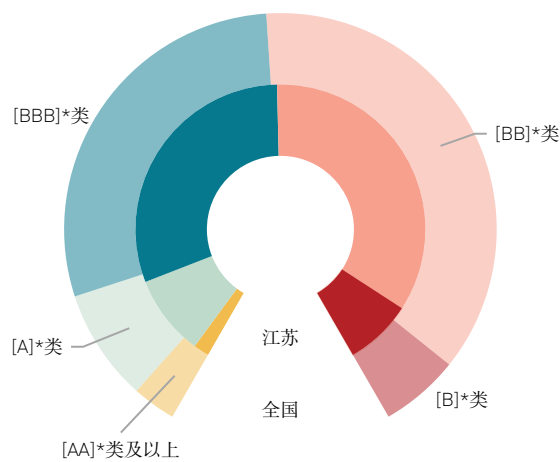
江苏省坐落在东部沿海，地跨长江、淮河，下辖 13 个地级市，全省面积约 10.7 万平方公里，常住人口约 8000 万。

江苏省经济发达，2019 年 GDP 总量 9.9 万亿元，全国省级单位中排名第二；人均 GDP 12.3 万元，位居全国省级单位第一。2019 年，江苏省一般公共预算收入约 8,800 亿元，在全国省级单位中排名第二，其中税收收入 7,340 亿元。

333 家样本城投企业的潜在主体信用质量分布结构与全国 1700 家样本城投企业基本相仿，但中位数略高。

图2

城投企业潜在主体信用质量分布：江苏与全国比较



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：南京、苏州、无锡城投整体较强

我们的研究发现，城投企业的业务状况和财务风险非常相似，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。

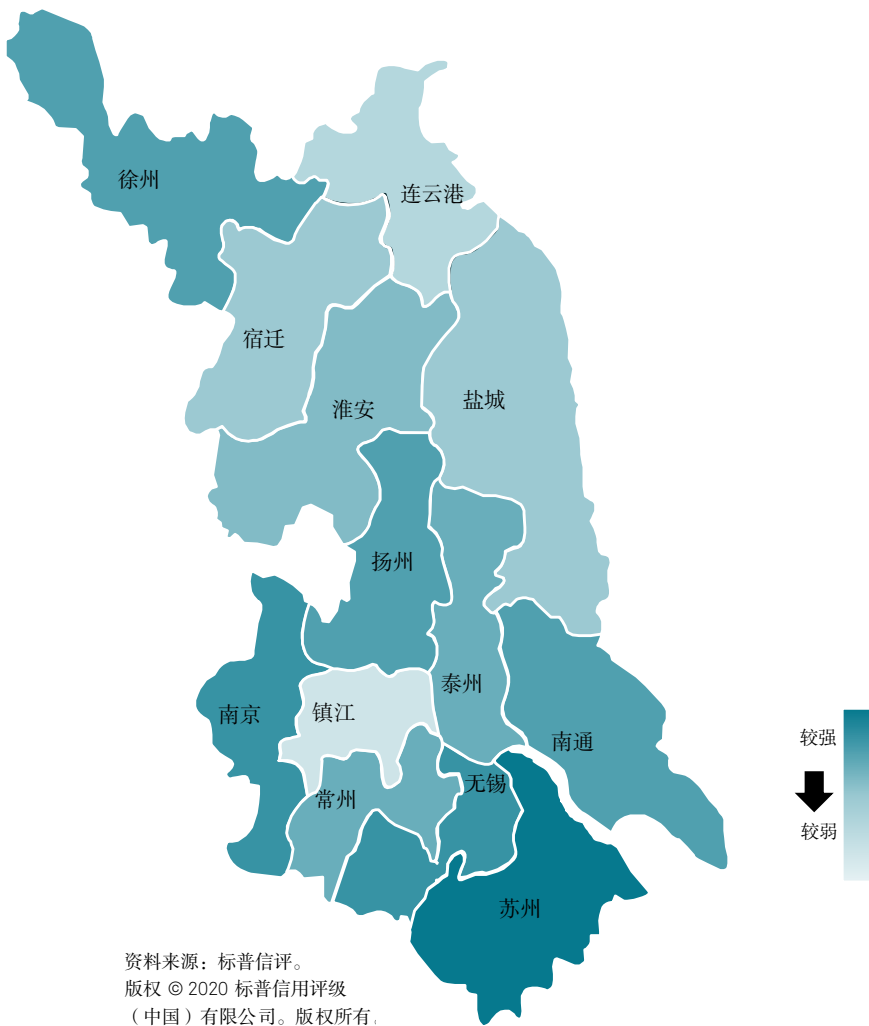
政府潜在支持能力分析

在综合考虑江苏省各地级市的经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素之后，我们认为这些地级市对相关城投企业的支持能力不尽相同：苏州、南京、无锡等地的潜在支持能力相对

较强，这得益于它们强劲的经济实力和优秀财政平衡状况，而其中苏州更是由于负债较轻，在潜在支持能力方面位列全省首位。镇江、连云港经济状况虽然在全国属于中等水平，但在省内相对较弱，同时债务水平较高，因此其支持能力在省内可能相对较弱。

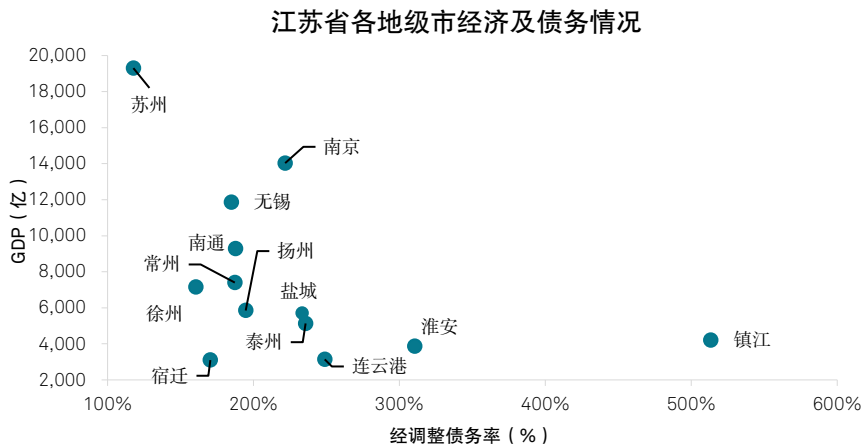
下图反映了我们认为的江苏省各地级市政府对城投企业潜在支持能力的相对强弱。颜色越深，代表我们认为当地政府对区域内城投企业的潜在支持能力越强，反之亦然。

图3
江苏各市潜在支持能力的相对强弱



经济方面，苏州、南京、无锡三地经济实力强劲，2019 年 GDP 总量均突破 1 万亿元，而连云港、宿迁等地经济规模则处于省内较弱的水平。债务方面，苏州市经调整债务率最低，连云港、淮安以及镇江则偏高。

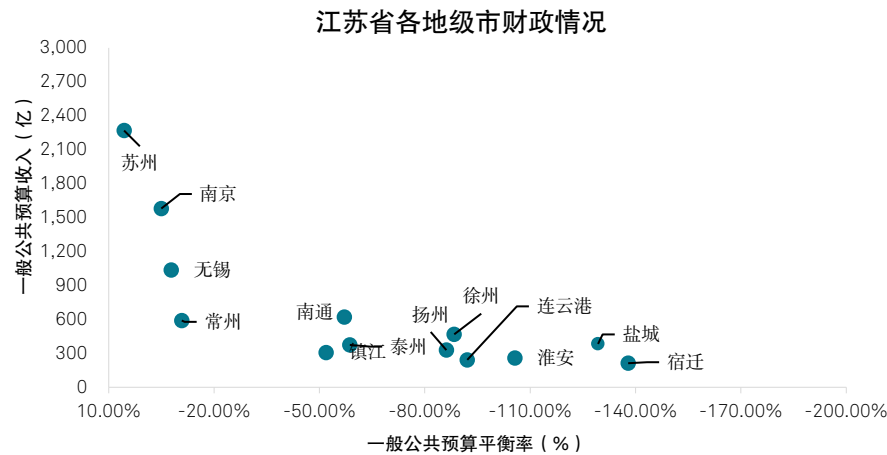
图4



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：各地政府，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从财政状况来看，苏州、南京、无锡、常州处于相对较好水平，这体现为其一般公共预算平衡率较好，其中苏州市一般公共预算实现盈余，这在全国范围内都属于极佳水平。而另一方面，宿迁、盐城等地财政水平偏弱，这些地区一般公共预算收入规模较小且平衡率相对较差。

图5



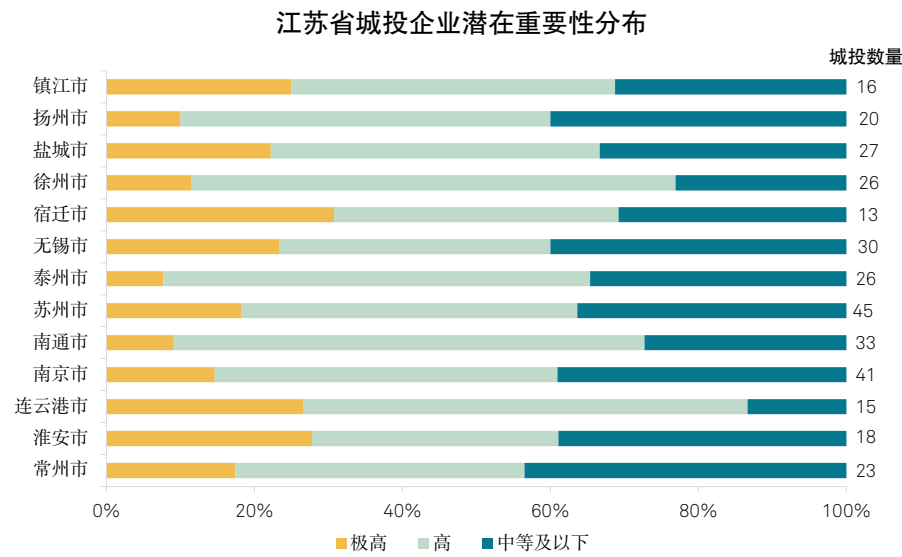
资料来源：各地政府，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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：行政层级、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、主要回款方的信用质量等等。

我们认为，即使在同一个区域内，不同城投对政府的重要性也会因其上述因素的差异而不同，不是所有城投的重要性都是一样的。江苏各市城投数量均较多，各城投承担的职能、业务的范围和实际层级均有明显的差异，因此各市城投对地方政府的潜在重要性也呈现为各种各样的分布。

图6



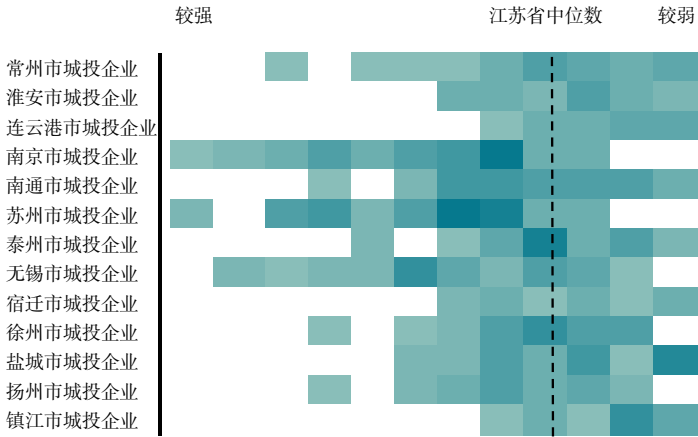
资料来源：标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各市城投潜在主体信用质量分布

综合以上分析，我们得出了江苏省城投企业潜在主体信用质量的分布。我们认为该省不同城投的潜在信用状况区分明显，而这种区分度主要源自于相关市政府支持能力和城投对市政府重要性的不同。我们认为，南京、苏州、无锡等地的城投企业整体潜在主体信用质量较强，而镇江、连云港等地城投企业整体潜在主体信用质量较弱。

图7

江苏省城投企业潜在主体信用质量分布

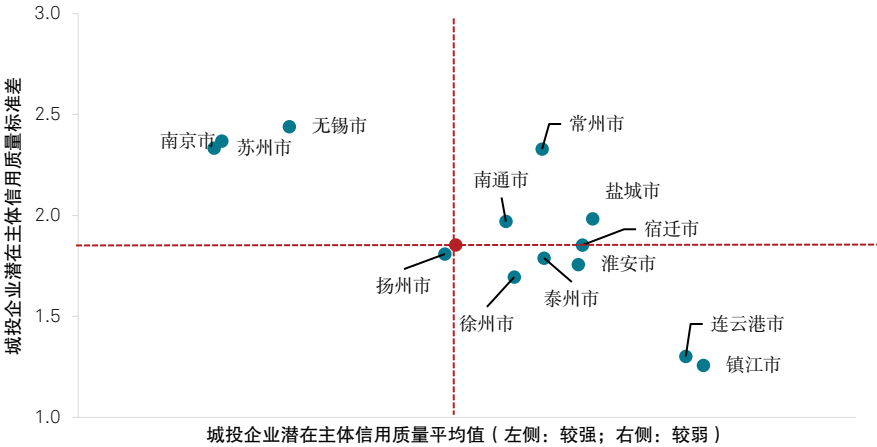


注：地区排序按拼音首字母排序。颜色代表所在信用质量的城投企业数量，颜色越深代表城投企业越多。虚线代表江苏省城投企业潜在主体信用质量中位数。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了整体分布外，我们认为江苏省不同区域城投企业潜在主体信用质量的差异化程度也有明显的区别。下图左上象限区域内的城市，其城投企业潜在主体信用质量均值较高，但差异化程度较大；而右上象限区域内的城市，其城投企业潜在主体信用质量均值较低，同时差异化程度也比较大。我们认为，对于左上象限内区域的城投，需要注意高平均水平下低层级城投的潜在信用风险，避免“一叶障目”，而对于右上象限内区域的城投，虽然其潜在信用状况平均而言低于左上象限，但也应注意其中一部分潜在主体信用质量良好的城投。

图8

江苏各市投城企业潜在主体信用质量的差异化程度比较



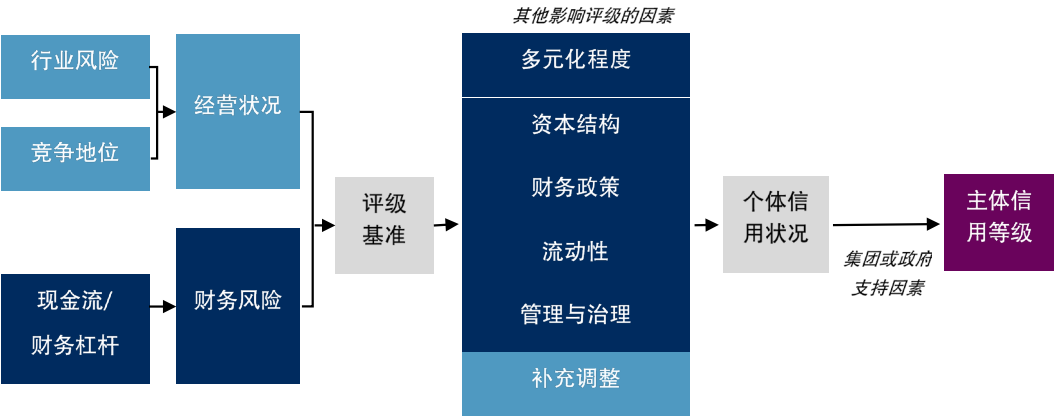
资料来源：各地政府，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相关研究

- 近观区域城投：四川篇，2020 年 5 月 21 日；
- 近观区域城投：重庆篇，2020 年 5 月 21 日；
- 近观区域城投：云南篇，2020 年 5 月 21 日；
- 近观区域城投：江西篇，2020 年 5 月 11 日；
- 近观区域城投：广西篇，2020 年 4 月 22 日；
- 近观区域城投：福建篇，2020 年 4 月 22 日；
- 近观区域城投：河南篇，2020 年 4 月 20 日；
- 近观区域城投：陕西篇，2020 年 4 月 20 日；
- 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。

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、特殊或后续的伤害、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）的联属企业。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。