

城投未来之路仍充满挑战

— 城投 2023 年财报透视

2024 年 5 月 23 日

要点

- 一揽子化债背景下城投类企业偿债压力下降。这主要体现为城投类企业有息负债增速降至近年来新低，融资成本处于下降通道，有息负债结构中银行贷款占比提升，债券融资占比下降，债券期限有所拉长。
- 城投类企业整体流动性压力有所上升。城投类企业短期有息负债占比持续上升，期限结构短期化，现金类资产连续两年负增长，对短债和利息的覆盖持续弱化，财政补贴收入首次出现负增长，部分区域下降明显。
- 天津、重庆、云南城投类企业的短期有息负债同比增速较快，且现金类资产短债比低于全国平均水平，流动性压力上升明显。

分析师

庄秀权
北京
+86-10 6516 6050
Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

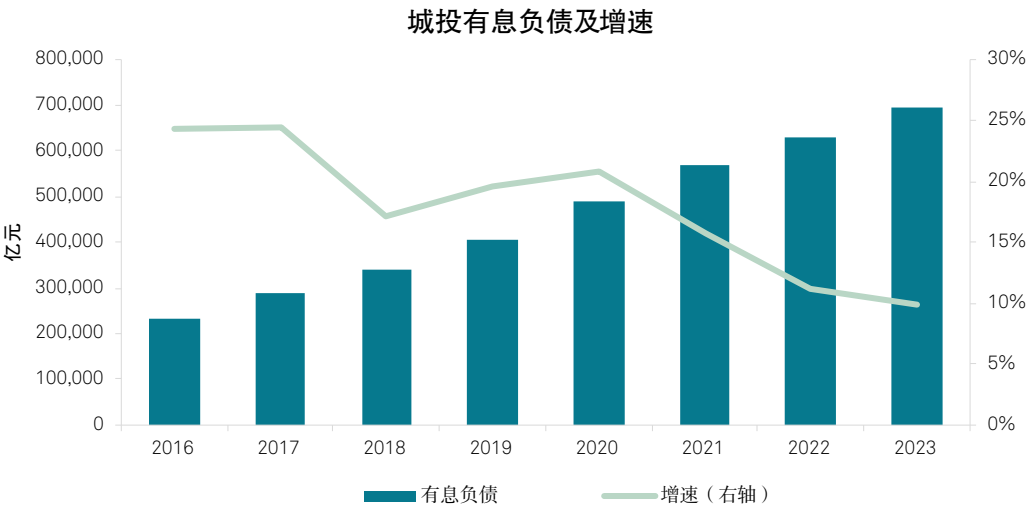
王雷
北京
+86-10 6516 6038
Lei.wang@spgchinaratings.cn

近期，城投类企业相继公布了 2023 年年报。本文通过对城投类企业 2023 年年报的梳理，结合一揽子化债的大背景，分析城投类企业整体负债等状况的变化。目前，监管部门正持续推动金融支持防范化解地方债务风险进程。2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议提出了一揽子化债方案，第四轮债务置换已在 2023 年下半年开启。截至 2023 年末，多省完成特殊再融资债的发行，作为金融支持防范化解地方债务风险的重要政策性工具之一，其实施效果如何，我们从多个维度进行了观察和分析。

城投有息负债增速降至近年来新低，部分重点化债省份规模下降

城投类企业有息负债规模同比有所扩大，但增速大幅放缓且降至近年来最低水平，一揽子化债初相见成效。标普信评根据 3170 个城投类企业样本的 2023 年财务数据，对城投类企业有息负债金额进行了测算。测算结果显示，2023 年样本城投类企业有息负债规模从 63.20 万亿元增长至 69.44 万亿元，有息负债同比增速从 2022 年的 11.24% 降低至 9.89%，为近年来最低水平。

图1

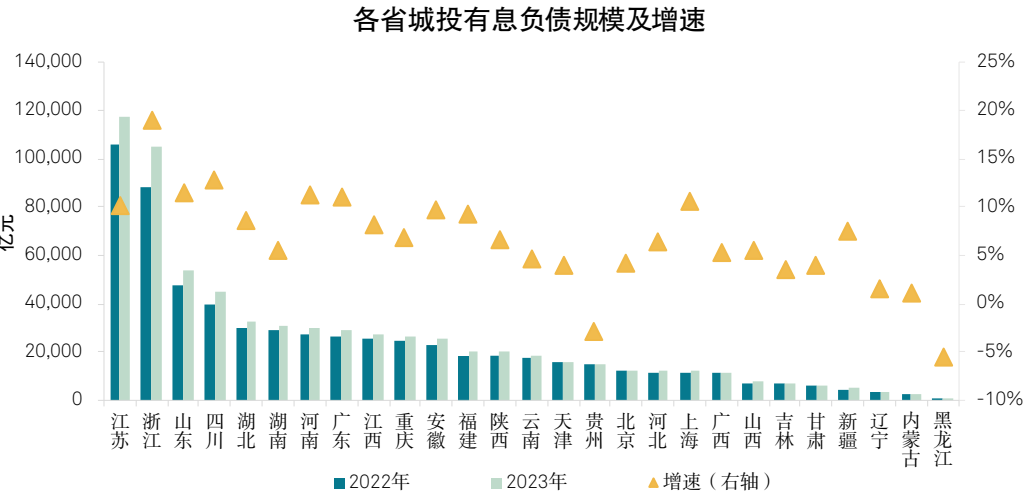


注：有息负债=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付利息+其他短期有息负债+长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+其他长期有息债务。未披露2023年报企业以历史最新数据为准。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

过去一年多来，35 号文、47 号文以及 14 号文接连出台，“名单制”管理模式的推行，对不同风险等级的城投类企业实施差别化的发债限制，控制有息债务的增量，以此来管控城投债务率和有息负债增速，2023 年城投类企业有息负债数据体现了政策管控效果。但边际增速的放缓难以抵消整体有息债务水平高企的压力，各地政府仍然需要进一步推进化债工作。

分地区来看，大多数省份城投类企业有息负债同比增长，部分重点化债省份如贵州、黑龙江等同比下降。江苏、浙江城投有息负债整体规模位居前列，浙江城投有息债务增速最快。2023 年，江苏、浙江城投有息负债规模分别为 11.69 万亿元和 10.54 万亿元，其余省份城投有息负债总额大多不超过 5 万亿元。增速方面，31 个省、自治区、直辖市中，贵州、黑龙江、西藏、青海城投有息负债同比增长为负，其余均有不同程度的增长。其中，贵州省城投有息负债降幅较大，可能缘于该区域发行了较多的特殊再融资债。

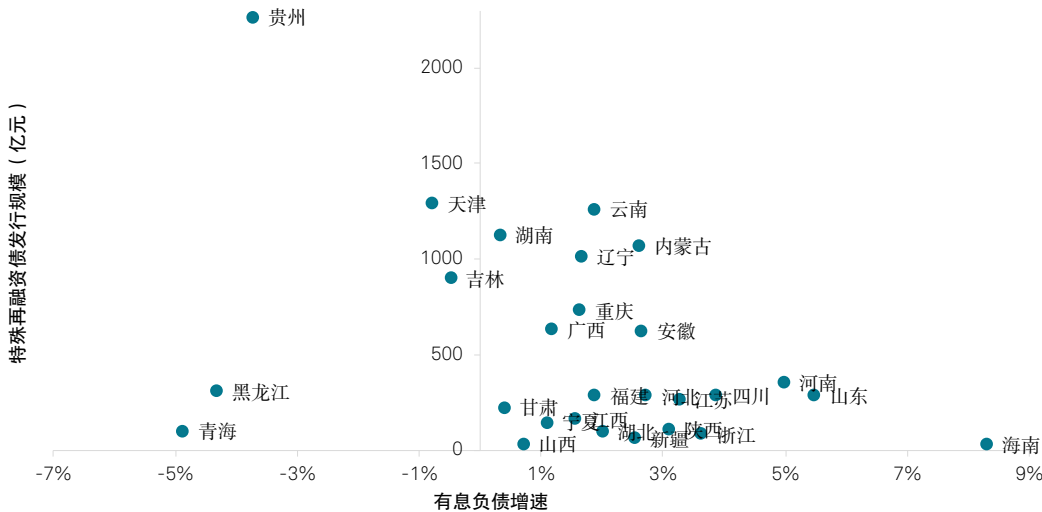
图2



注：西藏、青海、宁夏、海南城投有息负债规模较小，增速波动较大，不具有代表性，暂未列出。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

截至 2023 年末，全国各省级行政单位中，有 27 个省、自治区披露发行特殊再融资债券 126 只，规模合计 13,885 亿元。其中，贵州省发行特殊再融资债券 2,263 亿元，在全国排名第一。吉林、天津、黑龙江有息负债降幅分别为 0.48%、0.77%、4.31%，也都获得较为可观的特殊再融资债置换规模。

图3
各省特殊再融资债发行规模及有息负债增速

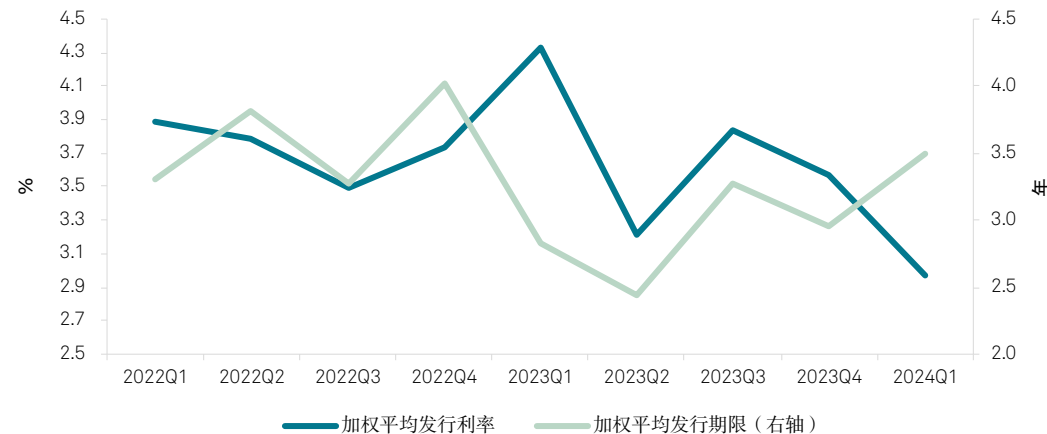


注：有息负债增速为2023年末对比2023年半年报，部分省份如海南有息负债规模较小，增速波动较大，代表性不足。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投融资成本处于下降趋势，债券期限有所拉长

我们发现，2023 年二季度以来，城投债发行利率持续下降，发行期限拉长。发行利率方面，2024 年一季度城投债加权平均利率降至 2.97%，融资成本进一步降低；发行期限方面，2024 年一季度城投债加权平均期限升至 3.5 年，并且长久期城投债发行主体评级总体较高，部分城投类公司成功发行 10 年期公募债券。

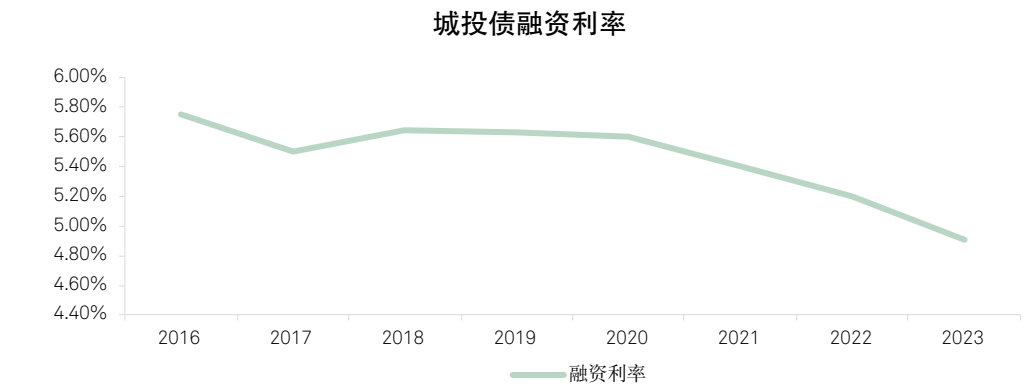
图4
城投债一级发行加权平均利率及期限



注：债券发行利率和期限按发行额度进行加权。
资料来源：DM，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从样本城投类企业财务表现来看，2020 年以来，城投的平均融资成本一路走低，2023 年平均融资成本降到 4.91%，同比下降 29 个基点，处于近年来的最低水平。

图5



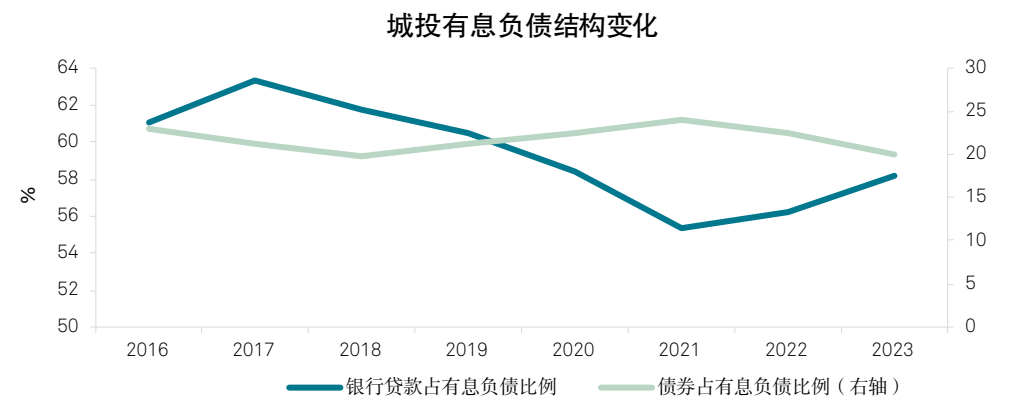
注：融资利率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/有息负债。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，城投融资成本下降，主要受到两方面因素的影响。一方面，当前宽松的货币信用政策使得无风险收益率整体下行，地方政府利用特殊再融资债的发行置换了部分高息债务，叠加其利用银行低成本和长期限资金置换高息债务来化解债务，在一定程度上降低了城投类公司的综合融资成本。另一方面，在资产荒格局的影响下，城投债的认购倍数出现高增，带动发行利率不断降低。

银行积极参与城投化债，城投有息负债中银行贷款占比提升

我们发现，2023 年城投类企业有息债务中，银行贷款占比提高，债券融资占比有所下降。具体来看，2023 年银行贷款占城投有息负债的比例为 58.12%，同比提高 1.95 个百分点，扭转了 2017-2021 年的下降趋势；债券融资的占比为 19.97%，同比下降了 2.48 个百分点。从整体的趋势来看，城投债务以银行贷款为主，银行贷款占比在早些年有所下降，目前稳定在 60%左右，且有上升趋势；债券占比近 2 年受债券融资政策趋严的影响整体呈下降趋势，目前约占 20%。

图6



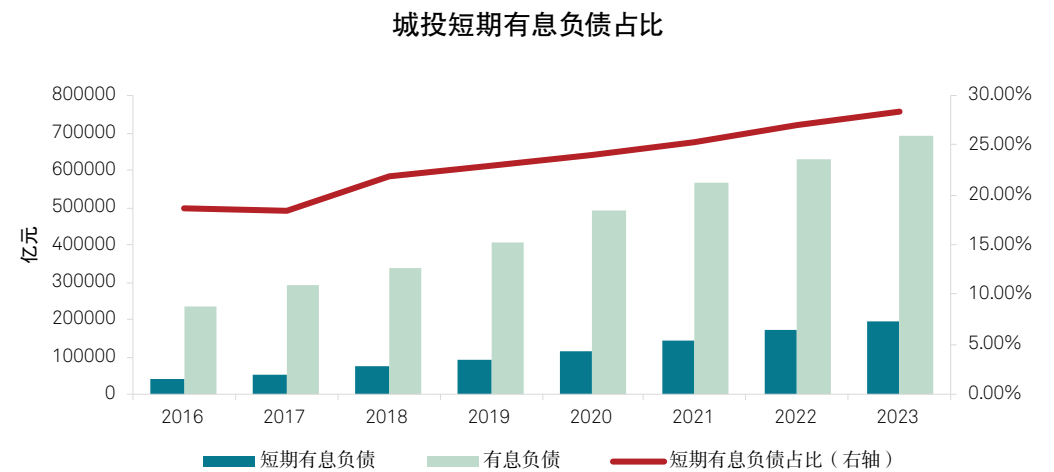
注：银行贷款=短期借款+长期借款；债券=应付债券。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，城投类企业有息债务中银行贷款占比的提升，与银行参与地方化债有关，但整体提速缓慢。35 号文后银行参与到重点省份 2024 年到期债务的重组，但债务置换时部分银行需要城投平台提供足额的底层资产和抵押物，且基于银行内部风控、审批等因素影响，实际置换并不顺畅，银行贷款占比的提升将比较缓慢。

城投短期有息负债占比持续上升，整体期限结构短期化

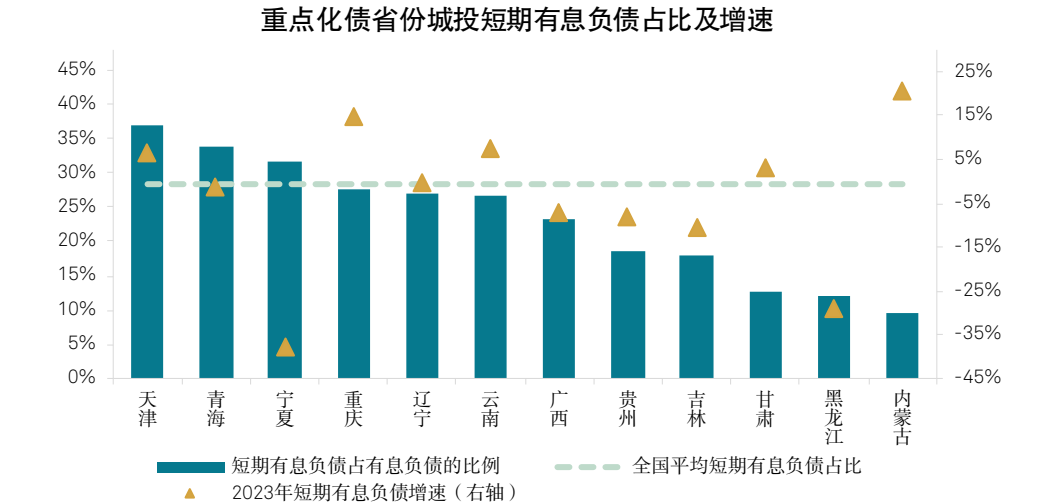
我们发现，近年来，城投类企业短期有息负债占比持续上升，整体期限结构短期化。从样本统计数据来看，近七年来，城投类企业短期有息负债规模持续上升，从 4.35 万亿元增长至 19.71 万亿元；短期有息负债占比也连续多年上升，从 18.63%提升至 28.38%。2023 年，城投短期有息负债同比增速为 15.4%，降至多年来新低水平。我们认为，受城投舆情不断及市场信用风险偏好等多重因素的影响，城投负债期限结构短期化趋势暂未出现拐点，短期偿债能力仍存隐忧。

图7



分地区来看，12 个重点化债省份中城投短债占比最高的是天津市，最低的为内蒙古。从增速角度来看，内蒙古和重庆增速较快，宁夏、广西、贵州、吉林、黑龙江等地区短债增速出现不同程度的下降。2023 年天津市城投平台有息负债中短期债务占比达 36.88%，紧随其后的是青海、宁夏，均超过 30%且高于全国平均水平。甘肃、黑龙江、内蒙古城投短债占有息负债的比例较低，均不超过 13%。我们认为需要重点关注短期有息负债占比高，且增速较快地区的城投类企业，如天津、重庆、云南等地区。

图8



我们认为，随着银行参与一揽子化债进程的推进，中长期银行贷款占比的提升，同时债券市场投资人为获取较高收益而拉长债券期限，城投类企业有息负债短期化趋势将有所缓解。但我们也观察到，债券发行方面，城投区域融资分化明显，取消或推迟发行债券现象愈发增多，滚续融资压力总体较大。在“控增量、化存量”背景下，企业滚续融资渠道整体保持收紧态势，城投短期偿债能力将继续承压。

城投现金类资产对短债和利息的覆盖持续弱化，流动性压力上升

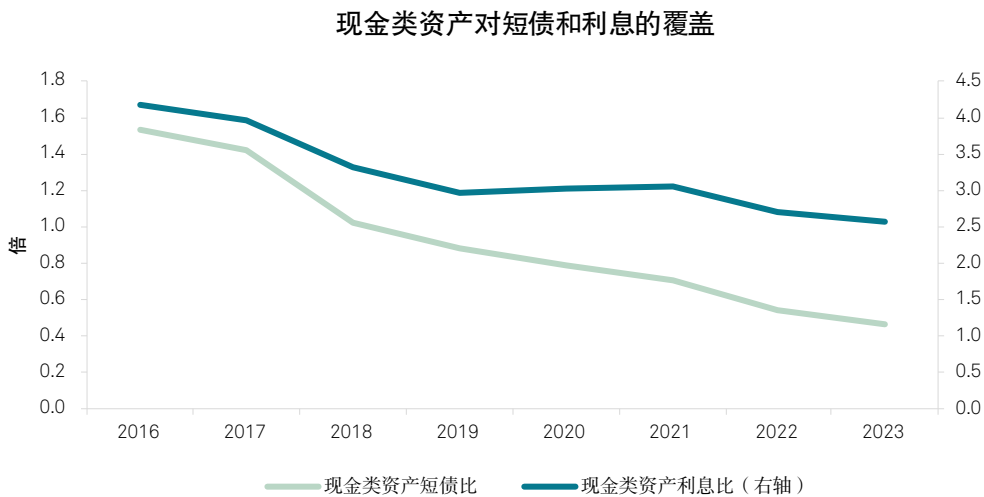
2023 年，在一揽子化债背景下，融资监管政策密集出台，城投融资持续收紧，借新还旧比例明显上升。城投平台自身造血能力不足，债务偿还压力较重，叠加地方财政弱化的背景下政府对城投平台的回款缓慢，城投平台现金类资产规模连续两年负增长。2022-2023 年，城投平台现金类资产规模分别为 9.25 万亿元和 9.13 万亿元，同比下降 7.7% 和 1.3%。

图9



注：现金类资产=货币现金+交易性金融资产。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图10

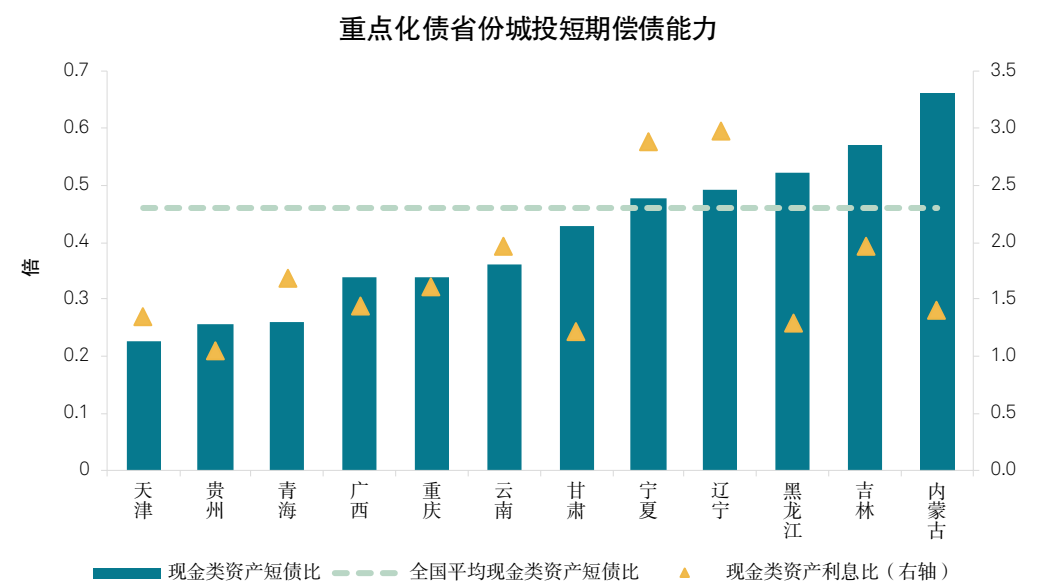


注：本期现金类资产利息比=上期现金类资产/本期利息。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

偿付压力方面，我们利用现金类资产短债比和现金类资产利息比来衡量城投类企业短期偿债压力的大小。近年来城投类企业现金类资产短债比和现金类资产利息比一路下行，截止 2023 年末已降至 0.46 倍和 2.57 倍，现金类资产无法覆盖短期有息负债。城投类企业的债务本金可以通过借新还旧的方式进行滚续，但债务利息需要按时进行偿付，在现金类资产利息比弱化的趋势下，需要重点关注该指标较弱的区域，如贵州、甘肃。

分地区来看，12 个重点化债省份中宁夏、辽宁、黑龙江、吉林和内蒙古城投类企业的现金类资产短债比高于全国平均水平，但仍不足 1 倍；而天津、贵州、青海、广西、重庆、云南、甘肃等地城投类企业的现金类资产短债比低于全国平均水平，其中天津、重庆、云南城投类企业不仅短债压力大，短期有息负债同比增速也较高，需要重点关注该等区域城投类企业偿债压力的变化。

图11



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，城投类企业具有“债务负担重、造血能力不足”的特征，同时面临转型发展、债务偿付、促进区域经济发展等多重挑战。在地方经济和财政收入增长承压、房地产结构性调整致使土地财政难以为继的背景下，地方政府对城投类企业的回款愈发缓慢，2024 年城投类企业仍将面临较大的还本付息压力，部分重点区域压力明显。

城投财政补贴收入首次负增长，部分区域下降明显

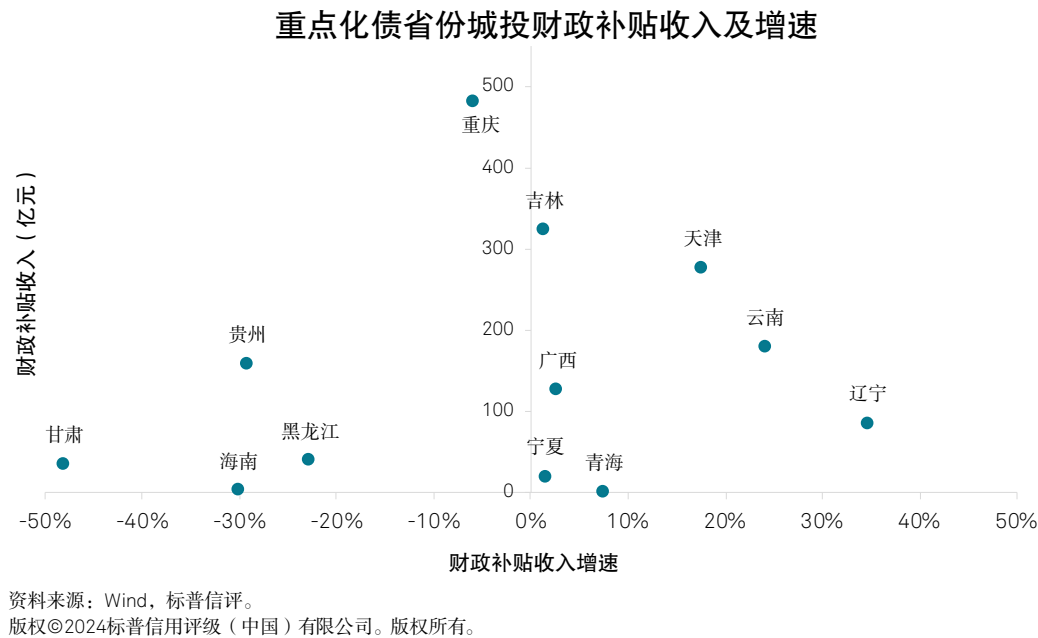
我们发现自 2020 年以来，城投类企业财政补贴收入增速呈下降趋势。2023 年，城投类企业财政补贴收入为 9,464 亿元，同比下降 2.6%，为近年来首次出现负增长。我们认为，地方土地出让收入的下降，地方财政收入的弱化，是导致城投类企业财政补贴收入下降的主要原因。作为城投类企业利润的最重要来源，财政补贴收入下降会对城投类企业的偿债能力产生负面影响。

图12



分地区来看，2023 年重点化债省份中，重庆、吉林、天津城投类企业的财政补贴收入靠前，甘肃、海南、宁夏、青海靠后，这与地区经济财政实力相匹配。增速方面，辽宁、云南、天津城投类企业的财政补贴收入规模同比增加较多，甘肃、贵州、海南、黑龙江降幅明显，需重点关注财政补贴收入下降对相关城投偿债能力的影响。

图13



本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 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，除非其注册为该类机构。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。