

# 公共融资平台信用风险透视：城市基础设施建设投资

惠誉博华对 117 家城市基础设施建设投资企业业务经营、财务表现以及所获政府或股东支持状况进行综合分析，绝大多数样本企业获得了来自于地方政府或股东的有力支持，其信用状况等同于地方政府的潜在信用质量或根据区域风险状况自上而下的调整。

财务方面，样本企业近年融资情况整体偏稳健，但不同样本间差异较明显。大部分城市建设类平台企业杠杆率均为 12x 以上，由于此类平台以往更倾向于满足区域基础建设等类公益性职能，而并非仅仅追求财务回报，即使地方政府潜在信用状况较好，该类企业的债务压力和财务表现明显逊色于其他类型非金融性工商企业。

政策方面，对公共融资平台的监管政策延续 2021 年偏“紧”趋势，仍以“防风险”为主。土地出让收入遇冷可能使地方政府对公共融资平台的支持能力受限，并加剧各区域城市基础设施建设类企业的信用分化；县级城市基础设施建设类企业或迎结构性机遇；城市更新政策或利好城市基础设施建设类企业。

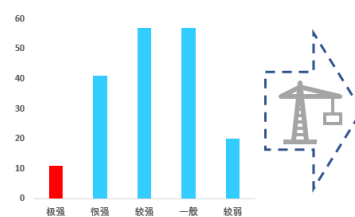
惠誉博华

## 城市基础设施建设类企业的信用状况与地方政府的潜在信用质量以及政府支持紧密相连

2021 年 5 月惠誉博华发布特别报告《运用惠誉博华政府相关企业（GRE）评估方法论透视中国公共融资平台信用风险》，以 186 家公共融资平台债券发行人为样本，诠释了惠誉博华在评估样本企业所获政府支持过程中的考量因素，并对该方法论关键分析思路、研究方法及特点予以阐述。

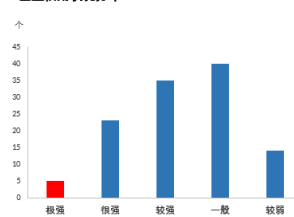
样本企业中包括 36 家投资控股公司、33 家交通基础设施投资以及 117 家城市基础设施建设投资企业。本文将对 117 家城市基础设施建设投资企业业务经营、财务表现以及所获政府或股东支持状况进行综合分析。

图：公共融资平台总体样本企业信用状况分布（单位：个数）



资料来源：惠誉博华

图：公共融资平台-城市基础设施建设样本企业信用状况分布



资料来源：惠誉博华

## 相关研究

惠誉博华信用分析框架下的城投企业信用风险观察（2021.09）  
运用惠誉博华政府相关企业评估方法论透视中国公共融资平台信用风险（2022.05）

## 分析师



周纹羽, CPA; CPA, CGA (Canada)  
+ 86 (10) 5663 3872  
Wenyu.zhou@fitchbohua.com



王兴萍, CPA  
+ 86 (10) 5663 3871  
Xingping.wang@fitchbohua.com

117 个城市基础设施建设投资企业样本广泛分布于 25 个省（直辖市/自治区），其中，省级平台 5 个，地市级平台 59 个，区县级平台 53 个。城市基础设施投资类企业一般承接传统的城投类业务，如基础设施建设、土地开发整理、保障房建设等公益性业务，部分城市基础设施投资企业涉及水、电、热、燃气、公共交通等公用事业板块。近年因市场化转型或企业自身因素，越来越多的城市基础设施投资类企业涉足房地产、金融、贸易、园区运营等市场化业务。

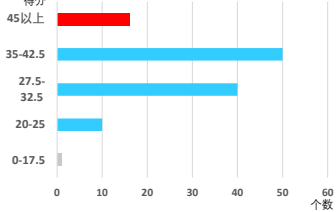
图：城市基础设施投资类样本企业部分业务类型及特点总结



资料来源：惠誉博华

城市基础设施建设类企业政府持股比例一般很高，政府对城投企业有绝对控制权，差异化程度通常反映在其所处政府的行政级次、企业主要责任人员履历、当地政府对企业的经营、战略以及融资活动的控制程度、该企业在其所处区域的定位等等。

图：城市基础设施建设投资样本总体获得的支持得分分布



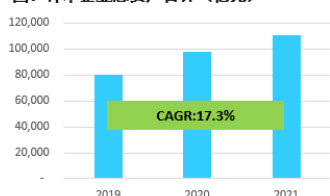
资料来源：惠誉博华

从样本企业总体所获得的支持得分分布上看，城市基础设施建设行业支持得分集中于30-45分，且有近四成的该行业样本企业得分为40分，这些样本企业获得了根据区域风险状况自上而下的调整或等同于相关地区的潜在信用风险。得分较高的样本主要来自于所处区域的主要融资平台，对当地政府对有着重要的意义，并在以往经营中获得过大量的政府支持。

### 样本企业财务特征分析

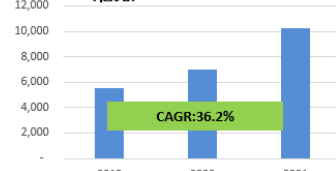
2021年样本企业合计总资产110,705.2亿元，2019-2021年复合增长率17.3%；总债务合计47,718.8亿元，2019-2021年复合增长率18.6%。样本企业总债务复合增长率略高于总资产，资产负债率中位数略有升高，样本企业近年融资情况整体偏稳健，但不同样本间差异较明显<sup>1</sup>。

图：样本企业总资产合计（亿元）



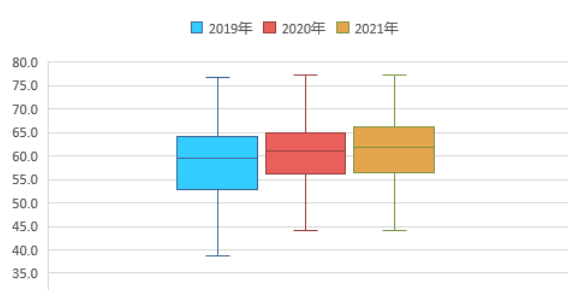
资料来源：Wind，惠誉博华

图：样本企业营业收入合计（亿元）



资料来源：Wind，惠誉博华

图：样本企业2019-2021年资产负债率（%）分布



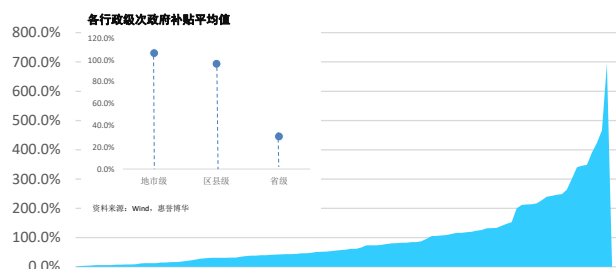
资料来源：Wind，惠誉博华

企业业务性质决定了大多数城市建设类平台盈亏主要来自于政府补贴，补贴的持续性和稳定性也反映了上级政府的支持力度。样

<sup>1</sup> 下图样本企业资产负债率中，箱型图从上至下分别为：最大值、上四分位数、中位数、下四分位数、最小值。

本企业中，有超过一半的样本企业政府补贴<sup>2</sup>占利润总额的50%以上。分行政层级来看，地级市及区县级城市建设类平台所获补贴在利润总额中占比明显高于省级，对补贴的依赖度更高，但不同区域差异较大。

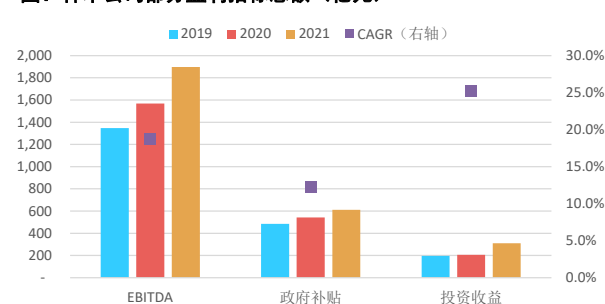
图：样本企业政府补贴/利润总额2019-2021年平均值分布



资料来源：Wind，惠誉博华

近年部分城投企业响应政策导向开始向市场化转型，加大资本市场投资力度，并将不少民营上市公司收入囊中。受此影响，样本企业投资收益逐年增加，近三年投资收益总额复合增长率（2019-2021）达到25.2%，为样本企业利润创造贡献不菲。从趋势上看，城投企业市场化转型十分明确，预计将有更多城投企业通过增加股权投资或直接收购上市公司来加快实现市场化转型。不过，鉴于资本市场波动大、股权投资风险高、经营管理上市公司需要相应领域专业化人才，惠誉博华认为对此还需保持审慎态度。

图：样本公司部分盈利指标总额（亿元）



资料来源：Wind，惠誉博华

城市建设类平台以土地整理开发以及工程施工类业务为主，其中一些涉及房地产、贸易、公用事业、金融类业务等，总体来看此类企业的财务状况并不理想，其债务对EBITDA的倍数多数超过了12倍，且盈利性依赖于政府补贴和其他政府相关支持。同时由于此类企业业务的盈利能力普遍较弱，财务杠杆和流动性状况往往会对其独立信用状况产生决定性的影响。故惠誉博华从以下两个维度对城市建设类平台的债务结构进行分析：1）经调整净杠杆率（净债务/EBITDA）与地方政府潜在信用状况；2）净杠杆率与流动性比率（现金及其等价物/短期债务）。

<sup>2</sup> 注：此处政府补贴按（营业外收入+其他收益）匡算

惠誉博华将上述三个指标分为“高”、“中”、“低”三个档次，较弱的地方政府潜在信用状况通常意味着其提供支持的能力较差，较低的净债务率很可能预示城市建设类平台独立信用状况强劲，流动性比率则用来衡量企业面临的频繁再融资的压力。

图：城市基础设施投资类样本企业相关指标释义

|            | 高    | 中         | 低         |
|------------|------|-----------|-----------|
| 净杠杆率       | >12  | [6,12]    | <6        |
| 地方政府潜在信用状况 | “极强” | “较强”-“很强” | “较弱”-“一般” |
| 流动性比率      | >1   | [0.5,1]   | <0.5      |

资料来源：惠誉博华

在“净杠杆率与地方政府潜在信用”矩阵中，绝大多数样本企业落在了“高”杠杆率、“中”地方政府潜在信用状况区域。此区域的样本企业大多数由于 GRE 评估得分较高，仍获得了“较强”及以上的主体信用评价，但由于样本企业自身信用状况较弱，对地方政府的支持能力依赖较为严重，未来需密切关注当地的房地产市场景气度以及产业结构变动等收入稳定性因素对财政的影响。有 16 家（约 13.7%）样本企业，落在了“高”杠杆率、“低”地方政府潜在信用状况区域，此类样本自身信用状况可能一般或较差，当地的地方政府的支持能力也极为有限，可能在极限情况下需要更高层级的地方政府的支持，或有一定整合或重整风险。大部分城市建设类平台企业杠杆率均为 12x 以上，即使地方政府潜在信用状况较好，该类企业的债务压力也远超一般市场竞争类工商企业。

图：城市基础设施投资类样本企业净杠杆率与地方政府潜在信用状况矩阵

|            | 净杠杆率 |    |   | 合计  |    |
|------------|------|----|---|-----|----|
|            | 高    | 中  | 低 |     |    |
| 样本个数       | 高    | 中  | 低 |     |    |
| 地方政府潜在信用状况 | 高    | 17 | 3 | 0   | 20 |
|            | 中    | 68 | 7 | 2   | 77 |
|            | 低    | 16 | 4 | 0   | 20 |
| 合计         | 101  | 14 | 2 | 117 |    |

资料来源：惠誉博华

在“净杠杆率与流动性比率”矩阵中，三成的样本企业净杠杆率“高”且流动性比率“低”，意味着企业独立信用状况和流动性均较为脆弱，但大部分样本企业获得政府支持的水平并未受到影响。只有个别样本企业净杠杆率“低”，流动性比例在 0.5x 以上。由于城市投资建设类平台以往更倾向于满足区域基础设施建设等类公

益性职能，而并非仅仅追求财务回报，财务表现明显逊色于其他类型非金融性工商企业。

图：城市基础设施投资类样本企业净杠杆率与流动性比率矩阵

|       | 净杠杆率 |    |   | 合计  |    |
|-------|------|----|---|-----|----|
|       | 高    | 中  | 低 |     |    |
| 样本个数  | 高    | 中  | 低 |     |    |
| 流动性比率 | 高    | 21 | 4 | 0   | 25 |
|       | 中    | 45 | 5 | 2   | 52 |
|       | 低    | 35 | 5 | 0   | 40 |
| 合计    | 101  | 14 | 2 | 117 |    |

资料来源：惠誉博华

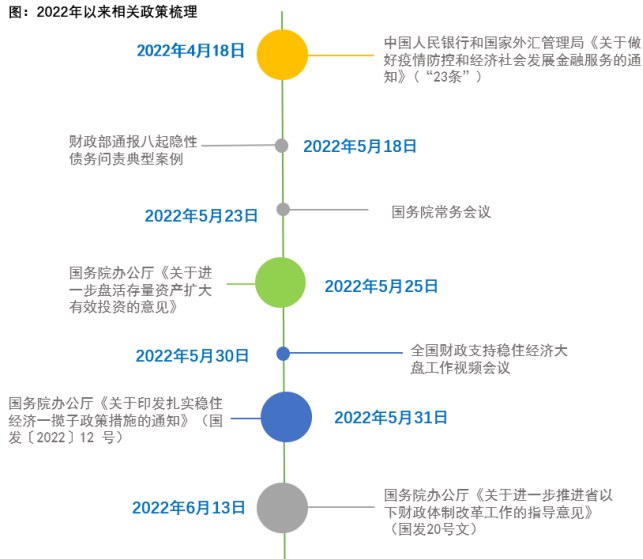
## 对城投企业的监管政策延续 2021 年偏“紧”趋势，仍以“防风险”为主

2022 年 5 月 31 日国务院办公厅发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》（国发【2022】12 号，以下简称“12 号文”），推动 33 项稳经济一揽子措施尽快落地。此前，5 月 23 日国务院常务会议提出财政、金融、稳产业链供应链、促销费和有效投资、保能源安全、保障基本民生的 33 项政策；5 月 30 日财政部召开的全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议，就 24 项涉及财政部门的职责部署相关措施。

12 号文对专项债发行和使用进度提出了进一步的要求：“加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕”。作为地方基础设施建设重要推动力量的城投企业，其相关的政策环境也直接影响着城投企业的再融资和发展。

2022 年 4 月 18 日，中国人民银行和国家外汇管理局《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23 条”）指出，要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。但隐性债务方面仍以遏增量化存量为主，坚持不突破“红线”。2022 年 5 月 18 日，财政部通报八起隐性债务问责典型案例，严肃查处新增隐性债务和隐性债务化解不实等行为。2022 年 5 月 25 日，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，指出严禁在盘活存量资产过程中新增地方政府隐性债务。

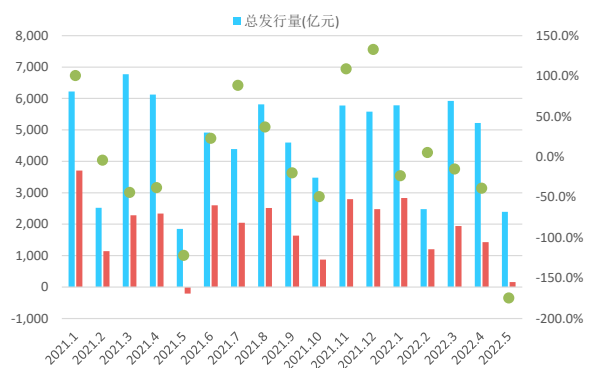
图：2022年以来相关政策梳理



资料来源：公开资料，惠誉博华

从Wind城投债分类，2022年月度融资情况来看，2022年4-5月城投债整体净融资呈下降趋势。总体来看，虽然宏观上基础设施建设投资将起到“逆周期”调节的作用，城投企业融资政策基本延续2021年的“收紧”态势，以“防风险”为主，地方政府债务风险防控并未放松，融资不能突破禁止增加隐性债务的“红线”。但各省、省内不同财政层级间融资分化明显。

图：2021年-2022年城投债月度发行额及融资额



资料来源：Wind，惠誉博华

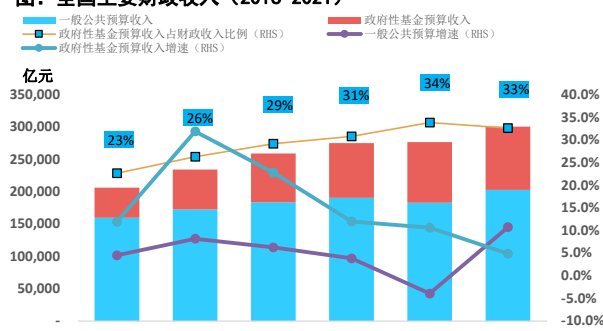
2022年6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国发20号文），指出要完善收入分配，清晰界定省以下的财政事权和支出责任，将防范化解地方债务风险的事权归为省级，并强调“坚决遏制地方政府隐性债务增量”，“坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总则”。未来如债务风险事权归为省级、区县级收入支出结构及债务融资需求有所变化，则城投企业再融资需求和成本的省内分化格局可能会有所改变。

## 城市基础设施建设类企业的困境与机遇

土地出让收入遇冷可能使地方政府的支持能力受限，并加剧各区域城市基础设施建设类企业的信用分化

房地产行业收入是地方政府财政收入的重要组成部分。政府性基金收入中大部分来自于土地出让收入，而且占比逐年上涨，从2016年的23%大幅上升到2021年的33%。2021年土地出让收入及房地产行业相关税收占财政总收入高达35%以上。

图：全国主要财政收入（2016-2021）

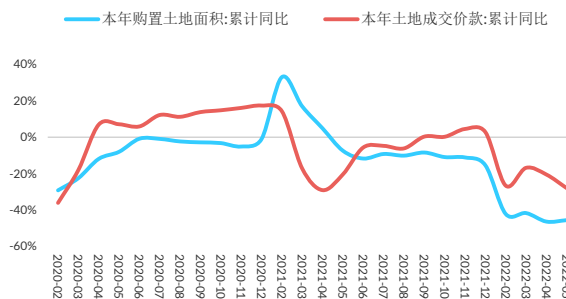


注：主要财政收入=一般公共预算收入+政府性基金预算收入

资料来源：Wind，惠誉博华

“三道红线”等一系列政策实施以来，房地产行业销售端和融资端压力凸显。受到地产行业流动性全面紧缩影响，从2021年下半年开始，全国土拍市场成交行情骤冷，量价齐跌。2022年初以来，虽然政策回暖迹象持续，众多城市大力放宽楼市政策，但是房地产行业销售端仍然未见起色，土地拍卖市场也渐显分化，未见整体转暖态势。2022年1-5月全国政府性基金预算累计收入2.2万亿元，比上年同期下降26.1%；土地使用权出让收入1.8万亿元，比上年同期下降28.7%。另一方面，从2021年下半年到2022年，整体的拿地主力从民营房企变成地方国企和城投，且中短期内，预计国企和城投仍然会扮演主力角色，发挥托底和稳定信心的作用。

图：土地购置面积和成交价款同比增速



来源：Wind，惠誉博华

地方土地出让收入下滑及房地产行业景气度低迷将对地方政府财政收入造成影响，进而影响到其对当地公共融资平台企业的支持能力，也会影响到投资者信心和当地的融资环境，推高融资成本，加大公共融资平台的再融资难度等等。此外，城市基础设施建设



类企业业务多涉及土地整理、园区开发、保障房等。基建类以及土地整理业务等与房地产景气度相关度较高，且部分企业的盈利来源依赖于地方政府的财政补贴和其代建的基础设施项目的政府付费和回款，地方政府财政收入的变动会对相关企业经营发展以及债务偿还产生重大影响。

2022 年初以来，货币政策及财政政策持续宽松，央行降准降息。2022 年地方政府专项债预期约 50%用于交通运输和市政及产业基础设施，30%用于社会保障房和社会福利项目。在专项债的支持下，各省地方政府可获得成本更低的融资，进而向下传导至城市基础设施建设类企业，推进重要基础设施项目的实施。承接专项债的企业往往体现了其在当地的地位较为突出，其获得相关支持的能力可能较强。

同时，2022 年特定国有金融机构和专营机构利润上缴，中央对地方转移支付预期增加。增加的转移支付规模有望缓解土地出让收入减少对地方政府财政收入带来的影响，但就个体地方政府或公共融资平台而言，无论是转移支付的分配，还是专项债的支持，都不一定与其所处区域土地出让收入的缩减或债务的缺口情况相匹配，因此土地出让收入遇冷对地方政府的财政收入及公共融资平台的信用状况的影响将会持续分化。

图：2022年以来房地产及财政、货币政策发力



资料来源：公开资料，惠誉博华

### 重庆能投破产重整或预示部分平台类企业的潜在转型风险

2022 年 4 月 11 日，重庆市能源投资集团有限公司（以下简称“重庆能投”）及其子公司等 16 家企业，向重庆市第五中级人民法院申请破产重整，并同时提出预重整申请。

重庆能投前身为重庆市建设投资公司。平台成立伊始，承担了地方基础设施投资建设的职能，2006 年重庆市建设投资公司转型重组为重庆能投，以煤炭、燃气等能源类业务为主营业务。2012 年以后，重庆能投市场化转型的推进加深，逐渐由政策性融资平台转为产业类国有企业。

重庆能投除煤炭、燃气等业务外，还开展建筑、商贸物流、建材生产等业务。2020 年底重庆市政府关停市内所有煤矿，2021 年 1 月重庆能投公告称下属 14 个煤矿退出关闭。

财务方面，重庆能投债务压力大，杠杆率居高不下，2019 年以来，营业利润持续为负值，2020 年净利润亦为负。2021 年重庆能投相关银行票据和信用证公告违约，此次破产重组提交前，重庆能投公开市场债券均已到期或提前兑付。

|        | 总资产    | 营业收入  | 净利润   | 资产负债率 | 总债务   | 货币资金/短期债务 |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 2018年  | 1082.9 | 506.3 | 1.2   | 75.2% | 451.7 | 0.2       |
| 2019年  | 1161.3 | 510.9 | 3.9   | 73.8% | 471.8 | 0.3       |
| 2020年  | 963.1  | 424.2 | -18.2 | 74.0% | 397.6 | 0.4       |
| 2021H1 | 824.7  | 102.2 | -2.0  | 73.7% | 386.5 | 0.2       |

资料来源：Wind，惠誉博华

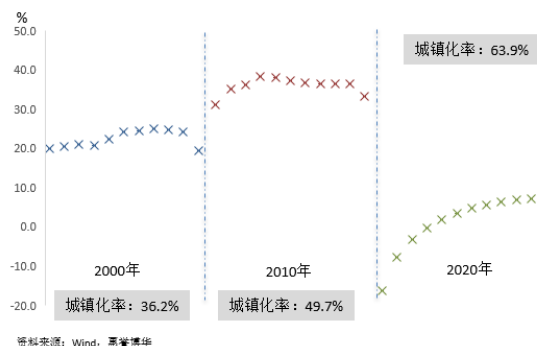
政策上，2014 年新预算法、“43 号文”、“225 号文”等均提到了推进融资平台的市场化转型，2018 年 9 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不能倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险。”此后贵州、云南、江苏等地也强调了上述表述。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发〔2021〕5 号），也提出对失去清偿能力的地方融资平台公司要依法实施破产重整或清算。

2021 年以来，城投企业融资政策持续偏向“防风险”，坚决遏制隐性债务增量，加之房地产行业景气度大幅下行、土地出让收入下降及分化、疫情反复带来的财政支出增加等影响，地方政府对相关平台的支持力度可能受到限制，转型进度快、公益性业务较弱且盈利性有限、债务负担重的平台信用风险或将有所上升。

### 县级城市基础设施建设类企业的结构性机遇；城市更新政策或利好城市基础设施建设类企业

不同层级的城市建设类平台未来仍存在一定机遇。我国城镇化率由 2010 年的 49.7%提高至 2021 年的 64.7%，城镇常住人口超过 9 亿人，城镇化率的快速提升为城镇人口的持续增加提供了基础，同时也促进了房地产市场的迅猛发展。目前发达国家如美国、英国、日本等的城镇化率普遍在 80%以上，总量上看我国的城镇化率还有提升空间，未来基础设施建设投资仍将存在结构性机会。2022 年 5 月 6 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，为县城城镇化建设提出全面、系统的指导意见。不过，从目前的融资端政策来看，区县级城投企业并未有针对性的政策支持。

图：2000年/2010年/2020年3个时点房地产开发投资完成额：累计同比（月）



此外，“十四五”提出“加快城市更新”行动，2021年11月住建部出台《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》，推出21个城市更新试点城市（区），城市更新有着一定公益属性，且城市基础设施投资公司长期以来以土地整理开发和基础设施建设为主营业务，建设、运营和管理相关经验丰富，融资渠道多样化，且一些城市更新项目可获得一定的市场化收益，也为平台企业未来转型提供了更多的探索模式。

惠誉博华认为，由于区域发展不平衡，公共融资平台目前来看普遍自身盈利能力较低，对于行政层级较低的一些区县来说，区域经济实力较弱且债务负担较重，区域内公共融资平台如其项目回收期长、收益难以平衡初始成本，未来所获支持力度和自身信用状况的进一步下降，可能会影响其再融资水平。而对于处于核心城市群、人口持续净流入、有产业支撑的区县，或将有利于基础设施建设类企业改善融资成本、调整收入结构、成功转型至城市服务运营商等等。

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。