

城市基础设施建设行业研究报告

时间：2017 年 12 月 日

报告概要

分析师：

张峻铖 黄海伦

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层
(100022)

网址：www.lhratings.com

2017 年上半年，我国经济呈现“缓中趋稳，稳中向好”态势，城市基础设施建设投资在稳增长方面发挥了重要作用。目前，受财政支出有限、地方政府融资监管趋严、PPP 拉动作用趋缓等因素的影响，基建投资增速有所放缓，但仍处于相对较高水平；考虑到基建投资作为经济下行周期稳增长的重要工具，同时在可用财政资金无法满足基础设施建设需求的情况下，城投企业仍在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。

随着地方经济持续发展，地方政府财政实力不断增强，城投企业总体发展情况良好。联合资信也关注到，2017 年以来，财政部对地方违规担保融资行为的纠察及整改执行力度加大广受市场关注，与地方政府信用关系进一步割裂，城投债刚兑信仰逐步减弱，对城投企业的融资环境造成负面影响，城投企业转型压力增大。

展望 2017 年下半年，在财政赤字总额约束下，下半年基础设施建设投资增速或略有下降，随着各项改革政策的出台与落实，城投企业的信用质量分化或将更加明显。未来能持续得到政府较强支持、信贷环境良好、有转型条件的城投企业，其业务发展及信用基本面将能得到有效支撑；而区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险需多加关注。

一、 行业分析

2017 年上半年，我国国内生产总值 381490 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，三大产业保持稳定增长，经济呈现“缓中趋稳，稳中向好”态势。今年以来，我国继续推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策，继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1-6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平。继续实施稳健中性的货币政策，更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。

在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，我国的固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1-6 月，我国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%，增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。上半年基础设施建设投资增速虽有放缓（16.9%），但仍保持在较高增长水平。预计 2017 年下半年，国内基建投资增速可能仍会持续放缓。一方面，考虑到上半年一般财政预算支出已达全年预算的 53.2%，且高于同期财政收入增速，同时在财政赤字率创历史新高的情况下，下半年财政支出增速预计将有所回落，进而对基建投资增速产生限制作用；另一方面，随着规范地方政府融资行为政策的逐步落实，也将进一步引发财政短期投入紧张，基建投资项目在资金面上存在较大不确定性。

总体来看，当前在经济下行及地方政府举债融资监管趋严的经济形势下对基建投资的增长形成制约。但考虑到基建投资在经济下行周期对稳增长的重要性，且在短板领域仍存在较大的投资空间，基建投资增速或将保持温和下降的趋势。地方政府作为城市基础设施建设的主要投资者，在可用于城市基础设施建设的财政资金无法完全满足基础设施建设需求的情况下，城投企业仍将发挥重要投资作用。

二、 行业政策

2016 年底以来，城投行业政策频发，不断重申国发《43 号文》精神，坚决执行“建立以政府债券为主的地方政府举债融资机制，剥离融资平台政府融资职能”为主基调的改革方向，进一步规范地方政府融资行为，城市基础设施投资企业（以下简称“城投企业”）整体融资环境呈现收紧趋势。

2017 年 2 月、3 月、4 月，财政部分别对内蒙、山东、重庆、河南、四川等地方政府的违规融资行为提出整改要求；随后颁发的财预（2017）50 号文要求对地方政府的违规融资担保行为进行全面的清理整改工作，并要求在 2017 年 7 月 31 日前完成整改；5 月底颁布的财预（2017）87 号文对地方政府的购买服务行为提出细化的具体要求，从政策执行层面上进一步堵住了地方政府通过城投企业或不规范的 PPP 方式等偏门融资渠道。在 7 月份召开的全国金融工作会议上进一步提出，“要求严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”，严格监控地方政府债务融资行为和规模。

地方政府债务方面，2016 年底地方政府债务余额限额约为 17.19 万亿元（其中一般债务和专项债务余额限额分别为 10.72 万亿元和 6.47 万亿元），实际债务余额为 15.32 万亿元（其中一般债务和专项债务分别为 9.79 万亿元和 5.53 万亿元）。在限额内鼓励按照政府性基金收入项目分类发行专项债券，其中土地储备和政府收费公路领域可通过发行土地储备专项债券和收费公路专项债券融资，预示着以政府债券为主的地方政府举债融资机制逐步推进。此外，随着地方政府债务置换工作的最后期限的逐步临近，城投债的置换进度或将进一步加快。

总体看，地方政府融资行为得以规范，融资机制逐步建立，城投企业与地方政府关联关系持续削弱。

表 1 2017 年基础设施建设行业主要政策情况

发布时间	政策法规	主要内容
2017 年 4 月 26 日	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预（2017）50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月 28 日	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（2017）87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 7 月 14 日	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 5 月 16 日	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）的通知》财预（2017）62 号文	财政部和国土资源部印发此文，提出地方政府可发行土地储备专项债券，并从偿债资金来源、额度管理、发行机制、监督管理等方面做出了具体规定。
2017 年 6 月 2 日	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预（2017）89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 6 月 26 日	《政法政府收费公路专项债券管理办法》财预 97 号文	财政部、交通运输部印发此文，地方政府收费公路专项债属于地方专项债，占用地方政府专项债额度，是专项地方债的第二个品种，进一步明确了收费公路也有额度限制，该额度财政部将根据公里建设情况等因素统筹确定。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、 城投企业信用分析

截至 2017 年 7 月底，全市场共有公开发行债券并存续的城投主体（剔除园区、城市交通、水务、燃气与热力等行业企业）共 881 家；发债城投企业的信用等级以 AA 为主，占比达 66.76%，其次为 AA+、AA-，AAA 级别的企业仅有 35 家，具体分布见表 2。

表 2 截至 2017 年 7 月底有存续债的城投行业发行主体信用级别分布情况

级别分布	数量（家）	占比（%）
AAA	35	3.97
AA ⁺	153	17.37
AA	597	67.76
AA ⁻	92	10.44
A ⁺	4	0.45
合计	881	100.00

资料来源：联合资信整理

从发债企业的区域分布来看，发债企业主要集中于经济发展较好的省份（江苏、浙江、山东等地），西北、东北区域发债企业数量较少。江苏省、浙江省和山东省依次位列发行主体数量最多的前三个省份，同时江苏、北京、上海等经济及地方财力较强地区拥有 AAA 级别的城投企业较多，地区行政级别、政治地位和战略地位与城投企业主体级别呈正相关关系。总体看，受各区域经济发展状况不均衡、各地财政实力差异影响，城投企业信用状况分化明显。

从发行期数来看，2016 年，发行债券的城投企业客户数量共 370 家，发行期数共 530 期。2017 年以来，受流动性趋紧、融资成本走高、城投企业与政府信用加速割裂等多重因素影响，城投企业发债数量减少。1~7 月，成功发行债券的城投企业共 175 家，相当于 2016 年全年的 47.30%，共发行 212 期，相当于 2016 年全年的 40%。

表 3 2016 年和 2017 年 1~7 月城投企业发行情况 (单位: 亿元)

2016 年			2017 年 1~7 月		
发行主体数量	发行期数	单位主体发行期数	发行主体数量	发行期数	单位主体发行期数
370	530	1.13	175	212	1.21

注: 单位客户发行期数=期数/发行主体数量; 债券品种含企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向融资工具。

从城投企业的自身财务状况看, 地方政府以向城投企业注入资产、项目资本金等方式扩大企业规模、增强企业融资能力。经过多年的发展, 目前国内大多数城投企业已经形成较大经营规模, 城投企业资产、权益以及收入规模越大其信用等级较高。从 2016 年财务数据看, 城投公司的主体信用级别与资产、权益规模具有较强的正相关性。城投企业的整体负债水平一般, 其资产负债率和全部债务资本化比率行业平均值分别为 50.63%和 38.28%。存货是城投企业资产的主要部分, 平均占资产总额的 62.80%, 从而导致其流动比率和速动比率差异较大(流动比率和速动比率行业平均值分别为 556.58%和 232.79%), 城投企业存货主要为工程投入和政府注入的土地资产, 资产质量和流动性一般。

表 4 城投企业 2016 年底部分财务数据 (单位: 亿元)

级别	资产总额	所有者权益	营业收入	全部债务资本化比率	资产负债率	流动比率	速动比率
AAA	1535.50	590.64	87.78	48.46	61.34	265.70	149.31
AA ⁺	502.45	218.30	29.27	42.75	54.44	436.63	185.02
AA	237.46	112.02	12.33	37.96	50.46	553.93	239.08
AA ⁻	123.50	65.89	6.34	29.38	42.16	883.08	296.84
A ⁺	134.26	46.19	1.88	27.11	43.52	573.42	382.21
平均值	322.84	144.34	17.60	38.28	50.63	556.58	232.79

注: 1.表格中数据均为各信用等级企业数据的算术平均值; 2.数据不包含仅发行过非公开债券的主体。

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

从信用等级迁移趋势来看, 由于城投企业所处经济环境和信用环境整体较好, 级别迁移以上调为主, 2016 年城投企业级别调整共有 56 家(含 1 家由两家评级机构同时上调), 其中等级上调 54 家, 下调 2 家, 级别调整以 AA-上

调至 AA 为主；2017 年 1~7 月城投企业级别调整共有 58 家（含 1 家由两家评级机构同时上调），其中等级上调 54 家，下调 4 家，级别调整以 AA 上调至 AA+ 为主。从行政区划来看，2016 年和 2017 年 1~7 月，级别调整企业所在区域分别涉及 17 个和 19 个省及直辖市，级别上调主要集中在经济实力较强区域，如江苏、浙江、湖南和四川等地，级别下调主要集中经济实力较弱区域，比如辽宁省（共 3 家企业下调，占当地城投企业总数的 8.33%）。

城投企业主体信用级别调升的原因主要是地方经济及财政实力增强、政府支持力度增大、企业资产及权益规模大幅上升等。如上海某城投公司 2017 年由 AA 调升至 AA+，主要系所在辖区一般公共预算收入大幅增长所致（2016 年为 118.98 亿元，同口径增长 32.1%），为公司提供了良好的外部环境；芜湖市某城投公司 2017 年由 AA 调升至 AA+ 一方面受政府支持力度较大，另一方面公司积极调整业务结构，由过去单一的土地整理业务转变为政府购买服务、股权投资和资产运营为核心的多元化经营模式，资产质量进一步提升。城投企业主体信用级别调降的原因主要受当地经济环境恶化影响，如新民市某城投公司 2017 年由 AA 下调至 AA-，主要系企业所在区域外部环境持续恶化，当地经济与财政收入大幅下滑所致（2016 年地区生产总值和一般公共预算收入收入分别下降 48.57% 和 2.99%，2015 年一般公共预算收入下降 67.06%）。

表 5 2016 年和 2017 年 1~7 月城投企业主体信用等级调整矩阵（单位：家）

期初/ 期末	AAA		AA+		AA		AA-		A+	
	2016 年	2017 年 1~7 月	2016 年	2017 年 1~7 月	2016 年	2017 年 1~7 月	2016 年	2017 年 1~7 月	2016 年	2017 年 1~7 月
AAA										
AA+	9	4								
AA			18	31			1	2		
AA-					26	19			1	2
A+							1			

数据来源：联合资信整理

整体看，发行债券的城投企业多集中于经济发达地区，受区域行政级别、经济环境、企业自身定位以及资产规模影响，其信用状况分化明显。由于城投企业所处外部环境相对较好以及受地方政府支持力度较大，其信用环境仍优于其他行业。但 2017 年来，受融资环境趋紧以及国家监管政策密集出台影响，城投企业发债数量明显减少。从财务状况看，城投企业资产主要由工程投入和政府注入的土地构成，资产质量和流动性一般，随着城投公司与政府信用关联性的逐渐削弱，其转型压力加大。

四、 行业关注点

在城市基础设施建设行业仍存在大规模投资需求、城投企业融资环境趋紧的外部发展环境下，城投企业面临着更多挑战，主要如下：

部分区域地方财政实力下滑，对所属城投企业信用基本面产生不利影响

2017 年来，中国区域经济发展不均衡现象日益凸显，北上广、东南沿海及华东、华南经济保持较高及平稳增长；东北、西南地区经济增速有所下滑，其中 2017 年上半年，受财力下滑以及经济数据造假曝光等负面信息影响，辽宁地区是城投企业下调重点区域（为下调城投企业总数的 75%），地方经济及财政实力的下滑将对城投企业的持续稳定经营产生负面影响。

市场流动性趋紧、政府监管政策密集出台，城投企业资金周转压力加大

城投企业基础设施建设项目大多具有投资规模大、回收周期长、盈利性能力弱的特点，造成了城投企业债务规模增长快的发展趋势。2017 年上半年来，一方面市场流动性趋紧，利率上行；另一方面，受对地方政府违规举债监管力度以及问责影响，使城投企业融资活动受到限制，造成资金周转压力加大，迫使个别资金链紧张的城投企业通过发行高成本债券融资，部分资质较差且债务负担重的城投企业信用风险进一步加大。

城投企业对外融资需求强，预计债务规模将持续增长

目前，城投企业作为基础设施投资建设的重要主体，未来投资规模依然较大，资金需求量高，但在收入资金流入规模有限、资金回笼时间不确定性大的情况下，预计城投企业债务规模仍将持续增长。城投企业所处区域信贷环境及自身资金周转能力是保障正常运营及持续发展的关键要素。

城投企业与地方政府信用关系进一步减弱，城投企业未来发展面临分化

城投企业基本为地方国有企业，地方政府根据区域范围、业务类型等因素对城投企业所承担的基础设施建设职能进行划分，在城投企业发展过程中，地方政府通过资产的划转、项目资源的承接等方式调整城投企业职能定位，直接影响城投企业资产规模的稳定性和业务模式的可持续性，进而对城投企业信用水平产生影响。2017 年上半年，随着城投企业与政府信用关系进一步割裂，城投企业信用风险将更多依靠自身经营状况。面对地方政府对城投企业职能定位调整以及城投企业增强自身抗风险能力的发展趋势，能否持有优质转型业务、是否有条件顺利向市场化转型发展成为城投企业发展的关键条件。

五、行业展望

目前，在“稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险”为首要目标的宏观经济环境下，预计未来中国经济将呈现“缓中趋稳，稳中向好”态势。基础设施建设作为“稳增长”的重要举措，未来建设投资额仍将保持相对较高的增长，城投企业作为基础设施建设的重要主体，其外部发展环境较好。

近年来，尽管受部分地方经济下滑、政策风险增加等因素影响，部分区域城投企业级别下调压力增大，但相对于整体市场发行主体而言，城投企业发展环境和发展状况较好，城投企业级别变动仍以调升为主，区域经济的发展使城投企业信用风险出现进一步分化。另一方面，地方政府融资行为的稽查整改，城投公司退出融资平台声明等事件也倍受市场关注，已对城投企业的融资环境产生负面影响，城投债金边效应逐渐减弱，与地方政府信用关系进一步弱化，其转型压力增大。

总体看，城投企业仍将在基础设施建设领域中扮演重要的角色，短期内完成转型的可能性较小，城投企业信用风险与地方政府进一步割裂，但仍存在较大的关联性。2017 年下半年，在财政赤字总额约束下，基础设施建设投资增速或略有下降，随着各项改革政策的出台与落实，城投企业的信用级别分化或将更加明显。未来能持续得到政府较强支持、信贷环境良好、有转型条件的城投企业，其业务发展及信用基本面将能得到有效支撑；而区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险需多加关注。城市基础设施建设行业评级展望为稳定。