

2019.12.27

地方政府与城投企业债务风险研究报告 山东篇



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

地方政府与城投企业债务风险研究报告

山东篇

报告编号：

时间：2019 年 12 月 27 日

联合资信 联合评级 公用事业部

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

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

报告概要

山东省经济规模处于全国上游水平，2018 年 GDP 排名全国第三，一般公共预算收入排名全国前列，政府债务率处于全国偏低水平，整体债务负担轻。山东省各地级市经济实力和财政收入分化较重，东部沿海城市和省会济南市的经济规模和财政实力明显高于其他地级市。山东省各地级市一般公共预算收入质量较好，部分地级市政府债务负担较重。

山东省发债城投企业数量较多，区域集中度较高，主要分布于经济发达的环渤海地区。近年来，山东省城投企业有息债务规模持续增长，债务结构普遍以长期债务为主，各地级市城投企业有息债务规模差异较大，其中青岛市城投企业有息债务规模远高于其他地级市。山东省城投企业债务负担持续增长，其中青岛市、济南市、菏泽市和泰安市城投企业债务负担较重。山东省大部分地级市城投企业的偿债能力及筹资力度有所下降，部分地级市城投企业融资压力明显加大。2020—2022 年山东省存续城投债券将面临集中兑付压力，城投企业未来的偿债压力、融资状况和融资成本变化需密切关注。从外部支持看，山东省城投企业全部债务高于地方政府债务余额，考虑政府支持后山东省城投企业整体的偿债能力一般。

一、山东省经济及财政实力

1. 山东省区域特征及经济发展状况

山东省经济规模在全国处于上游水平，近年来山东省经济增速有所放缓，产业结构趋于优化，整体发展环境向好。

山东省总面积 15.8 万平方公里，自北而南与河北、河南、安徽、江苏 4 省接壤。山东省境内地貌复杂，大体可分为平原、台地、丘陵、山地等基本地貌类型。平原面积占全省面积的 65.56%，主要分布在鲁西北地区 and 鲁西南局部地区。台地面积占全省面积的 4.46%，主要分布在东部地区。丘陵面积占全省面积的 15.39%，主要分布在东部、鲁西南局部地区。山地面积占全省面积的 14.59%，主要分布在鲁中地区和鲁西南局部地区。山东水系比较发达，自然河流的平均密度每平方公里在 0.7 公里以上；但水资源总量不足，人均、亩均占有量少，水资源地区分布不均匀，年际、年内变化剧烈。基础设施方面，山东省交通基础设施发达，建设了较为完善的水陆空综合交通运输体系。陆路方面，截至 2018 年底，山东省全省公路通车里程 27.6 万公里，其中高速公路通车里程为 6057.4 公里；铁路营业里程 6744 公里，其中高速铁路 1747 公里，济青高铁、青盐铁路等重大项目建成使用。水路方面，截至 2018 年底，山东省内沿海港口生产型泊位 597 个，其中万吨级以上深水泊位 307 个；沿海港口货物吞吐量 16.1 亿吨，居全国第二名。空运方面，截至 2018 年底，山东省已建成机场个数 16 个，另外青岛胶东国际机场航站楼和跑道完成主体工程，济南机场航站区北指廊工程已开工建设。总体来看，山东省水陆空交通运输体系完善，经济发展环境好。

从经济运行方面看，山东省近三年经济保持稳定增长，产业结构更趋优化，整体经济环境向好。2016—2018 年，山东省分别实现地区生产总值 67008.2 亿元、72678.2 亿元和 76469.7 亿元，经济规模在全国处于上游水平；增速分别为 7.6%、7.4%和 6.4%，2018 年增速低于全国平均水平，增速有所放缓；三次产业结构由 2016 年的 7.3:45.4:47.3 调整为 6.5:44.0:49.5，第三产业占比不断增长，产业结构更趋优化。固定资产投资方面，2018 年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长 4.1%，增速低于全国增速 1.8 个百分点，增速较 2017 年的 7.3%有所放缓，三次产业投资构成为 1.7:39.5:58.8，服务业投资比重比上年提高 10.3 个百分点。全年房地产开发投资 7553.0 亿元，比上年增长 13.8%。2019 年 1—9 月，山东省实现地区生产总值 62309.4 亿元，按可比价计算，增长

5.4%，仍低于全国平均增速；其中，三次产业结构调整为 5.8:43.4:50.8，服务业占比同比提高 1.5 个百分点。2019 年前三季度山东省经济运行继续保持平稳发展势头。

表1 2016—2018年及2019年1—9月山东省主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年1—9 月
GDP（亿元）	67008.2	72678.2	76469.7	62309.4
GDP 增速（%）	7.6	7.4	6.4	5.4
三次产业结构	7.3:45.4:47.3	6.7:45.3:48.0	6.5:44.0:49.5	5.8:43.4:50.8
人均 GDP（元）	67706	72851	76267	--
固定资产投资增速（%）	10.5	7.3	4.1	--
城镇化率（%）	59.02	60.58	61.18	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表2 2018年全国各省市主要经济数据对比

项 目	GDP（亿元）		GDP 增速（%）		人均 GDP（元）	
	规模	排名	规模	排名	规模	排名
广东省	97277.77	1	6.8	15	86412	7
江苏省	92595.40	2	6.7	17	115168	4
山东省	76469.67	3	6.4	22	76267	8
浙江省	56197.15	4	7.1	13	98643	5
河南省	48055.86	5	7.6	11	50152	18
四川省	40678.13	6	8.0	7	48883	20
湖北省	39366.55	7	7.8	9	66531	10
湖南省	36425.78	8	7.8	9	52949	16
河北省	36010.27	9	6.6	19	47772	21
福建省	35804.04	10	8.3	5	91197	6
上海市	32679.87	11	6.6	19	134830	2
北京市	30319.98	12	6.6	19	140748	1
安徽省	30006.82	13	8.0	7	47712	22
辽宁省	25315.35	14	5.7	27	58008	13
陕西省	24438.32	15	8.3	5	63477	12
江西省	21984.78	16	8.7	4	47434	24
重庆市	20363.19	17	6.0	25	65933	11
广西壮族自治区	20352.51	18	6.8	15	41489	28
天津市	18809.64	19	3.6	31	120606	3
云南省	17881.12	20	8.9	3	37136	30
内蒙古自治区	17289.22	21	5.3	28	68302	9
山西省	16818.11	22	6.7	17	45328	25
黑龙江省	16361.62	23	4.7	29	43274	27

吉林省	15074.62	24	4.5	30	55611	14
贵州省	14806.45	25	9.1	1	41244	29
新疆维吾尔自治区	12199.08	26	6.1	24	49475	19
甘肃省	8246.07	27	6.3	23	31336	31
海南省	4832.05	28	5.8	26	51955	17
宁夏回族自治区	3705.18	29	7.0	14	54094	15
青海省	2865.23	30	7.2	12	47689	23
西藏自治区	1477.63	31	9.1	1	43397	26

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 山东省财政收入及债务情况

山东省一般公共预算收入规模持续增长且收入质量持续提升，受减税降费等因素影响，收入增速有所放缓。山东省整体债务负担轻，政府偿债能力一般。

近年来，山东省地方一般公共预算收入持续增长，2016—2018 年山东省全省一般公共预算收入分别为 5860.16 亿元、6098.50 亿元和 6485.38 亿元，增速分别为 8.5%、6.6% 和 6.3%，增速有所放缓，系减税降费等政策施行所致；2016—2018 山东省税收收入分别为 4212.57 亿元、4419.27 亿元和 4897.91 亿元，税收占一般公共预算收入的比重分别为 71.88%、72.46% 和 75.52%，一般公共预算收入质量持续提升。2016—2018 年，山东省一般公共预算支出分别为 8749.57 亿元、9257.66 亿元和 10098.96 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为 66.98%、65.88% 和 64.22%，财政自给能力有所下滑。2019 年 1—6 月，山东省一般公共预算收入 3739 亿元，同比增长 1.9%，其中税收收入 2717 亿元，同比下降 0.3%；2019 年上半年，山东省累计兑现减税 570 亿元，随着减税降费政策的持续落实，全省一般公共预算收入增速继续放缓。

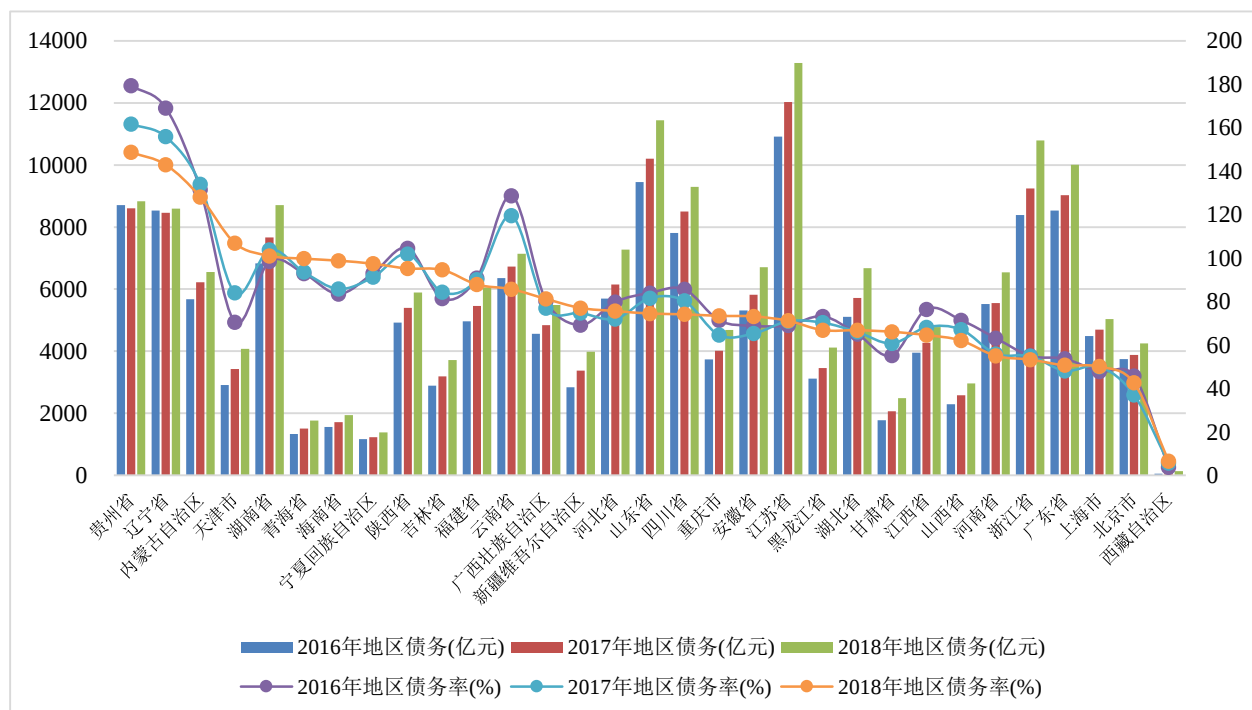
近三年，山东省负债率¹略有增长，分别为 14.09%、14.03% 和 14.96%，债务负担轻。截至 2018 年底，山东省全省地区债务²11435.3 亿元，山东省地区债务率³为 74.48%，在全国范围比较，山东省地区债务率处于全国偏低水平，政府偿债能力一般。

¹ 负债率=政府债务余额/GDP*100%

² 地区债务=政府一般债务+政府专项债务

³ 地区债务率=地区债务/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）*100%

图1 2016—2018年全国各省市地区债务情况

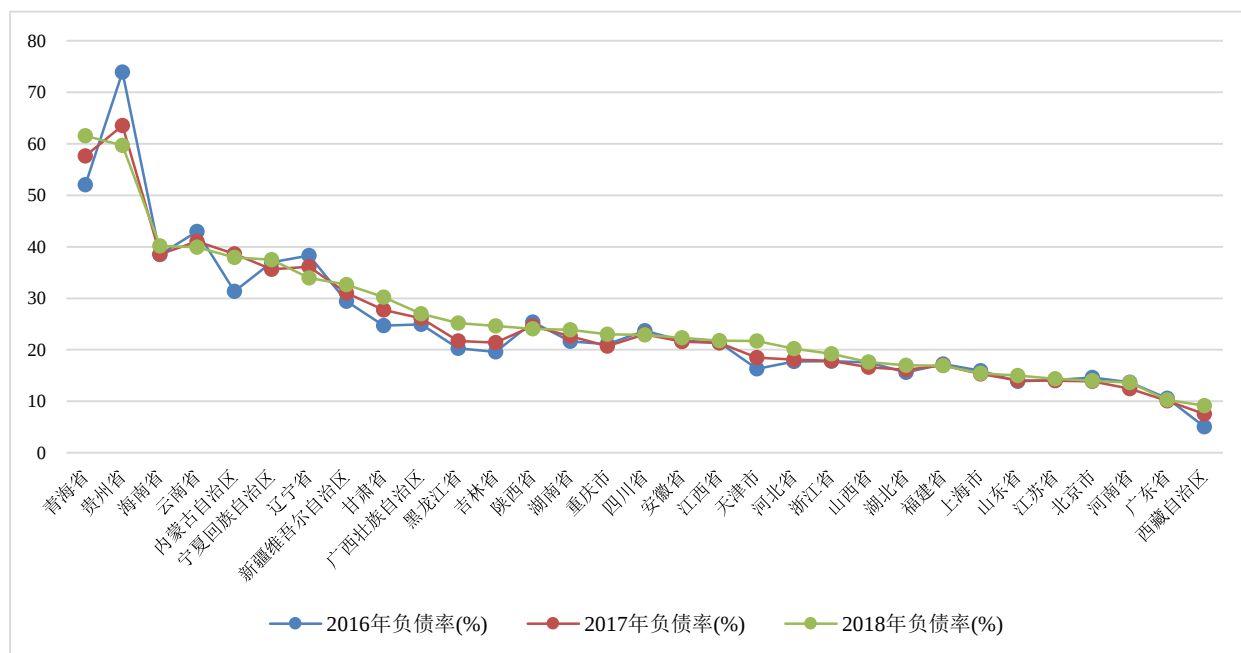


注：1.地区债务=政府一般债务+政府专项债务

2.地区债务率=地区债务/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图2 2016—2018年全国各省市地区负债率变化情况



注：1.地区债务=政府一般债务+政府专项债务

2.地区负债率=地区债务/地区生产总值

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表3 2018年全国各省市主要财政及债务数据对比

项目	一般公共预算收入（亿元）		财政自给率（%）		政府债务余额（亿元）		负债率（%）		债务率（%）	
	规模	排名	规模	排名	规模	排名	规模	排名	规模	排名
广东省	12102.9	1	76.91	3	10007.81	4	10.29	30	50.66	28
江苏省	8630.2	2	74.03	5	13285.55	1	14.35	27	71.15	20
上海市	7108.1	3	85.11	1	5034.88	18	15.41	25	50.08	29
浙江省	6598.2	4	76.48	4	10794.43	3	19.21	21	53.30	27
山东省	6485.4	5	64.22	7	11436.57	2	14.96	26	74.48	16
北京市	5785.9	6	77.48	2	4248.89	21	14.01	28	42.57	30
四川省	3910.9	7	40.24	19	9298.73	5	22.86	16	74.14	17
河南省	3766.0	8	40.80	18	6541.30	14	13.61	29	55.01	26
河北省	3513.9	9	45.51	14	7278.26	9	20.21	20	75.65	15
湖北省	3307.0	10	45.57	13	6675.69	12	16.96	23	66.82	22
安徽省	3048.7	11	46.39	12	6704.65	11	22.34	17	73.17	19
福建省	3007.4	12	62.18	8	6056.67	15	16.92	24	87.80	11
湖南省	2860.7	13	37.99	21	8708.19	7	23.91	14	101.01	5
辽宁省	2616.1	14	49.14	11	8596.24	8	33.96	7	142.93	2
江西省	2372.3	15	41.84	17	4779.41	19	21.74	18	64.57	24
山西省	2292.6	16	53.50	9	2963.67	26	17.62	22	62.10	25
重庆市	2266.0	17	49.89	10	4690.41	20	23.03	15	73.41	18
陕西省	2243.1	18	42.31	16	5886.91	16	24.09	13	95.20	9
天津市	2106.2	19	67.85	6	4078.36	23	21.68	19	106.86	4
云南省	1994.3	20	32.83	23	7139.80	10	39.93	4	85.69	12
内蒙古自治区	1857.5	21	38.65	20	6555.31	13	37.92	5	128.10	3

贵州省	1726.8	22	34.42	22	8834.14	6	59.66	2	148.64	1
广西壮族自治区	1681.5	23	31.66	25	5493.45	17	26.99	10	81.19	13
新疆维吾尔自治区	1531.5	24	30.72	27	3980.20	24	32.63	8	77.02	14
黑龙江省	1282.5	25	27.43	28	4116.52	22	25.16	11	66.83	21
吉林省	1240.9	26	32.74	24	3711.62	25	24.62	12	94.59	10
甘肃省	870.8	27	23.07	29	2492.13	27	30.22	9	66.08	23
海南省	752.7	28	44.66	15	1941.71	28	40.18	3	98.81	7
宁夏回族自治区	444.4	29	31.06	26	1389.18	30	37.49	6	97.37	8
青海省	272.9	30	16.56	30	1763.20	29	61.54	1	99.71	6
西藏自治区	230.4	31	11.67	31	134.79	31	9.12	31	6.57	31
全国中位数	2292.6	--	42.31	--	5886.91	--	22.86	--	74.48	--
全国均值	3158.3	--	46.22	--	5955.44	--	25.57	--	79.73	--

注：负债率=地方政府债务/GDP；债务率=地方政府债务/地方综合财力

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、山东省各地级市经济及财政实力

1. 山东省各地级市经济实力

山东省各地级市经济发展分化程度较高，其中以青岛市、烟台市等沿海城市为主的蓝色半岛经济区的经济和财政实力明显高于其他区域。青岛市作为计划单列城市及副省会城市，经济发展水平处于领先地位，省会济南市和烟台市具有较强的经济实力，综合实力排在青岛市之后。

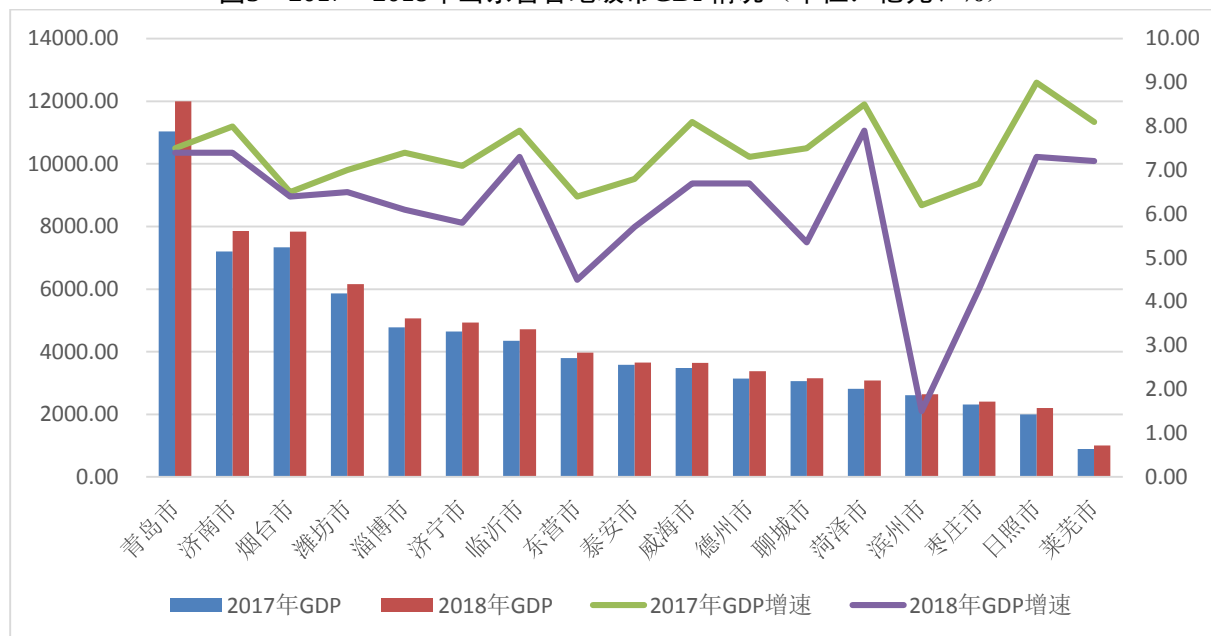
截至 2018 年底，山东省共辖 17 个地级市⁴，分别是济南市、青岛市、淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、滨州市、德州市、聊城市、临沂市、菏泽市和莱芜市。从区域发展看，山东省已形成“两区一圈一带”格局，“两区”指山东半岛蓝色经济区和黄河三角洲高效生态经济区，“一圈”指省会城市群经济圈，“一带”指西部经济隆起带。其中，山东半岛蓝色经济区主要为沿海城市，包括青岛市、东营市、烟台市、潍坊市、威海市、日照市六市；黄河三角洲高效生态经济区主要包括东营市、滨州市两市；省会城市群经济圈包括济南市、淄博市、泰安市、莱芜市、德州市、聊城市、滨州市七市；西部经济隆起带主要包括枣庄市、济宁市、临沂市、德州市、聊城市、菏泽市六市。从区域发展看，山东半岛蓝色经济区的经济实力及财政实力明显高于其他区域。

从山东省地级市 GDP 方面看，青岛市的 GDP 规模和增速处于领先地位，2017—2018 年，青岛市 GDP 分别为 11037.28 亿元和 12001.50 亿元，GDP 增速分别为 7.5%和 7.4%，2018 年青岛市 GDP 占全省的比重为 15.69%。济南市和烟台市的 GDP 规模仅次于青岛市，2018 年，上述两个地级市的 GDP 规模分别为 7856.56 亿元和 7232.58 亿元；潍坊市和淄博市的 GDP 规模均超过 5000 亿元；GDP 规模在 5000~3000 亿元的地级市有济宁市、临沂市、东营市、泰安市、威海市、德州市、聊城市和菏泽市；日照市、滨州市、枣庄市和莱芜市经济实力较弱，GDP 均不到 3000 亿元。总体看，山东省各地级市经济分化程度较高，青岛市的 GDP 规模及增速处于绝对领先地位，济南市、烟台市、潍坊市和淄博市经济体量其次，滨州市、枣庄市、日照市和莱芜市经济体量小。从人均 GDP 来看，2017 年和 2018 年东营市、青岛市和威海市的人均 GDP 处于省内最高，而聊城市、

⁴ 莱芜市于 2019 年 1 月撤市划区并入济南市，文中引用的莱芜市的数据为 2019 年 1 月以前，故将其列入地级市序列

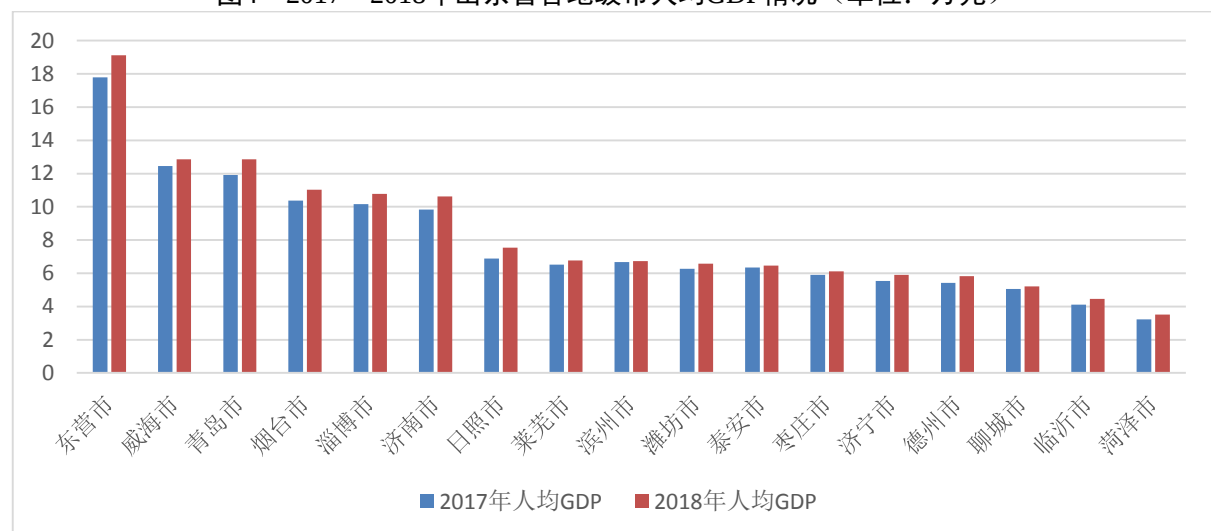
临沂市和菏泽市规模最小，人均GDP差异主要为地方经济实力及人口规模等因素所致。

图3 2017—2018年山东省各地级市GDP情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图4 2017—2018年山东省各地级市人均GDP情况（单位：万元）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

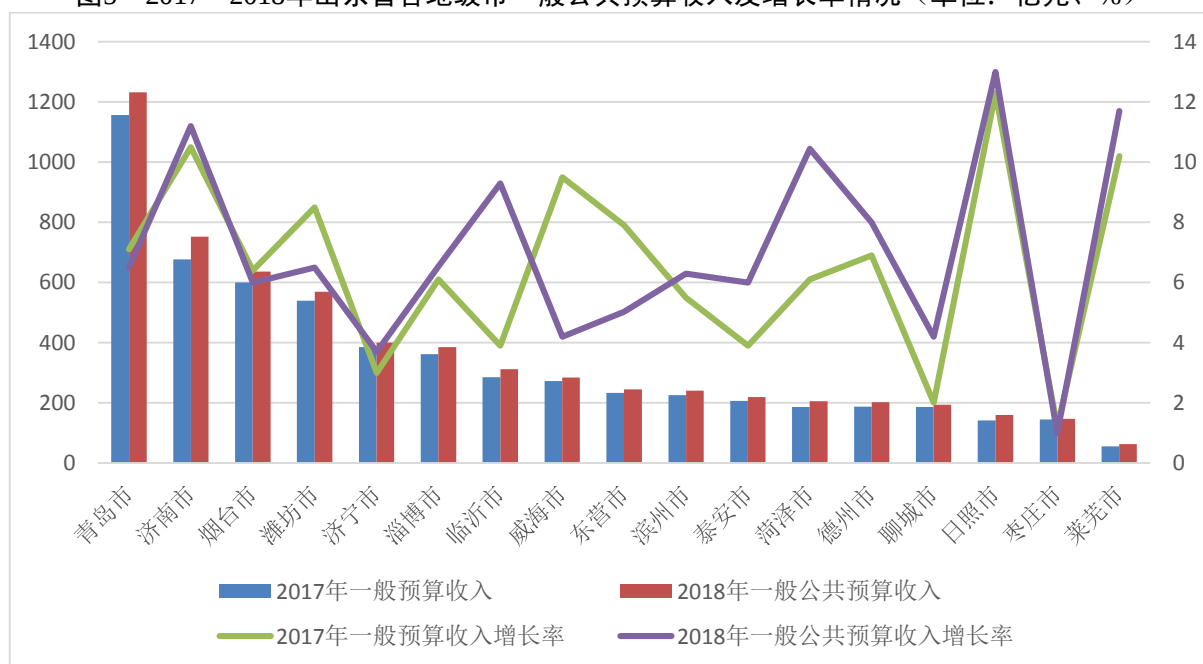
2. 山东省各地级市财政收入及政府债务情况

山东省各地级市的财政实力分化较为明显，其中青岛市和济南市的财政实力最强。近年来，山东省各地级市一般公共预算收入质量较好，部分地级市政府债务负担较重。

从一般公共预算收入来看，青岛市遥遥领先，2018 年达到 1231.91 亿元，济南市、烟台市和潍坊市一般公共预算收入均超过了 500 亿元，分别为 752.80 亿元、636.62 亿元

和 569.80 亿元，其余城市除聊城市、日照市、枣庄市和莱芜市外，一般公共预算收入均超过了 200 亿元。一般公共预算收入增长率方面，日照市、莱芜市和济南市的增长率处于省内最高水平，2017—2018 年上述 3 个地级市的一般公共预算收入增长率均保持在 11% 以上，2018 年分别为 13.00%、11.70% 和 11.20%。菏泽市、临沂市和德州市的一般公共预算收入增速处于 8%~11% 之间，2018 年分别为 10.44%、9.30% 和 8.00%。枣庄市的一般公共预算收入增长率处于全省最低水平，2017—2018 年分别为 1.20% 和 1.00%。

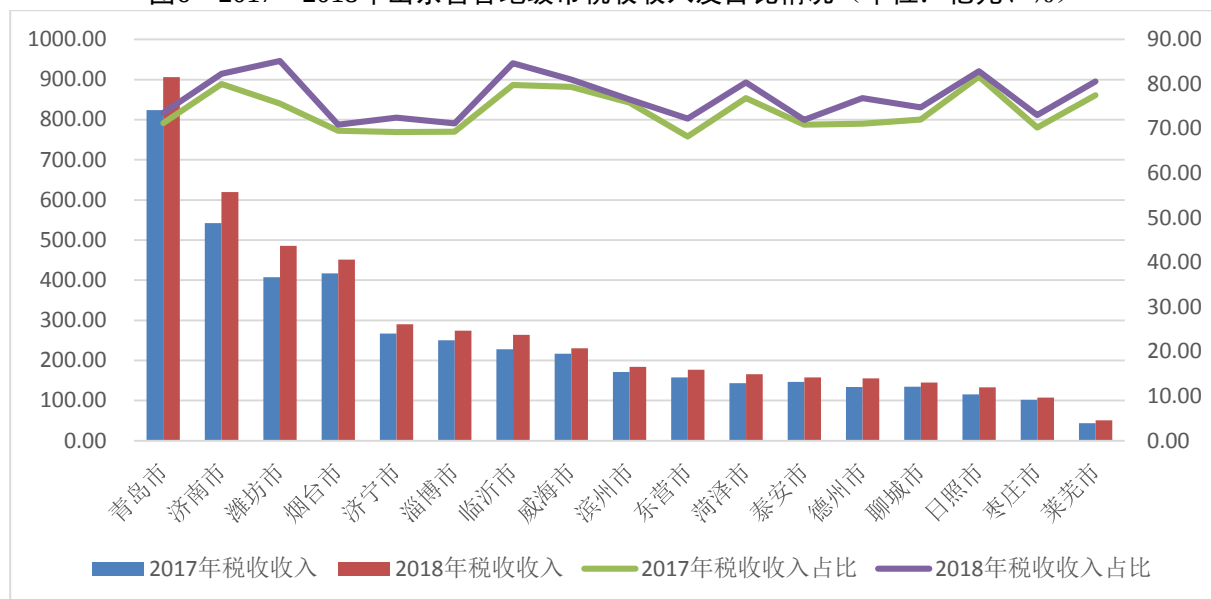
图5 2017—2018年山东省各地级市一般公共预算收入及增长率情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

山东省各地级市税收收入占一般公共预算收入的比重均在 70% 以上，一般公共预算收入质量较好，其中，潍坊市税收占比高达 85.17%，临沂市紧随其后为 84.67%。对比 2017 年来看，山东省各地级市税收占比均实现了增长，其中潍坊市有较大增幅，泰安市、威海市、日照市、滨州市和烟台市增幅较小。

图6 2017—2018年山东省各地级市税收收入及占比情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从政府性基金收入来看，山东省各地级市收入分化较重，其中济南市的收入规模最大，2018 年达 1340.21 亿元，远超其他地级市，其次为青岛市和潍坊市，2018 年分别为 885.52 亿元和 607.60 亿元，其余地级市政府性基金收入规模均在 500 亿元以下，其中莱芜市规模最小，2018 年为 38.56 亿元。从政府性基金收入增速来看，东营市和菏泽市的增速最大，近三年的年均复合增长率分别为 188.65%和 115.38%，青岛市增速最小，近三年复合增长仅为 6.92%。从政府性基金收入占一般公共预算收入的比重均值来看，济南市和菏泽市占比均超过 100%，且上述两个地级市过往三年的政府性基金收入占当年一般公共预算收入的比重持续增长，政府财力对基金预算收入的依赖性逐步增强；淄博市、莱芜市、滨州市、东营市和烟台市的比重均值较小，处于 40%以下；其余大部分地级市的比重均值处于 50%~95%之间。总体看，山东省部分地级市政府财政收入对政府性基金收入的依赖性较高，当地财政收入的实现性易受房地产市场景气度以及土地出让进度的影响。

表4 2016—2018年山东省各地级市政府性基金收入情况

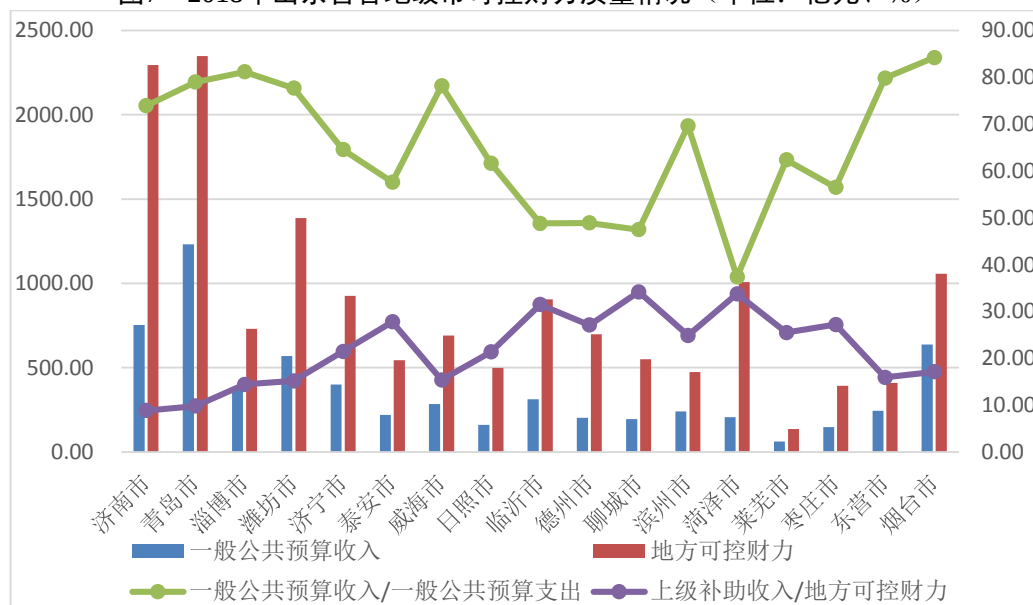
地级市	政府性基金收入(亿元)				政府性基金收入/一般公共预算收入(%)			
	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率(%)	2016 年	2017 年	2018 年	均值
青岛市	774.66	534.36	885.52	6.92	69.50	46.18	71.88	62.52
济南市	766.75	889.23	1340.21	32.21	119.58	131.31	178.03	142.97
烟台市	111.73	153.03	239.41	46.38	19.36	25.49	37.61	27.49
潍坊市	332.50	429.7	607.60	35.18	63.75	79.69	106.63	83.36

淄博市	92.35	104.08	240.49	61.37	26.74	28.78	62.43	39.32
济宁市	151.81	179.3	326.86	46.73	38.77	46.49	81.71	55.66
临沂市	158.7	208.97	308.80	39.49	54.00	73.24	99.04	75.42
东营市	12.05	61.37	100.40	188.65	45.83	26.35	41.05	37.75
泰安市	66.6	86.63	174.20	61.73	32.22	41.82	79.36	51.13
威海市	245.64	245.48	299.17	10.36	94.30	89.89	105.18	96.46
德州市	78.69	168.54	306.80	97.45	42.88	89.90	151.51	94.76
聊城市	85.46	105.56	168.05	40.23	45.58	56.60	86.50	62.89
菏泽市	99.55	262.72	461.78	115.38	53.80	140.83	224.13	139.59
滨州市	61.76	68.23	115.36	36.67	28.07	30.18	47.96	35.40
枣庄市	53.58	88.9	139.11	61.13	36.35	61.23	94.83	64.13
日照市	75.95	104.63	232.30	74.89	59.00	74.03	145.19	92.74
莱芜市	12.36	15.65	38.56	76.63	23.32	27.94	61.63	37.63

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从可控财力来看，青岛市可控财力最高，2018 年为 2347.37 亿元，济南市紧随其后，为 2295.81 亿元，潍坊市、烟台市和菏泽市均超过 1000 亿元，其余地级市中，济宁市、临沂市、淄博市、德州市、威海市、聊城市和泰安市可控财力在 500~1000 亿元之间。其余地级市的可控财力均小于 500 亿元，其中莱芜市的可控财力规模最小，为 135.72 亿元。总体看，山东省各地级市财政实力分化明显，青岛市和济南市处于绝对领先地位。

图7 2018年山东省各地级市可控财力质量情况（单位：亿元、%）

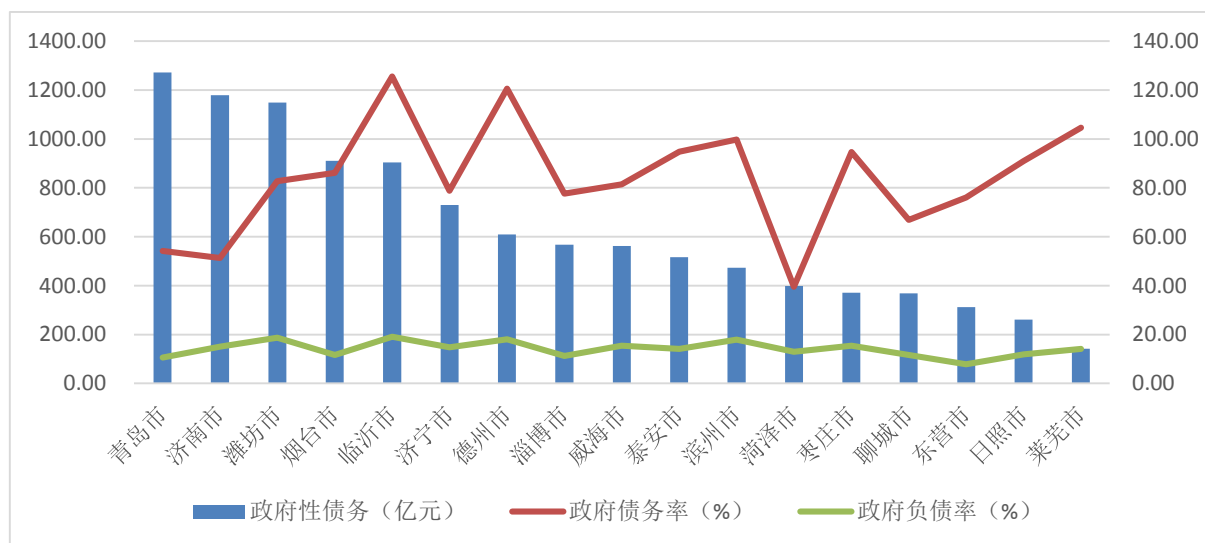


资料来源：联合资信根据公开资料整理

山东省各地级市政府债务规模分化较重，青岛市、济南市和潍坊市的政府债务规模排在全省前 3 位，债务规模均超过千亿元，烟台市和临沂市的政府债务规模超过 900 亿

元，其余地级市政府债务规模均在 800 亿元以下，其中莱芜市的政府债务规模最小。从政府债务率来看，除聊城市、青岛市、济南市和菏泽市以外，其余地级市的政府债务率均超过 70%，其中临沂市、德州市和莱芜市政府债务率均超过 100%，分别为 125.50%、120.57%和 104.63%，政府债务负担最重。从政府负债率来看，山东省各地级市指标均在 20%以下。

图8 2018年底山东省各地级市政府债务情况



注：政府性债务=政府一般债务+政府专项债务；政府债务率=政府性债务/地方综合财力*100%；政府负债率=政府性债务/地区生产总值*100%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、山东省地级市城投企业⁵偿债能力

1. 地级市城投企业概况

山东省城投企业区域集中度较高，主要位于环渤海地区。从级别分布看，受区域经济及财政实力影响，AAA 城投企业集中在省本级、青岛市和济南市。山东省大部分地级市均有级别为 AA⁺ 的城投企业，但级别为 AA 的城投企业数量最多。

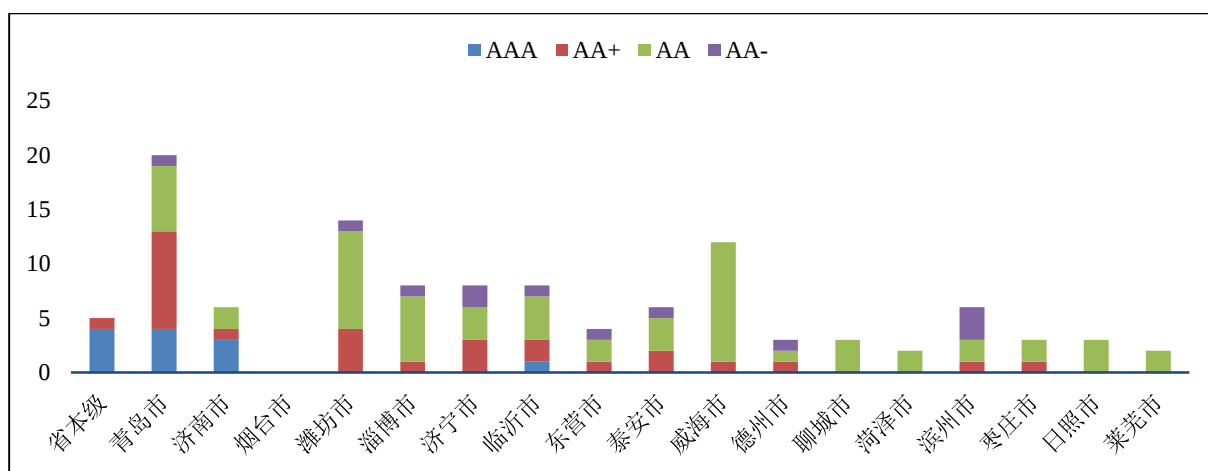
截至 2019 年 9 月底，山东省有存续债且有主体级别的城投企业共 112 家⁶。其中，省本级城投企业 5 家，地级市本级城投企业 26 家，地级市下辖区级城投企业 30 家，园区城投企业 13 家，县级市/县城投企业 38 家；主体级别为 AAA 的城投企业 12 家，主体级别为 AA⁺ 的城投企业 27 家，主体级别为 AA 的城投企业 61 家，主体级别为 AA⁻ 的城投企业 12 家。

⁵ 本文中只讨论截至 2019 年 9 月底有存续债的城投企业

⁶ 联合资信通过公开数据整理，截至 2019 年 9 月底有存续债的城投企业

分地级市来看，青岛市的城投企业个数最多，达到 20 家，其次为潍坊市（14 家）、威海市（12 家）、临沂市（8 家）、淄博市（8 家）、济宁市（8 家）、济南市（6 家）和滨州市（6 家），其余地级市平台数量相对较少。从级别分布看，受区域经济及财政实力影响，AAA 城投企业主要集中于省本级及经济财政实力强的青岛市和济南市，其余地级市中只有临沂市有 1 家 AAA 城投企业，但临沂市与其他 AAA 城投企业所属区域的经济和财政实力的差距较大。除烟台市、聊城市、菏泽市、日照市和莱芜市以外，其余地级市均有 AA+ 城投企业，烟台市无存续级别的城投企业，聊城市、菏泽市、日照市和莱芜市城投企业最高级别为 AA，级别为 AA- 的城投企业全部位于区县、高新区及经开区。

图 9 2019 年 9 月底山东省城投企业级别分布情况



资料来源：Wind、联合资信整理

2. 山东省城投企业债务负担与偿债能力分析

近年来，山东省城投企业有息债务规模持续增长，债务结构普遍以长期债务为主。山东省各地级市城投企业有息债务规模差异较大，其中青岛市城投企业有息债务规模远高于其他地级市。山东省城投企业债务负担持续增长，其中青岛市、济南市、菏泽市和泰安市城投企业债务负担较重。山东省大部分地级市城投企业的偿债能力及筹资力度有所下降，部分地级市城投企业融资压力明显加大，考虑到山东省内城投企业在未来两年将面临集中兑付压力，城投企业未来的偿债压力、融资状况和融资成本变化需密切关注。

2016—2018 年，山东省城投企业有息债务规模持续增长，年均复合增长 18.55%，2018 年底为 13486.08 亿元，其中省本级城投企业有息债务规模为 2479.97 亿元，占比 18.39%。从山东省各地级市城投企业债务规模来看，山东省城投企业有息债务规模差异较大，其中青岛市城投企业有息债务规模远高于其他地级市，截至 2018 年底，城投企

业有息债务规模在 1000 亿元以上的地级市有青岛市、济南市和潍坊市，债务规模在 500~1000 亿元的地级市有泰安市、威海市、济宁市和淄博市，其余地级市城投企业有息债务规模均小于 500 亿元。从各地级市城投企业有息债务期限结构看，债务结构普遍以长期债务为主。从各地级市城投企业短期债务占全部债务的比重看，截至 2018 年底，莱芜市城投企业短期债务占全部债务的比重最高，但由于莱芜市城投企业全部债务规模较小，莱芜市城投企业短期债务偿付压力对地方财力冲击程度一般；其余地级市中除了德州市、泰安市、威海市城投企业短期债务集中度较低以外，剩余地级市城投企业短期债务占比均超过了 15%，其中聊城市、潍坊市和菏泽市城投企业短期债务占全部债务的比重分别为 30.28%、28.01%和 25.43%，占比较高。从各地级市城投企业有息债务近三年的变化情况看，德州市增速最快，三年年均复合增长率达 85.32%，德州市城投企业近三年融资扩张明显；其次是菏泽市、青岛市、济南市、威海市、滨州市、日照市、聊城市共 7 个地级市，增速均在 20%~30%左右，融资扩张速度适中；其余各地级市城投企业有息债务增速相对较慢，潍坊市和临沂市出现负增长。从 2018 年各地级市城投企业有息债务增速看，德州市、菏泽市、青岛市和聊城市城投企业有息债务增幅大，而潍坊市、淄博市、临沂市、东营市、枣庄市和莱芜市城投企业出现了不同程度的债务收缩，其中临沂市城投企业有息债务规模近三年持续收缩。

表5 2016—2018年底山东省城投企业有息债务情况（单位：亿元、%）

地区	全部债务			2018 年底 短期债务占全 部债务比重	年均复合增长率	2018 年增速
	2016 年底	2017 年底	2018 年底			
山东省	9596.32	11804.84	13486.08	22.30	18.55	14.24
省本级	1433.94	1943.36	2479.97	32.17	31.51	27.61
青岛市	2245.49	3016.87	3688.88	21.76	28.17	22.28
济南市	949.56	1279.18	1470.06	15.03	24.42	14.92
潍坊市	1159.51	1197.48	1139.67	28.01	-0.86	-4.83
淄博市	480.79	517.12	503.74	21.87	2.36	-2.59
济宁市	743.02	800.32	848.35	25.00	6.85	6.00
临沂市	478.93	409.55	387.97	17.46	-10.00	-5.27
东营市	75.63	84.20	80.59	22.14	3.23	-4.29
泰安市	765.30	913.85	952.38	11.97	11.56	4.22
威海市	573.86	771.14	863.15	13.47	22.64	11.93
德州市	58.22	75.74	199.95	8.58	85.32	164.00

聊城市	109.96	129.99	158.79	30.28	20.17	22.16
菏泽市	84.62	103.76	144.52	25.43	30.69	39.28
滨州市	154.44	216.03	230.60	17.05	22.19	6.74
枣庄市	105.90	108.33	108.10	20.19	1.03	-0.21
日照市	109.51	159.60	159.82	19.81	20.81	0.14
莱芜市	67.64	78.32	69.54	46.87	1.39	-11.21

注：1.截至 2018 年底，烟台市城投企业无存续债券，故上表中无烟台市城投债务数据及相关分析；

2.枣庄市城投企业滕州市城市国有资产经营有限公司 2018 年财务数据未能获取，2018 年底相关财务数据以 2019 年 6 月底财务数据计算；

3.短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据；

4.长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务部分；

5.全部债务=短期债务+长期债务

资料来源：联合资信整理

从债务指标看，2016—2018 年，山东省城投企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，山东省城投企业债务负担持续增长。从山东省各地级市城投企业债务指标看，2018 年，青岛市、济南市、菏泽市、泰安市、聊城市和日照市城投企业资产负债率均超过 60%，全部债务资本化比率均超过 50%，上述地级市城投企业债务负担较重。

表 6 2016—2018 年底山东省城投企业有息债务指标情况（单位：%）

地区	资产负债率			全部债务资本化比率		
	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底
山东省	48.35	48.82	49.86	43.70	44.81	45.04
省本级	54.03	54.48	59.23	48.97	49.96	50.96
青岛市	54.90	59.41	61.36	53.40	55.55	58.07
济南市	63.24	67.52	66.59	55.16	60.65	59.61
潍坊市	46.64	47.57	46.70	41.02	39.99	37.41
淄博市	46.27	46.10	45.16	40.21	39.98	38.06
济宁市	54.69	55.94	57.30	48.98	49.50	49.69
临沂市	46.16	43.35	43.59	35.13	31.95	30.47
东营市	21.96	21.51	20.69	17.22	16.98	16.05
泰安市	56.52	59.62	61.04	50.23	52.67	52.62
威海市	37.77	39.90	40.94	31.43	34.78	35.76
德州市	26.71	28.43	41.39	24.21	24.73	38.52
聊城市	52.62	55.83	63.16	46.26	46.37	50.11
菏泽市	50.70	56.10	62.89	42.94	47.87	55.89

滨州市	35.04	41.98	43.99	30.51	37.06	38.89
枣庄市	45.92	58.26	49.27	34.43	56.56	33.61
日照市	53.73	58.96	62.07	46.23	52.53	50.81
莱芜市	29.81	34.08	31.30	25.80	27.84	24.01

资料来源：联合资信整理

从各地级市城投企业存续债券未来五年（2020—2024 年）需偿还规模的分布看，假设附加回售选择权条款的存续债券均于回售日全部行权，山东省城投企业将于 2020—2022 年面临债券到期高峰，其中济宁市短期兑付压力相对较高，2020 年存续债券需偿还规模/2018 年地方可控财力的比例为 14.58%，其次为威海市、青岛市和泰安市，2020 年存续债券需偿还规模/2018 年地方可控财力的比例分别为 8.86%、8.48%和 7.75%。考虑到山东省城投企业存续债券将于 2020—2022 年面临集中兑付高峰期，部分地级市城投企业的融资压力将增大，山东省城投企业未来融资状况和融资成本变化需密切关注。

表 7 2019 年 11 月—2024 年山东省城投企业存续债券到期债务情况（单位：亿元）

地级市	2018 年底城投企业全部债务	2019 年 11—12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2020 年存续债券需偿还规模/2018 年地方可控财力（%）	2020 年存续债券需偿还规模/全部债务比重（%）
青岛市	3688.88	76.50	199.14	329.52	250.22	127.02	100.38	8.48	5.40
济南市	1470.06	--	117.20	89.70	61.40	36.00	49.00	5.10	7.97
潍坊市	1139.67	14.40	76.61	80.80	70.80	17.40	39.40	5.52	6.72
淄博市	503.74	--	41.70	59.10	37.32	9.32	48.32	5.70	8.28
济宁市	848.35	17.70	134.90	84.90	69.10	28.50	18.70	14.58	15.90
临沂市	387.97	10.40	14.54	22.46	11.06	11.06	8.66	2.02	3.75
东营市	80.59	--	5.60	6.40	11.60	11.60	6.00	1.36	6.95
泰安市	952.38	1.00	42.26	17.06	24.86	3.96	--	7.75	4.44
威海市	863.15	2.20	61.08	95.50	53.33	25.30	15.84	8.86	7.08
德州市	199.95	--	3.00	4.40	9.40	4.40	17.40	0.59	1.50
聊城市	158.79	1.35	9.20	5.20	8.30	5.20	--	1.67	5.79
菏泽市	144.52	1.94	3.34	3.34	1.94	1.94	--	0.33	2.31
滨州市	230.60	3.40	7.40	23.90	4.40	1.40	--	1.56	3.21
枣庄市	108.10	--	23.20	23.20	3.20	--	--	5.91	21.46

日照市	159.82	--	3.20	1.60	2.92	2.92	1.32	1.12	2.00
莱芜市	69.54	0.10	2.60	5.60	2.00	--	--	1.92	3.74

注：假设附加回售选择权条款的债券均在回售日全部行权

资料来源：Wind、联合资信整理

近年来，山东省城投企业现金类资产/短期债务的比重逐年下降，2018 年底山东省大部分地级市城投企业的现金类资产/短期债务倍数小于 1，其中东营市最高，比重为 1.90 倍，莱芜市最低，比重为 0.14 倍。山东省城投企业整体的经营活动现金流入额/总债务倍数变动不大，2018 年仅莱芜市比重在 1 倍以上，其余地级市均在 1 倍以下，其中青岛市最低，为 0.17 倍。整体看，山东省城投企业的偿债能力有所下降。

表 8 2016—2018 年底山东省城投企业偿债能力情况（单位：倍）

	现金类资产/短期债务			经营活动现金流入额/总债务		
	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底
全省	1.38	1.20	1.18	0.38	0.39	0.38
青岛市	0.56	0.98	0.63	0.16	0.18	0.17
济南市	2.73	1.38	1.38	0.33	0.35	0.24
潍坊市	0.75	0.96	0.66	0.35	0.45	0.40
淄博市	2.20	1.73	1.19	0.41	0.46	0.46
济宁市	0.82	0.80	0.72	0.64	0.59	0.63
临沂市	1.35	2.11	1.26	0.48	0.64	0.58
东营市	1.44	2.07	1.90	0.58	0.48	0.47
泰安市	1.46	2.26	1.28	0.37	0.34	0.53
威海市	2.45	1.69	1.49	0.65	0.71	0.69
德州市	2.00	3.03	1.65	0.49	0.49	0.46
聊城市	1.72	1.05	0.75	0.72	0.82	0.69
菏泽市	1.25	0.88	0.60	0.37	0.50	0.32
滨州市	1.49	0.99	0.92	0.86	0.50	0.35
枣庄市	2.28	0.48	0.69	0.46	0.37	0.61
日照市	0.97	1.38	0.61	0.34	0.27	0.30
莱芜市	0.59	0.61	0.14	0.70	0.75	1.21

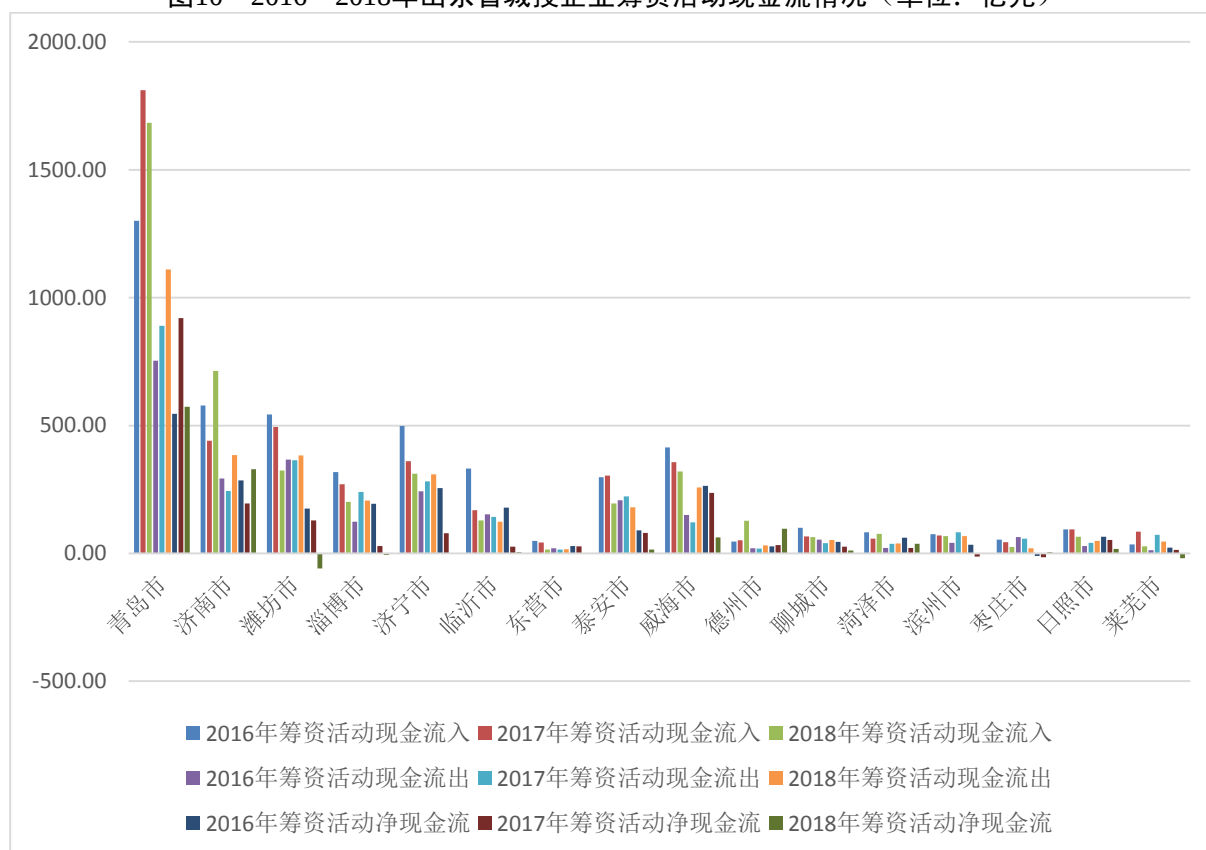
注：上表中的全省数据为山东省内所有城投企业合计数据

资料来源：联合资信整理

从各地级市城投企业筹资活动现金流状况看，2016—2018 年，青岛市、济南市和德

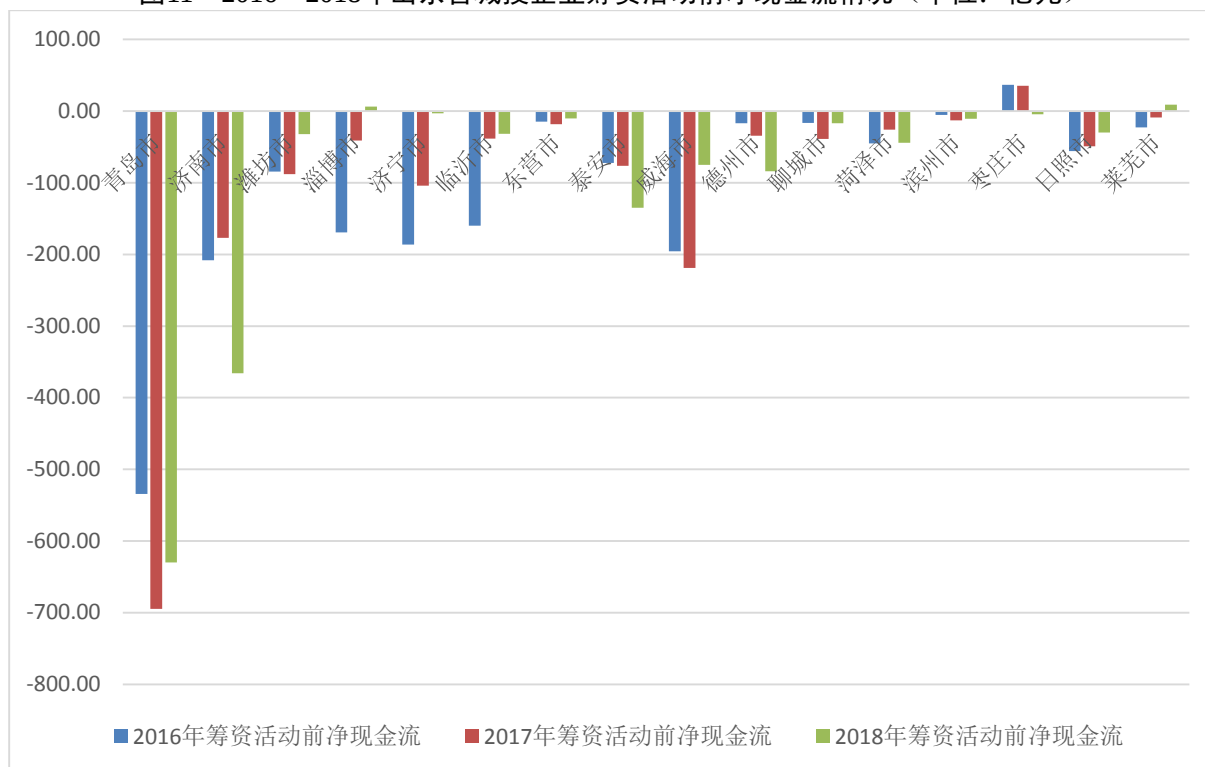
州市城投企业筹资活动现金流入波动上升，年均复合增长率分别为 13.80%、11.08%和 65.37%，其余地级市城投企业筹资活动现金流入均呈波动下降趋势，山东省大部分地级市城投企业筹资力度有所下降。反观筹资活动现金流出情况，近三年除临沂市、东营市、泰安市和枣庄市城投企业筹资活动现金流出有不同程度下降外，其余地级市城投企业筹资活动现金流出均有所增长。受流入减少、流出增多趋势的共同影响，山东省大部分地级市城投企业筹资活动净现金流均大幅下降，但经济实力较强的青岛市和济南市仍保有较大规模的筹资活动现金净流入。从筹资活动前净现金流看，2018 年除淄博市和莱芜市为净流入以外，山东省其余各地级市均为净流出态势，其中青岛市、济南市和泰安市资金缺口最大。从筹资活动后净现金流来看，2016—2018 年，山东省地级市城投企业筹资活动后净现金流整体呈下降趋势，其中青岛市、济南市、潍坊市、泰安市和临沂市在 2018 年降幅明显，上述地级市的城投企业融资压力明显加大。

图10 2016—2018年山东省城投企业筹资活动现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、联合资信整理

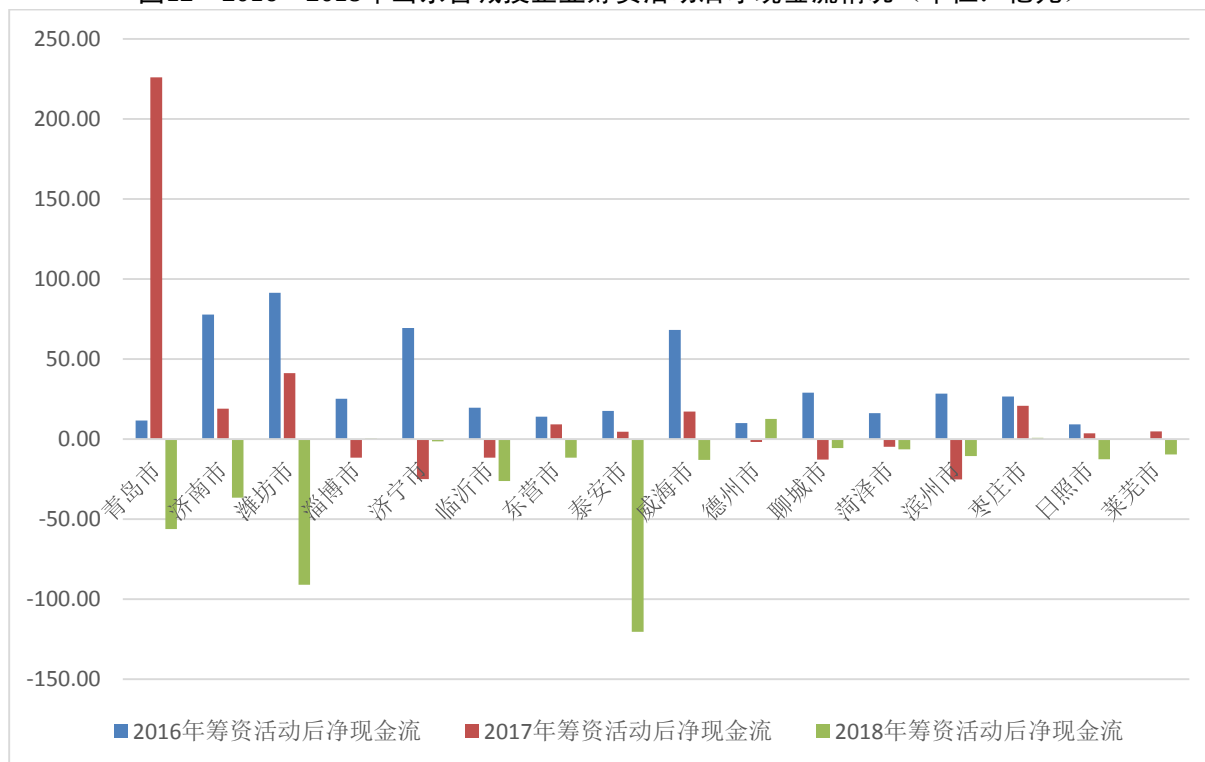
图11 2016—2018年山东省城投企业筹资活动前净现金流情况（单位：亿元）



注：筹资活动前净现金流=经营活动净现金流+投资活动净现金流

资料来源：Wind、联合资信整理

图12 2016—2018年山东省城投企业筹资活动后净现金流情况（单位：亿元）



注：筹资活动后净现金流=经营活动净现金流+投资活动净现金流+筹资活动净现金流

资料来源：Wind、联合资信整理

3. 考虑政府支持后山东省城投企业偿债能力⁷

山东省城投企业全部债务高于地方政府债务余额，考虑政府支持后山东省城投企业整体的偿债能力一般。

2018 年山东省城投企业全部债务/地区不完全统计债务⁸的比重为 52.86%，城投企业全部债务高于地方政府债务，分地级市来看，青岛市、泰安市、威海市、济南市和济宁市的占比超过 50%，其余地级市均在 50%以下。山东省大部分地级市地区不完全统计债务/GDP 较低，仅青岛市和泰安市的指标超过了 40%，其余地级市的指标均在 40%以下。从地方政府财力对地区不完全统计债务的保障程度看，泰安市、威海市、青岛市的地方政府财力对地区不完全统计债务的覆盖程度较低；由于东营市和菏泽市发债城投有息债务规模较小，地方政府财力对地区不完全统计债务的覆盖程度较高。总体看，山东省各地级市地方政府财力对地区不完全统计债务的保障程度一般，考虑政府支持后山东省城投企业整体偿债能力一般。

表9 2018年山东省各地级市地区不完全统计债务负担情况（单位：%）

地级市	城投企业全部债务/地区不完全统计债务	地区不完全统计债务/GDP	地区不完全统计债务/一般公共预算收入	地区不完全统计债务/政府基金预算收入	地区不完全统计债务/地方综合财力
山东省	52.86	29.80	370.97	362.41	155.31
青岛市	74.36	41.34	402.71	560.23	211.34
济南市	55.48	33.72	351.96	197.70	115.41
潍坊市	49.80	37.17	401.59	376.61	164.87
淄博市	47.00	21.15	278.21	445.64	146.60
济宁市	53.75	32.01	394.57	482.89	170.54
临沂市	30.04	27.38	414.23	418.25	179.38
东营市	20.53	9.88	160.51	391.01	95.67
泰安市	64.81	40.24	669.43	843.51	269.52
威海市	60.58	39.13	500.94	476.28	206.58
德州市	24.71	23.93	399.53	263.71	160.14
聊城市	30.15	16.71	271.11	313.41	95.69
菏泽市	26.63	17.62	263.36	117.50	53.81
滨州市	32.78	26.64	292.45	609.80	148.49

⁷ 城投企业作为地方基础设施尤其是公益性项目的投融资及建设主体，日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖，本文通过各地级市财政收入对“城投企业债务+地方政府债务”的保障程度来反映地方政府对辖区内城投企业有息债务的保障能力

⁸ 地区不完全统计债务=城投企业债务+地方政府债务

枣庄市	22.54	19.96	326.86	344.69	122.13
日照市	37.96	19.12	263.13	181.23	146.74
莱芜市	32.87	21.04	338.09	548.60	155.87

注：地区不完全统计债务=城投企业债务+地方政府债务

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、总结

总体看，山东省经济规模处于全国上游水平，一般公共预算收入排名全国前列，整体债务负担轻。山东省各地级市经济发展分化程度较高，其中青岛市等沿海城市及省会济南市的经济和财政实力明显高于其他地级市，发债城投企业主要集中在上述区域。山东省东部沿海城市和省会济南市的经济和财政实力明显高于其他地级市。近年来，山东省城投企业债务负担持续增长，其中青岛市、济南市、菏泽市和泰安市的城投企业债务负担较重。山东省大部分地级市城投企业的偿债能力及筹资力度有所下降，部分地级市城投企业融资压力明显加大，未来两年山东省存续城投债券将面临集中兑付高峰期。从外部支持看，山东省城投企业全部债务高于地方政府债务余额，考虑政府支持后山东省城投企业整体的偿债能力一般。

综合看，未来山东省出现大规模城投企业违约或行政级别较高的城投企业违约的可能性较低，整体偿债风险相对可控。考虑到未来山东省存续城投债到期量依然很高，部分地级市再融资压力依然较大，需持续关注面临集中偿付压力和地区债务负担重的地级市城投企业再融资情况和融资成本变化情况、偿债规模变化带来的阶段性信用风险以及城投企业向产业转型过程中可能存在转型失败而导致外部支持减弱的风险。