

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

承接地方政府专项债项目城投企业特征及信用分析 ——以江苏省为例

联合资信 公用评级 | 夏妍妍 | 路 君 | 蒋智超

我国地方政府专项债自 2014 年推出以来，管理制度得到不断完善、发行规模快速增长，在扩大有效投资、稳定经济增长方面发挥了重要的积极作用。本文分析发现，江苏省承接专项债项目城投企业在融资缺口、短期偿债能力、风险溢价水平方面表现整体优于未承接专项债项目城投企业。随着地方政府专项债的持续扩容，或有更多城投企业承接专项债项目，可给予该类城投企业更多关注，与此同时，还应对城投企业承接专项债项目是否存在资金闲置或违规使用情况以及项目建设进度等保持关注。



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



一、引言

地方政府专项债券是为有一定收益的公益性项目发行，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券¹，是在 2014 年《中华人民共和国预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）实施后，作为地方政府融资“开前门、堵后门”的重要手段推出的。历经多年的发展，地方政府专项债在品种和支持领域方面得到了丰富和拓展，在预算管理、限额分配与管理、项目配套融资、绩效管理、用途管理、风险防范等方面得到持续规范和完善，2019 年以来发行规模开始超过地方政府一般债券，对于扩大有效投资、稳定经济增长发挥了重要的积极作用。与此同时，城投企业作为主要从事地方基础设施建设的主力军，除了通过财政性资金和融资获得建设资金外，承接专项债项目也成为其项目建设的重要资金来源，那么我国承接地方政府专项债项目的城投企业情况如何？呈现哪些特征？承接地方政府专项债项目的城投企业与未承接的城投企业相比有何差异？其财务表现、受市场认可程度是否优于未承接的城投企业？本文通过对承接过政府专项债项目的城投企业进行梳理，分析其所处区域、行政层级、信用级别、承接项目类型等特征，并以江苏省为例对承接地方政府专项债项目的城投企业与未承接的城投企业的杠杆水平、债务期限结构、融资缺口、短期偿债能力、风险溢价水平进行比较，以探究承接政府专项债项目城投企业的特征及信用状况。

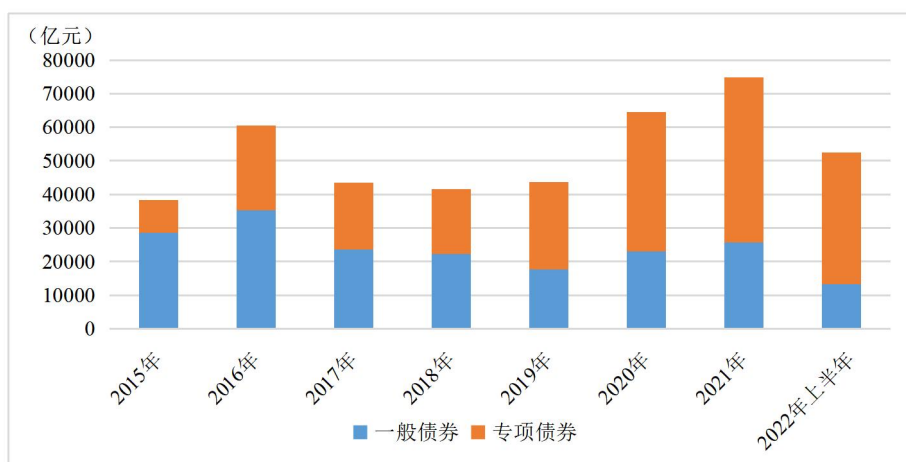
二、承接地方政府专项债项目城投企业总览

（一）地方政府专项债发展概述

2015 年以来，我国地方政府专项债券发行规模快速增长，预算管理、限额分配与管理、项目配套融资、绩效管理、用途管理、风险防范等制度持续完善。

2015—2021 年，我国地方政府债券发行规模波动增长，年均复合增长 11.78%，其中地方一般债券发行规模年均复合下降 1.81%，地方专项债券发行规模年均复合增长 30.98%，增幅显著，2021 年地方专项债券发行规模占地方政府债券发行规模的 65.74%，较 2015 年大幅上升 40.33 个百分点。地方政府专项债券发行规模的大幅增长主要受益于政策的鼓励与支持，2015 年以来，财政部等部门陆续出台了一系列政策，在推动地方政府专项债扩容的同时，持续加强管理，推动地方政府专项债的规范化发展。

¹ 来源于 2020 年 12 月财政部发布的《地方政府债券发行管理办法》。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2015—2021 年及 2022 年上半年全国地方政府债券发行概况

表 2.1 2015 年以来地方政府专项债相关政策梳理

发布时间	部门	政策/文件	重要内容
2014 年 4 月	全国人大常委会	《中华人民共和国预算法（2014 年修订）》	经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措
2014 年 10 月	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	地方政府举债采取政府债券方式。没有收益的公益性事业发展确需政府举借一般债务的，由地方政府发行一般债券融资，主要以一般公共预算收入偿还。有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还
2015 年 3 月	财政部	《2015 年地方政府专项债券预算管理办法》	专项债券收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理。省、自治区、直辖市政府为专项债券的发行主体，具体发行工作由省级财政部门负责
2016 年 11 月	财政部	《地方政府专项债务预算管理办法》	地方政府专项债务，包括地方政府专项债券、清理甄别认定的截至 2014 年 12 月 31 日非地方政府债券形式的存量专项债务。专项债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理。专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还。专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。非债券形式专项债务应当在国务院规定的期限内置换成专项债券。财政部在全国人民代表大会或其常务委员会批准的专项债务限额内，根据债务风险、财力状况等因素并统筹考虑国家调控政策、各地区公益性项目建设需求等，提出分地区专项债务限额及当年新增专项债务限额方案，报国务院批准后下达省级财政部门。省、自治区、直辖市应当在专项债务限额内举借专项债务，专项债务余额不得超过本地区专项债务限额
2017 年 3 月	财政部	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》	新增地方政府一般债务限额、新增地方政府专项债务限额分别按照一般公共预算、政府性基金预算管理方式不同，单独测算。新增限额分配管理应当遵循立足财力水平、防范债务风险、保障融资需求、注重资金效益、公平公开透明的原则
2017 年 6 月	财政部	《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》	2017 年优先选择土地储备、政府收费公路 2 个领域在全国范围内开展试点。鼓励有条件的地方立足本地区实际，围绕省（自治区、直辖市）党委、政府确定的重大战略，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还，项目成熟一个、

发布时间	部门	政策/文件	重要内容
------	----	-------	------

2017年至2018年	财政部等	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》 《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》 《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	地方政府土地储备专项债券是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还的地方政府专项债券。地方政府收费公路专项债券是指地方政府为发展政府收费公路举借，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。地方政府棚户区改造专项债券是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券
2018年8月	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	加快专项债券发行进度；提升专项债券发行市场化水平；优化债券发行程序；简化债券信息披露流程加快专项债券资金拨付使用等。财政部不再限制专项债券期限比例结构，各地应当根据项目建设、债券市场需求等合理确定专项债券期限
2019年6月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	对于实行企业化经营管理的项目，鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目。鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目。允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2020年7月	财政部	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	合理把握专项债券发行节奏；科学合理确定专项债券期限；优化新增专项债券资金投向，重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域；依法合规调整新增专项债券用途；严格新增专项债券使用负面清单，严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目等
2020年12月	财政部	《地方政府债券发行管理办法》	加强专项债券项目跟踪管理，严格落实项目收益与融资规模相平衡的有关要求，保障债券还本付息，防范专项债券偿付风险。地方财政部门应当均衡一般债券期限结构，充分结合项目周期、债券市场需求等合理确定专项债券期限，专项债券期限应当与项目期限相匹配。专项债券还应当全面详细公开项目信息、项目收益与融资平衡方案、债券对应的政府性基金或专项收入情况、由第三方专业机构出具的评估意见以及对投资者做出购买决策有重大影响的其他信息。专项债券还应当披露项目收益、对应的政府性基金或专项收入情况等
2021年7月	财政部	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	坚持“举债必问效、无效必问责”，遵循项目支出绩效管理的基本要求，注重融资收益平衡与偿债风险。地方财政部门应当跟踪专项债券项目绩效目标实现程度，对严重偏离绩效目标的项目要暂缓或停止拨款，督促及时整改。突出绩效管理结果的激励约束作用，将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债券额度分配的重要测算因素，并与有关管理措施和政策试点等挂钩等
2021年7月	国家发改委	《要求做好2022年地方专项债项目前期工作的相关通知》	充分发挥专项债在推动有效投资中的作用和效益，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量，促进投资稳定增长。明年专项债拟投向国务院确定的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等九大专项债券投向领域。禁投领域方面，不安排用于租赁住房建设以外的土地储备，不安排一般房地产项目、不安排产业项目，不安排楼宇管所项目
2021年11月	财政部	《地方政府专项债券用途调整操作指引》	专项债券资金使用，坚持以不调整为常态、调整为例外。专项债券一经发行，应当严格按照发行信息公开文件约定的项目用途使用债券资金，各地确因特殊情况需要调整的，应当严格履行规定程序，严禁擅自随意调整专项债券用途，严禁先挪用、后调整等行为
2022年5月	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	在依法合规、风险可控的前提下，财政部会同人民银行、银保监会引导商业银行对符合条件的专项债券项目建设主体提供配套融资支持，做好信贷资金和专项资金的有效衔接。在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等9大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围

数据来源：联合资信根据公开资料整理

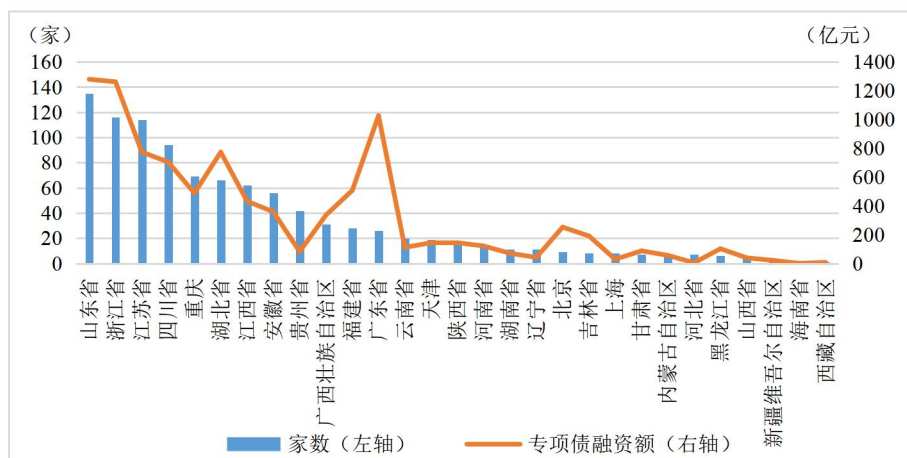
（二）承接地方政府专项债项目城投企业特征

除青海省和宁夏回族自治区外，我国 29 个省份均有城投企业承接专项债项目，承接地方政府专项债项目的城投企业区域分布以山东省、浙江省、江苏省等为主，区域集中度较高；承接专项债项目城投企业以地级市和区县级为主；承接专项债项目城投企业信用级别主要分布在 AA⁺级和 AA 级；城投企业承接专项债项目类型以市政和产业园区基础设施、轨道交通、棚户区改造、交通基础设施和生态环保为主；承接地方政府专项债项目的城投企业将专项债用作资本金的比例较低。

联合资信根据公开资料不完全统计，截至 2022 年 9 月 15 日²，我国有 995 家³城投企业承接了地方政府专项债项目，共承接地方政府专项债项目 2515 个，专项债融资额合计 9441.82 亿元。

1. 区域分布

除青海省和宁夏回族自治区外，我国 29 个省份均有城投企业承接专项债项目。从家数来看，山东省、浙江省和江苏省承接专项债项目的城投企业最多，均超过 100 家，分别占承接专项债项目城投企业总数的 13.60%、11.68%和 11.48%；从专项债融资额来看，山东省、浙江省和广东省承接专项债项目城投企业的专项债融资额排名前三，均超过 1000 亿元，分别占承接专项债项目城投企业承接专项债融资总额的 13.55%、13.37%和 10.88%。海南省、西藏自治区、新疆维吾尔自治区承接专项债项目城投企业家数和专项债融资额均较少。广东省虽然承接专项债项目城投企业仅 26 家，但专项债融资额较高（1026.18 亿元）。



注：按家数由高到低排序

² 下文分析中承接地方政府专项债城投企业口径均以该时间截点为基础。

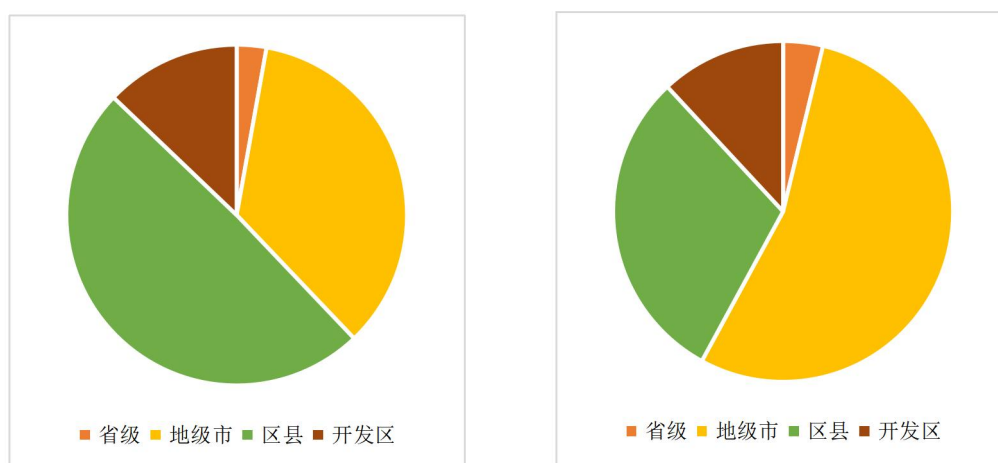
³ 受限于资料获取，不包括未发债城投企业，下同。

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 承接专项债项目城投企业区域分布

2. 行政层级分布

行政层级方面，我国承接专项债项目城投企业以地级市和区县级为主。从家数来看，承接专项债项目城投企业中地级市和区县级城投占比分别为 35.08%和 49.25%；从专项债融资额来看，承接专项债项目城投企业中地级市和区县级城投企业占比分别为 54.16%和 30.14%。



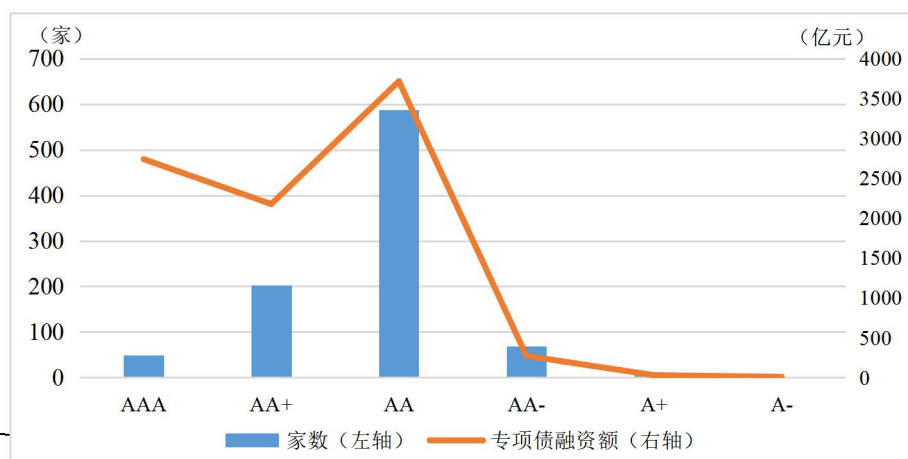
注：左图为按家数分布，右图为按专项债融资额分布；开发区含国家新区

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 承接专项债项目城投企业行政层级分布

3. 信用级别分布

从家数来看，承接专项债项目城投企业主体信用级别主要分布在 AA⁺级和 AA 级，占比分别为 22.19%和 64.26%；从专项债融资额来看，承接专项债项目城投企业信用级别以 AAA 级、AA⁺级和 AA 级为主，占比分别为 30.63%、24.34%和 41.56%。



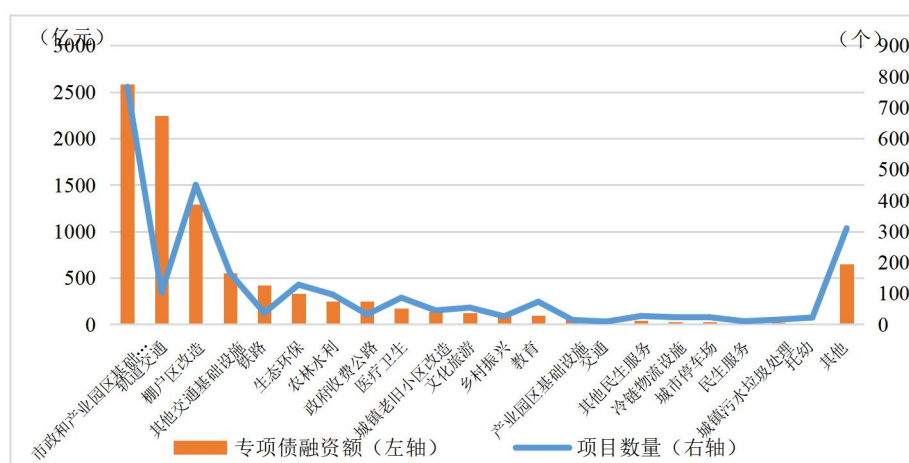
注：不含无公开级别城投企业

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 承接专项债项目城投企业信用级别分布

4. 项目类型

从城投企业承接专项债项目类型看，市政和产业园区基础设施、轨道交通、棚户区改造、交通基础设施和生态环保类型项目个数和专项债融资额均排名前六位，上述类型项目在城投企业承接专项债项目总数和专项债融资总额中占比分别为 64.14%和 74.13%，集中度较高。铁路类项目虽然项目数量较少，但专项债融资额排名第五位。



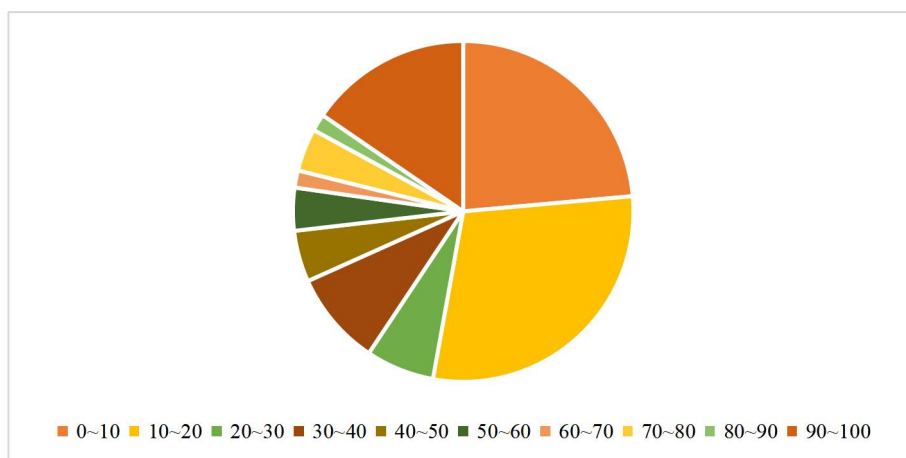
注：按专项债融资额由高到低排序；已将项目数量及专项债融资额均排名后十位的项目计入“其他”类

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 承接专项债项目城投企业专项债项目类型

5. 专项债用作资本金

2019 年 6 月中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”。全国城投企业承接的 2515 个地方政府专项债项目中，仅有 123 个将专项债用作资本金，占比为 5.41%（不含 241 个项目未获取资料）。其中，专项债用作资本金比例在 20% 以内的项目占比 52.85%，整体水平较低。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 承接专项债项目城投企业专项债用作资本金比例（单位：%）

三、江苏省承接地方政府专项债项目城投企业分析

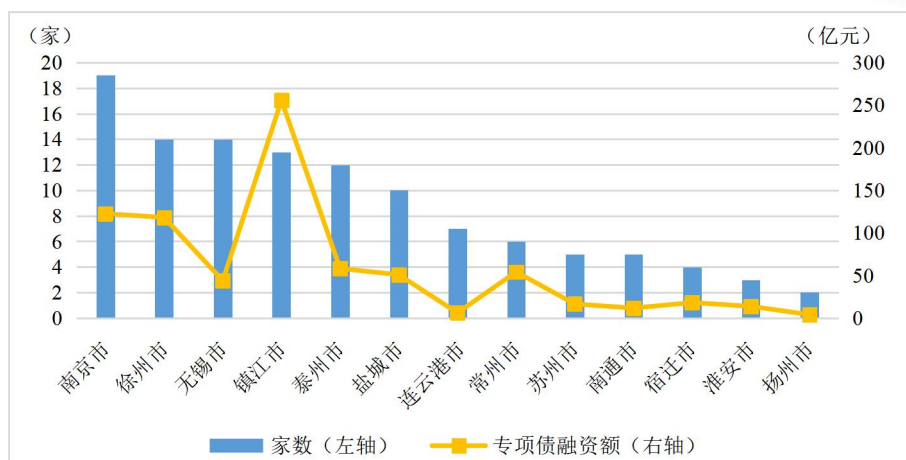
（一）江苏省承接地方政府专项债项目城投企业特征

江苏省承接地方政府专项债项目的城投企业主要分布在苏南地区；承接专项债项目城投企业同样以地级市和区县级为主，但区县级城投数量、专项债融资额占比较全国水平高；承接专项债项目城投企业信用级别以 AA⁺级和 AA 级为主，与全国相比专项债融资额更加集中于较低信用级别企业；承接专项债项目类型以棚户区改造、市政和产业园区基础设施、交通基础设施、生态环保为主；承接地方政府专项债项目的城投企业将专项债用作资本金的比例较低。

截至 2022 年 9 月 15 日，我国 995 家承接地方政府专项债城投企业中，有 114 家位于江苏省，占比为 11.46%；上述 114 家城投企业共承接地方政府专项债项目 282 个，承接地方政府专项债融资额合计 773.3 亿元。

1. 区域分布

江苏省 13 个地级市均有城投企业承接专项债项目。其中，苏南地区不管从家数、承接专项债数量、专项债融资额来看均为最多，占比分别为 33.33%、25.89%和 26.74%，苏北地区次之，苏中地区最少。具体到地级市，南京市承接专项债项目的城投企业数量最多，镇江市承接专项债项目的城投企业专项债融资额最高，扬州市承接专项债项目的城投企业数量和专项债融资额均最少。



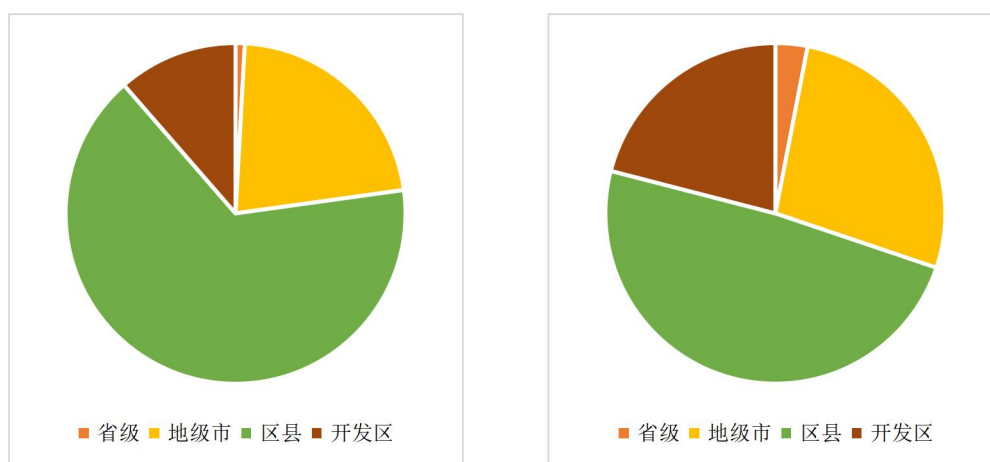
注：按家数由高到低排序

数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 江苏省承接专项债项目城投企业区域分布

2. 行政层级分布

行政层级方面，与全国情况相似，江苏省承接专项债项目城投企业同样以地级市和区县级为主。从家数来看，江苏省承接专项债项目城投企业中地级市和区县级城投占比分别为 21.93%和 65.79%；从专项债融资额来看，江苏省承接专项债项目城投企业中地级市和区县级城投占比分别为 27.12%和 48.84%。与全国情况相比，江苏省承接专项债项目城投企业中区县级城投占比较高，这与江苏省城投企业中区县级企业整体占比较高有关。



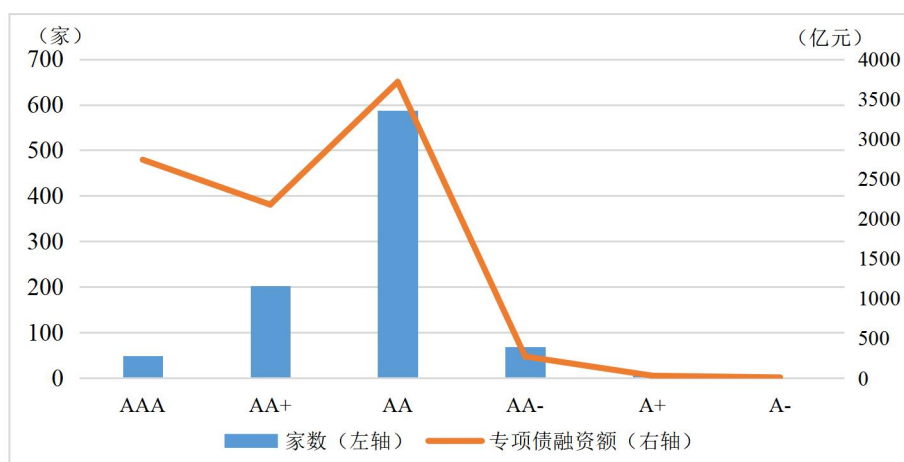
注：左图为按家数分布，右图为按专项债融资额分布；开发区含国家新区

数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 江苏省承接专项债项目城投企业行政层级分布

3. 信用级别分布

从家数来看，江苏省承接专项债项目城投企业主要分布在 AA⁺级和 AA 级，占比分别为 28.85%和 64.42%；从专项债融资额来看，江苏省承接专项债项目城投企业信用级别以 AA⁺级和 AA 级为主，占比分别为 38.54%和 53.68%，江苏省 AAA 级承接专项债项目城投企业专项债融资额仅占 6.56%。与全国情况相比，江苏省承接专项债项目城投企业专项债融资额更加集中于较低信用级别企业。



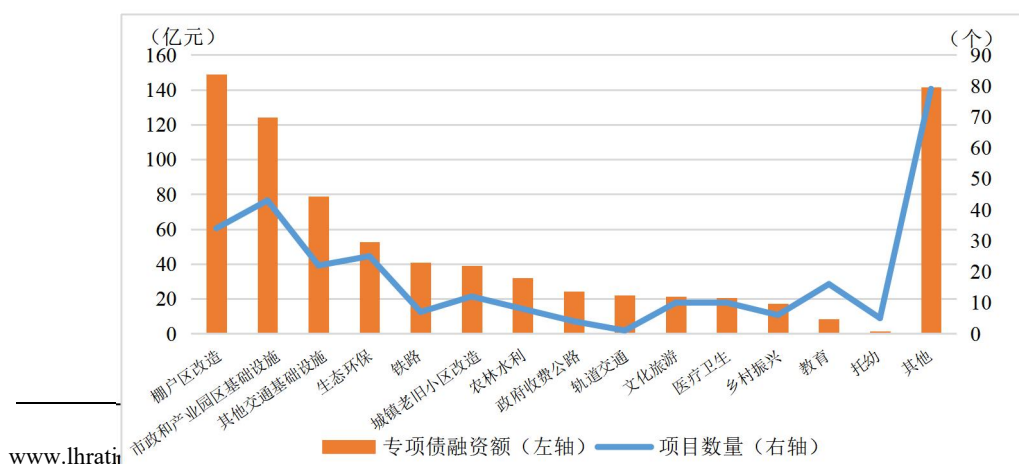
注：不含无公开级别城投企业

数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 承接专项债项目城投企业信用级别分布

4. 项目类型

从江苏城投企业承接专项债项目类型看，棚户区改造、市政和产业园区基础设施、交通基础设施、生态环保类型项目个数和专项债融资额均排名前五位，上述类型项目在江苏省城投企业承接专项债项目总数和专项债融资总额中占比分别为 43.97%和 52.29%，集中度较高。与全国情况相似，铁路类项目虽然项目数量较少，但专项债融资额排名第五位。



注：按专项债融资额由高到低排序；已将项目数量及专项债融资额均排名后十位的项目计入“其他”类
 数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 江苏省承接专项债项目城投专项债项目类型

5. 专项债用作资本金

江苏省城投企业承接的 282 个地方政府专项债项目中，仅有 17 个将专项债用作资本金，占比为 6.64%（不含 26 个项目未获取资料）。其中，专项债用作资本金比例在 20% 以内的项目占比 23.53%。

（二）江苏省承接地方政府专项债项目城投企业信用分析⁴

江苏省承接专项债项目的城投企业较未承接专项债项目的城投企业杠杆水平上限更低，长短期债务期限结构没有显著差异；承接专项债项目的城投企业较未承接专项债项目的城投企业融资状况整体较好，现金短期债务比较高，债券的发行利差更低、风险溢价水平更低、市场认可度更好。

1. 杠杆水平

（1）指标选取

资产负债率是指企业负债总额占资产总额的百分比，该指标不仅反映了企业举债经营的能力，还体现了企业的杠杆水平。但因未考虑往来款等扰动因素，故对资产负债率指标的分析存在一定的局限性。全部债务资本化比率是仅考虑企业有息债务对应的杠杆水平，该指标相比资产负债率更好地反映了企业刚性债务负担。本文采用资产负债率以及全部债务资本化比率指标对江苏省城投企业的杠杆水平进行研究。

表 3.1 杠杆水平指标

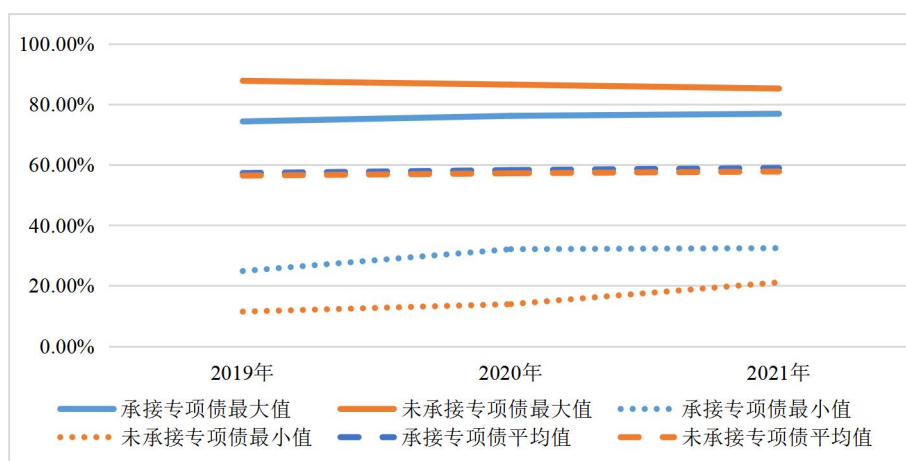
指标		经济含义	数据处理方式
资产负债率	$(\text{负债总额} / \text{资产总额}) \times 100\%$	反映企业负债水平及风险程度	平均数、最大值、最小值
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$	反映企业刚性债务水平及偿债风险	平均数、最大值、最小值

（2）样本指标表现

2019—2021 年，江苏省承接专项债项目的城投企业与未承接专项债项目的城投企业的资产负债率和全部债务资本化比率平均值均基本相当且变化趋势一致，均持续小幅增长；江苏省承接专项债项目的城投企业的资产负债率和全部债务资本化比率最

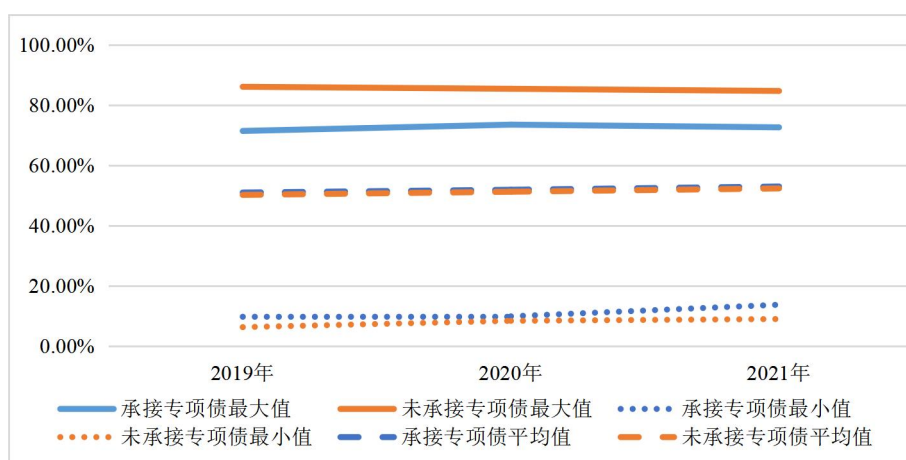
⁴ 下文分析样本为江苏省城投企业中 2019—2021 年均有公开数据的企业。

大值均低于未承接专项债项目的城投企业，最小值均高于未承接专项债项目的城投企业。总体来看，江苏省承接专项债项目的城投企业杠杆水平上限更低。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.5 江苏省承接/未承接专项债项目城投企业资产负债率



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.6 江苏省承接/未承接专项债项目城投企业全部债务资本化比率

2. 债务期限结构

(1) 指标选取

短期债务占比是指短期债务占全部债务的百分比，该指标反映了企业债务期限结构。本文采用短期债务占比对江苏省城投企业的债务期限结构进行研究。

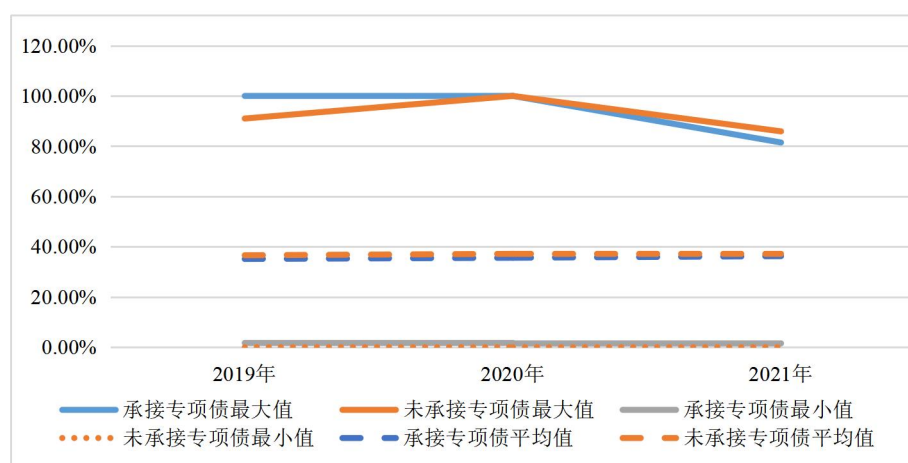
表 3.2 债务期限结构指标

指标	经济含义	数据处理方式
----	------	--------

短期债务占比	$(\text{短期债务} / \text{全部债务}) \times 100\%$	反映企业债务期限结构	平均数、最大值、最小值
--------	--	------------	-------------

(2) 样本指标表现

2019—2021 年，江苏省承接专项债项目的城投企业与未承接专项债项目的城投企业的短期债务占比从最大值、最小值和平均值来看均大致相当，没有显著差异。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.7 江苏省承接/未承接专项债项目城投企业短期债务占比

3. 融资缺口

(1) 指标选取

本文对融资缺口的分析仅考虑企业以债权形式获得的资金，并选取净融资额比率为相应的分析指标，分析江苏省承接专项债项目的城投企业与未承接专项债项目的城投企业融资缺口的差异。

城投企业的融资渠道以银行借款、债券发行等为主要融资形式，资金流入对应体现在现金流量表中的“取得借款收到的现金”和“发行债券收到的现金”两个科目⁵，资金流出对应体现在现金流量表中的“偿还债务所支付的现金”科目。对于净融资额指标而言，零值是一个很重要的分界点，当指标为正时表示企业债权形式融资资金流入量大于流出量，当指标为负时表示企业债权形式融资资金流入量小于流出量。净融资额比率指标在分母设置“偿还债务所支付的现金”，主要考虑了企业规模对净融资额的影响。

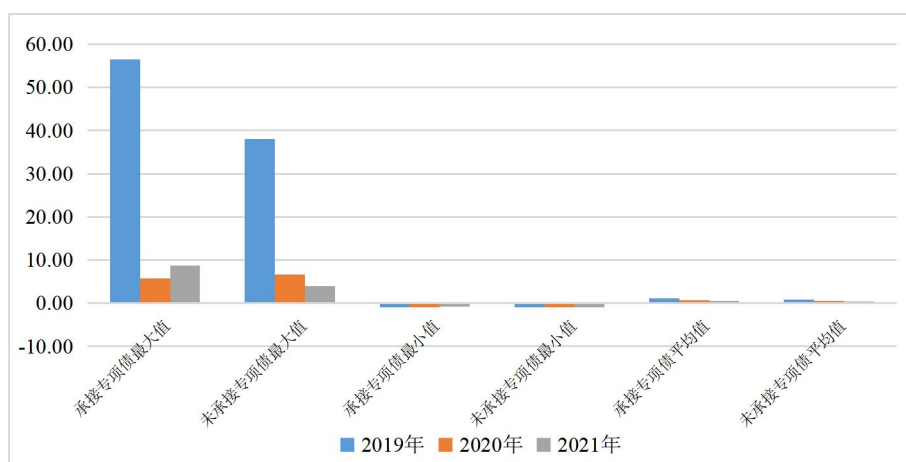
表 3.3 融资缺口指标

⁵ 融资缺口分析假设银行借款、发行债券是主要的融资形式，未考虑非标融资，具有一定的局限性。

指标		经济含义	数据处理方式
净融资额	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况	合计数
净融资额比率	(取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金)/偿还债务所支付的现金	考虑企业规模对净融资额的影响,从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况	平均数、最大值、最小值

(2) 样本指标表现

2019—2021 年,除 2020 年江苏省承接专项债项目城投企业净融资额比率最大值小于未承接专项债项目的城投企业,其余年份承接专项债项目城投企业净融资额比率最大值、最小值、平均值均大于未承接专项债项目的城投企业,承接专项债项目城投企业融资状况整体较好。



注:剔除个别极值

数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3.8 江苏省承接/未承接专项债项目城投企业净融资额比率

4. 短期偿债能力

(1) 指标选取

现金短期债务比是指企业现金类资产对即将到期的短期债务的保障倍数,该指标能够较好反映企业短期偿债能力情况。本文采用现金短期债务比指标对江苏省城投企业的偿债能力进行研究。

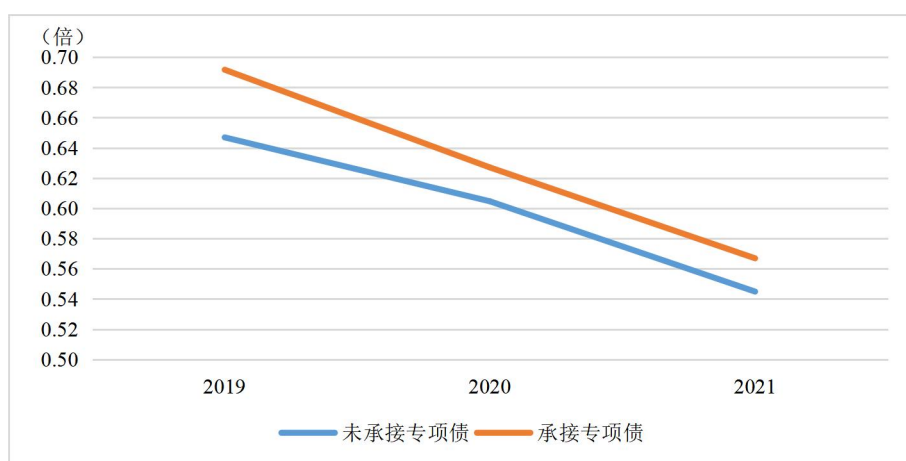
表 3.4 短期偿债能力指标

指标		经济含义	数据处理方式
现金短期债务比	现金类资产/短期债务	反映企业短期偿债压力及流动性水平	中位数

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据；短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债；由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故现金短期债务比指标选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

（2）样本指标表现

2019—2021 年，江苏省承接专项债项目的城投企业与未承接专项债项目的城投企业的现金短期债务比中位数均持续下降，其中承接专项债项目的城投企业现金短期债务比中位数均高于未承接专项债项目的城投企业。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.9 江苏省承接/未承接专项债项目城投企业现金短期债务比中位数

5. 风险溢价水平

（1）指标选取

信用利差可以反映债券的信用风险溢价水平，一定程度上可以反映投资者对发债企业的市场认可度。本文选取发行利差指标对江苏省城投企业的信用风险溢价水平进行研究。

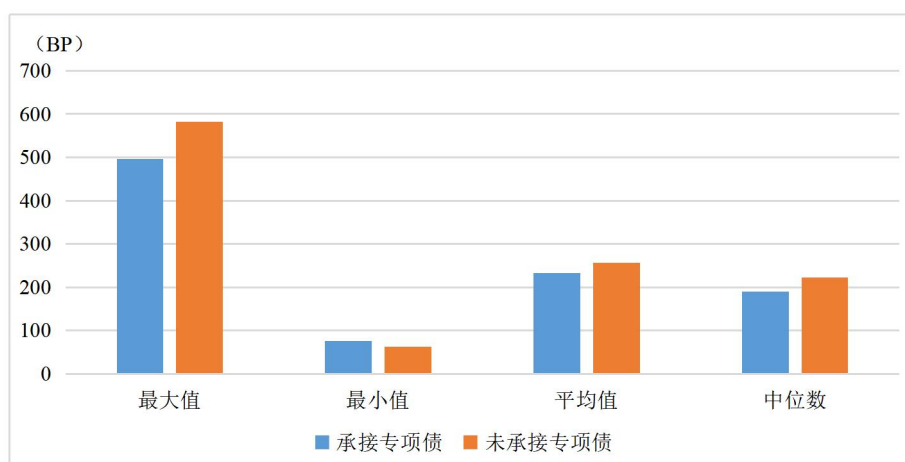
考虑到信用级别、债券期限、担保条款对债券风险溢价水平的影响，本文将江苏省 AA 级城投企业所发且仍存续的 3 年期、5 年期无担保债券作为样本，分析承接专项债项目城投企业发行利差与未承接专项债项目城投企业发行利差的差异情况。

表 3.5 风险溢价水平指标

指标		经济含义	数据处理方式
发行利差	债券发行利率与其起息日同期固定利率国债收益率的差额	反映债券的信用风险溢价水平	平均数、中位数、最大值、最小值

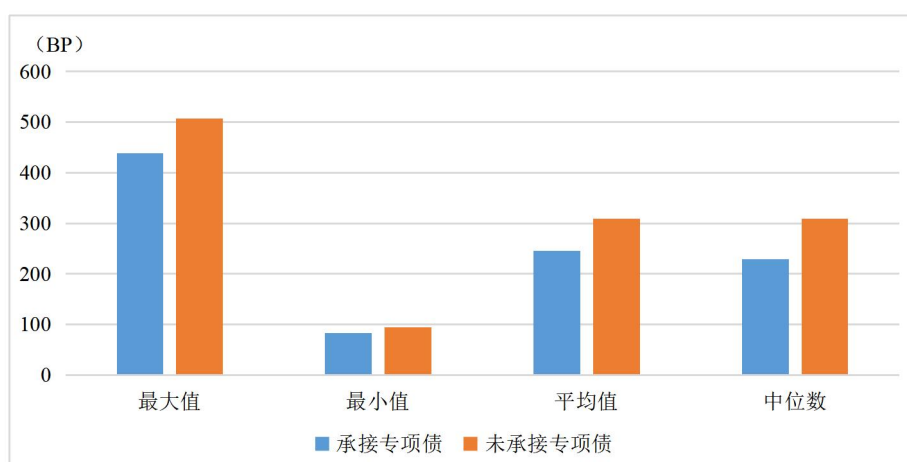
(2) 样本指标表现

从分析结果来看，江苏省 AA 级承接专项债项目城投企业存续 3 年期债券发行利差的最大值、平均值和中位数均小于未承接专项债项目城投企业所发债券；江苏省 AA 级承接专项债项目城投企业存续 5 年期债券发行利差的最大值、最小值、平均值和中位数均小于未承接专项债项目城投企业所发债券。其中，江苏省 AA 级承接专项债项目城投企业存续 3 年期债券发行利差的平均值和中位数分别低于未承接专项债项目城投企业所发债券 24.20BP 和 32.55BP，江苏省 AA 级承接专项债项目城投企业存续 5 年期债券发行利差的平均值和中位数分别低于未承接专项债项目城投企业所发债券 63.87BP 和 80.57BP，同时承接专项债城投项目城投企业与未承接专项债项目城投企业发行利差的差异呈现随期限拉长而上升的趋势。整体看，分析结果一定程度上反映了承接专项债项目城投企业债券信用风险溢价水平更低、更受投资者认可。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.10 江苏省 AA 级承接/未承接专项债项目城投企业存续 3 年期债券发行利差



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.11 江苏省 AA 级承接/未承接专项债项目城投企业存续 5 年期债券发行利差

四、结论

我国地方政府专项债自 2014 年推出以来，管理制度不断完善、发行规模快速增长，在扩大有效投资、稳定经济增长方面发挥了重要的积极作用。城投企业作为我国基础设施建设的主力军，承接了不少地方政府专项债项目。总体来看，除青海省和宁夏回族自治区外，我国 29 个省份均有城投企业承接专项债项目，承接地方政府专项债项目的城投企业区域分布以山东省、浙江省、江苏省等为主，数量排名前五省份合计占比 53.17%，区域集中度较高；承接专项债项目城投企业以地级市和区县级为主；承接专项债项目城投企业主体信用级别主要分布在 AA⁺级和 AA 级；城投企业承接专项债项目类型以市政和产业园区基础设施、轨道交通、棚户区改造、交通基础设施和生态环保为主，上述类型项目在城投企业承接专项债项目总数和专项债融资总额中占比分别为 64.14%和 74.13%；承接地方政府专项债项目的城投企业将专项债用作资本金比例的占比为 5.41%，水平较低。

具体到江苏省，其承接地方政府专项债项目的城投企业主要分布在苏南地区，南京市承接地方政府专项债项目的城投企业数量最多，扬州市最少；与全国情况相似，江苏省承接专项债项目城投企业同样以地级市和区县级为主，但区县级城投占比较全国水平高；与全国情况相似，江苏省承接专项债项目城投企业主体信用级别同样以 AA⁺级和 AA 级为主，但江苏省承接专项债项目城投企业专项债融资额更加集中于较

低信用级别企业；江苏省城投企业承接专项债项目类型以棚户区改造、市政和产业园区基础设施、交通基础设施、生态环保为主，与全国整体情况无明显差异；江苏省承接地方政府专项债项目的城投企业将专项债用作资本金比例的占比为 6.64%，水平同样较低。

本文使用资产负债率、全部债务资本化比率、短期债务占比、净融资额比率、现金短期债务比、发行利差等指标对江苏省城投企业杠杆水平、债务期限结构、融资缺口、短期偿债能力及风险溢价水平进行研究分析发现：江苏省承接专项债项目的城投企业较未承接专项债项目的城投企业杠杆水平上限更低；江苏省承接专项债项目的城投企业较未承接专项债项目的城投企业融资状况整体较好，现金短期债务比较高，存续债券的发行利差更低、风险溢价水平更低、市场认可度更好。

总体看，江苏省承接专项债项目城投企业在融资缺口、短期偿债能力、风险溢价水平方面表现整体优于未承接专项债项目城投企业。随着地方政府专项债的持续扩容，或有更多城投企业承接专项债项目，由于城投企业承接专项债项目对于保障项目资金来源、降低项目融资成本、获取项目配套融资等方面具有积极影响，可给予该类城投企业更多关注。与此同时，2021 年以来监管层加大了对专项债资金的管理、规范专项债券的发行使用，因此还需持续关注城投企业承接专项债项目是否存在资金闲置或违规使用情况以及项目建设进度等。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。）