

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

政府产业投资集团信用研究

联合资信 工商评级二部 | 李明 | 郭察理

自十八届三中全会提出“改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”以来，各级政府纷纷组建平台企业作为地方产业投资控股主体，有些是基于地方产业基础的整合，有些则是从城投企业转型而来，国有企业数量持续增长。同时，2018年信用环境收紧以来，国有企业成为债券发行市场主力，各级政府下属的政府产业投资集团受到投资人的广泛关注。本文将重点梳理政府产业投资集团及其债务的特点，并分析各偿债信用来源的影响因素及财务表现，以给出政府产业投资集团信用分析的理论和数据参考。



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



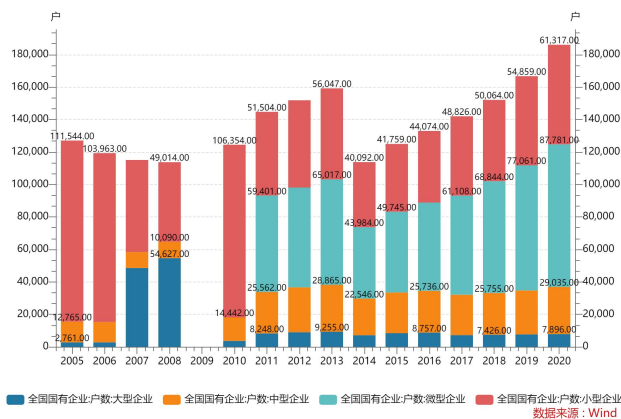
一、政府产业投资集团概况

政府产业投资集团脱身于传统的国有企业，随着国有企业的改革，轮廓逐渐清晰，队伍逐渐壮大，成为各地国资经济的主力军。

（一）政府产业投资集团发展情况

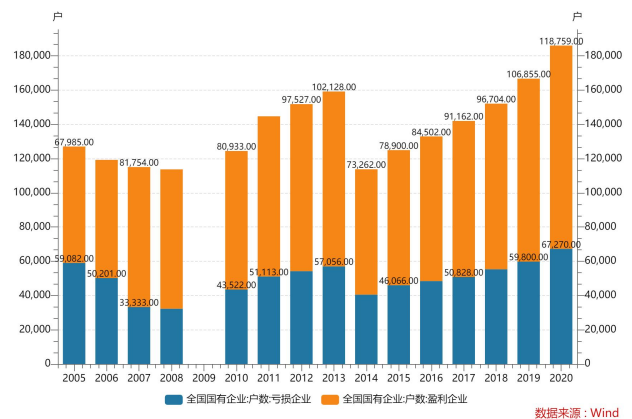
国有企业在中国经济发展中起到不可替代的作用，且随着市场不断发展，国企改革也在不断推进。为了完善国有资产管理体制，理顺政府与国有企业的关系，2013年11月，党的十八届三中全会提出“改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”。随后各地各级政府纷纷落实上述政策，陆续开始组建平台企业作为地方产业投资控股主体，政府产业投资集团应运而生。**政府产业投资集团区别于城投平台，是各级政府项下以产业投资运营为主业的多元化国资平台。**这类企业一般不从事具体经营，主要开展产业类股权的投资运营，行使股权管理权力，在资本市场通过资本运作有效组合配置国有资本。

2014—2020年，国有企业数量持续增长，2020年达到18.60万户，增量主要来自小微型企业，大中型企业数量基本保持稳定；其中，盈利企业11.88万户，亏损企业6.73万户。



数据来源：Wind，联合资信整理

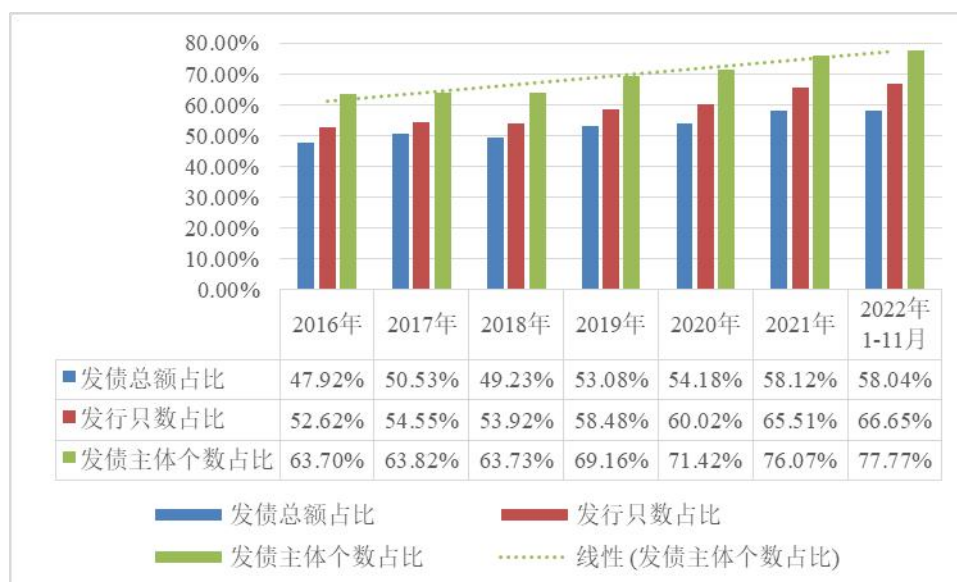
图 1.1 国有企业户数规模构成



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 国有企业户数盈亏构成

随着国有企业数量的不断增长，政府产业投资平台也越来越多。地方国有企业逐渐成为债券发行市场的主力。2016年以来，除银行和保险行业外，地方国有企业信用债发行在发行总额、发行只数及发行主体个数方面的占比均呈增长趋势，其中，2017年地方国有企业发债总额占比超过50%，2022年1-11月发债总额占比达到58.04%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 地方国有企业（除银行保险企业）信用债发行占比情况

（二）政府产业投资集团职能定位

除了理顺政府与国有企业的关系，地方政府一般会赋予其下属的政府产业投资集团相应的职能定位。常见的职能定位包括：

①**产业引领**。一方面强化区域内现有产业的市场竞争力，整合区域内一个或多个产业，从而形成合力，提高该区域该产业竞争力。例如广州工业投资控股集团有限公司定位为广州市工业产业投资运营平台；山东海洋集团有限公司主要从事海洋与内河港航综合运输物流、以海工装备、海洋清洁能源、现代海洋渔业、海洋产业创业投资等为主的现代海洋产业投资等。另一方面布局和培育新兴产业。例如山西省国有资本运营有限公司作为山西省唯一的省属国有资本运营平台，承载着山西省国有资本布局结构战略性调整的重大使命；杭州市国有资本投资运营有限公司系杭州市属聚焦高端装备、生物医药和数字经济方向的国有资本运营公司。

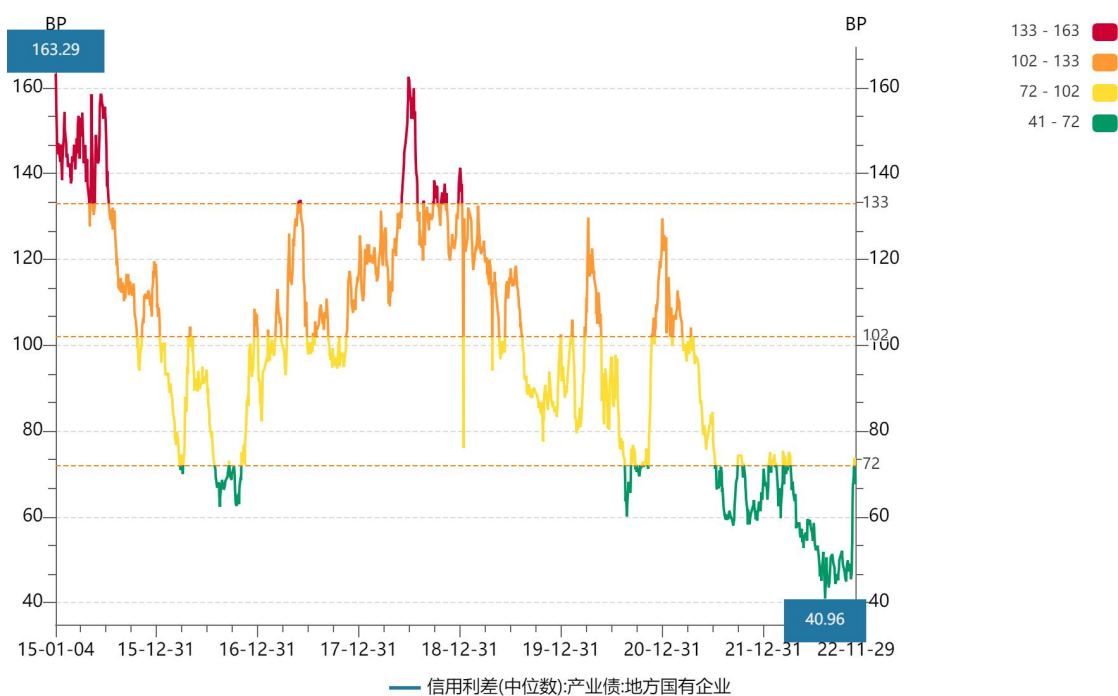
②**解决历史遗留问题**。例如福建省国有资产管理集团有限公司作为福建省整合资源平台和接收退出平台以及福建省国有资本运营主体，部分接收的脱钩企业因经营不善存在历史遗留问题；贵州省国有资本运营有限责任公司是贵州省内重大民生发展项目建

设投融资和相关国有资产经营管理主体，同时也是省内唯一一家明确主业为承担高校化债和地方化债职能的企业。

③**承担基础设施及重大民生项目建设**。例如宁夏国有资本运营集团有限责任公司主要承担自治区重大基础设施、重要民生工程、重点产业项目投资建设任务，同时履行宁夏铁路建设投融资和项目推进主体职责。

（三）政府产业投资集团信用表现

2018 年信用环境收紧导致地方国有企业产业债信用利差一度超过 160BP，随后逐渐回落，2021 年回归到 72BP 以下，最低至 40.96BP。



数据来源：Wind

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 地方国有企业产业债信用利差走势

二、政府产业投资集团债务负担及结构

本文以截至 2022 年 6 月底有存续公开债的 153 家政府产业投资集团为研究样本，首先对上述样本的现有债务规模、债务负担及债务结构按不同信用等级进行整理。

（一）政府产业投资集团有息债务规模及负担

从样本数据可得，政府产业投资集团总体级别分布较为集中且级别较高，其中AAA级别企业58家（占37.91%）、AA+级别企业52家（占33.99%）、AA级别企业42家（占27.45%）、AA-级别企业1家（占0.65%）。

从债务负担来看，AA-样本企业债务负担重，其他级别样本全部债务资本化比率最大值为68.57%，各级别中值则在46.53%至50.94%之间，整体债务负担尚可。

表 2.1 政府产业投资集团 2021 年有息债务按级别对比情况（单位：亿元）

| 级别 | 样本数量 | 项目 | 短期债务 | 长期债务 | 全部债务 | 资产负债率 (%) | 全部债务资本化比率 (%) |
|-----|------|-----|---------|---------|----------|-----------|---------------|
| AAA | 58 | 最大值 | 4409.41 | 7891.69 | 12301.10 | 82.66 | 68.35 |
| | | 中值 | 212.31 | 322.27 | 585.55 | 62.10 | 50.94 |
| | | 最小值 | 5.14 | 2.47 | 7.61 | 17.52 | 4.82 |
| AA+ | 52 | 最大值 | 602.32 | 392.39 | 947.71 | 85.22 | 68.57 |
| | | 中值 | 70.75 | 84.73 | 150.22 | 58.88 | 48.18 |
| | | 最小值 | 0.00 | 8.06 | 25.29 | 28.15 | 11.93 |
| AA | 42 | 最大值 | 138.14 | 174.93 | 262.18 | 84.61 | 64.41 |
| | | 中值 | 27.87 | 44.53 | 72.01 | 58.85 | 46.53 |
| | | 最小值 | 0.28 | 4.35 | 12.69 | 22.71 | 9.99 |
| AA- | 1 | -- | 120.66 | 46.29 | 166.95 | 82.79 | 72.26 |

数据来源：Wind，联合资信整理

（二）政府产业投资集团有息债务结构

关于政府产业投资集团有息债务结构，本文将从有息债务在集团内各主体之间的分布情况、债务刚性及期限分布三方面进行分析。

1. 集团内分布结构

（1）为什么要看有息债务在集团内是如何分布的？

考察企业偿债能力时，搞清楚企业外部融资资金用途很关键，如果企业外部融资资金用于投资的项目回收期大于融资期限，则债务到期时可能会面临投资项目资金尚未回收导致的资金短缺问题。

对于政府产业投资集团，各板块业务由集团内不同的主体负责经营，搞清楚有息债务在集团内的分布，有助于看清资金主要沉淀在哪些业务上，从而判断资产久期和债务期限匹配情况，进一步分析偿债能力。

（2）应该用哪个主体融资？

政府产业投资集团作为各地整合重组形成的主体，相对于集团内的子公司，母公司由于具备规模优势，更容易获得低成本的外部融资。而且，部分政府产业投资集团

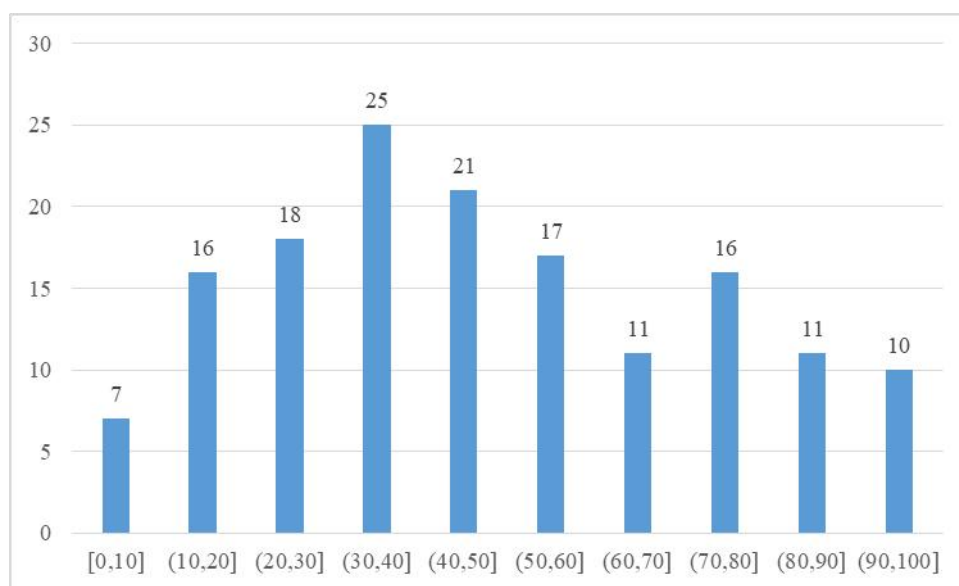
的组建本身就是为了扩大融资规模，所以母公司在政府产业投资集团内承担主要融资职能的现象很常见。

同时，如果母公司承担了所有的融资职能，资金压力会非常大，所以在对政府产业投资集团的考察中，也常见企业提出要融资主体下沉。

所以，应该如何选择融资主体呢？是母公司融资后用低成本资金去支持下属企业业务发展还是让下属企业自主融资，自己想办法覆盖融资成本？主要还是看**子公司的业务成熟度**，如果子公司的业务尚处于培育期，则需要用相对低成本的资金去滋养；如果是成熟运作的业务，则需要用市场化的考核方式让每个投资项目盈利，让子公司只选择能覆盖资金成本的项目去投资。

另外，政府产业投资集团**融资主体下沉**，还有可能是因为**母公司有部分债务被认定为政府隐性债务，融资受限**，所以集团可能会将部分资产划入子公司，由子公司融资后归集至集团统一使用，实现同一资产的二次信用融资。

从样本企业**母公司有息债务占合并口径有息债务的比例**统计数据来看，大部分样本企业的占比在**50%以下**，同时也有达到**90%以上**（11个样本，其中10个样本成立时间在10年及以上），即母公司几乎承担了所有的外部融资职能，这种情况可能的原因大概有两种，一是下属企业为资金充裕的上市公司，不需要融资；二是**下属企业基本没有对外融资能力，可能是亏损主体或地产、代建类融资相对困难的主体**。所以，如果政府产业投资集团母公司承担的有息债务比例很高，则**需关注**下属企业属于哪种情况，尤其是后者，母公司偿债压力需给予充分关注。



注：横坐标为占比（%），纵坐标为样本企业数量，下同

数据来源：Wind，联合资信整理

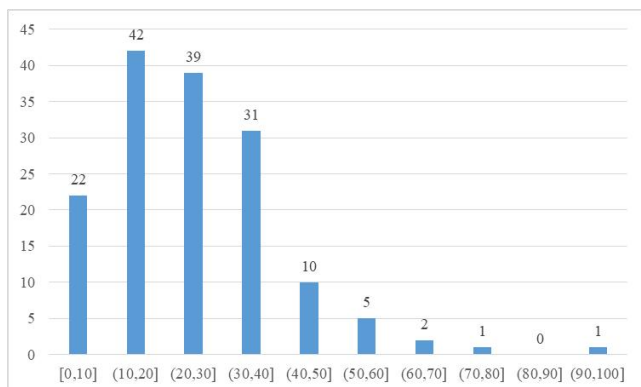
图 2.1 母公司有息债务占比分布

2. 刚性结构

债券融资的规模大、期限长、无需抵质押增信而且可以锁定成本，逐渐成为企业重要融资方式之一。同时，债券融资作为一种直接融资渠道，尤其是公开发行业债券，兑付刚性较强。如果企业有息债务中，债券融资的占比过高，则会对企业资金筹集造成一定压力。

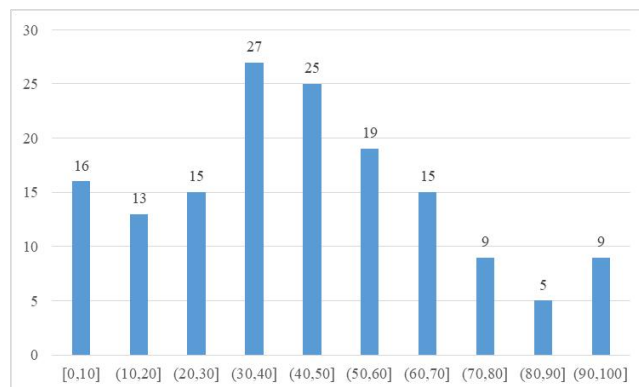
从样本数据来看，合并口径 94.12% 的政府产业投资集团债券融资占比未超过 50%。如果融资主体的债券融资占比超过 50%，则应关注其债券到期期限分布及偿债资金安排，同时，应关注其间接融资渠道是否通畅，备用流动性是否充足。

相比于合并口径，母公司口径债券融资占比分布明显右移，主要集中在 30%~60% 之间，原因可能有两方面：一是政府产业投资集团相对于合并范围内的子公司更具有规模优势，二是母公司若为控股平台，可用于间接融资的增信资产少，债券融资渠道相对更为畅通。同时，若政府产业投资集团母公司债券融资占比超过 70%，则应关注母公司债券兑付压力。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 合并口径债券融资占比分布



数据来源：Wind，联合资信整理

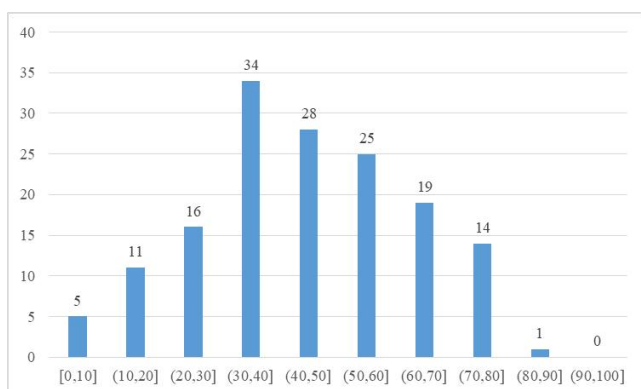
图 2.3 母公司口径债券融资占比分布

3. 期限结构

关注融资主体有息债务期限结构，一方面是要关注其是否存在集中兑付压力，另一方面则是关注债务期限结构与资产结构的匹配情况，从而进一步判断其债务接续压力。

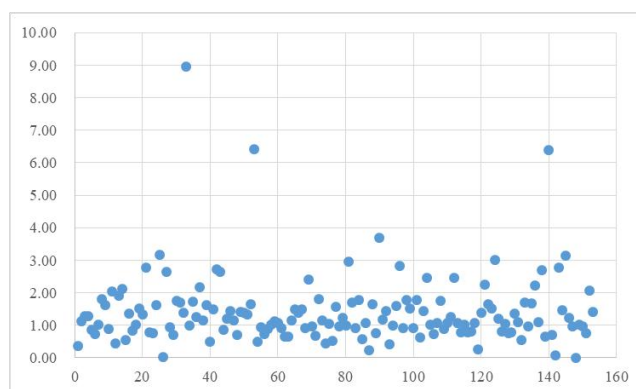
从样本数据来看，政府产业投资集团合并口径短期债务占比基本呈正态分布。债务期限结构与资产结构匹配情况方面，本文采用短期债务占比/调整后流动资产占比（以下简称“资产债务久期匹配度”）来衡量。考虑到政府产业投资集团其他应收款

的应收对象通常为当地财政局、市政单位及区域内其他国企，账龄较长，流动性较弱，故未将其他应收款算入流动资产，即调整后流动资产=流动资产-其他应收款；另外，承担基础设施建设项目及经营房地产业务的政府产业投资集团较多，存货中的开发成本和开发产品周期较长，也应从流动资产中去除，但受数据可得性影响，本次未去除。若资产负债久期匹配度大于1，则说明相比资产，债务的期限结构更短，匹配度偏弱。从分布情况来看，大部分政府产业投资集团资产负债久期匹配度集中在0到2的范围内，但也有部分企业该指标数值超过2，债务期限结构有待调整。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 合并口径短期债务占比分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 资产负债久期匹配度分布

三、政府产业投资集团偿债能力影响因素分析

（一）经营投资获现能力

经营投资获现是企业发展的源动力，也是第一偿债来源。面临市场竞争环境的不断变化和投资者的回报要求，企业需要不断发展壮大，必然面临固定成本或可变成本的投入，于是产生融资需求，融资后通过成本投入赚取收益，再用于还本付息。

1. 控股经营产业及投资标的盈利能力影响因素

政府产业投资集团的经营投资获现可以分为控股产业经营获现和参股产业投资获现两部分。

如前文所述，政府产业投资集团通常肩负区域产业引领的职能，一方面强化区域内现有产业的市场竞争力，另一方面布局和培育新兴产业。故而区域内现有产业基础对当地政府产业投资集团的经营获现能力影响较大，而区域内产业发展潜力则和当地经济发展引擎相关，区域内存量上市公司的数量能够反映当地经济发展效率，若区域内高质量的高校数量较多，则可为当地企业科技创新提供强有力的帮助。

从资金募集角度看，限制政府产业投资集团下属投资主体发展的主要因素，同时也是投资主体最大的缺陷，就是资本不足。因为银行作为国内金融市场的主体，本身不做风险投资，所以银行贷款一般需要有资产做相应的抵质押。而投资主体手里的资产以非上市股权为主，难以取得长期的低成本的银行贷款，故而这部分融资的职责通常由集团本部承担。

从投资和管理方面看，政府产业投资集团要布局和培育新兴产业，必然面临风险投资，这时企业的风险防控能力就显得尤为重要。企业需要考虑的因素包括投资主体的选择：自主投资还是与成熟的投资机构合作投资；投资方式的选择：直接股权投资还是基金投资等。这些选择可能会根据不同的投资标的而异，如果是区域战略投资，企业可能会选择自主投资并采取直接股权投资的形式；而刚开始从事投资的政府产业投资集团一般会选择和成熟的投资机构合作成立合作公司进行投资或是成立基金对外投资，选择成熟的基金管理人进行管理，这样可以在投资标的筛选和后续管理等各个环节有效把控风险，提高投资收益率。另外，政府产业投资集团作为区域产业引领主体，需要控制投资方向和领域，所以在合作投资或作为 LP 参与基金投资的过程中，也可以通过获取一票否决权达到投资方向和风险把控目的。

此外，部分政府产业投资集团下属投资主体可能由原当地多个类金融主体重组整合形成，这类主体原委贷、小贷、担保、典当等业务多存在历史坏账，或已形成抵债房地产，对企业的风险处置能力提出挑战。企业的风险化解进展与其政府支持力度、高管能力等息息相关。

（1）区域产业基础

各地政府在组建政府产业投资集团时，通常会将当地国资委、财政局等政府部门下属的产业划入各平台企业，故而当地的产业基础决定了政府产业投资集团的控股产业质量。当地的产业基础好，国资控股盈利能力强的产业，则控股该产业的政府产业投资集团经营获现能力强。

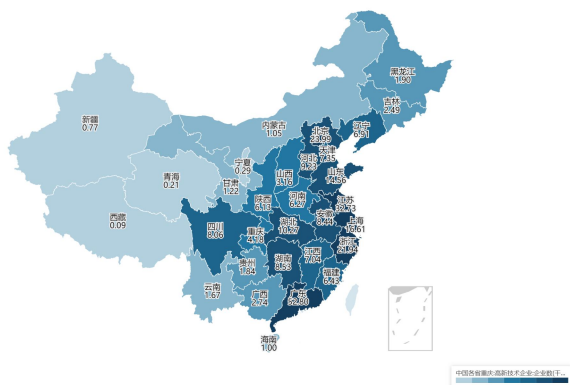
产业发展会受到原材料、人工、空间区域等因素的限制，因此各产业在国内的分布存在差异。以电子信息产业为例，珠江三角洲、长江三角洲、环渤海湾地区和以四川、陕西为主的西部地区是国内电子信息产业最为发达的地区，也是电子信息产业集群的主要聚集地。

（2）区域产业发展潜力

政府产业投资集团作为产业投资平台，最重要的是有产业可投，用低成本的资金投资高收益的标的从而获取投资回报。IPO 是重要的投资退出方式之一，如果当地拟上市的投资标的多，民营经济活跃，无疑将会给政府产业投资集团带来更多的投资机

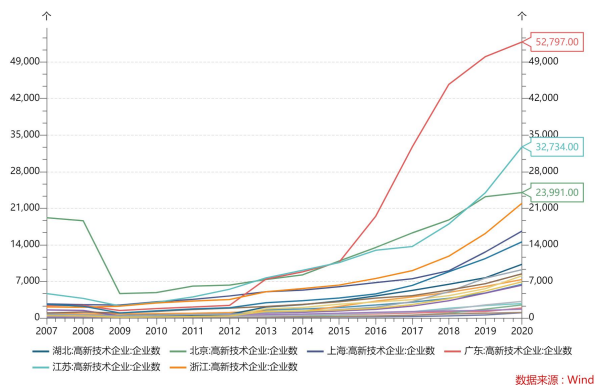
会，投资获现能力可能越强。

高新技术产业作为知识密集、技术密集的产业类型，其所拥有的关键技术往往开发难度很大，但一旦开发成功，便具有高于一般的经济效益和社会效益。从高新技术产业在国内的分布情况来看，国内高新技术企业主要分布在东部沿海地区、湖南、湖北和四川等地。从产业发展趋势来看，“十三五”期间，各地高新技术企业数均呈增长趋势，其中，广东、江苏和北京高新技术企业数增速排名前三，到2020年分别达到52797个、32734个和23991个。



数据来源：Wind，联合资信整理

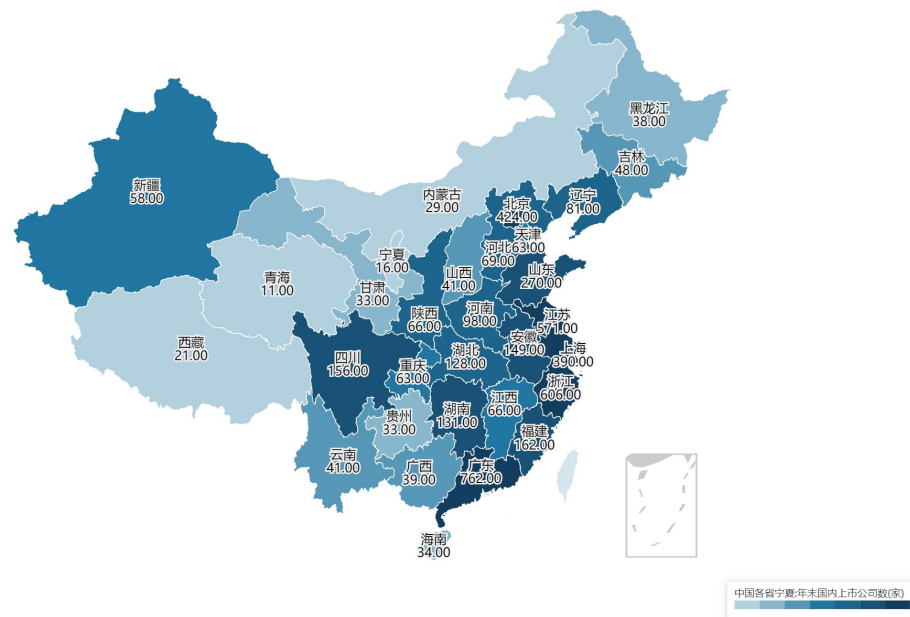
图 3.1 中国各省市 2020 年底高新技术企业数比较情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 中国各省市高新技术企业数变化趋势

如果区域内上市主体较多，政府产业投资集团持有上市公司股权的可能性越大，相应的资产质量越好，投资获现能力越强。另外，区域内存量上市公司的数量一方面反映当地企业上市成功率，另一方面也能够反映当地政府的行政服务效率，即营商环境。从国内上市公司分布情况来看，基本和高新技术企业分布情况吻合，新疆受益于稳定红利、政策合力等多重因素，丝绸之路经济带核心区的区位优势正在不断转化为经济优势。



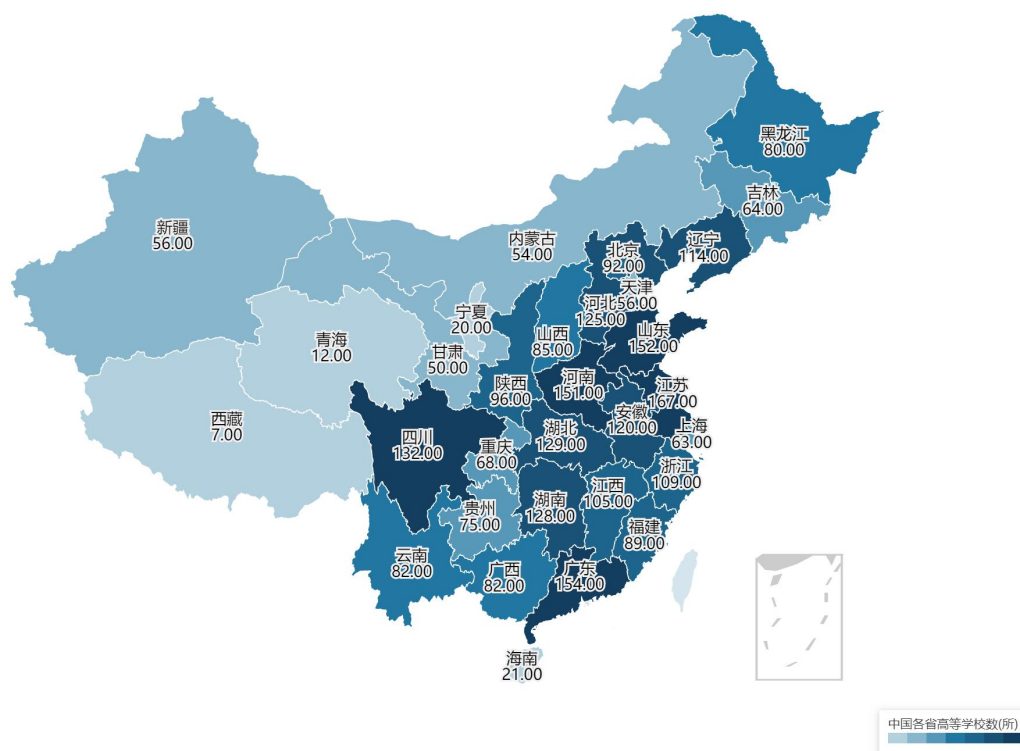
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 中国各省市 2021 年底上市公司数比较情况

(3) 高校

盈利能力强的产业核心竞争力就是不断研发，企业研发一方面是组建自己的研发团队，另一种通常的做法就是跟当地的高等院校合作进行研发项目。所以当地知名院校越多，科技发展潜力越强，政府产业投资集团投资获现机会越多。

从国内高校分布情况来看，江苏、广东、山东高校数量较多，未来投资机会可能更多。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 中国各省市 2020 年底高等学校数比较情况

2. 分红政策

政府产业投资集团的经营投资获现一方面取决于控股经营产业及投资标的盈利能力，另一方面还取决于参控股企业的分红政策。有的政府产业投资集团虽然毛利润和投资收益很高，但实际上并未取得参控股企业的分红，即没有可用于还本付息的现金流入。

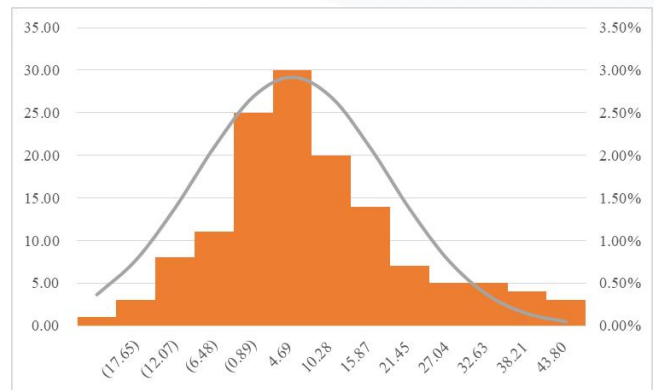
3. 财务表现

通过上述分析可知，区域的产业基础和发展潜力对政府产业投资集团的造血能力影响较大。从样本数据来看，高新技术企业和高校数量较多的地区，包括广东省、江苏省、山东省和北京市，其政府产业投资集团数量也是最多的。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.5 政府产业投资集团样本区域分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.6 政府产业投资集团样本企业经营投资获现指标数据分布情况

经营投资获现能力方面，本文选择用合并口径（经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金）/（营业总收入+投资净收益）×100%来衡量政府产业投资集团的经营投资获现能力。从样本数据来看，剔除掉小于-20%和大于 50%的偏离较大的值后，剩余 136 个样本数据基本呈正态分布，样本数据主要集中在-0.89%至 21.45%之间，均值为 10.22%。从区域数据来看，江苏省、山东省和北京市的政府产业投资集团样本经营获现率中值均在 10%以上，处于较好水平。

表 3.1 政府产业投资集团各省市样本经营投资获现率中值对比情况

| 地区 | 样本数量（个） | 经营投资获现率（%） |
|----------|---------|------------|
| 广东省 | 18 | 4.87 |
| 江苏省 | 17 | 10.66 |
| 山东省 | 13 | 14.77 |
| 北京市 | 13 | 12.47 |
| 安徽省 | 10 | 13.52 |
| 福建省 | 10 | 3.76 |
| 新疆维吾尔自治区 | 9 | 7.43 |
| 浙江省 | 7 | 5.28 |
| 四川省 | 7 | 4.41 |
| 云南省 | 5 | 31.21 |
| 湖南省 | 4 | 13.26 |
| 江西省 | 4 | 8.11 |
| 陕西省 | 4 | 7.67 |
| 湖北省 | 4 | 6.74 |
| 上海市 | 4 | 2.87 |
| 广西壮族自治区 | 3 | 7.27 |
| 天津市 | 3 | 7.13 |

| | | |
|---------|---|--------|
| 吉林省 | 2 | 28.61 |
| 河北省 | 2 | 17.80 |
| 重庆市 | 2 | 14.16 |
| 贵州省 | 2 | 8.24 |
| 辽宁省 | 2 | 5.24 |
| 甘肃省 | 2 | 2.25 |
| 海南省 | 2 | -8.36 |
| 河南省 | 2 | -22.26 |
| 青海省 | 1 | 19.75 |
| 宁夏回族自治区 | 1 | 11.71 |

数据来源：Wind，联合资信整理

（二）内部流动性

政府产业投资集团本部主要开展产业类股权的投资运营，行使股权管理权力，一般通过下属企业从事具体经营，所以政府产业投资集团本部融资后通常会用于支持下属企业的业务发展，而当本部债务需要偿付时，能够在多大范围内调用集团内的资金对政府产业投资集团偿债能力则尤为重要。政府产业投资集团的内部资金调用能力主要取决于公司本部对下属企业的管控能力和企业财务管理的自动化程度。实际运作过程中，新组建的政府产业投资集团对于下属成立时间较长的子公司的管控力度往往较弱，虽然股权关系已建立，但本部与所出资企业之间的运行机制尚需磨合。

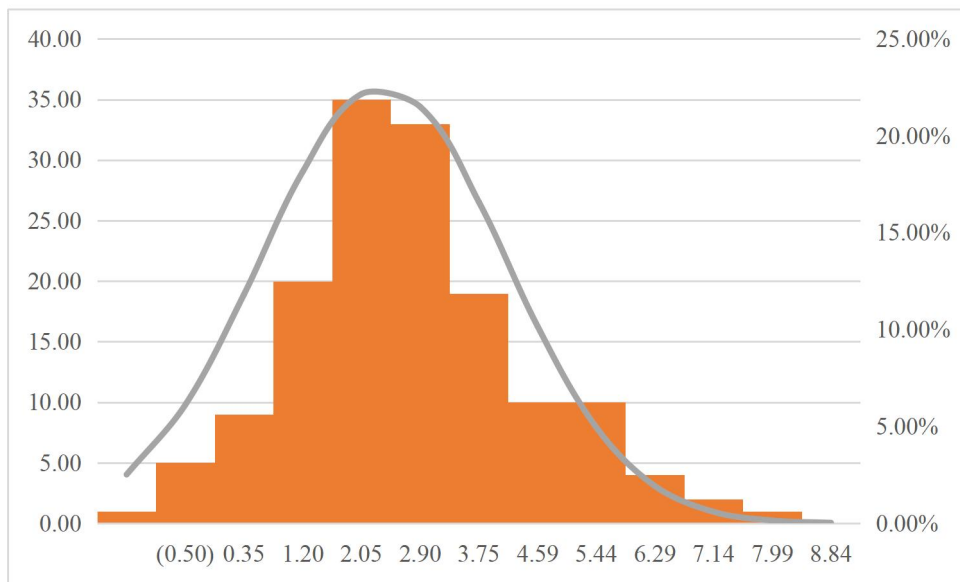
关于对下属企业的管控，政府产业投资集团与所出资企业之间最终要建立的关系，实际上取决于设立政府产业投资集团的国企改革初衷，即在国资委和国有企业之间建立一层架构，取代国资委对国有企业的原有管理模式，以经营主体的身份管理下属企业并参与市场竞争，同时缩小国资委的管理跨度，形成对政府产业投资集团更合理有效的管理模式。其中，政府产业投资集团作为经营性主体，即涉及利润指标（包含股权处置收益），相应涉及对下属企业及高管的绩效考核指标的转变，同时，多数董事长总经理以外的高级管理人员不再有行政级别，有利于推进国有企业去行政化，建立职业经理人制度。

关于政府产业投资集团的内部资金调用能力，实务中可以通过**资金归集率**来考察，即某个时点成员企业被归集的资金/成员企业资金余额总额*100%。而且，资金归集率能够反映企业的资金使用效率，提高资金归集率能够有效降低集团企业存贷双高的可能性。

（三）资产质量

资产处置是企业偿债来源的压舱石，即其他来源均无法偿还到期债务时，企业只能通过资产处置的方式偿债。资产能够给企业带来收益是衡量资产价值的关键因素，总资产报酬率是企业 在报告期内获得的可供投资者和债权人分配的经营收益占总资产的百分比，反映资产利用的综合效果，故本文分别用总资产报酬率三年加权平均值来反映资产质量。

从样本数据分布情况来看，分别去掉偏离较多的 10% 以上的两个最大值 14.58%、11.12% 和一个最小值 -2.54%，剩余 150 个样本的三年加权总资产报酬率主要分布在 2.05%~4.59% 之间。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.7 政府产业投资集团样本企业加权总资产报酬率分布情况

从各省市数据来看，样本数量在 10 个以上的省市中，安徽省的样本加权总资产报酬率中值最高，为 4.62%，其次是广东省 3.38%，最低的是北京 2.92%，均处于中上水平。

表 3.2 政府产业投资集团各省市样本加权总资产报酬率中值对比情况

| 地区 | 样本数量（个） | 总资产报酬率（%） |
|-----|---------|-----------|
| 辽宁省 | 2 | 6.67 |
| 浙江省 | 7 | 4.75 |
| 安徽省 | 10 | 4.62 |
| 河北省 | 2 | 4.24 |
| 江西省 | 4 | 4.06 |
| 吉林省 | 2 | 3.72 |

| | | |
|----------|----|-------|
| 湖北省 | 4 | 3.57 |
| 陕西省 | 4 | 3.44 |
| 广东省 | 18 | 3.38 |
| 河南省 | 2 | 3.20 |
| 福建省 | 10 | 3.03 |
| 天津 | 3 | 2.99 |
| 山东省 | 13 | 2.98 |
| 江苏省 | 17 | 2.93 |
| 北京 | 13 | 2.92 |
| 新疆维吾尔自治区 | 9 | 2.74 |
| 四川省 | 7 | 2.71 |
| 云南省 | 5 | 2.33 |
| 宁夏回族自治区 | 1 | 2.32 |
| 重庆 | 2 | 2.15 |
| 上海 | 4 | 2.00 |
| 甘肃省 | 2 | 1.84 |
| 贵州省 | 2 | 1.72 |
| 湖南省 | 4 | 1.64 |
| 广西壮族自治区 | 3 | 1.29 |
| 海南省 | 2 | 0.30 |
| 青海省 | 1 | -2.54 |

数据来源：Wind，联合资信整理

实务中，政府产业投资集团的资产往往来自股东无偿划入，但划入资产的质量逐步下降，第一批划入的一般是优质产业，包括国资委直接管理的企业、上市公司股权、土地使用权等；需要注意的是，有些能够产生大额投资收益的长期股权投资虽然划入企业，但仍为代政府持有，投资收益需要全部上缴而且企业没有处置权，也不能质押，这类资产在计算偿债来源时应考虑剔除。第二批划入的资产一般为行政事业单位的经营性、可转换的非经营性资产以及分散在市直各部门管理的国有企业，包括事业单位或校企的脱钩企业、公租房、安置房、墓地等；其中，有些资产可能未来市场化后能产生更多的效益，但需关注政府产业投资集团对这类资产的运营计划。最后划入的资产一般以不产生效益的公益性资产为主，例如林地等，这类资产实际无法产生收益，也无法处置，亦不能纳入偿债来源。

（四）政府及股东支持

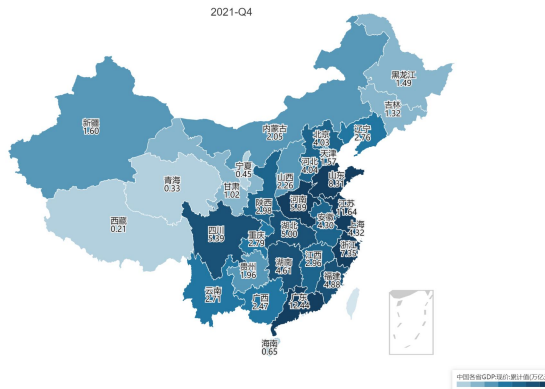
从偿债来源的角度考虑，政府及股东支持的方式可以包括现金增资、股东借款、上缴收益返还、协调区域内其他国有企业拆借、政府补贴等。政府产业投资集团能够获得的政府及股东支持力度主要取决于其支持意愿和支持能力两方面。**支持意愿**主要取决于政府产业投资集团对于当地政府和股东的重要性，包括直属层级、职能及战略定位、所控股的业务是否涉及民生、税收贡献、与政府声誉联系的紧密度等。**支持能力**则主要取决于当地的经济实力，包括对企业债务规模的覆盖程度，从而判断救助难度。

实务中，政府或股东向政府产业投资集团提供支持通常是带有特定原因的，例如有规定用途的增资，定向用于某些项目建设。另外，政府产业投资集团通常会从事部分**非营利性业务**，包括老城改造、棚户区改造等城建类、水电气等公用事业类以及铁路建设类等，这些业务往往会形成企业**资金沉淀**，体现为应收政府的各类款项，虽然坏账风险很低，但**回收进度则主要取决于地方财政实力**。而且，这类资金可能部分来自企业的外部融资，期间产生的资金成本可能会通过政府补贴的形式取得，**补贴能否覆盖资金成本也同样取决于地方财政实力**。同时，如果涉及政府隐形债务被确认，根据银保监会 2021 年发布的《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（以下简称“15 号文”），企业不能新增流贷，则需要关注企业过往流贷提款规模是否足够周转，且企业能否拿到政府专项债或政策性银行的低息贷款。

1. 区域经济实力

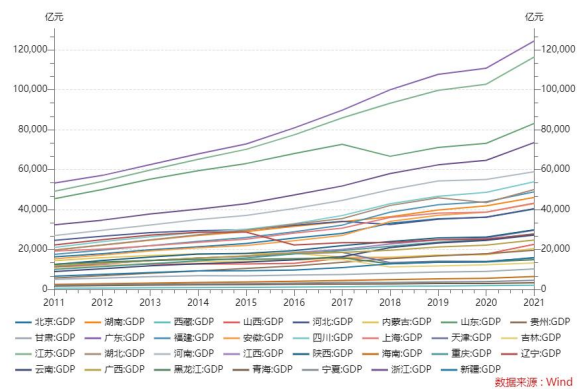
在考察区域经济实力时，可以首先进行**横向对比**，确定地区经济生产总值在全国城市排名中的位置。其次可以进行**纵向对比**，增速高于全国平均水平的地区可能未来经济发展潜力较大。

2021 年，中国万亿 GDP 城市扩至 24 个，均在胡焕庸线以东，主要集中在**环渤海经济区、长江三角洲、粤港澳大湾区及成渝地区双城经济圈**。从 GDP 增速来看，广东、江苏、浙江等省市 2011 年以来 GDP 增速较快。



数据来源：Wind，联合资信整理

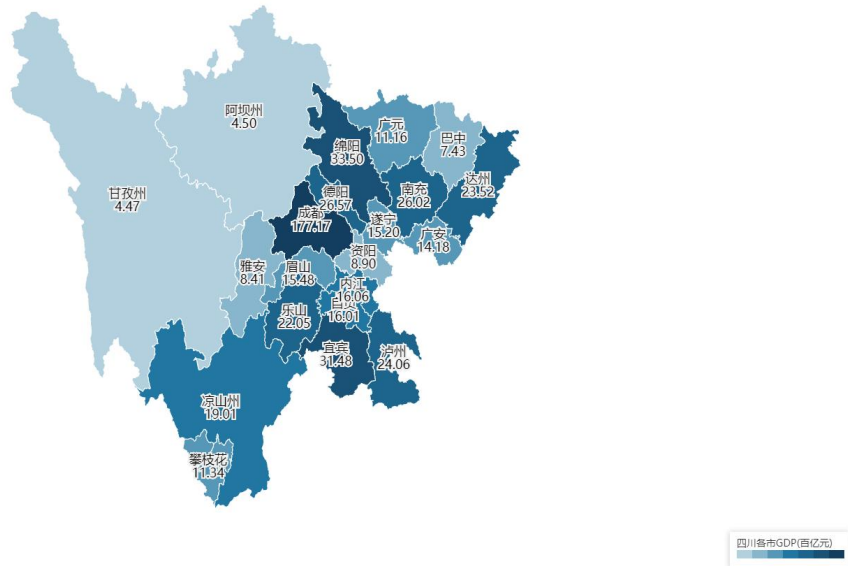
图 3.8 中国各省市 2021 年 GDP



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.9 中国各省市 GDP 变化趋势

同一省份中，不同地区的经济实力可能相差较大，例如四川省资源主要集中在成都市，省会和其他地级市的 GDP 差距较大。从样本数据来看，政府产业投资集团 AAA、AA⁺、AA 级别企业中，省会城市平台占比分别为 82.76%、55.77%和 40.48%。因此，在进行横向对比是，可以分为省级、省会级、市级、区县级等，同一行政级别的政府产业投资集团更具可比性。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.10 2021 年四川省各地区 GDP 情况

2. 区域地位

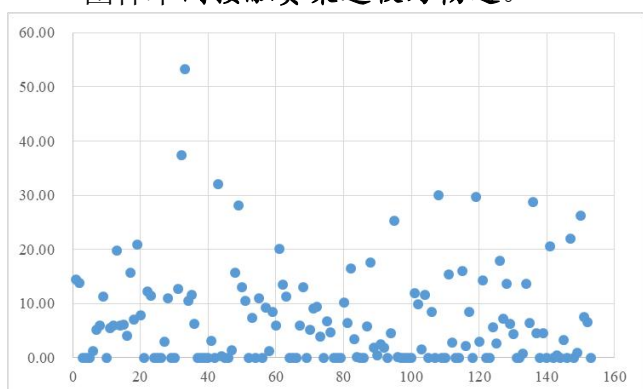
从直属层级来看，对于政府及股东来说，直接持股企业的重要性要优于二级、三

级企业。从**股权结构**看，由地区多个国有企业共同持股的政府产业投资集团虽然能得到多方股东在业务资源等方面的支持，但增资、担保等事项又需要多方审核协调，增加了规模扩大的难度。另外，当地政府或股东向政府产业投资集团**派驻的董事及高管人员的履历、行政职级**等也能从侧面反映政府产业投资集团在当地的地位和重要性。

（五）间接融资可接续性

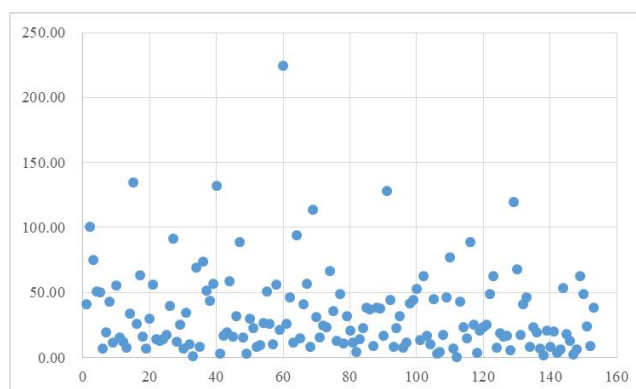
融资接续作为最主要的偿债来源，主要考察企业的借新还旧可能性，即再融资能力，涉及企业**非受限的可用于抵押的资产规模、未使用授信规模、已注册未发行的债务融资工具余额**等。实务中，可以关注企业长短期债务的**借款方式**，如果以抵质押借款为主，则需主要关注企业非受限的可用于抵押的资产规模，从而判断再融资空间；如果以信用借款为主，则可关注未使用授信规模和已注册未发行的债务融资工具余额。

从样本数据来看，首先，从受限资产占比看，53个样本未获取到受限资产规模或受限资产为0，剩余100个样本的资产受限比例主要集中在5.3%~15.9%之间，另有13个样本的资产受限比例超过20%。综合来看，**样本总体资产受限比例较低**。其次，从授信情况看，根据Wind导出的最新授信数据（153个样本中有4个样本的最新授信日期在2020年内，有11个样本的最新授信日期在2021年，其他样本的最新授信日期均在2022年），最新未使用授信占最新授信额度的比例基本呈正态分布，最新未使用授信/总资产则主要分布在8.43%~23.88%之间。整体看，政府产业投资集团**样本间接融资渠道较为畅通**。



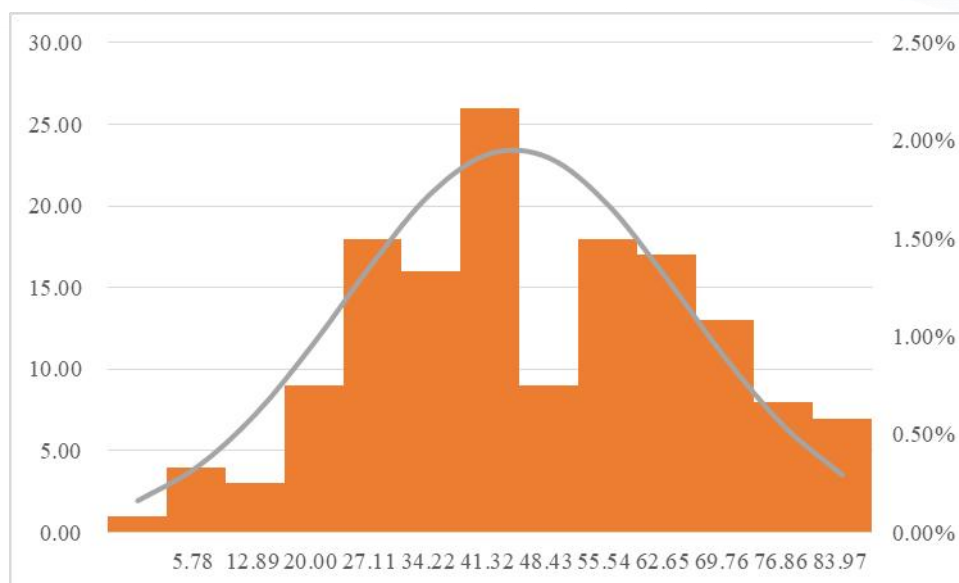
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.11 政府产业投资集团样本资产受限比例分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.12 政府产业投资集团样本最新未使用授信/总资产分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.13 政府产业投资集团样本最新未使用授信占比分布情况

四、政府产业投资集团偿债能力评价

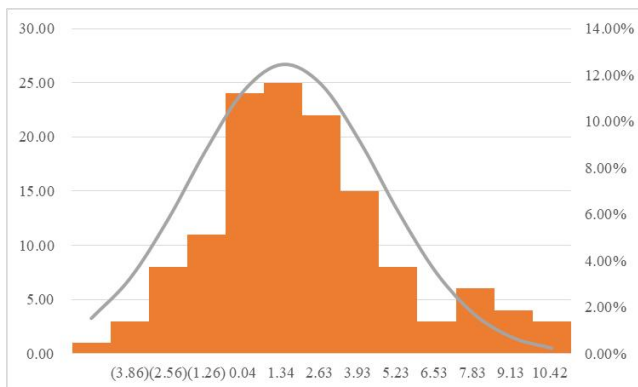
基于前文的分析，本文选取了四个指标来考察政府产业投资集团合并口径的偿债能力，分别为加权平均利息覆盖倍数、加权平均 EBITDA/利息费用、偿债资产/全部债务和加权平均全部债务/EBITDA。

表 4.1 偿债指标

| 项目 | 指标 | 公式 | 剔除偏离值后的样本量 | 主要分布范围 |
|--------|-------------|--|------------|------------|
| 利息保障指标 | 利息覆盖倍数 | $(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{取得投资收益收到的现金} + \text{其他收益} + \text{营业外收入中的政府补助}) / (\text{利息支出} - \text{利息收入})$ | 133 | 1.34~5.23 |
| | EBITDA/利息费用 | EBITDA（反推法）/利息费用，其中：利息费用包括费用化及资本化利息支出。如果财务报告中公布了财务费用明细，则“利息费用=利息支出-利息收入”；如果财务报告中未公布财务费用明细，则以“利润表.财务费用”替代 | 135 | 2.28~7.82 |
| 本金保障指标 | 偿债资产/全部债务 | $(\text{资产总额} - \text{待摊费用} - \text{商誉} - \text{长期待摊费用} - \text{递延所得税资产}) / \text{全部债务}$ | 145 | 2.03~4.06 |
| | 全部债务 | 全部债务=长期债务+短期债务=长期借款+ | 149 | 5.58~11.16 |

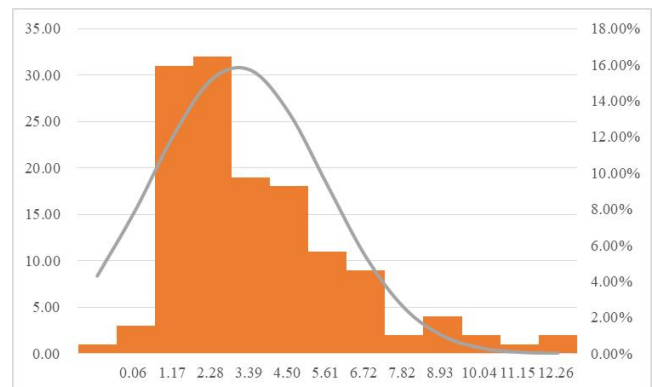
| | | | |
|---------|--|--|--|
| /EBITDA | 应付债券+租赁负债+一年内到期的非流动负债+短期借款+交易性金融负债+应付票据; EBITDA: EBITDA (反推法) | | |
|---------|--|--|--|

资料来源：联合资信整理



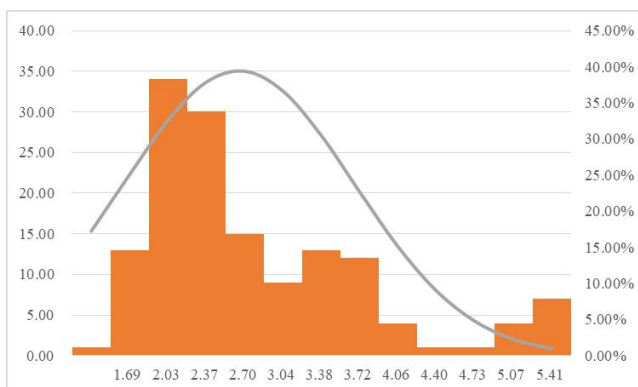
数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.1 政府产业投资集团样本加权平均利息覆盖倍数分布情况



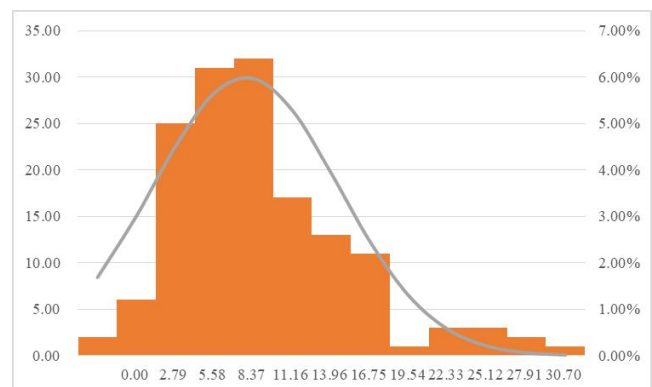
数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.2 政府产业投资集团样本加权平均 EBITDA/利息费用分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.3 政府产业投资集团样本偿债资产/全部债务分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.4 政府产业投资集团样本加权平均全部债务/EBITDA 分布情况

从指标分布情况来看，政府产业投资集团 EBITDA 对利息费用的覆盖程度较好，从现金流角度考虑，经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金+其他收益+营业外收入中的政府补助对利息费用的覆盖程度较 EBITDA 有所弱化；总体看，政府产业投资集团利息偿付能力较强。本金方面，偿债资产对全部债务的保障能力尚

可，全部债务/EBITDA 则主要分布在 5.58~11.16 倍的范围内，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱，总体看，政府产业投资集团债务**本金偿付能力尚可**。

参考文献

[1] 国务院国资委新闻中心. 从实践层面解析国有企业“三类公司”发挥作用的着力点, 2021 年.

[2] 田利辉 周业安 戴晓凤 彭波. 新常态下的国企混合所有者改革. 群言, 2016年, 第12期.

[3] 徐华. 从传统到现代——中国信贷风控的制度与文化, 2016年.

联系人

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

相关研究

[【违约处置系列研究】国际三大评级机构债券回收率统计研究](#)

[【违约处置系列研究】我国公募债券市场主要违约处置方式之破产诉讼](#)

[【违约处置系列研究】我国债券违约处置制度建设与现阶段存在的问题](#)

[【违约处置系列研究】债券违约处置制度的国际经验](#)

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。