

# 2015 年城投企业主体评级下调分析

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 公共融资部

戴晓枫 刘明球

2014 年以来，我国经济步入新常态，国内经济增速趋缓。2015 年，我国国内生产总值增速 25 年以来首次低于 7%，国内生产总值名义增长率<sup>1</sup>仅为 6.3%，低于 6.9%的实际增长率。在经济下行压力下，部分地区财力随之减弱。对于以财政资金作为较大资金平衡保障的各地城投企业来说，2015 年主体评级下调的数量明显增多。

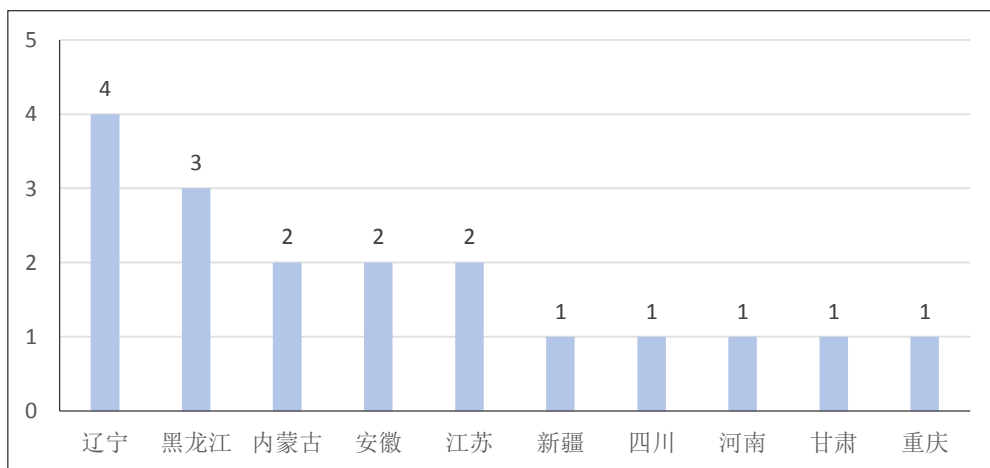
通过梳理 2015 年主体评级下调的城投企业及其触发原因，新世纪评级认为，城投企业主体评级下调的主要原因在于地方经济财力下滑、企业收入减少、债务压力加重以及对外担保代偿风险等四大因素。

## 一、2015 年城投企业主体评级下调概况

2015 年，共有 18 个已公开发行债券的城投企业主体评级被下调，其中 4 个城投企业的主体评级被下调，1 个主体评级被下调且评级展望调为负面，13 个主体评级展望被调为负面（见附表 1）。

从省份来看，辽宁省共涉及 4 个城投企业，居各省首位；黑龙江省其次，涉及 3 个；内蒙古自治区、安徽省和江苏省分别涉及 2 个；新疆维吾尔自治区、四川省、河南省、甘肃省和重庆分别涉及 1 个。

图表 1. 2015 年城投企业主体评级下调的省份分布情况（单位：个）



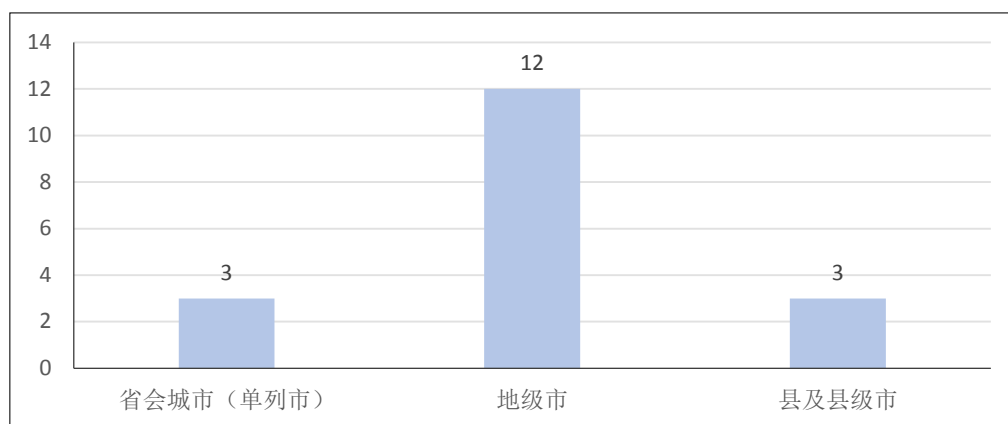
资料来源：WIND 资讯，新世纪评级整理、绘制

从城投企业所属政府的行政级别来看，隶属于省及省会（单列市）、地级市、

<sup>1</sup>实际经济增长率是名义经济增长率剔除通货膨胀率。

县及县级市的城投企业分别有 3、12、3 个，地级市平台合计大于其他两级平台的总数。

图表 2. 2015 年城投企业主体评级下调的行政级别分布情况 (单位: 个)



资料来源: WIND 资讯, 新世纪评级整理、绘制

## 二、城投企业主体评级下调原因分析

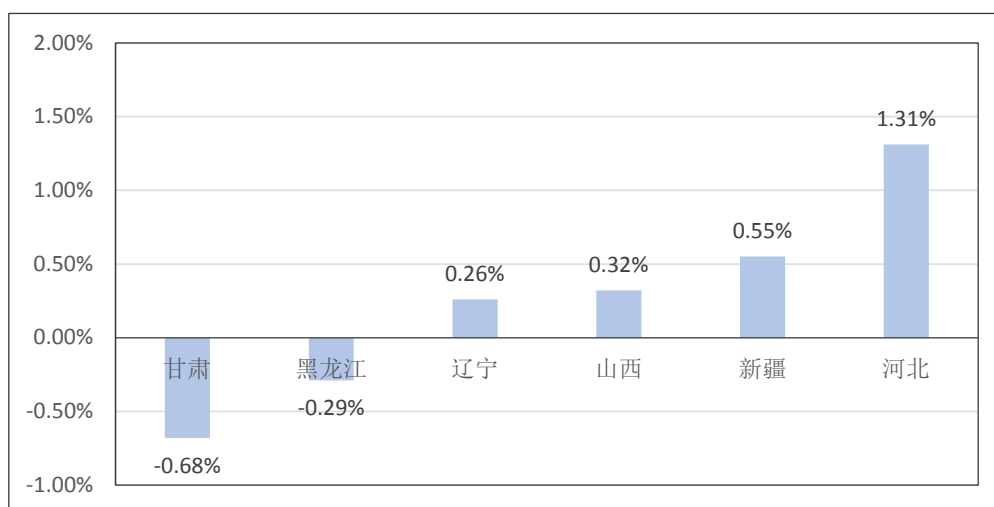
2015 年多家城投企业主体评级被下调, 究其原因, 主要触发因素为地方经济财力下滑、企业收入减少、债务压力加重、对外担保代偿风险等四大因素。

### 1. 地方经济财力下滑

2015 年, 从全国 31 个省市地区生产总值实际增长率来看, 西藏、重庆、贵州、天津和江西列前五位, 地区生产总值实际增长率分别为 11.0%、11.0%、10.7%、9.3%和 9.1%, 其中西藏、重庆和贵州增速均超过 10%; 辽宁、山西、黑龙江、吉林和河北则分别列倒数五位, GDP 实际增长率分别仅为 3.0%、3.1%、5.7%、6.5%和 6.8%。

从名义增长率来看, 2015 年地区生产总值名义增长率低于 3% 的省市有 8 个, 分别是甘肃、黑龙江、辽宁、山西、新疆、内蒙古、河北和陕西。从区域来看, 东北三省由于产业结构过度依赖石油、钢铁、机械等重工业, 受累于 2015 年国际石油价格下跌以及国内制造业产能过剩的双重夹击, 吉林省、辽宁省和黑龙江省名义增长率分别仅为 3.4%、0.26%和-0.29%。而华北三省 (河北、山西和内蒙古) 及西北三省 (新疆、陕西、甘肃) 2015 年的名义增长率也都在 3% 以下, 尤其是甘肃为-0.68%, 由于这些省份几乎都是能源供应与炼化大省, 不可避免地受到全球能源价格下跌的影响。一方面这些省份产业结构不合理, 服务业及新兴产业尚未得到较好发展, 另一方面又缺乏沿江靠海的贸易条件, 导致 GDP 名义增长率很低或负增长。

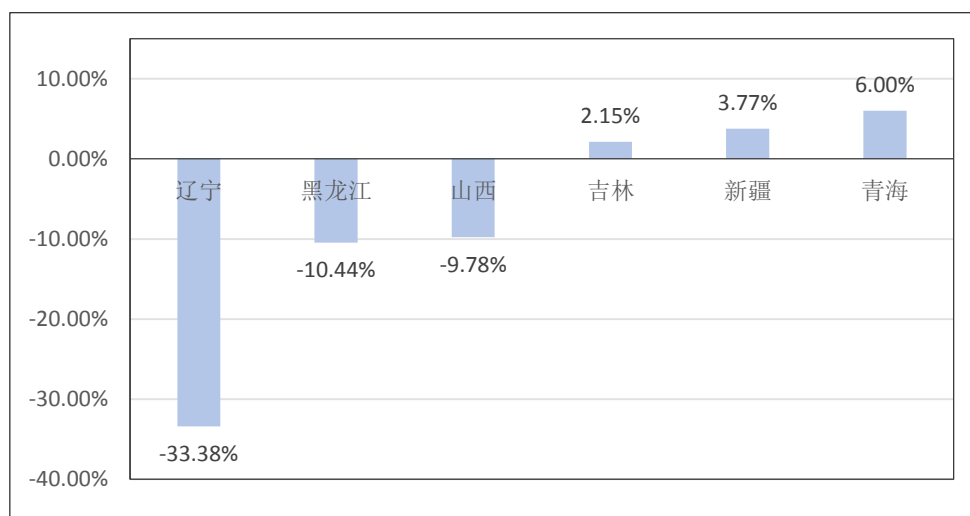
图表 3. 2015 年地区生产总值名义增长率倒数六个省份



资料来源: 新世纪评级整理、绘制

从各省市一般公共预算收入同比增速来看,增速排在后六位的是青海、新疆、吉林、山西、黑龙江和辽宁,分别为 6.00%、3.77%、2.15%、-9.78%、-10.44%和-33.38%,山西省和东北的黑龙江省、辽宁省一般公共预算收入出现了较大幅度的负增长。

图表 4. 2015 年一般公共预算收入同比增速倒数六个省份



资料来源: 新世纪评级整理、绘制

地区经济的增速下滑拖累了地区财政收入的增长,地方政府支付能力下降,影响了作为地方基础设施投融资重要平台的城投企业的偿债能力,导致其信用质量下降。

**图表 5. 地区经济财力下滑导致主体评级下调的城投企业**

涉及主体	地区经济财力下滑为主要原因
大连融强投资有限公司	庄河市经济出现一定程度的萎缩，一般预算收入减幅较大，总体财政收入下降；土地开发、海域租赁业务不确定性强，受限资产占比高影响资产流动性
开原市城乡建设投资有限公司	开原市经济及财力下降，未来仍面临一定的经济下行压力；地方政府债务增幅较大，债务压力显著上升；经营性现金流缺乏对债务的保障能力；存货中绝大部分为林权等变现能力较低的资产，影响公司资产质量
绥芬河海融城市建设投资发展有限公司	绥芬河市经济增速放缓，公共财政收入及政府性基金收入均出现大幅下滑，财政自给能力弱；资金支出压力大；子公司海融担保出现大规模代偿；资产流动性差；有息债务规模大，面临一定刚性债务压力
淮南市城市建设投资有限责任公司	淮南市经济财政对煤炭等相关产业依赖程度较高，主要经济指标均出现下滑，经济下行压力很大；政府债务规模大幅增加，债务负担很重；受土地回购放缓和土地出让市场竞争加剧影响，公司营业收入大幅下降，未来收入面临一定的不确定性；受限资产规模大，资产流动性一般
双鸭山市大地城市建设开发投资有限公司	双鸭山市经济增速、财政收入大降，债务负担加重；存货以待开发土地为主，且大部分用于抵押，资产流动性差；其他应收款规模大，回款进度不确定；有息债务占比高，短期偿债压力大
伊春市城市建设投资开发有限责任公司	伊春市地区经济增速、财政收入大降；受限资产规模大，资产流动性差；经营性净现金流下降，短期集中偿债压力大；市财政局未按时足额拨付“09伊城投债”回购资金

资料来源：新世纪评级整理

## 2. 企业收入减少

从收入来看，城投企业由于投资领域集中于公益性项目，绝大部分城投企业经营性收入少，企业收入过度依赖政府的财政收入，因此企业经营现金流的情况直接受到地方政府的影响。地区经济下滑及房地产景气度低迷，土地出让恶化，财税收入减少，使得部分地方政府对城投企业的土地出让金返还、工程结算、项目回购等业务资金供给进度明显放缓，导致城投企业现金流回笼情况不佳，资金占用压力攀升，部分城投企业收入大幅下滑，最终卖到信用质量下降。此外，由于政府行为，一些城投企业的部分资产被剥离，导致其营业收入大幅减少，亦导致了城投企业的信用质量下降。

**图表 6. 企业收入减少导致主体评级下调的城投企业**

涉及主体	企业收入减少为主要原因
鞍山高新技术产业投资有限公司	鞍山高新区国有土地使用权出让收入降幅较大；公司营业总收入大幅下滑；公司债务上升较快；应收款项规模较大，资金回款到位情况较差
德阳市建设投资有限公司	政府性基金收入下降，全口径财政收入下降；受子公司股权划出的影响，公司资产规模大幅减小，预计公司未来收入规模会大幅下降；筹资压力、偿债压力加大
江东控股集团有限责任公司	受非税收入和基金收入下降影响，马鞍山市财政收入减幅较大；政府债务

涉及主体	企业收入减少为主要原因
	增长较快，政府债务负担大幅攀升；受到子公司股权转让、制造业下游需求不旺及土地市场低迷等因素影响，公司营业收入大幅下降
铁岭新城投资控股股份有限公司	公司主营一级土地开发，该板块业务收入及利润大幅减少，且存在较大不确定性；承担较多公益事业功能，盈利能力低；经营性现金流持续净流出，债务保障能力弱

资料来源：新世纪评级整理

### 3. 债务压力加重

2015年，在经济下行压力下，地方政府为保增长一方面加大投资力度，债务压力加重，有限的财力使得地方政府对城投企业的支持力度减弱；另一方面，作为区域基础设施建设的重要投融资平台，城投企业对资金的需求很大，不断增加外部融资，而前期存量债务的不断累积，到期兑付的规模相应增长，部分城投企业杠杆率攀升，有息债务规模扩大，自身债务压力加重。地方政府债务压力加大及城投企业累积债务增加双重因素叠加导致城投企业信用质量下降。

图表 7. 债务压力加重导致主体评级下调的城投企业

涉及主体	债务压力加重作为主要原因
河南省国有资产控股运营集团有限公司	公司资产负债率处于很高水平，且短期有息负债占比较高，短期偿债压力很大；在建拟建项目投资规模大，资本支出压力；经营性现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力
兰州国资投资(控股)建设集团有限公司	区域财政支出有所增长，债务负担较重；政府未将约定的土地资产注入公司，资产负债率仍高，政府支持力度减弱；有息债务增长快，面临集中偿付压力
重庆交通旅游投资集团有限公司	公司土地回购款回收困难；土地整理出让业务不确定性较强；有息债务规模很大，资产负债率很高，债务压力重；对外担保规模较大，担保比率较高，且被担保企业区域和行业集中度较高，公司存在一定或有负债风险
无锡市太湖新城发展集团有限公司	区域平台类企业有息债务规模大；新股东增资后造成交叉持股，偿债责任增加；公司有息债务规模大，面临集中偿付压力；对外担保规模大，存在一定或有负债风险
镇江交通产业集团有限公司	资本支出压力较大，债务规模增长较快，信托等高成本融资占比过高，未来三年偿债压力大；土地出让收入存在不确定性；对外担保占净资产比重过高，增加或有负债风险
伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司	公司有息债务规模较大，偿债压力很大；全旗财政收入有可能下降；资金支出压力大；资产流动性一般；其他应收款规模大，回款进度不确定

资料来源：新世纪评级整理

### 4. 对外担保代偿风险

城投企业作为各地区重要的地方国企，为服务于地区经济发展、缓解当地企业的融资难题，在政府指导下承担当地企业及中小企业的担保方。在经济下行、地区财政实力减弱的环境下，部分产能过剩行业的企业及盈利能力较差的中小企

业成为违约风险的集中爆发群体，造成背后为其担保的城投企业的代偿风险加大，影响城投企业信用质量。

**图表 8. 对外担保代偿风险导致主体评级下调的城投企业**

涉及主体	对外担保代偿风险为主要原因
鄂尔多斯市东胜城市建设开发投资集团有限责任公司	公司担保的私募债“12 蒙恒达”已出现违约；或有负债风险增大；逾期本息规模增加；政府财力持续下降
新疆石河子开发区经济建设总公司	公司对外担保比率较高，且对外担保企业中新疆天盛实业有限公司破产重整及债务偿还尚未完成，公司仍存在较大的担保代偿风险，对公司信用能力产生不利影响

资料来源：新世纪评级整理

综上，通过对 2015 年城投企业主体评级下调及其触发原因的分析，可以看出这些城投企业主要集中于东北、西北及华北，以及部分资源枯竭型城市；从主要触发因素看主要为地方经济财力下滑、企业收入减少、债务压力加重、对外担保代偿风险等四大因素。

未来，城投企业评级关注点应集中于所在地区经济财力变化、政府债务负担情况，以及企业自身营业收入、债务负担、对外担保规模等方面。

附表 1: 2015 年城投企业主体评级下调汇总表 (单位: 个)

涉及主体	省份	评级机构	下调日期	主体	展望
伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司	内蒙古	鹏元评级	2015-05-27	由 AA 下调至 AA-	维持稳定
重庆交通旅游投资集团有限公司	重庆	大公国际	2015-06-16	由 AA 下调至 AA-	维持负面
兰州国资投资(控股)建设集团有限公司	甘肃	大公国际	2015-06-24	由 AA 下调至 AA-	维持稳定
新疆石河子开发区经济建设总公司	新疆	大公国际	2015-08-05	由 AA- 下调至 A+	维持负面
<b>主体评级被下调合计</b>					<b>4</b>
鄂尔多斯市东胜城市建设开发投资集团有限责任公司	内蒙古	联合资信	2015-06-05	由 AA- 下调至 A+	稳定调整为负面
<b>主体评级被下调且 评级展望调为负面合计</b>					<b>1</b>
河南省国有资产控股运营集团有限公司	河南	大公国际	2015-06-24	维持 AA	稳定调整为负面
江东控股集团有限公司	安徽	大公国际	2015-06-26	维持 AA	稳定调整为负面
铁岭新城投资控股股份有限公司	辽宁	联合资信	2015-06-29	维持 AA	稳定调整为负面
淮南市城市建设投资有限责任公司	安徽	大公国际	2015-06-29	维持 AA	稳定调整为负面
大连融强投资有限公司	辽宁	大公国际	2015-06-29	维持 AA	稳定调整为负面
镇江交通产业集团有限公司	江苏	中诚信国际	2015-06-30	维持 AA	稳定调整为负面
德阳市建设投资有限公司	四川	鹏元评级	2015-07-22	维持 AA	稳定调整为负面
开原市城乡建设投资有限公司	辽宁	大公国际	2015-07-23	维持 AA	稳定调整为负面
双鸭山市大地城市建设开发投资有限公司	黑龙江	大公国际	2015-07-23	维持 AA-	稳定调整为负面
伊春市城市建设投资开发有限责任公司	黑龙江	大公国际	2015-07-23	维持 AA-	稳定调整为负面
无锡市太湖新城发展集团有限公司	江苏	大公国际	2015-07-29	维持 AA+	稳定调整为负面
绥芬河海融城市建设投资发展有限公司	黑龙江	鹏元评级	2015-10-30	维持 AA-	稳定调整为负面
鞍山高新技术产业投资有限公司	辽宁	中诚信国际	2015-12-23	维持 AA-	稳定调整为负面
<b>评级展望调为负面合计</b>					<b>13</b>
<b>总计</b>					<b>18</b>

资料来源: WIND 资讯, 新世纪评级整理