

近观区域城投：陕西篇

2020年4月20日

要点

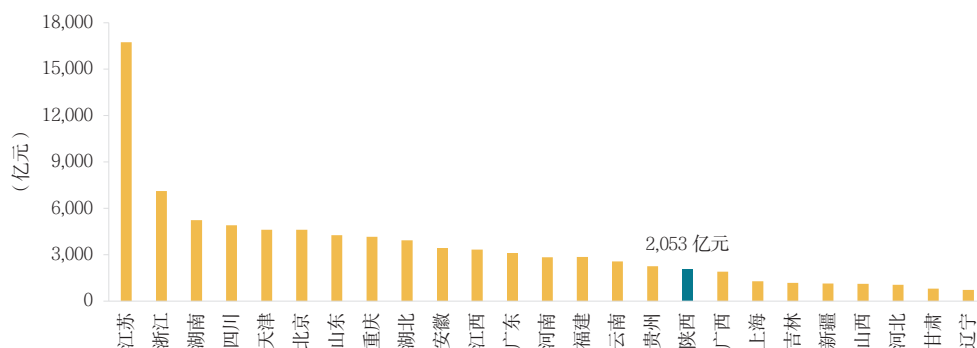
- 我们对41家陕西省内城投企业进行案头分析，认为陕西城投企业的潜在主体信用质量整体处于全国平均水平，其分布也与全国城投企业潜在主体信用质量的分布大体一致。
- 我们认为，陕西省内不同城市对城投企业的潜在支持能力存在一定差异。
- 我们认为，西安市城投企业潜在主体信用质量分化明显，市级城投潜在主体信用质量较好，而园区下属的片区域城投的潜在主体信用质量较差。

为了较为全面地了解陕西省城投企业的整体信用状况，我们选取该省41家城投企业作为样本，利用公开信息进行了案头分析。样本包括市级及以下的城投企业、地铁公司，但不包括省级国资平台、交通、水务等企业。这些企业覆盖9个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映陕西省城投企业的总体信用状况。

地方政府的支持，通常是我们分析城投企业信用质量过程中的最重要考量因素。本次研究中，我们分析了陕西省各城市对相关城投企业的潜在支持能力，以及城投企业对所属地级市政府的不同重要性。

图1

陕西城投债余额及其全国比较



注：数据截至2019年12月31日。
资料来源：Wind，标普信评。

主分析师

李丹
北京
+86-10 6516 6042
dan.li
@spgchinaratings.cn

其他分析师

葛昱
北京
+86-10 6516 6026
yu.ge
@spgchinaratings.cn

高语泽
北京
+86-10 6516 6028
yuze.gao
@spgchinaratings.cn
张娟子
北京
+86-10 6516 6030
juanzi.zhang
@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取相关区域若干家城投企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于城投企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

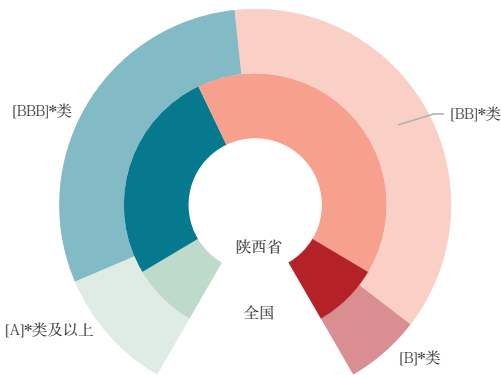
和全国比较：陕西城投处于中等水平

陕西省地处西北内陆腹地，横跨黄河和长江两大流域中部，居于连接中国东、中部地区和西北、西南的重要位置。2019年末，全省常住人口约3876万人，土地面积约21万平方千米，下辖10个地级市，30个市辖区，6个县级市，71县。

我们认为，陕西省城投企业潜在主体信用质量处于全国中等水平，其分布也与全国城投企业潜在主体信用质量的分布大体保持一致。

图2

陕西省与全国城投企业潜在主体信用质量分布



注*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。弧度代表企业数量在样本中的占比。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

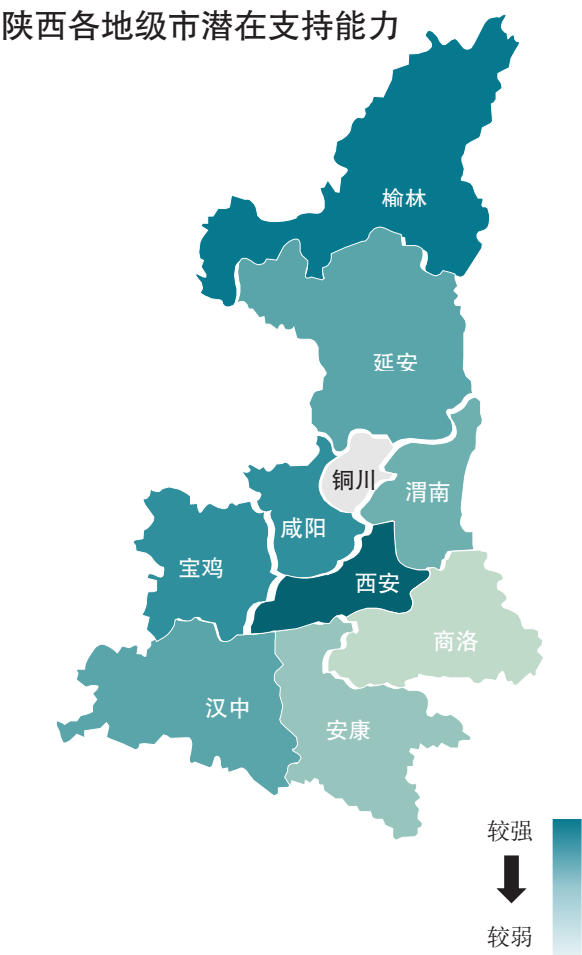
省内比较：城投企业潜在主体信用质量存在较大差异

我们的研究发现，城投企业的业务状况和财务风险非常相似，潜在个体信用状况差异较小。因此我们认为，城投企业信用质量的差异主要来源于政府支持力度的不同。我们通常从地方政府的潜在支持能力和城投企业对于地方政府的重要性这两个维度去分析地方政府的支持力度。

政府潜在支持能力分析

对于地方政府支持城投企业的潜在能力，在综合考虑陕西各市经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素后，我们认为陕西9个地级市的政府潜在支持能力存在较大差异。其中，省会西安对城投企业的潜在支持能力处于绝对优势地位，榆林、咸阳、宝鸡和延安等城市排在西安之后；而安康和商洛的政府潜在支持能力相对偏弱。

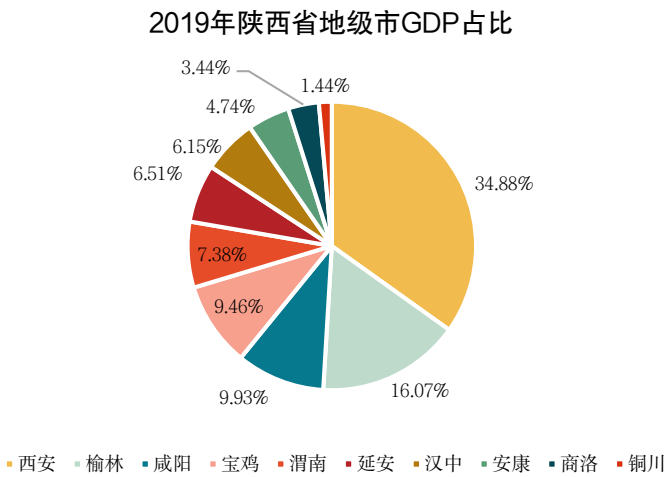
图3



注：灰色部分未纳入本次研究。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

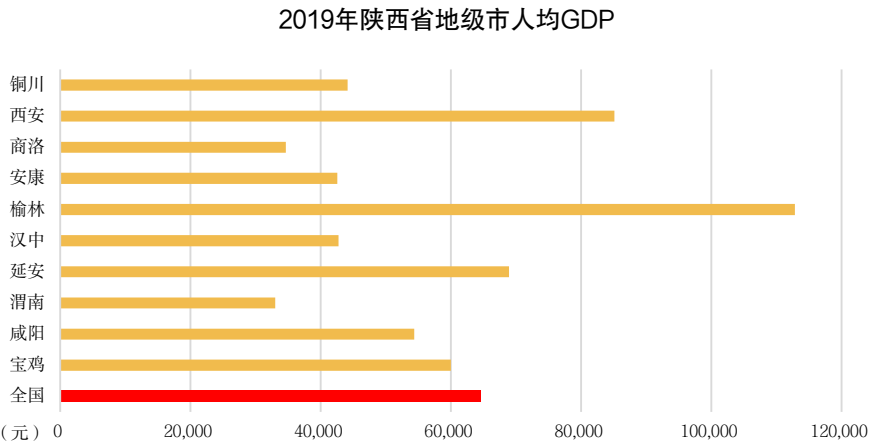
省会西安作为西部地区的核心城市和交通枢纽，在经济、预算等方面处于省内领先地位，GDP总量占全省的35%左右；榆林、咸阳、宝鸡、延安等城市依靠丰富的矿产资源以及在冶金、化工、装备制造等良好的产业发展，经济和财政收入处于第二梯队，而安康和商洛的经济体量和财政收入规模相对较小，财政平衡能力相对较差。

图4



资料来源：Wind。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

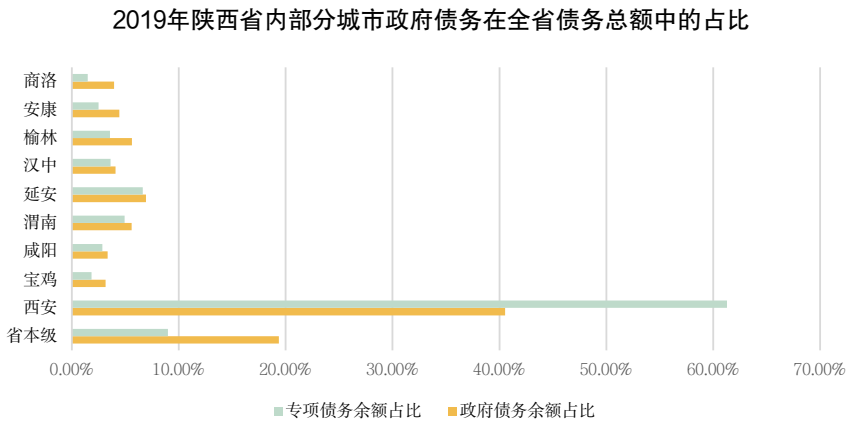
图5



资料来源：Wind、标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

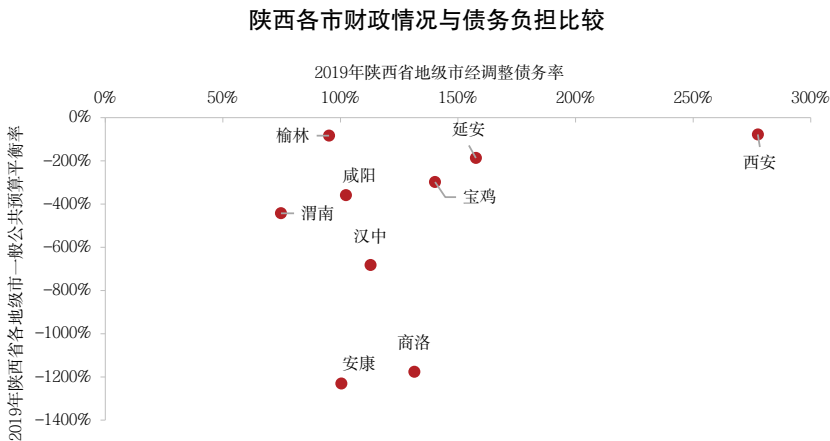
从债务规模看，西安作为全省经济发展的重心，政府债务总额也相对应的在全省范围内占比最高，其中用于具有一定收益的基础设施项目投资的专项债务，西安市更是占到全省约60%，因此西安市的政府债务率在全省及全国范围内显著高于其他城市。

图6



资料来源：Wind，标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图7



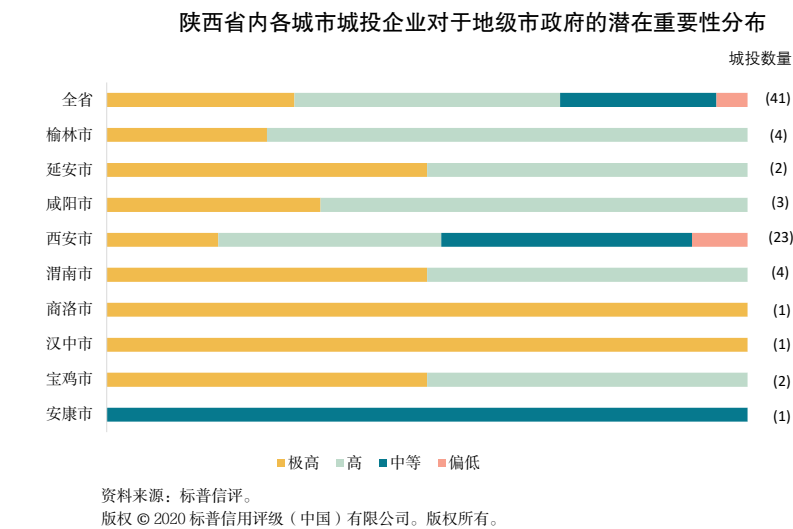
注：经调整债务率=（2019年末地级市政府债务+2019年末经调整城投带息债务）/ 2019年地级市财政总收入。
资料来源：Wind，标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投对政府的重要性分析

除了各城市的潜在支持能力外，城投企业对当地政府的重要性，也是我们分析具体城投企业主体信用质量时通常会考虑的重要因素。我们通常从以下几个维度来分析城投企业对于地方政府的重要性：行政层级、职能定位、业务公益性或不可替代性、收入和资产规模、战略重要性等。

陕西省除了西安以外各个城市的城投企业数量都很少，主要是由于这些城市的基础设施投资规模有限，1-2个城投基本能够满足全市范围内的基建投融资职能需求。这些城投大部分是市级城投，职能集中度高，业务覆盖全市，因此大多数城投企业对当地政府的重要性较高。安康市有公开发债的唯一一家城投是下辖省级高新区的城投，其业务区域范围相对较窄，对于安康市政府的重要性相对较弱。而西安市由于一部分城投企业业务主要分布在下辖的多个国家级经济开发区和代管的西咸新区的片区内，并且部分城投市场化业务占比相对较高，因此我们认为这些城投企业对西安市的重要性相对偏低。

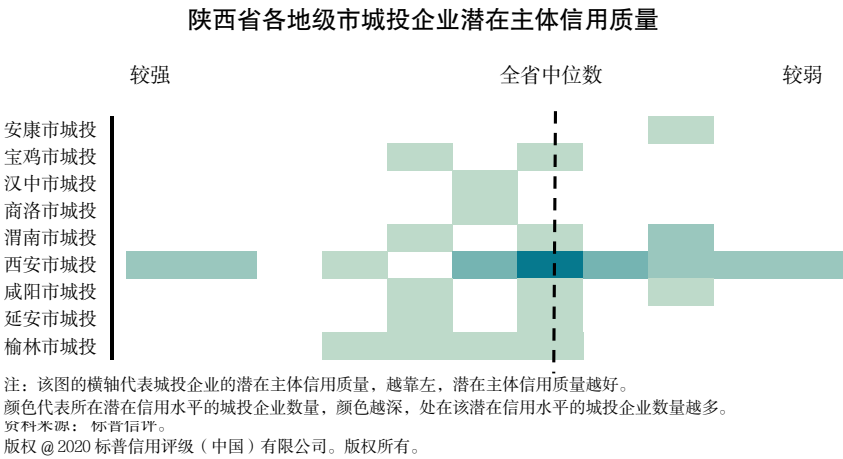
图8



各市城投潜在主体信用质量分布

我们认为，得益于政府潜在支持能力较强且对政府重要性相对较高，西安市级城投企业的潜在主体信用质量整体位列全省最好水平，但园区下属的片区城投企业由于对于政府的重要性相对偏低，其潜在主体信用质量较差。榆林、延安、咸阳、宝鸡和渭南城市的城投企业在政府的潜在支持能力和城投企业对于政府的重要性均相似的情况下，我们认为其潜在主体信用质量分布也十分相似。

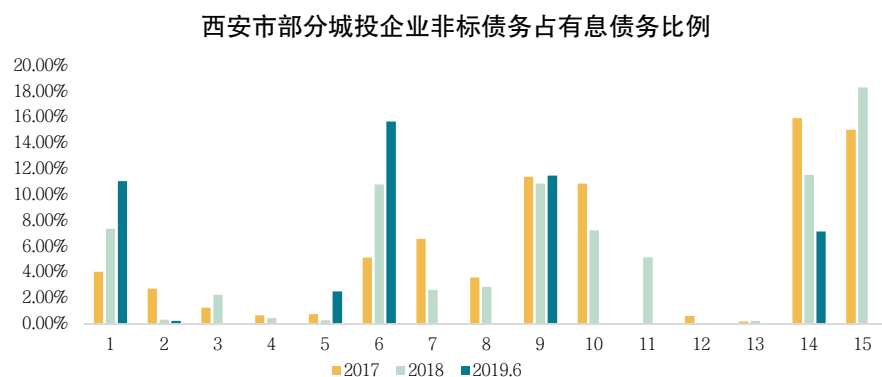
图9



西安市内低资质的城投企业需更关注其非标融资规模及成本

我们看到，在外部融资环境不断宽松的背景下，西安市部分城投企业以融资租赁、专项计划等形式进行举债的规模占比相对较高，甚至有扩大趋势，这些城投的潜在主体信用质量普遍偏低，未来需关注其融资成本及偿还压力。但与其他省份相比，西安市城投企业整体非标融资占比不高。

图10



注：非标债务包括融资租赁、专项计划等形式的债务。横轴的数字代表某个城投企业，部分城投企业2019.6数据缺失。

资料来源：各公司审计报告。

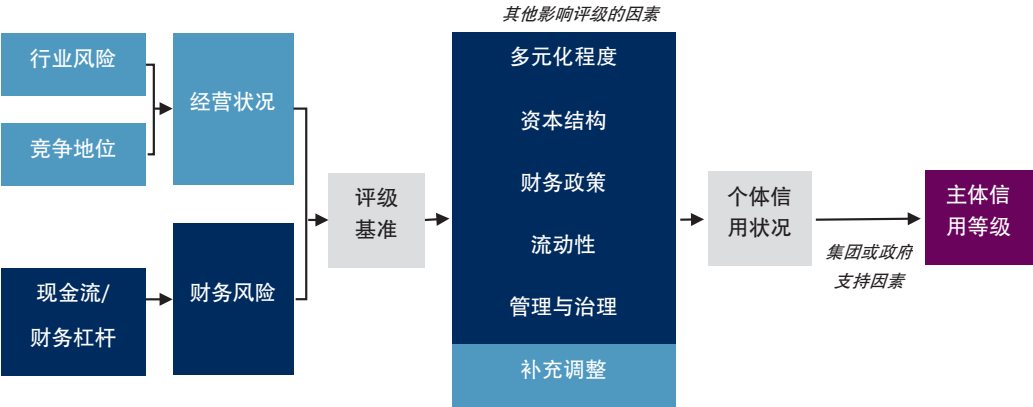
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相关研究

- 近观区域城投：广东篇，2020年4月13日；
- 近观区域城投：安徽篇，2020年4月13日；
- 近观区域城投：湖南篇，2020年4月2日；
- 近观区域城投：浙江篇，2020年4月2日；
- 短期、周期与长期：2020年非金融企业信用趋势展望，2020年3月4日；
- 中国城投面面观，2019年11月4日；
- 迎风而立：谁是中国信用市场的中坚力量，2019年11月4日。

附录

标普信评工商企业评级方法框架



本报告不构成评级行动。

©版权所有2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。