

特别评论

城投企业财务报表变化及风险特征研究

分析师联络人

陈心远

+852-28607131

simon_chen@ccxap.com

庄承浩

+852-28607124

peter_chong@ccxap.com

朱洁

+86-021-60330988

jzhu@ccxi.com.cn

近年来，不管是境内债还是境外债，城投企业的融资都受到严格控制，因此受债务风险管控影响，2021年以来城投企业融资端受限，负债增速持续下降，并导致其在项目投入及对外投资方面的资产构建速度有所放缓、体现在资产负债表上就是在建工程、存货、投资性房地产和长期股权投资等科目余额增速明显放缓。此外，投融资严格受限的监管之下，城投企业财务报表整体结构变动幅度下降。

受疫情影响，2021年以来地方财政持续承压、部分区域出现财政收入负增长的情况，因此城投企业的代建业务回款变慢，弱区域的城投企业整体财务状况也恶化。与此同时，城投行业内部分化正在加速，弱区域、低级别、低层级城投企业整体财务状况恶化、融资成本大幅提升，并且非常依赖信托和融资租赁等非标融资手段。因此，城投企业的信用风险持续分化。

城投企业外部融资趋紧，债务增速下降

2021年以来我国不断强化遏制隐性债务增长要求，严格管控城投企业的融资行为。2021年3月26日国务院国资委正式印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，文件要求地方国有企业参照中央企业资产负债率行业警戒线和管控线进行分类管控，对高负债企业实施负债规模和资产负债率双约束，“一企一策”确定管控目标，指导企业通过控投资、压负债、增积累、引战投、债转股等方式多措并举降杠杆减负债，推动高负债企业资产负债率尽快回归合理水平。2023年5月30日，根据上海证券交易所的最新指引，城投企业所属区县上一年度一般公共预算收入若不超过50亿元原则上不能新增债务，即募集资金用途仅为借新还旧，无论是否首发、区域颜色以及是否有AAA担保，延续了近年来严控新增债务的监管政策。在严控新增债务的影响之下、城投企业项目建设的投融资节奏放缓。除此之外，2022年以来，较多城投企业的工程建设项目通过使用政府专项债来筹集项目所需资金，因此城投外部融资的需求和增量也在下降。

境内外融资受限，对外投资和项目投入等资产科目增速下滑

城投企业主要的资产包括政府类项目投入形成的资产（主要涉及科目通常为存货），交易对手方欠款、经营和非经营性往来形成的应收类款项（主要涉及科目为应收账款、其他应收款、长期应收款），自主经营形成的运营类资产（主要涉及科目为投资性房地产、固定资产、在建工程），股权和债权投资形成的投资类资产（主要涉及科目为可供出售金融资产、长期股权投资等），以及保有的现金类资产（主要涉及科目为货币资金）。相比于其他行业的企业，城投的资产结构较为稳定、且几个重要科目占总资产比重非常高。

城投企业货币资金规模保持了增长，但是分化情况较为严重。随着融资端管控趋严，项目建设投入和补充流动资金用途的新增融资获批有限、债券批文的资金使用途径主要是“借新还旧”，因此资金主要应对到期债务本息的偿付，高

层级、高等级和强区域的城投企业现金流较为充裕，受限货币资金占比较小；但是低层级、低等级及弱区域企业面临较大的现金压力。

在地方财政承压下的大背景下，城投企业的应收款（应收账款和其他应收款）金额进一步增加、且每年回款金额有限。根据城投行业整理的的数据，城投企业应收账款增长速度高于城投企业总资产增速；近年来城投企业的其他应收款规模亦呈现增长趋势，2019-2022年6月末增速分别为12.33%、10.83%、5.12%和3.04%，增幅逐年收窄。同时，随着对城投企业外部投融资行为管控的趋严以及各地陆续出台闲置资金使用规定，城投行业以拆借、往来款项为主的其他应收款规模虽保持增长但增幅大幅下降。此外，城投企业的往来对手方主要为代建项目的政府部门和区域内其他国有企业，因此当年回款金额受区域经济财政情况较大、资金回流的持续性有待观察。

存货是最能体现城投企业项目投建特性的会计科目，主要通过“存货-开发产品”和“存货-开发成本”这两个子科目来核算代建项目的成本。随着城投融资端政策的收紧，2021年以来企业项目投建放缓、新开工量减少，存货规模增长放缓。未来在保障重大项目、重要民生工程持续建设的过程中，城投企业会维持一定规模的基础设施建设项目，但各地政府在执行发展目标的过程中，债务风险管控的意识正不断提升，基建项目投建审批程序及相关制度日趋严格，投资端流程的规范亦将使存货增速放缓。

运营类资产增长除来源于区域内平台资源整合外，主要依赖城投企业自营项目的投资建设。最典型的例子就是“投资性房地产”科目：部分城投企业设有公租房和市场租赁的业务，会计核算就是通过投资性房地产科目。随着平台转型的持续深化，城投企业按照自身职能定位持续构建经营资产并带动运营类资产增长。但受债务管控影响，运营类资产的金额增速在2021年以来持续放缓，城投企业运营类资产的增长将持续受限。

股权及债权的投资依旧是城投企业投资类资产的主要科目，其中股权投资的规模及增速保持较快增长，尤其是2022年以来各地加大平台整合力度，通过划拨基投资企业股权、交叉持股等方式达到做大企业资产规模、加大与核心子公司报表差异的目的，股权投资类资产规模大幅上升。在会计核算上，股权投资主要通过“长期股权投资”以及“其他权益工具投资”等科目，债权投资主要通过“持有至到期投资”以及“其他债权投资”等科目。在实务中，部分城投企业为了配合当地招商引资和产业政策发展的号召，会主动向园区内入驻企业提供股权投资。因此，随着城投企业的市场化发展和多元化转型，股权和债权投资的金额都逐年提升，尤其是股权投资的金额近年来更是大幅提升。

综上所述，2021年以来城投企业虽然债务规模保持增长、债务负担继续加重，但随着债务管控的持续推进，城投企业负债端的债务增速明显回落。与此同时，城投的资产端部分科目增速也明显下滑，如部分区域城投企业的现金类科目和存货类科目。但是诸如股权投资和债权投资等项目，在国家对于城投企业产业化转型的大背景之下依旧迅速增长。

表 1：近年来各行政层级城投企业资产规模及其增长率（万亿元）

行政层级	2019年	2020年	2021年	2022年6月末	2019年增速	2020年增速	2021年增速	2022年半年 增速	2020年 增减变动	2021年 增减变动	2022年半年 增减变动
区县级（含开发区）	25.4	29.2	32.4	34.1	13.6%	14.9%	11.1%	5.0%	1.29	-3.81	-6.04
地市级（含开发区）	31.0	35.9	40.6	43.0	13.4%	15.8%	13.2%	5.8%	2.31	-2.56	-7.39
省级	16.0	18.3	20.0	20.9	11.4%	14.4%	9.4%	4.7%	3.02	-5.01	-4.68
总计	72.4	83.3	93.0	98.0	13.0%	15.2%	11.6%	5.3%	2.12	-3.53	-6.32

数据来源：wind，中诚信整理

城投企业信用风险持续分化

2021年以来基建行业债务规模保持增长，债务负担继续加重，但随着债务管控的持续推进，增速明显回落。城投行业内区域分化较为突出，债务继续较快增长区域和净偿还区域已发展成为两极并持续强化所处状态。弱区域、低级别、低层级城投企业整体财务状况恶化、融资成本大幅提升，并且非常依赖信托和融资租赁等非标融资手段。

城投企业的融资渠道主要包括银行贷款融资、资本市场债券融资以及非标融资。2020年以来各地政府均发文压降高成本融资，非标融资转标准融资导致行业非标融资占比下降，但非标融资灵活性更强，部分缺乏现金流的城投企业无法顾及融资成本，出现阶段性的非标融资增长。2021年城投行业非标融资占比约8.20%，较上年小幅下降，但各省份非标占比及其变动趋势差异加大。其中，包括贵州、黑龙江、云南、天津、四川、安徽、山东、广西、湖北、河南等11个省份非标占比高于全国水平。同时，2021年非标占比下降的省份包括内蒙古、陕西、贵州、吉林、广西、山东、四川、江苏、浙江、江西等15个，其中非标占比较高且占比较快下降的省份为贵州、四川、山东和广西；而黑龙江、天津、安徽、湖北、河南等省份的非标占比高于全国平均水平并继续提高。银行长短期贷款依然是企业主要融资渠道，占比约在60%左右，但可以看到，城投企业整体在资本市场直接融资的占比有所提升。随着对城投企业发债管控的趋严，以及部分区域限制直融占比，银行端的流动性滚续相比其他受市场影响更大的融资渠道更为稳定，未来城投企业可能会更倚重于银行渠道的融资。

城投企业的财务杠杆比率呈现上升趋势，但随着债务管控的日趋严格，杠杆率抬升速度有所下降。从省份情况来看，甘肃、广西、河北、河南、湖北、江苏、山东、陕西、四川、天津、云南和浙江的财务杠杆率处于较高水平，其中的河北、江苏和浙江的抬升速度亦较快。

综上所述，城投企业延续了近年来区域分化的趋势，部分弱区域、低层级和低级别的城投企业盈利及获现能力均出现明显下滑的态势，盈利能力下降与回款滞后现象持续凸显。城投企业债务规模保持增长但增速放缓，短期债务占总债务的比重持续抬升，货币资金/短期债务继续呈下降趋势，短期流动性压力进一步凸显。

本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 www.ccxap.com 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址： 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室

网址： www.ccxap.com

邮箱： info@ccxap.com

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656