



债务增速及结构调整初步显现

——城投行业 2023 年年报变化研究

联合资信 公用评级三部 | 张婧茜 | 韩锦彪 | 李凯田



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

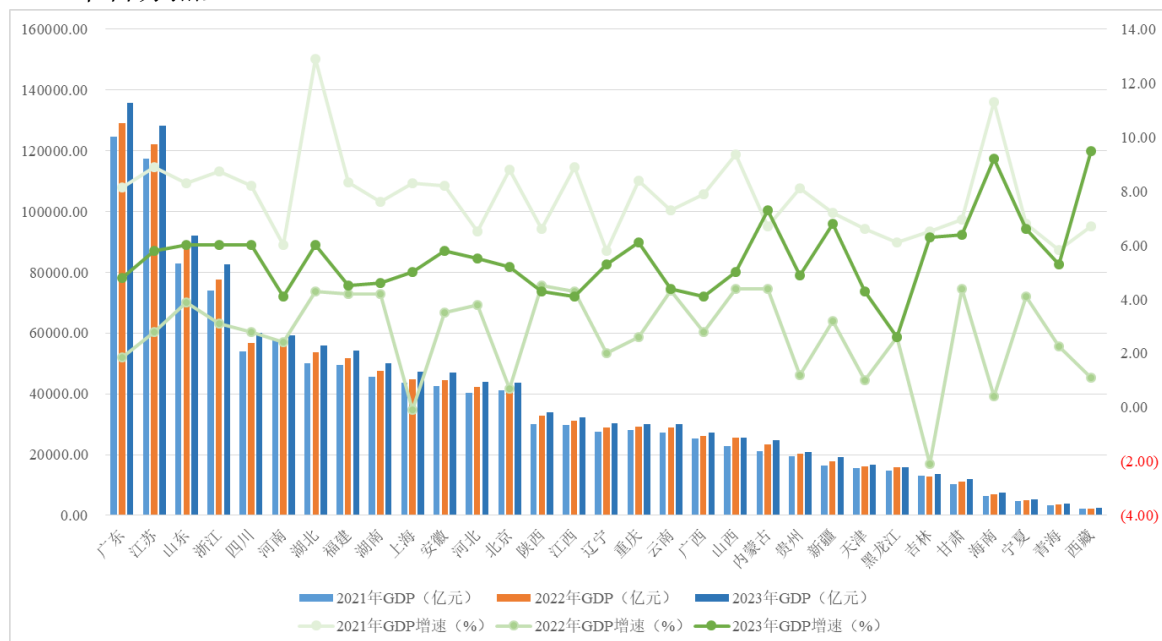


一、外部环境变化

2021—2023 年，全国各省市经济实力稳步增长，但大部分省市经济增速有所放缓；受土地市场低迷影响，政府性基金收入基本处于逐年下降态势，地方政府综合财力下降较大，中央转移支付规模有所增长，地方债务负担呈上升趋势，重点省市中天津、重庆和广西等的债务水平较高，债务风险化解进度仍需持续关注。

2023 年，我国国民经济回升向好，初步核算，2023 年 GDP 按不变价格计算比上年增长 5.2%，最终消费支出、资本形成总额分别拉动国内生产总值增长 4.3 个、1.5 个百分点，主要预期目标圆满实现，同时也面临外部环境复杂多变、有效需求不足等挑战。在房地产行业风险继续暴露、土地市场持续低迷、地方债务风险持续上升的环境下，重点区域基础设施投资受限，政府更多鼓励债务压力较轻、经济发展水平较好的区域进行可持续的基础设施投资建设，稳定经济发展及防控债务风险同步推进。

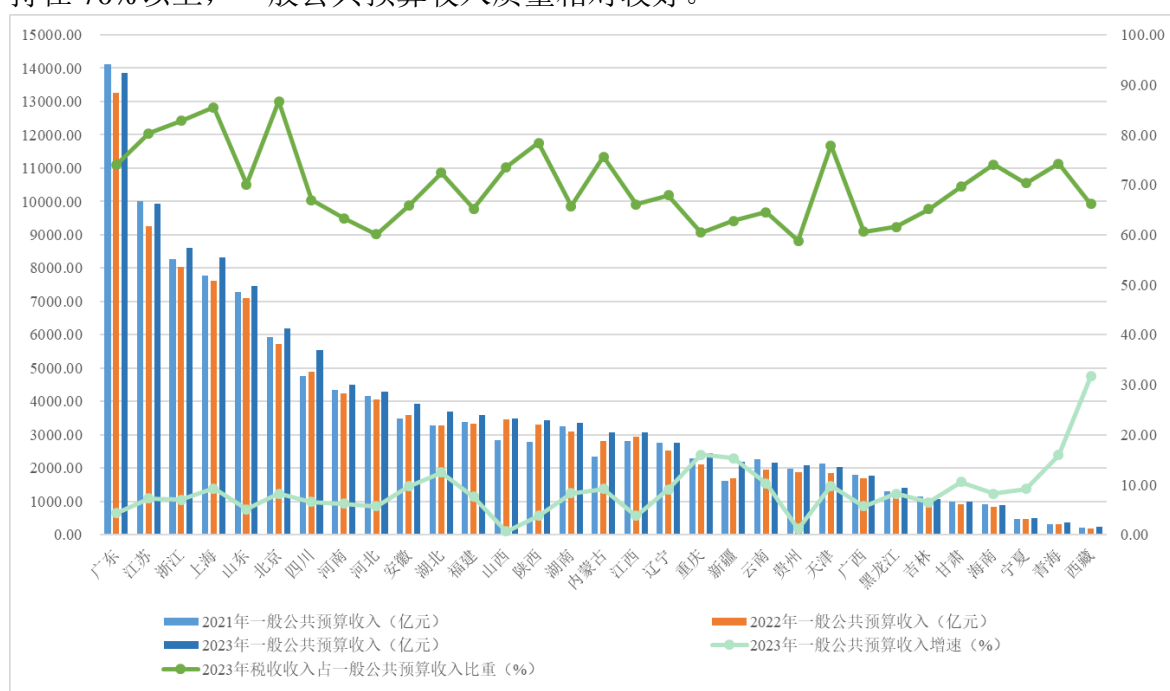
2021—2023 年，全国各省市 GDP 基本处于稳步增长态势，个别省市受大环境影响 2022 年 GDP 出现负增长。2023 年，各省市区域经济发展水平差距依旧较大，广东、江苏 GDP 超过十万亿元，经济总量排名靠前。2023 年，GDP 增速较快的区域包括海南和西藏，GDP 增速均在 9% 以上，但区域经济总量较小。天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏（以下简称“重点省市”）中内蒙古 GDP 增长较快，增速超过 7%，吉林经济恢复明显，GDP 增速较上年提升 8.40 个百分点至 6.30%。



资料来源：联合资信根据公开数据整理

图 1 2021—2023 年各省市 GDP 及增速情况

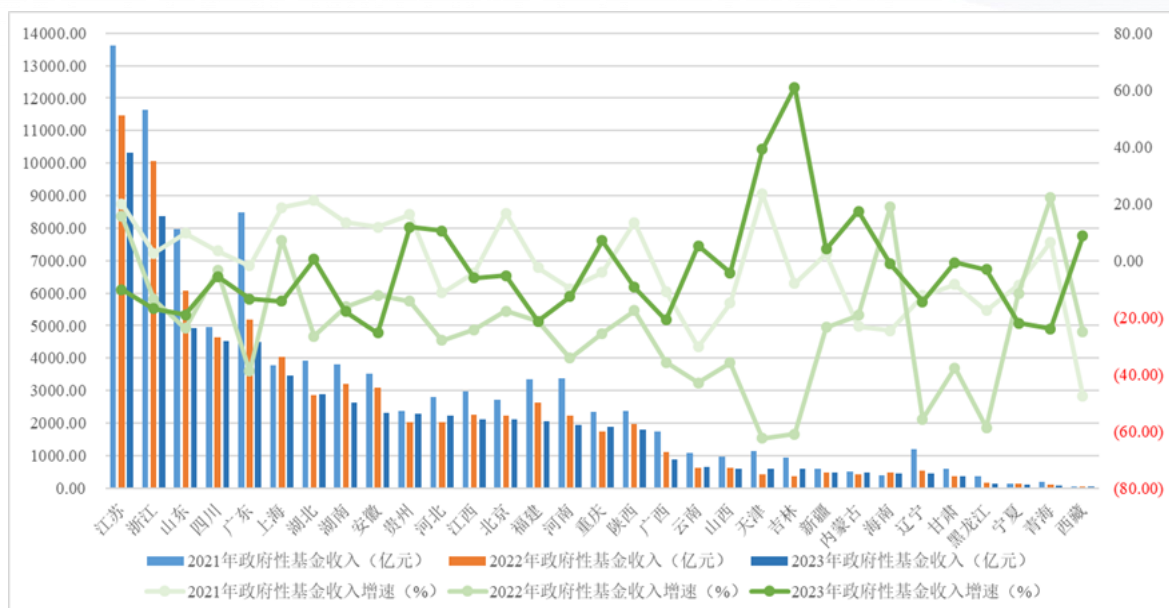
一般公共预算收入方面，受留抵退税政策影响，2022 年 31 个省市中有 22 个省市一般公共预算收入较 2021 年有所下降。2023 年，各省市一般公共预算收入规模较 2022 年均有所增长，增速在 0.70%~31.70%，其中山西、贵州、广东、陕西和江西增速均低于 5.00%，重庆、新疆、青海和西藏增速均高于 15.00%，分化明显。2021—2023 年，江苏、浙江、北京和上海一般公共预算收入中税收占比基本稳定在 80% 以上，收入质量高；重点省市中内蒙古、天津和青海一般公共预算收入中税收占比均保持在 70% 以上，一般公共预算收入质量相对较好。



资料来源：联合资信根据公开数据整理

图 2 2021—2023 年各省市一般公共预算收入、2023 年增速及税收占比情况

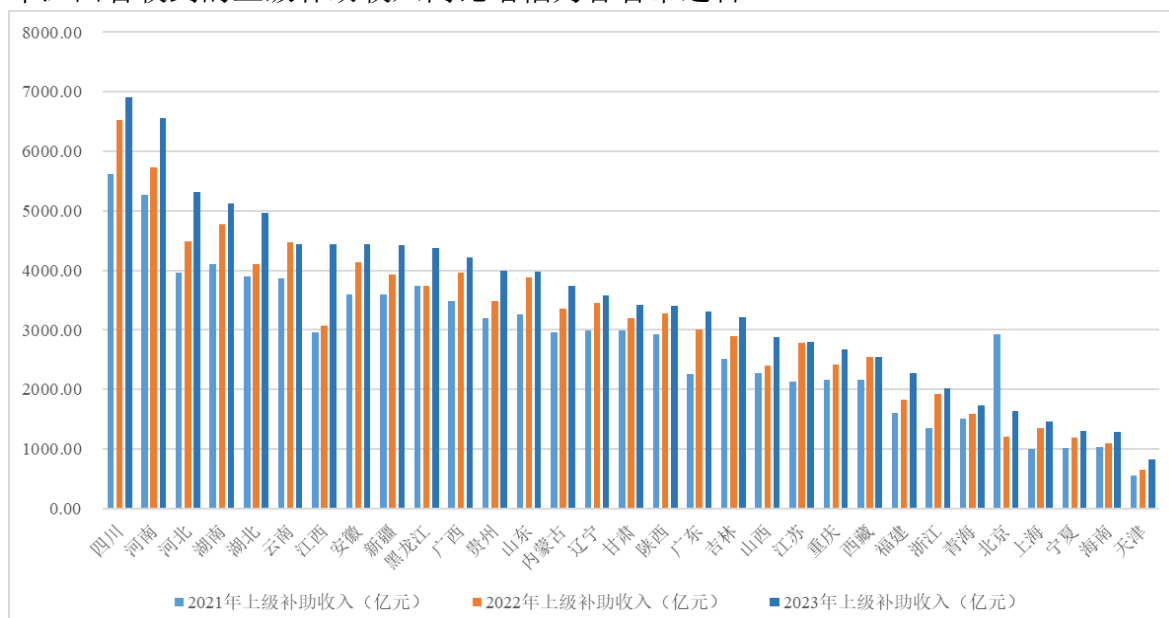
政府性基金收入方面，受土地市场低迷影响，2021—2023 年，全国各省市政府性基金收入基本保持下降态势，其中天津、河南、广东、辽宁、黑龙江和青海 2023 年政府性基金收入较 2021 年下降幅度均超过 40%。



资料来源：联合资信根据公开数据整理

图3 2021—2023年各省市政府性基金收入及增速情况

上级补助收入方面，2021—2023年，四川、河南收到的中央转移支付规模持续保持在5000亿元以上，紧随其后的是河北、湖南、湖北及重点省市中的云南。其中2023年江西省收到的上级补助收入同比增幅为各省市之首。

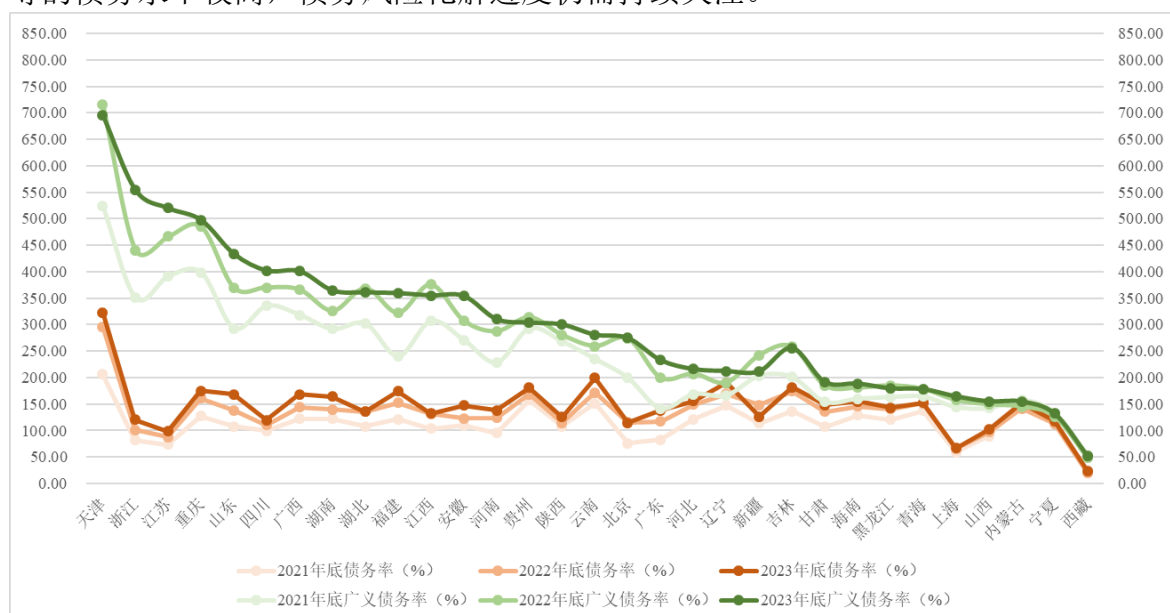


注：1.上级补助收入=一般公共预算收入上级补助+政府性基金收入上级补助；2、部分省市未披露上级补助收入，采用估算值，估算公式为：上级补助收入=一般公共预算支出-一般公共预算收入

资料来源：联合资信根据公开数据整理

图4 2021—2023年各省市上级补助收入情况

2021—2023 年底，各省市债务率和广义债务率基本呈逐年增长态势。广东、江苏、山东、浙江等经济强省广义债务率增速明显高于债务率增速。从重点省市债务率来看，12 个重点省市均有所上升，其中云南、天津、广西和辽宁债务率上升幅度较大，均较 2022 年底增长超过 20 个百分点，考虑到土地财政难以为继，地方财政压力仍较大。广义债务率角度，截至 2023 年底，天津、浙江、江苏广义债务率已超过 500%。增速方面，重点省市中除天津、贵州、黑龙江、吉林和青海 2023 年广义债务率较 2022 年底有所下降外，其余省市广义债务率均保持上升态势，其中广西、辽宁和云南广义债务率较 2022 年底上升超过 20 个百分点。综合来看，重点省市中天津、重庆和广西等的债务水平较高，债务风险化解进度仍需持续关注。



注：债务率=政府债务余额/综合财力*100%；广义债务率=（政府债务余额+城投债务余额）/综合财力*100%；城投债务余额为联合资信城投企业分类口径中城投企业债务之和（已剔除子公司数据）

综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+一般公共预算上级补助收入+政府性基金上级补助收入

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 5 2021—2023 年各省市债务率及广义债务率

二、城投公司财务指标变化

2023 年 7 月中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”及后续特殊再融资债券发行重启、银行金融机构提供化债支持、不同地区分类施策、城投公司分类监管等多举措的推行，旨在短期内适当缓解城投公司债务风险，建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制，长期内为地方政府债务化解争取一定的时间和空间，以期地方政府在化债的过程中寻找新的发展机遇，重塑区域经济发展格局。

本文梳理了全国发债城投公司 2021—2023 年年报财务数据，用以解析 2023 年财务报表反映出的城投公司在投资、回款、筹资、债务及偿债能力等方面的变化及特点。截至 2024 年 4 月底，已披露 2021—2023 年年报且历史数据具有可比性的全国城投公司 2200 余家，本文以上述城投公司为样本进行分析。需说明的是，由于部分区域的发债城投公司数量较少，样本可能无法代表当地城投公司的普遍情况。

投资方面：随着债务化解进程的演变，重点省市城投公司基础设施建设类投资受限。2023 年城投公司财务报表总体呈现出投资规模增速放缓、投资结构有所调整的态势。分省市来看，2023 年河北城投公司投资增速最高，重点省市中天津、宁夏、云南、黑龙江、贵州、甘肃、内蒙古增速较低。

2020 年以来，受大环境和政策影响，特别是 2023 年下半年以来随着一揽子化债政策的陆续出台，重点省市城投公司基础设施建设投资受限。从全国来看，城投公司存货、在建工程及长期股权投资总规模均逐年上升，但 2023 年增速低于前两年，投资进度有所放缓。从主要资金投向来看，以土地资产及基础设施建设类项目投入形成的存货和在建工程为主的传统城投业务投资增速明显下降，且增速低于股权投资增速。从结构看，2023 年底，存货、在建工程、长期股权投资在三者合计中占比分别为 73.28%、18.42%和 8.30%，其中存货及在建工程占比较 2022 年底有所下降，长期股权投资占比较 2022 年底小幅提升。

分区域来看，2023 年，河北城投公司上述三项之和投资增速最高，为 21.17%，投资增速超过 10%的区域包括吉林、浙江、新疆、海南和四川，其中吉林受益于新能源产业链及装备制造产业等的发展，2023 年经济和财政增长指标表现较好，加之基数较低等因素影响，投资增速在化债重点省市中排位相对靠前；2023 年投资增速不足 3%的八个地区中包括化债重点省市中的天津、宁夏、云南、黑龙江、贵州、甘肃、内蒙古，以及非化债重点省市山西；其他省市投资增速均位于 3%~10%之间，合计投资增速负增长的区域包括山西、黑龙江、贵州、甘肃和内蒙古。从投资结构来看，存货占比相对较高（占三项投资总额的比重超过 80%）的包括湖南、贵州、江西、西藏、江苏和浙江；在建工程占比相对较高（占三项投资总额的比重超过 40%）的包括吉林、甘肃、广西、青海和天津城投公司，吉林和甘肃分别为 63.15%和 55.80%；长期股权投资占比相对较高（占三项投资总额的比重超过 20%）的包括内蒙古、广东和河北城投公司。由于不同城投企业记账方式存在差异，加之样本影响，上述占比可能存在偏差。

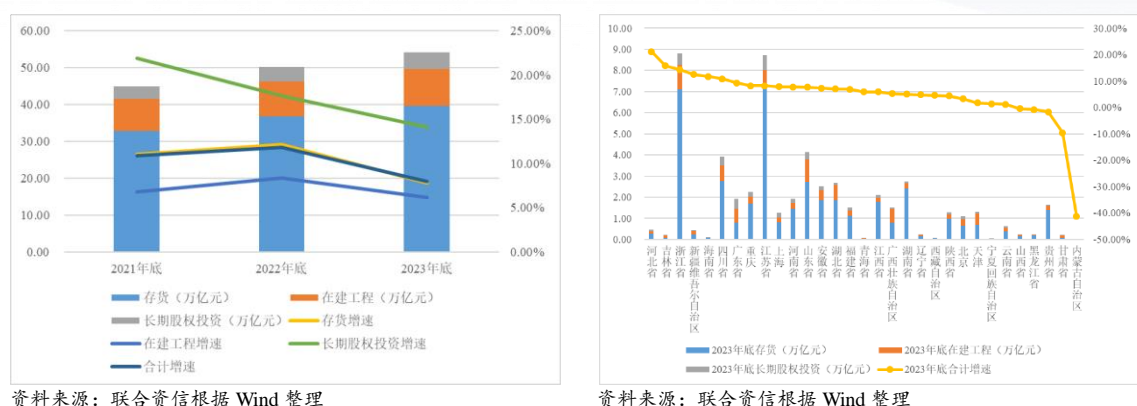


图 6 全国及各省市城投公司存货、在建工程及长期股权投资规模及增速

回款方面：2023 年，城投公司应收账款规模继续扩大，但整体增速有所放缓。从化债重点省市来看，重庆、贵州应收账款规模相对较大，超过 2000 亿元；广西和宁夏应收账款增速较快；内蒙古和青海现金收入比表现有所下降。

城投公司应收账款主要系因开展土地整理、工程代建、保障房建设等基础设施建设类投入而产生的应收业主方的款项，2021—2023 年底，受项目回款滞后影响，城投公司应收账款规模逐年增长，但 2023 年增速较 2022 年有所放缓。从回款指标来看，城投公司现金收入比整体表现较好，不排除部分项目竣工但未结算，或城投公司传统业务占比下降，回款受益于收现表现较好的贸易、工程施工及公用事业类业务，城投公司垫资经营模式转变等的综合影响。

分区域来看，2023 年底城投公司应收账款规模较大的省市包括江苏、四川、山东、浙江、湖南、安徽，均超过 3000 亿元，其中江苏城投公司应收账款规模最大，已超过万亿元，应收账款低于百亿元的区域包括海南、西藏、宁夏、青海和内蒙古。从增速来看，2023 年，两广和宁夏城投公司应收账款增速较快，均超过 30%；内蒙古城投公司受基数小影响，下降 41.50%。从化债重点省市来看，重庆、贵州城投公司应收账款规模相对较大，超过 2000 亿元，天津、广西、云南城投公司应收账款规模在 600~1600 亿元，剩余省市均不足 300 亿元，其中吉林、甘肃、宁夏、青海、内蒙古城投公司 2023 年应收账款增速较 2022 年明显放缓，化债重点省市中广西城投公司应收账款增速上升明显。现金收入比方面，化债重点省市中吉林、黑龙江城投公司现金收入比表现有所改善，内蒙古和青海城投公司现金收入比表现有所下降。

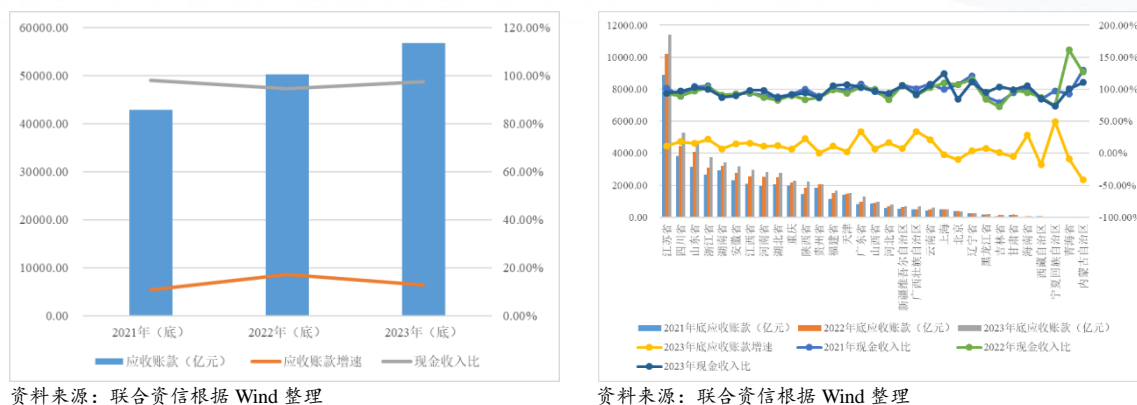


图 7 全国及省市城投公司应收账款及增速、现金收入比情况

筹资方面：2023 年，城投公司筹资活动现金流入及流出规模持续增长，筹资活动净流入规模相对稳定，区域之间分化明显。净流入规模较大的省市集中于经济及财力水平较好的浙江、江苏等区域，贵州、甘肃、黑龙江、青海和云南 5 个化债重点省市城投公司筹资活动现金呈净流出态势，其中，黑龙江和青海城投公司连续三年净流出；天津市城投公司筹资活动现金流由前两年净流出转为净流入；山东、江西、陕西和湖南城投公司筹资活动现金净流入规模逐年下降。

2021—2023 年，城投公司筹资活动现金流入和流出规模均逐年增长，筹资活动现金流整体呈净流入态势，净流入规模较为稳定，每年维持在 4.4~4.6 万亿元之间。从增速来看，2023 年，城投公司筹资活动流入及流出增速均高于 2022 年。

分区域来看，筹资活动现金流入规模较大的区域包括江苏、浙江、山东、四川、广东，单年流入规模均超过万亿元；从增速来看，2023 年，城投公司筹资活动流入增速超过 30% 的区域包括宁夏、黑龙江、辽宁和天津，其中宁夏最高，为 131.10%；上述区域中除天津外，宁夏、黑龙江和辽宁筹资活动现金流出增速亦超过 30%，此外，海南城投公司 2023 年筹资活动流出规模增速也较高。从筹资活动现金流量净额来看，受债券融资政策及外部融资环境变化影响，重点化债和非重点化债省市分化明显，2023 年城投公司筹资活动现金呈净流出的省市包括甘肃、黑龙江、青海和云南，均为重点化债省市，其中，黑龙江和青海城投公司筹资活动现金连续三年净流出，甘肃和云南城投公司由 2022 年的净流入转为净流出，主要系受债务负担较重、区域逾期频发及再融资困难等因素综合影响；天津城投公司 2021—2022 筹资活动现金均呈净流出态势，2023 年转为净流入；山东、江西、陕西和湖南城投公司筹资活动现金虽三年持续净流入但净流入规模逐年下降。

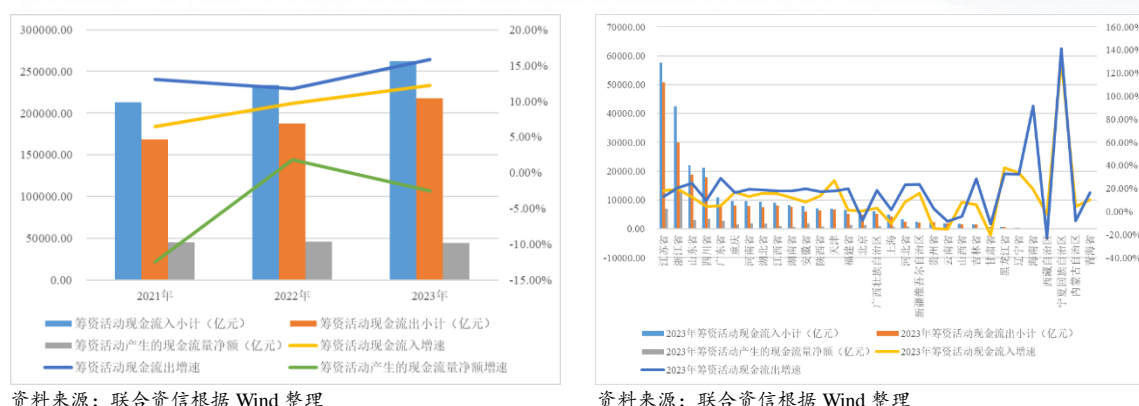


图 8 全国及省市城投公司筹资活动现金流情况

有息债务方面：2023 年，城投公司债务规模持续增长，在“遏制增量、化解存量”的化债背景下，城投公司债务规模增速边际放缓，重点化债省市中云南、贵州、黑龙江、甘肃和内蒙古城投公司债务规模有所下降；城投公司短期债务占比小幅提升，天津、云南短期债务占比相对较高。城投公司融资结构仍以银行借款为主，且占比有所提升。全国债券融资规模下降的 9 个省市均为化债重点省市，其中黑龙江、甘肃及青海债券规模下降明显，吉林、贵州、内蒙古、辽宁降幅也较大。

债务规模方面，2023 年底，城投公司债务规模进一步增长，在“遏制增量、化解存量”的政策引导下，城投公司债务增速边际放缓，整体期限结构仍以长期债务为主，但短期债务偿付压力有所加大。分区域来看，江苏、浙江、四川、山东的城投公司债务体量排位靠前，均超过 4 万亿元；从全部债务增速来看，2023 年，浙江、河北和广东城投公司全部债务增速相对较快，超过 15%；天津、吉林、西藏和青海增速不足 5%，云南、贵州、黑龙江、甘肃和内蒙古城投公司全部债务规模较上年有所下降，均为重点化债省市。

债务期限方面，城投公司短期债务占比逐年提升，2023 年底为 25.52%。分区域看，短期债务占比超过 30%的区域包括山西、江苏、山东和陕西，重点化债省市中天津、云南短期债务占比相对较高，超过 25%，重庆、宁夏、贵州短期债务占比在 20%~25%之间。**债务结构方面，**2023 年底，城投公司融资渠道仍以银行借款为主（占 58.57%），此外是债券融资（占 25.78%）和非标融资（占 15.65%）；2021—2023 年，城投公司银行借款占比逐年小幅提升，债券及非标融资占比均逐年下降。分区域来看，债券融资占比较高的区域包括宁夏、山西、湖南、西藏、重庆和江苏，占比均超过 30%，其中宁夏最高，为 53.05%；非标融资占比较高的区域包括青海、黑龙江，均超过 30%。**债券融资变动趋势方面，**2023 年全国大部分省市城投企业债券融资规模增速为正，河南债券规模增速最快，为 30%，河北、山东、西藏、山西和福建债券规模增速均超

过 15%；全国债券融资规模下降的 9 个省市均为化债重点省市，分别为宁夏、云南、吉林、贵州、内蒙古、辽宁、青海、黑龙江和甘肃；其中，黑龙江、甘肃及青海城投公司债券融资规模下降明显，降幅均超过 28%，吉林、贵州、内蒙古、辽宁降幅超过 10%。此外，天津和广西亦为债券正增速最低的省市，均低于 4%；重庆债券增速相对较高，为 11.36%。



注：短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+长期应付款

全部债务=短期债务+长期债务

部分公司非标融资可能计入长期借款，部分公司长期应付款含无息的专项应付款，为方便计算，本报告将长期应付款均视为非标融资，数据可能存在差异

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

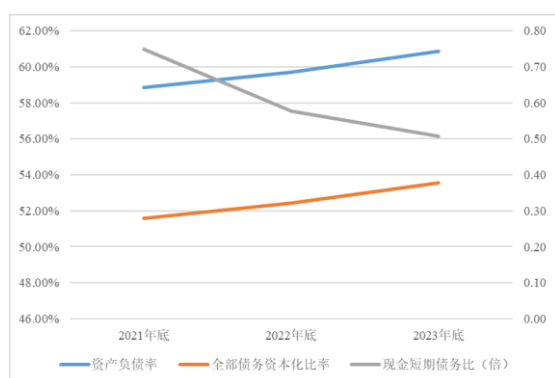
图 9 全国及各省市城投公司债务规模及增速、债务结构情况

偿债能力方面：城投公司整体债务负担逐年上升，现金短债比降幅明显；2023 年大部分化债重点省市城投公司债务负担有所减轻，天津、贵州、青海、甘肃和云南城投公司债务水平仍较高。

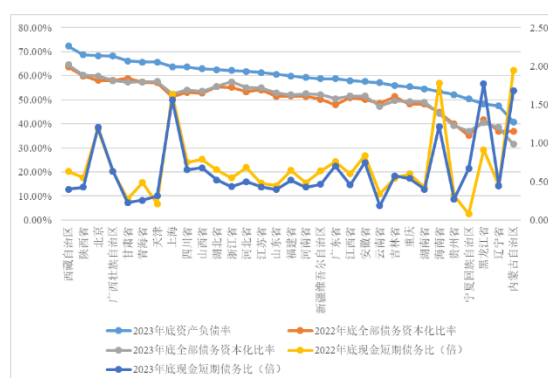
2021—2023 年底，城投公司整体资产负债率和全部债务资本化比率均逐年提升，现金短期债务比逐年下降，短期偿付压力进一步加大。分区域来看，西藏、陕西城投公司债务负担较重，以上区域城投公司全部债务资本化比率均超过 60%，北京、广西、天津、青海、浙江、甘肃、湖北和河北城投公司债务负担相对较重，超过 55%且均超

过全国平均水平；黑龙江、贵州、辽宁、宁夏和内蒙古城投公司债务负担相对轻，全部债务资本化比率不足 45%。整体看，大部分化债重点省市城投公司债务负担有所减轻，其中，云南、黑龙江、甘肃、吉林和内蒙古城投公司全部债务资本化比率下降幅度均超过 1 个百分点，较为明显。

从短期偿债指标来看，天津、贵州、青海、甘肃和云南城投公司现金短期债务比不足 0.4 倍，存在较大的短期偿付压力。受益于化债政策影响，2023 年黑龙江、宁夏、天津、吉林、广西短期偿付压力有不同幅度的减轻。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 全国及各省市区城投公司偿债能力指标及变动情况

三、总结

2023 年以来，全国各省市经济实力稳步增长，但增速大多放缓；各省市政府性基金收入基本处于逐年下降态势，政府债务负担呈上升趋势，重点省市中天津、重庆和广西的债务水平较高，债务风险化解进度仍需持续关注。

从城投公司 2023 年财务数据表现看：投资端，城投公司投资增速有所放缓，重点省市城投公司基础设施建设类投资受限。回款方面，城投公司应收账款规模继续扩大。债务规模方面，遏增化存背景下，城投公司债务规模持续增长、增速边际放缓，短期债务偿付压力明显加大，银行类融资占比有所提升，大部分重点化债省市债券规模有所下降。

展望 2024 年下半年，内外部环境不确定因素仍较大，城投公司自身造血能力难以短期内快速提升，加之政策效应逐步显现及化债措施的进一步落地，预计城投公司投资增速将继续下降，银行融资占比将进一步提升，整体看城投公司债务规模增速将一定时间内持续放缓，部分重点化债省市全部债务或将呈下降趋势，其债券规模将进一步缩量。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。