

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
DIAN

# 2023 年政府产业投资集团信用 现状分析

联合资信 工商评级二部 | 张梦苏 | 李 明 | 李思雨

随着 2023 年中央政府对于化解地方政府债务风险的多次强调，加快城投转型并增强融资平台市场化属性成为主流观点，而政府产业投资集团作为各级政府项下以产业投资运营为主业的国资平台，具备经营性项目的市场化融资属性。从级别分布来看，政府产业投资集团样本企业级别分布进一步向 AAA 集中，2022 年底债务率较上年底略有提高，整体债务负担尚可，债务期限结构待调整；从偿债能力来看，受宏观经济下行压力加大影响，2022 年政府产业投资集团样本企业经营投资获现能力同比有所下降，投资收益为主要盈利来源的样本企业约占四成，经济发展程度较高地区的政府产业投资集团类城投属性更弱，对政府支持的依赖程度更低，整体偿债能力表现尚可。



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



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。随着国有企业的改革，政府产业投资集团轮廓逐渐清晰，队伍逐渐壮大，成为各地国资经济发展的主力，发挥区域内产业引领的作用，解决历史的遗留问题和承担基础设施及重大民生项目建设的责任。2023 年以来，政治局会议针对地方债务问题提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，化债工作已“箭在弦上”，财政和金融机构或将合力推进部分地方债务置换，无论是以时间换空间的银行债务重组，还是存在“天花板”的再融资债券置换，无法根本上解决债务问题。因此，推动新一轮国企改革，通过加快城投转型增强融资平台市场化属性，将具备现金流的债务合规转化为企业经营性债务，是促进企业可持续发展的必由之路。

本文以截至 2023 年 6 月底有存续公开债券的 143 家政府产业投资集团（以下简称“样本企业”）为研究样本<sup>1</sup>，对其现有债务负担及结构、偿债能力及影响因素和政府及股东支持等方面展开研究分析。从样本企业级别分布来看，政府产业投资集团总体级别分布进一步向 AAA 集中，其中 AAA 级别企业 60 家（占 41.96%）、AA<sup>+</sup>级别企业 45 家（占 31.47%）、AA 级别企业 36 家（占 25.17%）、AA-级别企业 1 家（占 0.70%），以省、地市级产业投资平台为主，区县级平台较少。

## 一、2023 年政府产业投资集团债务负担及结构

从债务负担来看，样本企业整体债务负担尚可。截至 2022 年底，各级别样本企业全部债务资本化比率中值在 46.75%至 51.64%之间，其中 AA-样本企业债务负担最重。

表 1.1 样本企业 2022 年底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	60	最大值	4310.47	8412.68	12692.49	82.67	69.29
		中值	254.43	399.13	676.48	63.32	51.64
		最小值	12.60	15.07	51.16	20.30	10.76
AA <sup>+</sup>	45	最大值	330.76	318.44	503.96	85.18	70.63
		中值	73.01	81.25	180.93	61.34	49.02
		最小值	0.00	6.70	25.32	27.97	10.94
AA	36	最大值	147.77	163.34	277.42	84.84	64.49
		中值	32.47	44.19	78.67	60.90	46.75
		最小值	0.74	8.07	13.93	23.90	10.93

<sup>1</sup>对比 2022 年 6 月底共减少了 9 家，主要为部分 AA<sup>+</sup>及 AA 级别企业公开市场兑付完毕不再存续所致。

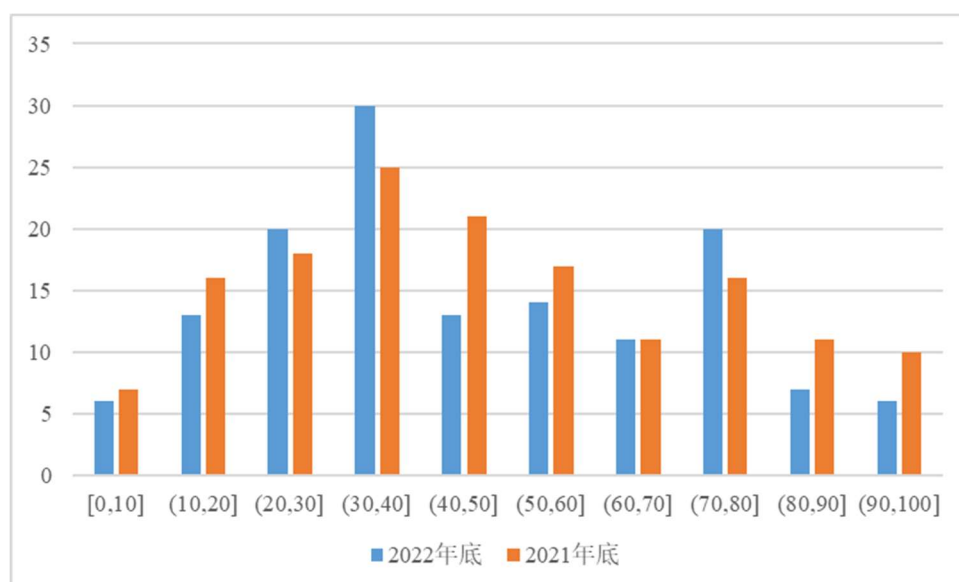
级别	样本数量	项目	短期债务	长期债务	全部债务	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)
AA <sup>-</sup>	1	--	134.88	45.07	179.95	83.58	73.23

数据来源：Wind，联合资信整理

政府产业投资集团有息债务结构方面，以下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

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，2022 年底母公司有息债务占比分布较 2021 年底向 20%~40%区间以及 70~80%区间集中，大部分样本企业的占比在 50%以下，即母公司不承担主要融资职能。



注：横坐标为占比 (%)，纵坐标为样本企业数量，下同

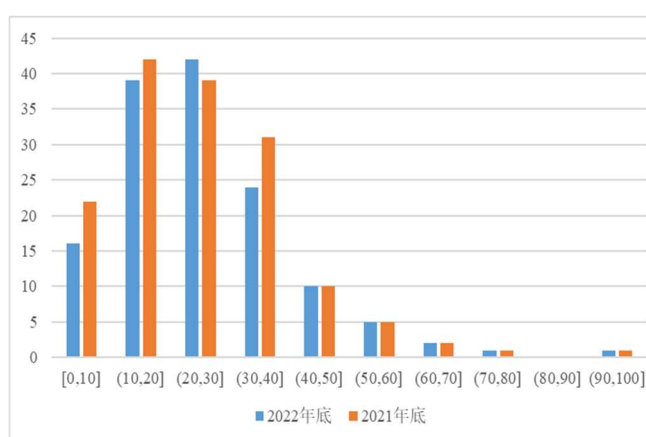
数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 样本企业母公司有息债务占比分布

## 2. 刚性结构

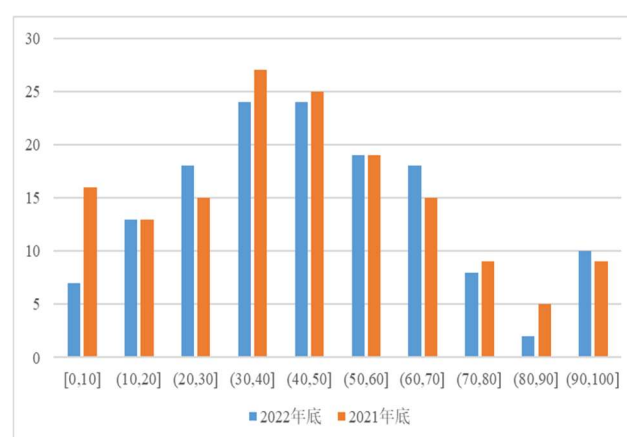
信用债券融资的规模大、期限长、无需抵质押增信而且可以锁定成本，逐渐成为企业重要融资方式之一。同时，债券融资作为一种直接融资渠道，尤其是公开发行债券，需要协调投资人，存在一定发行成本，且兑付刚性较强。当再融资环境发生波动的情况下，如果企业有息债务中债券融资的占比过高，则会对企业资金接续造成一定压力。如果融资主体的债券融资占比超过 50%，则应关注其债券到期期限分布及偿债资金安排，同时，应关注其间接融资渠道是否通畅，备用流动性是否充足。

从样本数据来看，2022 年底，93.57%的样本企业合并口径债券融资占比未超过 50%，较 2021 年底数据变动不大。相比于合并口径，**2022 年底 39.86%样本企业母公司口径债券融资占比超过 50%**；占比分布集中度较 2021 年底略有下降，但仍高于合并口径，债券融资为样本企业母公司重要的融资渠道，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，拥有更低的债券融资成本；二是政府产业投资集团母公司（本部）多为承担控股平台职能的控股型企业，自身基本无经营性业务，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。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 样本企业合并口径债券融资占比分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 样本企业母公司口径债券融资占比分布

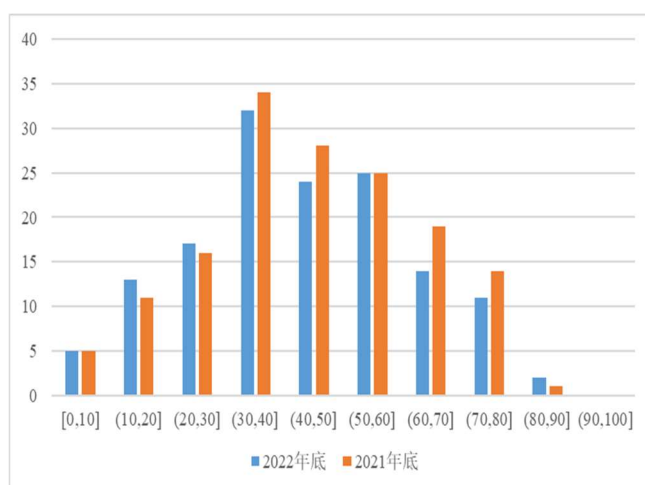
### 3. 期限结构

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，样本企业合并口径短期债务占比基本呈正态分布，2022 年底较 2021 年底数据结构变动不大。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<sup>2</sup>（以下简称“资产债务久期匹配度”）来衡量。若资产债务久期匹配度大于 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，样本企业资产债务久期匹配度集中在 0 到 1 范围内占比 39.86%，1 到 2 范围内的占比 42.66%，其余企业该指标数值超过 2，**债务期限结构有待调整。**

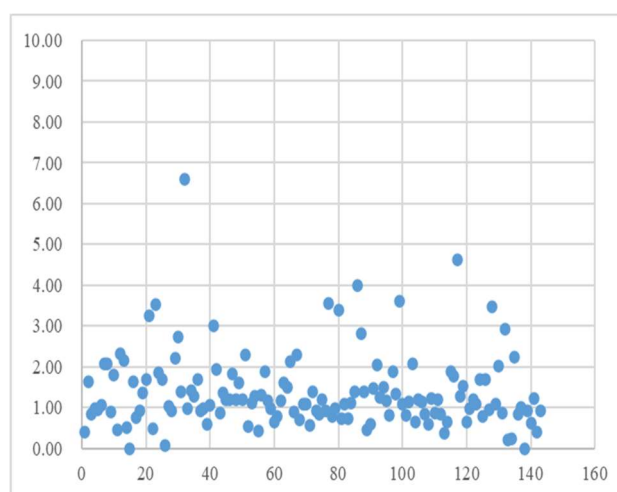
<sup>2</sup> 调整后流动资产=流动资产-其他应收款





数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 样本企业合并口径短期债务占比分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 样本企业 2022 年底资产债务久期匹配度分布

## 二、政府产业投资集团偿债能力影响因素分析

### （一）盈利能力

政府产业投资集团盈利水平差距较大，尤其 AAA 信用等级主体净利润离散度高，不同信用等级企业之间净利润及净资产收益率区分度有限。从投资收益占净利润比重来看，投资收益为重要盈利来源的样本企业占比约 40.00%。

从盈利规模来看，2022 年 AAA 信用等级的样本企业净利润均值显著高于低级别主体，各级别营业收入及净利润的中位值和均值差距大，净利润分布在-136~316 亿元之间<sup>3</sup>，其中亏损发债主体占比 9.03%，10 亿元以下发债主体占比 52.08%，10~20 亿元发债主体占比 13.19%，20~60 亿元发债主体占比 13.89%，60~100 亿元发债主体占比 6.94%，100 亿元以上占比 4.86%，整体离散度高；主体信用等级为 AA+ 的样本企业，利润规模均不超过 60 亿元，AA 及以下信用等级的样本企业，净利润均未超过 20 亿元。由此看出，政府产业投资集团盈利规模的绝对值水平差距较大，尤其是 AAA 级别主体离散度高，不同信用等级样本企业之间净利润区分度有限。从净资产收益率看，随着信用等级上升，样本企业净资产收益率呈小幅提升，区分度不高。

从利润构成来看，各级别序列的样本企业中，投资收益占净利润比重的均值、中值均较

<sup>3</sup> 亏损最大的样本企业为上海电气控股集团有限公司。

小，但分布范围较大。AAA 级别样本企业中，投资收益对净利润贡献度超过 100%的企业占比 40.98%，AA<sup>+</sup>样本企业投资收益对净利润贡献度超过 100%的企业占比 40.00%，AA 样本企业该比例为 45.71%。

**表 2.1 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（单位：亿元）**

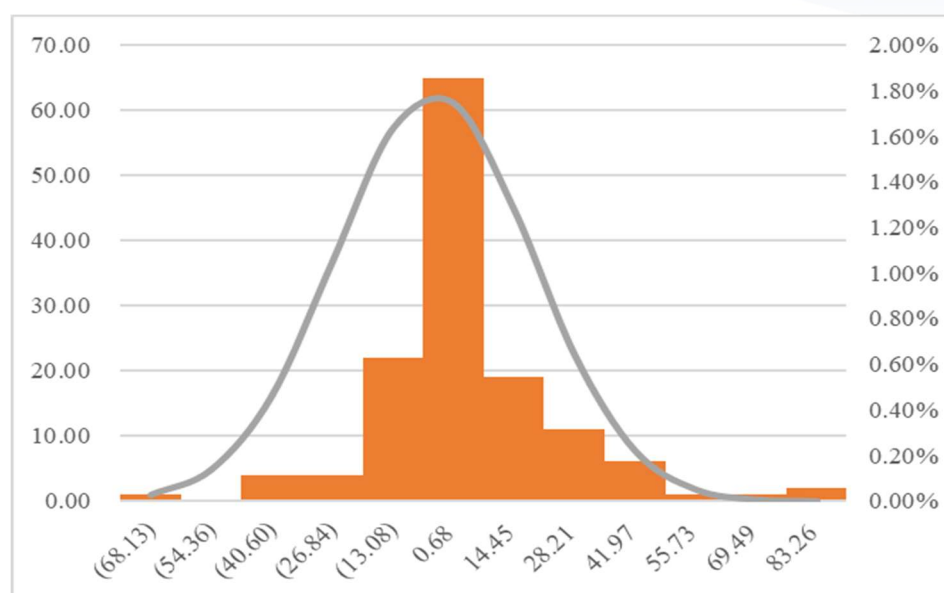
信用等级		营业收入	净利润	投资收益	投资收益占比 (%)	净资产收益率 (%)
AAA	中值	137.08	5.35	5.31	2.24	83.03
	均值	590.77	20.94	16.24	2.84	198.55
AA <sup>+</sup>	中值	123.05	4.31	4.34	2.09	79.35
	均值	540.88	19.08	14.89	2.70	191.77
AA	中值	123.00	4.23	4.09	2.24	83.03
	均值	532.20	19.11	14.72	2.71	197.77
AA <sup>-</sup>	--	202.51	1.72	1.33	3.29	77.02

资料来源：Wind，联合资信整理

## （二）经营投资获现能力

政府产业投资集团作为地方政府以产业投资运营为主业的多元化国资平台，偿债能力主要源于经营投资获现能力，分为控股产业经营获现和参股产业投资获现两个维度。

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 2022 年样本数据来看，剔除掉偏离较大的值后，剩余 137 个样本数据基本呈正态分布，较 2021 年正态曲线分布峰度更高，样本数据主要集中在 0.68%至 14.45%之间（2021 年在-0.89%至 21.45%之间），均值为 9.94%，较 2021 年下降 0.28 个百分点。从区域数据来看，江苏省、上海市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。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 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

表 2.2 各省市样本企业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（%）
安徽省	10	3.69
北京	9	13.38
福建省	10	7.69
甘肃省	1	2.98
广东省	17	6.42
广西壮族自治区	2	0.61
贵州省	2	5.92
海南省	3	-25.82
河北省	2	18.36
河南省	1	2.67
湖北省	5	6.78
湖南省	3	11.19
吉林省	2	30.14
江苏省	17	10.27
江西省	4	-3.66
辽宁省	1	13.65
宁夏回族自治区	1	26.73
青海省	1	41.45
山东省	13	7.91
陕西省	4	8.31

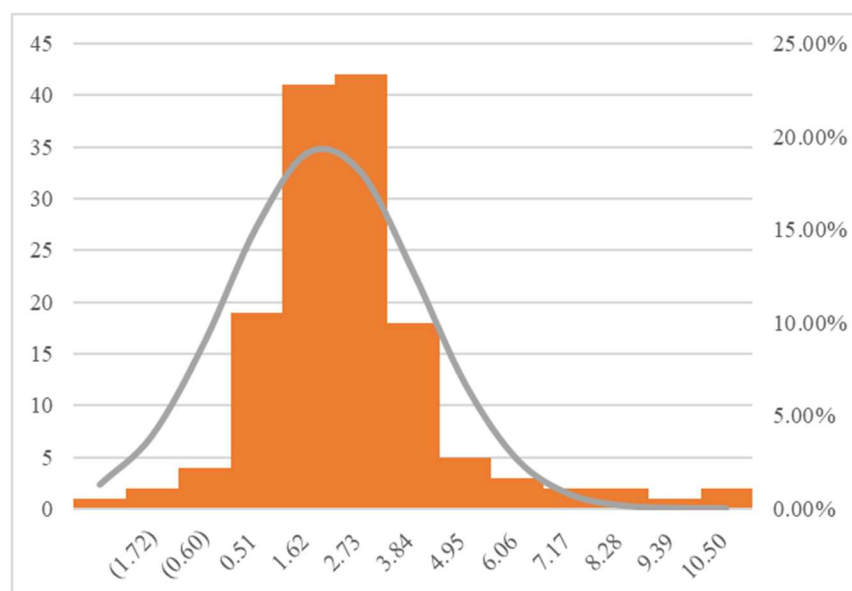
上海	4	37.42
四川省	7	7.98
天津	3	4.33
新疆维吾尔自治区	9	11.63
云南省	4	15.04
浙江省	7	4.17
重庆	1	20.47

数据来源：Wind，联合资信整理

## （二）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，去掉偏离较多的一个最大值 15.28%，剩余 142 个样本的三年加权总资产报酬率主要分布在 1.62%~4.95%之间，较 2021 年区间 2.05%~4.59%集中度更低。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 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，2022 年样本数量在 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 3.99%，其次是山东省 3.20%，最低的是福建省 2.47%，



均处于中上水平，但同比 2021 年均有所下降。

表 2.3 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（%）
安徽省	10	3.99
北京	9	2.56
福建省	10	2.47
甘肃省	1	4.10
广东省	17	3.09
广西壮族自治区	2	1.23
贵州省	2	1.48
海南省	3	0.99
河北省	2	4.53
河南省	1	4.87
湖北省	5	2.23
湖南省	3	2.18
吉林省	2	3.06
江苏省	17	2.51
江西省	4	3.45
辽宁省	1	6.30
宁夏回族自治区	1	3.25
青海省	1	11.52
山东省	13	3.20
陕西省	4	3.27
上海	4	2.25
四川省	7	2.90
天津	3	2.83
新疆维吾尔自治区	9	2.52
云南省	4	2.55
浙江省	7	5.03
重庆	1	1.73

数据来源：Wind，联合资信整理

### （三）政府及股东支持

从偿债来源的角度考虑，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。

政府的支持能力主要取决于当地的经济实力，2022 年中国 22 个省（区、市）GDP 规模超 2 万亿元，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，经济发展体系较为成熟。从 GDP 增速来看，2022 年 GDP 增速超过全国水平（3%）的省（区、市）有 16 个，大部分处于 2%-5%这一区间，超过或等于 4% 的有 10 个省（区、市），**福建、江西、湖南、甘肃**增速超 4.5%，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但同时应注意到与其债务增速是否匹配的问题。

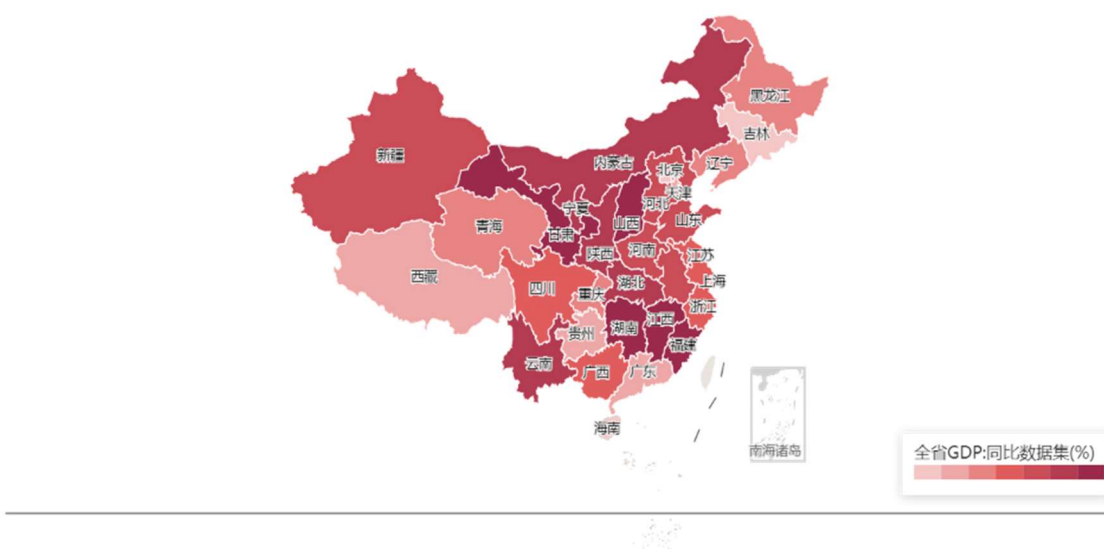
### 全省GDP数据集



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2022 年中国各省市 GDP

### 全省GDP:同比数据集



数据来源：Wind，联合资信整理

**图 2.5 2022 年中国各省市 GDP 同比变动情况**

从政府支持意愿来看，若样本的利润主要来自政府补贴，即政府支持的意愿更高，但同时说明其城投属性仍重，对政府支持的依赖性更重，本文通过其他收益/净利润占比进行量化分析。根据所在省市样本的其他收益总额占净利润总额的比例进行分析，所在**海南省的样本政府补贴占企业净利润最高**，其次为天津市、云南省，样本企业城投属性更重；相比之下，所在**上海市的样本企业其政府补贴占净利润比重最小**，系样本企业市场化盈利能力更强，对政府支持的依赖程度更低。

**表 2.4 各省市样本企业其他收益总计/净利润总计占比对比情况**

地区	样本数量（个）	其他收益/净利润（%）
北京	9	51.09
广东省	17	12.79
四川省	7	12.52
山东省	13	25.64
江西省	4	31.14
江苏省	17	28.26
天津	3	74.57
陕西省	4	46.28
浙江省	7	10.08
云南省	4	66.58
福建省	10	30.62
上海	4	-16.12
安徽省	10	9.41
广西壮族自治区	2	24.96
湖北省	5	54.76
新疆维吾尔自治区	9	15.87
甘肃省	1	8.02
河南省	1	31.85
宁夏回族自治区	1	12.91
海南省	3	153.11
湖南省	3	6.70
河北省	2	22.04
吉林省	2	12.67
青海省	1	0.64
贵州省	2	21.31
重庆	1	1.55

辽宁省	1	1.89
-----	---	------

数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、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。

从指标分布情况来看，样本企业 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，同比 2021 年两项指标主要分布范围均向右移（指标数值变大）；**总体看，样本企业利息偿付能力较强。**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 6.45~12.90 倍的范围内，2022 年 EBITDA 对全部债务的保障能力较 2021 年减弱，**总体看，样本企业债务本金偿付能力尚可。**

表 3.1 样本企业偿债指标

项目	指标	2022 年		2021 年	
		剔除偏离值后的样本量	主要分布范围	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 <sup>4</sup>	139	1.97~5.69	133	1.34~5.23
	EBITDA/利息费用 <sup>5</sup>	141	4.01~8.97	135	2.28~7.82
本金保障指标	偿债资产/全部债务 <sup>6</sup>	141	2.42~3.94	145	2.03~4.06
	全部债务/EBITDA <sup>7</sup>	140	6.45~12.90	149	5.58~11.16

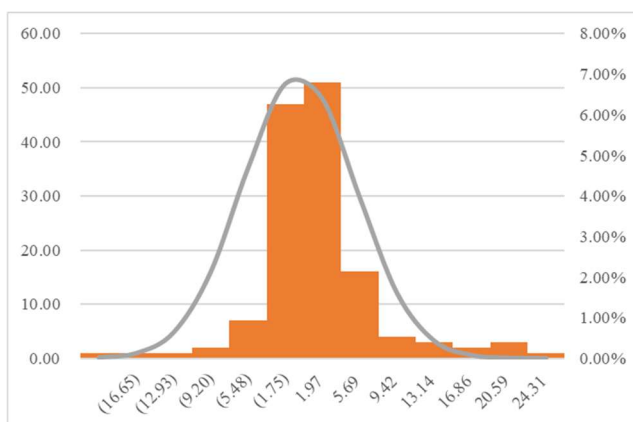
资料来源：联合资信整理

<sup>4</sup> 利息覆盖倍数=（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）/（利息支出-利息收入）

<sup>5</sup> 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

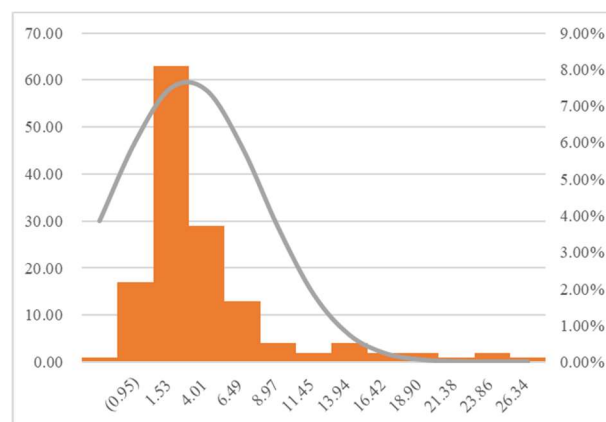
<sup>6</sup> 偿债资产/全部债务=（资产总额-待摊费用-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产）/全部债务

<sup>7</sup> 全部债务/EBITDA=全部债务=长期债务+短期债务=长期借款+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）



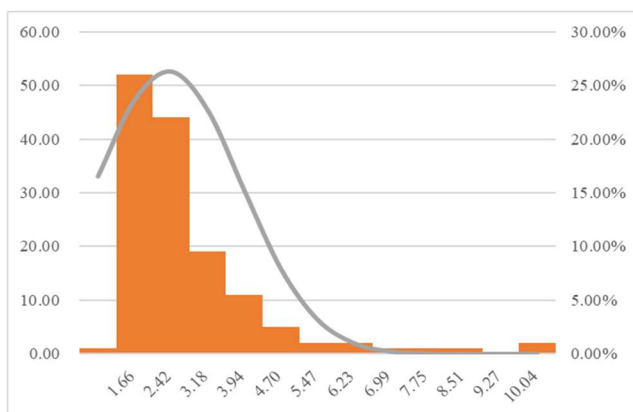
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 样本企业加权平均利息覆盖倍数分布情况



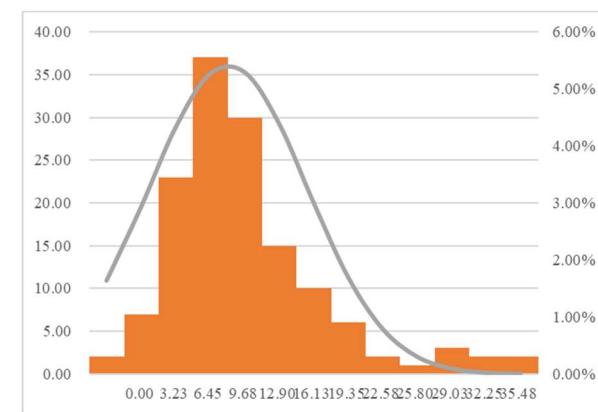
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 样本企业加权平均 EBITDA/利息费用分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 样本企业偿债资产/全部债务分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 样本企业加权平均全部债务/EBITDA 分布情况



## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenye@lhratings.com](mailto: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。