

# 特别评论

2023 年 5 月



## 区域分化持续、短期流动性进一步承压

### ——全市场发债城投公司 2022 年财报分析

#### 目录

摘要	1
一、城投公司年报总体概况	2
二、近年来各等级城投公司财务表现	3
三、各省级城投公司 2022 年财报特征	5
四、总结	7

#### 摘要

- 2022 年以来城投公司面临复杂的外部环境，一方面，历经前些年的债务快速扩张，城投公司的债务累积较高的水平，迎来还本付息的高峰期；另一方面，以土地整理和基建为主的城投企业原有业务模式高度依赖的地方经济和财政增长承压，在此背景下，城投企业财务表现如何，以及和上年度相比是否出现恶化局面？本文基于 2020~2022 年均披露年报的城投公司财务数据，分析不同信用等级城投公司的财务数据变化和各省城投公司之间的财务表现差异。
- 整体而言，城投公司延续扩张趋势，但区域分化持续，盈利及获现能力均明显下滑，增收不增利与回款滞后现象持续凸显；债务规模保持增长但增速放缓，短期债务占比持续抬升；城投公司货币资金/短期债务继续呈下降趋势，短期流动性压力进一步凸显。
- 分等级来看，AA+ 城投公司总债务规模出现小幅下滑情况；AA 城投公司短期债务占比最高，且短期偿债指标最弱，凸显出弱资质区域或企业面临更大的债务偿付和接续压力。
- 从区域看，2022 年以来绝大部分省份财政缺口扩大，且全国土地市场持续低迷，土地出让收入大幅下滑，整体对城投公司的经营回款和偿债产生较大影响。江苏、浙江、山东、四川以及河南等省份有较多的城投短期债务占比较高，江西和广西城投短债占比攀升较快，宁夏、辽宁、黑龙江、贵州和天津短期偿债能力指标恶化较快；河南、湖北和宁夏城投企业收现比较低，收现比下滑幅度较大的区域则主要是辽宁、天津和河南。

#### 联络人

##### 作者

政府公共评级部

方华东

hdfang@ccxi.com.cn

陈诗宇

shychen@ccxi.com.cn



2022 年以来城投公司面临复杂的外部环境，一方面，历经前些年的债务快速扩张，城投公司的债务累积较高的水平，迎来还本付息的高峰期；另一方面，以土地整理和基建为主的城投企业原有业务模式高度依赖的地方经济和财政增长承压，在此背景下，城投企业财务表现如何，以及和上年度相比是否出现恶化局面？截至 2023 年 5 月 16 日，发债城投企业陆续披露了 2022 年度财务报告，本文聚焦于从财务数据考察城投企业的债务等指标的变化，去分析复杂外部环境下发债城投企业的财务表现。

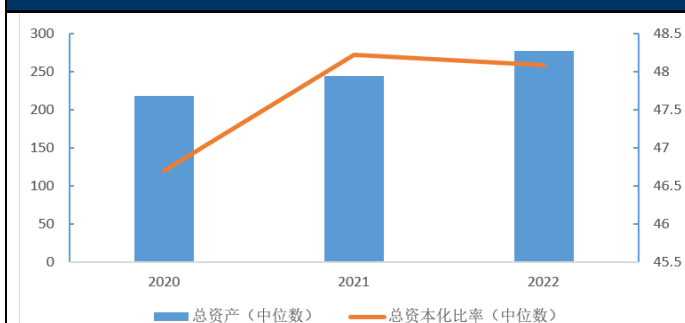
## 一、城投公司 2022 年财报总体概况

1. 根据城投公司已披露的 2022 年财报，总体来看，城投公司资产延续扩张趋势，但盈利及获现能力均有所下滑，增收不增利与回款滞后现象持续凸显；债务规模保持增长但增速放缓，短期债务占比逐渐上升，短期流动性压力进一步凸显

截至 2023 年 5 月 16 日，全市场有存续债的城投公司共 3,034 家，其中已公布 2022 年年报的城投公司共 2,895 家，本文以 2020~2022 年年度均披露年报的 2,895 家城投公司为样本，并主要以中位数衡量城投公司整体财务状况变化。

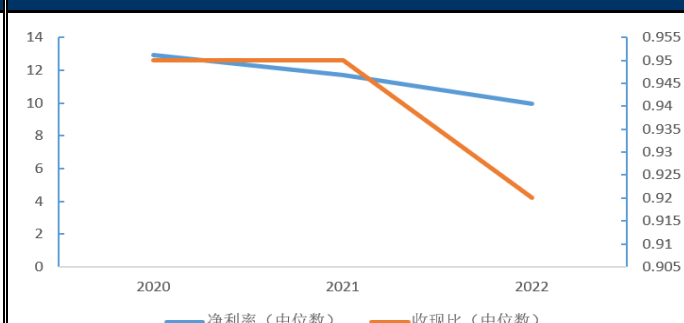
资产方面，城投公司延续扩张态势，截至 2022 年末，总资产中位数为 277.52 亿元，同比增长 13.49%，总资本化比率中位数则小幅下降至 48.09%。经营及获现方面，2022 年城投公司营业收入中位数为 14.30 亿元，同比增长 6.08%，但净利润率和收现比均呈现同比下降趋势，分别同比下降 14.80% 和 3.16%，增收不增利与回款滞后现象持续凸显。有息债务方面，城投公司总债务仍保持增长，但增速显著放缓，债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比持续抬升。截至 2022 年末，城投公司总债务中位数为 94.60 亿元，短期债务占比中位数为 29.75%。如用货币资金对短期债务的覆盖倍数观察城投公司的短期偿债压力，近年来，城投公司短期偿债压力明显加大，2022 年末，货币资金/短期债务中位数较上年末下降至 0.33，城投公司流动性压力进一步凸显。

图 1：近年城投公司总资产和债务率变化情况（亿元、%）



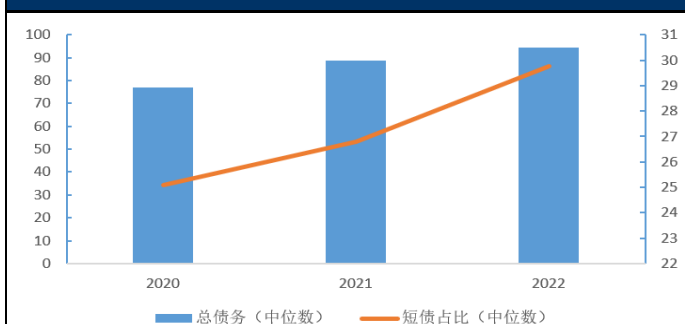
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 2：近年各期城投公司净利率和收现比变化情况（%、X）



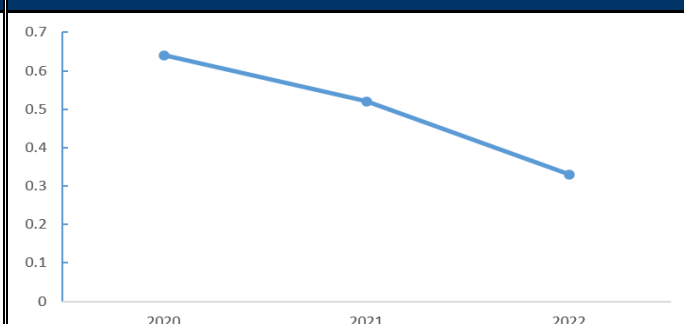
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 3：近年城投公司债务及其结构变化情况（亿元、%）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 4：近年城投公司货币资金/短期债务指标变化情况（X）



数据来源：wind，中诚信国际整理

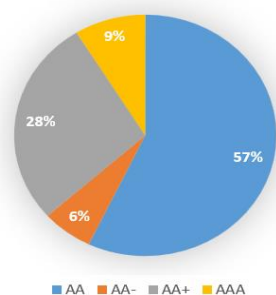
## 二、近年来各等级城投公司财务表现

1. 近年来，各等级城投公司资产结构同比变化不大，但各等级之间资产结构差异较大；2022 年城投公司货币资金占比继续下降，流动性进一步趋紧

在 2,895 家样本企业中，AA 城投公司数量最多，占样本总量的 57%，其次为 AA+ 城投公司，占比为 28%，AAA 及 AA- 城投公司占比均不到 10%。

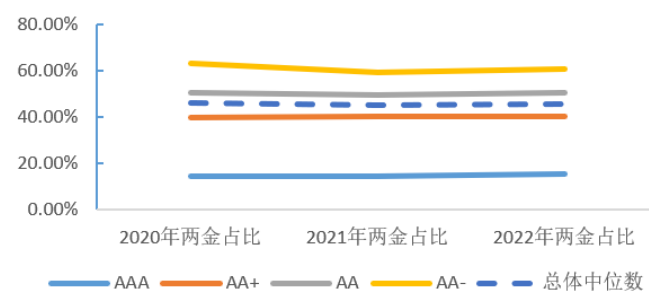
现阶段城投公司主要的业务类型包括以政府委托形式开展的基础设施建设和土地整理、以及扶持地方产业发展而开展的股权投资等。城投公司从事基建和土整业务对手方绝大部分为当地政府，因此其项目结算和回款均与当地政府的财政支出安排高度相关，具体反映到城投公司报表科目上为两金（存货+应收账款）占总资产比重较高，系城投公司资金积压程度的重要体现。截至 2022 年末，城投公司两金占比中位数为 45.88%，近年整体变化很小。但各等级之间该指标则有较大差异，2022 年末 AAA 城投公司两金占比的中位数各期均在 15% 左右，而 AA+ 和 AA 城投公司两金占比则高达 60% 和 50% 左右，这和低等级城投公司业务结构更为单一不无关联。股权类资产占比亦呈现总体变化不大，但各等级城投分化的结构特点也较为突出。随着银保监会 15 号文等政策的出台，涉隐债的城投公司融资渠道持续收窄，对于高度依赖再融资的城投公司而言，2022 年以来，货币资金占比继续呈下降趋势，在低等级城投公司上体现的更为明显，城投公司资金的流动性进一步趋紧。

图 5：截至 2022 年末样本企业分等级占比



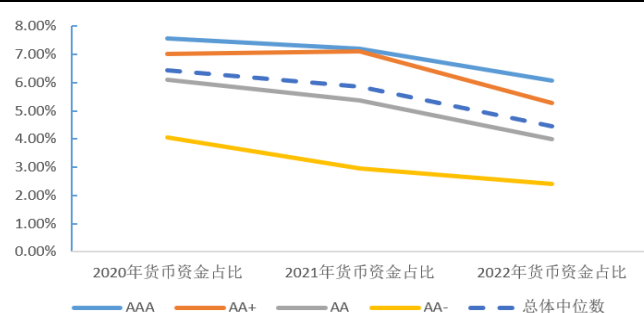
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 6：近年各等级城投公司“两金”占比变化（%）



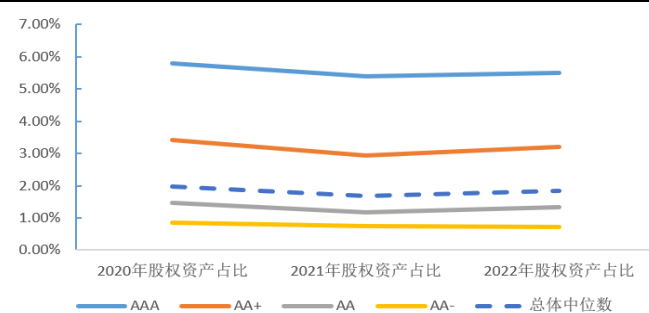
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 7：近年各等级城投公司货币资金占比变化（%）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 8：近年各等级城投公司股权资产占比变化（%）

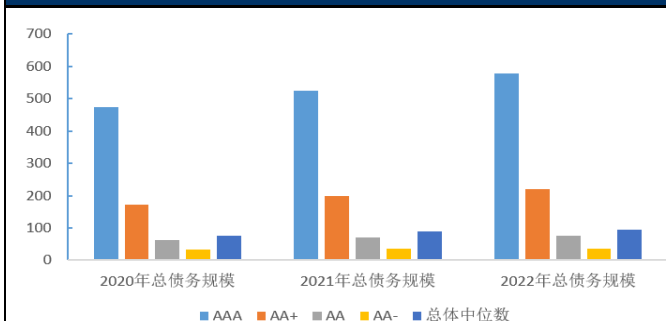


数据来源：wind，中诚信国际整理

## 2. AA-城投公司总债务规模出现小幅下滑趋势；AA 城投公司短期债务占比最高，且短期偿债指标最弱

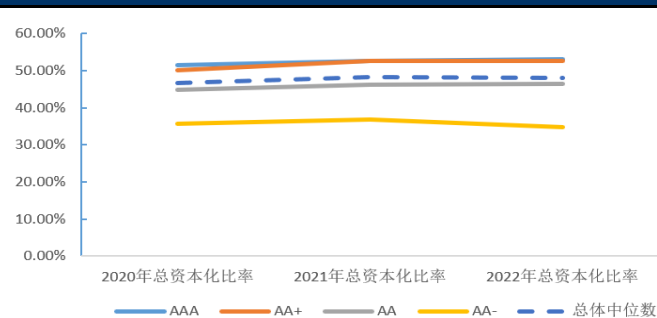
资本结构方面，城投公司总债务规模在各期基本都保持增长，但自 2021 年开始增速逐步放缓，其中 AA-城投公司在 2022 年末出现小幅下滑，其总债务规模中位数为 35.14 亿元，同比下降 1.77%。债务率方面，2022 年债务增长态势放缓，城投公司各期末的总资本化比率均变化不大，同时，AAA 和 AA+之间的差值逐步收敛。融资政策的不断收紧，叠加地方政府财政收入下滑等因素，城投公司普遍面临较大的债务滚动压力和短期偿债压力，导致短期债务占比不断抬升、货币资金对短期债务的覆盖倍数亦走低，2022 年各等级城投公司货币资金/短期债务均有所下降，除 AAA 以外各等级均仍处于很低的水平。值得注意的是，截至 2022 年末，短期债务占比最高且货币资金/短期债务最低的均系 AA 级城投公司，考虑到低等级城投公司普遍较为单一的业务结构和相对较窄的融资渠道，其短期债务的接续仍有较大压力。

图 9：近年各等级城投公司总债务规模变化（%）



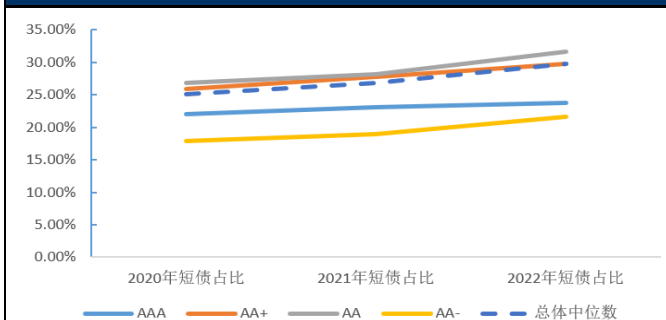
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 10：近年各等级城投公司总资本化比率变化（%）



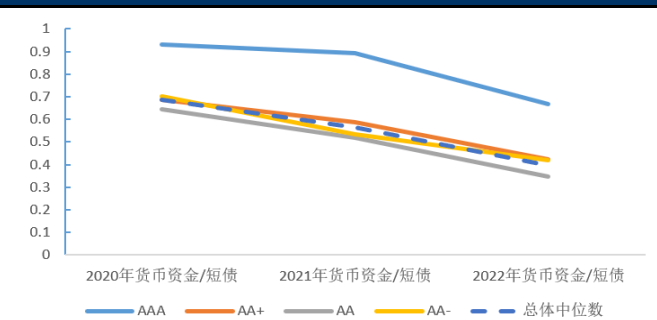
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 11：近年各等级城投公司短期债务占比变化（%）



数据来源：wind，中诚信国际整理

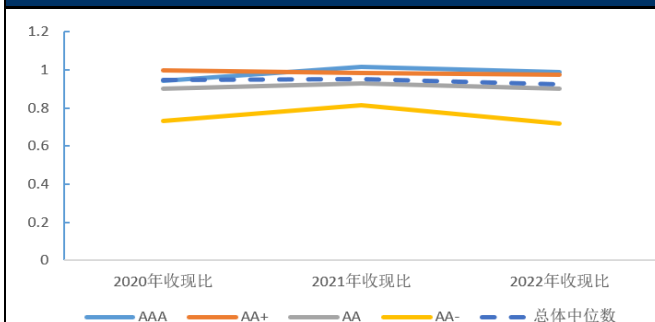
图 12：近年各等级城投公司货币资金/短期债务变化（X）



数据来源：wind，中诚信国际整理

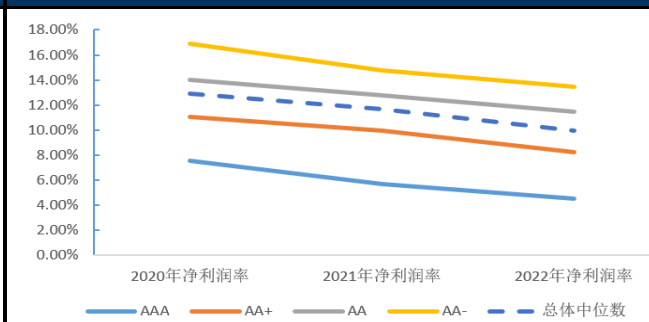
经营及获现方面，高等级城投公司收现比相对较高而净利润率相对较低；低等级城投公司则相反。从近年趋势来看，城投公司获现及盈利情况均呈现波动下行趋势，其中 AA- 城投公司的收现比在 2022 年有较大幅度下降，同比下降 11.61%，政府回款滞后问题凸显。

图 13：近年各等级城投公司收现比变化（X）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 14：近年各等级城投公司净利润率变化（%）



数据来源：wind，中诚信国际整理

### 三、各省级城投公司 2022 年财报特征

1. 经济增速放缓和“留抵退税”等政策影响，绝大部分省份财政缺口扩大，且全国土地市场持续低迷，土地出让收入大幅下滑

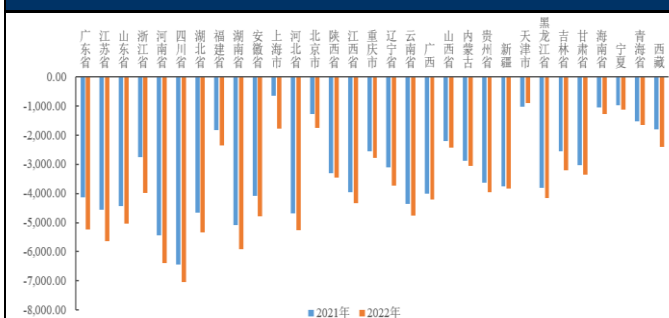
2022 年，经济增速放缓叠加“留抵退税”等因素的影响，除少数资源大省以外，全国各省财政收支缺



口<sup>1</sup>较上年同期均大幅扩大，其中四川、河南、湖南、江苏等地区缺口扩大最快。2022 年以来，房地产企业信用风险继续频发、销售回款疲软，因此房地产企业拿地意愿仍持续低迷，2022 年，全国实现国有土地使用权出让收入 66,854 亿元，同比下降 23.20%。对于与地方政府高度绑定的城投公司而言，地方财政收支缺口的扩大加上土地使用权出让收入的下滑，或对城投公司的经营回款和偿债产生较大影响。

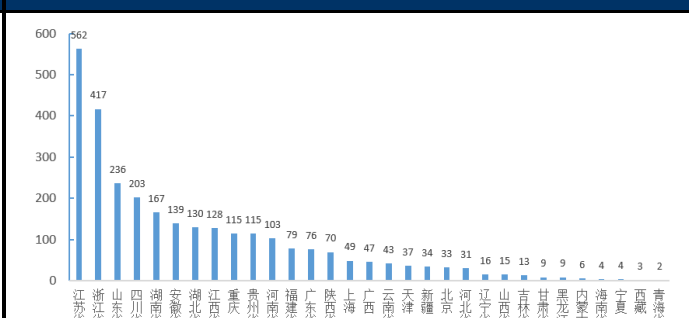
分省份来看，城投公司数量较多的省份主要为江苏、浙江、山东、四川和湖南等经济大省。本部分选取各城投公司 2022 年度的总资本化比率、短期债务占比、收现比以及货币资金短债比为主要财务指标，以对比各省份城投公司的差异和变化。

图 15：各省财政收支缺口变化（亿元）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 16：各省份城投公司分布（家）



数据来源：wind，中诚信国际整理

## 2. 江苏、陕西等省城投公司债务水平较高且短期债务占比较大；江西和广西城投公司短债占比攀升较快；贵州和天津城投公司的获现能力较差且下滑幅度较大，同时亦面临很大的短期偿债压力

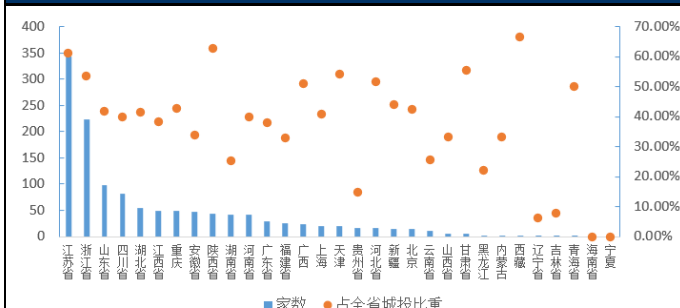
资本结构方面，本文筛选了截至 2022 年末各省总资本化比率超过 50% 的城投公司，其数量占比超过全省 40% 的省份主要有江苏、陕西、浙江、天津和广西等地区，这些省份中又以陕西和江苏债务率最高，总资本化比率的中位数分别为 56.05% 和 52.96%。债务结构方面，江苏、浙江、山东、四川以及河南等省份有较多的城投短期债务占比较高，其中江苏有超过 70% 的城投公司短债占比高于 30%，且其短债占比中位数也位列各省首位，为 38.00%。同样值得注意的是，江西和广西短债占比攀升较快，截至 2022 年末其短债占比中位数分别为 27.33% 和 23.07%，同比增长 6.32 个百分点和 6.07 个百分点。

对于城投公司而言，收现比是较能反映政府回款是否滞后的一项指标。2022 年末，存在逾半数城投公司收现比小于 0.8 的省份主要包括河南、湖北和宁夏等地区。其中，湖北有超过 56% 的城投公司在 2022 年收现比小于 0.8；收现比中位数最低的为辽宁，为 0.52；下滑幅度较大的省份则主要是辽宁、天津、河南和海南，分别同比下滑 47.82%、18.56%、11.74% 和 10.07%。流动性方面，截至 2022 年末，天津、贵州、重庆、湖南和江苏等区域有超过 70% 的城投公司货币资金对短期债务的覆盖倍数不足 0.6 倍；同比来看，该指标恶化的最快的为财力较为薄弱的宁夏、辽宁和黑龙江，以及债务压力较重的贵州和天津，五地 2022 年末的货币资金短债比中位数分别同比下降 78.29%、50.52%、62.88%、50.65% 和 38.80%；另外，贵州和辽宁

<sup>1</sup> 财政收支缺口=一般公共预算收入-一般公共预算支出。

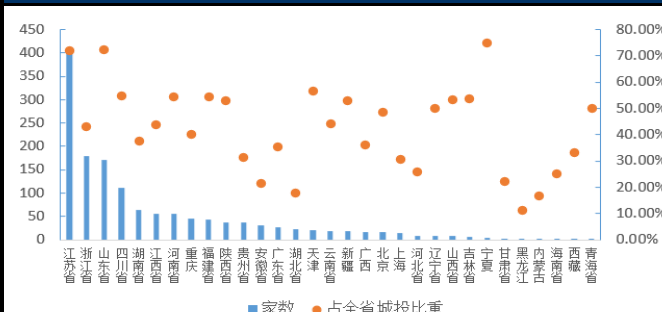
的货币资金短债比中位数已降至 0.09 和 0.06，为全国各省末位水平。

图 17：各省总资本化比率超 50%的城投公司数量及占比



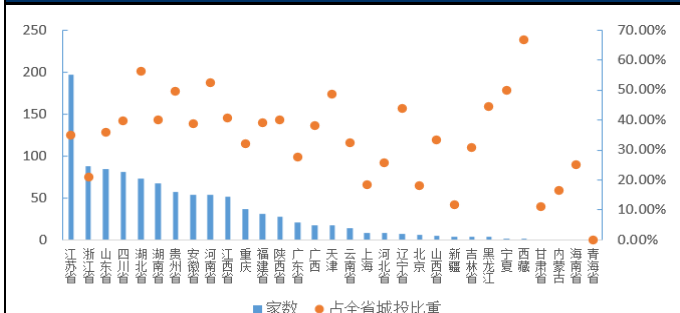
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 18：各省短债占比超 30%的城投公司数量及占比



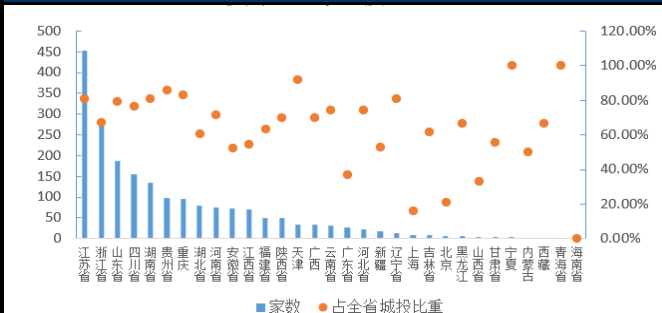
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 19：各省收现比小于 0.8 的城投公司数量及占比



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 20：各省货币资金短债比不足 0.6 的城投公司数量及占比



数据来源：wind，中诚信国际整理

## 四、总结

基于 2020~2022 年均披露年报的城投公司财务数据，本文得出如下结论：第一、2022 年以来，城投公司资产虽然延续扩张趋势，但盈利及获现能力均明显下滑，净利润率和收现比均继续呈现同比下降趋势，增收不增利与回款滞后现象持续凸显；债务方面债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比持续抬升；第二、分等级看，AA+城投公司总债务规模出现同比下滑情况；AA 城投公司短期债务占比最高，且短期偿债指标最弱，凸显出弱资质区域或企业面临更大的债务偿付和接续压力；第三、从区域看，2022 年以来绝大部分省份财政缺口扩大，且全国土地市场持续低迷，土地出让收入大幅下滑，整体对城投公司的经营回款和偿债产生较大影响，江苏、浙江、山东、四川以及河南等省份有较多的城投短期债务占比较高，江西和广西城投短债占比攀升较快，宁夏、辽宁、黑龙江、贵州和天津短期偿债能力指标恶化较快；河南、湖北、和宁夏城投企业收现比较低，收现比下滑幅度较大的省份则主要是辽宁、天津和河南等地区。

整体而言，从 2022 年度财务报表以及对近年来的趋势的分析来看，区域分化持续，城投企业的盈利及获现能力下滑程度以及部分区域的债务滚动压力需要进一步关注，尤其对于前述的弱资质的城投企业而言，经济增长承压对这类企业的盈利能力和偿债压力影响将更加显著。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
方华东	政府公共评级部	助理总监
陈诗宇	政府公共评级部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号  
银河 SOHO 5 号楼  
邮编：100010  
电话：(86010) 66428877  
传真：(86010) 66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD  
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.  
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,  
Doncheng District, Beijing,PRC.100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>