

## 城投非标手册——西南篇（2019版）

### 基本结论

- **西南城投平台非标与融资租赁的特点。**西南各省市城投平台对非标及融资租赁的依赖程度整体高于华中或华东多数省市，其中贵州省两类融资渠道使用最多。两类融资综合占比较高的平台多数为中小型企业，主体评级以AA为主，主营业务包括城镇基础设施建设、土地开发、保障房建设和贸易等。
- **西南地区城投平台非标与融资租赁占比较高，各省市融资结构略有不同。**西南地区城投平台非标和融资租赁综合占比整体高于华中或华东多数省市。贵州省18年两类融资综合占比高达30%，且以非标融资为主；四川、云南和重庆三地综合占比分布在15%-20%区间，其中，四川、重庆非标占比高于融资租赁占比，而云南更依赖融资租赁；
- **行政层级较低的平台更依赖非标及融资租赁融资。**整体来看，西南地区各行政层级非标、融资占比呈现出县及县级市>地级市平台>省及省会级平台的特征；
- **较依赖非标或融资租赁的城投平台多为中小型企业。**较多使用非标融资的城投主体18年总资产多数在500万元以下，主要从事基建、土地开发、保障房建设运营和贸易等业务；与非标情况类似，较多依赖融资租赁的平台规模普遍不大，业务以基建和土地开发为主，中登网数据显示其涉及的租赁物主要包含管网和道路等。
- **非标融资占比较高的主体资质分析：**我们筛选出西南地区18年非标融资占比超30%的主体，共得到31家样本公司。样本公司主要来自四川和贵州两省，18年总资产规模多数在100-400亿元区间。其中，梵投公司、遵义播投、贵阳路桥、新津国投18年非标占比超60%，相对较高；包括兴安开投在内的11家公司18年营收同比减少；合川工投、工投集团、兴市投资、安顺交投和贵阳路桥18年货币比率低于0.1，短期偿债面临一定压力。
- **风险提示：**1) 城投公司转型风险：在当前政策背景下，城投公司或将加速向产业转型，在此过程中可能存在转型失败而外部支持减弱的风险；2) 再融资风险：金融去杠杆趋势不变，部分主体可能存在再融资接续困难的风险。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001  
zhouyue1@gjzq.com.cn

张丽平 联系人  
zhang\_lp@gjzq.com.cn

# 市场研究报告

## ■ 每日免费获取报告

1. 每日分享7+最新重磅报告
2. 每周分享60份细分领域研究报告
3. 研究报告均为公开版，版权归原作者所有，仅供分享学习

## ■ 如何获取

扫描二维码，关注公众号市场研究报告  
回复：研究报告；每日获取最新报告



微信扫描二维码，领取海量报告

## 内容目录

一、西南地区非标与融租融资使用情况.....	4
1、样本概况.....	4
2、西南地区非标与融资租赁融资的整体状况.....	4
二、西南地区非标与融租融资使用情况.....	6
1、云南省非标及融资租赁情况.....	6
2、四川省非标及融资租赁情况.....	9
3、贵州省非标及融资租赁情况.....	12
4、重庆市非标及融资租赁情况.....	15
三、非标融资占比较高的主体资质分析.....	18
四、小结 .....	23
五、风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：各省市主体的分布情况（单位：个） .....	4
图表 2：各行政层级主体的分布情况（单位：个） .....	4
图表 3：西南地区各省市非标及融资租赁占比结构.....	5
图表 4：贵州省城投非标占比高于西南其他省市.....	5
图表 5：西南地区各行政层级非标融资占比差异不大.....	5
图表 6：各省非标融资占比排名前十主体的总资产情况.....	5
图表 7：贵州城投平台非标占比高于西南其他地区.....	5
图表 8：重庆融租占比较西南其余各省更低.....	6
图表 9：西南地区地级市城投企业长期融租占比更高.....	6
图表 10：各省融租占比排名前十主体的总资产情况.....	6
图表 11：贵州、四川城投平台融租占比相对较高.....	6
图表 12：云南省及省会(单列市)平台非标占比较高 .....	7
图表 13：云南省 AAA 级城投企业非标占比较高 .....	7
图表 14：云南省非标融资占比排名前十城投企业概况.....	7
图表 15：云南省及省会(单列市)平台融租占比较高 .....	8
图表 16：云南省 AA 级城投平台融租占比较高.....	8
图表 17：云南省融资租赁占比排名前十城投企业概况.....	8
图表 18：云南省租赁企业租赁总额排名（亿元） .....	9
图表 19：云南省租赁企业租赁总额排名（亿元） .....	9
图表 20：四川省县及县级市平台非标占比较高.....	10
图表 21：四川省中低等级城投平台非标占比较高.....	10
图表 22：四川省非标融资占比排名前十城投企业概况.....	10
图表 23：四川省地级市级融租融资的占比稍高.....	11

图表 24: 四川省中 AA 评级城投较为依赖融资租赁.....	11
图表 25: 四川省融资租赁占比排名前十城投企业概况.....	11
图表 26: 四川省城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况 (亿元) .....	12
图表 27: 四川省租赁企业租赁总额排名 (亿元) .....	12
图表 28: 贵州省各行政层级平台非标融资占比.....	13
图表 29: 贵州省 AA 级平台更依赖非标融资 .....	13
图表 30: 贵州省非标融资占比排名前十城投企业概况.....	13
图表 31: 贵州省县及县级市平台更依赖融资租赁.....	14
图表 32: 贵州省 AA 级企业更依赖融租融资 .....	14
图表 33: 贵州省融资租赁占比排名前十城投企业概况.....	14
图表 34: 贵州省城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况 (亿元) .....	15
图表 35: 贵州省租赁企业租赁总额排名 (亿元) .....	15
图表 36: 重庆市各行政层级平台非标融资占比.....	16
图表 37: 重庆市中低等级平台更依赖非标融资.....	16
图表 38: 重庆市非标融资占比排名前十城投企业概况.....	16
图表 39: 重庆市省及省会(单列市)平台更依赖融资租赁 .....	17
图表 40: 重庆市中低等级平台更依赖融租融资 .....	17
图表 41: 重庆市融资租赁占比排名前十城投企业概况.....	17
图表 42: 重庆市城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况 (亿元) .....	18
图表 43: 重庆市租赁企业租赁总额排名 (亿元) .....	18
图表 44: 西南地区非标占比排名靠前的主体概况.....	18
图表 45: 所选样本主体非标占比在所属省份中靠前.....	20
图表 46: 2016 年以后, 公司非标占比呈上升趋势.....	21
图表 47: 公司直接融资占比波动上行.....	21
图表 48: 18 年公司非标、融租占比边际下降 .....	21
图表 49: 18 年公司直融占比边际降低.....	21
图表 50: 公司非标占比维持高位.....	22
图表 51: 公司直融占比波动下行.....	22
图表 52: 16-18 年公司长期非标占比震荡上行.....	23
图表 53: 公司直融占比维持在 40%左右.....	23

在前期报告《城投非标手册》系列中，我们详细剖析了华中、华东地区城投平台非标及融资租赁融资的使用现状，本篇对西南地区（云南、贵州、四川、重庆）城投平台非标及融租的使用情况进行梳理，供投资者参考。

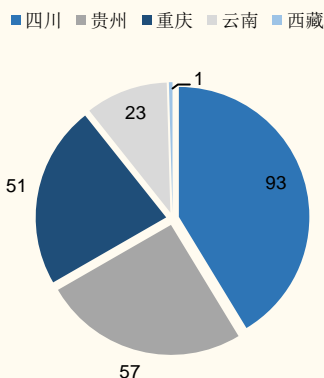
## 一、西南地区非标与融租融资使用情况

通过研究西南地区城投企业的非标及租赁融资的使用情况，我们发现，西南各省市城投平台对非标和融租的依赖程度整体高于华中和华东多数省市。在西南地区各省市中，贵州省通过非标与融租获得的融资在长期融资中占比最高，其次为四川省；前者更多地使用非标融资，后者两种融资方式占比相当。西南地区对非标或融租融资使用较多的城投企业多为较低层级的平台，体量上多为中小型城投，主要从事城镇基础设施建设、土地开发、保障房建设、贸易等。

### 1、样本概况

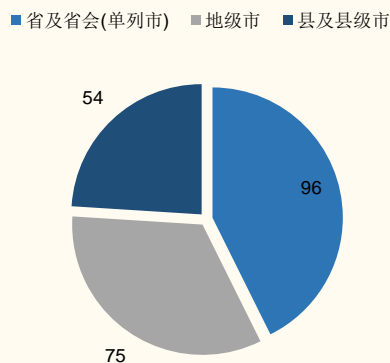
样本选取规则和非标及融租占比的计算方法<sup>1</sup>等可参考前期华中篇报告的相应内容，此处不再赘述。剔除财务报表数据不全或报告期过于久远的数据<sup>2</sup>，我们共整理出样本主体 225 个，包括云南省 23 个、四川省 93 个、贵州省 57 个、重庆市 51 个和西藏自治区 1 个<sup>3</sup>；按行政层级分，省及省会（单列市）共有样本 96 个、地级市 75 个、县及县级市 54 个。具体分布如下图：

图表 1：各省市主体的分布情况（单位：个）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：各行政层级主体的分布情况（单位：个）



来源：Wind，国金证券研究所

与华中篇类似，对于城投企业的融租融资，由于财报的明细数据有限，我们还整理了动产融资统一登记公示系统（中登网）中各城投平台 2016 年及以后利用不动产进行租赁融资的登记情况<sup>4</sup>。就西南地区，我们共得到 472 条登记记录<sup>5</sup>，涵盖 181 家主体。其中，贵州省有记录 183 条，四川省 190 条，西藏自治区有 3 条，云南省有 28 条，重庆有 68 条；按行政层级划分，省及省会（单列市）层级共有记录 237 条，地级市 128 条，县及县级市 107 条。

### 2、西南地区非标与融资租赁融资的整体状况

结合非标和融资租赁来看，西南各省市城投平台对非标和融租的依赖程度整体高于华中和华东地区。其中，贵州省非标和融租占比之和最高，18 年达 30%，且以非标融资占主导，可能与当地政府债务率较高导致平台其他融资受限、地区城投非标违约事件频发相关。其余各省非标和融租占比之和在 15%-20% 区间，其中四川、重庆非标占比高于融租占比，而云南更为依赖融资租赁。

<sup>1</sup>长期非标融资占比=长期借款及长期应付款中的非标融资/（长期借款+长期应付款），其中非标融资包括长期借款、长期应付款科目中来自信托、资管的融资；长期融资租赁占比=长期应付款中应付融资租赁款/（长期借款+长期应付款）。具体请参照前期华中篇报告。

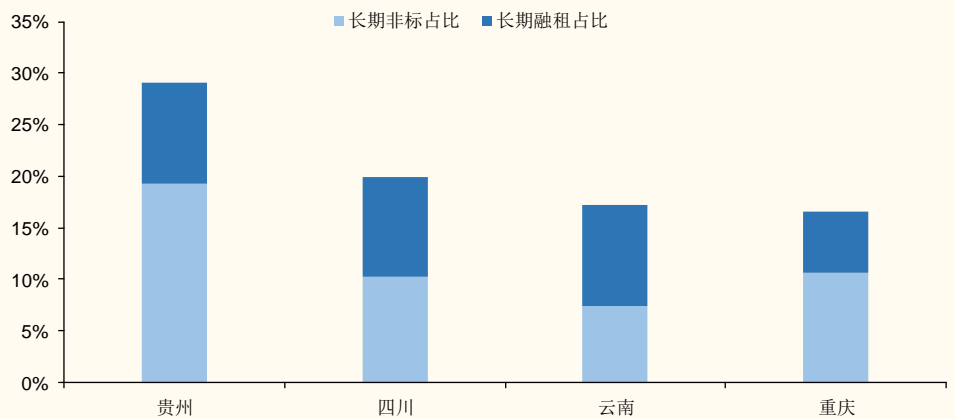
<sup>2</sup>指最近一期财报期早于 18 年 12 月。

<sup>3</sup>西藏样本个数较少，因此后文不做具体分析。

<sup>4</sup>以同一主体同一租赁项目的最后一条登记信息为准。

<sup>5</sup>若一条记录的金额为 0 或无数值则不纳入样本。

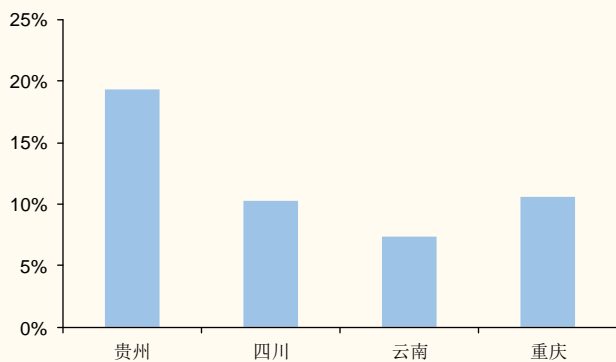
图表 3：西南地区各省市非标及融资租赁占比结构



来源：Wind，国金证券研究所

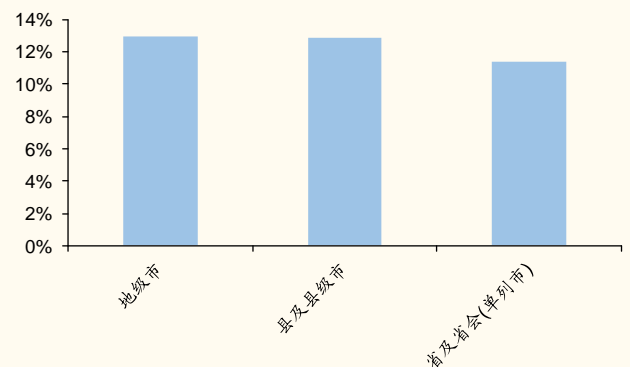
拆分来看，首先，非标融资方面，贵州省城投企业的非标融资占比最高，约占 19%；分层级来看，各层级非标融租占比差异不大，基本在 11%-13% 左右。

图表 4：贵州省城投非标占比高于西南其他省市



来源：Wind，国金证券研究所

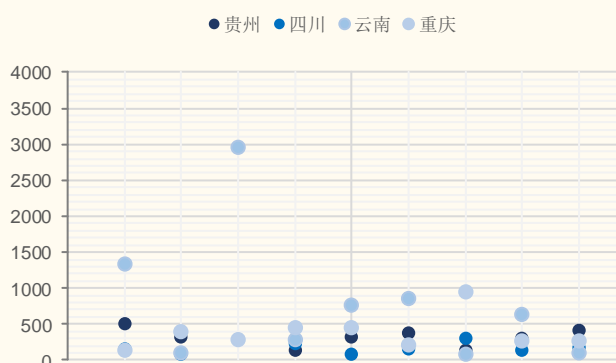
图表 5：西南地区各行政层级非标融资占比差异不大



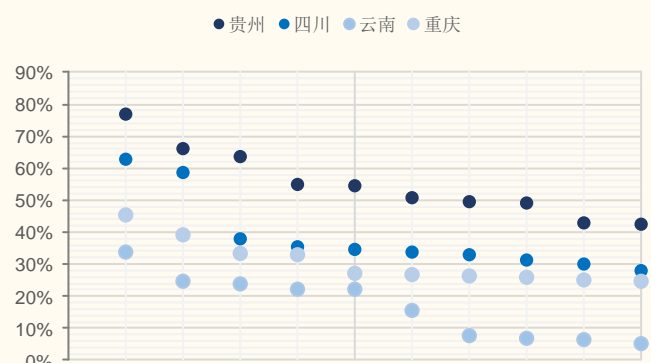
来源：Wind，国金证券研究所

西南区非标融资占比排名前十的平台规模普遍不大，其中，云南能投、云南城投集团、云南交投 18 年总资产规模超过 1000 亿元。与华中地区情况类似，各省中非标融资占比较高的城投企业主要从事基础设施建设、土地开发整理、保障房建设等业务。

图表 6：各省非标融资占比排名前十主体的总资产情况



图表 7：贵州城投平台非标占比高于西南其他地区



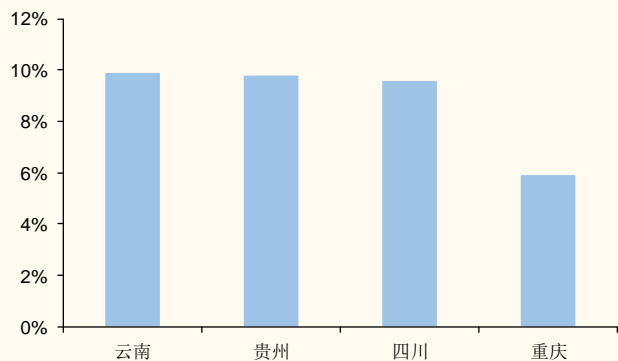


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

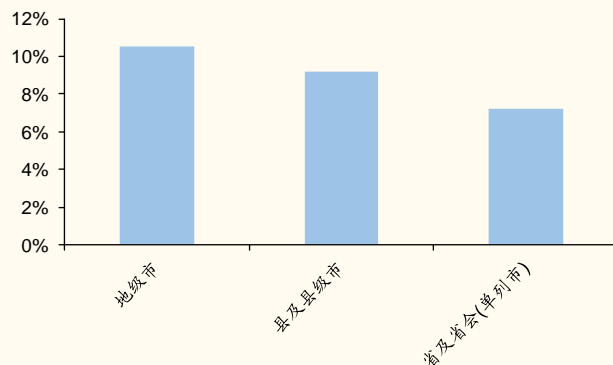
其次，融资租赁方面，重庆融租占比低于西南其他地区，18 年约为 6%，其他省份约在 10% 左右。从不同层级来看，与非标融资占比情况相同，省及省会(单列市)平台对融租租赁的依赖低于地级市平台或县及县级市平台。

图表 8：重庆融租占比较西南其余各省更低



来源：Wind，国金证券研究所

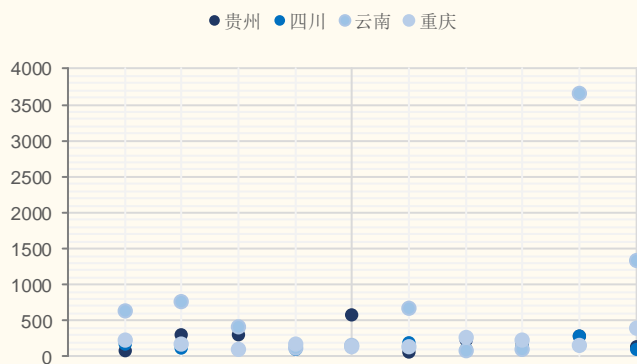
图表 9：西南地区地级市城投企业长期融租占比更高



来源：Wind，国金证券研究所

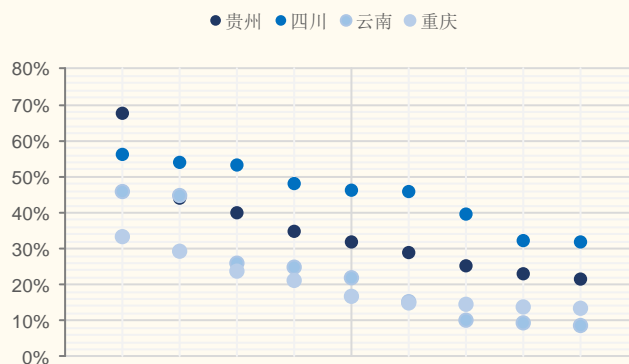
西南地区融租占比靠前的城投企业多数资产规模不足 1000 亿元，属于中小体量企业；主营业务包括城市基础设施建设、土地储备整理与开发、房屋租赁等，相应的租赁物包括管网、道路及配套设施等。

图表 10：各省融租占比排名前十主体的总资产情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：贵州、四川城投平台融租占比相对较高



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、西南地区非标与融租融资使用情况

这一部分，我们将分省市来看各地区城投平台非标与融租融资的使用情况。

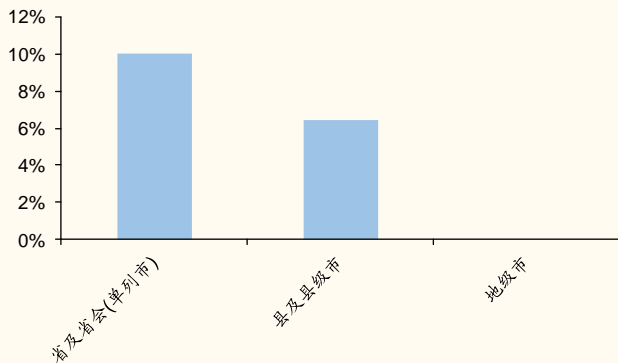
### 1、云南省非标及融资租赁情况

云南省内对非标、融资租赁较为依赖的是省及省会(单列市)平台。这些城投企业的主营业务以基建、土地整理和房屋租赁为主，大多数城投平台资产规模较小。

#### 1.1. 云南省非标融资使用情况

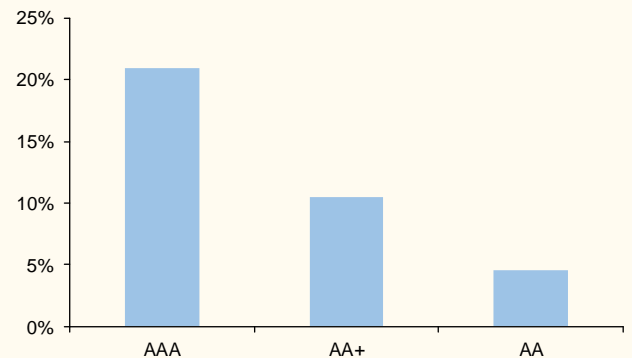
云南境内省及省会(单列市)平台非标融资占比最高，县及县级市平台次之，样本中仅有的 4 家地级市平台 18 年非标融资占比均为 0。主体评级上，AAA 级城投平台 18 年非标占比约为 21%，为 AA+ 级平台的 2 倍左右。

图表 12：云南省及省会(单列市)平台非标占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：云南省 AAA 级城投企业非标占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

云南省非标融租占比整体偏低。排名前十的城投企业中，仅云南能投长期非标占比超 30%；蒙自城投、云南城投集团、空港投资公司、交产股份非标占比在 20%-30% 区间，位列第二梯队。资产规模方面，3 个 AAA 级、省本级平台 18 年总资产超 1000 亿元。主营业务方面，除较为常见的城镇基础设施建设、土地整理开发业务外，贸易、公路运营等也是较为普遍的业务类型，整体来看云南省城投平台业务市场性较高。

图表 14：云南省非标融资占比排名前十城投企业概况

发行人中文名称	主要业务领域	资产规模（亿元）	主体评级	所属区域	长期非标占比
云南省能源投资集团有限公司	电力生产与销售、贸易、煤炭生产与销售、天然气、金融投资、化工	1330.28	AAA	昆明市	33.68%
蒙自市城市建设投资有限责任公司	基建、租赁、苗圃销售	99.38	AA	蒙自市	24.49%
云南省城市建设投资集团有限公司	城市开发、旅游文化、公用事业、建筑安装及物流贸易	2956.50	AAA	昆明市	23.69%
昆明空港投资开发集团有限公司	土地一级开发、基建、保障性住房建设、道路管养	290.70	AA+	昆明市	22.34%
昆明交通产业股份有限公司	高速公路建设及运营、公路管养、汽车出租、公交	769.28	AA+	昆明市	21.99%
云南城投置业股份有限公司	房地产开发与经营	848.68	AA	昆明市	15.67%
弥勒市农业投资开发有限责任公司	基建、环境治理、土地整理、房屋租赁	74.11	AA	弥勒市	7.70%
昆明滇池投资有限责任公司	污水处理、土地一级开发	641.72	AA+	昆明市	6.95%
大理经济开发投资集团有限公司	基建、土地一级开发	107.53	AA	大理市	6.60%
云南省交通投资建设集团有限公司	高等级公路的投资建设和经营管理	3657.16	AAA	昆明市	5.33%

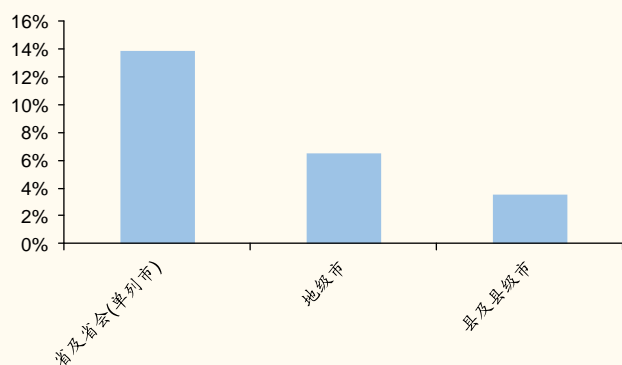
来源：Wind，国金证券研究所

## 1.2. 云南省融资租赁使用状况

与非标占比分布情况类似，云南省内省及省会(单列市)对融资租赁的依赖度高于地级市、县及县级市平台，长期融租占比约为 14%。主体评级上，AA 级主体长期融租占比较 AA+ 级平台更高。

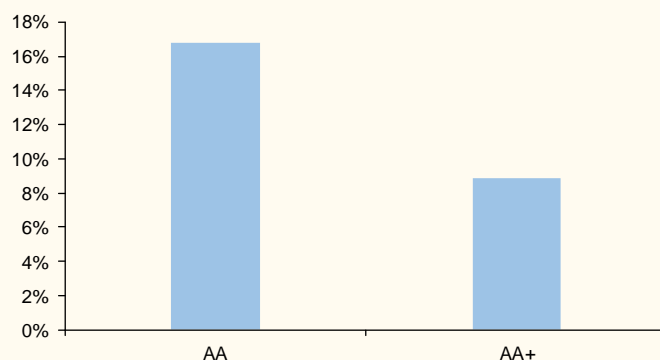


图表 15：云南省及省会(单列市)平台融租占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：云南省 AA 级城投平台融租占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

云南省融租占比排名前十的城投企业中，昆明滇投、交产股份 18 年长期融租占比超 40%。主营业务方面，除土地整理、基础设施建设外，高等级公路建设及运营也较为常见，或与云南省内地形复杂、道路施工建设难度较大有关。主体评级以 AA 或 AA+ 为主。融租占比排名前十的主体规模分化明显，例如，云南交投、云南能投 18 年总资产规模超 1000 亿元，而包括昆明公租房在内的 5 家平台未超过 500 亿元。与主营业务对应，融租占比排名前十的主体所涉及的租赁物以管网、路面资产为主，部分涉及保障房、照明设施、停车场等。

图表 17：云南省融资租赁占比排名前十城投企业概况

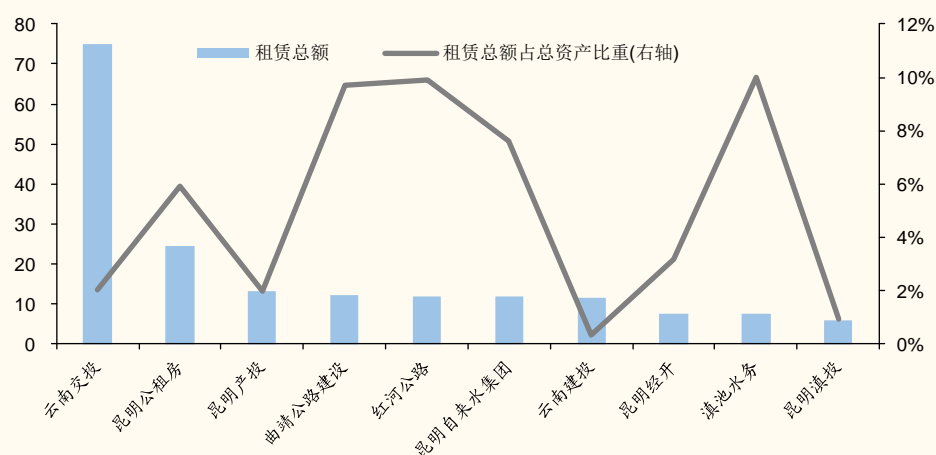
发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模 (亿元)	长期融租占 比	租赁物	所属区域
昆明滇池投资有限责任公司	污水处理、土地一级开发	AA+	641.72	45.89%	防洪段部分工程、干管及支管配套建设工程、生产线	昆明市
昆明交通产业股份有限公司	高速公路建设及运营、汽车出租、公交	AA+	769.28	44.77%	道路给排水管网	昆明市
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	保障房建设开发	AA+	413.20	26.12%	管网、地下建筑、保障房	昆明市
云南省电力投资有限公司	电力生产和销售、煤炭销售	AA	113.19	24.72%		昆明市
曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司	基建、土地开发整理、土地出让、园林绿化	AA	163.48	21.93%	管网、通信设施、照明设施、电力电缆设施	曲靖市
昆明产业开发投资有限责任公司	土地整理开发、担保、贸易、民爆产品销售、房屋销售	AA+	668.24	15.35%	路面资产和附属设施等	昆明市
弥勒市农业投资开发有限责任公司	基建、环境治理、土地整理、房屋租赁	AA	74.11	10.26%	管网、地下车库	弥勒市
蒙自市城市建设投资有限责任公司	基建、租赁、苗圃销售	AA	99.38	9.24%	管网	蒙自市
云南省交通投资建设集团有限公司	高等级公路的投资建设和经营管理	AAA	3657.16	8.68%	路面资产和附属设施等不动产、构筑物及其他辅助设施	昆明市

发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模 (亿元)	长期融租占 比	租赁物	所属区域
云南省能源投资集团有限公司	电力生产与销售、能源物资贸易、煤炭生产与销售、天然气、金融投资、化工、工程施工	AAA	1330.28	5.30%		昆明市

来源：Wind，国金证券研究所

根据中登网数据，我们还对云南省内各城投企业 2016 年以后的租赁登记总额进行排序，并计算租赁总额与总资产<sup>6</sup>的比重。云南交投租赁总额较高，达 75 亿元，远超其余平台。曲靖公路建设、红河公路和滇池水务租赁总额占总资产比例较高，均为 10%，其余平台多数在 5% 以下。

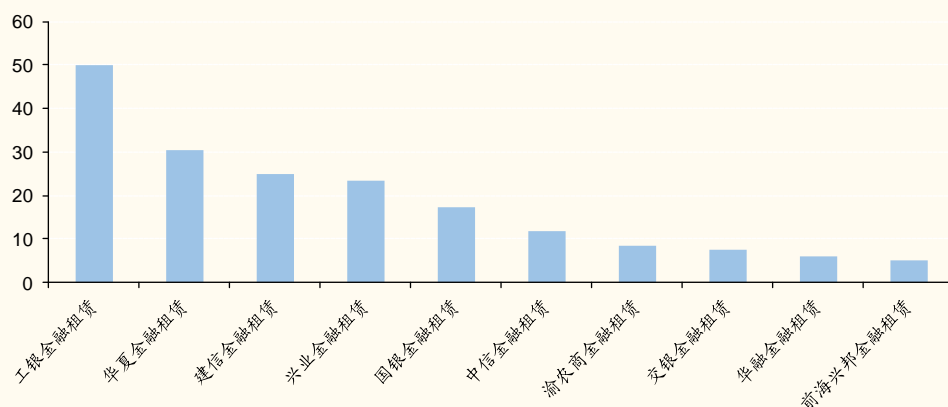
图表 18：云南省租赁企业租赁总额排名（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

云南省各租赁企业中，工银金融租赁一枝独秀，放款金额约为 50 亿元，其他租赁企业在当地的放款量大多未超 30 亿元。

图表 19：云南省租赁企业租赁总额排名（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

## 2、四川省非标及融资租赁情况

<sup>6</sup> 本文中除昆明自来水集团总资产取 17 年末数据外，其余平台均取 18 年末数据。

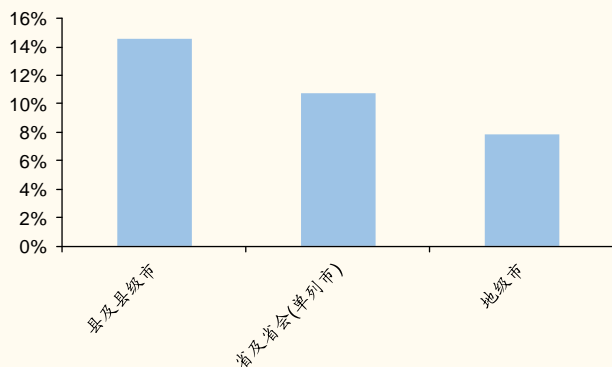
四川融租占比和非标占比相差不大，两者之和在西南各省中排名第二。四川省城投企业中，低等级平台非标、融租占比高于中高等级平台。梳理非标融资占比和租赁融资占比排名前十的城投企业，这些城投企业的主营业务以基础设施建设、保障房建设、水务为主，大多数城投平台资产规模较小。

## 2.1.四川省非标融资使用情况

四川城投非标融资占比在西南各省市中属中等水平，省内的县及县级市企业对非标融资较为依赖，相关城投的主营业务以基础设施建设、保障房建设、水务等为主。

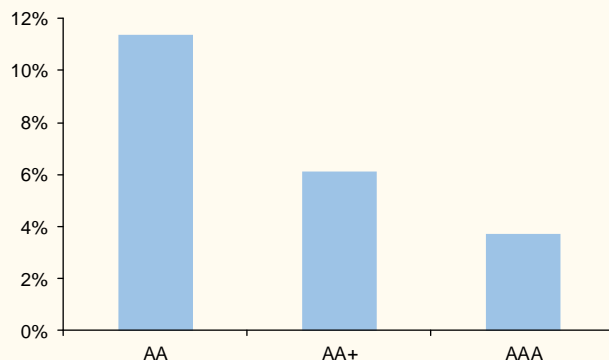
具体来看，四川省县及县级市平台非标占比较高，18年约为15%。四川省中低等级平台非标占比超AAA级平台，且各等级非标占比分化明显，18年AA级非标占比为11%，约为AAA级的3倍左右。

图表 20：四川省县及县级市平台非标占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：四川省中低等级城投平台非标占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

四川省非标融资占比排名前十的城投企业中，新津国投、安岳城投18年非标占比超50%，其余平台均分布在25%-40%区间。各平台主营业务主要涉及基建、保障房建设、水务等，18年总资产在350亿元以下，主体评级以AA和AA-为主。兴城公司、金堂兴金为省及省会(单列市)平台，其余为县及县级市或地级市平台。

图表 22：四川省非标融资占比排名前十城投企业概况

发行人中文名称	主要业务领域	资产规模 (亿元)	主体评级	所属区域	长期非 标占比
成都市新津县国有资产投资经营 有限责任公司	基建、通信管道销售、担保	159.96	AA	成都市	62.90%
安岳县兴安城市建设投资开发有 限公司	基建、保障房建设	82.88	AA-	资阳市	58.88%
简阳发展(控股)有限公司	基建、土地转让、租赁	279.30	AA	简阳市	37.99%
眉山市东坡发展投资有限公司	土地整理、基建	236.95	AA	眉山市	35.60%
绵阳宏达资产投资经营(集团)有 限公司	基建、自来水供应	80.18	AA-	绵阳市	34.65%
成都市新都区兴城建设投资有限 公司	安置房代建、基建、房屋租赁	157.38	AA	成都市	33.69%
都江堰兴市集团有限责任公司	基建与经营、旅游、供排水、河道疏 浚、砂石建材	307.97	AA	都江堰市	32.94%
遂宁市天泰实业有限责任公司	基础设施项目建设与经营	140.37	AA	遂宁市	31.49%
江油鸿飞投资(集团)有限公司	基建、燃气、公交、自来水供应、文化 旅游、土地整理	180.12	AA	江油市	29.94%
金堂县兴金开发建设投资有限责 任公司	基建、保障房建设和管理	117.01	AA	成都市	27.97%

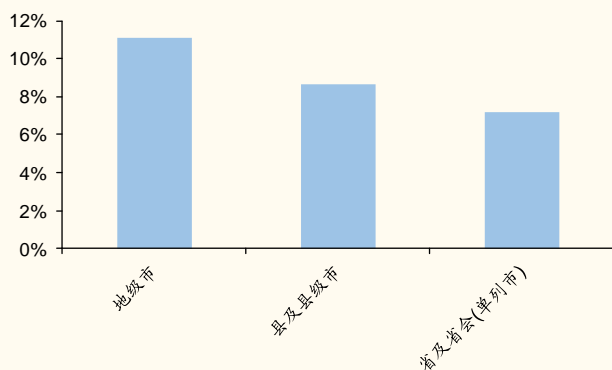
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2.四川省融资租赁使用状况

四川省内较多使用融资租赁的平台是地级市平台，资产规模不大，主营业务以基础设施建设、土地开发整理、租赁和贸易等为主，主体评级多为 AA 级。

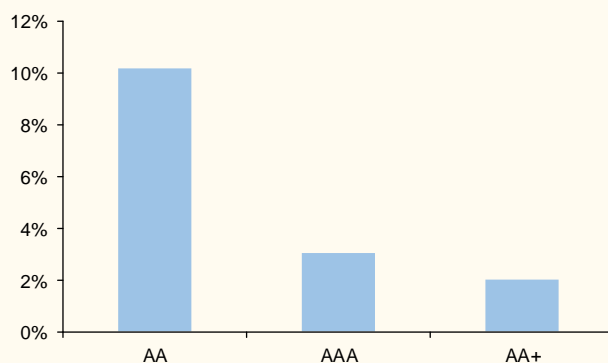
与非标占比不同，四川省地级市、县及县级市城投企业融租占比高于省及省会(单列市)平台，18 年分别约为 11%、9%。从主体评级来看，AA 级平台融租占比显著高于 AA+和 AAA 级平台，18 年为 10%，其中泸州兴阳、简阳水务、阆中名城 18 年非标占比分别为 56%、54%、53%，拉高四川省 AA 级平台非标占比。

图表 23：四川省地级市级融租融资的占比稍高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：四川省中 AA 评级城投较为依赖融资租赁



来源：Wind，国金证券研究所

四川省融租占比排名前十的城投企业中，泸州兴阳、简阳水务、阆中名城 18 年非标占比超 50%。企业主营业务主要涉及基础设施建设、土地开发整理、租赁和贸易等。多数平台主体评级为 AA 或 AA-，18 年总资产在 300 亿元以下。平台租赁物以管网为主，部分涉及道路资产、水库等。行政层级方面，除简阳水务为省及省会(单列市)平台外，其余多数为地级市或县及县级市平台。

图表 25：四川省融资租赁占比排名前十城投企业概况

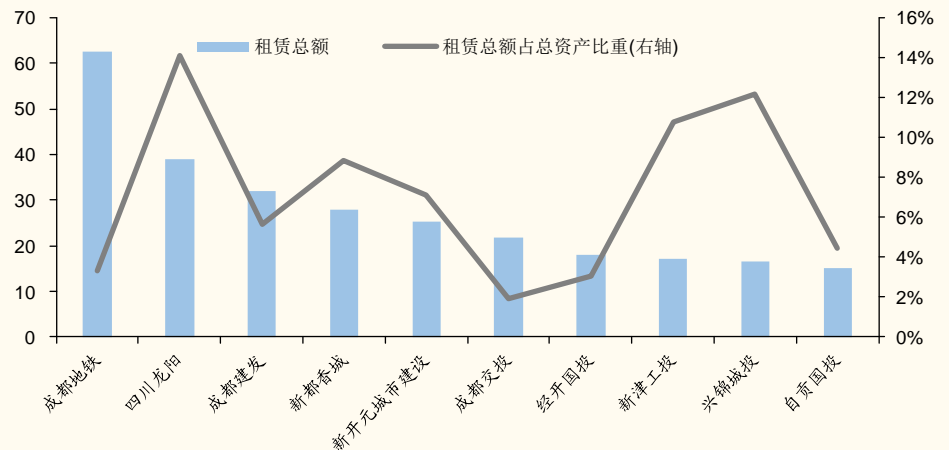
发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模 (亿元)	长期融租占比	租赁物	所属区域
泸州兴阳投资集团有限公司	土地整理、旅游、基建	AA	166.98	56.08%	商业房产及车库	泸州市
简阳市水务投资发展有限公司	基建、砂石销售、供水	AA	121.49	53.90%	管网、水库	成都市
四川阆中名城经营投资有限公司	景区开发建设和管理、基建、天然气管道铺设和运营	AA-	96.17	53.21%		阆中市
彭山发展控股有限责任公司	基建、商铺租赁、担保	AA-	94.28	48.23%	管网	眉山市
广元市园区建设投资有限公司	基建、保障房建设	AA	132.75	46.35%	供水、排水、电力、光线管网	广元市
眉山市宏大建设投资有限公司	土地开发与整理、基建	AA	194.53	45.79%	雨污水管网、输水管道	眉山市
隆昌发展建设集团有限责任公司	保障房建设、基建	AA-	94.82	39.68%	道路及附属设施	隆昌市
自贡高新国有资本投资运营集团有限公司	基建、土地开发整理	AA	136.49	32.30%	路面资产	自贡市
遂宁开达投资有限公司	基建、房屋租赁、房屋销售、担保	AA	294.40	31.86%		遂宁市
宜宾市南溪区财源国有资产经营有限责任公司	土地整理开发、基建、出租车运营、房屋出租、红粮销售	AA-	94.48	30.21%		宜宾市

发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模(亿元)	长期融租占比	租赁物	所属区域
公司						

来源: Wind, 国金证券研究所

我们根据中登网数据对当地企业融资租赁情况进行补充分析。成都地铁租赁总额达 62 亿元, 远超其余平台。四川龙阳、兴锦城投和新津工投融资租赁总额占总资产比重分别为 14%、12%、11%, 其余平台占比多分布在 2%-5% 区间。

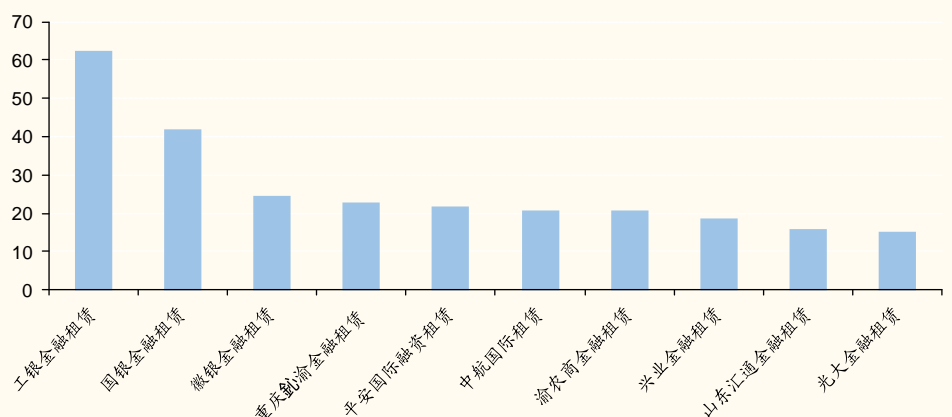
图表 26: 四川省城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

租赁公司放款方面, 四川省内工银金融租赁一枝独秀, 放款金额达 62 亿元, 其余租赁公司放款金额多数未超 30 亿元。

图表 27: 四川省租赁企业租赁总额排名 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

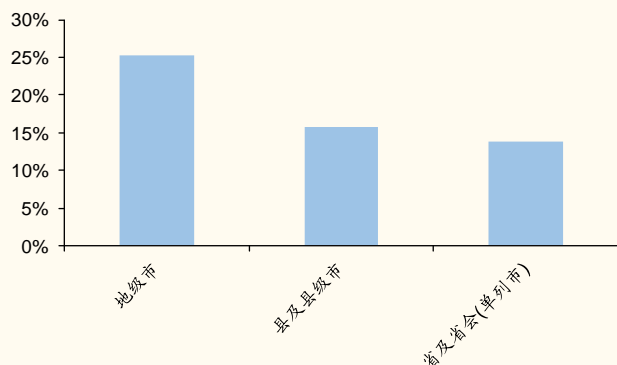
### 3、贵州省非标及融资租赁情况

贵州省非标融资占比较西南其余各省较高, 省及省会(单列市)非标、融租占比低于地级市或县及县级市平台, 中高等级平台低于 AA 级平台。非标和融租占比较高的平台多数以城市基础设施建设、土地开发与整理为主营业务, 部分涉及房屋租赁和贸易等。

#### 3.1. 贵州省非标融资使用情况

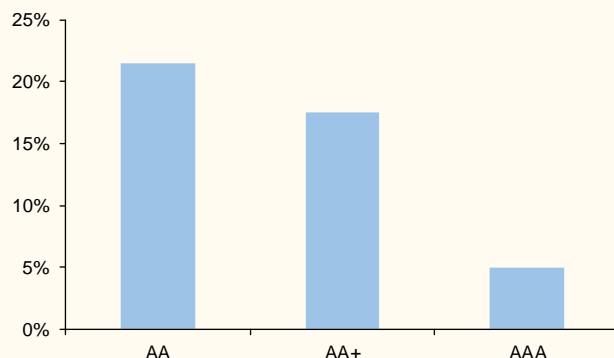
贵州省城投企业非标占比在西南各省中最高，省内较为依赖非标融资的企业多为地级市平台。主体评级方面，中低等级平台非标占比高于高等级平台，AAA级平台 18 年非标占比仅为 5%。

图表 28：贵州省各行政层级平台非标融资占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：贵州省 AA 级平台更依赖非标融资



来源：Wind，国金证券研究所

下表罗列了贵州省非标融资占比排名前十的企业概况。从资产规模来看，各企业 18 年末资产总额均在 500 亿元以下，体量较小。平台等级均为 AA 级。除贵阳路桥为省及省会(单列市)平台外，其余平台为地级市或县及县级市平台。各平台所属地中，安顺、铜仁经济和财政实力在全省各地级行政区中排名倒数；遵义、贵阳经济和财政实力较强，但区域城投平台个数较多、发债城投平台有息负债债务负担较重。

图表 30：贵州省非标融资占比排名前十城投企业概况

发行人中文名称	主要业务领域	资产规模（亿元）	主体评级	所属区域	长期非标占比
贵州省梵净山投资控股集团有限公司	土地开发与经营、基建、景区开发	497.67	AA	铜仁市	76.98%
遵义市播州区城市建设投资经营有限公司	基建、煤炭销售、房地产和物业管理	316.66	AA	遵义市	66.14%
贵州贵安建设集团有限公司	公路建设、基建	291.51	AA	贵阳市	63.49%
贵州省长顺县国有资本运营有限责任公司	基建	131.20	AA	黔南布依族苗族自治州	54.89%
毕节市信泰投资有限公司	基建、土地开发与整理、交通运输服务、金融服务	318.48	AA	毕节市	54.63%
黔东南州兴安开发投资有限公司	土地开发、基建	373.47	AA	兴义市	51.00%
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	基建、汽车出租、印刷、房屋租赁	143.72	AA	安顺市	49.42%
安顺市交通建设投资有限公司	交通基础设施投资建设	309.23	AA	安顺市	49.19%
六盘水市开发投资有限公司	基建、房屋租赁、土地开发与整理	417.24	AA	六盘水市	43.07%
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	基建、房产销售、房屋租赁	285.06	AA	安顺市	42.30%

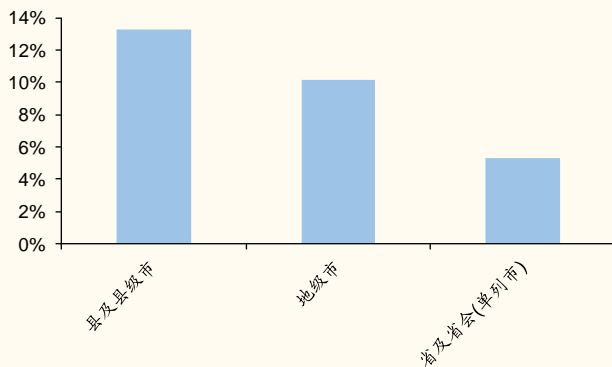
来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2. 贵州省融租融资使用情况

贵州省县及县级市平台对融资租赁较为依赖；AA 级平台 18 年平均融租占比达 10%，为中高等级平台的 2 倍左右。

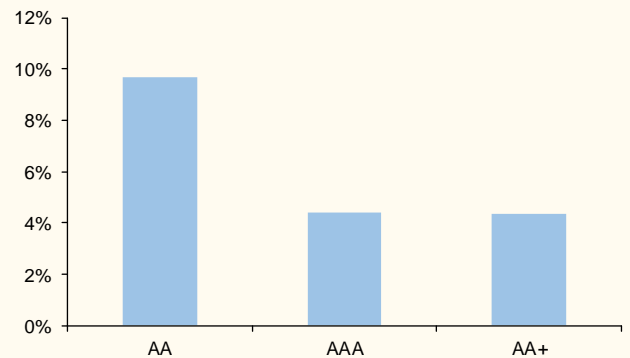


图表 31：贵州省县及县级市平台更依赖融资租赁



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：贵州省 AA 级企业更依赖融租融资



来源：Wind，国金证券研究所

贵州省融租占比最高的 10 家平台总资产规模多在 500 亿元以下，体量不大。平台主营业务以基建和土地整理为主，部分平台涉及房屋租赁等，整体来看市场化不高。主体评级在 AA 级及以下。租赁物涉及管网和道路，部分平台因业务原因涉及地下停车场、河道项目等租赁物。从区域分布来看，融资占比排名前十的主体基本涵盖了贵州所有地级行政区。

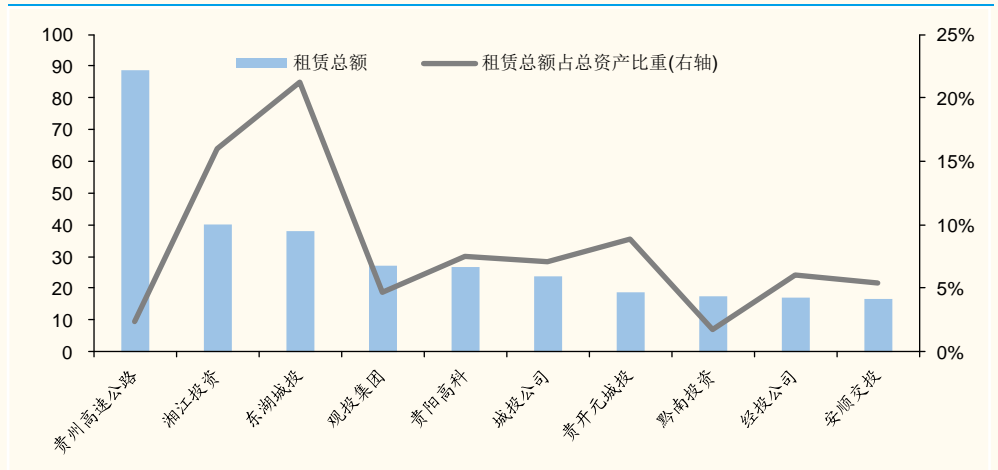
图表 33：贵州省融资租赁占比排名前十城投企业概况

发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模 (亿元)	长期融租占比	租赁物	所属区域
大方县建设投资有限公司	基建、土地转让	AA-	75.11	67.81%	管网、道路	毕节市
六盘水市交通投资开发有限责任公司	基建、房屋建设与租赁	AA	295.09	44.19%	管网、道路及其附属设施	六盘水市
安顺市交通建设投资有限公司	交通基础设施投资建设	AA	309.23	39.99%	管网、道路	安顺市
金沙县建设投资集团有限公司	基建、土地整理、安置房代建	AA	150.91	34.94%	道路	毕节市
贵阳观山湖投资(集团)有限公司	基建、土地整理、房屋租赁、停车场收费	AA	577.95	31.95%	火车站配套工程、道路、管网、地下停车场	贵阳市
六枝特区水务有限责任公司	水利工程施工、土地整理	AA-	63.53	28.90%	河道综合治理项目设施	六盘水市
兴义市信恒城市建设投资有限公司	基建、房地产开发销售、民爆用品销售、工程车辆销售、建筑垃圾处置	AA	229.16	25.40%	道路资产及附属设施、管网	兴义市
贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	基建、土地开发	AA	191.65	23.15%	道路	六盘水市
遵义经济技术开发区投资建设有限公司	基建、保障房建设、房屋租赁	AA	283.05	21.62%	道路、管网	遵义市
贵州省长顺县国有资本运营有限责任公司	基建	AA	131.20	19.04%		黔南布依族苗族自治州

来源：Wind，国金证券研究所

根据中登网数据，在贵州省已登记融租信息的城投企业中，贵州高速公路租赁总额达 89 亿元，远超其余平台。东湖城投、湘江投资租赁总额占 18 年总资产比重分别为 21%、16%，企业经营对融资租赁的依赖较大。

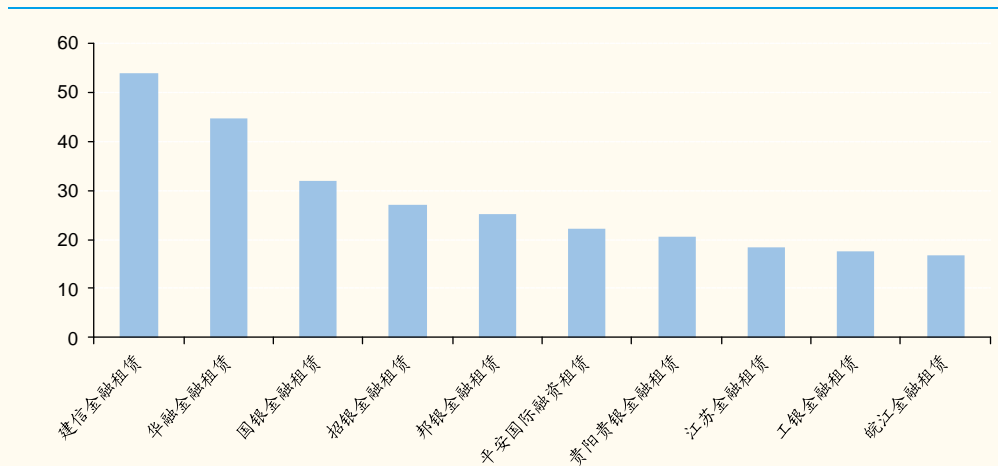
图表 34：贵州省城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

租赁企业中，建信金融租赁、华融金融租赁放款金额较多，分别为 54 亿元、45 亿元；其他租赁企业在当地的放款量大多未超过 30 亿元。

图表 35：贵州省租赁企业租赁总额排名（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

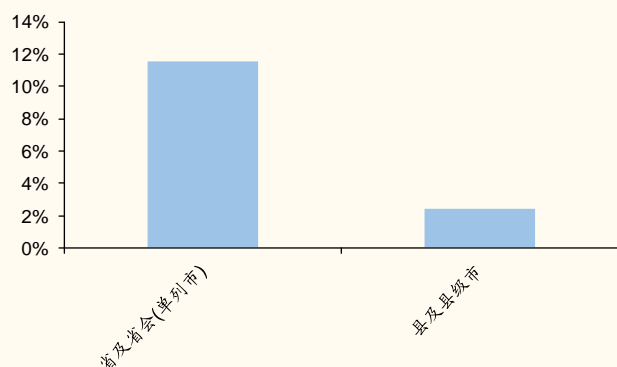
#### 4、重庆市非标及融资租赁情况

重庆两类融资占比之和低于西南地区其余各省。县及县级市平台非标、融租占比低于省及省会（计划单列市）平台。非标或融租占比较高的平台多数涉及基建、土地开发与整理、贸易和租赁等业务。

##### 4.1.重庆市非标融资使用情况

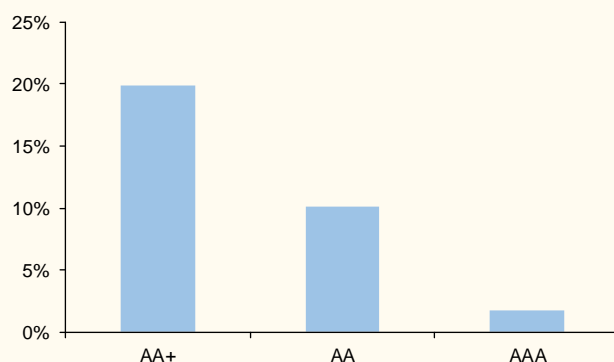
重庆市城投企业非标占比在西南地区属中等水平。受样本量和 wind 行政层级认定影响，重庆境内无地级市平台；经过筛选后，得到县及县级市平台 5 家、省及省会（计划单列市）平台 46 家。重庆市内省及省会（计划单列市）平台 18 年非标占比达 12%，高于县及县级市平台。主体评级方面，各等级非标占比差异较大，AA+和 AA 级平台 18 年非标占比分别为 21%、10%，远高于 AAA 级平台。

图表 36：重庆市各行政层级平台非标融资占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：重庆市中低等级平台更依赖非标融资



来源：Wind，国金证券研究所

下表罗列了重庆市非标融资占比排名前十的企业概况。除重庆大足工业园 18 年非标占比达 45%以外，其余平台均未超 40%。各平台 18 年末资产总额均在 500 亿元以下，体量较小，平台等级为 AA 或 AA+级。从区域分布来看，非标占比较高的多数平台分布在大足、合川、巴南三区，所在地经济、财政实力在全市排名中游。平台主营业务以基建和土地开发整理为主，部分平台涉及贸易、商品销售、旅游等市场化业务。

图表 38：重庆市非标融资占比排名前十城投企业概况

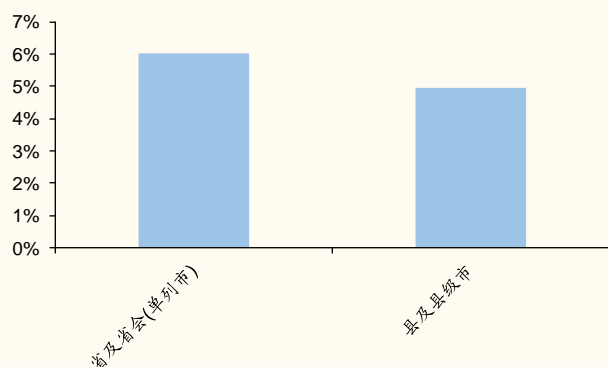
发行人中文名称	主要业务领域	资产规模（亿元）	主体评级	所属区域	长期非标占比
重庆大足工业园区建设发展有限公司	基建、土地整理开发、商品销售	139.10	AA	重庆市	45.36%
重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司	基建、土地整理、租赁、驾校培训	391.91	AA+	重庆市	39.15%
重庆市合川工业投资(集团)有限公司	基建、土地开发整治	287.85	AA	重庆市	33.22%
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	土地整理、基建、成品油销售	450.34	AA+	重庆市	32.93%
重庆大足国有资产经营管理集团有限公司	基建、土地一级开发、旅游	453.26	AA	重庆市	27.07%
重庆巴南经济园区建设实业有限公司	基建、土地整理、标准厂房建设及运营	216.43	AA	重庆市	26.57%
重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司	土地整理和出让、基建、水利工程建设	956.05	AA+	重庆市	26.29%
重庆市潼南区城市建设投资(集团)有限公司	基建、安置房建设、土地整理	273.88	AA	重庆市	25.86%
重庆市渝兴建设投资有限公司	土地整理、基建	268.59	AA	重庆市	25.18%
重庆长寿开发投资(集团)有限公司	土地整理、保障房开发销售、建材销售	402.19	AA+	重庆市	24.52%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2.重庆市融租融资使用情况

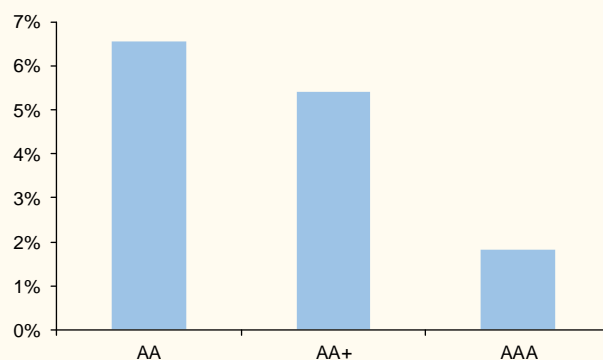
重庆市不同行政层级平台的融租占比相差不大，均在 5%-6%区间。主体评级上，与非标情况相同，中低等级平台对融资租赁的依赖高于 AAA 级平台。

图表 39：重庆市省及省会(单列市)平台更依赖融资租赁



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：重庆市中低等级平台更依赖融租融资



来源：Wind，国金证券研究所

重庆市融租占比最高的 10 家平台中，除大晟集团 18 年长期融租占比达 33%外，其余多数平台在 20%以下。各平台 18 年总资产规模均在 500 亿元以下，体量不大。主体评级以 AA 为主，仅武隆喀斯特旅游集团为县及县级市平台，其余均为省及省会(单列市)平台。平台主营业务以基建和土地开发整理为主，部分开展污水处理、保障房开发等准公益性业务和景区开发、租赁、贸易等市场化业务。平台租赁物仍以道路、管网为主。除北飞实业所在地渝北区经济、财政实力较强外，其余平台所在区县统计公报显示地区 18 年 GDP 均未超 1000 亿元。

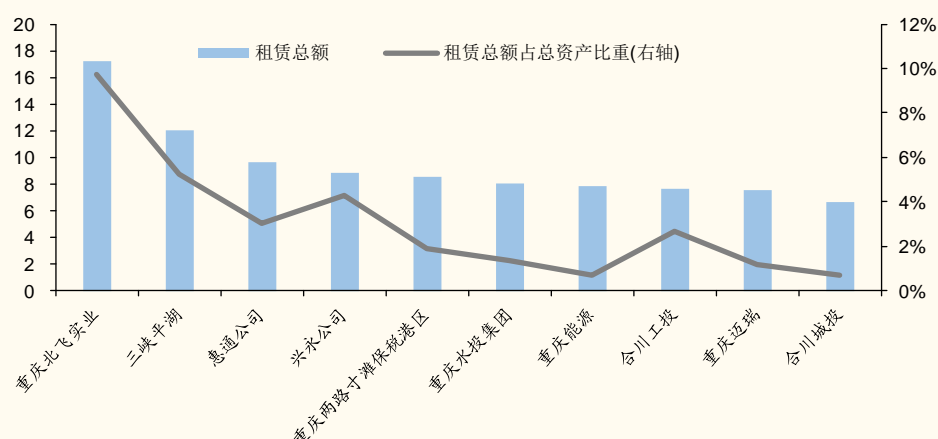
图表 41：重庆市融资租赁占比排名前十城投企业概况

发行人中文名称	主要业务领域	主体评级	资产规模 (亿元)	长期融租占比	租赁物	所属区域
重庆大晟资产经营(集团)有限公司	基建、土地开发整治	AA	238.16	33.30%	道路、管网、路灯工程	重庆市
重庆市双福建设开发有限公司	基建、租赁、污水处理	AA	170.22	29.31%	道路	重庆市
重庆市武隆喀斯特旅游产业(集团)有限公司	景区开发、旅行社运营、酒店	A+	103.86	23.71%	滑索、客道等	重庆市
重庆北飞实业有限公司	基建、土地整理	AA	176.66	21.19%	管网道路、商服用房、通风、照明消防设备	重庆市
重庆市南发城建发展有限公司	土地整理、基建	AA	135.47	16.71%	管网	重庆市
重庆盈地实业(集团)有限公司	基建、土地开发整理、园林绿化	AA	136.24	14.98%	楼栋、电缆输电线路	重庆市
重庆园业实业(集团)有限公司	基建、土地开发	AA	268.86	14.61%	标准化厂房	重庆市
重庆市万州三峡平湖有限公司	土地开发整理、基建、租赁	AA+	228.62	13.77%	管网、道路	重庆市
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	基建、旅游	AA	163.57	13.60%		重庆市
重庆长寿开发投资(集团)有限公司	土地整理、保障房开发销售、建材销售	AA+	402.19	10.78%	管道、地下车库	重庆市

来源：Wind，国金证券研究所

根据中登网数据，与西南其余省份相比，重庆市各平台租赁总额相对较低，均未超 20 亿元。从租赁总额占 18 年总资产比重来看，重庆北飞实业达 10%，其余平台比重多在 5%以下。

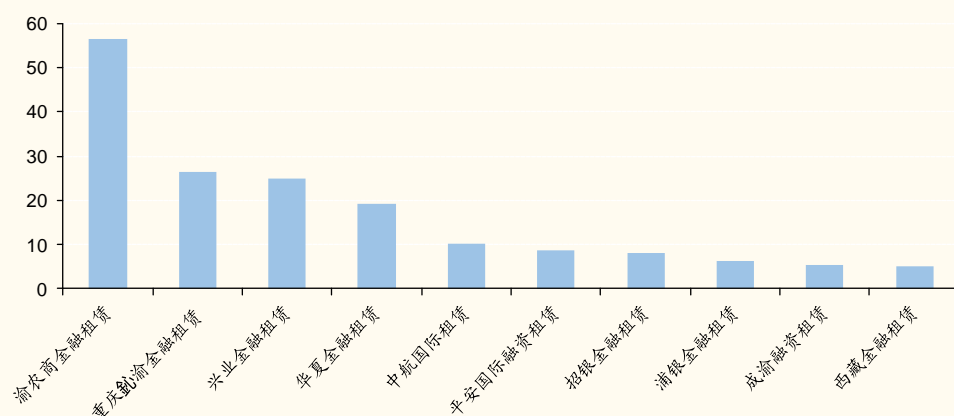
图表 42：重庆市城投融资租赁总额排名前十企业租赁情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

与西南地区其他省份不同，重庆市内租赁放款最高的本土租赁公司，如渝农商金融租赁和重庆鈞渝金融租赁，其控股股东分别为重庆农商行和重庆银行。除渝农商金融租赁放款额超 50 亿元外，其余公司放款总额均未超 30 亿元。

图表 43：重庆市租赁企业租赁总额排名（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、非标融资占比较高的主体资质分析

我们梳理了西南地区非标融资占长期债务比重超 30% 的主体，共得到 31 家平台。从地区分布来看，31 家平台中仅有 1 家来自云南、4 家来自重庆，其余均来自四川或贵州。多数平台 18 年总资产规模在 100-400 亿元区间。兴安开投、红花岗城投公司 18 年资产负债率超 70%。收入增速方面，包括兴安开投在内的 11 家公司 18 年营收同比减少。其中，受代建收入同比降低近影响，兴安开投、兴城公司 18 年营收同比分别降低 52%、50%。新津国投 18 年营收中工程代建业务占比达 95%，由于工程代建业务毛利率达 100%，故公司 18 年毛利率整体达 99%。合川工投、工投集团、兴市投资、安顺交投和贵阳路桥 18 年货币比率低于 0.1，短期偿债面临一定压力。

图表 44：西南地区非标占比排名靠前的主体概况

发行人名称	所属区域	行政层级	长期非标占比 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	收入增速 (%)	毛利率 (%)	EBITDA/利息	货币比率
-------	------	------	------------	----------	-----------	----------	---------	-----------	------

发行人名称	所属区域	行政层级	长期非标占比 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	收入增速 (%)	毛利率 (%)	EBITDA/利息	货币比率
贵州省梵净山投资控股集团有限公司	铜仁市	地级市	76.98	497.67	56.60	-11.61	19.18		1.06
遵义市播州区城市建设投资经营有限公司	遵义市	地级市	66.14	316.66	49.75	11.16	17.48	2.76	1.24
贵州贵安建设集团有限公司	贵阳市	省及省会(单列市)	63.49	291.51	28.41	11.82	11.43	1.67	0.02
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	成都市	县及县级市	62.90	159.96	64.54	-24.60	99.99		0.18
安岳县兴安城市建设投资开发有限公司	资阳市	县及县级市	58.88	82.88	52.09	-39.49	14.26		1.12
贵州省长顺县国有资本运营有限责任公司	黔南布依族苗族自治州	县及县级市	54.89	131.20	39.01	-11.83	7.07	3.68	5.64
毕节市信泰投资有限公司	毕节市	地级市	54.63	318.48	56.57	-2.35	14.06	1.55	0.19
黔西南州兴安开发投资有限公司	兴义市	县及县级市	51.00	373.47	72.73	-52.40	64.71	7.81	1.57
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	安顺市	地级市	49.42	143.72	50.28	-14.70	27.39	3.02	0.07
安顺市交通建设投资有限公司	安顺市	地级市	49.19	309.23	26.91	31.04	15.95	14.22	0.04
重庆大足工业园区建设发展有限公司	重庆市	省及省会(单列市)	45.36	139.10	53.50	-35.06	12.89		0.28
六盘水市开发投资有限公司	六盘水市	地级市	43.07	417.24	49.32	29.44	32.39		0.29
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	安顺市	地级市	42.30	285.06	54.16	11.36	6.01	7.95	0.51
贵阳市城市建设投资集团有限公司	贵阳市	省及省会(单列市)	40.29	1433.32	52.68	0.48	12.77	3.86	1.93
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	毕节市	地级市	40.03	188.93	37.19	9.58	26.67	77.23	0.28
重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司	重庆市	省及省会(单列市)	39.15	391.91	50.99	3.14	13.52	1864.82	0.33
简阳发展(控股)有限公司	简阳市	县及县级市	37.99	279.30	69.40	173.21	19.22		4.07
眉山市东坡发展投资有限公司	眉山市	地级市	35.60	236.95	52.97	56.93	58.86	13.53	1.97
毕节市建设投资有限公司	毕节市	地级市	34.89	394.82	60.58	24.61	18.59		0.75
绵阳宏达资产投资经营(集团)有限公司	绵阳市	县及县级市	34.65	80.18	60.05	-25.77	13.60	15.17	1.65
成都市新都区兴城建设投资有限公司	成都市	省及省会(单列市)	33.69	157.38	59.75	-49.56	14.81	1.64	0.31
云南省能源投资集团有限公司	昆明市	省及省会(单列市)	33.68	1330.28	62.07	20.62	7.38	2.21	0.69
贵安新区开发投资有限公司	贵阳市	省及省会(单列市)	33.67	2629.56	51.31	4.77	14.29	5.25	0.50
重庆市合川工业投资(集团)有限公司	重庆市	省及省会(单列市)	33.22	287.85	58.85	2.82	13.55	89.49	0.09
都江堰兴市集团有限责任公司	都江堰市	县及县级市	32.94	307.97	63.66	1.59	30.61	2.72	0.06
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	重庆市	省及省会(单列市)	32.93	450.34	55.27	35.38	25.39		0.76
大方县建设投资有限公司	毕节市	县及县级市	32.19	75.11	53.92	-17.82	8.75	4.76	0.10



发行人名称	所属区域	行政层级	长期非标占比 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	收入增速 (%)	毛利率 (%)	EBITDA/利息	货币比率
黔东南州开发投资(集团)有限责任公司	凯里市	县及县级市	31.84	368.17	47.63	9.16	9.17	6.98	1.38
遂宁市天泰实业有限责任公司	遂宁市	地级市	31.49	140.37	47.31	7.47	18.77	3.41	1.08
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	遵义市	地级市	31.22	330.57	71.75	7.58	11.46		1.39
毕节市开源建设投资(集团)有限公司	毕节市	地级市	31.19	411.21	53.72	13.12	15.72	1.46	0.62

来源: Wind, 国金证券研究所

我们进一步选取了各省市非标占比靠前且往年财报数据完善的主体进行详细分析。整体来看,这类平台均从事一定市场化业务。梵投公司近年来现金流缺口增大,融资结构中非标融资占比逐年上升、直融占比逐年下降。重庆大足工业盈利能力较弱,在建及拟建项目未来投资规模较大,截至 19 年 3 月末使用授信额度为 0,存在一定融资压力。兴市投资对外担保规模较大,被担保企业行业和区域集中度较高,且 19 年末及时提交相关对外担保报告导致 19 年度主体和债项评级跟踪报告至今仍未公布。云南能投为省本级、AAA 级平台,贸易板块毛利率低、在营收中占比较大,可关注后续公司盈利情况。

图表 45: 所选样本主体非标占比在所属省份中靠前

在当地的非标占比排名	企业名称	非标占比
1	贵州省梵净山投资控股集团有限公司	76.98%
1	重庆大足工业园区建设发展有限公司	45.36%
7	都江堰兴市集团有限责任公司	32.94%
1	云南省能源投资集团有限公司	33.68%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 1) 贵州省梵净山投资控股集团有限公司

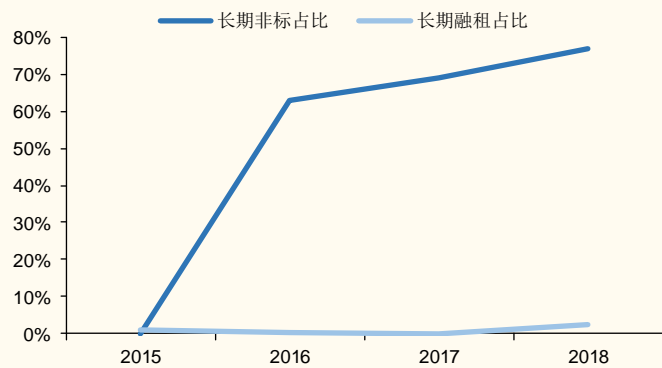
公司为铜仁市基建主体,平台所在地经济财政实力全省排名倒数但增速较快,近年来公司长期融资中非标占比上升、直融占比下降,现金流缺口增大,公司总体资质不高。

公司为铜仁市基础设施建设主体,控股股东和实际控制人为安阳市财政局。截至 18 年末,公司资产总额为 497.67 亿元,资产负债率为 56.6%,实现营业收入 8.09 亿元,净利润为 0.5 亿元,18 年工程施工和项目回购占公司营收总额的 44.74%。18 年公司获得政府补贴 0.3 亿元,在一定程度上提升了公司的利润水平。18 年铜仁市 GDP 达 1066.52 亿元(同比+9.6%),一般预算收入为 69.15 亿元(同比+5.35%),经济、财政实力在全省各地级市中倒数但增速较快,19 年政府工作报告指出将做响“梵山净水·健康水都”等品牌,把水产业打造成重要支柱产业。18 年公司主营业务中工程施工收入同比降低 50.9%,有息负债占总负债比重达 67.17%。受净利润逐年降低影响,16-18 年公司经营现金流净额由正转负,现金流缺口<sup>7</sup>逐年增加。

融资结构上,2016 年以来,公司非标融资占比逐年上升、直融占比逐年下降,融资租赁额几乎为 0。

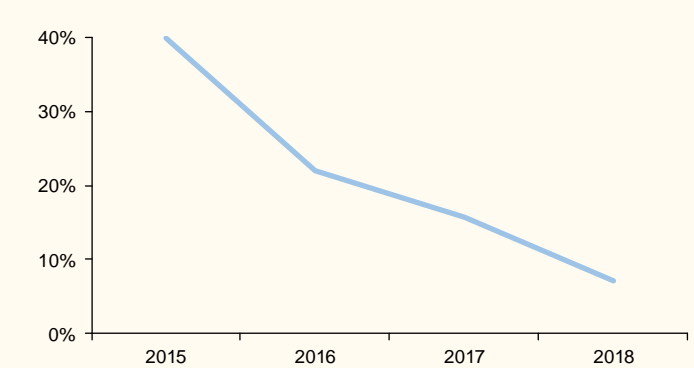
<sup>7</sup> 现金流缺口 = -(经营现金流净额 + 投资现金流净额),为正则存在融资缺口

图表 46：2016 年以后，公司非标占比呈上升趋势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：公司直接融资<sup>8</sup>占比波动上行



来源：Wind，国金证券研究所

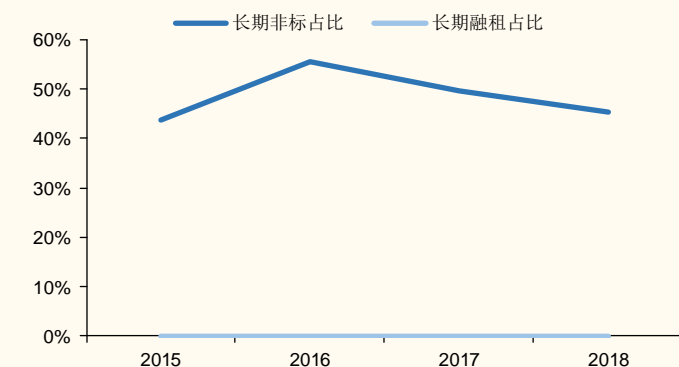
## 2) 重庆大足工业园区建设发展有限公司

公司所在地经济、财政实力在重庆市排名中游，工程建设板块拖累公司营收 18 年营收增速，政府补贴对公司利润水平起到有力支撑。截至 19 年 3 月公司无未使用授信额度。公司整体资质一般。

重庆大足工业园区建设发展有限公司是大足工业园基建主体，公司实际控制人为大足区政府。截至 18 年末，公司资产总额为 139.1 亿元，资产负债率为 53.5%，实现营业收入 12.14 亿元，净利润为 1.43 亿元。公司主营业务中工程建设占营收的比例 18 年达 97.6%，辅以商品销售业务；考虑到公司在建项目规模较小，后续应关注工程建设业务后续可持续性。18 年公司其他业务收入为 1.27 亿元，以政府补贴为主。平台所在地大足工业园为省级园区，所在市辖区大足区 18 年 GDP 达 517.6 亿元（同比+20%），一般预算收入为 30.8 亿元（同比-18%），经济、财政实力不高。截至 19 年 3 月公司信贷未使用授信额度为 0。公司 16-18 年现金流缺口收窄，流动性有所改善。

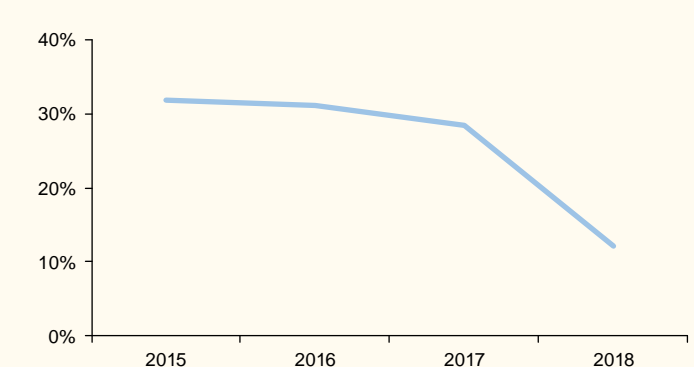
融资结构上，18 年公司非标占比、直融占比边际略有降低，15-18 年融资租赁额则一直为 0。

图表 48：18 年公司非标、融租占比边际下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 49：18 年公司直融占比边际降低



来源：Wind，国金证券研究所

## 3) 都江堰兴市集团有限责任公司

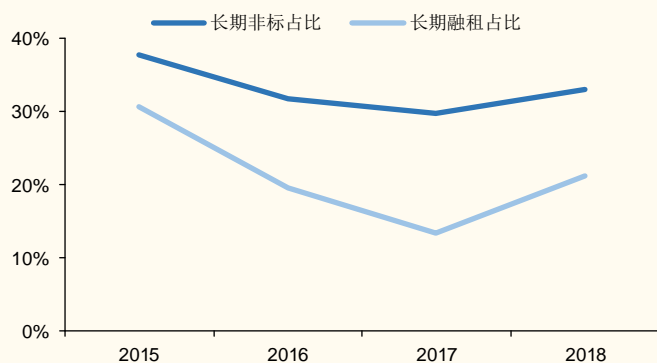
公司所在地经济和财政实力不强但平台地位较高，政府补贴金额逐年增加。公司对外担保区域和行业集中度较高，因未能及时提交对外担保报告导致 19 年评级跟踪报告延迟披露。总体来看，公司资质一般。

<sup>8</sup>直接融资占比 = 债券融资/有息负债，下同

公司为都江堰市基建主体、市内唯一自来水供应和污水处理整合主体，由都江堰市财政局全资控股。平台所在地都江堰市为区县级行政单位，由四川省直辖、成都市代管，旅游资源较为丰富，18 年统计公报数据显示地区 GDP 达 384.8 亿元（同比+7.7%），一般预算收入为 28.8 亿元（同比+11.4%），综合财力对转移性收入依赖较大，地区经济、财政实力在成都市排名下游。截至 18 年末，公司资产总额为 307.97 亿元，资产负债率为 63.66%，实现营业收入 22.36 亿元，净利润为 2.71 亿元。公司以工程委托代建为主营业务，同时也开展建材、旅游和水业等市场性或准公益性业务，其中 18 年工程代建占营收比例为 49.74%（前值 61.1%）。16-18 年公司政府补贴分别为 1.1 亿元、1.15 亿元、1.5 亿元，金额稳定且对公司盈利形成有利支撑。18 年末公司对外担保金额达 50 亿元，被担保公司均为都江堰市内国企，行业和区域集中度较高，公司面临一定或有风险。因公司未及时提供对外担保相关报告，19 年 7 月 31 日大公宣布将延迟披露公司主体及相关债项 19 年度评级跟踪报告。

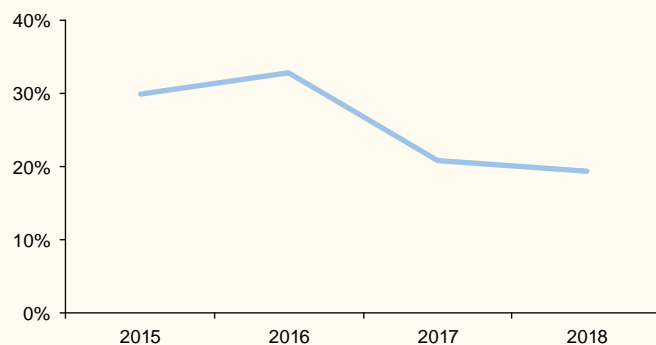
公司 18 年长期非标、融租分别为 33%、21%，边际上涨；16-18 年直融占比波动下行，18 年降至 20%。考虑到公司在建和拟建项目任务较重，后续可关注公司融资来源和成本。

图表 50：公司非标占比维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：公司直融占比波动下行



来源：Wind，国金证券研究所

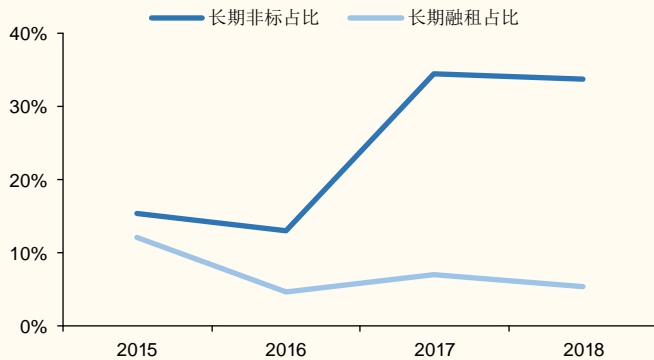
#### 4) 云南省能源投资集团有限公司

公司为云南省本级平台，主体评级为 AAA。平台市场化程度较高，各主营业务中，物资贸易毛利率低但在营收中占比较高，需关注平台此板块扩张计划对营收的影响。平台未来仍有对子公司注资、业务扩张计划，短期融资需求较大；公司未使用授信额度占比较高、控股一家上市公司，融资渠道多元。总体来看，平台资质较好。

云南省能源投资集团有限公司为云南省能源开发、建设、运营主体，实际控制人为云南省国资委、为省本级平台，主体评级为 AAA。平台所在地云南省 18 年 GDP 达 1.8 万亿元（同比+8.9%），一般预算收入达 1994.3 亿元（同比+5.7%），地区经济、财政实力在全国各省市中排名中下游。截至 18 年末，公司资产总额为 1330.28 亿元，资产负债率为 62.07%，实现营业总收入为 904.32 亿元，净利润为 13.85 亿元。公司业务以物资贸易、电力、氯碱化工等为主，整体市场性较强，其中，18 年物资贸易占营业总收入比重为 88%。由于贸易板块毛利率较低，16-18 年公司毛利率分别为 4.2%、3.88%、3.6%，逐年下降，应关注贸易业务扩张对平台营收的影响。此外，电力市场化改革推进、煤炭价格提升，公司电力板块盈利承压；天然气和煤炭业务在公司营收中占比不高，后续可关注平台盈利稳定性。16-18 年公司经营现金净流入水平逐年增加，近年来公司持续向参股企业注资并购买理财产品，导致 17-18 年投资现金流净流出，未来公司仍有投资计划。筹资方面，截至 18 年末公司未使用授信额度占总额度的 57.5%，且控股上市公司云南能投（002053.SZ），融资渠道较为多元。

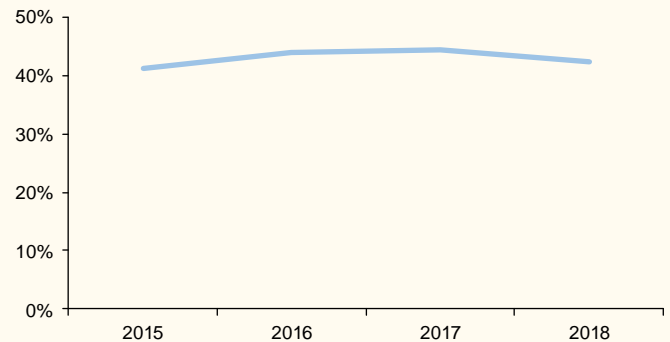
16-18 年公司长期非标占比震荡上行，融租和直融占比相对稳定。公司未来仍有对子公司注资和业务扩张，或维持较大融资规模，可适当关注其融资结构和成本。

图表 52：16-18 年公司长期非标占比震荡上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：公司直融占比维持在 40%左右



来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、小结

通过研究西南地区城投企业的非标及租赁融资情况，我们发现在西南各省中，贵州较为依赖非标及融租，18 年两者融资占比之和高达 30%。四川、云南和重庆三地非标及融租占比之和分布在 15%-20%区间，四川、重庆非标占比较融资占比更高，而云南更依赖融资租赁。西南地区城投平台中，非标及融租占比较高的大多为地级或县级平台，主体评级多在 AA 级及以下，规模普遍不大，主营业务大致涉及基础设施建设、土地开发整理、房屋租赁及贸易等。

#### 五、风险提示

- 1、城投公司转型风险：在当前政策背景下，城投公司或将加速向产业转型，在此过程中可能存在转型失败而外部支持减弱的风险；
- 2、再融资风险：金融去杠杆趋势不变，部分主体可能存在再融资接续困难的风险。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH





扫码关注：金融干货精选  
获取更多干货资料