

近观区域城投：江西篇

2020年5月11日

要点

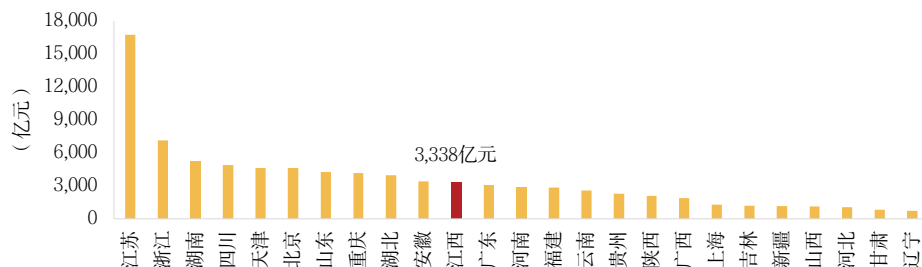
- 通过对江西省内83家城投企业进行案头分析，我们认为该省城投潜在主体信用质量的中位水平稍弱于全国城投的中位水平，且省内各市城投群体之间分化较大。
- 我们认为，江西省整体的经济基础和财政实力在全国处于平均水平。南昌的潜在支持能力在省内领先，而新余、鹰潭、景德镇和萍乡的潜在支持能力则相对偏弱。
- 同时，我们注意到江西省城投企业发债主体被担保的比例较高。

为了较为全面地了解江西省城投企业的整体信用状况，我们选取该省83家城投企业作为样本，利用公开信息进行了案头分析。样本包括市级及以下的城投企业、地铁公司，不包括省级国资平台、交通、水务等企业。样本数量接近江西省发债城投企业总数的91%，覆盖11个地级市，我们认为它们能够较为充分地反映江西省城投企业的总体潜在信用状况。

地方政府的支持，通常是我们分析城投企业信用质量过程中最重要的考量因素。本次研究中，我们分析了江西省各城市对相关城投企业的潜在支持能力，以及城投企业对所属地级市政府的不同重要性。

图1

江西城投债余额及其全国比较



注：该图城投债为Wind口径，数据截至2019年12月31日。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主分析师

王雷

北京
+86 10 6516 6038
lei.wang
@spgchinaratings.cn

其他分析师

焦迪

北京
+86 10 6516 6039
di.jiao
@spgchinaratings.cn

张晓

北京
+86 10 6516 6036
xiao.zhang
@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京
+86 10 6516 6041
yunxin.jia
@spgchinaratings.cn

刘晔

北京
+86 10 6516 6035
ye.liu
@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取相关区域若干家城投企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于城投企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

和全国比较：江西城投企业总体偏弱

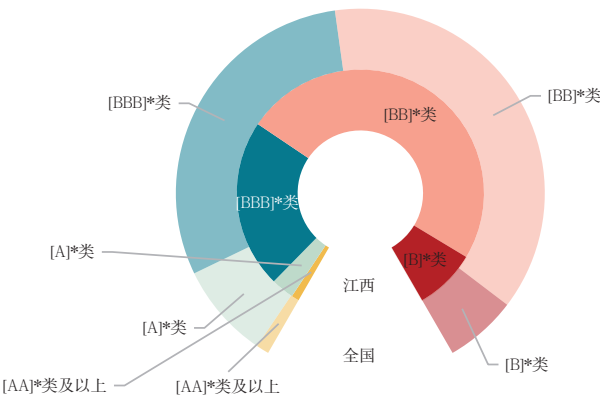
江西省具有丰富的地下矿藏，是全国矿产资源配套程度较高的省份之一，其铜、钨、银等储量均位居全国前三，因此被称为“有色金属之乡”。金属冶炼、精密制造、汽车航空、电子产品、旅游等都是其重要产业。下辖地级市11个。

江西省的经济财政实力处于全国中游水平。2019年，江西省的GDP为24,758亿元，在全国排名第16位，但人均GDP为53,164元，处于全国中下游水平。三次产业对GDP增长的贡献率分别为3.4%、49.9%和46.7%。2019年江西省一般公共预算收入2,487亿元，一般公共预算平衡率为-157%，在全国处于中等水平。

江西省83家样本城投企业的潜在主体信用质量中位数略低于全国1700家样本城投企业的中位数。我们认为，主要原因在于江西省内多数城市的潜在支持能力一般或偏弱。

图2

城投企业潜在主体信用质量分布：江西与全国比较

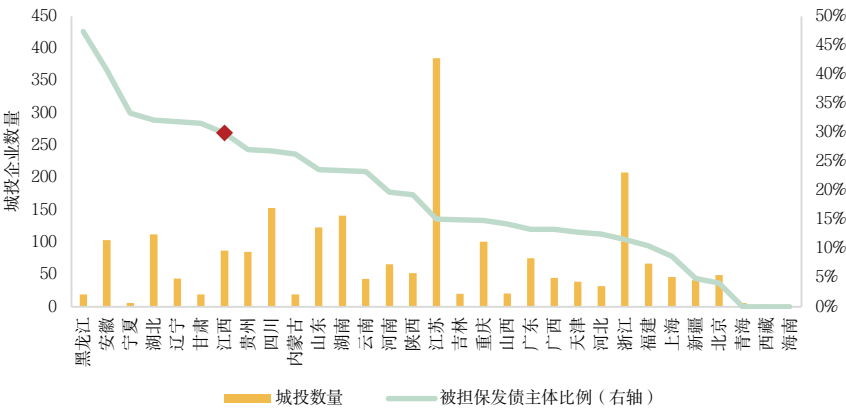


注*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。弧度代表企业数量在样本中的占比。
资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，江西省的发债城投数量处于全国中等水平，但发债主体被担保比例处于全国较高水平。较高的被担保比例一方面可能反映了地方政府的潜在支持能力较弱，另一方面也可能反映了该省层级较低的城投企业在资本市场的受认可程度较低，需要通过担保来支持发债。

图3

城投企业发债主体被担保情况



注：该图城投企业为Wind口径，数据截至2020年3月31日。
资料来源：Wind，标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

省内比较：南昌领先明显

我们的研究发现，城投企业的业务状况和财务风险非常相似，潜在个体信用状况差异较小。因此我们认为，城投企业信用质量的差异主要来源于政府支持力度的不同。我们从地方政府的潜在支持能力和城投企业对于地方政府的潜在重要性这两个维度去分析地方政府的支持力度。

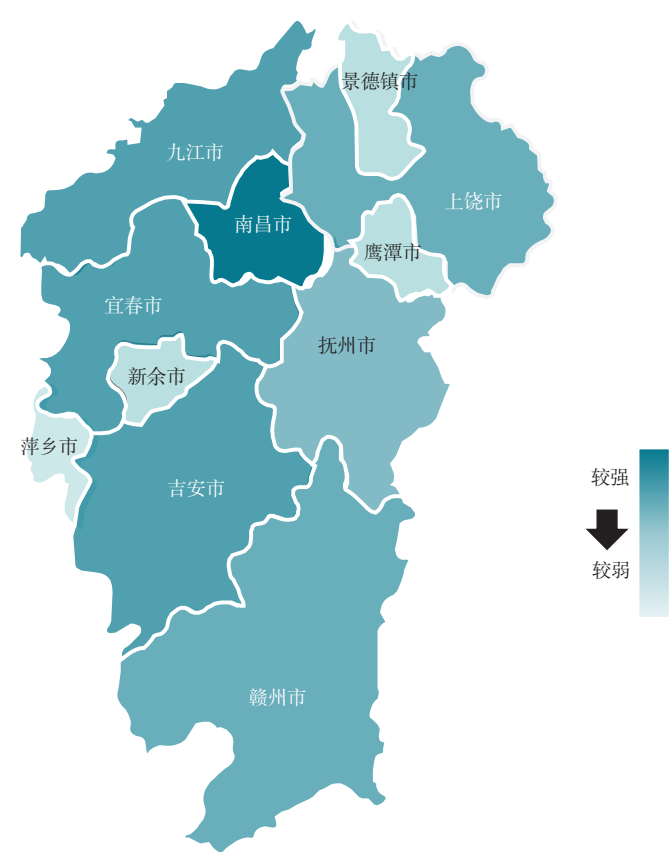
政府潜在支持能力分析

从地方政府潜在支持能力的角度来看，通过对江西省11个地级市的经济环境、预算情况、债务情况、流动性以及财政管理等因素进行综合分析，我们认为它们的政府潜在支持能力存在一定的差异。其中，南昌对城投企业的潜在支持能力更强；而新余、鹰潭、景德镇和萍乡的政府潜在支持能力则相对偏弱。

下图反映了我们认为的江西省各地级市政府对城投企业潜在支持能力的强弱。颜色越深，代表当地政府对于区域内城投企业的潜在支持能力越强，反之亦然。

图4

江西各市政府潜在支持能力的相对强弱



资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

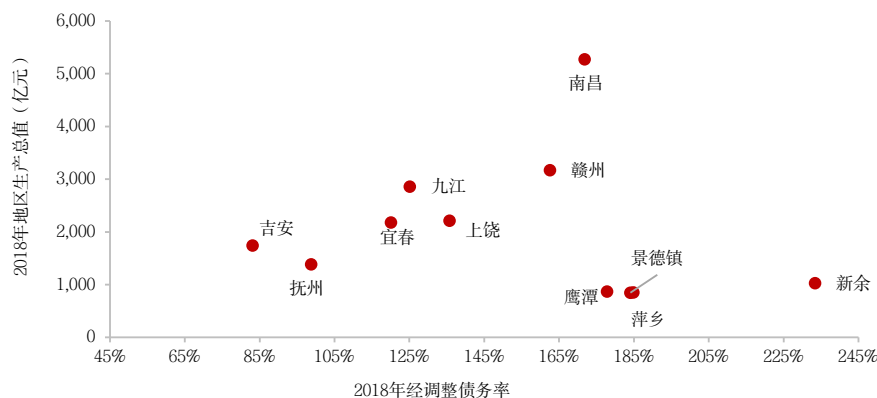
我们认为，江西各市的经济和财政实力，以及债务负担的差异造成了潜在支持能力的不同。

经济方面，南昌作为省会城市，经济发展处于省内最高水平，2019年地区生产总值占据全省23%左右。新余、景德镇和萍乡属于资源衰退型城市，鹰潭的产业结构较为单一，这些地区经济发展状况在省内表现相对较弱。

债务方面，新余、鹰潭、萍乡和景德镇的经调整债务率整体处于省内较高水平，我们认为主要是由于经济和财政总收入规模较小。

图5

江西各市经济实力与债务负担比较



注：1. 经调整债务率=(2018年末地市级政府债务+2018年末经调整城投带息债务)/2018年地市级财政总收入。2.

萍乡市政府债务为市本级口径。

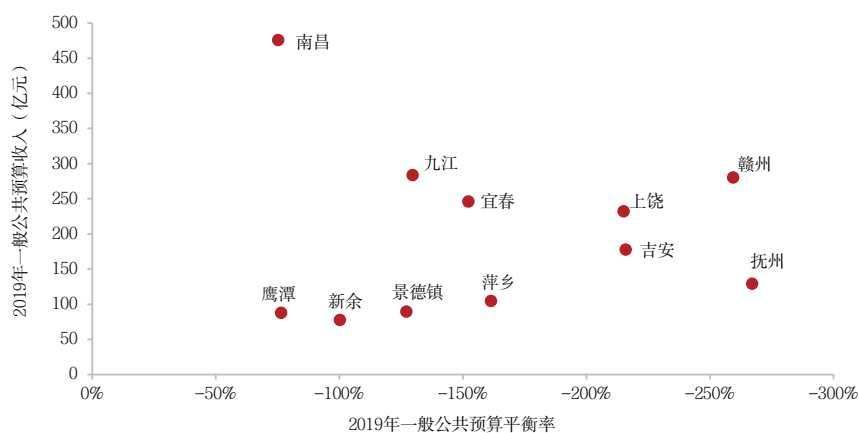
资料来源：政府网站，标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财政方面，南昌的一般公共预算收入明显高于省内其他城市，并且一般公共预算平衡率较好。新余、鹰潭、萍乡和景德镇的经济实力偏弱，产业处在转型之中，税收等一般公共预算收入规模也处于省内较低水平。鹰潭和新余人口较少，一般公共预算支出规模不大，整体的平衡率较好。抚州缺乏明显的支柱产业，人口数量相对较多，一般公共预算支出较大，使其一般公共预算平衡率排在靠后位置。

图6

江西各市财政实力比较

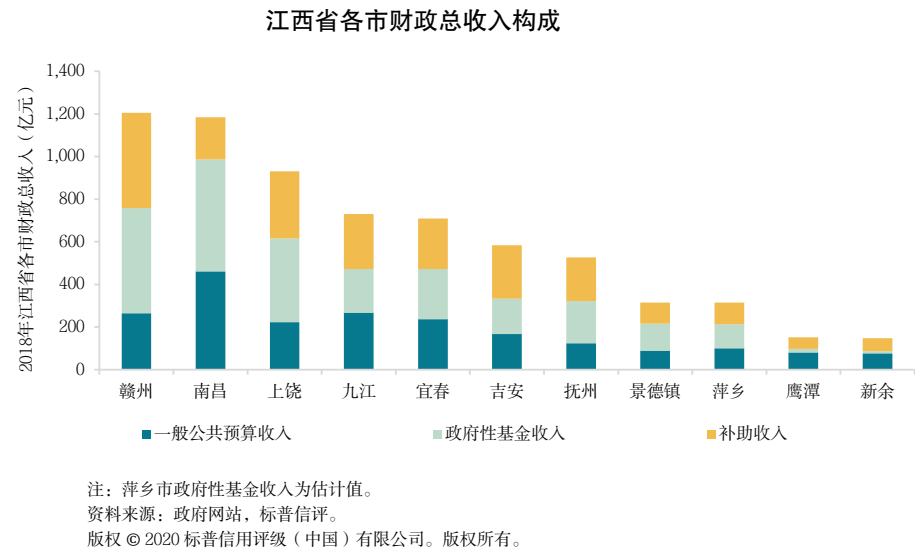


注：景德镇为2018年数据。

资料来源：政府网站，标普信评。

江西省各市财政收入在结构方面也不尽相同。南昌、上饶、赣州和景德镇的财政收入中政府性基金收入占比较高，在景德镇等经济和财政实力整体偏弱的区域，这一收入有潜在的不确定性。新余和鹰潭的政府性基金收入规模和占比均明显低于其他城市，我们认为其土地市场相较其他城市活跃度较低是原因之一。

图7

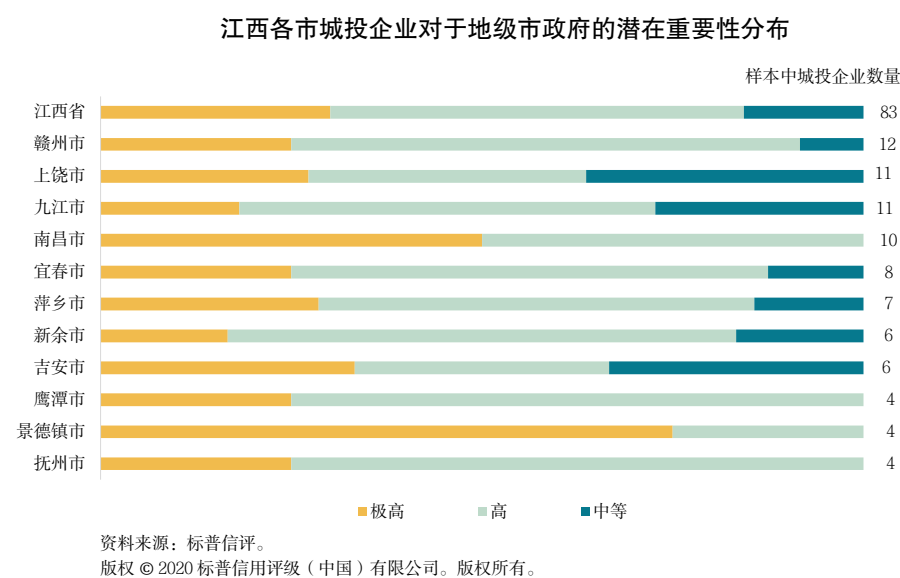


城投对政府的重要性分析

除了各城市的潜在支持能力外，城投企业对当地政府的潜在重要性，也是我们分析具体城投企业潜在主体信用质量时通常会考虑的重要因素。我们通常从以下几个维度来分析城投企业对于地方政府的重要性：层级、职能定位、业务公益性或不可替代性、收入和资产规模、战略重要性等。

下图反映了江西省及各地级市范围内城投企业潜在重要性的分布情况。整体来看，江西省各地级市之间，城投企业在层级分布和职能定位等方面具有一定区别，城投的潜在重要性分布较为多元。

图8

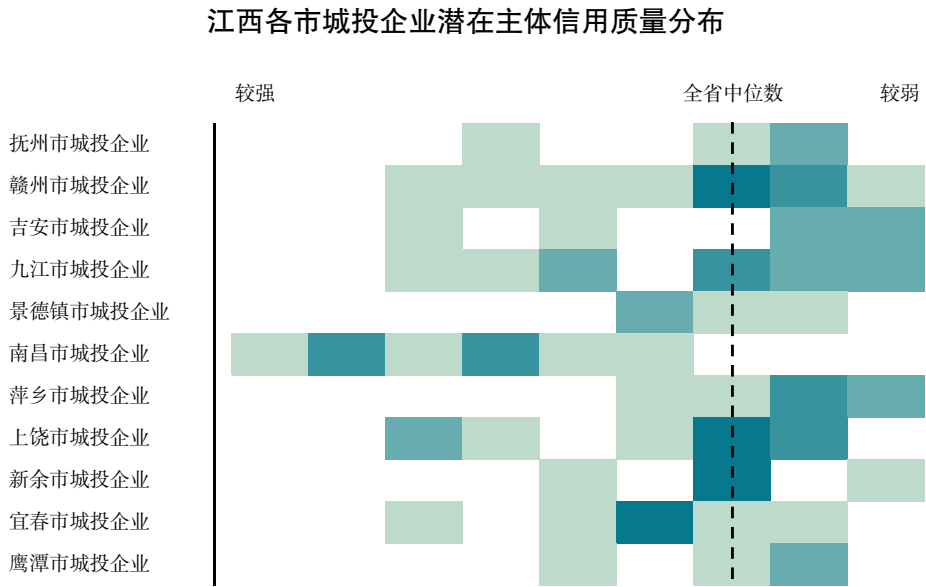


对比省内其他地级市，景德镇、鹰潭和抚州的城投数量较少，我们认为这些城投企业可能更集中地承担了相关职能，对当地政府有着更高的潜在重要性。而九江、上饶和赣州的城投企业数量在省内相对较多，达10个以上，甚至多于省内经济财政实力最强的南昌市，但中低层级城投的占比也较高。

各市城投潜在主体信用质量分布

综上所述，江西省内各地方政府潜在支持能力差异较大，城投企业潜在重要性差异也较大，导致江西省内各城市城投企业潜在主体信用质量分布比较分散，如下图所示。

图9



注：地区名称按照拼音首字母排序。颜色代表所在信用质量的城投企业数量，颜色越深代表城投企业越多。虚线代表江西省城投企业潜在主体信用质量中位数。

资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在政府潜在支持能力较强的南昌，城投企业的潜在主体信用质量整体较好，尾部城投的潜在主体信用质量甚至优于全省中位水平。赣州、九江和上饶城投数量较多，由于层级等方面的差异，各城投企业对政府的潜在重要性可能呈现一定分化，城投企业整体的潜在主体信用质量跨度较大。这些城市有不少城投企业发债需要担保，一定程度上反映了市场对这部分城投信用质量的看法。景德镇和萍乡城投企业的潜在主体信用质量较弱，主要是因为城市本身潜在支持能力相对较弱，并且低层级城投企业也占据了一定比例。

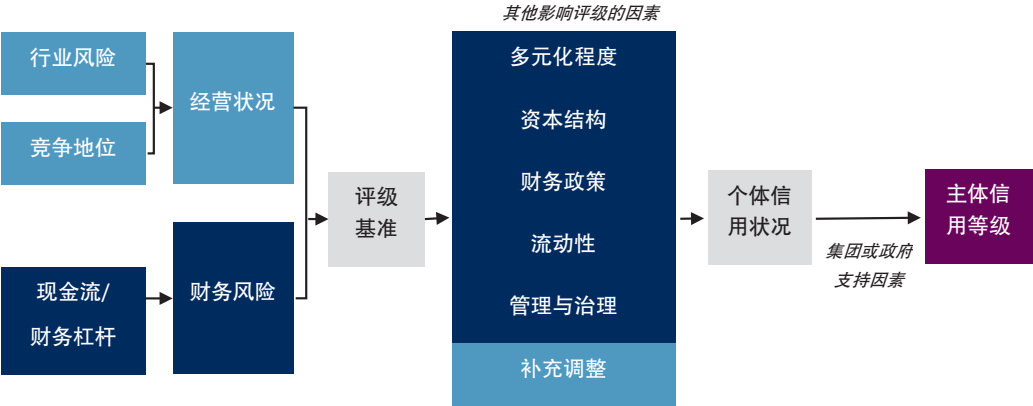
相关研究

- [近观区域城投：广西篇，2020年4月22日；](#)
- [近观区域城投：福建篇，2020年4月22日；](#)
- [近观区域城投：河南篇，2020年4月20日；](#)
- [近观区域城投：陕西篇，2020年4月20日；](#)
- [近观区域城投：广东篇，2020年4月13日；](#)
- [近观区域城投：安徽篇，2020年4月13日；](#)
- [近观区域城投：湖南篇，2020年4月2日；](#)

- 近观区域城投：浙江篇，2020年4月2日；
- 短期、周期与长期：2020年非金融企业信用趋势展望，2020年3月4日；
- 中国城投面面观，2019年11月4日；
- 迎风而立：谁是中国信用市场的中坚力量，2019年11月4日。

附录

标普信评工商企业评级方法框架



本报告不构成评级行动。

©版权所有2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。