

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

中国湖南省城投公司信用展望

中国湖南省城投公司的信用展望为稳定，该展望体现了远东资信对于湖南省城投公司未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

中国湖南省城投公司的信用展望为稳定，这一结论基于我们对未来12个月湖南及下辖地方区域经济增长稳定、各级政府财力增长态势稳健、债务风险可控的预期，以及湖南发债城投公司经营状况稳定、债务杠杆稳健、可获地方政府等外部力量积极支持等因素。

对湖南及其下辖区域经济和财政稳增长预期，以及湖南省城镇化发展巨大潜力、全省城镇化发展和基础设施建设相关政策支持、地方政府财力等外部力量对湖南城投公司积极支持，以及湖南城投公司自身经营稳定、财务杠杆稳健等状况支撑了我们对湖南城投公司未来12个月信用状况的稳定展望。疫情防控局势稳定和宏观经济转型发展局面下，湖南及下辖地区的区域经济发展韧劲将持续显现，宏观经济或将维持稳健增长局面，湖南省及下辖地方政府财力或将维持稳健。从城投项目建设环境来看，湖南省城镇化发展潜力显著，各级政府大力支持湖南区域经济建设和新型城镇化发展之下，湖南城镇化建设有望继续加强。从微观来看，湖南省发债城投企业实际控制人以当地政府、国资部门、财政部门、园区管委会等居多，是当地城市基础设施开发建设或运营管理以及土地整理开发、国有资产运营等的重要载体，城投企业普遍间接融资渠道通畅，能获得地方政府财政补贴、资产注入等各种方式支持，部分企业获得信用增进支持，湖南发债城投企业整体经营规模稳增，债务杠杆水平稳健，资产流动性普遍良好。

可能限制湖南省城投公司信用质量提升的影响因素包括：复杂经济形势叠加疫情防控等影响下，近期湖南各级政府财政收入增速总体稳中趋缓，叠加各级地方债余额不断增长，湖南各级政府债务率存在边际性上升压力，可能边际性削弱各级政府对城投公司的支持能力与意愿。考虑湖南城投样本企业存量城投债到期情况，近期湖南城投债到期压力将逐步提升，加剧城投企业偿债风险。样本企业对外担保余额合计约2500亿元左右，面临一定的或有负债风险。样本企业持续显示负债短端化、资产长端化倾向，保守速动比率均值、中位值有所下行，反映流动性压力有所加剧。同时，样本企业带息债务持续稳定增加、EBITDA波动下行，随着未来带息债务增长，EBITDA对带息债务覆盖能力整体趋于弱化局面或将持续。湖南城投样本企业以AA（含）以上居多，AA-、无评级数量较少，受公司债信息披露新规、地方政府隐性负债监管趋严等融资政策收紧影响，部分弱资质城投公司或将面临再融资压力。

湖南省城投公司信用质量总体稳定的展望与大多数发债城投企业的评级展望相一致。在公开披露信用评级的湖南城投公司样本企业中，大部分样本企业都有稳定的评级展望。湖南各级政府经济和财政实力稳定增长、人口和土地城镇化潜力显著、支持基础设施建设和城镇化发展等相关政策红利驱动、城投公司持续获得政府等外部力量支持以及间接融资渠道保持畅通、获取信用增进支持等因素，有望增强湖南省城投公司偿债能力。

Outlook of Local Government Financing Vehicles in Hunan Province in China

Author: Jian shangbo

E-mail: research@fegr.com.cn

Our outlook for Local Government Financing Vehicles (LGFVs) in Hunan Province is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in Local Government Financing Vehicles in Hunan Province (HNLGFVs) over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for Local Government Financing Vehicles in Hunan Province (HNLGFVs) is stable, which is based on our expectation of stable macro-economy growth in Hunan Province and its subordinate regions in the next 12 months, steady financial revenue growth & controllable debt risk of local governments, and HNLGFVs bond issuers' stable operation, stable debt leverage and positive support from external forces such as local governments.

Underpinning our stable view of the outlook for HNLGFVs' credit status over the next 12 months is our expectation of stable macro-economic and fiscal revenue growth of Hunan Province and its subordinate regions, and the great potential of urbanization development in Hunan Province, the policy support of urbanization development and infrastructure construction in Hunan Province, the financial resources of local governments and other external forces which will actively support HNLGFVs, as well as the stable operating conditions and debt leverages of sample bond issuers of HNLGFVs. Under the stable situation of Covid-19 epidemic prevention and containment and the situation of macro-economic transformation and development, the resilience of regional economic development in Hunan Province and its subordinate regions will continue to appear, the macro-economy of Hunan Province and its subordinate regions may maintain a steady growth situation, and the financial resources of Hunan Province and its subordinate local governments may maintain a steady growth situation. From the perspective of the construction environment of urban investment projects in Hunan Province, the development potential of urbanization in Hunan Province is significant. Benefit from local governments actively supporting the regional economic construction and the development of new-type urbanization, Hunan Province urbanization construction is expected to be strengthened. From the micro perspective: (1) most of the actual controllers of sample HNLGFVs bond issuers are local governments, State-owned Assets Supervision and Administration Commissions, Bureaus of Finance or Park Administrative Committees etc. (2) Sample HNLGFVs bond issuers are important carriers of local urban infrastructure construction or operation management, land consolidation and development, and state-owned assets operation, etc. (3) Sample HNLGFVs bond issuers generally have unobstructed financing channels, and can get local governments' support such as financial subsidies, assets injection. (4) Some HNLGFVs bond issuers get credit enhancement

support. (5) The overall business scale of sample HNLGFVs bond issuers is increasing steadily, the average debt leverage level of sample HNLGFVs bond issuers is stable, and the asset liquidity is generally good.

These are factors that may restrict the credit quality improvement of HNLGFVs: (1) Under the influence of complex economic situation and Covid-19 epidemic prevention and containment, the growth rate of fiscal revenue of local governments in Hunan Province has been generally stable and slowed down, the balances of local governments debt have been growing, and the debt ratios of local governments have marginal pressure to increase, which will marginally weaken the ability and willingness of local governments' support for HNLGFVs. (2) Considering the maturity of the sample HNLGFVs' existing bonds, the maturing pressure of the bonds will gradually increase in the near future, which will aggravate the debt repayment risk of the sample HNLGFVs. (3) The total balance of external guarantee of sample HNLGFVs is about 250 billion yuan, so they are faced with certain contingent liability risk. (4) The sample HNLGFVs continue to show the tendency of short-term debt and long-term asset, and the mean and median value of conservative quick ratios have declined, reflecting the aggravation of liquidity pressure. (5) The interest-bearing debts of the sample HNLGFVs continue to increase steadily, and EBITDAs go down in a wavelike way. With the growth of interest-bearing debts in the future, the overall coverage of EBITDA on interest-bearing debt of the sample HNLGFVs tends to weaken, and the situation may continue. (6) Most of the sample HNLGFVs' ratings are AA or above, while the numbers of AA minus and non-rated enterprises are relatively few. Affected by the tightening of financing policies such as the new rules on corporate bond information disclosure and the tightening supervision of local government implicit liabilities, some relatively weak qualified companies of HNLGFVs may face the pressure of refinancing.

The stable outlook for the overall HNLGFVs is consistent with the rating outlook of most HNLGFVs bond issuers. Among the sample HNLGFVs which disclose credit ratings publicly, most sample companies have the stable rating outlook. It is expected that the debt paying ability of HNLGFVs will be enhanced by the following factors: the steady growth of economic and financial strength of local governments in Hunan province, the significant potential of population and land urbanization, the dividend drive of policies of supporting infrastructure construction and urbanization development and other related policies, the continuous support for HNLGFVs from external forces such as the governments, unobstructed financing channels and the credit enhancement support etc.

目录

一、城投公司的定义.....	1
二、区域近期运行概况.....	1
(一) 湖南省经济、财政、债务和城投公司概况.....	1
1.经济概况.....	1
2.财政与债务概况.....	3
3.城投公司概况.....	5
(二) 长沙市经济、财政、债务和城投公司概况.....	6
1.经济概况.....	6
2.财政与债务概况.....	8
3.部分辖区/县级市财政与债务状况.....	9
4.城投公司概况.....	9
(三) 其余 13 个市州经济、财政、债务与城投公司概况.....	10
1.经济概况.....	10
2.财政与债务概况.....	10
3.城投公司概况.....	11
三、区域与城投领域政策.....	12
(一) 国家层面相关政策.....	12
1.支持基础设施建设.....	12
2.加快新型城镇化发展.....	13
3.支持长江经济带发展、中部地区高质量发展、湖南自贸区建设.....	14
4.收紧城投债融资.....	15
(二) 地方层面相关政策.....	15
1.区域经济发展政策.....	15
2.城镇化和基础设施建设相关政策.....	16
四、区域关注——湖南省城镇化发展空间显著.....	16

五、湖南省城投债发行人信用分析.....	18
(一) 城投债发行人及其存量债券概况.....	18
(二) 定性分析.....	20
1. 普遍以当地政府或国资、财政、管委会等部门为实控人.....	20
2. 业务普遍以基础设施建设运营、土地整理等为主.....	21
3. 地方政府支持力度明显.....	22
4. 普遍间接融资渠道畅通.....	23
5. 部分债券获得信用担保支持.....	23
6. 对外担保余额较大，存在或有负债风险.....	23
(三) 定量分析.....	23
1. 经营规模稳健增长.....	23
2. 债务杠杆波动上行，总体杠杆率维持稳健.....	24
3. 有效样本 EBITDA 利息保障情况良好，但 EBITDA 对有息债务覆盖能力滑坡.....	25
4. 资产流动性状况有所弱化，但多数企业流动性维持良好.....	26
六、湖南省城投公司信用展望.....	27

一、城投公司的定义

城投公司是我国地方政府融资平台的主要形式，具体称呼可涵盖建设投资公司、投资开发公司、经济发展公司等综合类、园区类投资开发公司，以及交通、电力、水务、农业等行业性投资公司等。根据国发〔2010〕19号文的定义，地方政府融资平台公司系指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。城投公司作为独立企业法人，一般由所属地方政府（包括政府职能部门、事业单位）实际控制和监督，由官方授权承接公益性或准公益性项目，其资产和债务与公益性、准公益性项目相关。城投公司本身不以盈利为核心目的，其业务运作依赖地方政府包括拨款、补贴、土地划拨、股权划转等各种形式支持。

基于城投公司普遍以所属地方政府等为实际控制人，而且经营业务公益性突出，同时鉴于城投公司在当地经济社会发展中的重要性，因而城投公司与地方政府有着紧密联系。一方面，地方政府（含政府职能部门、事业单位）作为城投公司的控股股东或实际控制人，在当地包括城市基础设施建设等经济建设中发挥行政管理职能，而城市基建项目的落实需要城投公司积极参与。另一方面，城投公司承接的基建等项目具有较强的公益性，单纯依靠自身财力不足覆盖运营成本，需要地方政府财力等方面的支持，而地方政府拥有财政收入、土地以及其他国有资产等经济资源，能够为城投企业提供一定的支持。

二、区域近期运行概况

（一）湖南省经济、财政、债务和城投公司概况

湖南省位于我国中部、长江中游，因大部分处于洞庭湖以南而得名“湖南”，省域面积21.18万平方公里，占全国国土面积的2.2%，排名全国各省区市第10位、中部第1位。截至2020年底，全省辖13个地级市、1个自治州，共14个地级行政区；68个县（其中7个自治县）、18个县级市、36个市辖区、共122个县级行政区。根据第七次全国人口普查（截至2020年11月1日零时）公报，湖南省常住人口约6644.49万人，居全国第7位；其中，全省城镇人口3904.62万人、乡村人口2739.87万人，城镇化率达58.76%，明显低于63.89%的全国水平。全省0~14岁人口为1296.95万人，占19.52%；15~59岁人口为4026.41万人，占60.60%；60岁及以上人口为1321.13万人，占19.88%；65岁及以上人口为984.21万人，占14.81%。由此可见，目前全省适龄劳动人口约4000万人，劳动力资源充足。

1. 经济概况

2010年以来，湖南省地区生产总值（GDP）增速随同全国经济增速下行而趋缓，但持续快于全国整体水平。2020年，湖南实现GDP达41781.5亿元，受新冠肺炎疫情影响，GDP同比增速从前值7.6%降至3.8%，但仍明显高于全国2.3%的水平。2020年，湖南省GDP在全国31个省市自治区中排名第9位，GDP同比增速也相对靠前（第10位）。2020年，湖南省以占全国2.2%的国土面积、4.6%的人口，实现GDP占全国4.11%。

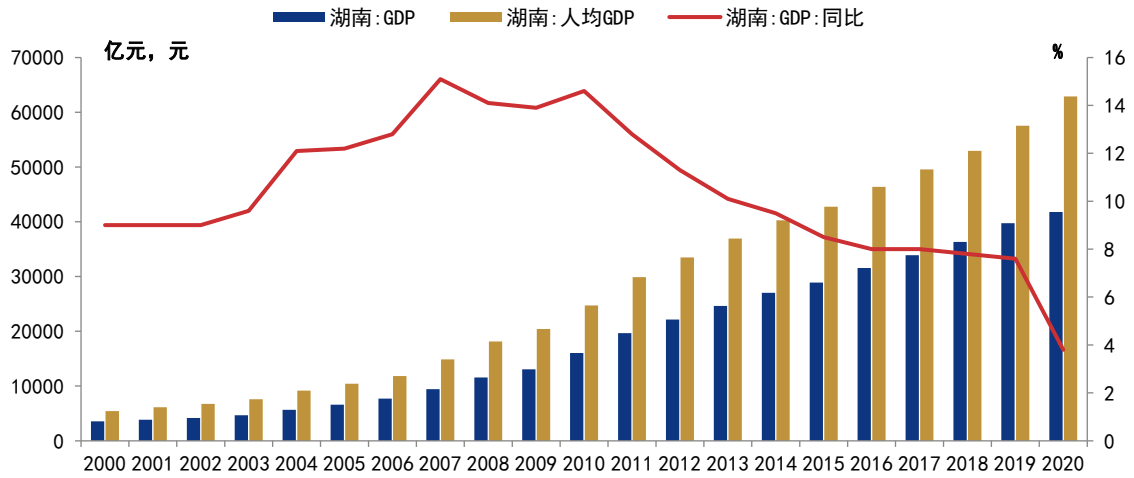


图1：近年湖南省GDP及其增长情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2021年一季度（2021Q1），湖南省实现GDP10223.99亿元，按不变价格同比增长15%，略低于18.3%的全国整体水平。但剔除2020年度疫情造成的GDP低基数因素，从两年平均增速来看，2021Q1湖南GDP比2019年同期增长12.8%，两年平均增长6.2%，高于10.3%、5.0%的全国整体水平。

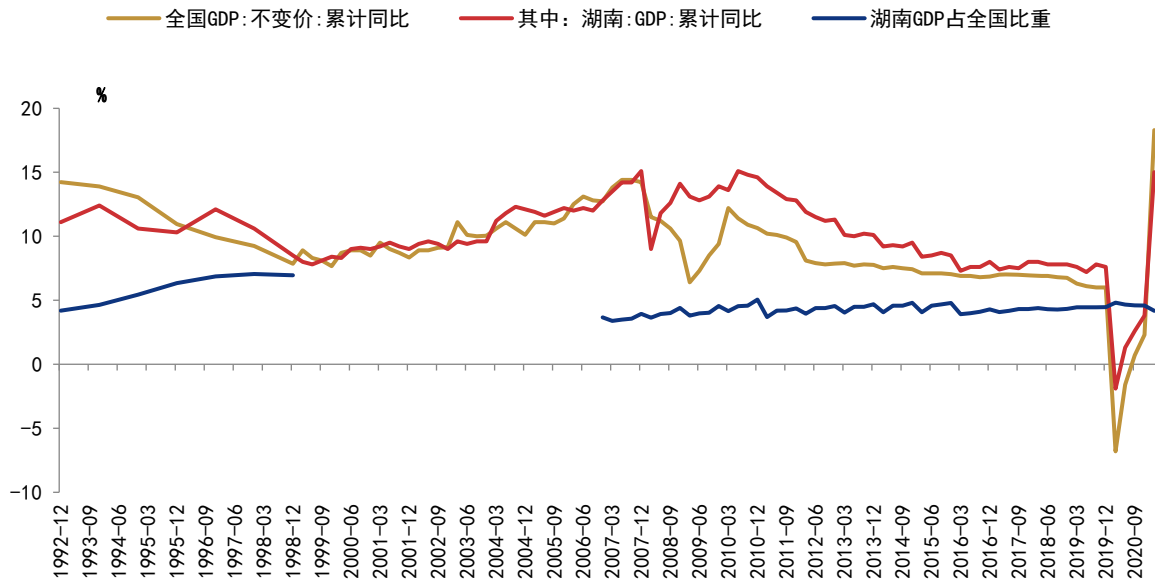


图2：湖南省各季末累计GDP增速及其与全国比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

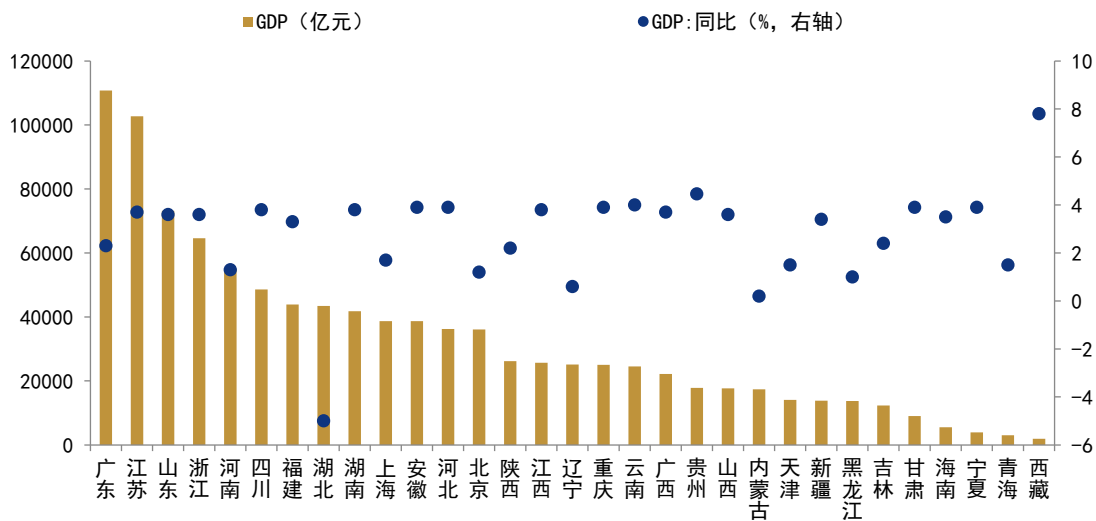


图3：2020年全国各省区市GDP及其同比增长情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年，湖南省三次产业结构为10.2：38.1：51.7。其中，第一产业增加值4240.4亿元，增长3.7%；第二产业增加值15937.7亿元，增长4.7%；第三产业增加值21603.4亿元，增长2.9%。2020年，湖南高技术制造业增加值占规模工业的比重提高0.4个百分点，产业经济转型、优化态势明显。

根据区域地理和经济发展等差异，湖南省包括长株潭地区、洞庭湖地区、湘南地区、大湘西地区四大区域经济板块¹。2020年，长株潭地区生产总值17591.5亿元，同比增长4.0%，GDP占全省42.1%；洞庭湖地区生产总值9604.2亿元，增长4.0%；湘南地区生产总值8119.3亿元，增长3.9%；大湘西地区生产总值6884.4亿元，增长3.6%。

2. 财政与债务概况

2020年，湖南省实现一般公共预算地方收入3008.7亿元，增长0.1%；加上中央补助4191.5亿元，一般债务收入1028.4亿元，动用预算稳定调节基金243.1亿元，调入资金881.8亿元，上年结转390.8亿元，一般公共预算收入合计9744.3亿元。2020年，湖南省政府性基金预算收入为3356亿元，加上中央补助、专项债务收入、调入资金、上年结转，收入合计5400亿元；全省国有资本经营预算收入为111.4亿元，加上中央补助、上年结转，收入合计114.2亿元。综上所述，2020年湖南省政府综合财力（为一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入的合计值）为15258.5亿元。

中央核定湖南省2020年政府债务限额12160.9亿元；其中，新增债务限额1749亿元，包括新增债券限额1737亿元、外债限额12亿元。在地方债限额管控下，2020年湖南发行新增地方债1737亿元，发行再融资地方债813.1

¹长株潭地区包括长沙、株洲、湘潭3市；洞庭湖地区包括岳阳、常德、益阳3市；湘南地区包括衡阳、郴州、永州3市；大湘西地区包括邵阳、张家界、怀化、娄底和湘西自治州5州市。

亿元，合计发行地方债 2550.1 亿元，平均利率 3.46%。截至 2020 年底，湖南省地方政府债务余额 11814 亿元，占债务限额比重为 97.15%，控制在债务限额以内。

结合上述湖南省财政、债务和 GDP 数据来看，2020 年底，湖南省地方政府债务率²为 28.28%，远低于 60% 的国际警戒线标准；负债率为 77.43%，低于 100%~120% 的国际警戒线标准。如结合湖南省截至 2020 年底的 145 家城投公司样本企业的 5854.13 亿元债务余额来看，2020 年底湖南省（地方债务余额+城投公司有息债务余额）/ 地方政府综合财力比重为 115.79%，湖南省（地方债务余额+城投公司有息债务余额）/ GDP 比重为 42.29%。

从近年湖南财政状况变化来看，图 4 显示，2015~2020 年，湖南政府综合财力除 2017 年负增长外，其余年份呈现持续增长态势，其中，2018~2020 年在复杂经济形势叠加疫情影响，湖南政府综合财力仍然从 12277 亿元逐年递增至 15258.5 亿元，但增速稳中趋缓。

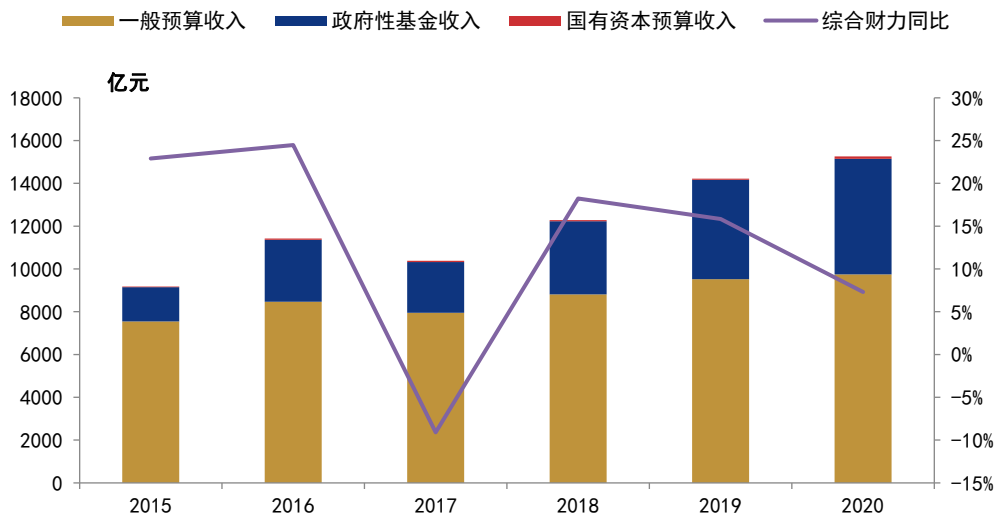


图 4：湖南省综合财力构成及增速

资料来源：湖南省财政厅、湖南省统计局，远东资信整理

从近年湖南债务状况变化来看，在国发〔2014〕43 号文推动地方债全面自发自还、财预〔2015〕225 号文推动地方债限额管理等有关政策实施以来，2015 年至 2020 年，湖南省政府债务余额从 6152.22 亿元逐年攀升至 10174.6 亿元，但均低于债务限额；湖南省政府负债率从 21.56% 持续缓增至 28.28%；债务率从 67.06% 波动上行至 77.43%，但均低于国际警戒线（负债率 60%、债务率 100%~120%），显示债务风险可控。

²如不附加说明，本文关于地方政府债务率（地方债余额/GDP）、负债率（地方债余额/地方政府综合财力），分子部分均为地方政府有偿还责任的债务余额，地方政府负债率分母部分为地方政府综合财力，按财政总收入（不含社保基金预算收入）统计。

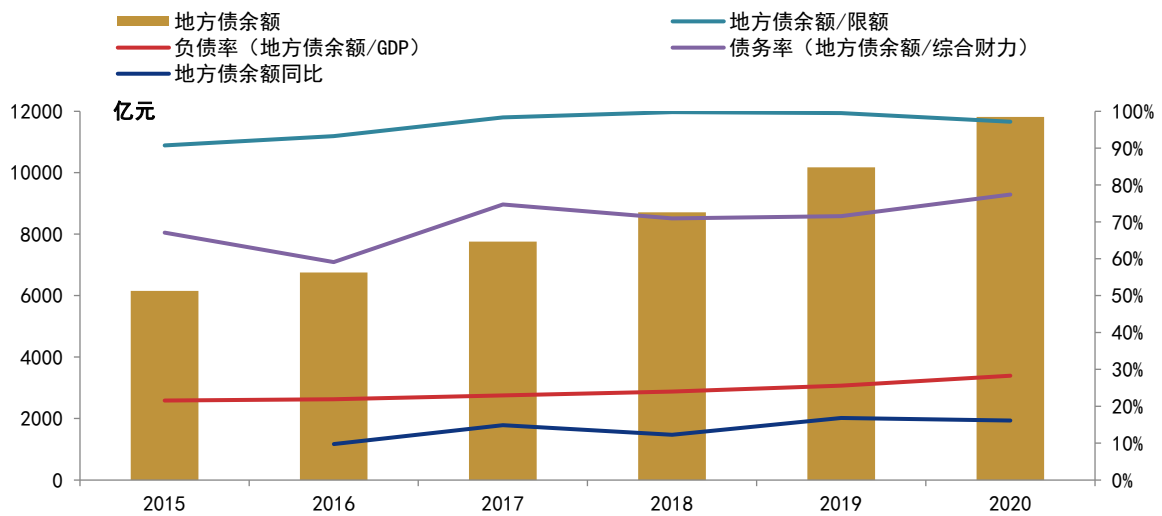


图5：近年湖南省政府债务负担变化

资料来源：湖南省财政厅、湖南省统计局，远东资信整理

2021年1~5月，湖南全省地方一般公共预算收入完成1376.1亿元，同比增长25.54%，较2019年同期（1238.38亿元）增长11.12%，两年平均增长5.41%。其中：地方税收完成910.41亿元，同比增长19.81%；非税收入完成465.69亿元，同比增长38.48%；非税占比33.84%。分级次看，2021年1~5月，湖南省本级完成地方一般公共预算收入161.78亿元，同比增长38.22%，市州合计完成地方收入1214.32亿元，同比增长24.02%；湖南省地方一般公共预算收入占比为11.76%。

3.城投公司概况

依据本文关于城投公司界定标准，本文从截至2021年5月31日（下称考察日）Wind口径统计的存量城投债之中，选取湖南省150家城投公司样本。截至考察日，这150家城投公司拥有存量债券875只、余额6616.46亿元。这150家城投公司实际控制人行政级别以地市级居多，区县级、省级居次：省级城投公司合计3家，分别为湖南高速投资发展有限公司、湖南省高速公路集团有限公司、湖南铁路建设投资有限公司，实际控制人分别为湖南省交通厅、省国资委、省国资委；地市级城投公司合计86家，实际控制人以地市级人民政府、国资委等为主；区县级城投公司合计61家，实际控制人以区县级人民政府、财政局等为主。

从区县级城投公司分布来看，61家公司样本中，长沙、郴州、株洲下辖区县级城投公司分别为27家、9家、5家，为数相对较多。从具体区县来看，浏阳市（6家）、宁乡市（5家）、长沙市开福区（4家）、长沙市望城区（4家）、湘乡市（3家）等地城投公司数量相对靠前。

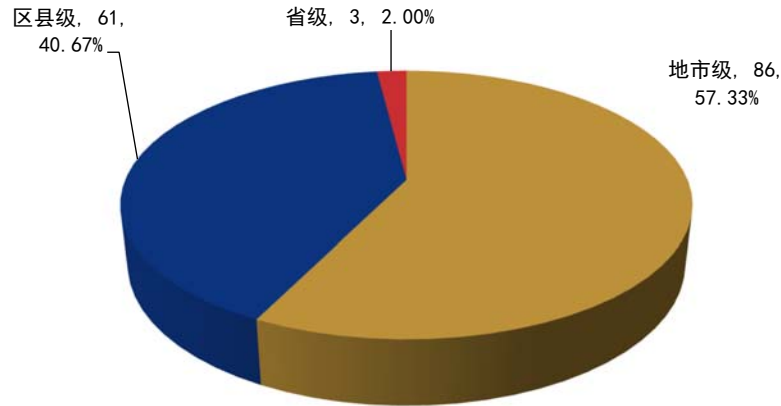


图 6：湖南省 150 家城投公司样本的行政级别分布 (单位：家、百分比)

注：城投公司行政级别按其实际控制人属性统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从样本企业的区域分布来看，长沙市拥有各类城投公司 40 家，数量高居各市州之首，株洲 (18 家)、郴州 (14 家)、岳阳 (14 家)、常德 (12 家) 等地城投公司数量相对靠前；娄底、永州各 4 家，湘西、张家界各 3 家，4 地城投公司数量相对偏少。分片区来看，长株潭地区拥有城投公司样本 69 家 (主要是长沙市囊括了省级、地市级、区县级城投公司 40 家)，洞庭湖地区有 32 家，湘南地区有 28 家、大湘西地区有 21 家。

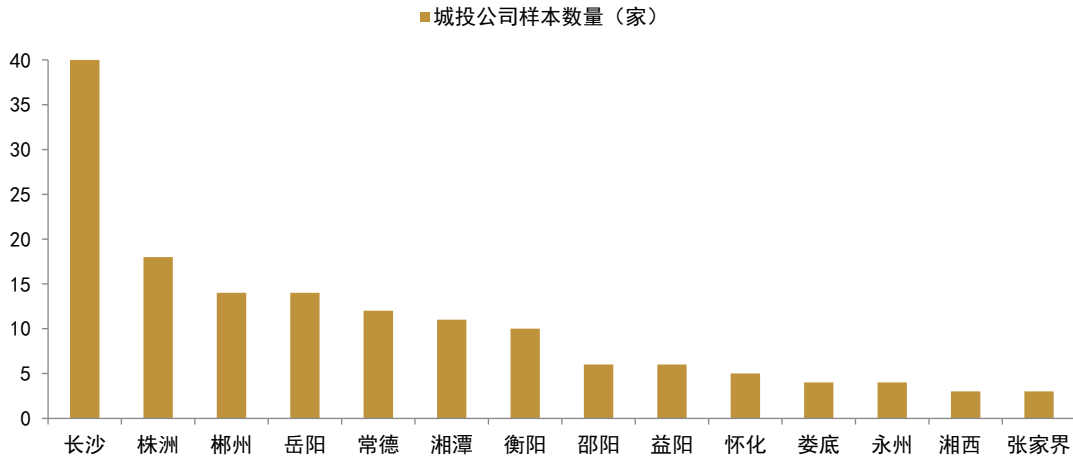


图 7：湖南省 150 家城投公司样本所属区域分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 长沙市经济、财政、债务和城投公司概况

1. 经济概况

长沙市作为湖南省省会，地处湖南东北部、湘江下游，是长江中游地区重要中心城市，全国“两型社会”综合配套改革试验区、中国粮食生产重要基地，长江中游城市群和长江经济带重要的节点城市。长沙是综合交通枢纽，

京广高铁、沪昆高铁、渝厦高铁在此交汇。长沙市总面积 11819 平方公里；辖 6 个区、1 个县（长沙县）、代管 2 个县级市（浏阳市、宁乡市）。2020 年，长沙市常住人口达到 1004.79 万人，是全省首个人口突破千万的城市；人口城镇化率 82.60%，高居全省各市州之首。

长沙市矿产资源丰富，已查明的有锰、钒、铜、钨、金等 50 余种。长沙是全国乃至世界闻名的文化都市，被誉为东亚文化之都、世界“媒体艺术之都”，打造了“电视湘军”“出版湘军”“动漫湘军”等文化品牌。全市产业链门类多元化，涵盖工程机械、广电传媒、食品加工、生物医药、信息软件、电子产品、汽车工业、建筑工程、新型材料、智能设备、计算机服务器、5G 北斗物联、超算磁浮高精尖、广电传媒、软件服务等诸多领域。

综合来看，长沙市消费经济优势凸显，获评首批国家文化和旅游消费示范城市，入选全国十大最受欢迎出游目的地城市、中国夜经济十强城市，位居全国百强网红城市第 8 位。其制造业高质量发展成为全国典型，基本形成“三智一芯”产业布局，智能制造试点企业数量不断增加，截至 2020 年达到 1041 家，获批全国第三个国家级车联网先导区。

经初步核算，2020 年长沙市实现 GDP 12142.52 亿元，占全省 GDP 比重达 29.06%，GDP 远高于其他市州水平（见图 8）；人均 GDP 达到 12.08 万元，是全省唯一人均 GDP 突破 10 万元的城市（见图 9）。2020 年，长沙市 GDP 同比增长 4.0%，增速也在湖南各市州之中居于前列。此外，2020 年长沙工业增加值、社会消费品零售总额占全省的比重分别为 28.0%、27.5%；城镇、农村居民人均可支配收入分别高于全省平均水平 16273 元和 18169 元。从增速看，2020 年，长沙地区生产总值、规模以上工业增加值增速分别高于全省水平 0.2、0.3 个百分点。综合来看，作为湖南省会城市，长沙市在全省经济运行之中“极化效应”或引领作用突出。

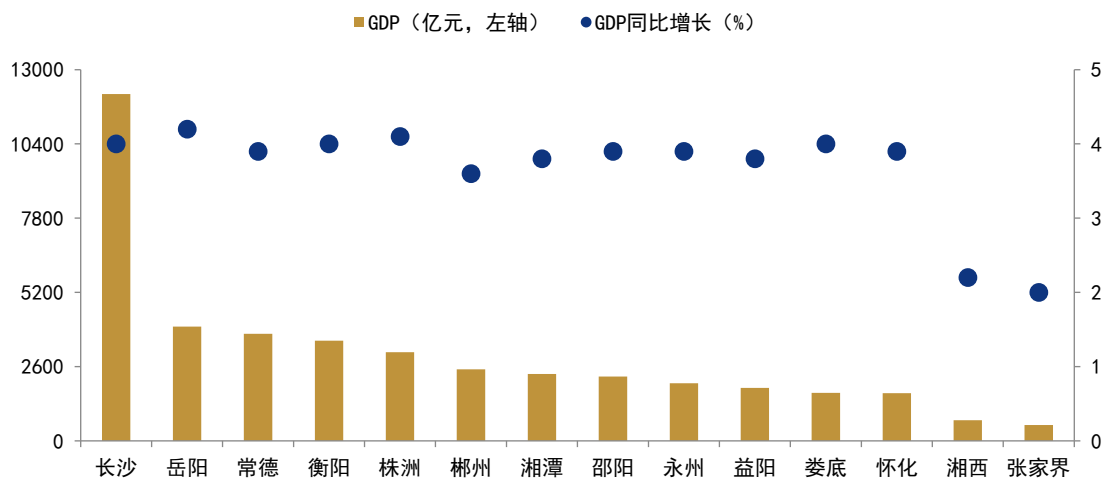


图 8：2020 年湖南省 14 个市州 GDP 及其增速情况

资料来源：Wind 资讯、2020 年各市州统计公报，远东资信整理

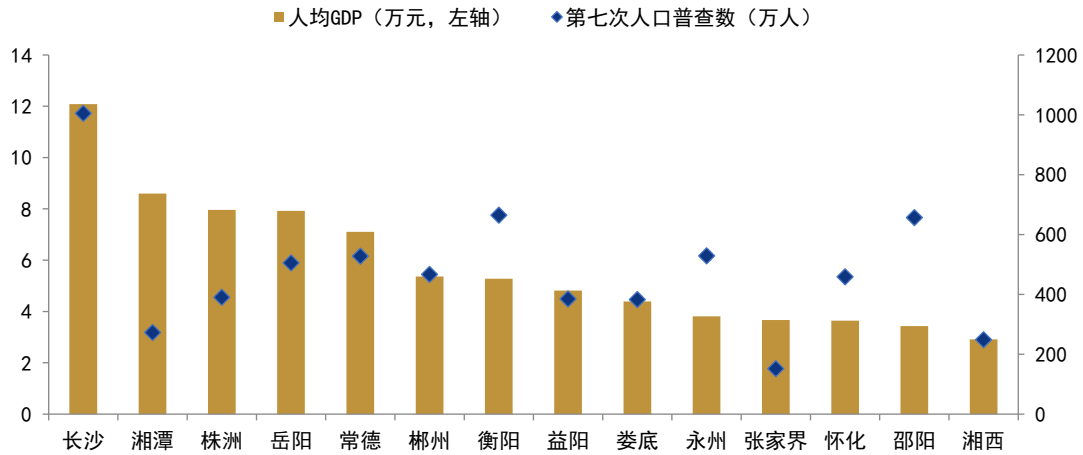


图9：2020年湖南省14个市州人口数量和人均GDP水平

资料来源：湖南省统计局、2020年各市州统计公报，远东资信整理

2. 财政与债务概况

根据长沙市《关于2020年全市和市本级预算执行情况与2021年全市和市本级预算草案的报告》，从全市财政来看，2020年长沙市完成地方一般公共预算收入1100.09亿元，同比增长3%；完成政府性基金预算收入1093.41亿元，同比增长27.26%；完成国有资本经营预算收入12.72亿元，同比增长173.55%。

根据长沙市2019年财政决算，2019年全市、市本级综合财力分别为2912.18亿元、1596.84亿元；截至2019年底，全市、市本级政府债务余额分别为1823.3亿元、966.56亿元；据此推算，截至2019年底，长沙市全市、市本级地方政府债务率分别为62.61%、60.53%，均远低于100%~120%的国际警戒线，而且市本级政府债务压力略低于全市。

从市本级财政来看，按照全口径统计的2020年长沙市本级一般公共预算收入合计893.19亿元，2020年政府性基金预算收入602.28亿元（非全口径统计），国有资本经营预算收入9.63亿元（非全口径统计），由此推算全市综合财力不低于1505.1亿元。截至2020年底，长沙市本级政府债务余额1222.5亿元，据此推算2020年底长沙市本级政府债务率不超过81.22%，明显低于100%~120%的国际警戒线。

再从长沙市财政状况变化来看，图10显示，近年来，长沙市一般公共预算收入保持正增长，但增速趋缓。根据长沙市《关于2020年全市和市本级预算执行情况与2021年全市和市本级预算草案的报告》，2021年，长沙市安排地方一般公共预算收入1166.1亿元（含原上划省级下放税收），同比增长6%；全市政府性基金预算收入936.07亿元，同比下降14.39%；全市国有资本经营预算收入9.41亿元，同比下降26.02%，这三项收入合计约2111.58亿元，同比（2206.22亿元）微降4.29%。这表明，长沙市地方财政状况或存下行压力，后续伴随地方债余额增加，在不考虑转移性收入等因素对长沙市综合财力的影响等前提下，其地方政府债务压力或将有所加大。

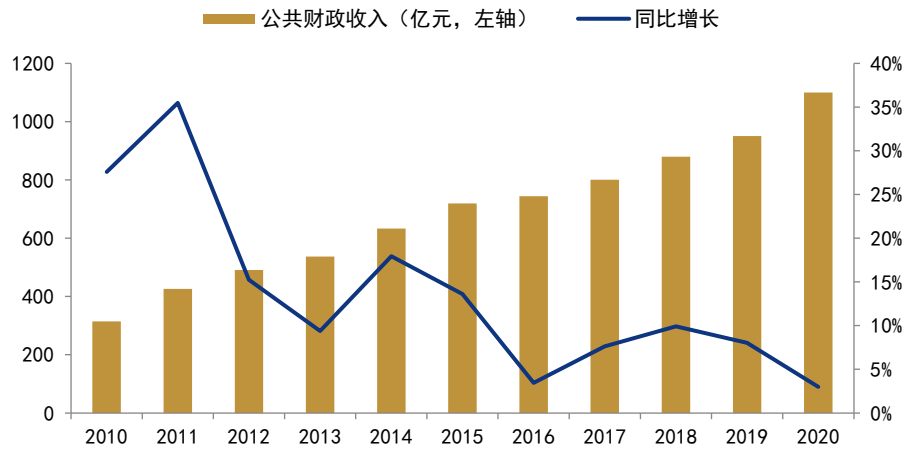


图 10: 长沙市地方一般预算收入变化情况

注：历年数据准确性仍然有待查证，数据结论仅供参考。

资料来源：Wind 资讯、长沙市财政局，远东资信整理

3.部分辖区/县级市财政与债务状况

长沙市总面积 11819 平方公里，下辖 6 个区、1 个县——长沙县、代管 2 个县级市——浏阳市、宁乡市。长沙市下辖区县市之中，长沙县、浏阳市、宁乡市入选赛迪顾问县域经济研究中心编制的《2020 中国县域经济百强研究》中的 2020 年中国百强县名单，凸显了长沙县域经济实力。从城投公司规模来看，浏阳市、宁乡市、开福区、望城区拥有的城投公司数量不仅在长沙 9 个县级行政区中居于前列，而且在湖南 122 个县级行政区中居于前列。本文针对其中部分县域财政与债务现状分述如下：

2020 年，浏阳市政府实现一般公共预算收入 171.41 亿元、政府性基金预算收入 84.44 亿元、国有资本经营预算收入 1.62 亿元，全市综合财力约为 257.47 亿元，2020 年底全市地方债余额 151.77 亿元，债务率约为 58.95%。

2020 年，宁乡市实现本级一般公共预算收入 61.2 亿元、政府性基金预算收入 116.22 亿元、国有资本经营预算收入 1699 万元，2020 年底市本级地方债余额 166.91 亿元。考虑市本级综合财力还有转移性收入等其他收入，2020 年底宁乡市本级政府债务率不高于 94%。

2020 年，望城区实现本级一般公共预算收入 63.92 亿元、政府性基金预算收入 93 亿元、国有资本经营预算收入 6643 万元，2020 年底区本级地方债余额 123.27 亿元。考虑市本级综合财力还有转移性收入等其他收入，2020 年底望城区本级政府债务率不高于 78.22%。

4.城投公司概况

在本文统计的 150 家城投企业样本中，位于长沙市的城投公司合计 40 家。其中：省级城投公司 3 家、地市级城投公司 10 家；区县级城投公司 27 家。这 40 家公司集中了全省城投公司中，规模实力较为雄厚的湖南省高速公

路集团、长沙城市发展集团、长沙市轨道交通集团、长沙市城市建设投资开发集团等企业，其2020年底总资产规模均超过1000亿元。这40家公司从信用评级来看，截至考察日，AAA、AA+、AA级分别有6家、15家、19家。

（三）其余13个市州经济、财政、债务与城投公司概况

1. 经济概况

湖南省除长沙之外的其余13个市州之中，从经济规模来看，2020年度，岳阳、常德、衡阳、株洲地区生产总值3105.80亿元至4001.55亿元不等，经济规模相对靠前；郴州、湘潭、邵阳、永州经济规模均为2000亿元级（2017.70亿元至2503.07亿元不等）；益阳、娄底、怀化经济规模均为1000亿元级（1671.87亿元至1853.48亿元不等）；湘西、张家界GDP分别为725.11亿元、556.68亿元，经济规模相对落后。而且从经济增速来看，2020年度，湘西、张家界GDP同比分别增长2.2%、2.02%，增速明显低于其余市州4%左右的水平（3.8%~4.2%不等）。详见图8。

各市州在城镇化程度方面也存在一定差异。湖南第七次人口普查统计显示，长株潭地区除长沙城镇化率居于全省之首（82.6%）外，株洲（71.26%）、湘潭（64.37%）、岳阳（60.66%）城镇化率居于其次。郴州（58.18%）、常德（56.22%）等其余市州城镇化率低于58.76%的全省平均水平，其中，怀化（47.18%）、娄底（46.95%）、永州（46.94%）城镇化率低于50%，这从客观上反映了各市州在城镇化建设发展潜力方面存在的相对差异性。

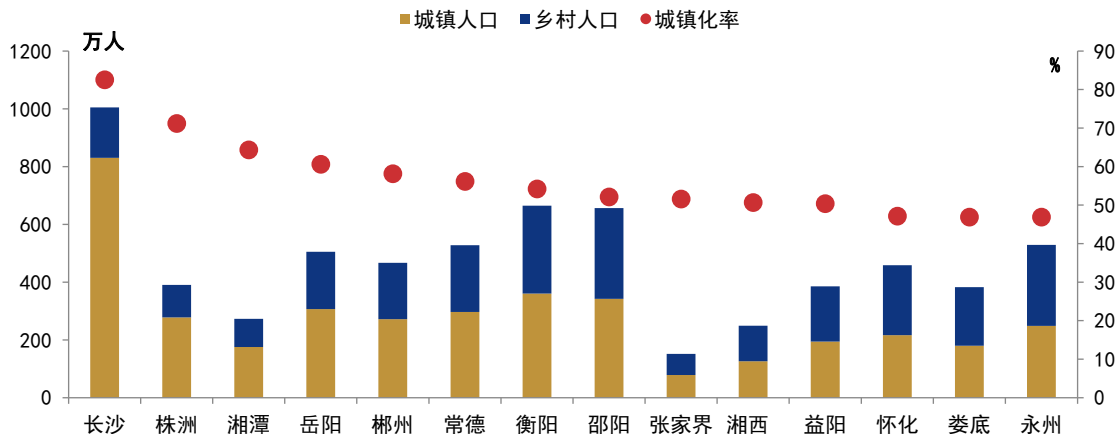


图 11：2020 年湖南各市州常住人口数量、结构及城镇化率情况

资料来源：湖南省第七次人口普查统计公报，远东资信整理

2. 财政与债务概况

从财政状况来看，根据湖南省各市州2019年度财政总收入可比数据统计，13个市州（除长沙）财力均显著低于长沙（近3000亿元）。其中，株洲、衡阳、常德2019年度财力均突破1000亿元；岳阳、邵阳、郴州、永州、怀化、湘潭均突破600亿元；湘西、益阳均为500余亿元；娄底、张家界均低于500亿元。综合图8、图12等资料来看，湖南省各市州财政状况对国民经济状况具有明显依赖性，2019年度，长沙市GDP、综合财力均遥遥领先于湖南全省各市州；其余13个市州之中，GDP实力相对较强的岳阳、常德、衡阳、株洲、郴州等地财政实力也相对居前。

从财政总收入构成来看，2019年度，湖南各市州财政总收入构成均以一般公共预算收入、政府性基金预算收入为绝对主体，一般公共预算收入占财政总收入比重普遍超过一半。而且经济实力相对较强地区2019年度全口径一般公共预算收入占财政总收入比重相对较小，包括株洲、湘潭、衡阳、岳阳等地该项占比在60%~65%左右（长沙更是低至54.42%），张家界、益阳、湘西、娄底该项占比在75%~80%左右。

图12显示，2019年度，湖南省各市州实现国有资本经营预算收入0.11亿元至7.33亿元不等，占财政总收入比重均不足1.5%。国有资本经营预算收入系国家以所有者身份依法取得的国有资本收益，主要包括国有企业上缴利润、国有股份红利、产权转让收入、企业清算收入等。根据政策，国有资本经营预算收入除了主要用于国有资本经营预算支出之外，还可转入公共财政预算，因而对于增强地方政府偿债能力间接发挥积极作用。

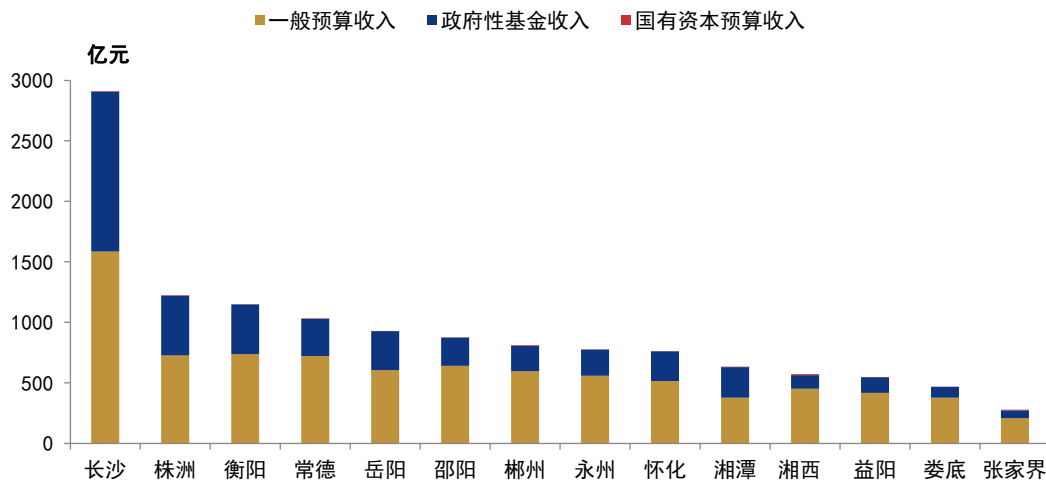


图 12: 2019 年湖南各市州财政总收入构成

资料来源：湖南省各市州财政局，远东资信整理

3. 城投公司概况

从湖南 13 个市州拥有的 110 家城投公司样本分布来看，株洲、郴州、岳阳、常德、湘潭、衡阳拥有的城投公司数量在 10 家或以上，株洲、郴州、岳阳样本分别为 18 家、14 家、14 家；邵阳（6 家）、益阳、怀化（均为 5 家）等地城投公司数量居次；娄底、永州（均为 4 家）及湘西、张家界（均为 3 家）城投公司数量相对较少。综合来看，湖南各市州城投公司数量分布与各市州宏观经济、政府财力等状况有关。图 13 显示，本文统计的（包括长沙）湖南各市州城投公司样本数量与各市州 2019 年度建成区面积、城市建设用地面积均具有密切联系，其相关性系数均超过 0.95。

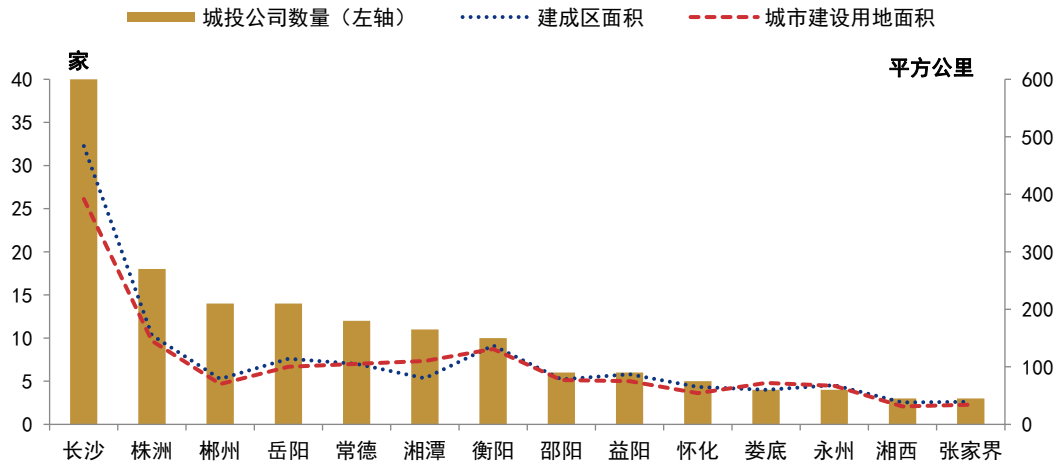


图 13: 湖南各市州城投公司样本数量与建成区面积或城市建设用地面积高度相关

资料来源: Wind 资讯、湖南省统计年鉴 2020, 远东资信整理

三、区域与城投领域政策

(一) 国家层面相关政策

1. 支持基础设施建设

基础设施建设是拉动固定资产投资、改善城市面貌及其发展动能、促进经济社会发展的重要途径。2018 年下半年, 受大国博弈下的复杂国际环境叠加国内经济结构性调整等因素影响, 国民经济增速明显放缓。从国民经济增长动能来看, 其中, 基础设施建设投资增速趋缓十分明显 (见图 14)。为了提振内需动力, 促进经济稳增长, 国家加大了基础设施建设投资支持力度。2018 年 10 月, 《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》发布, 明确了脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、社会民生等多个领域基础设施建设重点任务。

从实践来看, 2019 年以来, 在国际局势持续复杂叠加国内新冠肺炎疫情得到有效防控的大环境下, 我国基础设施建设投资增速呈现止跌反弹态势。其中, 2021 年前 4 月基建投资 (不含电力) 同比增长 18.4%, 两年平均增长 2.4%, 增速较 2019 年前 4 月 (4.4%)、及全年增速 (3.8%) 明显放缓。而且从与发达国家对照来看, 中国基建投资并未饱和, 未来中国基建投资仍有加快发展的空间与潜力。

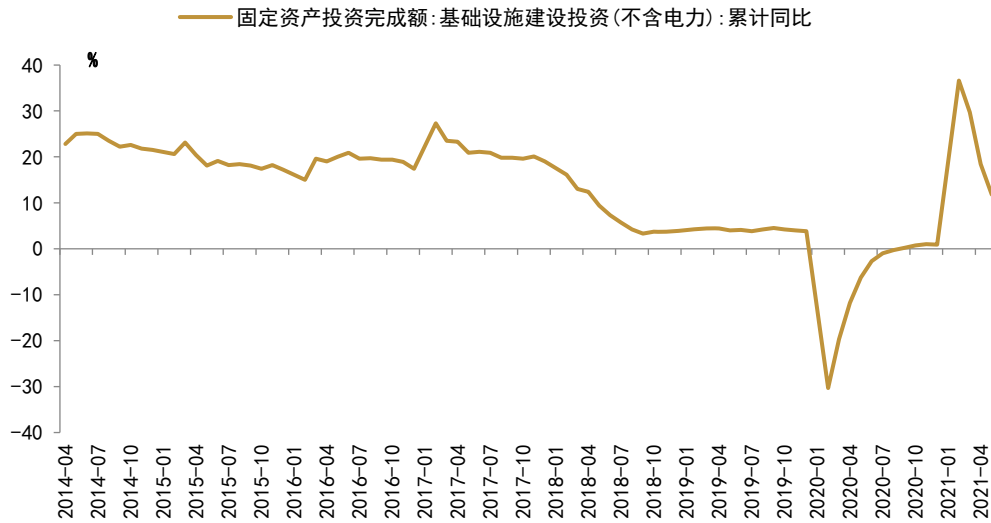


图 14: 近年全国基础设施建设投资增速变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2020 年以来, 新基建逐渐成为基础设施建设重点。2020 年中央政府工作报告(相对于历年中央政府报告内容而言)首次提出, 重点支持“两新一重”建设³, 包括加强新一代信息网络、充电桩等新型基础设施建设以及通、水利等重大工程建设。2021 年中央政府工作报告进一步提出, 继续支持促进区域协调发展的重大工程, 推进“两新一重”建设, 实施一批交通、能源、水利等重大工程项目, 建设信息网络等新型基础设施, 发展现代物流体系。新基建包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施等设施, 其市场发展前景广阔, 加之中央政策扶持, 有望为城投公司参与新基建项目提供政策和市场机遇。

此外, 我国“十四五规划和 2035 年远景目标纲要”专章提出了“建设现代化基础设施体系”的任务, 强调了统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设, 打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系的目标, 明确了“加快建设新型基础设施”“加快建设交通强国”“构建现代能源体系”“加强水利基础设施建设”, 这为未来中国基建投资发展指明了重点与方向。

2. 加快新型城镇化发展

新型城镇化建设深入开展, 有利于摒弃传统粗放式城镇化存在的资源能源高度消耗、产业转型升级缓慢、忽略农民权益保障等诸类弊端, 提升城市和城镇土地、人口、产业等各类要素配置效率, 促进城乡融合发展, 推动区域协调发展。党的十八大报告提出新型城镇化建设方针以来, 中央持续发布政策, 支持以县城等为主要空间载体的新型城镇化建设。

³根据 2020 年中央政府工作报告, “两新一重”主要是: 加强新型基础设施建设, 发展新一代信息网络, 拓展 5G 应用, 建设数据中心, 增加充电桩、换电站等设施, 推广新能源汽车, 激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设, 大力提升县城公共服务能力, 以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个, 支持管网改造、加装电梯等, 发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。

进入2020年，中央政府工作报告提出“加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力”，国家发改委相继发布《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》，推动县城新型城镇化进入快车道。发改委《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》提出，各地区要瞄准市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，聚力推进17项建设任务。围绕公共服务设施提标扩面，优化医疗卫生设施、教育设施、养老托育设施、文旅体育设施、社会福利设施和社区综合服务设施。围绕环境卫生设施提级扩能，完善垃圾无害化资源化处理设施、污水集中处理设施和县城公共厕所。围绕市政公用设施提档升级，推进市政交通设施、市政管网设施、配送投递设施、老旧小区更新改造和县城智慧化改造。围绕产业培育设施提质增效，完善产业平台配套设施、冷链物流设施和农贸市场。

进入2021年，我国政府继续着力推进县城新型城镇化建设：（1）“十四五规划和2035年远景目标纲要”明确，“坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为核心的新型城镇化战略”；（2）中央政府工作报告则提出，“深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量”；（3）国家发改委《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》关于“推进县城补短板强弱项”指出，“在债务风险可控前提下，加大中央预算内投资和地方政府专项债券等财政性资金统筹支持力度，有序发行县城新型城镇化建设专项企业债券”。

3. 支持长江经济带发展、中部地区高质量发展、湖南自贸区建设

长江经济带覆盖包括上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南等11个省市，面积约205.23万平方公里，占全国的21.4%，人口和生产总值均超过全国的40%。长江经济带横跨我国东中西三大区域，重大国家战略发展区域。2016年9月，《长江经济带发展规划纲要》正式印发，纲要从包括加快构建综合立体交通走廊、积极推进新型城镇化等多个方面描绘了长江经济带发展的宏伟蓝图，是推动长江经济带发展重大国家战略的纲领性文件。

湖南省是中部地区的重要组成部分，2020年，湖南省人口、占地面积约占中部六省（河南、山西、湖北、安徽、湖南、江西）的18.22%、20.6%。近年来，国家高度支持中部地区发展。其中，国务院关于《促进中部地区崛起“十三五”规划》的批复强调，中部六省人民政府和国务院有关部门要……努力把中部地区建设成为全国重要先进制造业中心、全国新型城镇化重点区、全国现代农业发展核心区、全国生态文明建设示范区、全方位开放重要支撑区。2021年3月，中共中央政治局召开会议，审议《关于新时代推动中部地区高质量发展的指导意见》。会议强调，中部地区承东启西、连南接北，资源丰富，交通发达，产业基础较好，文化底蕴深厚，发展潜力很大，推动中部地区高质量发展具有全局性意义。会议指出，中部地区作为全国大市场的重要组成部分和空间枢纽，要找准定位，发挥优势，加快建设现代化基础设施体系和现代流通体系，促进长江中游城市群和中原城市群发展，全面推进乡村振兴，积极服务和融入新发展格局。

2020年9月，国务院批准的《中国（湖南）自由贸易试验区总体方案》印发，根据该《方案》，湖南自贸区着力打造世界级先进制造业集群、联通长江经济带和粤港澳大湾区的国际投资贸易走廊、中非经贸深度合作先行区

和内陆开放新高地。湖南自贸试验区的实施范围 119.76 平方公里，涵盖三个片区：长沙片区 79.98 平方公里（含长沙黄花综合保税区 1.99 平方公里），岳阳片区 19.94 平方公里（含岳阳城陵矶综合保税区 2.07 平方公里），郴州片区 19.84 平方公里（含郴州综合保税区 1.06 平方公里）。其中，长沙片区重点对接“一带一路”建设，突出临空经济。岳阳片区重点对接长江经济带发展战略，突出临港经济。郴州片区重点对接粤港澳大湾区建设，突出湘港澳直通。同月，湖南自由贸易试验区揭牌成立，确定长沙、岳阳、郴州三个特色亮点片区。

4. 收紧城投债融资

2021 年 4 月 22 日，沪深证券交易所相继发布“公司债券发行上市审核规则适用指引”之“审核重点关注事项”（简称《指引》）。其中，对于总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的城投企业，《指引》明确，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力，这意味着弱资质城投企业发行公司债将受到限制。受公司债发行门槛收紧的影响，在存在监管套利空间的前提下，弱资质城投企业或将寻求到其他债券市场（截至 2021 年 4 月底，存量城投债中，公司债余额占比 35.72%、其他债券余额占比 64.28%）或信贷市场等其他渠道融资。

但从中央近期政策来看，2020 年底中央经济工作会议明确提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，2021 年 1 月全国财政工作会议重申“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”；3 月份，全国财政预算报告指出，当前“违法违规新增地方政府隐性债务情况仍然存在，有的地方政府债务负担较重”，报告针对“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”做了明确部署。在中央政策引导下，不排除银行间债券市场针对城投企业融资条件也将有所收紧。在近年城投债和地方债融资规模高速增长，地方政府债务率逼近红线、偿债压力增加，以及中央抓实化解地方政府隐性债务风险等背景下，弱资质城投企业债务融资门槛有可能全面收紧。

（二）地方层面相关政策

1. 区域经济发展政策

2020 年 2 月，湖南省政府印发《湘南湘西承接产业转移示范区发展规划》，规划范围包括衡阳、郴州、永州、邵阳、怀化、湘西 6 个市州，12.1 万平方公里总面积约占全省的 57.2%，2020 年度 12677.05 亿元 GDP 合计值约占全省的 30.3%。该规划指出了湘南湘西承接产业转移面临基础设施不够完善、产业配套能力不强等挑战，提出了推进与粤港澳大湾区在交通、能源等基础设施建设等重点领域合作任务，明确了湘南湘西加快（与省内其他地区）基础设施互联互通，推进上下游产业和配套产业互动。

2020 年底发布的《湖南省人民政府关于加快推进中国（湖南）自由贸易试验区高质量发展的若干意见》，关于基础设施建设方面指出，对标国际先进园区和社区，加大自贸试验区市政、绿化建设投入力度，加快吃、住、行、学、医、娱等生活服务配套建设，重点支持实施一批重点国际化生活配套项目，建设宜居宜业绿色园区和品质社区。支持 5G、人工智能、大数据中心、云计算中心、物联网等新型基础设施建设，打造高端化、智能化、国际化园区和社区。

2.城镇化和基础设施建设相关政策

2016年12月,《湖南省人民政府办公厅关于深入推进新型城镇化建设的实施意见》发布,该《意见》关于“全面提升完善城市功能”明确了“加快城镇棚户区、城中村和危旧房改造”“优化城市综合交通系统”“加快推进城市地下管网改造”“提升城市公共服务水平,推进新型城市建设”等具体任务。该《意见》明确提出“积极培育中小城市和特色小镇”,其中,关于“配套完善县城和重点镇基础设施建设”提出了“加强县城和重点镇公共供水、道路交通、燃气供热、信息网络、分布式能源等市政设施和教育、医疗、文化、消防等公共服务设施建设”等具体任务。

2019年9月,《湖南省人民政府办公厅关于推进城乡环境基础设施建设的指导意见》出台,明确了“到2021年,全省供水、供气、污水治理、垃圾治理、黑臭水体整治、智慧监管平台等城乡环境基础设施水平明显提升,人居环境明显改善”等目标要求。

2020年12月,湖南省“十四五”规划和2035年远景目标的建议(下称《规划与建议》)正式发布,根据《规划与建议》,“十四五”时期,湖南省发展仍然处于重要战略机遇期,新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展创造经济增长新空间,强大内需市场成为高质量发展新支撑。针对2035年远景目标,《规划与建议》提出,湖南基本实现社会主义现代化,人均地区生产总值达到中等发达国家水平,基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化,建成现代化经济体系。《规划与建议》关于“推进以人为核心的新型城镇化”,明确了推进以县城为重要载体的城镇化建设、加大产业园区城镇化功能改造、推进城市更新行动和城市生态修复、功能完善工程等内容。

2021年3月,《湖南省2021年国民经济和社会发展规划》发布,提出了湖南省2021年GDP增长7%以上、固定资产投资增长8%等主要预期目标。该《计划》关于“升级传统基础设施”明确了建成张吉怀、湘桂铁路永州扩能工程、加快常益长高铁建设进度、加快长沙机场改扩建、加快“气化湖南”工程等项目任务,关于“发展新型基础设施”明确了新建5G基站3万座,建成40个大型云数据中心等任务,关于“补齐民生基础设施短板”提出了完成老旧小区改造50万户、棚户区改造3.6万套、新建改造排水管网500千米以上等任务。在新型城镇化建设方面,该《计划》明确了包括加快湘赣边区域合作示范区建设、支持建设湖南(沙洲)红色文旅特色产业园、加快建设海绵城市、地下综合管廊、城市智能交通网等诸多支持内容。

四、区域关注——湖南省城镇化发展空间显著

长期以来,湖南省人口城镇化进程持续推进。从近期看,图15显示,2015~2020年,湖南省城镇人口规模从2844.81万人增至3904.62万人,累计净增1059.81万人,累计增长37.25%;城镇人口占常住人口比重则从50.89%升至58.76%。湖南省人口城镇化的过程,拥有城市建成区面积持续扩大(见图16)等空间城镇化予以支撑。

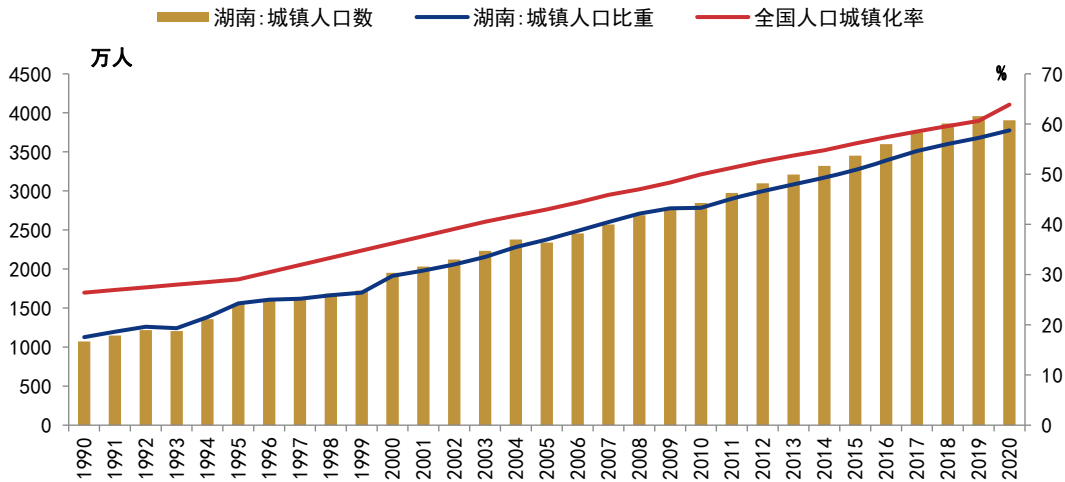


图15: 湖南城镇人口数量、人口城镇化率及其与全国人口城镇化率比较

注: 2020年人口数量下降系往年抽样统计存在误差, 而本次为全国普查, 统计更加精确。

资料来源: 第七次全国人口普查公报、Wind 资讯, 远东资信整理

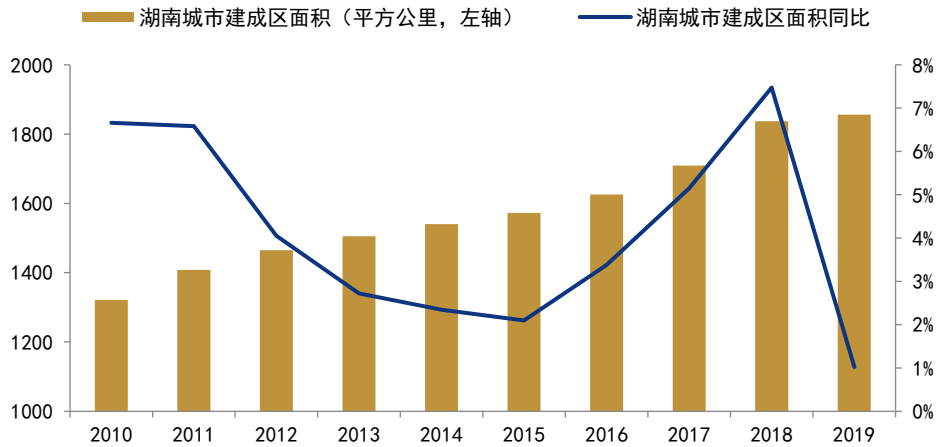


图16: 湖南城市建成区面积持续扩张

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

尽管湖南省人口和土地城镇化持续推进, 但从综合比较来看, 2020年湖南省人口城镇化率(58.76%)明显低于全国平均(63.89%)水平, 更远低于上海(89.3%)、北京(87.5%)、广东(74.15%)、江苏(73.44%)等发达地区水平。进一步来看, 湖南全省主要是长株潭地区城镇化发展水平相对较快, 其他11个市镇城镇化率均低于全国平均水平, 意味着这11大市州在推进城镇化发展和基础设施建设投资方面拥有较大潜力和空间。湖南省总人口数量庞大(6644.49万人, 居于全国第7位)且增势稳定, 全省人口城镇化率存在较大提升空间, 叠加包括新型城镇化和基础设施建设、区域发展规划等相关政策大力支持之下, 未来湖南省加快城镇化建设存在较强发展后劲, 而这同时意味着湖南省城投公司参与本省城镇化建设方面拥有显著潜力。

五、湖南省城投债发行人信用分析

(一) 城投债发行人及其存量债券概况

本次统计的湖南城投债发行人共计150家。从截至考察日最新主体评级来看，除无评级的5家公司之外，145家公司之中，AA+(含)以上36家，占24.83%；AA级90家，独占62.07%；AA(含)以上合计126家，合占86.9%，表明样AA(含)以上企业数量占据绝对主体地位。从截至考察日评级市场给出的样本企业主体评级展望来看，有公开主体评级符号及评级展望的145家有效样本中，144家主体评级展望“稳定”，湖南昭山经济建设投资有限公司1家展望“负面”。

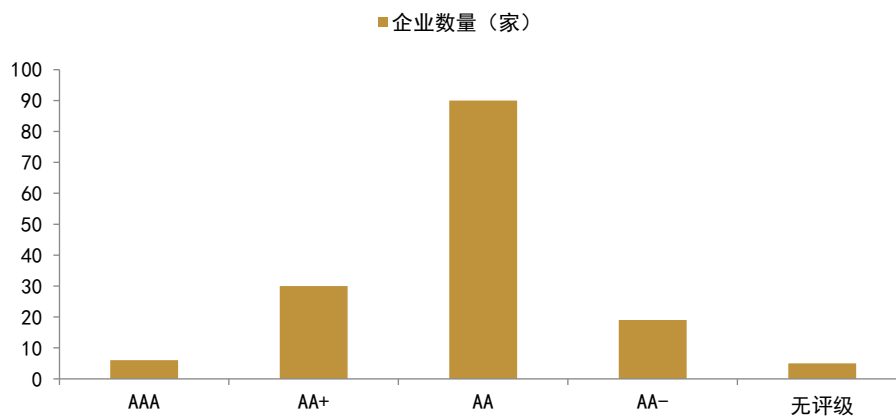


图 17: 150 家湖南城投公司截至考察日的主体评级分布

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从发行人截至考察日城投债余额来看, Wind 资讯显示, 150 家样本之中, 湖南省高速公路集团、衡阳市城市建设投资有限公司、常德市城市建设投资集团、株洲市城市建设发展集团、株洲高科集团等 12 家企业城投债余额均超过 100 亿元, 湖南省高速公路集团以超过 700 亿元城投债余额而远高于其他企业。长沙县星城发展集团、长沙市芙蓉城市建设投资集团、郴州市百福投资集团等 138 家企业城投债余额均不超过 100 亿元, 平江县供水枢纽建设开发有限公司、凤凰铭城建设投资有限公司、株洲轨道交通产业发展股份有限公司等城投债余额均不足 10 亿元。

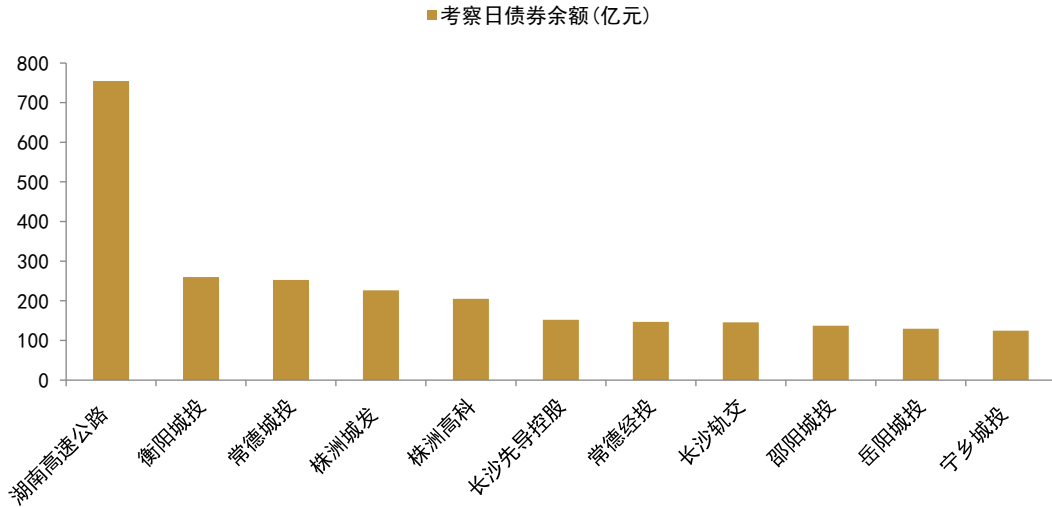


图 18: 考察日债券余额较大的湖南城投公司样本一览

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

截至考察日, 上述 150 家湖南城投公司拥有存量债券 875 只, 债券余额 6616.46 亿元。从这 875 只债券的到期压力来看, 剔除提前偿债等可能存在的特殊情形, 2021 年至 2024 年这批债券到期金额将呈现逐年递增之势, 2025 年及其后将逐年减轻。其中, 2022 年至 2025 年债券到期金额预计均维持 1000 亿元以上, 到期压力相对较大。

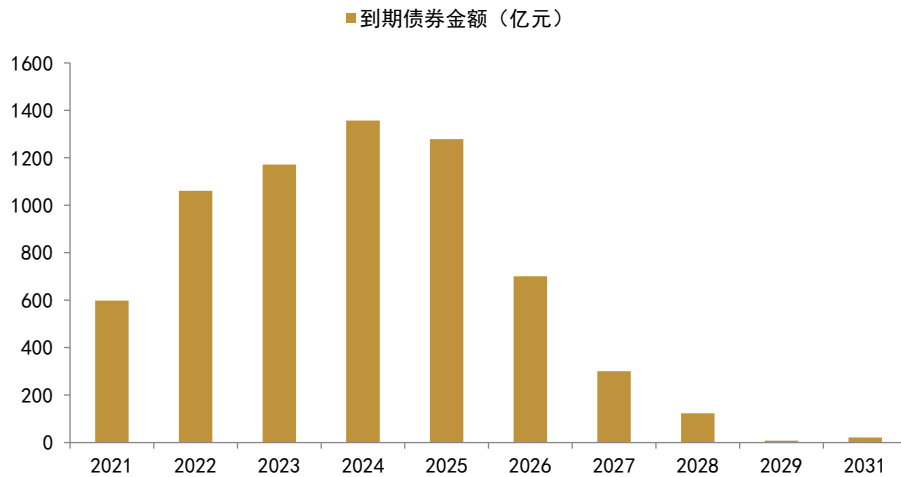


图 19: 湖南 875 只存量城投债样本的到期分布情况

注: 本图反映截至考察日湖南 150 家城投公司所属 875 只存量城投债到期情况。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从这 875 只存量城投债如图 20 所示的券种分布来看, 截至考察日, 私募债、定向工具、一般中票、一般企业债余额合计 6116.09 亿元, 合占 92.44%, 其余包括短期融资券、一般公司债等类型城投债。其中, 私募债、定向工具合计数量占比 50.4%、余额占比 51.47%, 表明湖南存量城投债的募集方式以非公开发行为主。从 875 只城投债截至考察日的评级分布来看, 图 21 及上文所述显示, 受多数城投债非公开发行等影响, 截至考察日有债项评级的债券数量占比 58.4%。其中, 非短融债券截至考察日评级以 AAA 为主、AA+、AA 居次, 短融类债券均为 A-1 级。

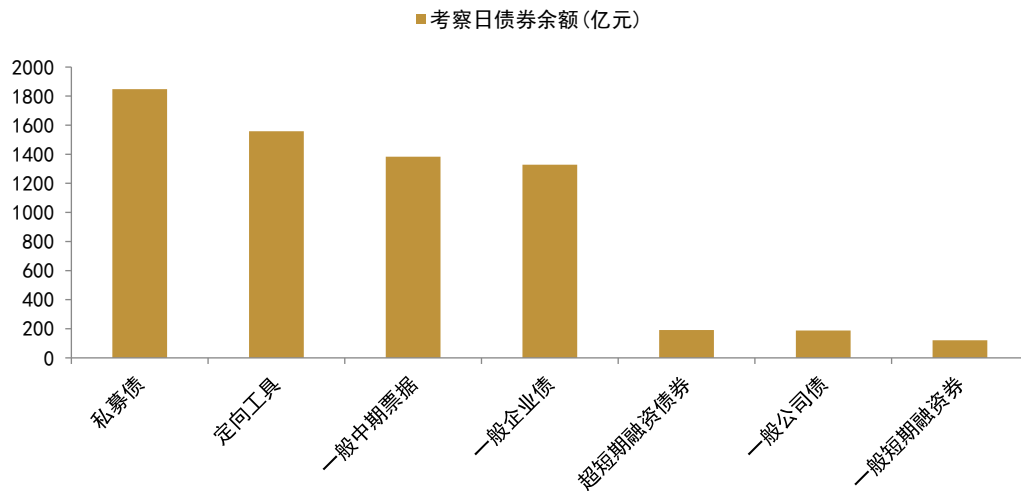


图 20: 150 家城投公司的存量城投债余额按券种分布

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

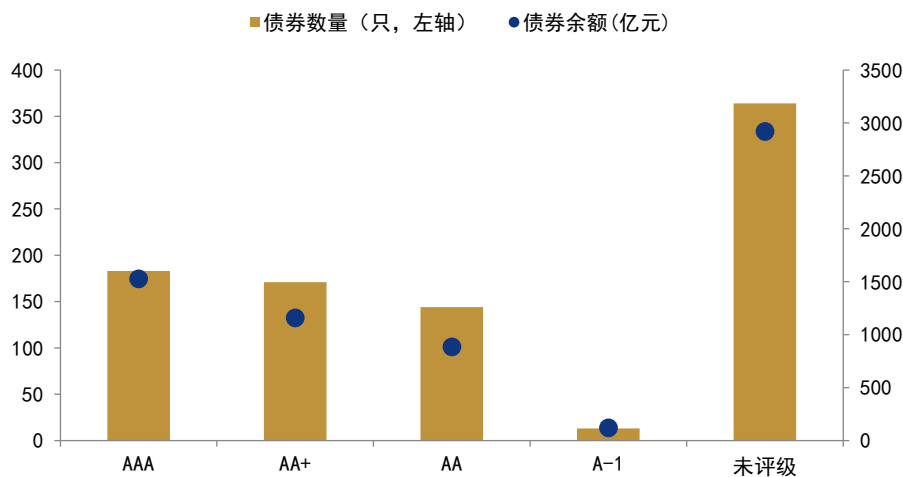


图 21: 875 只城投债券截至考察日评级分布

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 定性分析

1. 普遍以当地政府或国资、财政、管委会等部门为实控人

本次选出的 150 家湖南城投公司样本企业（简称“样本企业”）从实际控制人属性来看，3 家为省级、86 家为地市级、61 家为区县级。图 22 进一步显示，超过 1/3 的城投公司实际控制人为当地人民政府，其余城投公司多数以当地国资委/局为实际控制人，其次以当地财政局、园区/开发区管委会、交通厅等为实际控制人。部分城投企业以当地国资等系统事业单位为实际控制人。

■ 地方人民政府 ■ 地方国资委/局 ■ 地方财政局
■ 园区、开发区管委会 ■ 省交通厅 ■ 政府事业单位

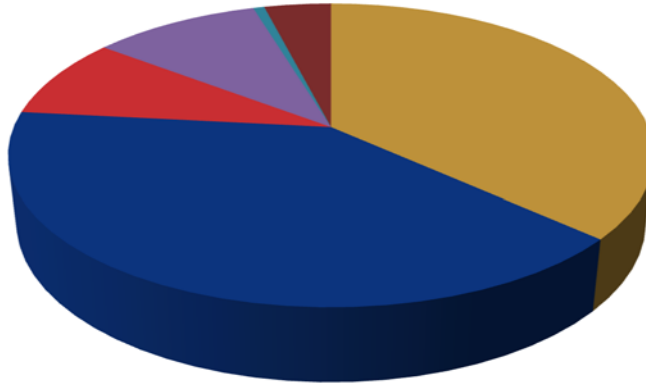


图 22: 样本企业实际控制人属性 (单位: 家)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 业务普遍以基础设施建设运营、土地整理等为主

从经营状况来看, 样本企业普遍主要从事基础设施开发、投资、建设、运营、管理或土地整理与开发等业务, 部分城投公司还承担国有资产运营、保障性住房建设等任务, 普遍成为归属区域 (包括省辖范围、地级市州、区县或县级市、园区或开发区等) 内的城市基础设施开发建设、运营管理或土地整理与开发等业务运作的重要载体平台。

而且样本企业的业务普遍呈现业务综合化、多元化特点, 例如: 岳阳市城市建设投资集团系岳阳市政府城市建设投融资主体, 在岳阳市城市道路、交通、水务、废物处理和旧城改造等基础设施行业中处于区域垄断地位; 株洲市城市建设发展集团是株洲市政府打造的市政建设投融资平台, 从事株洲市区基础设施建设和重大社会事业项目建设, 城区土地整理、开发及配套设施的建设, 交通类基础设施的建设和经营管理。也有部分公司业务聚焦于公交、水务等专业领域, 例如: 长沙市轨道交通集团全面负责长沙市轨道交通建设工作, 其业务涵盖城市轨道交通项目重要领域, 还承接土地开发整理以及相关市政基础设施建设项目; 长沙水业集团基于整合长沙城市水务资源、构建大水务投融资平台的战略思考, 以原长沙水业投资管理有限公司为基础组建而成, 集团业务涉及城市供水、引水、排水、污水处理、水务工程建设、物资贸易、水处理设备研发制造等诸多领域。

在 150 家样本中, 约占 1/5 的样本属于园区类城投公司, 这些城投公司是所在园区基础设施开发建设、土地开发整理以及园区运营管理服务的重要主体。表 1 例举了部分园区类城投公司概况, 涉及园区包括益阳高新技术产业开发区、常德经济技术开发区、株洲高新技术产业开发区等, 城投公司主体评级包括 AA-、AA、AA+ 等, 以 AA 居多。

表 1：湖南部分园区类城投公司概况

城投公司名称	主体评级	负责开发建设或经营的园区	主营业务介绍
湖南常德市德源投资开发有限公司	AA+	常德经济技术开发区	工程施工，土地开发及房屋销售等
益阳高新产业发展投资集团有限公司	AA	益阳高新技术产业开发区	基础设施建设项目开发，投资，咨询及土地收储等
衡阳高新投资(集团)有限公司	AA	衡阳高新技术产业开发区	土地开发整理，基础设施建设，产业投资
怀化经济开发区开发建设投资有限公司	AA	怀化经济开发区	基础设施建设等
湖南省娄底经济技术开发区投资建设集团有限公司	AA	娄底经济技术开发区	土地整理开发，基础设施建设，房屋租赁等
邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司	AA	宝庆工业集中区	项目代建，土地整理
湖南轩达建设投资有限公司	AA	岳阳经济技术开发区	土地开发与整理，市政工程代建
湖南金阳投资集团有限公司	AA	浏阳经济技术开发区	委托代建，污水处理，自来水销售，工程施工等
长沙金洲新城开发建设投资有限公司	AA	宁乡高新技术产业园	基础设施投资，城乡基础设施建设等
长沙望源开发建设投资有限公司	AA	望城经济技术开发区	土地整理与开发业务、基础设施代建
湖南智谷投资发展集团有限公司	AA	长沙岳麓科技产业园	基础设施建设和土地整理等
韶山高新建设投资有限公司	AA-	韶山高新技术产业开发区	开发区资源开发，建设，管理及运营等
桃源县经济开发区开发投资有限公司	AA-	桃源县经济开发区	工业集中区基础设施和工程项目代建

注：数据统计截至考察日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.地方政府支持力度明显

地方政府等实际控制人给予的外部支持，能为湖南省城投公司信用质量和偿债能力提升提供重要支撑。本文从有公开信息披露的湖南城投公司之中，随机抽检案例来看，这批城投公司都获得了所在地方政府给予的资产或股权注入、财政资金拨付、税费免征等多种形式支持，有力地支撑了城投公司信用质量。例如：

据中诚信国际评级报告，常德市经济建设投资集团有限公司系常德市属国企及常德市重要的城市建设主体，持续获得常德市政府在资产注入、财政资金拨付等方面的支持。例如，近期该公司持续获得财政拨入的城市建设专项资金，2017~2019年分别新增11.48 亿元、45.22 亿元和17.28 亿元；同期收到常德市政府下发的财政补贴分别为1.70 亿元、6.05 亿元和6.73 亿元。

据中证鹏元评级报告，邵东新区开发建设投资有限责任公司是邵东市基础设施建设和投融资重要主体。邵东市政府在资产注入、政府补助、免征税费方面给予公司较大支持，2017~2019年注入土地和营运资产评估价值合计64.97 亿元、给予公司政府补助合计2.94 亿元、免征税费合计0.60 亿元。

据联合资信评级报告，株洲市湘江风光带建设开发有限公司作为株洲市湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，业务专营性强，获得地方政府财力支持，2019 年获得政府补贴 0.55 亿元，相当于营业收入（4.45 亿元）的约 12%。

据中证鹏元评级报告，平江县城市建设投资有限公司近年获得当地政府较大支持。2016~2019年，平江县政府通过划拨土地和股权注入的方式增加公司资本公积净额合计15.21亿元。2017~2019年，公司获得政府补贴收入合计

3.45亿元。

4. 普遍间接融资渠道畅通

从信贷支持来看，150家城投公司截至2021年6月22日15时查询时点，有138家城投公司最新未使用授信额度10593.37亿元。其中，城投债余额（700余亿元）高居样本企业第一的湖南省高速公路集团，最新未使用授信额度也以2349.76亿元居于样本企业之首，巨额授信额度一定程度上有助于为该集团减缓流动性压力提供积极支持。此外，长沙城市发展集团、长沙先导投资控股集团、常德市城市建设投资集团、长沙市城市建设投资开发集团等城投公司最新未使用信贷额度也较高，分别为1694.42亿元、483.35亿元、439.68亿元、367.75亿元。

5. 部分债券获得信用担保支持

从信用担保来看，Wind资讯显示，875只样本券有210只（隶属样本企业103家）获得不同形式的担保，担保方式以不可撤销连带责任担保（183只）为主、抵押担保、差额补偿、连带责任担保、质押担保等为辅。获担保的城投债以一般企业债居多，其次为私募债等。获担保的城投债发行主体实际控制人以区县级（107只）居多，地级市（99只）、省级（4只）居次。上述约1/4的样本债券获得不同形式的担保，有助于提升湖南样本城投公司债券安全性，增强湖南样本城投公司信用质量。

例如，平江县城市建设投资有限公司截至考察日拥有“20平江债01”“20平江债02”“21平江债01”等存续债券，均获得不可撤销连带责任担保，担保人分别为湖南省融资担保集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司。此外，该公司还用自有土地使用权抵押等其他方式对“21平江债01”等存续债券进行担保。

6. 对外担保余额较大，存在或有负债风险

在部分样本企业发行的城投债获得信用担保等支持的同时，绝大部分样本企业还存在对外担保现象。截至2021年6月23日14时10分的查询时点，Wind资讯显示，134家样本企业对外担保余额为2501.63亿元，存在一定的或有负债风险。其中，Wind资讯显示，湘潭高新集团有限公司、邵阳市城市建设投资经营集团有限公司、常德市金禹水利投资有限公司等企业对外担保金额较高，分别为121.88亿元、110.05亿元、92.66亿元。

（三）定量分析

关于定量分析部分需要说明的是，各指标的统计样本均从本文所选的150家湖南城投公司样本企业中进行选取。由于Wind资讯提供的样本企业不同财务数据披露情况存在差异，因而各财务指标选取的有效样本数量存在异同。

1. 经营规模稳健增长

近年以来，140家样本企业从总体上，其营业收入、资产规模均呈现持续平稳增长。其中，2020年底总资产中位值223.99亿元，同比增长11.48%，增速较前值12.34%略缓；2020年度营收中位值12.15亿元，同比增长14.76%，增速较前值17.02%放缓。2020年度，140家样本企业有93家（占比66.43%）营收同比正增长。从营收合计来看，2018~2020年，140家样本企业营收合计值同比增速分别为20.62%、19.48%、10.84%。这表明，受2020年度疫情等影响，湖南省城投样本企业2020年度营收规模增速有所下行，但仍然维持10%以上的较快增速。

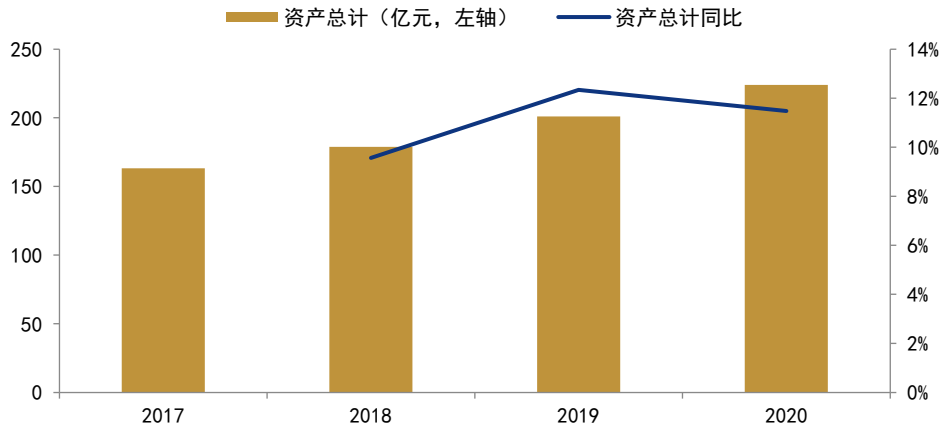


图 23: 140 家样本企业历年年底总资产中位值变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

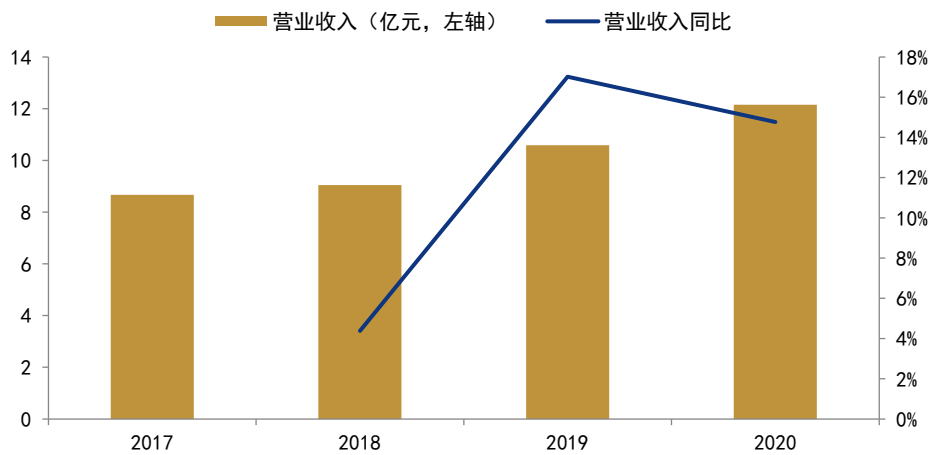


图 24: 140 家样本企业历年营收中位值变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 债务杠杆波动上行, 总体杠杆率维持稳健

近期样本企业平均债务杠杆水平在维持稳健的基础上, 呈现小幅波动性上行。图 25 显示, 2017 年底~2020 年底, 141 家样本企业资产负债率中位值先降后升, 分别为 49.65%、47.35%、48.71%、50.25%, 历年同比变化幅度均低于 2 个百分点, 总体上在 50% 左右小幅徘徊, 表明样本企业债务杠杆水平总体上保持稳健。

具体来看, 截至 2020 年底, 141 家样本企业资产负债率 14.61% 至 84.33% 不等, 其中, 110 家企业低于 60%, 仅 5 家企业超过 70%。其中, 65 家样本企业截至 2021 年 3 月底, 资产负债率 30.22% 至 80.47% 不等, 低于 60% 的有 47 家, 仅 2 家企业超过 70%。

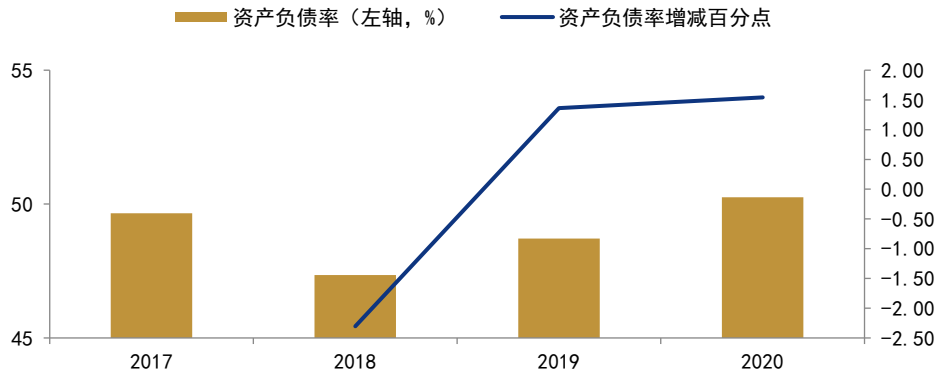


图 25: 141 家样本企业历年年底资产负债率中位值变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3.有效样本 EBITDA 利息保障情况良好, 但 EBITDA 对有息债务覆盖能力滑坡

从利息保障倍数等指标反映的样本企业偿债能力来看, 本文基于 Wind 资讯较为有限可获数据作出如下分析。

2019 年, 150 家样本企业中, 有 105 家湖南城投公司可查到 EBITDA 利息保障倍数, 这 105 家样本企业 EBITDA 利息保障倍数均超过 1 倍, 超过 90% 的企业 (95 家) 该指标值超过 2 倍。2020 年, 150 家样本企业有 55 家有 EBITDA 利息保障倍数统计, 这 55 家样本该指标值均超过 1 倍, 且绝大部分 (50 家) 样本该指标超过 2 倍。

从动态而言, 在带息债务持续稳定增加、EBITDA 波动下行的影响下 (如图 26 所示), 140 家样本企业 EBITDA 对带息债务的覆盖能力平均水平有所弱化 (如图 28 所示), 2017~2020 年, 其中位值从 0.0518 降至 0.0333。对比来看, EBITDA 对带息债务覆盖水平弱化主要影响因子系 140 家样本企业“带息债务合计值”持续较快增长, 2017~2020 年从 14759.18 亿元增至 19847.65 亿元, 年均复合增长率达 10.38%, 累计增加 5088.47 亿元。这反映了近年湖南省城投公司加杠杆行为, 而这些企业适度举债经营有利于满足加快城市基础设施建设等现实需求。

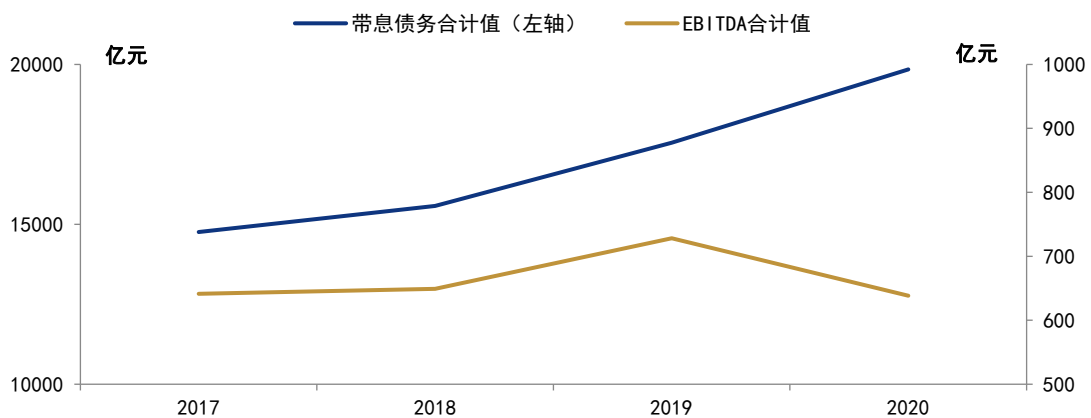


图 26: 140 家样本企业带息债务及 EBITDA 合计值变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

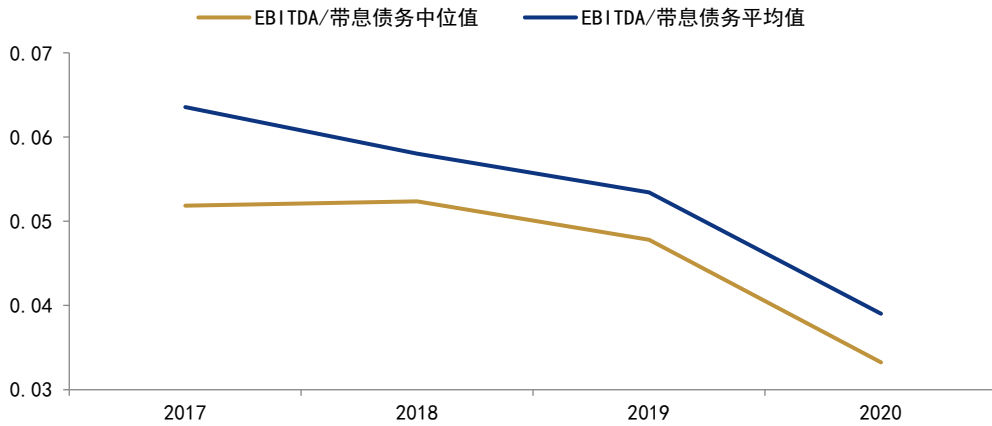


图 27: 140 家样本企业 EBITDA/带息债务平均水平变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

4. 资产流动性状况有所弱化, 但多数企业流动性维持良好

样本企业资产结构明显以流动资产为主, 而负债结构明显以长期负债为主。Wind 资讯显示, 截至 2020 年底, 147 家样本企业“流动资产/总资产”均值为 80.8%, 其中 135 家企业该数值超过 50%; 这 147 家企业“流动负债/负债总计”均值为 36.25%, 其中 126 家企业该数值低于 50%。

从期限结构变化来看, 图 28 显示, 2017 年底~2020 年底, 141 家样本企业“流动资产/总资产”中位值呈现缓慢下行, 从 91.98% 降至 83.11%; “流动负债/负债总计”中位值则缓慢上行, 从 25.15% 升至 31.32%, 表明样本企业资产和负债期限结构在基本稳定的基础上, 显示出负债短端化、资产长端化倾向, 带动流动性压力有所上行。

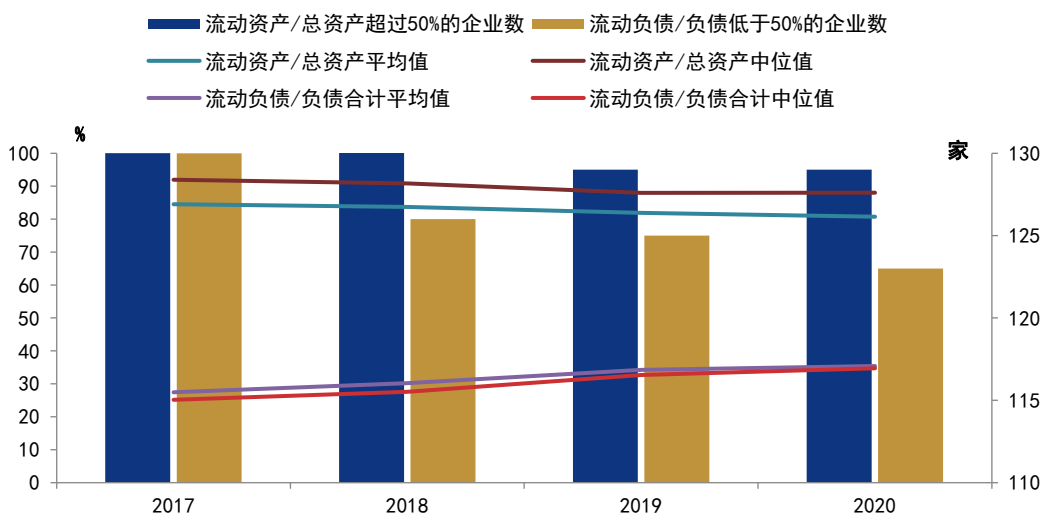


图 28: 141 家样本企业资产期限结构、负债期限结构变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

样本企业流动性压力增加的局面，还可通过分析“保守速动比率”变化予以论证。可能受上述147家样本企业资产、负债期限结构边际变化影响，图29显示，近4年以来，147家样本企业中的141家总体上流动性有所弱化，表现为保守速动比率均值持续下行，从2017年底的3.69倍滑落至2020年的1.63倍；保守速动比率大于1的企业数量同样呈现持续下行，从2017年底117家降至2020年底98家。但也应看到，流动性较强（按保守速动比率大于1来看）的企业数量占比仍然保持在高位——截至2020年底，147家样本企业之中，保守速动比率大于1的企业（102家）占比为69.38%。截至2021年3月底，66家样本企业之中，保守速动比率大于1的企业（46家）占比为69.7%。

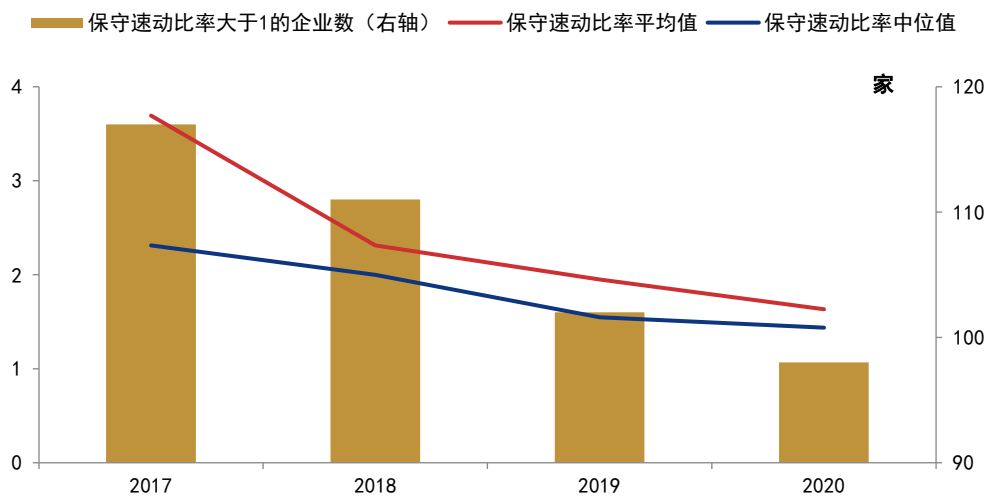


图 29：141 家样本企业保守速动比率变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

六、湖南省城投公司信用展望

湖南省是我国中部地区的重要组成部分，常住人口规模庞大，劳动力资源充足，人口城镇化率显著低于全国水平，人口与空间城镇化潜力显著。长期以来，湖南省 GDP 增速持续超过全国平均水平，经济增长态势良好，2020 年经济体量居于全国第 9 位。2021 年一季度，湖南省 GDP 同比增长 15%，两年平均增长 6.2%，两年平均增速高于全国整体水平，在全国统筹疫情防控局势下显示出较强的省域经济发展韧性。展望未来，湖南省将继续发挥位居祖国中部，能够“承东启西、连南贯北”的区位优势，推动区域经济转型升级、高质量发展，加快全面对外开放，全省及其下辖区域经济稳增长局面仍将维持。

近年以来，湖南省综合财力基本呈现持续稳增局面，其中，2018~2020 年在复杂经济形势叠加疫情影响下，湖南省政府综合财力仍然保持逐年递增，但增速稳中趋缓。受地方债相关政策推动等影响，2015~2020 年，湖南省地方政府债务余额从 6152.22 亿元逐年攀升至 10174.6 亿元，但均低于债务限额；湖南省地方政府负债率则从 21.56% 持续缓增至 28.28%，债务率从 67.06% 波动上行至 77.43%，但均明显低于国际警戒线，显示债务风险可控。从 2021 年前 5 月湖南财政状况来看，全省一般预算收入同比增长 25.54%、两年平均增长 5.41%。

近年以来，中央到地方出台的城市基础设施建设和城镇化发展相关支持政策，以及包括湖南或其部分地区在内的区域经济建设相关支持政策，为湖南省城投公司发展提供了良好政策环境。国家层面相关政策可关注支持基础设施建设，加快新型城镇化发展，以及支持长江经济带发展、中部地区高质量发展、湖南自贸区建设等方面政策。地方层面相关政策，可重点关注湖南区域经济发展支持政策，以及湖南支持城镇化和基础设施建设相关政策。同时也应看到，近期城投债融资政策有所收紧，但这主要针对弱资质城投企业。

本文筛选的湖南省城投公司样本数量 150 家，普遍以当地政府或国资、财政、园区管委会等部门为实控人，城投公司数量以市级、区县级城投公司居多，省级城投公司较少。湖南省城投公司业务普遍以基础设施建设或运营管理、土地整理等为主，业务公益性较为明显，各家公司普遍是当地（包括园区）城市基础设施开发建设、运营管理或土地开发整理、国有资产运营的重要主体。样本企业能获得地方政府包括财政补贴、资产注入等各方面支持，其支持力度明显。此外，湖南城投公司普遍间接融资渠道畅通，截至本文考察日的湖南城投公司 875 只存续债券约 1/3 的债券（以一般企业债、县级城投公司债为主）获得信用担保等信用增进支持，增强了城投债券安全性，有助于提高城投公司信用质量。从财务状况来看，湖南城投公司样本统计显示，其经营规模总体上呈现稳健增长局面，疫情发生以来，样本企业营收合计值、均值仍然维持增长，但增速趋缓。样本企业债务杠杆波动上行，但总体杠杆率维持稳健，2020 年底及 2021 年 3 月底，有效样本企业中的绝大部分企业资产负债率低于 60%。有效样本 EBITDA 利息保障情况良好，但 EBITDA 对带息债务覆盖能力滑坡。从流动性来看，样本企业以流动资产为主、长期负债为主的特征突出且稳定，其资产流动性状况虽然有所弱化，但多数企业流动性维持良好，截至 2020 年底、2021 年 3 月底，有效样本企业中的绝大部分企业保守速动比率超过 1 倍。

从影响湖南省城投公司信用展望结论的风险因素看，需要重点关注以下因素：首先，近期湖南各级政府财政收入增速总体稳中趋缓，叠加各级地方债余额不断增长，湖南各级政府债务率存在上升压力，可能削弱各级政府对城投公司的支持能力与意愿。其次，近期湖南城投债到期压力将逐步提升，加剧城投企业偿债风险。再次，样本企业对外担保余额合计约 2500 亿元左右，面临一定的或有负债风险。第四，样本企业存在负债短端化、资产长端化倾向，保守速动比率平均水平有所下行，反映流动性压力有所加剧。第五，样本企业带息债务持续稳定增加、EBITDA 波动下行，随着未来带息债务增长，EBITDA 对带息债务覆盖能力或将维持弱化局面。第六，受公司债信息披露新规、地方政府隐性负债监管趋严等融资政策收紧影响，部分弱资质城投公司或将面临再融资压力。

展望未来，湖南省及下辖地区宏观经济将保持稳健发展，地方政府财力增长态势或将维持稳健；在人口和空间城镇化发展潜力显著以及相关政策大力支持下，湖南省城镇化建设力度有望继续加强。受惠于外部环境等因素，湖南省发债城投企业经营状况或将维持稳定增长势头，各级城投公司在当地城市基础设施建设、运营或土地整理开发等领域的重要作用 and 地位仍将凸显，能够继续获得地方政府财力等资源给予的积极支持，以及间接融资、信用担保等给予的信用质量提升支持；其债务杠杆水平或将保持稳健，资产流动性总体良好局面也或将维持。

综上所述，我们对中国湖南省城投公司的信用展望为稳定。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。