



宏观研究

【粤开宏观】城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算

2023年09月24日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367

近期报告

《【粤开宏观】城中村改造要点、规模测算及影响分析》2023-09-04

《【粤开宏观】资本市场表现背后的宏观线索：8月金融数据解读》2023-09-11

《【粤开宏观】中小银行风险的成因及治理路径：金融风险系列报告之一》2023-09-15

《【粤开宏观】8月经济数据好转背后的真实图景》2023-09-15

《【粤开宏观】专项债全面回顾：结构特征、利弊分析与应对》2023-09-21

摘要：

7月24日中央政治局会议提出要研究制定一揽子化债方案。防范化解地方债务风险的重点在于隐性债务集中的城投有息债务，由此产生的问题有：何谓城投？当前到底有多少城投平台？城投转型有哪些误区及可能方向？隐性债务的规模如何计算？

一、甄别真假城投：当前到底有多少城投？

城投是市场和社会对“城市建设投融资公司”的简称，“地方政府融资平台”、“融资平台公司”才是官方正式的概念。2010年的“19号文”首次正式定义城投平台，随后，财政部在“政府投资项目”前加了定语“公益性”，强调项目的公益属性，区分城投与产业类地方国企。

自2010年3季度以来，原银监会对城投平台实行“名单制”管理，每季度更新，2019年暂停统计。审计署分别公布了2010年底、2013年6月底和2018年底地方政府债务审计情况。2013年底，审计署认定的政府债务共涉及城投平台7170家。

除政府机构外，还有许多市场机构对城投平台进行过甄别，包括中央国债登记结算有限公司、Wind以及部分券商固收团队。其中，Wind口径由于数据获取方便，被市场广泛采用，目前包括城投平台3731家。但Wind口径存在部分误差：包含部分“假”城投的同时，遗漏部分“真”城投，仅包含发行过公开债的城投，未纳入仅以私募方式发行债券或仅依靠银行贷款的城投平台。越是经济落后、越是债务负担较重的区域由于难以发行债券，更多以非标形式存在。

总体来看，各机构判别城投的标准基本一致，主要包括股权结构，公司业务，以及营业收入、现金流、应收账款等财务信息。我们根据上述方法对城投平台进行甄别，得到含3912家城投平台的名单，下文分析均基于此。

二、城投转型的实质是什么？城投向何处去？五大可能方向与风险

城投转型，既是监管收紧背景下的政策倒逼，也是城投平台谋求可持续发展的自我救助。需要注意的是，城投转型的实质不是业务本身的变化，而是政府与市场关系的理顺，打破政府与城投关系中的融资平台角色、隐性担保兜底预期，政府只具有两重身份：出资人股东角色以及相应的公司治理安排、市场秩序维护者。但是，在我国财政、国资、金融有千丝万缕联系以及政府职能转型不到位、基层政府承担近乎无限责任的国情背景下，城投转型尤为艰难，地方政府很难抑制冲动不去干预城投。同时，城投转型，与政府脱钩也可能加速平台倒闭。也正因此，有人提出城投转型是个伪命题。我们认为，



即使如此，仍应积极推动城投明晰业务模式、分类整合重组、提高经营效率，姑且将城投此类转型称为业务转型。

一方面，城投公司面临基础条件不同、所处的区域环境不同、地方政府可提供的支持不同，城投公司转型需要结合自身实际情况。例如，在东部沿海城市城投平台开展的市场化业务在中西部可能遭遇失败。另一方面，国内行业内竞争激烈，盲目的行业复制只会带来产能过剩，导致一地鸡毛。对于城投平台来说，成功的转型不仅要求城投平台自身有转型的意识，还对区域资源禀赋、当地政府支持等外部条件要求较高。目前可行的转型可能有以下五大方向，但同时也存在较大风险。

方向一：向建筑工程企业转型。城投平台最传统的业务当属委托代建业务。向上游延伸就是自行从事工程建设，赚取施工利润。向下游延伸就是承接完工项目的经营和管理，成立物业管理公司，为产业园区和保障性住房小区提供物业服务，收取管理费用。向建筑工程企业转型要求城投平台拥有专业完备的施工资质、成熟的建筑施工经验，以及融资与回款管理能力，同时所在区域具有较多可供施工项目。

方向二：向地产类企业转型。城投平台本身拥有大规模的土地资产，拿地也更有优势，可从一级土地整理向二级房地产开发延伸，实现一二级联动。具体又可分为住宅、商业地产和产业地产。产业地产为建造产业园区，招商引资，获取租金收入和其他服务收入。典型如陆家嘴集团。向住宅或商业地产转型要求城投拥有核心区位土地资源，同时前期存在大量资本占用，需要合理控制杠杆避免债务进一步积累；向产业地产转型则对产业发展前景、区域规划、招商引资要求较高，同时地方政府需要给予入住企业租金、税收、担保等方面的优惠，目前产业园区空置现象也较为普遍。

方向三：向公用事业企业转型。供水电热气、公共交通等公用事业具有较高的准入门槛和较强的规模效应。一方面，城投平台可以整合区域内资源，成为集供水、供电等为一体的全方位公用事业运营商，发挥规模优势、降低运营成本。另一方面，公用事业事关民生，整体利润较低，获得地方政府补贴较多。公用事业转型对城投所在城市规模及地区财力要求较高，城市规模大才能发挥出规模效应，地区财力强地方政府才有能力提供补贴。典型企业如上海城投。

方向四：向商业、产业类转型。若城投公司已涉及经营性业务，可将这部分业务发展壮大，提升经营性业务占比。若尚未涉及，也可以通过收购或地方政府划转的方式，获得优质产业公司的股权，进入相关业务领域。该转型方向要求区域内具有优质的工商企业，贸然进入反而容易加大城投亏损甚至需要为持股企业输血。

方向五：向投资类企业转型。城投平台可以通过直接控股或间接控股的方式成为控股型集团；也可以通过设立产业引导基金，布局重点产业和战略性新兴产业。但后者要求城投具有充足的资金，更要求城投平台拥有市场化的运行机制、专业的投资能力及完善的风控制度，提高投资胜率，控制风险敞口。

市场上对已经完成转型的城投是否还算“城投”存在疑问。事实上，判断城投平台是否完全转型是困难的，即使业务层面已经完全实现市场化经营，但是否还承担地方政府稳投资或招商引资的任务、人事调动和业务方向调整是否受到当地政府的影响，这些都十分重要，但是从公开信息很难获取。因此，



城投公司可以声称转型成功，但评估机构的答案或许都不一致。

当前判断一家企业是否为城投不是“0”和“1”的判断，更准确的说法是这家企业的城投成色如何，并且这种判断不是静态的，会随着城投平台经营业务的变化而变化。

我们根据最新报告期主营业务收入占比或毛利润占比将现存城投平台划分为八大类：基础设施建设、产投平台、综合性平台、土地开发整理、公用事业、棚改/保障房建设、交通建设运营和文化旅游，以上八大类城投平台数量占比分别为 31.7%、19.3%、15.4%、7.5%、4.6%、3.1%、2.2%和 0.1%。仍有 16.2% 的企业由于数据缺失等原因未能归类。

总体来看，产投平台和综合性平台（二者合计占比 34.7%）基本上实现了市场化经营，其他类型城投平台转型进程较慢，五成以上收入仍来自于公益性或准公益性业务，其中以棚改/保障房建设类城投平台为最。

三、隐性债务规模再认识

直接加总所有城投平台有息债务的做法没有考虑到城投平台之间存在普遍的控股现象，会夸大隐性债务规模，若直接将 3912 家城投平台的有息债务进行加总，合计规模达到 70.2 万亿元。合并母子公司后，截至 2022 年底，宽口径隐性债务规模为 55 万亿元。

“55 万亿”仍然具有重要参考意义，因为城投平台一旦发生兑付困难或者破产清算，不管这笔债务是为经营性项目还是公益性项目举借，都会影响城投平台甚至所属地方政府的信誉。

若考虑政府对城投平台债务进行新一轮甄别置换，仅需置换因承接公益性或准公益性项目而举借的债务，则需要对有息债务的来源进行分类。由于公开数据无法对债务进行项目溯源，本文假设城投平台按照营业收入比例为项目举债，通过计算公益性或准公益性收入占比进而得到城投平台有息债务中隐性债务占比。经调整后可归为隐性债务的规模约为 23.7 万亿元，总规模较未调整前下降 57.0%，地方政府经调整后广义债务率和广义负债率分别为 210.3%和 48.7%。

分省份来看，经调整后各省份广义债务率均有不同程度的下降。其中，江苏、浙江、重庆、山东和四川下降幅度较大。这体现了经济实力雄厚、资源禀赋较强的省份，区域内平台更易找到优质项目，转型也相对容易。而青海、内蒙古、宁夏、黑龙江等西部和东北省份，经调整后广义债务率下降不明显。

风险提示：城投监管政策超预期收严、相关假设与实际情况存在出入



目 录

一、何为城投？	5
二、城投转型的实质是什么？转型向何处去？可能的五大方向与风险	8
三、隐性债务规模测算	12

图表目录

图表 1： 有关城投平台的相关定义及统计口径对比	7
图表 2： Wind 口径下城投公司申万一级行业分类.....	8
图表 3： 各业务类型城投平台数量占比.....	11
图表 4： 各城投业务类型公益性和准公益性主营业务收入占比.....	11
图表 5： 分省份城投业务类型分布	12
图表 6： 城投公司股权穿透图（以上海城投为例）	13
图表 7： 截至 2022 年底，分省份地方政府债务（按经调整广义债务率高低排名）	14
图表 8： 截至 2022 年底，分省份经调整广义债务率.....	15
图表 9： 截至 2022 年底，经调整后各省份广义债务率下降情况.....	16



一、何为城投？

城投是市场和社会对“城市建设投融资公司”的简称，“地方政府融资平台”、“融资平台公司”才是官方正式的概念，为了简便起见，本文简称“城投平台”。

2010年6月，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（以下简称“19号文”），首次正式定义城投平台：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。2010年7月，财政部、发改委、人民银行和原银监会四部委联合发布《关于贯彻国务院〈关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知〉相关事项的通知》，在“政府投资项目”前加了定语“公益性”，以强调项目的公益属性，使得城投平台与产业类地方国企区分开来。同时，城投平台被分为两大类：综合性投资公司和行业性投资公司，前者包括建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资产经营管理中心等；行业性投资公司，如交通投资公司等。但此次甄别的城投平台名单一直未公开。

2011年6月，原银监会在廊坊召开的地方政府融资平台贷款监管工作会议上，研究确定了《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》，明确地方政府融资平台是由地方政府出资设立并承担连带还款责任的机关、事业、企业三类法人。与财政部口径相比，原银监会更加侧重“连带偿还责任”这一实质。自2010年3季度以来，原银监会对城投平台实行“名单制”管理，该名单每季度更新，是监管的重要参考，影响到城投平台银行贷款、发行公开债等融资行为。2019年原银监会暂停统计该名单，截至2018年底，名单中共有11737家融资平台，其中2710家已被陆续调出，剩下9027家。

此外，审计署分别公布了2010年底、2013年6月底和2018年底地方政府债务审计情况，2018年底是与财政部协同审计，相关审计结果未公布。根据2013年底公布的《全国政府性债务审计结果》，审计署按照“见人、见账、见物，逐笔、逐项审核”的原则，全面核算地方政府负有偿还责任、负有担保责任以及可能承担一定救助责任的债务，共涉及城投平台7170家，亦未公布具体名单。

名单识别更新频率低、具有一定的滞后性，并且忽略了新成立的城投平台或实际承担了融资平台功能但并未纳入监管名单的城投平台。2015年1月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，明确了公司债的发行人不包括城投平台。交易所按照“双50%”甄别城投平台（不得发行公司债）：最近三年（非公开发行的为最近两年）来自所属地方政府的现金流与发行人经营活动现金流占比平均超过50%，且最近三年（非公开发行的为最近两年）来自所属地方政府的收入与营业收入占比平均超过50%。后来发现现金流指标容易在财务上进行操纵，2016年9月，甄别标准收紧为“单50%”，即来自所属地方政府的收入占比超过50%。

除政府机构外，还有许多市场机构对城投平台进行过甄别，包括中央国债登记结算有限公司、Wind以及部分券商固收团队。其中，Wind口径由于数据获取方便，被市场广泛采用。Wind于2022年2月18日对城投口径进行调整，调整后城投平台共有3731家。但Wind口径存在部分误差：一方面，Wind口径包含了部分“假”城投。根据申万一级行业分类，Wind口径下城投名单包含电气设备、化工、传媒、电子、纺织服装、有色金属等明显不属于城投业务的企业。另一方面，Wind口径遗漏部分“真”城投，仅包含发行过公开债的城投，未纳入仅以私募方式发行债券或仅依靠银行贷款的城投平台。越是经济落后、越是债务负担较重的区域由于难以发行债券，更多以非标形式存在，进一步加大了识别和化解债务风险的难度。

总体来看，各机构判别城投的标准基本一致，主要围绕着企业是否为城市基础设施



建设承担融资、建设及运营等方面的职能。具体而言，主要包括以下三个方面：

一是股权结构。城投平台是典型的地方国企，实控人往往是地方国资委、地方财政厅（局）、地方人民政府等，且控股比例相当高，股权结构相对单一。例如，上海城投（集团）有限公司由上海市国资委 100%控股，合肥市建设投资控股（集团）有限公司由合肥市国资委 100%控股、深圳市地铁集团有限公司由深圳市国资委 100%控股。

二是公司业务。城投平台的核心业务主要是基础设施建设、土地开发整理、棚改/保障房建设等。通过查阅公司主营范围、评级报告、募集说明书中业务类别，可以确定相当一部分的典型城投。但随着城投转型的开展，越来越多的城投平台开始进行多元化经营，通过主营业务甄别城投平台的难度变大。

三是营业收入、现金流、应收账款等财务信息。在股权结构和公司业务还不能甄别是否为城投平台的情况下，应该结合公司财务信息进行综合研判，重要财务信息包括营业收入、现金流、应收账款等。若主营收入、现金流来自所属地方政府的占比相当大（超过 50%）、应收账款主要来源于地方政府（查阅前五大应收账款的欠款方）、大量资产由地方政府注入等，基本可以甄别为城投。

我们根据上述方法对城投平台进行甄别，得到一份含 3912 家城投平台的名单，下文分析均基于此。



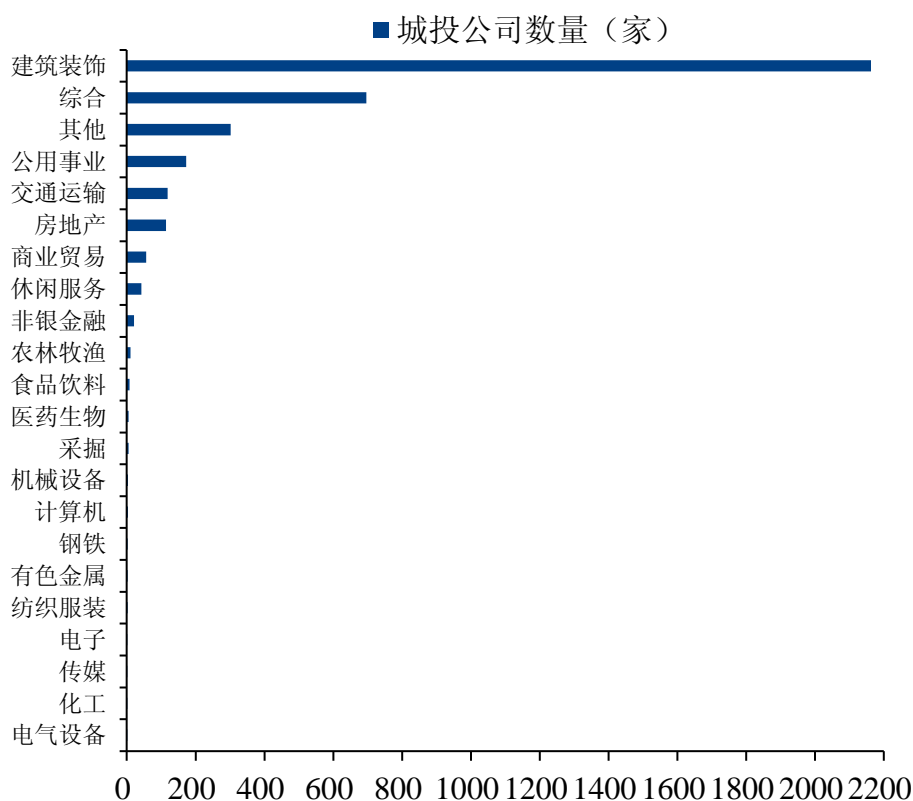
图表1：有关城投平台的相关定义及统计口径对比

机构	相关文件	基本含义	相关说明
国务院	《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发〔2010〕19号)	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。	国家正式文件中首次给出城投平台的定义，但未统计相关名单。
财政部等四部委	《关于贯彻国务院<关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知>相关事项的通知》(财预〔2010〕412号)	由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府 公益性 项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体。	财政部分别于2014年底和2018年10月对全国城投平台进行甄别汇总，但均未公开具体名单。
原银监会	《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》(银监办发〔2011〕191号)	由地方政府出资设立并 承担连带还款责任 的机关、事业、企业三类法人。	名单由银监会监管的金融机构掌握，每季度更新，最新名单截至2018年底。
审计署	《全国地方政府性债务审计结果》(审计署审计结果公告2011年第35号)、《全国政府性债务审计结果》(审计署审计结果公告2011年第35号)	按照“见人、见账、见物，逐笔、逐项审核”的原则，全面核算政府 负有偿还责任、担保责任以及可能承担一定救助责任 的三类债务，共涉及城投平台7170家。	分别在2010年底、2013年6月底、2018年底对全国政府性债务进行审计，最后一次审计结果未公开，三次审计名单从未公开。
证监会	《公司债券发行与交易管理办法》(证监会令第113号)	本办法规定的发行人不包括地方政府融资平台公司。	窗口指导按照“ 双50% ”甄别城投平台：最近三年(非公开发行的为最近两年)来自所属地方政府的现金流与发行人经营活动现金流入占比平均超过50%，且最近三年(非公开发行的为最近两年)来自所属地方政府的收入与营业收入占比平均超过50%。 后收紧为“ 单50% ”：最近三年(非公开发行的为最近两年)来自所属地方政府的收入与营业收入占比平均超过50%。

资料来源：粤开证券研究院根据公开资料整理



图表2: Wind口径下城投公司申万一级行业分类



资料来源: wind、粤开证券研究院; 截至 2023 年 9 月 10 日。

二、城投转型的实质是什么？转型向何处去？可能的五大方向与风险

城投转型，既是监管收紧背景下的政策倒逼，也是城投平台谋求可持续发展的自我救助。需要注意的是，城投转型的实质不是业务本身的变化，而是政府与市场关系的理顺，打破政府与城投关系中的融资平台角色、隐性担保兜底预期，政府只具有两重身份：出资人股东角色以及相应的公司治理安排、市场秩序维护者。但是，在我国财政、国资、金融有千丝万缕联系以及政府职能转型不到位、基层政府承担近乎无限责任的国情背景下，城投转型尤为艰难，地方政府很难抑制冲动不去干预城投。同时，城投转型，与政府脱钩也可能加速平台倒闭。也正因此，有人提出城投转型是个伪命题。我们认为，即使如此，仍应积极推动城投明晰业务模式、分类整合重组、提高经营效率，姑且将城投此类转型称为业务转型。

一方面，城投公司面临基础条件不同、所处的区域环境不同、地方政府可提供的支持不同，城投公司转型需要结合自身实际情况。例如，在东部沿海城市城投平台开展的市场化业务在中西部可能遭遇失败。另一方面，国内行业内竞争激烈，盲目的行业复制只会带来产能过剩，导致一地鸡毛。对于城投平台来说，成功的转型不仅要求城投平台自身有转型的意识，还对区域资源禀赋、当地政府支持等外部条件要求较高。目前可行的转型可能有以下五大方向，但同时也存在较大风险。

方向一：向建筑工程企业转型。城投平台最传统的业务当属委托代建业务。过去城



投平台背靠地方政府拿到项目后，进行收益包装、项目融资、委托分包，挣着“简单”钱。这部分城投转型可以从熟悉的工程项目着手，向上下游延伸。向上游延伸就是不把政府委托项目转包或者分包出去，而是自行从事工程建设，赚取施工利润。向下游延伸就是承接完工项目的经营和管理，成立物业管理公司，为产业园区和保障性住房小区提供物业服务，收取管理费用。相较于民营企业，城投平台在项目承接、资金成本、回款洽谈方面具有竞争优势，转型之路相对简单。向建筑工程企业转型要求城投平台拥有专业完备的施工资质、成熟的建筑施工经验，以及融资与回款管理能力，同时所在区域具有较多可供施工项目。

方向二：向地产类企业转型。城投平台的另一主业是土地整理业务。城投平台本身拥有大规模的土地资产，拿地也更有优势，可从一级土地整理向二级房地产开发延伸，实现一二级联动。具体又可分为三个细项：一是住宅。自行开发建设或者与大型房地产企业合资开发，将城投具有的土地资源、政商关系优势与大型地产企业拥有的人才、技术、经验优势相结合，向区域性房地产企业转型。二是商业地产。通过在核心地段建造写字楼、商场等商业地产，租售并举获取收入。三是产业地产。建造产业园区，招商引资，获取租金收入和其他服务收入。典型的如陆家嘴集团。向住宅或商业地产转型要求城投拥有核心区位土地资源，同时前期存在大量资本占用，需要合理控制杠杆避免债务进一步积累；向产业地产转型则对产业发展前景、区域规划、招商引资要求较高，同时地方政府需要给予入住企业租金、税收、担保等方面的优惠，目前产业园区空置现象也较为普遍。

方向三：向公用事业企业转型。供水电热气、公共交通等公用事业具有较高的准入门槛和较强的规模效应，民营企业很难获得专营权进入相关领域经营。但城投在经营公用事业上具有天然优势，也可为自身提供稳定现金流。一方面，城投平台可以整合区域内资源，成为集供水、供电等为一体的全方位公用事业运营商，发挥规模优势、降低运营成本，增厚公用事业利润。另一方面，公用事业事关民生，整体利润较低，容易获得地方政府的补贴，亦是城投平台重要的收入来源。公用事业转型对城投所在城市规模及地区财力要求较高，城市规模大才能发挥出规模效应，地区财力强地方政府才有能力提供补贴。典型的企业如上海城投。

方向四：向商业、产业类转型。若城投公司已涉及经营性业务，可将这部分业务发展壮大，提升经营性业务占比。若尚未涉及，也可以通过收购或地方政府划转的方式，获得优质产业公司的股权，进入相关业务领域。近年来，城投控股或持股优质工商企业的现象较为普遍，例如兴泸集团持股泸州老窖、株洲国投持股千金药业等。该转型方向要求区域内具有优质的工商企业，贸然进入反而容易加大城投亏损甚至需要为持股企业输血。

方向五：向投资类企业转型。一方面，城投平台可以通过直接控股或间接控股的方式成为控股型集团。另一方面，通过设立产业引导基金，布局重点产业和战略性新兴产业。相较直接入股，产业引导基金可以结合财政资金、自有资金，并撬动社会资本，发挥出财政资金的引导效应和乘数效应，近年来受到地方政府的青睐。但这种模式除了要求城投具有充足的资金，更要求城投平台拥有市场化的运行机制、专业的投资能力及完善的风控制度，提高投资胜率，控制风险敞口。

市场上对已经完成转型的城投是否还算“城投”存在疑问。事实上，判断城投平台是否完全转型是困难的，即使业务层面已经完全实现市场化经营，但是否还承担地方政府稳投资或招商引资的任务、人事调动和业务方向调整是否受到当地政府的影响，这些都十分重要，但是从公开信息很难获取。因此，城投公司可以声称转型成功，但评估机构的答案或许都不一致。



城投转型是一个十分漫长的过程，需要地方政府、城投、市场缓慢去适应这种角色的改变。当前判断一家企业是否为城投不是“0”和“1”的判断，更准确的说法是这家企业的城投成色如何，并且这种判断不是静态的，会随着城投平台经营业务的变化而变化。

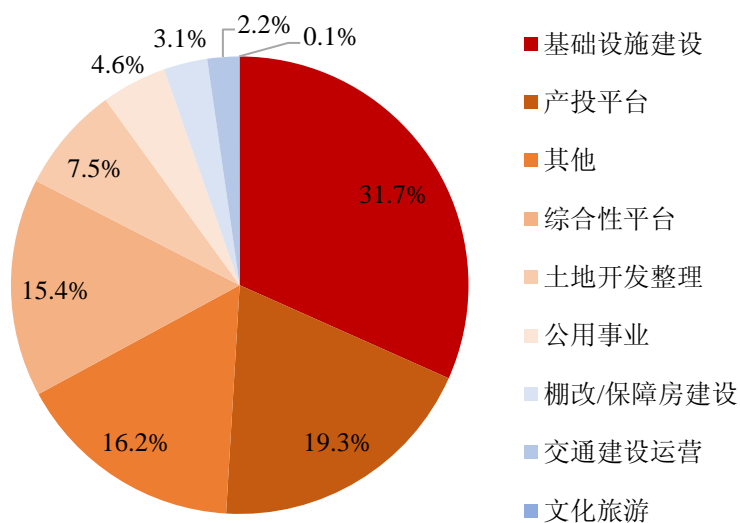
从公开市场容易获取的业务层面来看，多数城投平台在转型中选择多元化经营，导致对城投平台业务类型甄别难度相应增大。常见的误区是通过城投平台名称或公司经营范围进行判别。为了更精准判断城投平台的主要职能和业务，我们根据最新报告期主营业务收入占比或毛利润占比判定。若存在收入占比或毛利润占比大于 50% 的业务类型，直接判断为该业务类型；若公益性和准公益性主营业务远小于市场化业务收入，判定为产投平台；不满足上述情况则判定为综合性平台。可以将现存城投平台划分为八大类：基础设施建设、产投平台、综合性平台、土地开发整理、公用事业、棚改/保障房建设、交通建设运营和文化旅游，以上八大类城投平台数量占比分别为 31.7%、19.3%、15.4%、7.5%、4.6%、3.1%、2.2% 和 0.1%。仍有 16.2% 的企业由于数据缺失等原因未能归类。

总体来看，产投平台和综合性平台（二者合计占比 34.7%）基本上实现了市场化经营，其他类型城投平台转型进程较慢，五成以上收入仍来自于公益性或准公益性业务，其中以棚改/保障房建设类城投平台为最。进一步，我们以各业务板块公益性业务和准公益性业务收入占比均值来观察城投成色，最终呈现出：棚改/保障房建设（84.6%）>基础设施建设（79.2%）>土地开发整理（78.6%）>公用事业（77.8%）>交通建设运营（74.6%）>文化旅游（53.2%）>综合性平台（47.6%）>产投平台（11.2%）。

从地区分布上看，产投平台和综合性平台集中在江苏和浙江。其中，江苏和浙江的产投平台数量并列第一，均有 98 家，合计占全国的比重达到 26%；浙江综合性平台数量最多，达到 119 家，江苏次之，为 111 家。

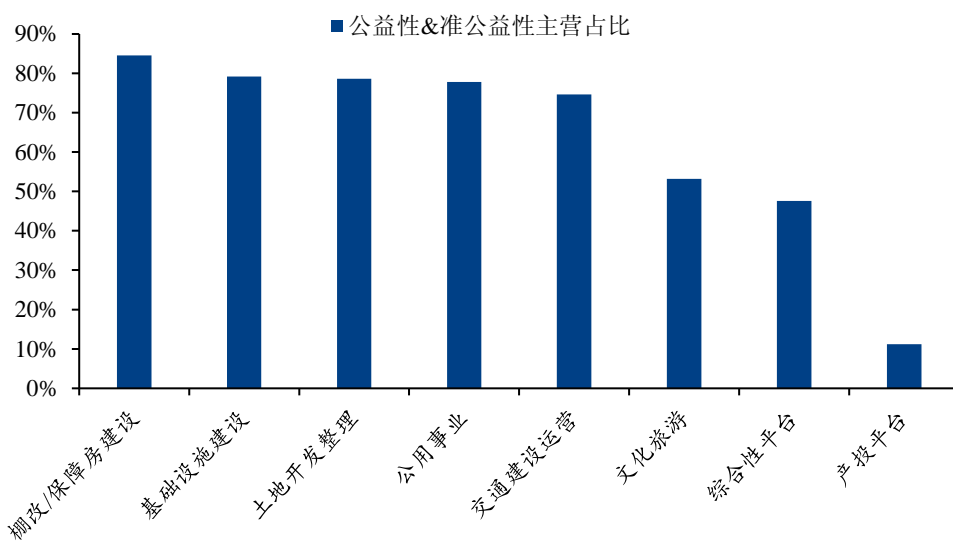


图表3：各业务类型城投平台数量占比



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表4：各城投业务类型公益性和准公益性主营业务收入占比



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院


图表5：分省份城投业务类型分布

序号	省份	城投平台数量(家)	基础设施建设	产投平台	其他	综合性平台	土地开发整理	公用事业	棚改/保障房建设	交通建设运营	文化旅游
1	江苏	655	269	98	66	111	50	26	25	10	0
2	浙江	481	108	98	45	119	58	21	25	7	0
3	山东	312	103	73	46	50	11	8	18	2	1
4	四川	260	89	58	37	52	5	8	2	8	1
5	湖南	211	96	19	36	20	33	2	3	2	0
6	安徽	179	79	18	43	17	13	1	7	1	0
7	湖北	163	67	32	26	16	12	2	5	3	0
8	江西	160	69	20	20	29	15	2	2	3	0
9	河南	147	58	19	23	22	9	6	7	3	0
10	重庆	144	41	22	14	19	36	2	4	5	1
11	贵州	135	61	31	21	10	5	4	2	1	0
12	广东	134	23	24	35	17	6	18	1	10	0
13	福建	119	19	32	24	24	7	4	4	5	0
14	陕西	92	17	26	19	12	6	7	2	3	0
15	上海	78	12	32	14	6	3	6	3	2	0
16	云南	78	22	23	11	10	3	8	0	1	0
17	辽宁	76	16	5	31	11	5	5	1	2	0
18	广西	70	13	29	11	7	5	4	0	1	0
19	北京	61	7	23	11	6	5	6	3	0	0
20	新疆	59	11	18	11	11	1	5	2	0	0
21	天津	59	6	14	14	12	4	4	2	3	0
22	河北	53	13	5	15	4	0	9	0	7	0
23	黑龙江	40	11	2	21	0	0	5	1	0	0
24	内蒙古	39	7	1	20	3	5	0	3	2	0
25	山西	27	8	7	3	2	0	6	0	1	0
26	吉林	27	5	11	4	3	0	2	0	2	0
27	甘肃	27	6	9	5	3	0	3	0	1	0
28	宁夏	10	0	1	3	3	0	1	1	1	0
29	青海	7	0	4	2	0	0	1	0	0	0
30	西藏	5	2	0	0	3	0	0	0	0	0
31	海南	4	1	0	1	0	1	1	0	0	0

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

三、隐性债务规模测算

直接加总所有城投平台有息债务的做法会夸大隐性债务规模，合并母子公司后，宽口径隐性债务规模为 55 万亿元。若直接将 3912 家城投平台 2022 年底的有息债务进行加总，合计规模达到 70.2 万亿元。这种做法没有考虑到城投平台之间存在控股现象，且较为普遍。以上海城投为例，上海城投（集团）有限公司是由上海国资委 100% 控股的城投平台，又 100% 控股上海城投公路投资（集团）有限公司和上海城投水务（集团）有限公司两家城投平台，后者又 100% 控股上海水务资产经营发展有限公司，若直接加总，则孙公司的有息债务被加总 3 次，子公司的有息债务被加总 2 次。显然，这种简单加总的做法会夸大隐性债务规模。我们在合并母子公司报表后，得到城投平台有息债务总规模为 55.0 万亿元，可称为宽口径隐性债务规模。在宽口径隐性债务下，截至 2022 年底，地方政府广义债务率和广义负债率分别为 322.5% 和 74.7%。

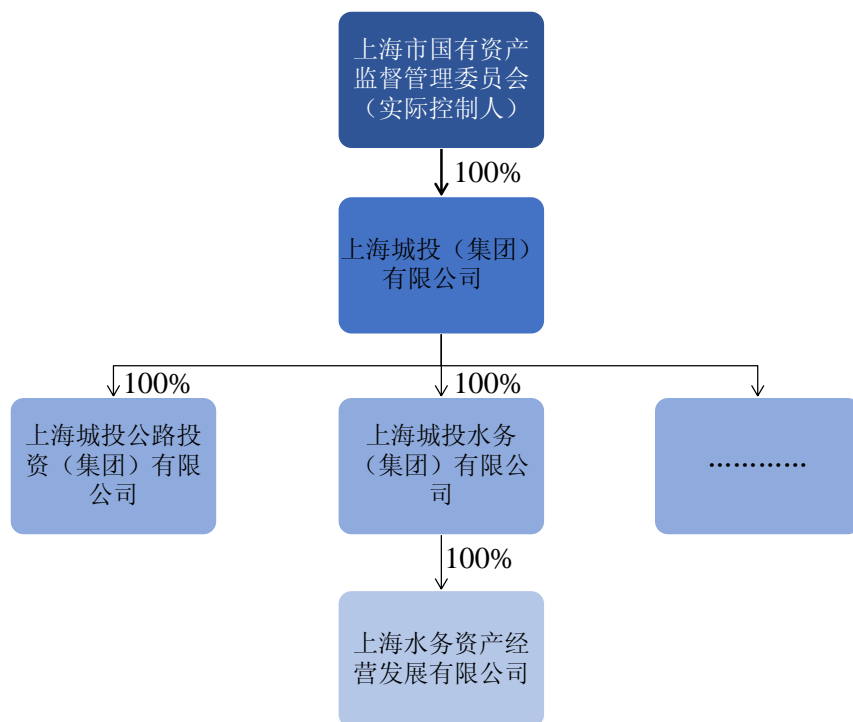
部分市场人士认为城投平台转型正在进行中，将全部城投平台有息债务算作隐性债务不合理。但我们认为“55 万亿”仍然具有重要参考意义，因为城投平台一旦发生兑付困难或者破产清算，不管这笔债务是为经营性项目还是公益性项目举借，都会影响城投平台甚至所属地方政府的信誉。

同时，我们进一步考虑若政府对城投平台债务进行新一轮甄别置换，仅需置换因承接公益性或准公益性项目而举借的债务，则需要对有关有息债务的来源进行分类。由于公开数据无法对债务进行项目溯源，本文假设城投平台按照营业收入比例为项目举债，通过计算公益性或准公益性收入占比进而得到城投平台有息债务中隐性债务占比。经调整后，可归为隐性债务的规模约为 23.7 万亿元，总规模较未调整前下降 57.0%，地方政府经调整广义债务率和广义负债率分别为 210.3% 和 48.7%。



分省份来看，经调整后各省份广义债务率均有不同程度的下降。其中江苏、浙江、重庆、山东和四川下降幅度较大，分别下降 174.4、161.4、158.5、149.9 和 138.3 个百分点。这体现了经济实力雄厚、资源禀赋较强的省份，区域内城投平台更易找到优质项目，转型也相对容易。而青海、内蒙古、宁夏、黑龙江等西部和东北省份，经调整后广义债务率下降不明显，分别下降 35.9、29.5、19.1 和 17.3 个百分点。

图表6：城投公司股权穿透图（以上海城投为例）



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院


图表7：截至 2022 年底，分省份地方政府债务（按经调整广义债务率高低排名）

省份	综合财力 (亿元)	GDP (亿元)	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	经调整城投平台债务余额 (亿元)	债务率	广义债务率	经调整广义债务率	负债率	广义负债率	经调整广义负债率
天津	2926.2	16311.3	8645.5	6965.1	4285.8	295.5%	533.5%	441.9%	53.0%	95.7%	79.3%
重庆	6251.5	29129.0	10071.0	18929.1	9027.7	161.1%	463.9%	305.5%	34.6%	99.6%	65.6%
云南	7013.0	28954.2	12098.3	17118.0	7509.8	172.5%	416.6%	279.6%	41.8%	100.9%	67.7%
江苏	23263.7	122875.6	20694.1	83875.5	43309.0	89.0%	449.5%	275.1%	16.8%	85.1%	52.1%
贵州	7602.6	20164.6	12470.1	14037.3	6502.4	164.0%	348.7%	249.6%	61.8%	131.5%	94.1%
浙江	19741.3	77715.4	20168.8	58951.1	27097.7	102.2%	400.8%	239.4%	26.0%	101.8%	60.8%
吉林	4135.8	13070.2	7167.6	5332.6	2578.6	173.3%	302.2%	235.7%	54.8%	95.6%	74.6%
湖北	10624.7	53734.9	13900.1	25415.2	10786.3	130.8%	370.0%	232.3%	25.9%	73.2%	45.9%
山东	16932.1	87435.1	23588.0	40546.5	15169.7	139.3%	378.8%	228.9%	27.0%	73.4%	44.3%
湖南	11035.8	48670.4	15405.1	24664.5	9846.6	139.6%	363.1%	228.8%	31.7%	82.3%	51.9%
江西	8545.5	32074.7	10859.5	18950.3	8299.1	127.1%	348.8%	224.2%	33.9%	92.9%	59.7%
河北	10530.7	42370.4	15749.1	10966.1	7268.1	149.6%	253.7%	218.6%	37.2%	63.1%	54.3%
四川	16052.3	56749.8	17705.4	39396.9	17200.4	110.3%	355.7%	217.5%	31.2%	100.6%	61.5%
福建	7733.5	53109.9	11901.7	13240.4	4880.1	153.9%	325.1%	217.0%	22.4%	47.3%	31.6%
陕西	8543.7	32772.7	9782.2	16936.5	8442.1	114.5%	312.7%	213.3%	29.8%	81.5%	55.6%
河南	12135.2	61345.1	15103.8	22385.2	10672.8	124.5%	308.9%	212.4%	24.6%	61.1%	42.0%
安徽	10807.1	45045.0	13304.1	20287.8	8754.1	123.1%	310.8%	204.1%	29.5%	74.6%	49.0%
广西	6738.3	26300.9	9714.2	14162.0	2800.2	144.2%	354.3%	185.7%	36.9%	90.8%	47.6%
辽宁	6393.9	28975.1	10979.8	4834.2	815.6	171.7%	247.3%	184.5%	37.9%	54.6%	40.7%
北京	9487.5	41610.9	10565.3	17842.3	6689.0	111.4%	299.4%	181.9%	25.4%	68.3%	41.5%
广东	21100.3	129118.6	25082.3	26437.2	12806.3	118.9%	244.2%	179.6%	19.4%	39.9%	29.3%
甘肃	4480.6	11201.6	6087.5	6926.4	1707.9	135.9%	290.5%	174.0%	54.3%	116.2%	69.6%
新疆	6110.9	17741.3	7852.7	15138.6	1981.3	128.5%	376.2%	160.9%	44.3%	129.6%	55.4%
黑龙江	5662.9	15901.0	7290.9	2430.8	1451.7	128.7%	171.7%	154.4%	45.9%	61.1%	55.0%
内蒙古	6571.5	23158.7	9339.8	2714.5	773.9	142.1%	183.4%	153.9%	40.3%	52.1%	43.7%
青海	2027.6	3610.1	3044.3	774.1	45.5	150.1%	188.3%	152.4%	84.3%	105.8%	85.6%
宁夏	1781.9	5069.6	1996.3	1031.0	689.8	112.0%	169.9%	150.7%	39.4%	59.7%	53.0%
海南	2392.0	6818.2	3486.6	148.8	76.3	145.8%	152.0%	148.9%	51.1%	53.3%	52.3%
山西	6647.1	25642.6	6285.8	7592.4	1934.0	94.6%	208.8%	123.7%	24.5%	54.1%	32.1%
上海	12832.5	44652.8	8538.6	10857.9	3275.1	66.5%	151.2%	92.1%	19.1%	43.4%	26.5%
西藏	2704.5	2132.6	567.9	693.8	309.8	21.0%	46.7%	32.5%	26.6%	59.2%	41.2%

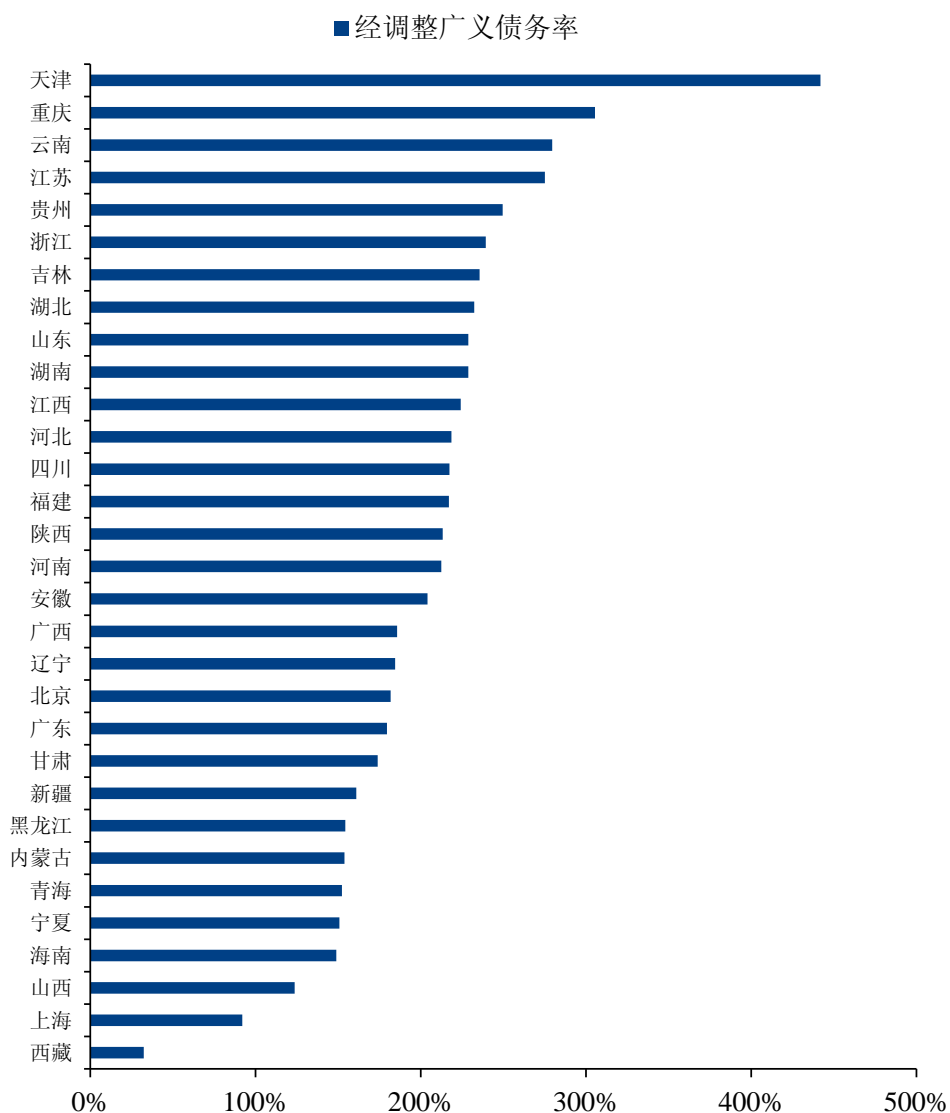
注 1：地方综合财力=本级一般公共预算收入+中央一般公共预算补助收入-地方一般公共预算收入上解+本级政府性基金预算收入+中央政府性基金预算补助收入-地方政府性基金预算上解。因地方一般公共预算上解和地方政府性基金预算上解数据缺失较多且体量较小，本处在计算时暂未考虑。

注 2：一般公共预算收入、政府性基金预算收入更新为 2022 年决算数据，中央一般公共预算补助收入、中央政府性基金预算补助收入来自于 2022 年全国财政决算数据。

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



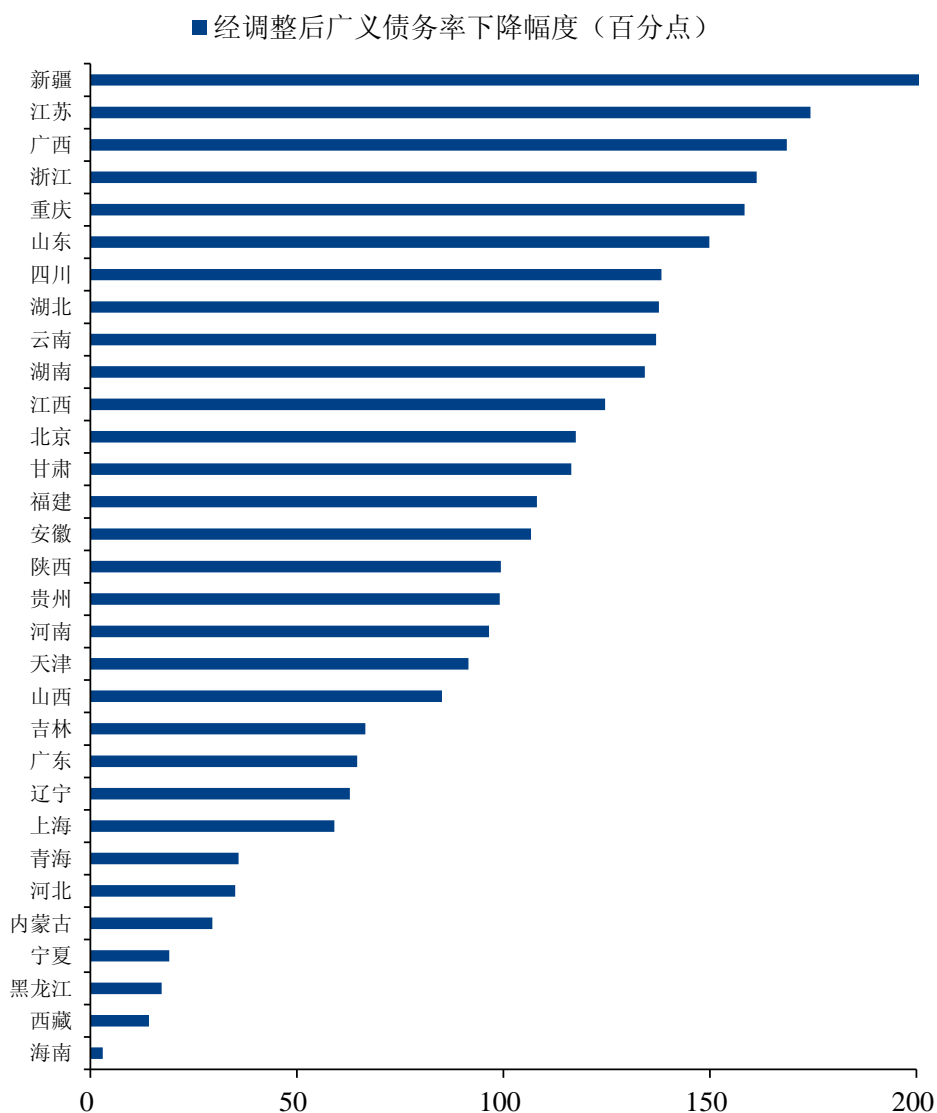
图表8：截至 2022 年底，分省份经调整广义债务率



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表9：截至 2022 年底，经调整后各省份广义债务率下降情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com