



## 宏观研究

# 【粤开宏观】城投正在起变化：从3300家城投财报看转型进程及隐性债务测算

2024年06月12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  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】城投公司转型的分类处置》  
2024-06-10

《【粤开宏观】美国产能过剩：表现、原因及化解》2024-06-04

《【粤开宏观】中国“新三样”是否产能过剩？——“产能过剩”系列之二》  
2024-06-02

《【粤开宏观】中国走出产能过剩的历程、措施与经验》2024-05-30

《【粤开宏观】从房企年报看房地产风险：经营业绩与债务特征》2024-05-27

## 引言

自中央提出“一揽子化债”要求以来，各部门和地方政府积极落实，通过财政化债和金融化债等多种手段对债务进行展期、降息，以时间换空间。宏观层面上，债务无序扩张的势头得到遏制、隐性债务显性化，地方债务风险总体缓释，当前我国地方政府债务风险总体可控。微观层面上，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，其债务风险广受关注。2024年4月底以来，城投公司陆续公布的财务报表成为观察隐性债务化解和城投转型进展的重要资料。2023年城投财务报表折射出哪些重要信息？当前隐性债务的规模到底有多少？城投公司在短期化债和中长期转型的要求下还面临哪些重点任务？本文主要回答以上问题。

## 摘要：

## 一、城投公司财务报表分析：喜忧参半

一方面，非标债务持续压降、应收账款结构优化、城投业务转型加快，城投债务呈现积极迹象；另一方面，资产负债率继续走高、短期流动性压力仍存、盈利能力较弱等隐忧尚存。具体来看：

一是资产规模稳步增长但增速有所放缓，城投加快重组整合，资产向头部集中。截至2023年底，城投公司总资产规模增长8.7%，显著低于2022年的11.1%。资产向头部城投集中，呈现出明显的马太效应。具体来看，资产规模超过1000亿元的城投公司中，40.1%的公司总资产增速超过10%，而100亿元以下的城投公司中，负增长的公司占比达到36.1%。

二是城投托地现象减少，土地资产大幅减少，主要源于房地产行业持续低迷、城投公司流动性紧张以及政策限制三重因素的叠加。2023年城投公司土地资产较上年下降34.5%，2022年城投公司土地资产增速还高达8.0%。2023年城投公司土地资产占总资产的比重为2.2%，较上年下降1.3个百分点；土地资产占总资产比重的中位数为0.7%，较上年下降0.5个百分点。

三是应收类款项仍处于扩张态势，但结构上呈现出两点积极变化。一方面，应收类款项中主要涵盖资金拆借和项目垫款的其他应收款占比有所减少，表明城投公司的经营活动有所增加、融资属性有所减弱。另一方面，应收类款项中来自政府的占比下降，2023年城投公司应收类款项来自政府占比的均值为35.8%，较上年下降2.0个百分点，与城投公司业务多元化发展以及地方政府清欠企业账款有关。

四是总负债规模仍在扩张，资产负债率走高。2023年城投公司资产负债率中位数为59.4%，较上年增加1.3个百分点。

五是货币资金减少和短期债务增加导致城投公司短期流动性风险加剧。2023年，城投公司现金短债比中位数为0.4，近九成公司现金短债比低于1，短期



流动性风险较大。

六是城投公司对存量高息债务进行置换，非标债务（定向融资、信托计划等，不含银行贷款）占比下降较快，付息压力有所缓释。2023 年城投公司非标债务占有息债务的比重中位数为 1.3%，较 2022 年下降 5.2 个百分点。

七是城投公司业务转型加速，传统城投公司的转型并不意味着单纯减少公益性和准公益性业务占比，而是通过重组整合、提高市场化经营程度，提高主业效益；综合性、文化旅游和产业投资类城投公司大幅压减公益性和准公益性业务占比，向经营性国有企业转型。棚改（保障房建设）、基础设施建设、土地开发整理、公用事业、交通建设运营类等本身公益性和准公益性业务占比超 70%的城投公司，公益性和准公益性业务占比基本维持不变甚至略有提高；而综合性、文化旅游和产业投资类城投公司公益性和准公益性业务占比均低于 50%的城投公司，进一步压降公益性和准公益性业务，分别较上年减少 4.2、10.2 和 9.8 个百分点。

八是盈利能力仍然较弱。2023 年城投公司净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）中位数分别下降至 1.1%和 0.5%，分别较 2022 年下降 0.2 和 0.1 个百分点。

## 二、隐性债务规模测算

城投债务扩张速度相较于过去明显放缓，隐性债务无序扩张的势头得到遏制。截至 2023 年底，全国城投公司有息负债总规模（已剔除因母子公司合并财务报表而重复计算的部分）达到 64.1 万亿元。值得注意的是，城投公司有息债务增速已逐步放缓，自 2012 年的 29.2%下降至 2023 年的 11.5%。

通过计算公益性或准公益性业务在城投公司总营业收入中的占比，间接估算出城投公司有息债务中隐性债务的比例。测算出城投公司中可归为隐性债务的规模约为 32.2 万亿元，较城投公司有息债务总规模下降了 49.8%，经调整后的广义债务率和广义负债率分别为 237.0%和 58.2%。

与调整前相比，各省份经调整广义债务率均有不同程度的下降。相对而言，经济实力强、资源禀赋好的地区经调整后广义债务率下降幅度大，与区域内城投公司经营业务占比较高有关。分省份来看，经调整后，天津、江苏、重庆、浙江、云南和湖南 6 省份广义债务率较高，分别为 493.3%、348.5%、341.6%、323.8%、315.5%和 311.2%；西藏、宁夏、青海、海南和黑龙江广义债务率较低。其中，天津、浙江、山东、四川和江苏下降幅度超过 150 个百分点。

## 三、城投公司的未来：短期化债与中长期转型两条主线与四大任务

在防范化解地方债务风险和推动国企国资高质量发展的双重背景下，城投公司作为政府与市场之间的桥梁与纽带，肩负双重使命。一方面，城投公司必须坚决打好化债攻坚战，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。另一方面，城投公司还应该积极探索转型发展新道路，继续为宏观经济稳定、产业结构转型升级、科技创新发展贡献自身力量。

一是应对短期流动性风险仍是当务之急。城投公司的外部融资长期以来依赖



政策环境，当前城投融资监管趋严，短期来看政策边际放松的可能性较小，这意味城投公司外部融资的难度日益加大。同时，城投公司的主营业务收入及政府补贴近年来呈现下降趋势，盈利能力下滑，进一步加剧了短期流动性风险。相关建议详见《防范化解债务风险：当前形势与 14 条综合应对举措》。

**二是优化债务结构，推动负债端成本下降。**当前，城投债务化解的重点并非压降债务绝对规模，而是降低债务成本。从实际情况来看，当前城投公司的融资成本已经出现了下降的趋势。2024 年 5 月，城投债券加权平均发行利率下行至 2.8%，较 2022 年底相比下降 219.5BP，若假设 11.3 万亿元的城投债券均可通过借新还旧进行置换，则每年可节约利息成本 2480 亿元；若考虑 32.2 万亿元的隐性债务融资成本均可下降相同幅度且可通过借新还旧进行置换，则每年可节约利息成本 7068 亿元；若是考虑全部 64.1 万亿元的城投有息债务，则每年可节约利息成本 14070 亿元。

**三是利用好化债政策，积极争取地方政府资金支持、金融协调支持和注入特许经营权等资产。**现阶段，城投公司可向地方政府争取的支持包括但不限于以下三类：**一是资金支持。**城投公司可积极争取地方政府提供的化债资金，尤其是特殊再融资债券资金，有助于减轻历史债务包袱、轻装上阵。**二是金融协调。**城投公司可通过地方政府协调的金融资源，对现有债务进行展期、降息，降低融资成本，同时可争取长期、低成本的政策性银行贷款，为后续项目开展提供充足的资金支持。**三是特许经营权。**城投公司可向地方政府争取铁矿、砂石等资源类特许经营权，或城市供水、污水处理、公共交通等基础设施和公共服务特许经营权，此类业务为城投公司未来经营带来稳定的现金流。

**四是城投转型已成大势所趋，但要避免进入转型误区。**城投转型并非一味地压减城建类业务占比，而是转变业务思路，提高市场化经营的占比。对于公益性项目，转型后的城投公司并非完全不能参与，而是不再承担公益性项目的融资职能，只提供建筑施工或运营服务并获取合理的报酬；对于准公益性项目，应积极探索政府与市场主体的合作方式，明确双方在项目中的出资比例、职责范围、偿债责任等问题，鼓励各类市场主体（包括城投公司、其他国有企业、民营企业等）平等、公平地参与竞争。（详见《城投公司转型的可能方向与风险——城投转型系列之三》）

**风险提示：**所选样本城投公司未代表全部城投公司真实情况



## 目 录

一、城投公司年报观察——九大特征.....	5
二、隐性债务规模测算.....	13
三、城投公司的未来：短期化债与中长期转型两条主线与四大任务.....	15

## 图表目录

图表 1： 2023 年不同资产规模对应的城投公司总资产增速分布情况.....	6
图表 2： 2021-2023 年城投公司土地资产变化情况.....	7
图表 3： 2021-2023 年城投公司应收类款项变化情况.....	7
图表 4： 2021-2023 年城投公司货币资金变化情况.....	8
图表 5： 2014-2023 年城投公司资产负债率分布及中位数变化情况.....	9
图表 6： 2021-2023 年城投公司短期债务占比持续提升.....	9
图表 7： 2021-2023 年城投公司现金短债比变化情况.....	10
图表 8： 2021-2023 年城投公司非标债务占比变化情况.....	10
图表 9： 2023 年底末各业务类型城投公司数量占比.....	11
图表 10： 2023 年各业务类型城投公司公益性和准公益性业务占比及变化情况.....	12
图表 11： 2014-2023 年城投公司净资产收益率（ROE）变化情况.....	12
图表 12： 2014-2023 年城投公司净总资产收益率（ROA）变化情况.....	13
图表 13： 2011 年以来，城投公司有息债务余额及增速情况.....	14
图表 14： 2023 年分省份地方政府债务情况.....	15
图表 15： 城投债券加权平均发行票面利率变化情况.....	17



## 一、城投公司年报观察——九大特征

城投公司财务报表是评估其财务状况、偿债风险、转型进程的重要依据。截至 2024 年 5 月底，已有 3325 家城投公司披露 2023 年财务报表。通过分析可知，城投公司的财务状况总体呈现出以下九大特征。

**一是资产规模稳步增长但增速有所放缓，同时加快重组整合背景下，资产向头部城投公司集中。**城投公司的总资产规模在 2023 年仍处于扩张态势，但增速较往年有所回落，与化债背景下城投公司外部融资收紧有关。截至 2023 年底，已发布财务报告的城投公司的总资产规模达到 184.5 万亿元，相较于上年增长 8.7%，但显著低于 2022 年的 11.1%。

从资产分布来看，呈现出明显的马太效应，即强者愈强、弱者愈弱。随着城投公司总资产规模的增加，高增长的公司占比逐渐提升，负增长的公司占比逐渐减少。具体来看，资产规模超过 1000 亿元的城投公司中，40.1%的城投公司总资产增速超过 10%，仅有 7.7%的公司总资产为负增长；而资产规模在 300-500 亿元、100-300 亿元和 100 亿元以下的城投公司总资产负增长的比例分别为 12.4%、16.7%和 36.1%。这种趋势既反映了当前经济面临下行压力时大型城投公司的抗压能力更强，也与一揽子化债政策下城投公司加快重组整合相关。

**二是房地产行业持续低迷、城投公司流动性紧张以及政策限制三重因素叠加下，城投托地现象减少，土地资产大幅减少。**2022 年在房地产市场持续低迷、房企面临较大的现金流压力下，房企拿地的积极性不高，导致土地市场热度走低。在这一时期，城投公司摇身一变成为土地市场的重要参与者，城投托地现象较为普遍，导致当年城投公司土地资产大幅增加，2022 年城投公司土地资产增长 8.0%。2023 年城投拿地现象出现逆转，城投公司土地资产大幅下滑，较上年下降 34.5%。2023 年城投公司土地资产占总资产的比重为 2.2%，较上年下降 1.3 个百分点；土地资产占总资产比重中位数为 0.7%，较上年下降 0.5 个百分点。首先，来自于政策层面的约束，2022 年底，财政部发文禁止通过国企购地等方式虚增土地出让收入，限制城投公司托地行为。其次，受房地产市场持续低迷的影响，土地资产的价值下降，流动性减弱，城投公司拿地的意愿减弱。最后，随着化债的进行，城投公司自身流动性紧张，不得不将有限的资金用于偿债，甚至需要变卖土地资产来偿还债务，城投公司拿地的能力下降。

**三是城投公司应收类款项结构上出现两点积极变化，其他应收款以及来自政府的占比减少。**截至 2023 年底，城投公司应收类款项（应收账款与其他应收款合计）规模为 26.4 万亿元，较上年增长 10.0%，占总资产的比重为 4.5%，较 2022 年上升 0.2 个百分点，反映出城投公司应收类款项仍处于持续扩张中。

但结构上有点积极的变化：一方面，应收类款项中其他应收款占比有所减少。2023 年城投公司应收类款项中其他应收款的占比为 68.0%，较上年下降 1.1 个百分点。相较于与企业主营业务相关的应收账款，其他应收款主要涵盖了城投公司的资金拆借款和项目垫资款等非主营业务相关的账款，这一比重的减少表明城投公司的经营性活动增加、融资属性逐步减弱。另一方面，应收类款项中来自政府的占比也有所下降，2023 年城投公司应收类款项中来自政府占比的均值为 35.8%，较上年下降 2.0 个百分点。这与城投公司业务多元化发展以及地方政府清理拖欠企业账款有关，表明城投公司收入对地方政府的依赖下降。

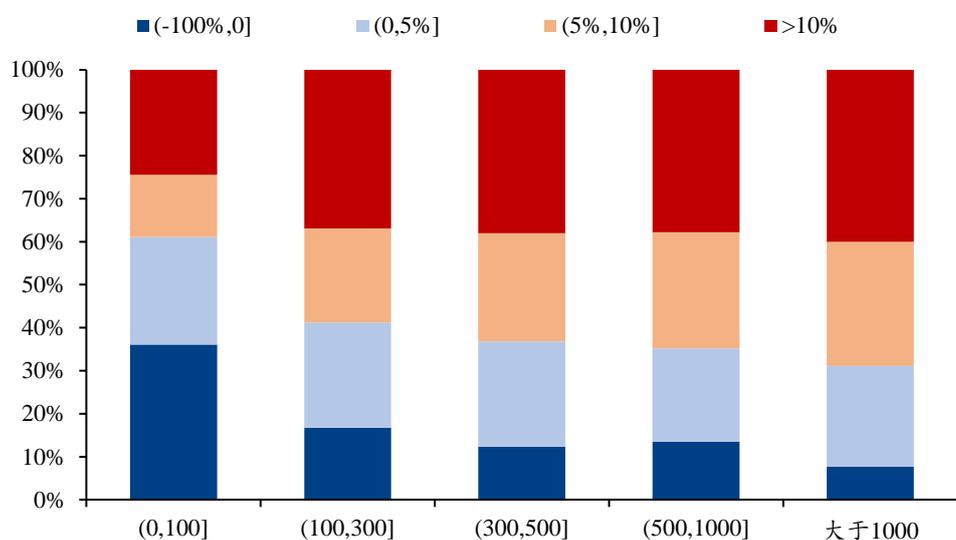
应收类款项是从资产端反映城投公司应收而未收到的款项，传统城投公司的收入主要来自地方政府，因此可视为城投公司与地方政府之间的资金往来；而应付账款是从负债端反映城投公司应当支付下游企业的欠款，是城投公司与下游企业之间的资金往来。当核算政府隐性债务时，若将地方政府单独核算，则只需要考虑地方政府应当支付城投



公司的欠款，即反映在城投公司的资产端；若将城投公司看作地方政府的抓手，则需从负债端考虑城投公司的应付账款。第一点变化应收账款占比增加主要说明来自城投公司正常经营活动的收入增加，经营属性更强、融资属性更弱；第二点则说明随着城投公司业务多元化，来自地方政府的收入占比下降。

四是监管趋严下，城投公司外部融资难度增加，货币资金显著减少。截至 2023 年底，城投公司的货币资金规模为 9.3 万亿元，较上年减少 2.0%，占总资产的比重为 5.5%，较上年下降 0.6 个百分点，主要源于监管趋严下城投公司外部融资收紧。从公开发行的城投债券来看，2023 年以来，城投债券发行审核趋严、借新还旧比例明显上升。受此影响城投债券净融资规模自 2023 年 11 月开始转负，11 月和 12 月的净融资额分别为-678.7 亿元和-1181.8 亿元。2023 年全年城投债券净融资规模为 8756 亿元，较上年增长 4.3%，但相比 2021 年下降 54.2%。

图表1：2023 年不同资产规模对应的城投公司总资产增速分布情况

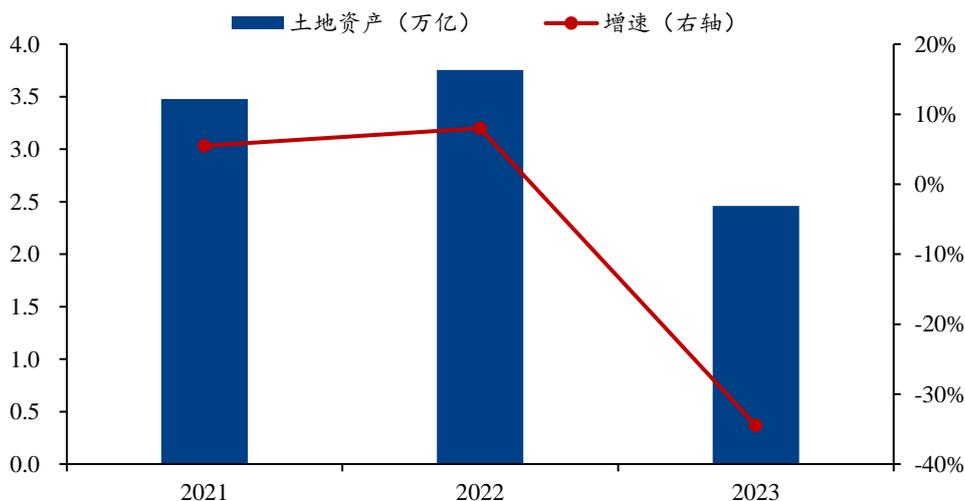


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：为保证数据可比性，本文在样本城投公司中筛选出 2021-2023 年均披露总资产的城投公司，此处为 3221 家城投公司；下文其他指标均采用在样本城投公司中选取研究时段中均公布数据的城投公司进行对比，故不再赘述。

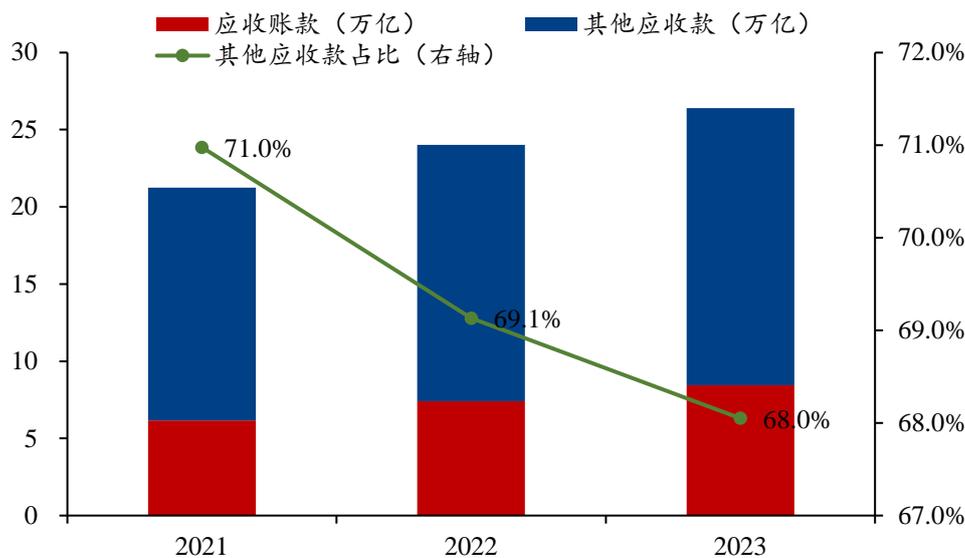


图表2：2021-2023 年城投公司土地资产变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

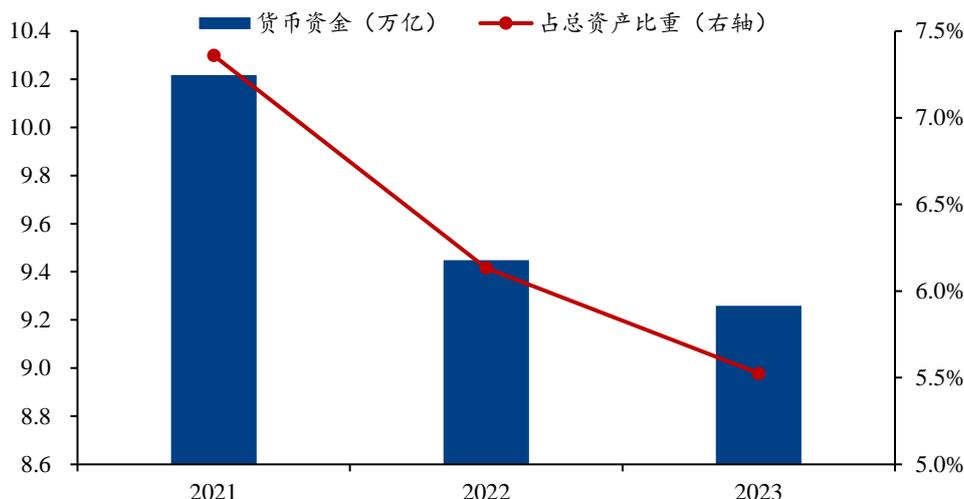
图表3：2021-2023 年城投公司应收类款项变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表4：2021-2023 年城投公司货币资金变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

五是城投公司总负债规模持续扩大，其增速超过总资产的增速，导致资产负债走高。截至 2023 年末，城投公司总负债规模达到 105.7 万亿元，较上年增长 10.1%，超过总资产增速 1.4 个百分点。这导致城投公司的资产负债率上升，2023 年城投公司资产负债率中位数为 59.4%，较上年上升 1.3 个百分点。

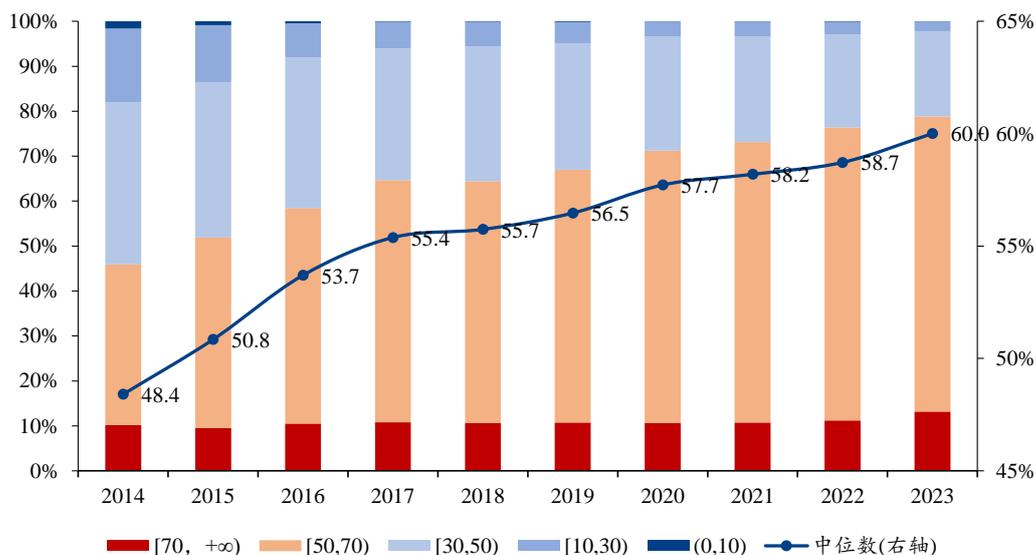
六是城投公司有息债务中短期债务占比提升，流动性风险进一步加剧。从城投公司总负债的结构来看，2023 年有息债务占比为 65.5%，较上年提高 0.2 个百分点，与政府清欠过去拖欠企业账款背景下城投公司也相应支付下游企业欠款有关，从而无息债务占比下降、有息债务占比上升。进一步从期限结构来看，随着城投公司外部融资环境持续收紧，长期债务的融资面临诸多不确定性，融资难度较大，因此城投公司转向短期借款以应对流动性危机，导致城投公司有息债务中短期债务占比逐年攀升。截至 2023 年末，城投公司短期债务占有息债务的均值为 28.6%，较上年提高 1.1 个百分点。

与此同时，城投公司的货币资金减少，导致现金短债比呈现下降趋势，短期流动性风险加大。2023 年城投公司现金短债比中位数仅有 0.4，85.6% 的城投公司现金短债比小于 1，即近九成城投公司的货币资金无法覆盖短期到期债务。

七是有息债务中非标债务（定向融资、信托计划等，不含银行贷款）占比下降较快，付息压力有所缓释。在一揽子化债政策推动下，城投公司对存量高息债务进行置换，压降非标债务。2023 年城投公司非标债务占有息债务的中位数为 1.3%，较 2022 年下降 5.2 个百分点。

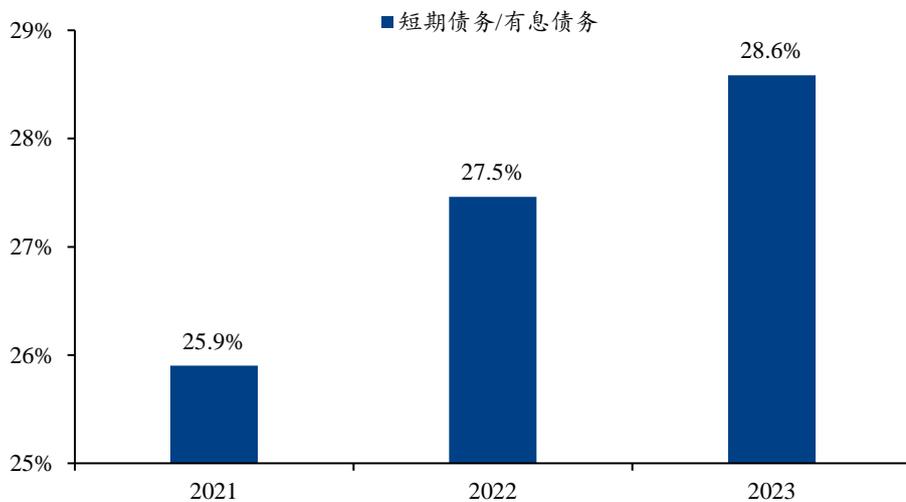


图表5：2014-2023 年城投公司资产负债率分布及中位数变化情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

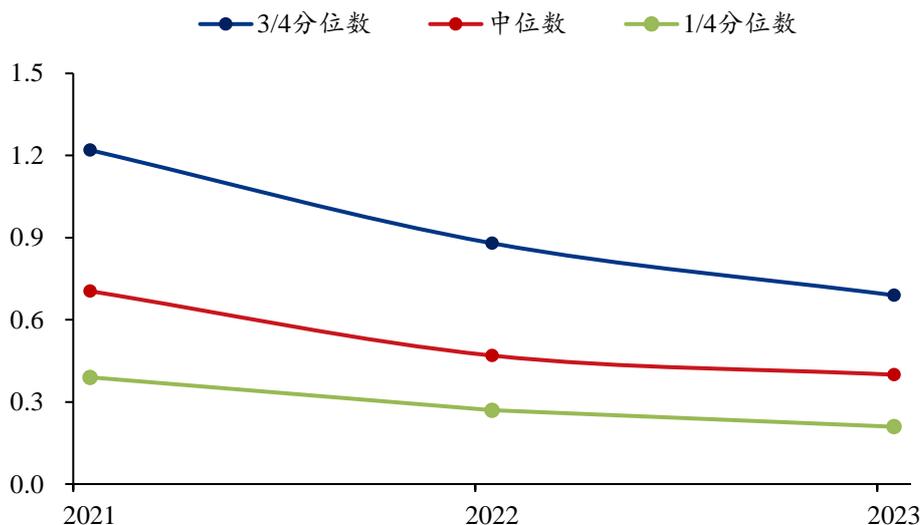
图表6：2021-2023 年城投公司短期债务占比持续提升



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

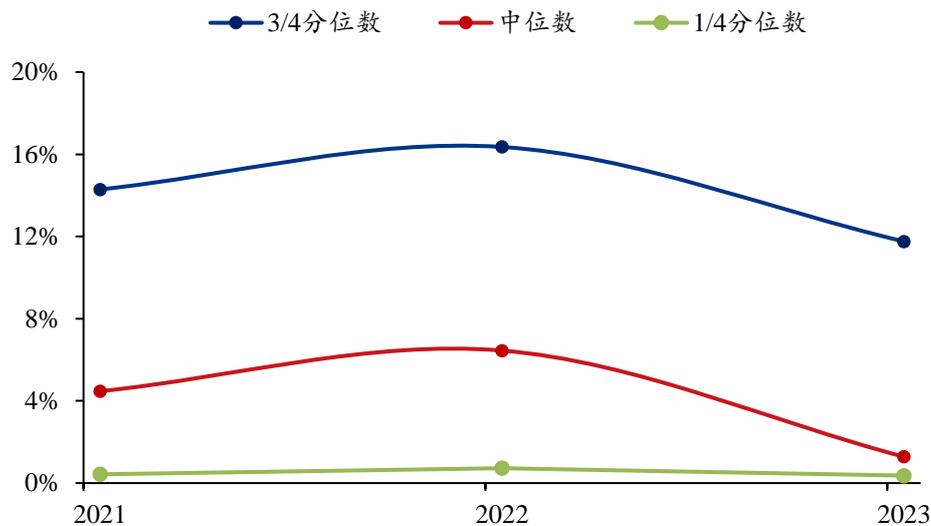


图表7：2021-2023 年城投公司现金短债比变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表8：2021-2023 年城投公司非标债务占比变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

**八是城投公司业务转型加速。**截至 2023 年底，按照主营业务分类，城投公司可以分为基础设施建设、综合性、产业投资、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八大类，各业务类型城投公司数量占比分别为 37.2%、22.3%、21.0%、7.7%、4.9%、3.9%、2.8%、0.2%。

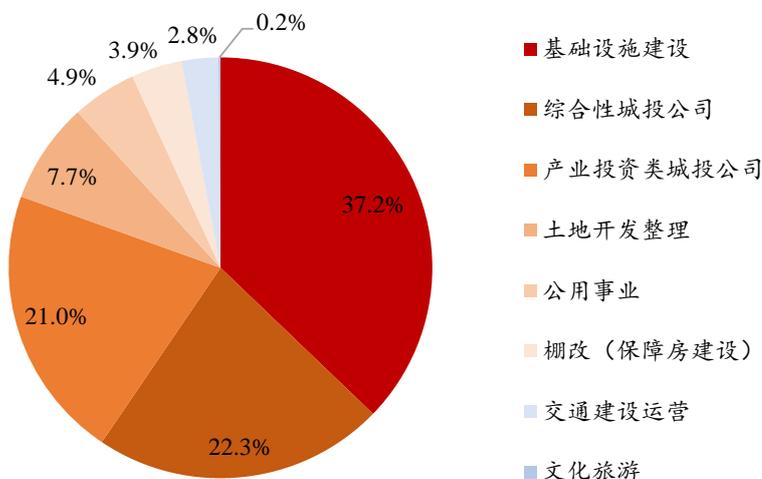
从公益性和准公益性业务占比变化来看，棚改（保障房建设）、基础设施建设、土地开发整理、公用事业、交通建设运营类城投公司公益性和准公益性业务占比较高，分别达到 81.6%、78.3%、75.8%、75.2%和 72.7%，分别较上年变化 2.9、1.2、-0.9、-0.2 和 2.8 个百分点。综合性、文化旅游和产业投资类城投公司公益性和准公益性业务占比均低于 50%，分别为 48.4%、47.8%和 12.2%，分别较上年减少 4.2、10.2 和 9.8 个百分点。这种变化揭示出现阶段城投转型的思路，即文化旅游、产业投资等本身经营性业务占比较



高的城投公司，继续压减公益性和准公益性业务占比，向经营性国有企业转型；而主要从事基础设施建设、土地开发整理、公用事业、棚改（保障房建设）等传统城投业务的公司，并非盲目压降此类业务占比，而是转变业务承接模式，提高市场化经营占比，通过聚焦主业、提高规模效应提高经营收益。

九是当前城投公司的盈利能力仍然较弱，净资产收益率和总资产收益率处于下降趋势。城投公司的盈利能力下滑主要来源于两方面的因素：一是主营业务特性，城投公司主要经营公路、桥梁、保障房等具有公益性质的项目，而这些项目普遍盈利能力较弱，难以产生足够的利润；二是近年来随着宏观经济下行以及房地产市场调整，城投公司的主营业务收入疲软，同时地方财政紧平衡态势下政府补贴减少，进一步削弱了城投公司的盈利能力。2023年城投公司净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）中位数分别下降至1.1%和0.5%，分别较2022年下降0.2和0.1个百分点。

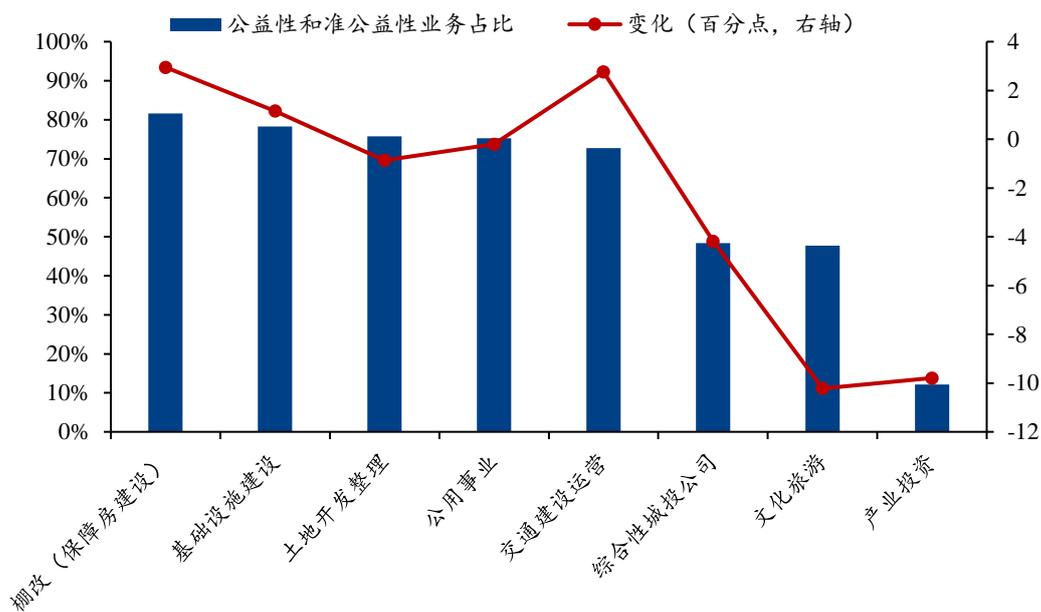
图表9：2023年底末各业务类型城投公司数量占比



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

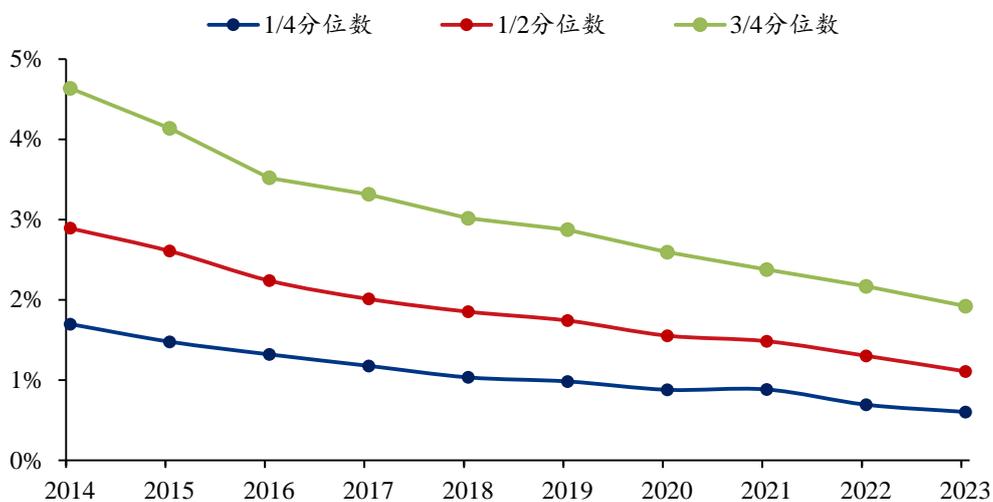


图表10：2023年各业务类型城投公司公益性和准公益性业务占比及变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

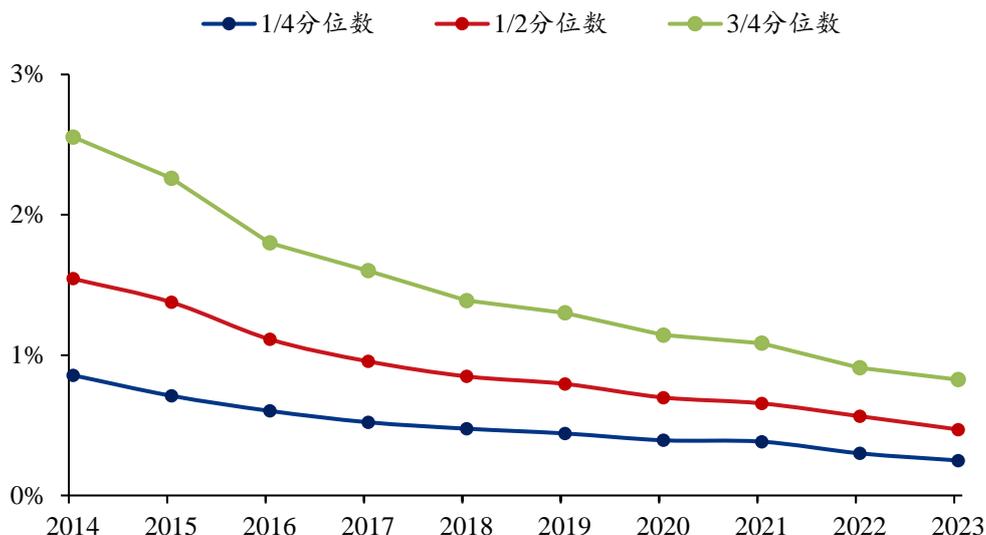
图表11：2014-2023年城投公司净资产收益率（ROE）变化情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表12：2014-2023 年城投公司净总资产收益率（ROA）变化情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、隐性债务规模测算

城投公司有息债务扩张速度相较于过去明显放缓，隐性债务无序扩张的势头得到遏制。截至 2023 年底，全国城投公司有息债务总规模（已剔除因母子公司合并财务报表而重复计算的部分）达到 64.1 万亿元。考虑综合财力和 GDP 后，地方政府广义债务率和广义负债率分别为 366.0%和 83.7%。值得注意的是，城投公司有息债务增速已逐步放缓，自 2012 年的 29.2%下降至 2023 年的 11.5%。

在测算隐性债务时，直接将所有城投公司的有息债务进行简单加总的方法会显著夸大隐性债务规模。原因在于，大多数城投公司已开始启动转型，部分已完成市场化转型，导致城投公司的部分债务是为了经营性业务而举借，将其全部视作地方政府有兜底责任的隐性债务不合理。为了更准确地测算隐性债务的规模，需要对有息债务的来源进行分类，分辨出是因承接公益性或准公益性项目而举借的债务，还是因自身经营性业务而举借的债务。然而，由于公开数据的限制，无法直接对有息债务进行项目溯源。因此，本文采用一种同比例假设的方法，即城投公司按照其营业收入的比例为不同项目举债。假定城投公司主营业收入中公益性或准公益性项目收入的占比等同于全部有息债务中隐性债务的比重。通过计算公益性和准公益性业务在城投公司主营业务收入中的占比，间接估算出城投公司有息债务中隐性债务的比例。经调整后，测算出城投公司中可归为隐性债务的规模约为 32.2 万亿元，这一数据较城投公司有息债务总规模下降了 49.8%，经调整后的广义债务率和广义负债率分别为 237.0%和 58.2%。

与调整前相比，各省份经调整广义债务率均有不同程度的下降，相对而言，经济实力强、资源禀赋好的地区经调整后广义债务率下降幅度大，与区域内城投公司经营性业务占比较高有关。分省份来看，经调整后，天津、江苏、重庆、浙江、云南和湖南 6 省份广义债务率较高，分别为 493.3%、348.5%、341.6%、323.8%、315.5%和 311.2%；西藏、宁夏、青海、海南和黑龙江广义债务率较低。其中，天津、浙江、山东、四川和江



苏下降幅度超过 150 个百分点，分别下降 248.3、203.2、187.1、172.8 和 167.6 个百分点。这反映了这些省份在经济实力和资源禀赋方面的优势，区域内城投公司开展经营性业务相对容易。而海南、黑龙江、山西、内蒙古、宁夏、青海和辽宁，下降幅度均小于 50 个百分点，区域内城投公司的业务构成仍以城建、公用事业等公益性和准公益性业务占比仍高，对政府回款的依赖性较高。

图表13：2011 年以来，城投公司有息债务余额及增速情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表14：2023年分省份地方政府债务情况

省份	地方政府 债务余额 (亿元)	城投平台 有息债务 (亿元)	经调整城 投公司有 息债务 (亿元)	负债率	经调整广 义负债率	债务率	经调整广 义债务率
天津	11117.4	14560.4	5963.8	66.4%	102.1%	321.1%	493.3%
江苏	22732.8	95016.8	56780.2	17.7%	62.0%	99.6%	348.5%
重庆	12257.8	21334.6	11404.7	40.7%	78.5%	176.9%	341.6%
浙江	22886.0	73551.0	36358.5	27.7%	71.8%	125.1%	323.8%
云南	14440.6	17848.3	8289.9	48.1%	75.7%	200.4%	315.5%
湖南	18216.3	27184.5	16142.3	36.4%	68.7%	165.0%	311.2%
山东	27520.8	49651.5	19376.0	29.9%	50.9%	170.0%	289.8%
安徽	15713.4	23196.0	14744.1	33.4%	64.7%	147.7%	286.3%
贵州	15124.7	15160.6	7974.2	72.3%	110.5%	182.1%	278.1%
四川	20269.7	53999.5	24852.2	33.7%	75.0%	120.2%	267.5%
湖北	15623.1	28208.5	15122.2	28.0%	55.1%	135.9%	267.5%
福建	13810.9	14672.1	6154.8	25.4%	36.7%	183.1%	264.7%
江西	12710.9	20691.2	10334.8	39.5%	71.6%	142.9%	259.1%
河南	17892.8	26221.6	13467.3	30.3%	53.0%	144.4%	253.0%
辽宁	12870.4	5153.6	3073.0	42.6%	52.8%	191.8%	237.6%
广东	29882.0	33235.6	19890.5	22.0%	36.7%	141.0%	234.9%
吉林	8871.5	6183.6	2475.7	65.6%	83.9%	180.8%	231.3%
广西	11551.5	17798.3	4065.4	42.5%	57.4%	169.7%	229.4%
河北	18427.4	12747.9	7383.6	41.9%	58.7%	159.1%	222.8%
陕西	10855.3	18079.6	8197.4	32.1%	56.4%	126.4%	221.8%
山西	7082.5	8170.5	6854.4	27.6%	54.2%	106.6%	209.8%
北京	11376.1	19705.7	7303.5	26.0%	42.7%	115.9%	190.3%
内蒙古	11070.5	3987.7	2466.3	45.0%	55.0%	152.8%	186.9%
甘肃	7107.0	7502.3	1550.6	59.9%	73.0%	148.6%	181.0%
新疆	8957.5	9379.3	3088.5	46.8%	63.0%	129.3%	173.9%
黑龙江	8497.3	2792.9	2328.1	53.5%	68.2%	134.6%	171.5%
海南	4106.1	183.0	124.3	54.4%	56.0%	156.3%	161.1%
青海	3337.4	773.2	121.2	87.8%	91.0%	154.0%	159.6%
宁夏	2243.7	1064.6	547.4	42.2%	52.5%	118.3%	147.1%
上海	8832.3	12173.9	4513.9	18.7%	28.3%	67.9%	102.6%
西藏	681.7	702.2	219.8	28.5%	37.7%	24.2%	32.0%

资料来源：财政部官网、各地财政厅（局）官网、企业预警通、粤开证券研究院

注1：地方综合财力=一般公共预算收入+中央对地方一般公共预算转移支付-地方一般公共预算上解+政府性基金预算收入+中央对地方政府性基金预算转移支付-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：新疆债务余额数不包含新疆生产建设兵团，兵团从2022年起参照地方编制预算，债务余额单列。

### 三、城投公司的未来：短期化债与中长期转型两条主线与四大任务

在国企国资高质量发展和防范化解地方债务风险的双重背景下，城投公司作为政府与市场之间的桥梁与纽带，肩负双重使命。一方面，城投公司必须坚决打好化债攻坚战，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。另一方面，城投公司还应该积极探索转型发展新道路，在新时代下找准自身定位，继续为宏观经济稳定、产业结构转型升级、科技创新发展贡献自身力量。具体来看，城投公司当前及未来在短期化债、中长期转型两条主线下，有以下四大重点任务：



**一是应对短期流动性风险仍是当务之急。**当前城投公司所面临的短期流动性风险依然较大。一方面，城投公司的外部融资长期以来依赖政策环境，当前城投融资监管趋严，短期来看政策边际放松的可能性较小，这意味城投公司外部融资的难度日益加大。2024年以来城投债券取消发行规模维持高位，5月城投债券净融资为-437.1亿元，1-5月累计净融资规模为-2096.1亿元，较上年同期减少7740.4亿元。另一方面，城投公司的主营业务收入及政府补贴近年来呈现下降趋势，盈利能力下滑，进一步加剧了短期流动性风险。在当前时点，城投公司最迫切的任务仍是应对短期流动性风险。相关建议详见《防范化解债务风险：当前形势与14条综合应对举措》。

**二是优化债务结构，推动负债端成本下降。**城投公司债务是长期积累的结果，其化解也不可能一蹴而就。当前，城投债务化解的重点并非压降债务绝对规模，而是降低债务成本。当举债成本超过投资收益时，城投公司为了付息被迫举借高成本的债务，必然导致城投债务像滚雪球一样越滚越大，隐性债务一边化解一边新增的问题就难以得到实质性的解决。因此，降低城投公司融资成本成为当务之急。从实际情况来看，当前城投公司的融资成本已经出现了下降的趋势。从城投债券发行利率来看，2024年5月，城投债券加权平均发行票面利率下行至2.8%，仅高出同期地方政府债券32BP。与2022年12月相比，城投债券票面利率下降了219.5BP，若假设11.3万亿元的城投债券均可通过借新还旧进行置换，则每年可节约利息成本2480亿元；若考虑32.2万亿元的隐性债务融资成本均可下降相同幅度且可通过借新还旧进行置换，则每年可节约利息成本7068亿元；若是考虑全部64.1万亿元的城投有息债务，则每年可节约利息成本14070亿元。

值得注意的是，当前城投公司融资难背景下融资成本却下行，更多地反映出监管趋严背景下，仅有少数经济实力强地区且自身信用等级较高的城投公司被允许发债，造成融资成本下降的“假象”，不具有普遍性和长期性。以云南和贵州为例，2024年5月，两地城投债券加权平均发行票面利率分别下行至3.7%和5.1%，较2022年底下降240.7BP和118.5BP；但从净融资情况来看，2023年1月至2024年5月两地累计净融资规模分别为-82.5和-556.7亿元。从长期来看，城投公司需要通过完善现代企业制度、健全市场化经营机制、提高财务独立性、推动业务转型等方面着手，逐步提高盈利能力，从而获得资本市场的认可，降低融资成本。（详见《城投公司转型的可能方向与风险——城投转型系列之三》）

**三是利用好化债政策，积极争取地方政府资金支持、金融协调支持和注入特许经营权等资产。**城投公司作为地方政府的重要载体，其起源和发展均与地方政府紧密相连，在未来的发展中，城投公司也要充分发挥与地方政府之间的紧密联系，善于利用地方政府提供的各类资源，以实现持续稳健的发展。现阶段，城投公司可向地方政府争取的支持包括但不限于以下三类：**一是资金支持。**城投公司可积极争取地方政府的化债资金，尤其是特殊再融资债券资金，有助于减轻历史债务包袱、轻装上阵。**二是金融协调。**城投公司可通过地方政府协调金融资源，对现有债务进行展期、降息，降低融资成本，同时可争取长期、低成本的政策性银行贷款，为后续项目开展提供充足的资金支持。**三是特区经营权。**城投公司可向地方政府争取铁矿、砂石等资源类特许经营权，或城市供水、污水处理、公共交通等基础设施和公共服务特许经营权，为城投公司未来经营带来稳定的现金流。

**四是城投转型已成大势所趋，但要避免进入转型误区。**当前关于城投转型必要性的认知已成共识，关键在于怎么转的问题。在“335”指标公布后，即非经营性资产（城建类资产）占总资产比重不超过30%、非经营性收入（城建类收入）占总收入比重不超过30%、财政补贴占净利润比重不得超过50%，城投公司都尽可能地按照“335”指标的要求去推动市场化转型。一方面，城投公司开始主动减少城建类业务以压减相关资产和收入占比；另一方面，城投公司通过纳入房地产、园区经营、金融业务或上市公司股权等



手段实现收入多元化，使得城建类资产和收入占比被动压降。但城投转型的实质并非一味地压减城建类业务占比，而是转变业务思路，提高市场化经营的占比。对于公益性项目，转型后的城投公司并非完全不能参与，而是不再承担公益性项目的融资职能，只提供建筑施工或运营服务并获取合理的报酬；对于准公益性项目，积极探索政府与市场主体的合作方式，明确双方在项目中的出资比例、职责范围、偿债责任等问题，鼓励各类市场主体（包括城投公司、其他国有企业、民营企业等）平等、公平地参与竞争。

图表15：城投债券加权平均发行票面利率变化情况



资料来源：wind、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，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，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，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)