

特别评论

2022 年 3 月

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	9

联络人

作者

政府公共评级部

胡 娟 027-87339288
jhu@ccxi.com.cn

参考内容:《中诚信国际债券市场行业分类标准》(2020 版) ([阅读全文](#))



中诚信国际

基础设施投融资行业

园区基投发行主体以及债券市场表现

2021 年园区基投主体数量、园区基投债存续规模、发行规模及净融资规模增幅均高于基投整体增幅；但园区基投主体级别较全部存续基投主体资质更为下沉，同等级别情况下其加权平均发行利差更高，同时基投资产负债率、应收类款项占比及短期债务占比亦高于基投整体，需关注未来其流动性压力

要点

- 按照功能划分，我国现有的园区可以划分为五大类，隶属于不同的机构管理，如国务院主管的国家级园区、科技部主管的国家级高新区、商务部主管的国家级经开区、海关总署主管的以保税区为核心的海关特殊监管区，以及省级政府主管的各类省级开发区。园区基投系基投中较为特殊的一类，主要功能为承担园区内的开发以及建设任务，此类业务和一般基投类似，但由于园区的特殊性，有些园区基投还承担部分经营性业务，如厂房、写字楼的租赁和运营、园区物业服务，或园区企业的金融服务等业务等，具体职能随园区开发的成熟度有较大关联度。随着园区设立的加快，我国园区基投已经成为当前基投种类中非常重要的部分，其发行主体和债券市场的表现也备受市场关注。
- 2021 年，园区及片区开发运营类基础设施投融资企业园区基投（全文简称“园区基投”）数量有所增加，在全部存续基础设施投融资企业（全文简称“基投”）中数量占比小幅提升，且 AA 级园区基投数量占比增幅最大，其主体级别较全部存续基投主体资质更为下沉；存续园区基投债规模占存续基投债比重进一步提升，园区基投债券进入偿付高峰期，2022~2024 年仍将是到期（含回售）高峰期；园区基投债券发行规模增速与基投整体发行规模增速持平，但园区基投债券净融资规模增速高于基投整体；同等级别情况下园区基投加权平均发行利差仍高于非园区基投，且此差异在高等级发行主体中更为显著。
- 2020 年以来，园区基投盈利能力及主营业务回款情况均有所改善，但利润总额对政府补贴依赖度维持高位；园区基投资产规模和资产负债率持续扩张，应收类款项占比有所下降，但仍高于基投整体，园区基投债务短期化趋势快于基投整体；园区基投 EBITDA 利息保障倍数（中位数）高于基投整体，货币资金/短期债务小于基投整体，短期流动性压力高于非园区基投。

园区是改革开放以后的特殊产物，在对外开放以及地方经济增长方面发挥重要作用。根据商务部数据，2020 年，全国 217 家国家级经开区实现地区生产总值 11.6 万亿元和财政收入 2.1 万亿元，分别占同期全国的 11.5% 和 11.7%。按照功能划分，我国现有的园区可以划分为五大类，隶属于不同的机构管理，如国务院主管的国家级园区、科技部主管的国家级高新区、商务部主管的国家级经开区、海关总署主管的以保税区为核心的海关特殊监管区，以及省级政府主管的各类省级开发区。

园区基投系基投中较为特殊的一类，主要功能为承担园区内的开发以及建设任务，此类业务和一般基投类似，但由于园区的特殊性，有些园区基投还承担部分经营性业务，如厂房、写字楼的租赁和运营、园区物业服务，或园区企业的金融服务等业务等，具体职能随园区开发的成熟度有较大关联度。随着园区设立的加快，我国园区基投已经成为当前基投种类中非常重要的部分，其发行主体和债券市场的表现也备受市场关注。

一、2021 年园区基投发行主体以及债券市场表现

2021 年园区基投数量有所增加，在全部存续基投中数量占比小幅提升，且 AA 级园区基投数量占比增幅最大，其主体级别较全部存续基投主体资质更为下沉；存续园区基投债规模占存续基投债比重进一步提升，园区基投债券进入偿付高峰期，2022~2024 年仍将是到期（含回售）高峰期；园区基投债券发行规模增速与基投整体发行规模增速持平，但园区基投债券净融资规模增速高于基投整体

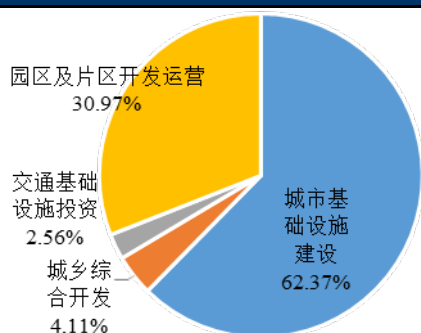
（一）2021 年园区基投数量有所增加，在全部存续基投中数量占比小幅提升，且 AA 级园区基投数量占比增幅最大，园区基投主体级别较全部存续基投主体资质更为下沉

截至 2021 年末，有存续债券且符合《中诚信国际债券市场行业分类标准》（2020 版）的基础设施投融资企业共计 2,070 家，其中园区基投共计 641 家、占比 30.97%，数量和占比较 2020 年均小幅上升，具体包括国家级经开区开发运营企业 171 家、国家级高新区开发运营企业 101 家、国家级新区开发运营企业 40 家、国家级保税区开发运营企业 8 家、省级及以下园区（含省级经开区、省级高新区等）167 家及片区开发运营企业 154 家，其中片区开发、省级及以下开发区开发、国家级高新区开发、国家级经开区开发运营企业新增数量较多，均在 10 家以上。

2021 年园区基投的区域分布格局无明显变化，园区基投仍集中在江浙、川渝、山东及部分中西部省份，其中江苏省以 175 家的园区基投数量独占鳌头，其后的浙江、湖南、重庆、山东、四川分别为 73 家、57 家、45 家、39 家、34 家，其余省（市、自治区）存续园区基投数量在 30 家以下。

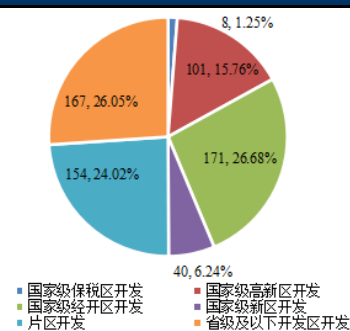
新增园区基投方面，2021 年，江苏、浙江、山东和湖南等省（市、自治区）新增园区基投数量较多，均在 5 家以上。存续园区基投占基投比重较高的省份包括陕西、上海等，占比超过 50%，天津、重庆、江苏、湖南、北京园区基投占基投比重在 40% 到 50% 之间。

图 1：截至 2021 年末基础设施投融资企业二级行业分布



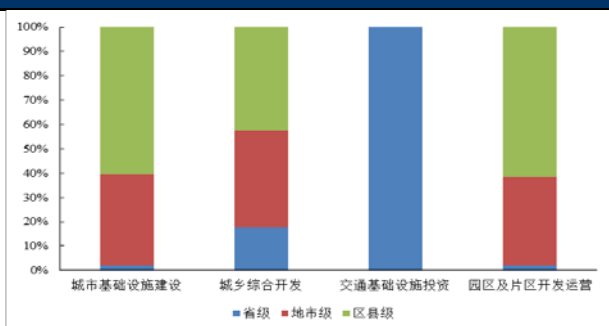
数据口径：样本为截至 2021 年末有存续债券的基投
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 2：截至 2021 年末园区及片区开发运营企业三级行业分布



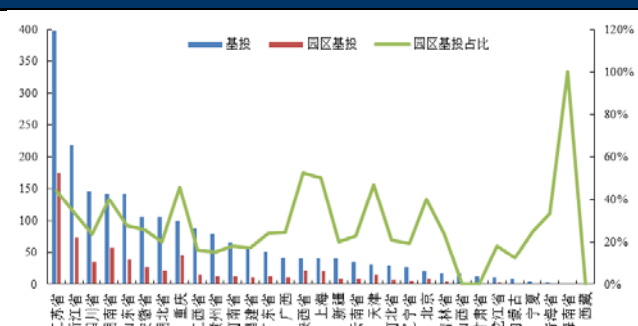
数据口径：样本为截至 2021 年末有存续债券的基投
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 3：基投行业企业实际控制人行政级别分布（占比）



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

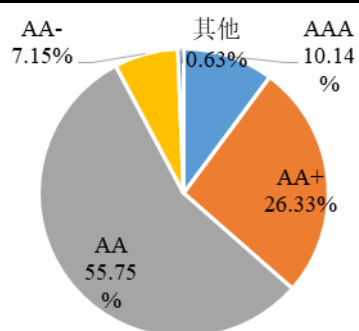
图 4：园区及片区开发运营企业实际控制人区域分布（家数）



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

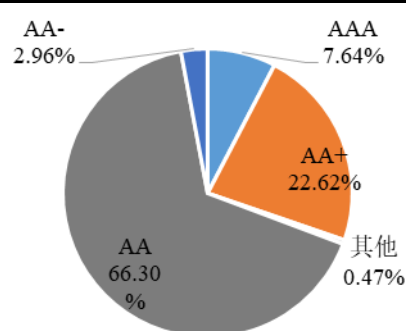
主体信用资质方面，截至 2021 年末，存续基投中 AAA、AA⁺、AA、AA⁻占比分别为 10.14%、26.33%、55.75%和 7.15%，其中 AAA、AA⁺主体数量占比较 2020 年有所增加，AA 及 AA⁻主体数量占比有所下降。同期末，存续园区基投中 AAA、AA⁺、AA、AA⁻占比分别为 7.64%、22.62%、66.30%和 2.96%，其中 AA 主体数量占比增幅最大，符合当前省级开发区及以下占比较高的特征。整体来看园区基投主体资质较全部存续基投更为下沉。

图 5：截至 2021 年末存续基投主体级别分布



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 6：截至 2021 年末存续园区基投主体级别分布



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

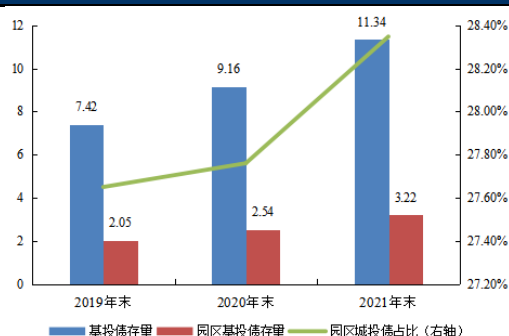
（二）2021 年存续园区基投债规模占存续基投债比重进一步提升，基投债和园区基投债进入偿付高峰期，2022~2024 年仍将是园区基投债到期（含回售）高峰期

截至 2021 年末，存续基投债券规模为 11.34 万亿元，其中园区基投债券余额 3.22 万亿元，与 2020 年末相比，存续基投债和园区基投债规模均有所上升，且存续园区基投债规模占存续基投债比重进一步提升。

区域分布方面，江苏园区基投债券余额均远超其余地市；其次是浙江、湖南、重庆、山东，存续园区基投债券余额在 2,000 亿元到 3,500 亿元之间，存续园区基投债券规模前五大省市较 2020 年无变化，但是合计占比提升至 65.82%，较 2020 年提升 1.31 个百分点，存续园区基投债券的集中度进一步提升；四川、湖北、上海、陕西和河南等五省市存续园区基投债券余额在 1,000 亿元到 1,500 亿元之间，天津、安徽、广东等 12 个省（市、自治区）存续园区基投债券余额在 100 亿元到 1,000 亿元之间，其他省（市、自治区）存续基投债券余额较少。

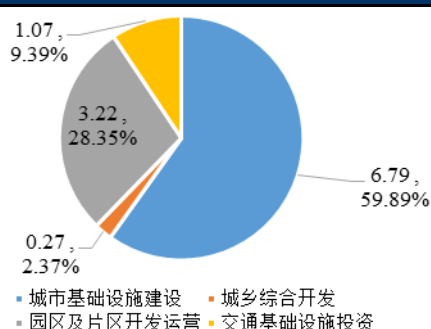
到期压力方面，2021 年以来，基投整体和园区基投债券迎来偿债高峰期，2021 年基投整体和园区基投债券偿还量分别为 3.10 万亿元和 0.85 万亿元，较 2020 年增长分别增长 42.82%和 41.74%，2022~2024 年仍将是基投整体和园区基投债券到期（含回售）高峰期。分主体看，基投债券到期（含回售）压力依次分布在 AA⁺、AAA 和 AA 级别基投主体，AA 级基投主体到期（含回售）压力相对较小，而园区基投债券未来到期（含回售）压力依次分布在 AA⁺、AA 和 AAA 级别园区主体，AA 级基投主体到期（含回售）压力相对较大。

图 7：2019~2021 年末存续基投和园区基投债券规模（万亿元）



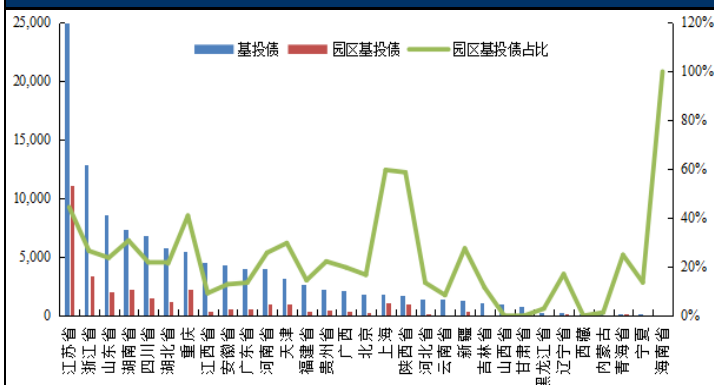
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 8：截至 2021 年末存续基投债券规模二级行业分布（万亿元）



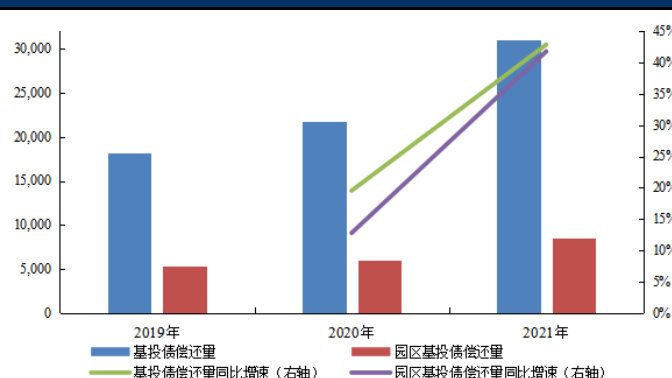
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 9：截至 2021 年末存续园区基投债券区域分布（亿元）



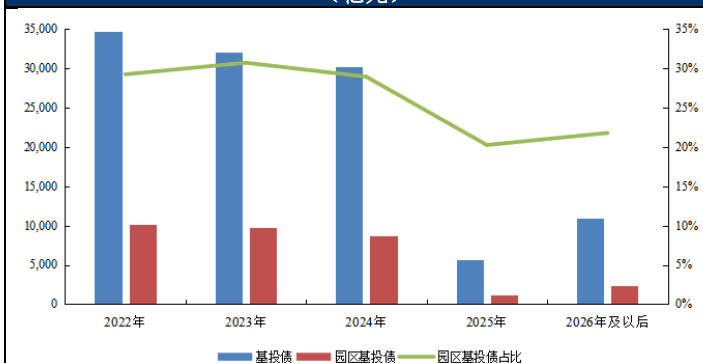
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 10：2019~2021 年基投及园区基投债券偿还量情况布（亿元）



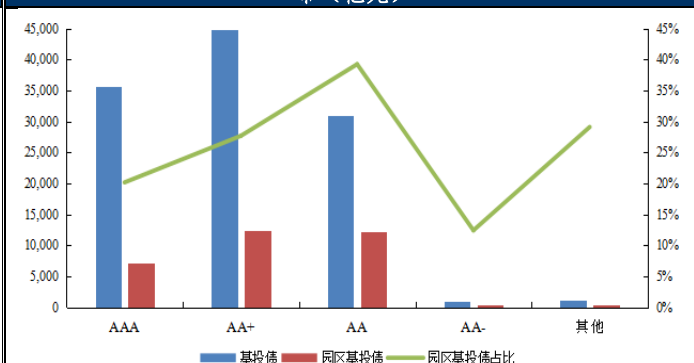
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 11: 截至 2021 年末基投及园区基投存续债券到期(含回售)分布(亿元)



注：带回售条款的债券统计到 2021 年及以后的第一个回售年
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 12: 截至 2021 年末基投及园区基投存续债券到期(含回售)分布(亿元)



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

（三）2021 年园区基投债券发行规模增速与基投整体发行规模增速持平，但园区基投债券净融资规模增速高于基投整体；同等主体级别情况下园区基投加权平均发行利差高于非园区基投，且此差异在高等级发行主体中仍更为显著

2021 年基投债券全年发行规模 4.92 万亿元，同比增长 25.73%；其中园区基投债券发行规模 1.41 万亿元，占全部基投债券发行规模的比重为 28.58%，发行规模同比增长 27.79%，园区基投债券发行规模增速与基投整体发行规模增速持平。

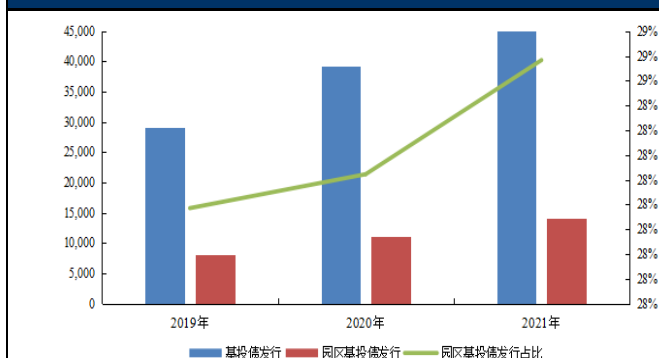
区域分布方面，2021 年园区基投债券发行规模最大的是江苏，发行规模为 5,556.74 亿元，较 2020 年发行规模增长 36.23%，占同期江苏全部基投债券发行规模的 42.43%；浙江、重庆、山东、上海、四川和湖南等 6 个省（市）2021 年园区基投债券发行规模超过 500 亿元，其中重庆和上海园区基投债券发行规模占全部基投债券发行规模的比重较高，分别为 40.64%和 66.63%，浙江、山东、四川、湖南园区基投债券发行规模占比在 20%~30%；2021 年园区基投债券发行规模在 100~500 亿元的有湖北、河南、福建、新疆等 11 个省（市、自治区）；其他省（市、自治区）2021 年园区基投债券发行规模较小。整体来看，园区基投债券发行更多集中在发债活跃的江浙、川渝、天津、山东以及湖南、湖北等区域。

净融资方面，2021 年基投债券和园区基投债券净融资规模分别为 18,189.70 亿元和 5,573.71 亿元，较 2020 年分别同比增长 4.42%和 11.13%，增速大幅放缓，且园区基投债券净融资规模同比扩张更快。从区域分布来看，江苏基投债和园区基投债 2021 年净融资规模最高，分别为 4,484.17 亿元和 1,934.87 亿元，次之为浙江省，规模分别为 3,087.24 亿元和 961.48 亿元，二者合计占全国基投债和园区基投债 2021 年净融资规模的 41.62%和 51.96%；与之相对的是，天津、云南、内蒙古等 9 个省（市、自治区）2021 年基投债表现为净偿还，其中天津基投债和园区基投债 2021 年净偿还规模最高，分别为 597.94 亿元和 306.34 亿元，区域内基投和园区基投面临较大的借新还旧和偿债压力。

发行利差方面，2021 年园区基投发行利差变化趋势与基投整体发行利差变化趋势一致，均呈现振荡态

势，园区基投发行利差仍持续高于基投整体发行利差，此差异在 AA⁺ 和 AAA 级发行主体中更为显著。

图 13：2019~2021 年基投及园区基投债券发行规模（亿元）



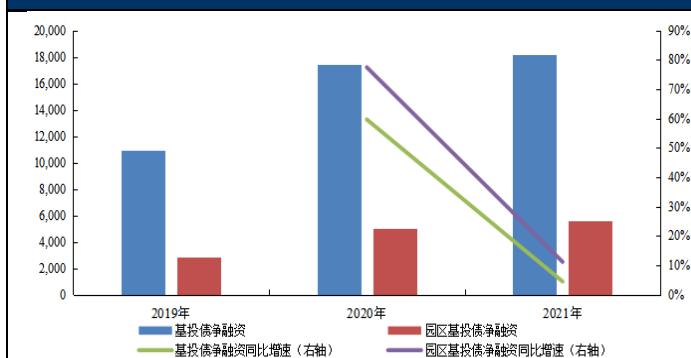
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 14：2021 年基投及园区基投债券发行区域分布（亿元）



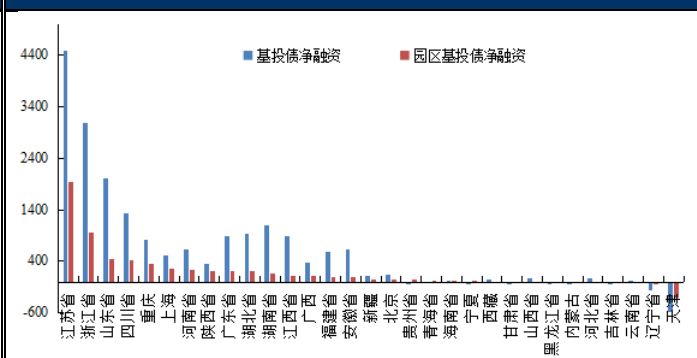
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 15：2019~2021 年基投及园区基投债券净融资规模（亿元）



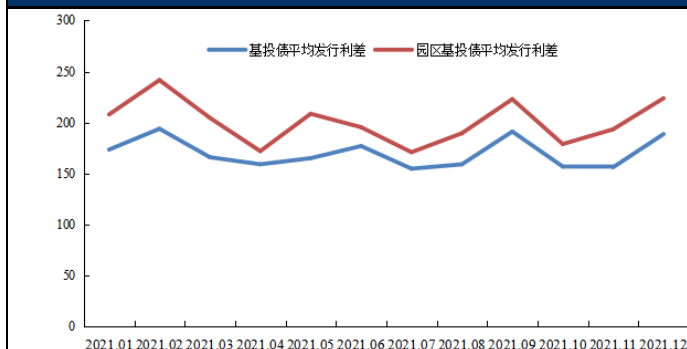
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 16：2021 年基投及园区基投债券净融资区域分布（亿元）



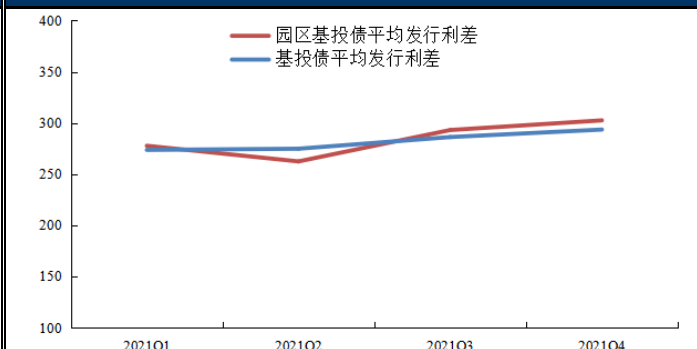
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 17：2021 年基投及园区基投债券平均发行利差变化（BP）



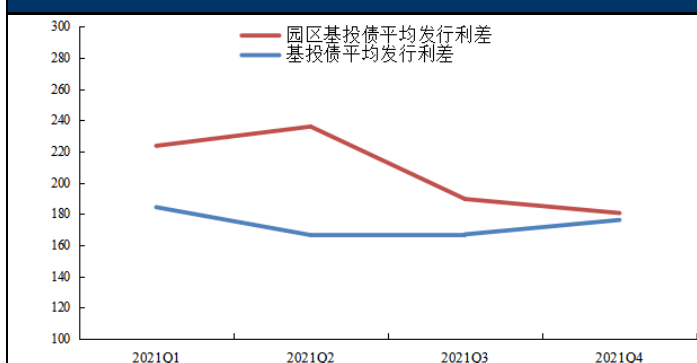
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 18：2021 年 AA 基投及园区基投债券平均发行利差变化（BP）



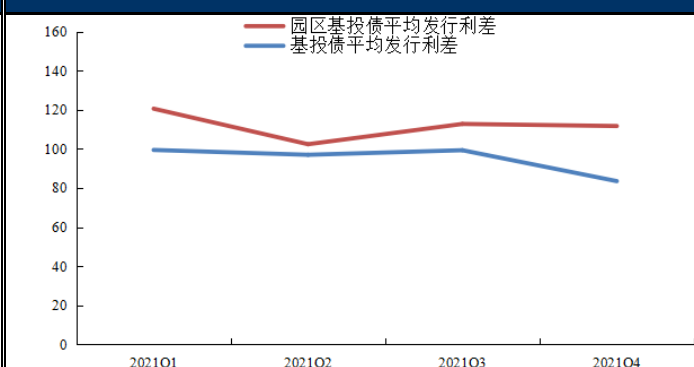
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 19: 2021 年 AA+ 基投及园区基投债券平均发行利差变化 (BP)



数据来源: 中诚信国际区域风险数据库

图 20: 2021 年 AAA 基投及园区基投债券平均发行利差变化 (BP)



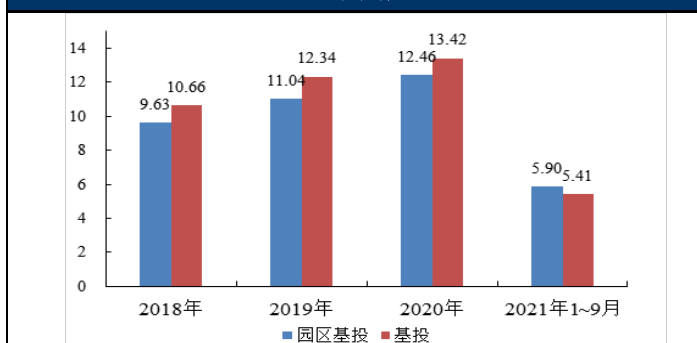
数据来源: 中诚信国际区域风险数据库

二、园区基投资体的财务表现

2020 年以来, 园区基投盈利能力及主营业务回款情况均有所改善, 但利润总额对政府补贴依赖度维持高位; 园区基投资产规模和资产负债率持续扩张, 应收类款项占比有所下降, 但仍高于基投整体, 园区基投债务短期化趋势快于基投整体; 园区基投 EBITDA 利息保障倍数 (中位数) 高于基投整体, 货币资金/短期债务小于基投整体, 短期流动性压力高于非园区基投

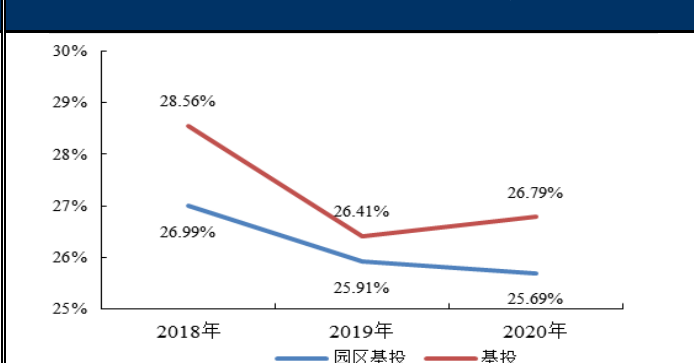
盈利能力方面, 2020 年园区基投营收中位数持续上移, 营收能力持续改善, 但略低于基投营收中位数, 且同期 EBITDA 利润率未随营收中位数上移而改善; 利润总额方面, 2020 年园区基投利润总额中来自政府的比重为 51.21%, 园区基投利润总额对政府补贴的依赖度维持高位; 获现能力方面, 2020 年园区基投收现比中位数较 2019 年进一步上升, 主营业务回款情况有所改善, 同时 2021 年 1~9 月, 园区基投收现比中位数仍高于 2020 年同期。

图 21: 2018~2020 年及 2021 年 1~9 月园区基投营业总收入 (亿元) (中位数)



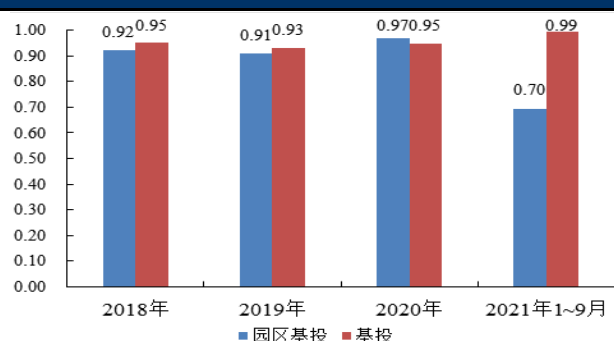
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 22: 2018~2020 年园区基投 EBITDA 利润率 (中位数)



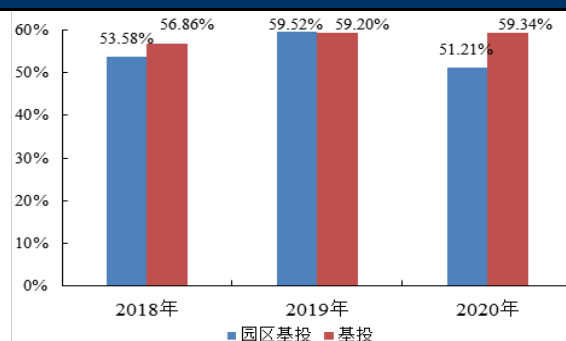
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 23: 2018~2020 年及 2021 年 1~9 月园区基投收现比 (中位数)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

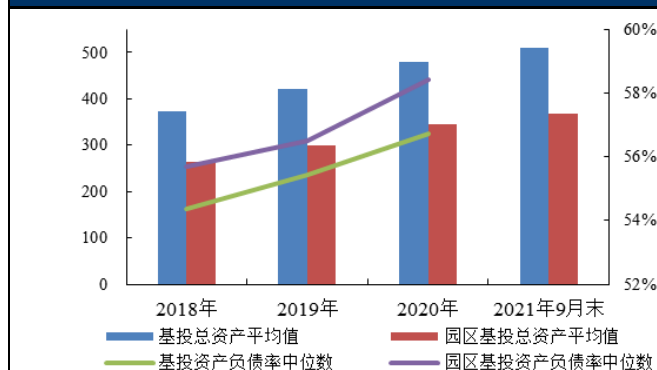
图 24: 2018~2020 年园区基投政府补助/利润总额 (中位数)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

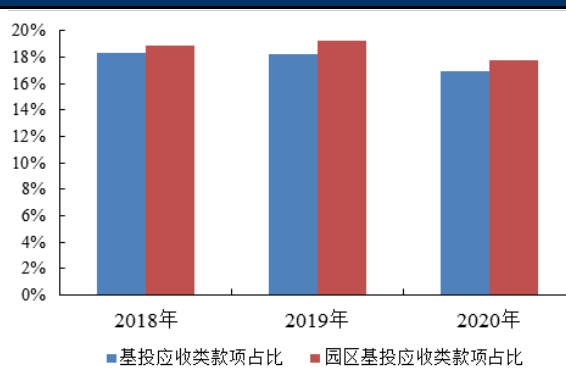
资本结构方面, 2020 年以来基投和园区基投总资产规模持续扩张, 园区基投总资产规模均值低于整体基投, 但园区基投资产负债率中位数高于整体基投资产负债率中位数 1~2 个百分点, 债务负担相对较重; 2020 年以来园区基投资产中应收类款项占比有所下降, 但仍高于基投整体, 资金被占用程度更严重。债务方面, 2020 年以来, 基投和园区基投债务均呈现持续扩张趋势, 园区基投债务中位数略低于基投整体, 但园区基投债务中位数上移速度高于基投整体; 短期债务占比方面, 基投和园区基投短期债务占比进一步攀升, 园区基投短期债务中位数持续高于基投整体短期债务中位数 3~4 个百分点, 园区基投债务短期化趋势较基投更明显。

图 25: 2018~2021 年 9 月末基投和园区基投资产总额及资产负债率情况 (亿元)



注: 2021 年 9 月末部分企业总资产数据缺失, 以 2020 年末总资产数据代替
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 26: 2018~2021 年 9 月末基投和园区基投应收类款项占比 (中位数)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 27: 2018~2021 年 9 月末基投和园区基投总债务情况 (中位数) (亿元)

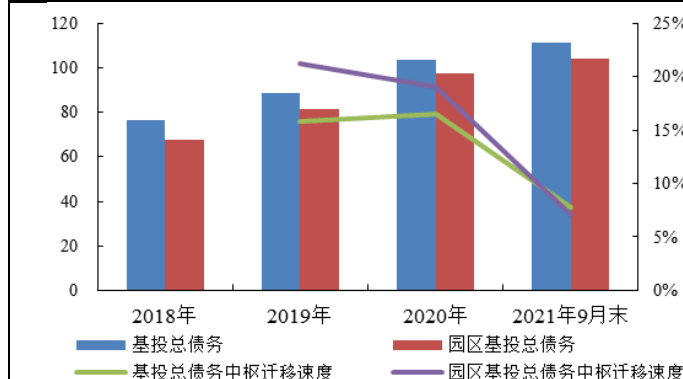
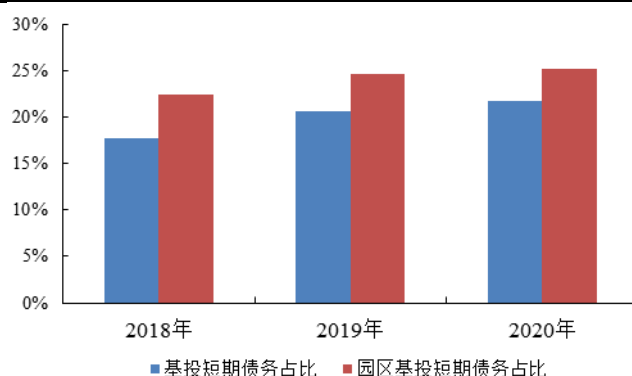


图 28: 2018~2020 年末基投和园区基投短期债务占比 (中位数)

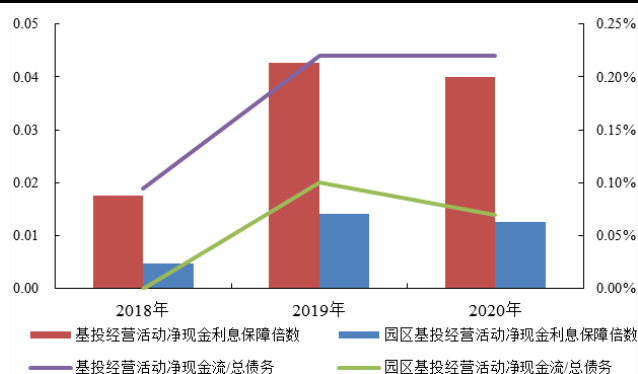


数据来源: choice, 中诚信国际整理

数据来源: choice, 中诚信国际整理

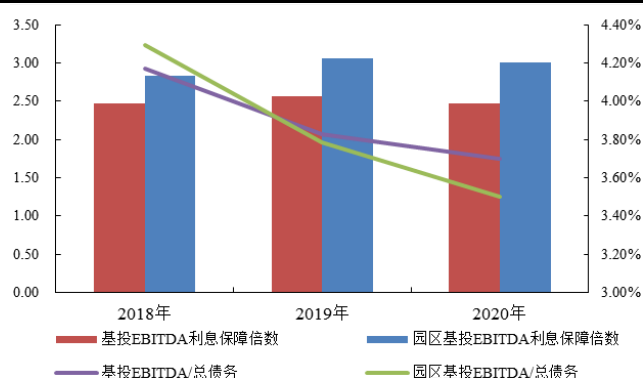
现金流及偿债能力方面, 2020 年得益于资本市场融资环境相对宽松, 基投和园区基投融资活动现金净流入规模均大幅上升; 基投和园区基投经营活动净现金流对债务本息覆盖能力较 2019 年有所减弱, 且园区基投经营活动净现金流对债务本息覆盖能力行业中位数低于基投整体; 基投和园区基投 EBITDA 对债务本金的保障能力较低, 但 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数中位数均达到 1 倍以上, 且园区基投 EBITDA 利息保障倍数 (中位数) 高于基投整体。短期流动性方面, 随着短期债务占比攀升, 2020 年基投和园区基投的短期偿债水平进一步下滑, 园区基投的货币资金/短期债务小于基投整体, 短期流动性压力高于非园区基投。

图 29: 2018~2020 年末基投和园区基投偿债能力指标 (中位数)



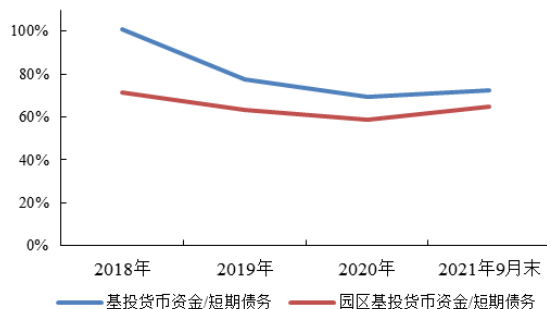
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 30: 2018~2020 年末基投和园区基投偿债能力指标 (中位数)



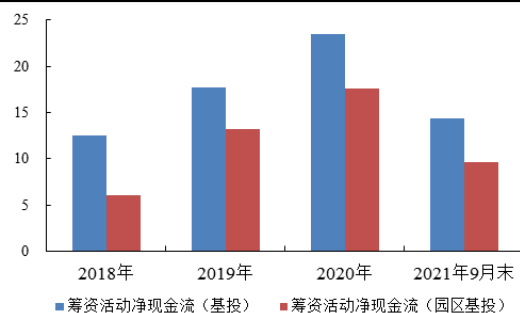
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 31: 2018~2021 年 9 月末基投和园区基投偿债能力指标 (中位数)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 32: 2018~2021 年 9 月末基投和园区基投融资活动净现金流 (亿元) (均值)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

三、结论

园区基投系基投中较为特殊的一类, 随着园区设立的加快, 我国园区基投已经成为当前基投种类中非常重要的部分, 其发行主体和债券市场的表现也备受市场关注。本文分析了 2021 年园区基投发行主体以及债券市场表现, 园区基投主体的财务表现, 并着重和一般基投进行了对比, 主要结论如下:

2021 年园区基投数量有所增加, 在全部基投中数量占比小幅提升, 但其中 AA 级园区基投数量占比增

幅最大，其主体级别较全部存续基投主体资质更为下沉。2021 年以来，基投整体和园区基投债券已进入偿付高峰期，2022~2024 年仍将是基投及园区基投到期（含回售）高峰期，基投整体到期压力更多分布在 AA⁺ 及 AAA 主体，而园区基投到期压力更多分布在 AA 及 AA⁺ 主体。发行方面，2021 年，基投债和园区基投债发行规模均保持增长，但净融资规模增速放缓明显，且净融资规模出现分化，江苏、浙江净融资规模扩张，天津则呈净偿还状态；发行成本方面，2021 年园区基投发行利差变化趋势与基投整体发行利差变化趋势一致，均呈现振荡态势，园区基投发行利差仍持续高于基投整体发行利差，此差异在 AA⁺ 和 AAA 级发行主体中更为显著。

财务表现上，2020 年以来，园区基投盈利能力持续改善且及主营业务回款情况尚可均有所改善，但利润总额对政府补贴依赖度维持高位；园区基投资产规模和资产负债率持续扩张，应收类款项占比有所下降，但仍高于基投整体，园区基投债务短期化趋势快于基投整体；近年来园区基投资产负债率和应收类款项占比持续高于基投整体，资金被占用程度甚于非园区基投，且园区基投债务短期化趋势快于基投整体，园区基投 EBITDA 利息保障倍数（中位数）高于基投整体，整体上园区基投的货币资金/短期债务小于基投整体，短期流动性压力高于非园区基投。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
胡 娟	政府公共评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>