



粤开证券专题研究

城投降本攻略

2020 年 01 月 07 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@yqzq.com

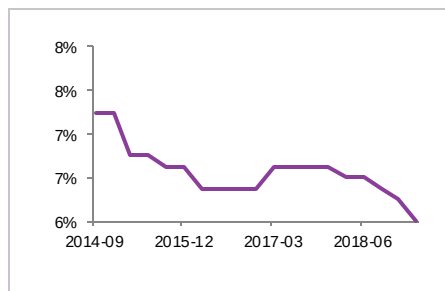
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@yqzq.com

分析师：王婧瑶

执业编号：S0300519110002
电话：010-66235693
邮箱：wangjingyao@yqzq.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《一文看懂中央经济工作会议》

2019-12-12

《经济底部已经出现——评 11 月经济数据》 2019-12-16

《创新驱动、区域规划和纽约湾区转型——粤港澳大湾区研究系列之 7》

2019-12-18

《理解宏观经济》 2019-12-26

《经济短期低点已过——评 12 月官方制造业 PMI》 2019-12-31

◇ 城投降本攻略

2019 年，中债口径城投债共发行 3.36 万亿元，创下历史新高。净融资 1.20 万亿元，低于 2014 年的 1.63 万亿和 2016 年的 1.52 万亿，规模为历史第三。

但在城投债发行规模创历史新高的同时，不同主体间的发行难度和发行成本出现分化，比较突出地体现在以下三个方面。一是低评级城投债发行利率的增幅，明显大于高评级城投债。二是近年低行政级别的城投债发行占比明显下滑。三是不同省市间的城投债信用利差出现分化。

无论是基建稳增长，还是借新还旧，未来对城投债依然有很大需求。如何降低发行成本和发行难度，是低评级、低行政级别、高债务率地区的城投平台，所面临的现实问题。

通过对案例的梳理，我们发现，可以从缩短债券期限、引入担保、重组整合等方式，来降低城投债的发行难度和成本。

◇ 风险提示：地方债务监管加强



目 录

一、城投债发行出现分化.....	3
二、城投如何降低发债成本	5
（一）缩短发行期限.....	5
（二）引入担保.....	8
（三）平台重组整合	10

图表目录

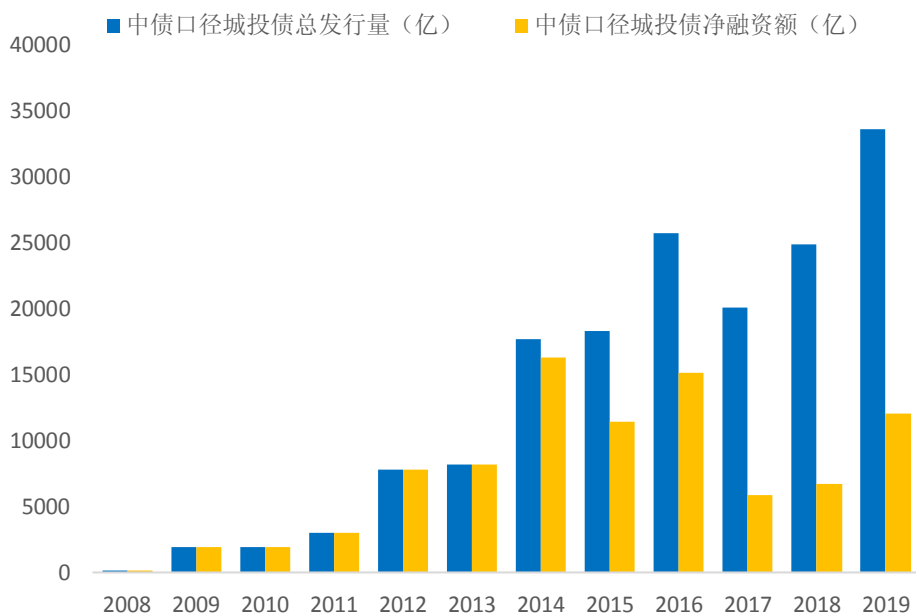
图表 1： 2019 年中债口径城投债发行量创下历史新高.....	3
图表 2： 2018 年年初开始不同评级的城投债信用利差分化加剧.....	3
图表 3： 2016 年—2019 年，地级市、县及县级市城投债发行占比下降.....	4
图表 4： 2018 年以来，不同省市间的城投债信用利差出现分化.....	5
图表 5： 2019 年中债口径城投债发行期限占比.....	5
图表 6： 2018 年开始 5 年及以上期限的城投债信用利差明显走阔	6
图表 7： 近年低行政级别的县及县级市城投债发行期限呈现短期化趋势.....	6
图表 8： AAA 城投所发行的不同期限城投债的发行利率补偿	7
图表 9： AA 城投所发行不同期限的城投债发行利率补偿	8
图表 10： 相比于发达地区，经济发展相对落后地区的城投债担保需求更强.....	8
图表 11： 部分城投平台在引入担保后的城投债债项评级上升，或者是发行利率补偿出现了下降.....	9
图表 12： 近年资产划入或收购资产的主要城投平台，重组前后所发债券的发行利率补偿多数下降.....	10
图表 13： 除少数案例外，资产划出后城投平台的发行利率补偿上升.....	11
图表 14： 多数有资产置换的城投平台，资产置换前后城投债的债项评级上升，或者是发行利率补偿下降.....	12



一、城投债发行出现分化

2019 年，中债口径城投债共发行 3.36 万亿元，创下历史新高。净融资 1.20 万亿元，低于 2014 年的 1.63 万亿和 2016 年的 1.52 万亿，规模为历史第三。

图表1： 2019 年中债口径城投债发行量创下历史新高

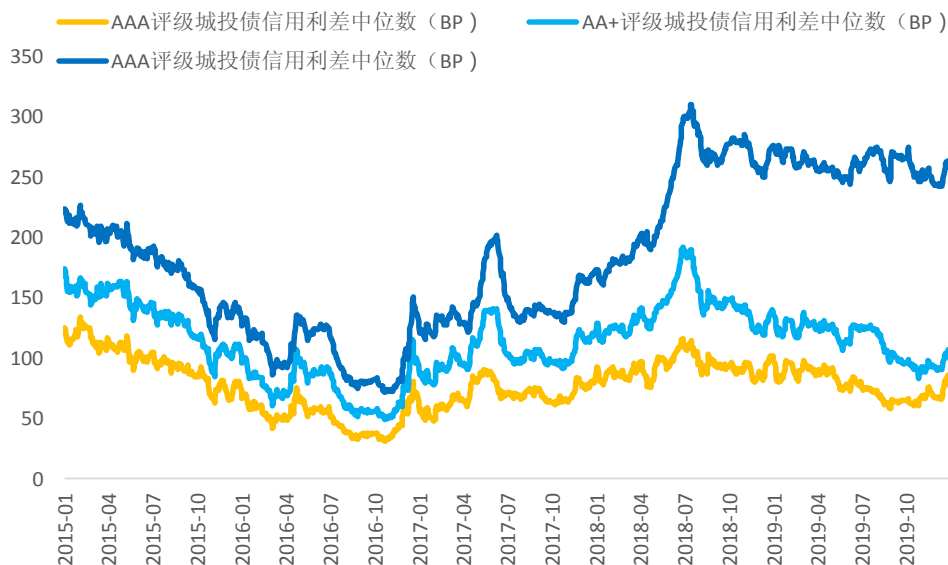


资料来源：Wind，粤开证券

但在城投债发行规模创历史新高的同时，不同城投主体间的发行成本和难度出现分化，比较突出地体现在以下三个方面。

第一，低评级城投债发行利率的增幅，明显大于高评级城投债。2016 年四季度城投债信用利差开始走阔，2018 年年初开始不同评级的城投债信用利差分化加剧。

图表2： 2018 年年初开始不同评级的城投债信用利差分化加剧



资料来源：Wind，粤开证券

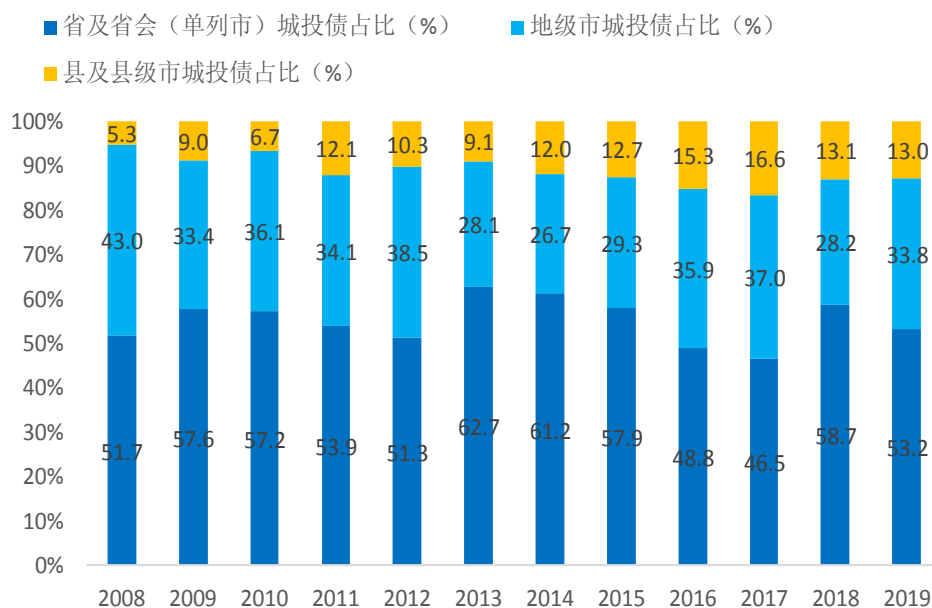


2020 年 1 月 3 日,AAA、AA+、AA 三个评级的城投债信用利差中位数,分别为 75.93BP、98.81BP 和 257.65BP,相比于 2017 年最后一个交易日的信用利差中位数,分别下降 3.32BP、下降 20.23BP 和走阔 87.48BP。

很明显,低评级城投债的信用利差走阔更显著,而高评级城投债的信用利差非但没有走阔,反而是在下降的。

第二,近年低行政级别的城投债发行占比明显下滑。中债口径的城投债中,发行主体为省及省会城市(单列市)城投的占比,从 2016 年 48.8%提高到 2018 年的 58.7%,2019 年则由于发行主体为地级市的城投债增长较快,被动降低到 53.2%。2016 年到 2019 年,地级市新发城投债的占比从 35.9%下滑到 33.8%,同期县及县级市的城投债发行占比从 15.3%下降到 13.0%。

图表3: 2016 年—2019 年,地级市、县及县级市城投债发行占比下降

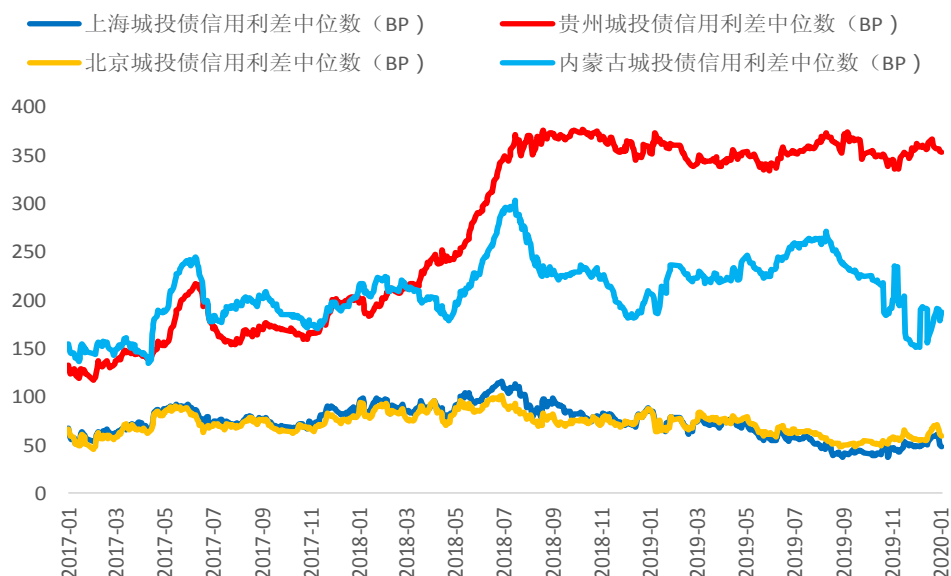


资料来源: Wind, 粤开证券

第三,不同省市间的城投债信用利差出现分化。近年地方债务监管趋严,对城投违规举债高压监管,高隐性债务压力的省市城投债信用利差走阔并持续处在高位,而经济发达、隐性债务压力相对较小的省市,城投债信用利差 2018 年以来还是收窄的。



图表4： 2018 年以来，不同省市间的城投债信用利差出现分化



资料来源：Wind，粤开证券

二、城投如何降低发债成本

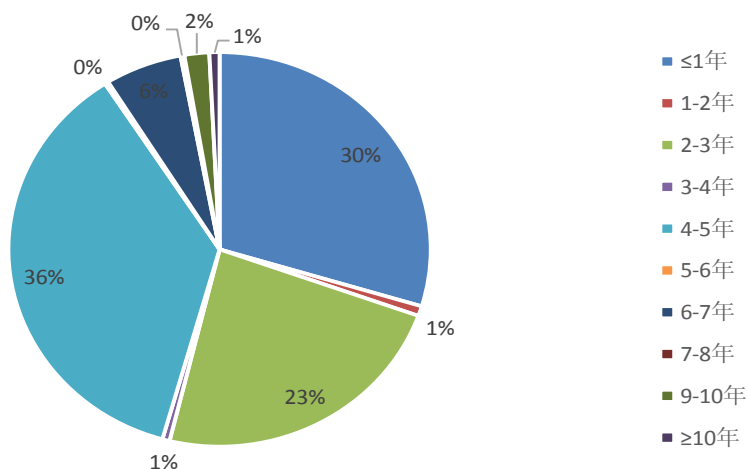
无论是基建稳增长，还是借新还旧，未来对城投债依然有很大需求。如何降低发行成本和难度，是低评级、低行政级别、高债务率地区的城投平台，面临的现实问题。我们认为，可以从下面三个角度，来降低城投债的发行成本和难度。

（一）缩短发行期限

2019 年中债口径城投债，按发行期限来看主要集中在 1 年内、2-3 年和 4-5 年，金额占比分别为 29.66%、23.34%和 36.51%。期限在 4 年以上(主要为 5 年及以上)占 45.6%。

图表5： 2019 年中债口径城投债发行期限占比

2019年中债口径城投债发行期限占比 (%)



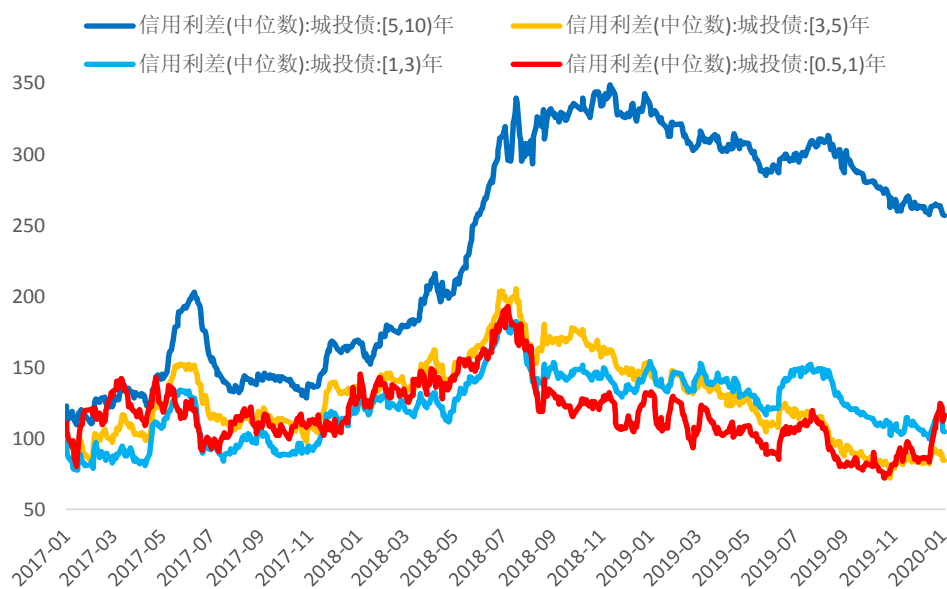
资料来源：Wind，粤开证券



对投资者而言，尽管政策一直要求隔离城投债务和地方政府债务，但实际上地方政府兜底城投债的意愿和能力，是决定城投债发行难度、发行利率的关键因素。时间越长，政策的不确定性越大，尤其是那些经济发展水平相对较低、隐性债务压力大的地区，城投债发行期限对投资者的配置意愿有较大影响。

对比不同期限的城投债信用利差，可以发现 5 年及以上期限的城投债信用利差，2018 年开始的走阔幅度，远大于中短期限的城投债信用利差。

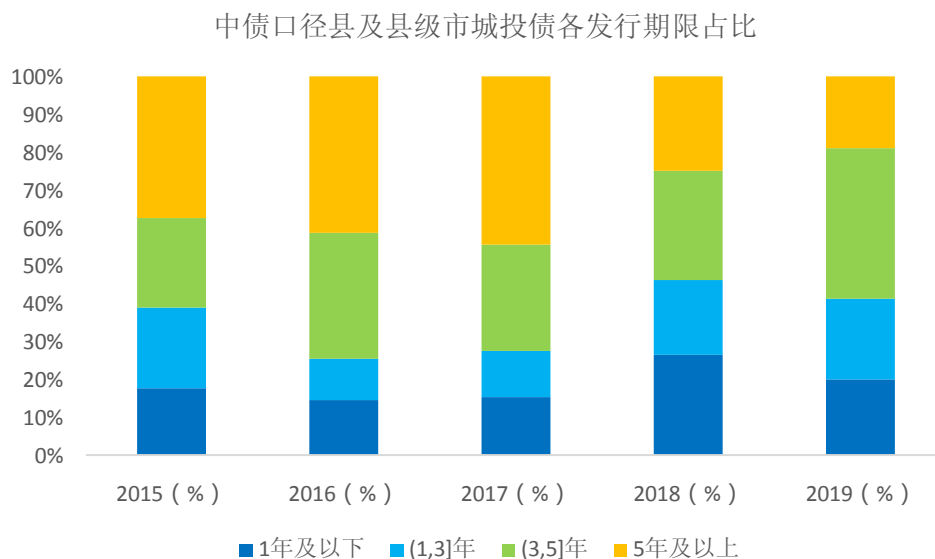
图表6： 2018 年开始 5 年及以上期限的城投债信用利差明显走阔



资料来源: Wind, 粤开证券

低行政级别的县及县级市的发行人，所发行城投债中 5 年及以上期限的占比，从 2017 年的 44.37%，下降到 2019 年的 18.79%，债务期限结构呈现短期化趋势。

图表7： 近年低行政级别的县及县级市城投债发行期限呈现短期化趋势



资料来源: Wind, 粤开证券



我们将城投债发行时的票面利率减去相同期限、发行时间最接近的国债发行利率，定义为发行利率补偿，即：

发行补偿利率 = 城投债发行票面利率 - 同期限、发行时间最接近的国债发行利率

将同一城投平台所发行的不同期限城投债的发行补偿利率做对比，可以发现大多数城投平台，长期限城投债所要求的发行补偿利率，明显高于它们发行的短期限城投债的发行补偿利率，尤其是对五年期和七年期的城投债而言，这个规律更明显。

图表8：AAA 城投所发行的不同期限城投债的发行利率补偿

城投平台	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期
天津城投	1.5171%	1.6208%	1.8666%	1.5939%
国信集团	1.2478%	1.3584%	——	1.6189%
京投公司	1.1427%	1.3282%	——	1.1534%
联投集团	2.4614%	1.7446%	——	1.9987%
滨海建投	1.8567%	1.5655%	2.0553%	2.3567%
国管中心	0.9094%	1.1363%	——	1.3409%
湖北交投	1.4718%	1.9227%	1.7477%	2.3539%
广州地铁	——	0.9621%	——	1.6148%
云投集团	2.2821%	1.5675%	——	2.2415%
福建投资集团	1.2471%	1.1623%	1.4766%	1.1290%
四川发展	1.3450%	1.3564%	1.2833%	1.2703%
陕投集团	2.7360%	1.8712%	2.1093%	——
江西高速	1.8310%	1.2670%	1.6633%	2.4652%
湖南高速公路	1.6046%	1.3309%	1.4339%	——
天保投控	2.2733%	2.8601%	——	——
云南城投	2.8102%	2.2640%	——	——
交控集团	——	1.2527%	1.2967%	——
广西铁投	1.5674%	1.8602%	1.1750%	0.7368%
云南能投	2.3718%	1.5825%	——	1.8236%
两江开投	0.3655%	0.8550%	2.4250%	——
福建能源集团	1.2199%	1.9805%	——	1.4494%
河北建投	——	1.4239%	1.5000%	1.7900%
北京国资公司	0.9471%	1.2241%	2.1532%	1.7854%
北控	0.8111%	0.9270%	1.6849%	1.1786%
渤海国资	1.8981%	1.8367%	0.8633%	1.1525%
成都地铁	1.5717%	1.4814%	——	——
广西投资集团	1.7568%	1.5526%	0.5071%	——
深投控	0.9835%	1.0558%	——	0.8825%
海淀国资	1.1860%	1.5412%	2.0400%	——
河南投资集团	1.2758%	1.4413%	——	——
闽高速	1.1678%	2.1516%	——	1.3027%
粤海	0.7225%	0.9475%	1.7232%	1.4295%
浙交投	0.8296%	0.9908%	——	1.4190%
深圳能源	1.4852%	1.2747%	——	0.9489%
福州城投集团	——	0.9551%	——	1.4425%



城投平台	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期
华发集团	1.2551%	1.7549%	——	1.3000%
泰达控股	2.7127%	1.9629%	——	——

资料来源：Wind、粤开证券

图表9： AA 城投所发行不同期限的城投债发行利率补偿

城投平台	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期
景德镇市国控集团	3.5913%	2.4006%	2.5833%	——
淮南城投	2.8225%	2.7042%	3.5941%	——
扬州经开	3.0319%	3.1665%	3.2207%	——
邵阳城投	3.4192%	2.3720%	2.3350%	2.8300%
十堰城投	——	2.1266%	2.8450%	1.9575%
湘潭九华	——	——	2.8005%	2.2800%
淮安新城	2.4243%	1.6373%	3.1029%	——

资料来源：Wind、粤开证券

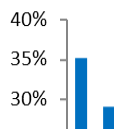
因此，部分发债困难的城投平台，可以选择缩短发行期限来降低发行成本和难度。

（二）引入担保

在债券发行时，可以引入担保，包括专业第三方担保机构、关联企业担保和非关联企业担保等。同一地区不同公司之间连环担保或相互担保，或者第三方专业的融资担保机构进行担保，都较为常见。

城投债发行时，在担保上有两个特点。一是相比于经济发达地区，经济发展相对落后地区的城投公司，发债时的担保需求更强。二是低行政级别城投债的担保比例更高，县级平台和地级市平台有担保城投债的比例分别为 29.2%、11.2%，而有担保的省级平台城投债比例只有 7.3%。

图表 10：相比于发达地区，经济发展相对落后地区的城投债担保需求更强



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7955

