



孙彬彬：2021 年以来首次发债城投平台有何新特征？





【天风研究·固收】 孙彬彬/谭逸鸣

摘要：

观察 2021 年以来首发城投债，我们区分有担保和无担保，首先聚焦有担保首发：

（一）融资担保公司担保的首发城投债：融资担保公司担保的城投平台共 34 家，涉及的债券共 194.8 亿，多集中在安徽、四川、湖南、江苏、江西等省份，且主要以省级融资担保公司担保为主，在当前的政策框架设定之下，省级政府政策性担保公司是融资担保行业发展的主线，建议关注其中强担保叠加弱主体带来的投资机会。此外，2021 年以来中字头担保公

司担保的债券较去年有所增长，值得关注。

(二) 非融资担保公司担保的首发城投债：(1) 担保人为集团母公司，相比 2020 年同期，2021 年由集团母公司担保的首发城投债有所下降，这与城投整合不断推进深化，集团体系内各子公司投融资定位和规划逐步明朗有关：这种情况通常是区域一大平台体系内的子公司出来发债时寻求母公司担保，区域内核心主平台内的较为重要细分板块的发债子公司建议积极关注。

(2) 由区域内其他平台公司担保，这其中又可以大致划分成三种情况：1) 区域内的某一平台集团体系内的子公司首次发行找另一家体系内的兄弟公司担保，由于此类担保主体整体较弱，效力不强，在今年政策边际趋紧的环境下没有发生；2) 市本级主平台给区县主体加担保；3) 更多的还是区域次平台（股权直属地方政府或者相关部门）或其子公司找区域主平台加担保。

整体来看，由非融资担保公司担保的首发城投债中，由市本级核心平台给区县加担保的利差压缩比较明显，而其他两种方式下更多取决于区域的整体经济债务平衡度，我们需对此进行合理评估。

其次，聚焦无担保裸发的首发城投债，同样从逻辑划分上可以区分为以下几类：

(1) 市本级核心平台首次发行：在这种情况下，整合后的主体信用资

质在区域内而言相对较好，但首次发行或有一定的溢价。

此外，市本级负责区域内细分领域的平台，整体来看在这一轮区域平台整合当中或并非资源集中倾斜的受益主体，但其部分具备小而美的特质，这类主体由于业务范围相对聚焦，其信用层面有其稳定性，但其流动性较差，需把握其中的区域和业务端的或有问题。

(2) 各类型园区平台亮相资本市场首次发行，此类主体主要聚焦区域整体发展水平以及园区招商引资及产业实力。

(3) 和市本级划分逻辑上类似，区县平台当中一类是经资产划转/平台整合后的核心平台首次发行，另一类是细分业务领域的平台出来首次发行，这当中有几类主体建议积极关注：1) 类似市本级核心平台整合一样，区县统筹区域内城市综合运营相关资产打造集团大平台出来首次发行；2) 市中心核心城区平台出来发债：这类主体原本处于所在地市主城区，此前投融资需求或相对较少，平台资产体量不大，而在调整融资结构以及市场化转型的诉求下登陆资本市场，值得关注其区域优势。

(4) 集团子公司单独出来资本市场发债且不寻求集团公司或者区域内其他平台担保：这类主体当中可重点关注区域核心集团公司的细分业务领域的发债子公司，比如海盐城投、嘉兴东部建设、泰安城发、台州交通等。

2021 年以来，城投政策整体有所边际收紧：一方面发债审批场所对平台进行分档划分以约束发债，另一方面银保监 15 号文进一步加强落实隐性

债务化解工作。但在流动性较为宽松的市场环境下，城投净融资表现整体并不弱，那么结构性上来看是否有所不同？我们从 2021 年首次新发城投平台来观察。

图 1：2021 年以来城投净融资并不弱

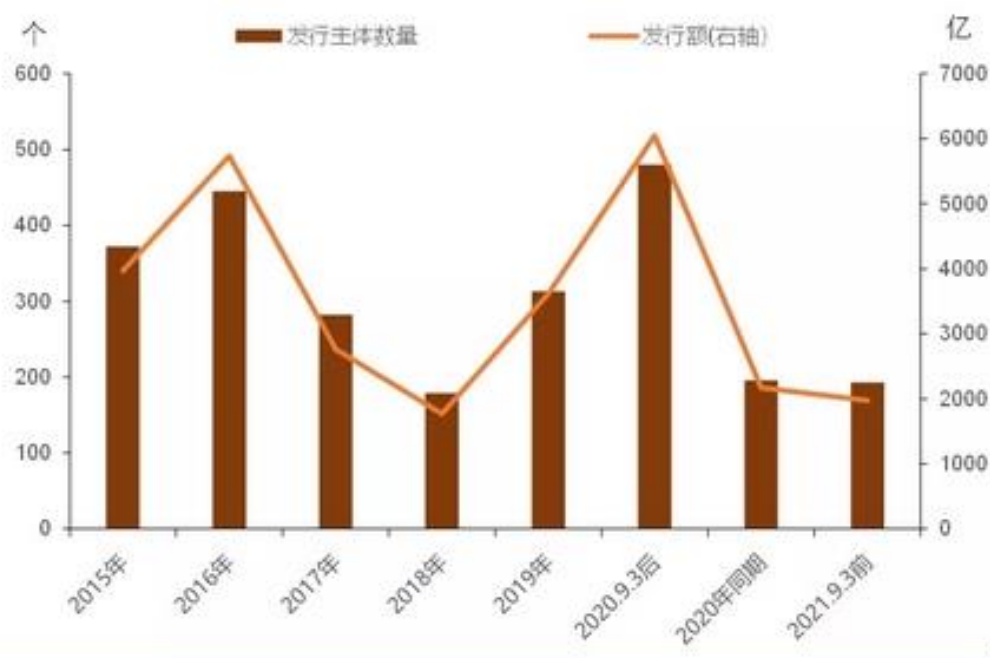


资料来源：wind，天风证券研究所

2021 年以来首次发行的城投平台呈现何种特征？

在政策边际收紧的背景下，首次发行的城投平台数量以及债券规模较 2020 年同期并未有明显下降。这一定程度反应了在政策有保有压图景下，尽管有交易所红橙黄绿以及交易商协会一二三四类企业分档以及银保监 15 号文的约束，但合理融资需求并未完全被限制，与 2017-2018 年有很大不同。

图 2：2021 年以来首次发行城投平台较去年同期持平

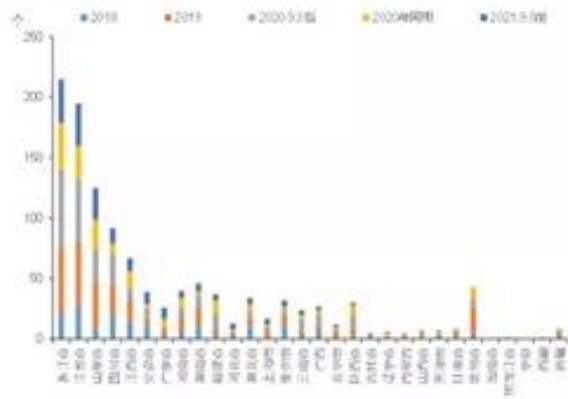


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：首次发行主体若于年内发行多只债券，则均计入发行额

分省分布来看：2021 年中首次发行主体数量较多的省份为浙江、江苏、山东、四川、江西等，安徽 2021 年首次发较去年有所增长，而 2020 年同期首发较多的陕西、福建两省 2021 年有所下降；从债券发行规模来看：浙江、江苏、山东仍较为突出，其次安徽、湖南、江西、四川等省份首发规模也不小。

图 3: 2018-2021 各省首次发行城投平台 (主体数量) ^{1,2}



资料来源: wind, 天风证券研究所^{1,2}

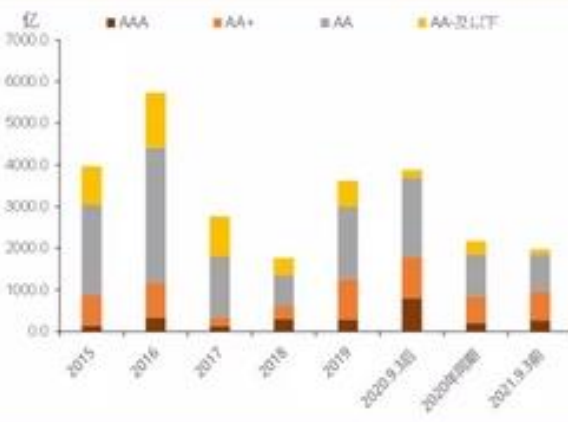
图 4: 2018-2021 各省首次发行城投平台 (发债规模) ^{1,2}



资料来源: wind, 天风证券研究所^{1,2}

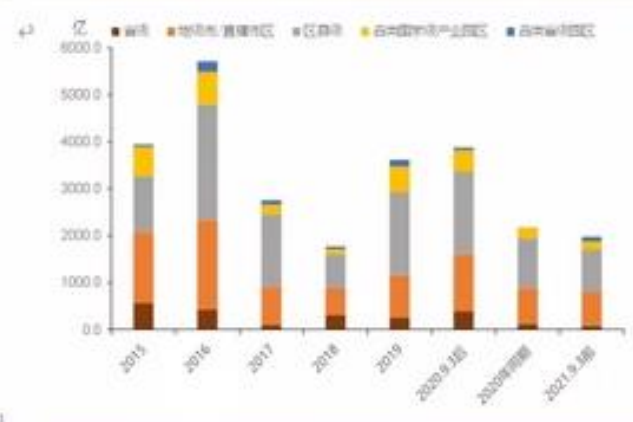
分主体评级来看: 2021 年首发主体仍主要集中在 AA 以上 (尤其是 AA+及 AA), 相比 2020 年, 2021 年以来 AA-及以下首发主体有明显减少。行政层级来看: 2021 年首发主体当中地级市/直辖市以及区县级平台占绝大比重, 此外 2021 年以来各类省级园区首发规模有所增长。

图 5: 2015-2021 年新发债城投平台分评级分布^{1,2}



资料来源: wind, 天风证券研究所^{1,2}

图 6: 2015-2021 年新发债城投平台分行政层级分布^{1,2}

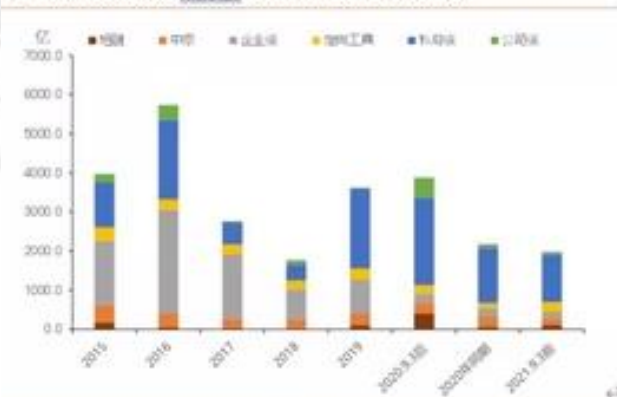


资料来源: wind, 天风证券研究所^{1,2}

分券种来看: 2020 年在融资环境大幅宽松的背景下, 城投首次发行中私募债扩容较为明显, 到目前为止, 2021 年仍延续去年的情况, 私募债以及 PPN 是主要构成部分。

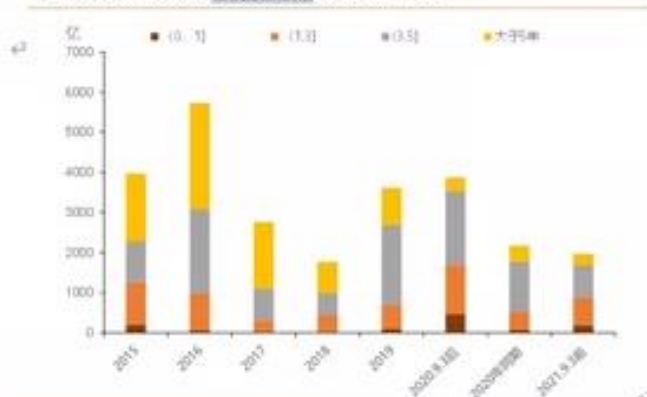
从首发期限来看：2021 年首次发行城投债中 1-3 年发行占比有所提升，一定程度反应出在融资环境边际收紧、机构整体风险偏好下降的情况下，长久期债券发行有所减弱。

图 7：2021 年以来首发城投平台中私募占比仍较高⁴¹



资料来源：wind, 天风证券研究所⁴¹

图 8：2021 年以来首发城投债期限有所缩短⁴²



资料来源：wind, 天风证券研究所⁴²

此外，由于部分平台首次在资本市场亮相，其裸发难度相对较大，故而会寻求担保从而保证顺利发行（融资成本在此时或还不是第一考虑），从历史发行情况来看，2015-2016 年期间加担保首次发行比例相对低一些，在 40%左右，在 2017-2020 年有担保首次发行比例基本在 50%左右，其中又以母公司或者区域内其他平台担保为主，而以融资担保公司担保的占比则相对较低（这与其担保额度有限或有一定关系）。

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_34949

