

企业债的窗口期，发行增长

2024年02月20日

主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

史晓姗
shixsh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

最新发行进展: 2024年1月，企业债发行18只，规模104.08亿元，同比分别增长12.5%和下降37.1%，较上年12月环比增长100.0%和40.7%。从净融资看，本月净融资-125.57亿元，虽然仍为净偿还，但净偿还规模自2023年9月以来首次明显下降。从2023年10月审批权移交以来，企业债共计发行34只，规模227.08亿元，1月发行量占比45.8%。目前，企业债发行仍处于观望阶段，且部分政策细节有待明确。1月发行出现增长，说明项目备案正在提速。**具体看:** 第一，浙江为主要发行省份，重点省份尚未发行；第二，企业债主体和债项等级大幅上升，低级别主体发行减少，增信比例大幅下降；第三，创新品种占比提升，绿色债为主要品种；低级别主体占比大幅减少；第四，产业类主体增加，以高级别国有企业为主；城投公司以区县级为主，低级别主体占比下降；第五，新增企业债发行主体数量有所降低；第六，新增企业债多为过往批文。

平移后发行主体特征分析: 2023年10月以来，20家城投企业债发行主体中，有11家发行了非企业债券，其中地县级城投公司10家。第一，上述10家城投公司以AA+级为主，新增的非企业债资金用途均为借新还旧，且多为私募债券，均为无担保发行。第二，多家企业的城投属性较强，且盈利能力对财政补贴的依赖度较高。部分主体近年通过区域资源整合或并购，实现业务多元化，其中，多家开拓贸易业务。整体看，相比公司债和债务融资工具明确城投公司仅借新还旧相比，当前企业债是新增融资的窗口，不过依然对主体级别、增信措施有一定要求。

企业债再审项目情况: 2023年10月23日-2024年1月31日，据不完全统计，企业债在审项目341个，其中上交所277个，北交所36个，深交所28个。其中，新受理项目约100个，计划发行金额1,770亿元，上交所、北交所和深交所的项目数量分别为36、36和28。目前看，平移项目进入二次反馈阶段后，尚无发行。新受理的100家主体中，均不在重点省份，其中首次发债融资主体29家，首次在2018年后发行企业债的主体36家。与平移主体相比，首次债券融资比例、跨市场融资比例和再融资比例较高。新受理项目主体以AA+和AA级为主，分别有24家和29家。不考虑29家首次融资主体，城投公司51家，占比72%，其中区县级主体占比67%。

未来，企业债市场将如何发展？结合当前发行特征和政策走向来看，短期内，企业债市场有一定韧性。短期内，“余额管理”全面实施的可能性有限。在既有注册额度内的企业，可抓住窗口期完成发行，低级别城投主体保留增信要求。而未获得注册额度的城投主体，短期内通过注册的难度增加，未来或按

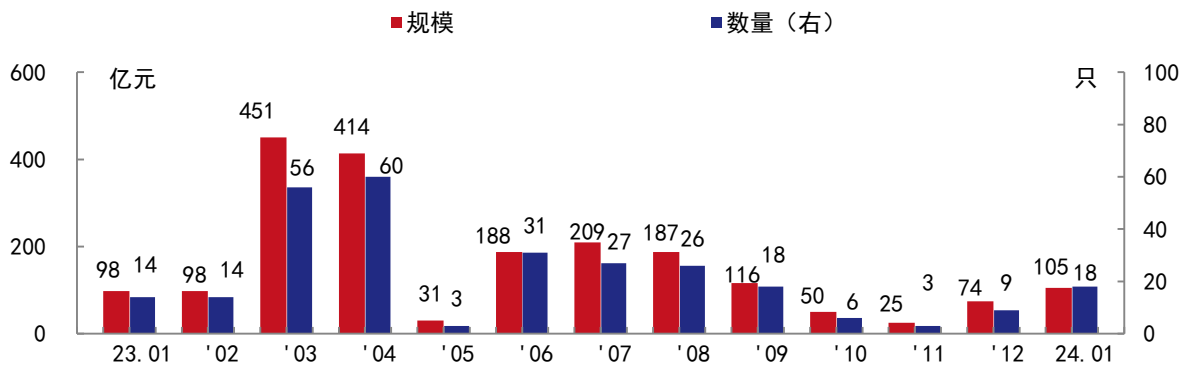
照“余额管理”进行。对于想通过转型实现新增债券的主体，实现 335 标准的难度较大，或继续加速区域资源整合，但对于整合业务的真实性、收入稳定性，审批机构或进行严格审查。未来，产业类企业债数量将增加，短期仍以国有企业为主。

一、企业债发行最新进展

（一）发行分析

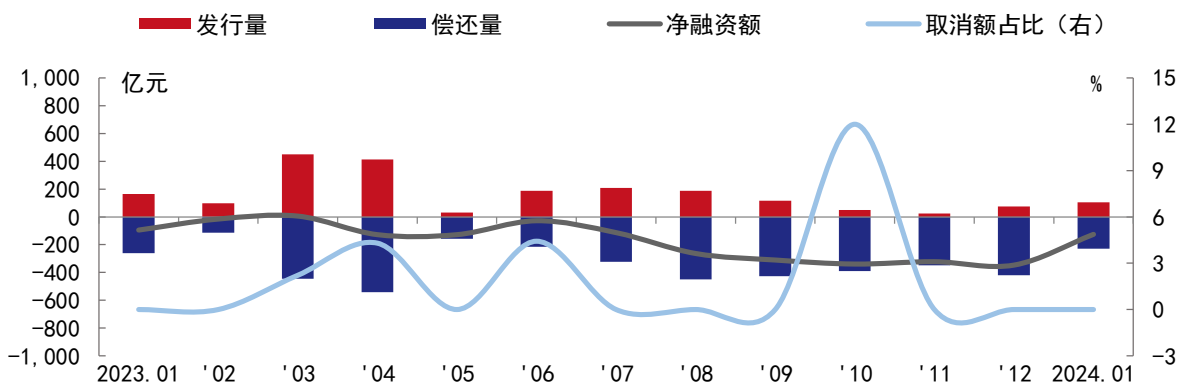
2024年1月，企业债发行18只，规模104.08亿元，同比分别增长12.5%和下降37.1%，较上年12月环比增长100.0%和40.7%。从净融资看，本月净融资-125.57亿元，虽然仍为净偿还，但净偿还规模自2023年9月以来首次明显下降。从2023年10月审批权移交以来，31家主体发行企业债34只，规模227.08亿元，1月发行量占比45.8%。目前，企业债发行仍处于观望阶段，且部分政策细节有待明确。1月发行出现增长，说明项目备案正在提速。

图1 2023年-2024年1月企业债券发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2023年1月-2024年1月份企业债券净融资和取消发行情况



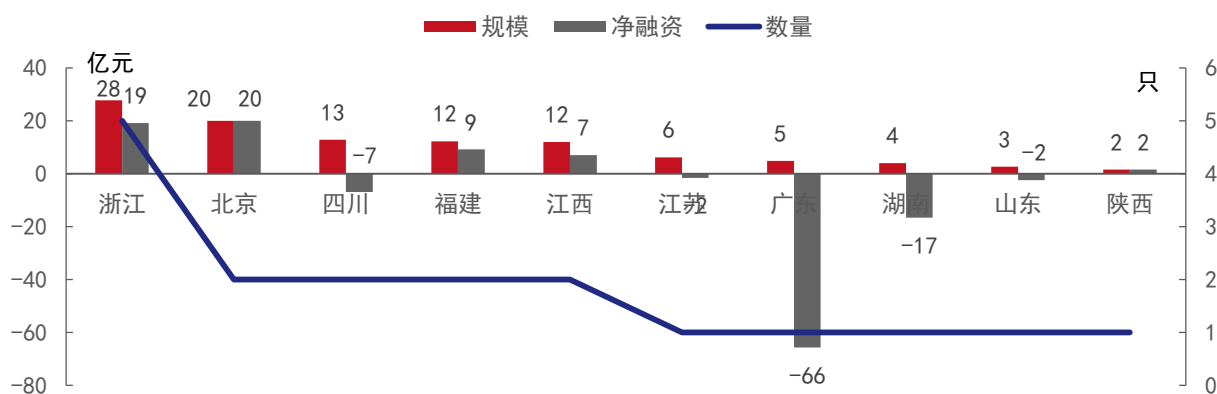
注：总偿还量包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量

资料来源：Wind，中证鹏元整理

1、浙江为主要发行省份，重点省份尚未发行

2023年1月，企业债分布在10个省份，并未涉及12个重点省份。其中，浙江发行5只，规模合计27.80亿元，位列第一。此外，1月有11个省份企业债无新增，仅偿还存续企业债，其中包括辽宁、黑龙江、重庆、贵州四个重点省份。自2023年10月以来，共14个省份发行企业债，不包括重点省份。其中，浙江共发行8只企业债，规模合计44.8亿元，高于其他省份。

图3 2024年1月份企业债券区域分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

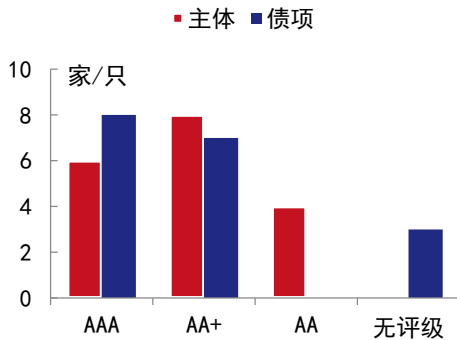
2、企业债主体和债项等级大幅上升，低级别主体发行减少，增信比例大幅下降

2024年1月，新增企业债主体以AA+及以上为主，占比77.8%，环比持平，高级别债项占比83.3%，环比持平，其中AAA级占比提升22个百分点。累计来看，2023年10月以来，高级别主体占比平均77.4%，高级别债项平均82.4%，较2023年均值分别上升33个百分点和下降14.7个百分点，高级别债项占比下降，主要是6只债券无债项评级¹，对应主体在AA+以上，若不考虑无债项评级情况，则1月债项等级均在AA+以上。

对应增信情况，1月增信比例38.9%，环比下降5.6个百分点；2023年10月以来，增信比例38.2%，较2023年均值下降26.5个百分点。其中专业担保机构累计有9只，股东担保2只，第三方担保2只。专业公司担保占比69.2%，较2023年下降16.5个百分点。

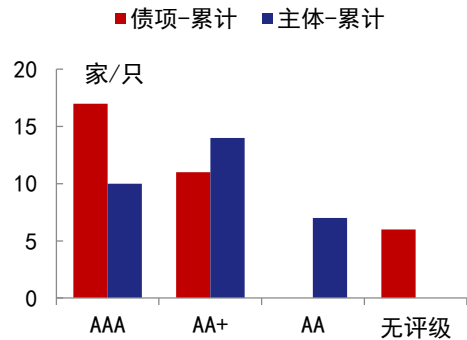
¹ 企业债审批权划转后，并入公司债管理体系，债项评级不做强制要求，出现无债项评级情况。

图 4 2024 年 1 月企业债券主体等级分布



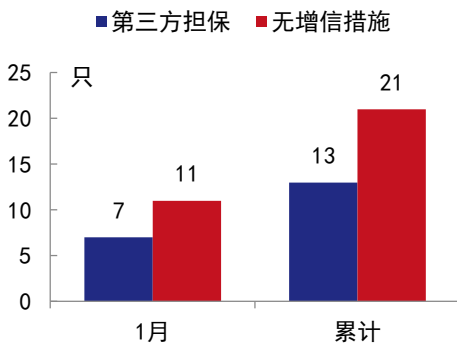
注：主体按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 2023 年 10 月以来企业债券主体等级分布



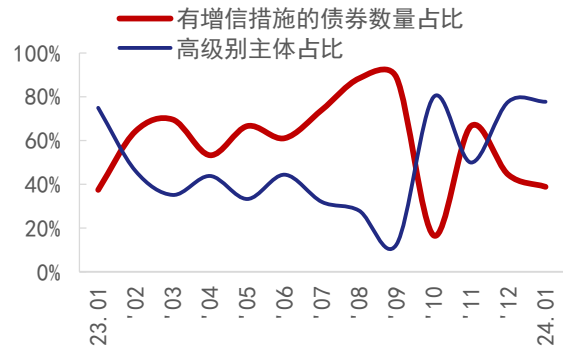
注：主体按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 企业债券债项等级分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2023 年 1 月以来企业债券增信比例



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、创新品种占比提升，绿色债为主要品种；低级别主体占比大幅减少

2024 年 1 月，创新品种企业债有 8 只，占比 44.4%，其中绿色企业债 4 只，农村产业融合发展专项债券 2 只，双创孵化专项企业债券和小微企业增信集合债券各 1 只。累计来看，2023 年 10 月以来创新品种发行 18 只，占比 47.1%，较 2023 年全年上升 16.2 个百分点，其中绿色债为主要创新品种，其次是农村农业产业融合专项债和小微企业增信集合债。

从创新品种主体级别看，2023 年 10 月以来 AA+级主体占比 60%，AA 级占比 26.7%，AAA 级占比 13.3%，较 2023 年分别上升 6.3 个百分点、上升 41.7 个百分点和下降 43.8 个百分点。

4、产业类主体增加，以高级别国有企业为主；城投公司以区县级为主，低级别主体占比下降

2024 年 1 月，Wind 口径下，城投公司有 12 家，占比 67%，2023 年 10 月以来城投公司占比 65%，较

2023 年全年下降 22 个百分点。产业类主体主要为国有企业，主体级别以 AAA 级为主。从行业看，以交通运输和综合性资产运营公司为主。

1 月，区县级城投公司占比 58%，较 2023 年下降 9 个百分点，其中 AA 及以下区县级主体数量占比 43%，2022 年和 2023 年上述比例分别为 68%和 73%。2023 年 10 月以来，城投公司 20 家，其中区县级 11 家，地市级 8 家，省级 1 家。从主体级别看，城投公司以 AA+级为主，累计占比 55%，AAA 级累计占比 10%。

表 1 2023 年 10 月以来产业类企业债发行主体

发行人	企业性质	主体	省份	利差 (BP)	申万行业	是否 2018 年后新增主体
厦门轨道建设发展集团有限公司	地方国有企业	AAA	福建	40	交通运输	否
江西省交通投资集团有限责任公司	地方国有企业	AAA	江西	40	交通运输	否
北京市基础设施投资有限公司	地方国有企业	AAA	北京	13	交通运输	否
广州智都投资控股集团有限公司	地方国有企业	AA+	广东	80	综合	是
北京市国有资产经营有限责任公司	地方国有企业	AAA	北京	14	综合	是
杭州西湖城市建设投资集团有限公司	地方国有企业	AA+	浙江	64	建筑装饰	是
淄博市财金控股集团有限公司	地方国有企业	AA+	山东	227	综合	是
建发房地产集团有限公司	地方国有企业	AAA	福建	147	房地产	否
浙江省国际贸易集团有限公司	地方国有企业	AAA	浙江	70	商业贸易	是
中国长江三峡集团有限公司	中央国有企业	AAA	湖北	30/49	公用事业	是
成都产业投资集团有限公司	地方国有企业	AAA	四川	61/42	综合	否

注：中国长江三峡集团有限公司和成都产业投资集团有限公司各发行两只企业债；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

5、新增企业债发行主体数量有所降低

2023 年 10 月以来，新增企业债发行主体²12 家，占比 39%，较 2023 年全年下降 13 个百分点。其中城投公司和非城投公司各占比 50%。从城投行政级别看，新增区县级主体 3 家，地市级 3 家。从新增主体融资情况看，6 家城投公司，其中平邑财金投资集团有限公司为首次在债券市场上融资。

6、新增企业债多为过往批文

在 34 家发行主体中，除 3 家为 2023 年 10 月后通过注册，其他均为划转前的批文，其中，2021 年 1 家，2022 年 6 家，2023 年 10 月 20 日之前 21 家（3 月-10 月之间有 9 家）。

整体看，产业类主体有所增加，但仍以国有企业为主。同时，城投类主体，多为过往批文内发行，部分主体分期发行，尚有未发行额度。

² 统计范围为不考虑 2018 年之前发行的情况，凡为 2018 年来首次发行企业债的主体皆在样本内。

（二）平移后发行主体特征分析

2023年10月以来，20家城投企业债发行主体中，有11家发行了非企业债券，其中地级市和县级城投公司共计10家。在2023年35号文后，交易所公司债和银行间市场明确对城投主体仅允许借新还旧。目前，交易商协会和交易所会审核申报企业业务、资产和利润构成，以判别其产业属性，其中，交易所将满足335标准的认定为产业类主体，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%。城建类资产主要集中在存货、在建工程、投资性房地产、固定资产、其他非流动资产，城建类收入主要集中在工程建设（含委托代建）、土地整理等基础设施建设业务。这里用存货和在建工程占比粗略估计城建类资产占比，以上述10家企业为分析样本。

1、以高级别主体和债项为主，增信比例高于其他券种

10家城投公司主体等级以AA+为主，4家公司（含2家AA级主体）发行选择增信发行。上述主体新增的非企业债资金用途均为借新还旧，且多为私募债券，均为无担保发行。相对来说，企业债的增信要求依然较高。

2、城投属性较强，但部分主体业务多元化趋势加强

结合335标准，多家企业的城投属性较强，且盈利能力对财政补贴的依赖度较高。部分主体近年通过区域资源整合或并购，实现业务多元化，其中，多家开拓贸易业务。例如，曹妃甸国控2019年大宗商品贸易收入快速增长；萍乡创投2021年增加贸易业务；开封发展投资2021年增加贸易收入，2022年又划入物业、房地产类和人力资源类等其他业务。从多元化效果看，对收入结构影响因人而异。例如，嘉兴滨海控股2019年新并入信息系统开发业务，公司2020年由保税物流公司开展贸易业务，2022年上述业务收入占比均不足5%。而开封发展投资2022年贸易收入占比已达34%。需要注意的是，贸易业务规模大并不意味着利润高，在上述多家有贸易业务的主体中，贸易业务的利润率较低。

此外，有4家为首次进行企业债融资，分别为安吉交投、泉州南翼投资、萍乡创新发展、曹妃甸国控。其他发行人为存量主体，或在2023年进行首次企业债融资，例如嘉兴滨海控股和淮安国有联合。

表2 2023年10月以来有再融资的地县级城投发行人情况

发行人	主体等级	债项等级	地区	存货和在建工程占总资产比重(%)	非经营性收入占总收入比重(%)	财政补贴占净利润比重(%)	区域狭义债务率(%)
-----	------	------	----	------------------	-----------------	---------------	------------

安吉县交通投资发展集团有限公司	AA	AAA	安吉	51.0	33.1	112	147
嘉兴市南湖城市建设投资集团有限公司	AA	AA+	嘉兴	54.2	85.3	74	116
嘉兴滨海控股集团有限公司	AA+	AA+	嘉兴	59.8	34.1	175	116
泉州市南翼投资集团有限公司	AA+	AA+	南安	54.9	85.4	148	204
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	AA+	AA+	浏阳	80.6	94.6	81	103
浙江长兴金融控股集团有限公司	AA+	-	长兴	43.7	29.7	334	104
淮安市国有联合投资发展集团有限公司	AAA	AAA	淮安	26.5	52.4	57	93
萍乡创新发展投资集团有限公司	AA+	-	萍乡	54.4	37.0	56	202
曹妃甸国控投资集团有限公司	AA+	AAA	唐山	6.7	21.9	95	267
开封市发展投资集团有限公司	AA+	AA+	开封	47.7	44.0	139	180

注：1. 财务数据均为 2022 年末；2. 财政数据采用实际控制人所在行政区数据，区域狭义债务率=地方政府债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金收入)；3. 非经营性收入主要包括委托代建、土地整理等基础设施建设业务；4. 红色标记为首次进行企业债融资的主体。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体看，相比公司债和债务融资工具明确城投公司仅借新还旧相比，当前企业债是新增融资的窗口，不过依然对主体级别、增信措施有一定要求。

二、企业债在项目情况

（一）再审项目概况

2023 年 10 月 23 日-2024 年 1 月 31 日，据不完全统计，企业债在审项目 341 个，其中上交所 277 个，北交所 36 个，深交所 28 个。其中，新受理项目 100 个，计划发行金额 1,770 亿元，上交所、北交所和深交所的项目数量分别为 36、36 和 28。目前看，平移项目进入二次反馈阶段后，尚无发行。

新受理企业债项目涉及发行 100 家。其中，首次发债融资主体 29 家³；首次进行公募债券融资的主体有 13 家；首次在 2018 年后发行企业债的主体 36 家；私募债/公司债存续主体 62 家；首次跨市场融资的主体 18 家。可以看出，目前企业债申报主体的融资方式以私募债、定向工具等私募方式为主。和平移项目相比，新受理项目主体中，首次债券融资比例和跨市场融资比例较高。此外，平移主体再融资（即平移后在债券市场有新增）比例 27%，低于新受理项目主体的 41%。主要是因为新受理项目中 AA 级主体较少。分级别看，AAA 级主体的再融资比例最高，AA 级主体、无评级主体和首次融资主体的再融资比例相对较

³ 不考虑境外债券和申报当年有新增的情况。

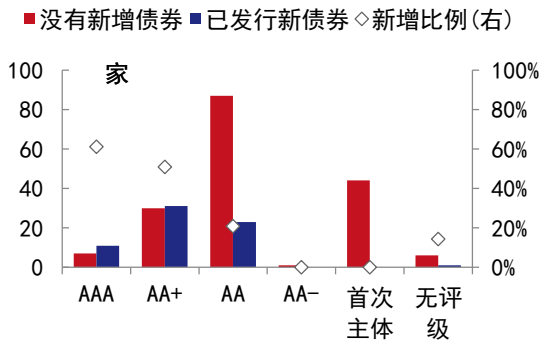
低。整体来看，新受理项目主体的融资活跃度高于平移主体，融资难度低于平移主体，对企业债的依赖度低于平移主体。

表 3 再审项目主体特征分类对比

	平移项目	新受理项目
首次债券融资比例	18.3%	29.0%
存续公司债/私募债主体比例	76.6%	87.3%
首次公募债券融资主体比例	23.3%	29.6%
2018年后首次企业债申报主体比例	51.7%	50.7%
存续跨市场融资主体比例	19.3%	35.3%
再融资比例	27%	41%

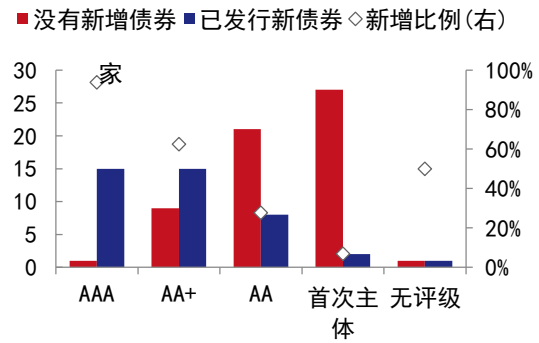
资料来源：中证鹏元整理

图 8 平移项目主体再融资情况



注：统计时间为 2023 年 10 月 20 日至 2024 年 1 月 31 日；
债券品种不包括资产支持证券和境外债券，下同；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 新受理项目主体再融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）新受理主体特征

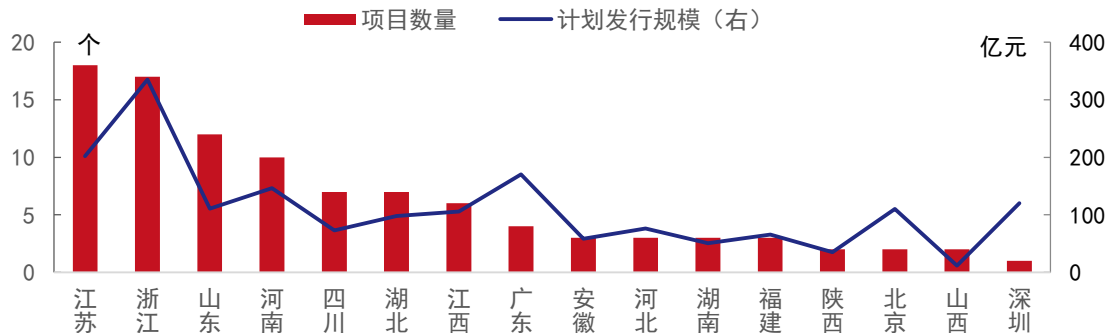
结合主体级别看，100 家新受理项目中，AAA 级主体 16 家，AA+级主体 24 家，AA 级主体 29 家，无评级主体 2 家，另外 29 家为首次融资主体，暂无公开评级。2018 年来首次发行企业债融资的主体级别中 AAA、AA+和 AA 分别有 6 家、14 家和 14 家，占比分别为 37.5%、58.3%、48.3%。

从新项目发行人类型看，不考虑 29 家首次融资主体，城投公司 51 家，占比 72%，其中地级市（含开发区）17 家，区县级（含开发区）34 家，占比分别为 33%和 67%。

从地区分布看，分布在 16 个省份，不包括重点省份。其中，江苏、浙江分布有 18 个和 17 个，高于其他地区；山东和河南分别有 12 个和 10 个。

请务必阅读正文之后的免责声明

图 10 2023 年 10 月以来新受理企业债项目地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从申报项目资金用途看，依然包括安置房、产业园区、停车场以及文旅体育等领域。

此外，在申报企业中，不乏包括贸易业务的主体。从反馈意见看，多数发行人需要补充披露贸易业务相关信息，例如，业务模式、主要客户和供应商等情况；以及说明相关贸易业务毛利率较低，是否符合国务院国资委《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》“严控低毛利贸易、金融衍生、PPP 等高风险业务，严禁融资性贸易和‘空转’‘走单’等虚假贸易业务”等相关要求。

三、展望

未来，企业债市场将如何发展。结合当前发行特征和政策走向来看，短期内，企业债市场有一定韧性。

春节前市场对城投企业债“余额管理”的信息高度关注，作者在《*余额管理，对企业债市场的影响分析*》中指出，“余额管理”对城投企业债市场影响偏负面，但整体影响有限。限制再融资规模，同时对区域融资灵活度的提高有限。对此，短期内，全面实施的可能性有限。在既有注册额度内的企业，可抓住窗口期完成发行，低级别城投主体保留增信要求。而未获得注册额度的城投主体，短期内通过注册的难度增加，未来或按照“余额管理”进行。对于想通过转型实现新增债券的主体，实现 335 标准的难度较大，或继续加速区域资源整合，但对于整合业务的真实性、收入稳定性，审批机构或进行严格审查。未来，产业类企业债数量将增加，短期仍以国有企业为主。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们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。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140