

项目收益类债券最新市场特征及实务建议

2024年6月14日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

高慧珂

gaohk@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



主要内容:

在当前化债背景下，发行项目收益类债券为项目融资，以能产生稳定、可预测的现金流的募投项目为支撑，项目收益现金流为主要偿债来源，一些项目收益类债券还会由专业担保机构提供第三方担保，既符合当前防范新增地方政府债务的化债思路，同时也能引导城投公司向市场化、产业化方向转型。

项目收益类债券的发展始于2014年，经历了三个阶段的发展，2022年至今，由于城投融资政策持续趋严，发行规模锐减，以项目收益票据为主。2023年8月以来，仅有项目收益票据发行。

最新市场特征：城投发行占比下降，2023年城投发行规模占比下降至29%；期限以中长期为主，但是绝大多数均设计了含权条款；2022年以来发行的项目收益类债券主体级别均为AA级及以上，2023年以AAA级为主，2024年以来以AA+级为主；有债项评级信息的项目收益类债券债项级别均在AA级及以上，2023年以来在AA+级及以上；2022年以来，发行区域以山东为首，发行规模123.40亿元，其次是河南，发行规模52亿元；以往项目收益类债券的募投项目以产业园区、保障房、停车场、生态及旅游等为主，而2023年8月以来发行的项目收益票据募投项目以商业建筑为主，募投项目均已开工；部分募投项目存在当年本息覆盖倍数和累计覆盖倍数小于1的情形，未能覆盖的部分将由发行人进行差额补足或者由担保人偿还；2023年8月以来发行的项目收益票据中，6只采用了第三方担保增信方式，其中1只为专业担保机构提供担保。

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。

当前发行项目收益类债券，应注意以下几点：①当前化债背景下，若想通过项目收益类债券为募投项目筹资，城建类企业即不能是发行人，也不能

是担保方；②募投项目已经开工建设，完工进度高的项目最好；③项目收益现金流当年本息覆盖倍数、累计本息覆盖倍数最好大于1，尤其是累计本息覆盖倍数应大于1，否则需要由发行人进行差额补足或采用第三方担保增信；④合理设计项目收益类债券的期限含权条款，应考虑到项目不能如期完工和运营初期项目实现收益、现金流的能力未能完全释放的风险，将首次行权期限设置在项目投入运营后的1-2年；⑤募投项目同时存在其他债务时，需要合并计算还本付息规模及收入覆盖倍数；⑥项目收益类债券募集资金不得用于项目资本金，项目资本金并非要一次性到位，需要根据项目建设进度逐步到位；⑦可以积极尝试概念类项目收益类债券。

一、项目收益类债券

项目收益类债券是指募集资金用于项目建设与运营，且以项目收益现金流为主要偿债来源的债券。根据定义，可以看出项目收益类债券的主要特征：

- (1) 募集资金用于特定项目。
- (2) 项目收益现金流为主要偿债来源，所以要求募投项目有稳定的、可预测的现金流。
- (3) 债券发行期限一般较长，可涵盖项目建设、运营与收益整个生命周期。
- (4) 实行严格的账户管理，通过专户的设置实现了“融资-投资-项目收入-本息偿付”资金流的封闭运行。

在当前化债背景下，发行项目收益类债券为项目融资，以能产生稳定、可预测的现金流的募投项目为支撑，项目收益现金流为主要偿债来源，一些项目收益类债券还会由专业担保机构提供第三方担保，既符合当前防范新增地方政府债务的化债思路，同时也能引导城投公司向市场化、产业化方向转型。

二、项目收益类债券发展历程和最新发行特征

1. 发展历程

项目收益类债券发展始于 2014 年，当年 7 月 11 日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》，标志着项目收益票据正式诞生，7 月 14 日，首只项目收益票据正式发行。随后，同年 11 月 17 日，企业债券市场开始发行项目收益企业债，发改委于 2015 年 7 月 29 日发布《项目收益债券管理暂行办法》，明确项目收益债的发行要求。公司债市场第一单项目收益专项公司债发行于 2017 年 10 月 11 日。截至 2024 年 5 月末，项目收益类债券已发展十年，市场发行规模共计 4,510.49 亿元，其发展经历了以下三个阶段：

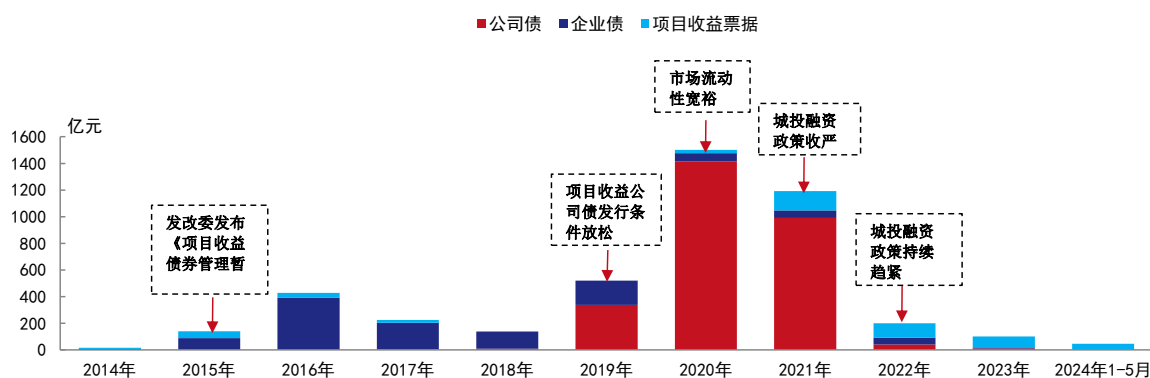
第一阶段，2019 年之前，项目收益类债券市场以企业债为主，发展较慢。2015 年，受益于发改委《项目收益债券暂行办法》的推出，2016 年项目收益类债券市场经历了一次小幅扩容。整体来看，这时期的项目收益类债券市场发展速度较慢，市场体量并未明显扩容，这与相关监管要求有一定原因，如发改委《项目收益债券管理暂行办法》对募投项目收益有严格的要求：“在项目运营期内的每个计息年度，项目收入应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模，项目投资内部收益率原则上应大于 8%，对于政府购买服务项目，或债券存续期内财政补贴占全部收入比例超过 30% 的项目，或运营期超过 20 年的项目，内部收益率的要求可适当放宽，但原则上不低于 6%”。

第二阶段：2019 年到 2021 年，是项目收益专项公司债大幅度扩容的阶段，推动整个项目收益类债券市场发行规模放量。2020 年项目收益类债券市场迎来发行顶峰，当年发行了 1501.07 亿元。2021 年 4 月开始，

在“守住底线，化解存量、遏制增量”的基调下，城投融资政策收严，当年项目收益类债券发行量下降，但全年融资规模也在 1000 亿元以上。这一时期项目收益专项公司债扩容的主要原因在于：第一，2019 年 3 月，上海证券交易所发布《公司债券预审核指南（四）专项公司债券——项目收益专项公司债券（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），对发行主体放宽了要求（例如项目收益专项公司债券的发行主体，不适用《上海证券交易所公司债券预审核指南（一）申请文件及编制》第 2.2 条第（七）项的相关核查（即 50% 核查）），这是项目收益专项公司债开始大幅扩容的最主要原因；第二，项目收益专项公司债对募投项目的收益要求相比项目收益企业债更宽松，只要求债券存续期内项目运营收入及差额补偿（若有）能够覆盖债券本息；第三，项目收益专项公司债允许用 30% 的发债资金来偿还债务和补充流动资金；第四，相比项目收益企业债要求设置差额补偿，项目收益专项公司债差额补偿和担保均不是必须；第五，2020 年疫情背景下，市场流动性充裕，债券市场大幅扩容，项目收益类债券发行也迎来峰值。

第三阶段：2022 年至今，项目收益类债券市场发行规模锐减，以项目收益票据为主。2022 年，由于城投融资政策持续趋严，全年城投债发行和净融资规模环比双降，为近 6 年首次出现，在此背景下，项目收益专项公司债发行锐减，项目收益类债券市场仅发行了 200.70 亿元。2022 年以后，项目收益类债券市场以项目收益票据为主。2023 年 8 月以来，仅有项目收益票据发行。

图 1 项目收益类债券历年发行情况



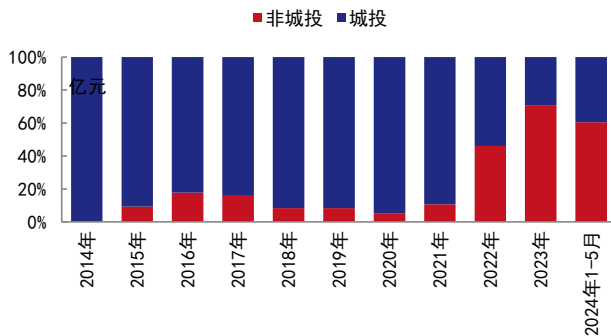
资料来源：中证鹏元整理

2. 发行特征

2022 年之前，城投是项目收益类债券的主要发行主体，城投项目收益类债券的发行规模占比在 80% 以上。2022 年之后，因为城投融资政策持续趋严，城投项目收益类债券的发行规模占比下降至 2023 年的 29%。2023 年 7 月中央政治局提出“一揽子化债”政策后，万德分类下的城投发行的项目收益类债券，募集资金用途均为借新还旧，即偿还以往发行的项目收益类债券。

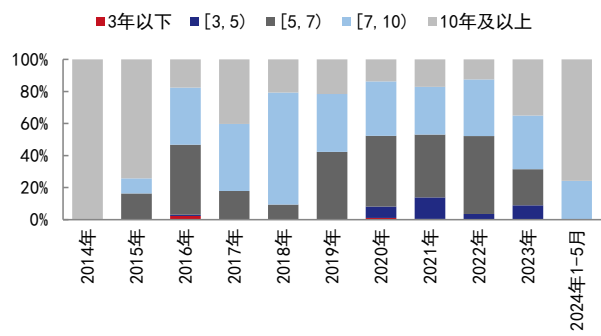
从债券期限看，项目收益类债券的发行期限需要考虑的因素主要为：①债券存续期不得超过项目运营周期；②债券还本付息资金安排应与项目收益相匹配。总体来看，项目收益类债券以5年期及以上为主。虽然项目收益类债券期限以中长期为主，但是绝大多数均设计了含权条款，首次行权期以2年、3年为主，多数附投资者回售、发行人调整票面利率、债券提前偿还条款。

图2 2022年之后城投发行占比下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

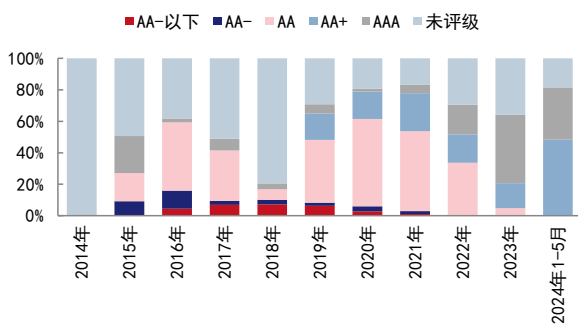
图3 项目收益类债券以5年期及以上为主



注：按发行规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

项目收益类债券发行主体级别分布广泛，在BB级~AAA级之间，以AA级及以上为主，2022年以来发行的项目收益类债券主体级别均为AA级及以上，2023年以AAA级为主，2024年以来以AA+级为主。有债项评级信息的项目收益类债券债项级别均在AA级及以上，这与此前部分发行政策要求债项级别要达到AA级有关，2023年以来发行的项目收益类债券债项级别在AA+级及以上。

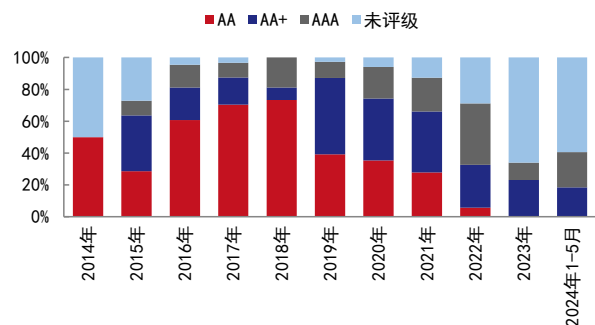
图4 项目收益类债券主体级别中枢上移



注：按发行规模统计

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 项目收益类债券债项级别中枢上移

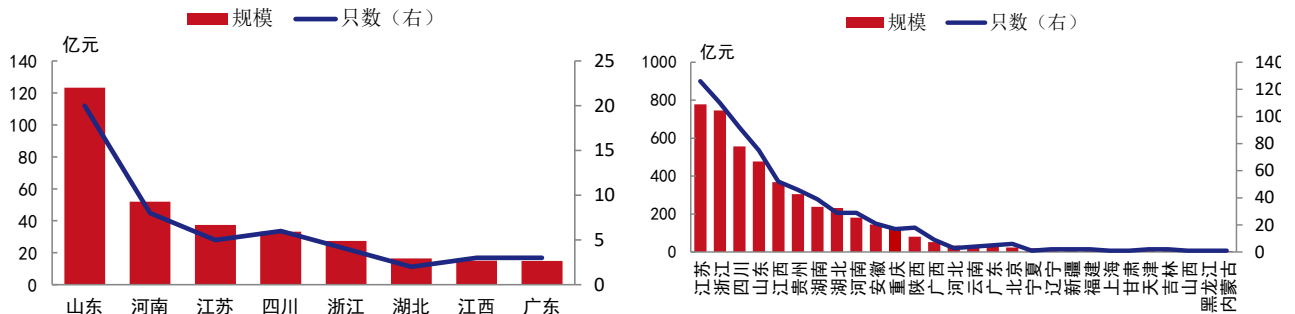


注：按发行规模统计

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从发行主体所处区域看，总体来看，江浙两地发行量在700亿元以上，四川、山东、江西、贵州发行量在300亿元以上。2022年以来，项目收益类债券发行区域以山东为首，发行规模123.40亿元，其次是河南，发行规模52亿元。

图 6 2022 年以来项目收益类债券发行区域分布 图 7 项目收益类债券发行区域分布（2014 年以来）



注：按发行规模统计。资料来源：Wind，中证鹏元整理

从募投项目类型看，2023年8月以来，5只项目收益票据募集资金用于借新还旧，5只项目收益票据募集资金用于具体项目。观察5只用于具体项目的项目收益票据，可以发现：①以往项目收益类债券的募投项目以产业园区、保障房、停车场、生态及旅游等为主，而2023年8月以来发行的项目收益票据募投项目以商业建筑为主，募投项目均是已开工的项目；②募投项目收益及现金流对债券还本付息的覆盖方面，累计本息覆盖倍数角度，除了“23 河南建投 MTN002（项目收益）”募投项目累计本息覆盖倍数为 0.93 外，其余 4 只累计本息覆盖倍数均大于 1。当年本息覆盖倍数角度，“23 河南建投 MTN002（项目收益）”、“23 湛江建投 MTN001（项目收益）”、“23 汇嘉置业 MTN001（项目收益）”3 只项目收益票据均存在当年本息覆盖倍数小于 1 的情形，未能覆盖的融资本息将由发行人进行差额补足或者由担保人偿还。

表 1 2023 年 8 月以来项目收益类债券发行明细

证券简称	发行日期	发行人	规模(亿元)	期限(年)	地域	主体	债项	担保机构	资金用途
24 德州财金 PPN001(项目收益)	2024-04-24	德州财金投资控股集团有限公司	5.00	9	山东	AA+	-	-	借新还旧
24 紫弘科技 MTN001(项目收益)	2024-04-17	西安紫弘科技产业发展有限公司	8.40	18	陕西	-	AA+	西安高科集团有限公司	商业建筑
24 皖投置业 PPN001(项目收益)	2024-04-15	安徽皖投置业有限责任公司	10.00	16	安徽	AA+	AAA	安徽省投资集团控股有限公司	-
24 济南城投 MTN003A(项目收益)	2024-03-06	济南城市投资集团有限公司	3.00	7	山东	AAA	-	-	借新还旧
24 济南城投 MTN003B(项目收益)	2024-03-06	济南城市投资集团有限公司	3.00	7	山东	AAA	-	-	借新还旧
24 丰城发投 MTN001(项目收益)	2024-03-05	丰城发展投资控股集团有限公司	7.00	12	江西	AA+	-	-	借新还旧

24 淄博城运 MTN001(项目收益)	2024-01-16	淄博市城市资产运营集团有限公司	9.00	13	山东	AAA	-	-	借新还旧
23 南浔浔乡 PPN001(项目收益)	2023-12-26	湖州南浔浔乡建设发展有限公司	6.00	9	浙江	-	AAA	湖北省融资担保集团有限责任公司	-
23 河南建投 MTN002(项目收益)	2023-12-06	河南省铁路建设投资集团有限公司	13.00	7	河南	AAA	-	-	高铁项目
23 济南高新 PPN004(项目收益)	2023-09-22	济南高新控股集团有限公司	4.00	3	山东	AAA	-	-	-
23 济南鲁邦 MTN001(项目收益)	2023-08-29	济南鲁邦置业有限公司	5.00	5	山东	-	AAA	山东国惠投资控股集团有限公司	商业建筑
23 湛江建投 MTN001(项目收益)	2023-08-09	湛江市基础设施建设投资集团有限公司	4.90	7	广东	AA	-	-	商业建筑
23 汇嘉置业 MTN001(项目收益)	2023-08-08	商丘市汇嘉置业有限公司	2.00	10	河南	-	AA+	商丘市发展投资集团有限公司	商业建筑
23 通港置业 PPN001(项目收益)	2023-08-01	南通通港置业有限公司	7.00	12	江苏	-	AA+	江苏海晟控股集团有限公司, 江苏海鸿投资控股集团有限公司, 江苏海润城市发展集团有限公司	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从增信情况来看，项目收益类债券增信方式主要是第三方担保、差额补偿。其中第三方担保方多为股东担保、第三方担保机构担保，差额补偿均为发行人自身提供差额补偿。2023年8月以来发行的项目收益票据中，6只采用了第三方担保增信方式，其中1只为专业担保机构提供担保，即“23南浔浔乡 PPN001（项目收益）”由湖北省融资担保集团有限责任公司提供第三方担保。“23南浔浔乡 PPN001（项目收益）”的发行人湖州南浔浔乡建设发展有限公司的控股股东为湖州南浔文旅发展集团有限公司，控股股东的收入构成上，委托代建业务收入占比最大，2023年占比40.79%，发行人成功发行项目收益票据得以新增融资得益于有专业担保公司进行第三方担保增信。

三、项目收益类债券发行建议

根据相关政策文件，项目收益专项公司债和项目收益票据的发行规则如下表所示。

表 2 现行项目收益类债券发行规则

	项目收益专项公司债	项目收益票据
相关政策	上交所《公司债券预审核指南（四）专项公司债券——项目收益专项公司债券（征求意见稿）》	交易商协会《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》（2023年修订）

发行主体	项目公司或其直接或间接控股股东。成立不满一个完整会计年度的项目公司发行项目收益专项公司债券的，应当设置集团担保。	项目公司或其直接或间接控股股东
募投项目	必须符合国家产业政策和固定资产投资管理有关规定，重点支持 PPP 项目、有利于结构调整和改善民生的项目以及提供公共产品和服务的项目。	包括但不限于市政、交通、公用事业、教育、医疗等与城镇化建设相关的、能产生持续稳定经营性现金流的项目。
项目财务效益	能够产生持续稳定的现金流，还本付息资金安排应与项目收益相匹配。	以项目产生的经营性现金流为主要偿债来源
资金用途	用于项目投资、建设、运营（包括设备购置）、偿还与项目有关的债务，不得置换项目资本金。在保障项目建设和运营的前提下，允许使用不超过 30% 的债券募集资金用于企业偿还银行贷款和补充营运资金。	专项用于约定项目，符合法律法规和国家政策要求。
债券期限	债券的存续期不得超过项目运营周期	可涵盖项目建设、运营与收益整个生命周期
收入要求	项目收益是指与项目建设、运营有关的所有直接收益和可确认的间接收益，包括但不限于直接收费收入、产品销售收入、财政补贴等。	获取财政补贴等行为必须依法、合规，不应存在任何直接、间接形式的地方政府担保。
增信措施	鼓励设置差额补偿、现金流超额覆盖、抵质押担保、信用担保、流动性支持等增信措施。鼓励于项目竣工验收并办理权利凭证后 10 个工作日内，将项目建设、运营所形成的资产或收益权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向受托管理人办理抵质押手续。	不强制要求附加增信措施，不允许政府直接或间接担保。

资料来源：公开资料，鹏元整理

当前发行项目收益类债券，应注意以下几点：

1.当前化债背景下，若想通过项目收益类债券为募投项目筹资，城建类企业即不能是发行人，也不能是担保方。根据“23 南浔浔乡 PPN001（项目收益）”的发行案例，城建类企业可以尝试通过项目公司发行项目收益类债券，但作为股东的城建类企业不应作为项目收益类债券的担保方，此种情况下，可以引入专业担保机构进行增信。

2.募投项目已经开工建设，完工进度高的项目最好。由于项目在建设过程中，不可避免会遇到各种客观、主观因素导致项目建设逾期完工，因此发行项目收益类债券的募投项目最好已经开工，完工进度高的项目更容易获得投资者的认可。根据项目收益专项公司债发行规则，未开工项目也可以作为募投项目，需要符合开工条件（原则上至少应取得募投项目的审批、核准或备案文件等），并在发行时披露预计开工时间。

3.合理、客观、谨慎地评估募投项目未来收益和现金流情况，项目收益现金流当年本息覆盖倍数、累计本息覆盖倍数最好大于 1，尤其是累计本息覆盖倍数应大于 1，否则需要由发行人进行差额补足或采用第三方担保增信。募投项目未来能实现预期的收益和现金流须建立在募投项目符合一定的商业逻辑（项目建设

有必要性，资源供应足、市场有需求、市场容量等）、且能按时完工投产的基础上的，这也是判断募投项目质量的重要因素。在符合商业逻辑、预计能按时完工投产的基础上，还要对募投项目的预期收益和现金流做客观的预测，切忌夸大，进行适当的压力测试是必须的，压力测试条件如：工程延期完工、预期收益下降等，测试在以上情形下，募投项目未来收益和现金流的实现情况是否能够覆盖每年债券还本付息金额，合理、客观、谨慎的募投项目未来收益和现金流也是项目收益债券进行其他条款设计的最根本基础。项目收益现金流当年本息覆盖倍数、累计本息覆盖倍数最好大于 1，尤其是累计本息覆盖倍数应大于 1，否则需要由发行人进行差额补足或采用第三方担保增信。

4.合理设计项目收益类债券的期限含权条款。由于项目收益类债券的发行期限多为中长期，通常会设计含权条款，附以回售、调整票面利率的条款，这种设计可以减少投资者面临的长期风险，某种情况下还能降低发行人的融资成本。但是需要注意的是，期限含权设计也有一定的缺点，例如，如果项目未按期投入运营，或者刚投入运营时项目收益和现金流未能全部实现，此时如果投资者大面积回售，就会使发行人面临较大的兑付压。因此建议在设计期限含权条款时，应考虑到项目不能如期完工和运营初期项目实现收益、现金流的能力未能完全释放的风险，将首次行权期限设置在项目投入运营后的 1-2 年。

5.募投项目同时存在其他债务时，如何计算覆盖倍数？如果募投项目有其他债务，需要合并计算还本付息规模及收入覆盖倍数，即如果募投项目除了发行项目收益类债券融资外，还有银行借款（例如“23 河南建投 MTN002（项目收益）”），那么需要对募投项目的现金流能否覆盖项目收益类债券和银行借款的本息偿付合计进行测算。

6.募投项目资本金有何要求？除项目收益类债券募集资金以外，项目建设资金来源原则上应全部落实，且项目收益类债券募集资金不得用于项目资本金。项目资本金并非要一次性到位，但是发行人需要承诺募投项目的资本金将通过自有或股东注入方式根据项目建设进度逐步到位。对于已经开工的项目，应有资本金配套投入。

7.可以积极尝试概念类项目收益类债券。发行绿色、乡村振兴等概念类项目收益类债券能享受绿色审核通道，发行效率更高。此外发行绿色项目收益债还可能享受政府贴息等补助政策。在发行条件方面，发行概念类项目收益类债券需要同时符合概念类专项债券发行要求和项目收益类债券发行要求。我们以绿色项目收益类债券为例，具体说明发行相关要求：①绿色项目收益类债券的募投项目应是绿色的，绿色产业项目范围可参考《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》，募集资金全部用于绿色项目；②监管机构鼓励绿色债券发行人提交独立的专业评估或认证机构就募集资金拟投资项目属于绿色产业项目所出具的评估意见或认证报告，实际中大多数绿色债券均会提供相关绿色评估认证报告；③发行人需要根据《中国绿色债券原则》

建立募集资金管理制度和信息披露制度；④绿色项目收益类债券应当在募集说明书、定期报告或专项报告中披露募集资金拟投资的绿色产业项目类别、项目认定依据或标准、募集资金使用情况、预期或实际环境效益等内容。

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：0755-82872333 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 传真：028-85288932
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 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140