



哪些“转型城投”在新增债券批文？

2024年5月20日

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

李楠

linan@cspengyuan.com

张伟亚

zhangwy@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”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。

主要内容：

2024年以来监管对城投公司新增融资政策仍偏紧，目前发行人能否实现债券新增诉求，主要有以下几点：（1）坚决不涉及借新还旧名单和隐债名单；（2）市场化导向，全方位审视报表，有实质性的产业转型；（3）不涉及“重点省份”、未触发交易所重点审核关注事项等，满足上述几点要求，可实现公司债、交易商协会产品新增。

自2024年以来情况看，若城投公司进行实质市场化转型，新增债券批文概率更高，新增债券特征情况：（1）交易所为主要发行场所，实现新增比例也相对更高，公司债以私募发行为主；（2）募资用途主要为偿还有息债务及补流，项目建设及对外投资若具备“科创属性”，则具备较强优势；（3）区域主要分布在沿海经济发达省份及北上两市，“重点省份”新增未见明显突破。

实现新增债券批文的“转型城投”主体有以下特征：（1）行政层级普遍偏高，行政层级越低，私募发行比例越高；（2）业务类型看，业务综合性的平台数量最多，以市场化业务为主，产投主体在各行政层级中分布较为均衡，但中证鹏元观察到仍有部分纯城投主体实现债券新增，“一事一议”特征更为明显，不具有普遍性；（3）区县级实现新增主体主要分布在广东、浙江沿海发达省份，未见“重点省份”身影，业务市场化属性明显，其中通过兼并收购和政府无偿划转上市公司股权，对优化公司收入结构效果明显。

结合近期政策及市场发行情况，如何更好实现新增？（1）顺应业务市场化要求，体现产业化趋势，增强自身市场化经营和造血能力；（2）高位推动，加强顶层设计，以更高的视角通盘考量区域资源；（3）用好债券产品，借力科创债、绿色乡村振兴债；（4）结合自身实际情况和外部市场、政策环境等，择定合适的发行场所、发行品种等。

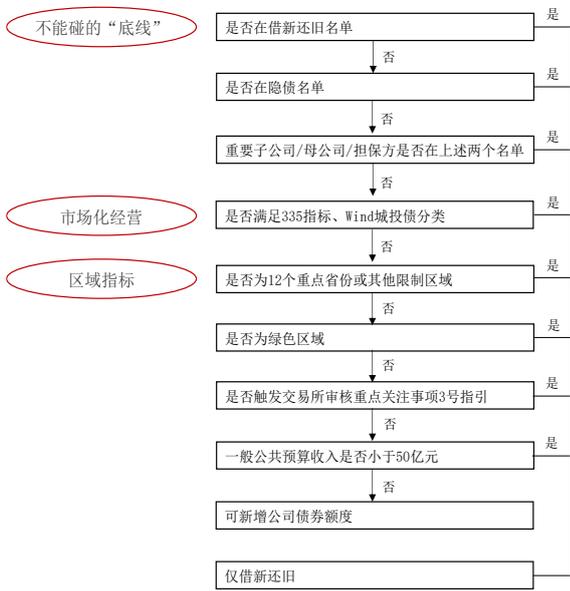
风险提示：城投业务属性划分存在主观性；数据处理偏差。

一、城投新增融资政策现状：名单“底线”不能碰，重在实质性产业转型

继 2023 年 7 月中共中央政治局会议重申化债重要性后，国办发[2023]47 号文、国办发[2024]14 号文相继出台，就国办发[2023]35 号文关于地方债务风险防范提出补充意见，2024 年 3 月，国家发改委进一步叫停区县级城投新发境外债，原则上只允许借新还旧，城投公司融资政策进一步收紧。目前发行人能否实现债券新增诉求，可主要归纳为以下几点：**1) 不能碰的“底线”**：即 2023 年 9 月市场开始涉及的《地方政府融资平台名单》（简称“借新还旧名单”）和《地方政府隐性债务主体名单》（简称“隐债名单”），其中隐债名单已于 2018 年停止更新，不论发行人在某一名单内，均只能借新还旧，发行人重要关联方（重要子公司、母公司、担保方）在名单内同样适用，**交易所、交易商协会执行标准基本相似**。**2) 市场化导向**：交易所窗口指导“335 指标”：非经营性资产（城建类资产）/总资产<30%、非经营性收入（城建类收入）/总收入<30%、财政补贴/净利润<50%，满足“335 指标”，认定为产业类主体；交易商协会窗口指导，审核从收入、现金流、资产三方面判定是否为产业化主体。**全方位审视报表，实质重于形式，重在考量发行人是否有实质性的产业转型**。会同时参考市场一些数据终端或者研究机构对城投债分类。**3) 区域指标**：主要是交易所适用，包括《国办发[2023]35 号文》中提及的 12 个重点省份不得新增债务，其次需匹配 2021 年窗口指导的“红橙黄绿”具体区域划分以及是否触发交易所关于公司债券发行上市审核重点关注事项（简称“3 号指引”，2023 年修订版）等。

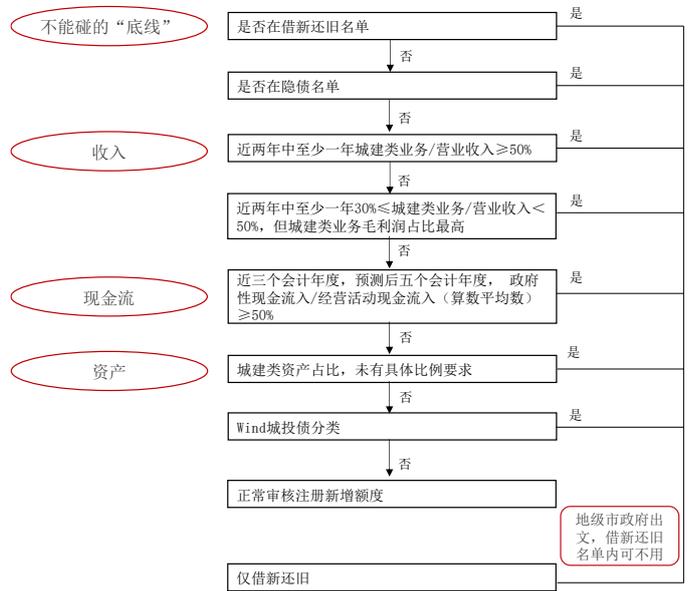
2023 年 10 月企业债券发行审核正式纳入公司债券管理体系，由交易所负责受理审核注册，目前政策主要为“区域余额管理”+“省政府/授权地级以上政府发文”，借新还旧名单内外分别计算，新发余额不得超过到期余额，符合市场化经营导向的主体预期可不受“余额管理”限制。

图1 交易所新增债券政策



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图2 交易商协会新增债券政策



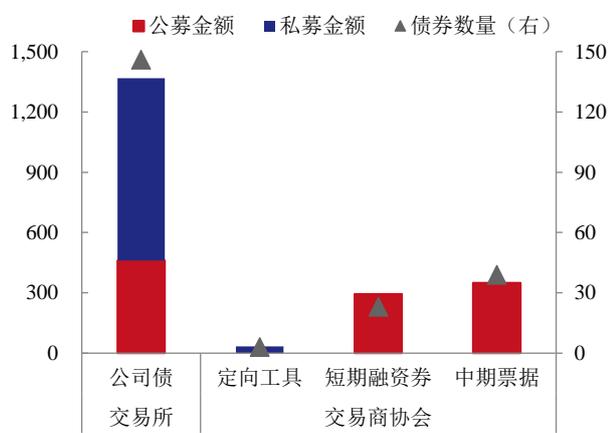
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

二、“转型城投”新增债券情况？

以2024年1-4月新发“转型城投”债券（虽然部分研究机构仍分类为城投；不含交易所企业债）为例，共211只债券实现债务新增，涉及131家主体，合计金额2,066.84亿元。

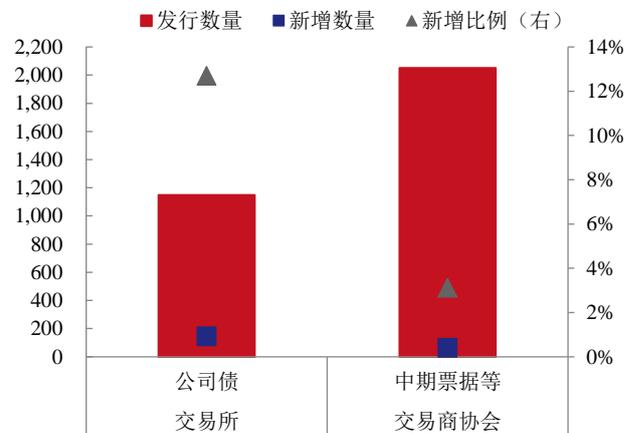
（一）交易所为主要发行场所，公司债以私募发行为主。实现新增的债券中，交易所市场发行146只公司债（1368.52亿元），交易商协会发行共65只定向债务融资工具、短期融资券和中期票据（698.32亿元），其中公司债主要以私募发行为主，占比66.30%。两大发行场所的发行难度看，交易商协会实现新增难度相对更高，新增比例仅3.17%，交易所新增比例为12.71%。

图3 新增公司债以私募发行为主（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 交易商协会实现新增难度更大（单位：只）

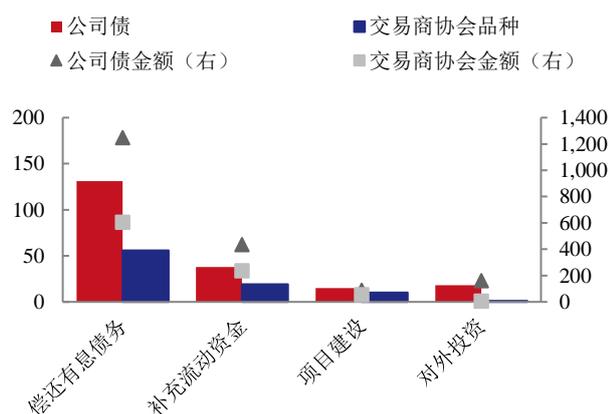


资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 募资用途主要为偿还有息债务及补流，项目建设及对外投资新增债券批文有一定难度，但具备“科创类”属性仍具备新增债券批文优势。新增债券募资用途主要包括（图 5）：补充公司流动资金、偿还公司有息债务¹、项目建设及股权、基金等对外投资，偿还有息债务为首要用途，符合当前国家严控债务风险、保证债务接续的总体方针，其次为补充公司流动资金，最后是项目建设及对外投资。项目建设上，目前政府对新增投资项目融资持谨慎态度，对于确需新增项目，从严审核论证，新增公司债、交易所品种中用于项目建设的比例分别为 10.96%、15.63%，实现新增的区县级（含下辖开发区）公司债为“一带一路”国家重大发展战略项目，有一定特殊性，对外投资上，实现新增的债券中近半为科技创新公司债券（简称“科创债”），涉及主体行政级别较高，综合看，实现项目建设及对外投资有一定难度，但如果发行人突出募投项目的科创属性，在募集资金用于项目建设的债券批文获取上具备相对优势。

(三) 区域主要分布在沿海经济发达省份及北上两市，“重点省份”新增未见明显突破。从地区分布看，各省市新增债务规模前五位的为广东省（357.70 亿元）、山东省（277.96 亿元）、浙江省（263.54 亿元）、上海（210.12 亿元）、北京（128.00 亿元），合计占新增债券总额比重为 60.01%，均为经济发达的沿海省份及直辖市。从 12 个重点省份新增情况看，主要是广西、吉林、重庆三地，合计 97.00 亿元，规模较小，其中重庆市、广西壮族自治区（37.00 亿元）主要用于项目建设，吉林省（60.00 亿元）主要为偿还有息债务，可见重点省份新增受限暂未有明显突破。

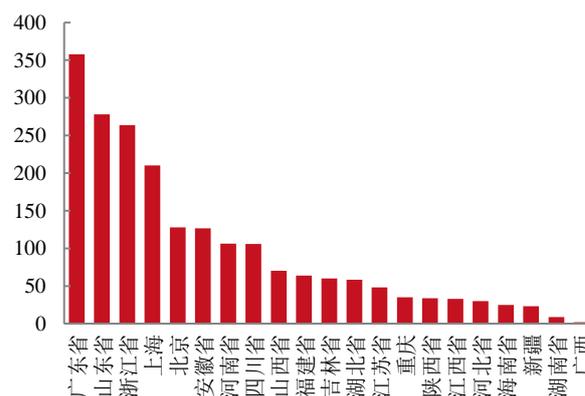
图5 新增债券募资用途分布情况（单位：只、亿元）



注：单只债券存在多种用途的情况

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 新增债券区域分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

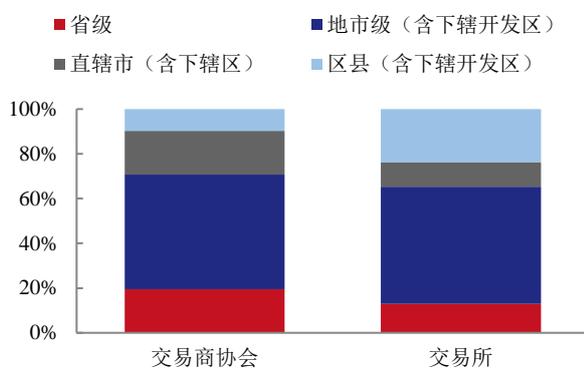
三、“转型城投”主体情况？

(一) 实现新增的“转型城投”主体行政层级普遍偏高，行政层级越低，私募发行比例越高。交易商协

¹ 本文借新还旧的定义：偿还合并范围内同一交易场所的债券，偿还其他债务均为偿还公司有息债务。
请务必阅读正文之后的免责声明

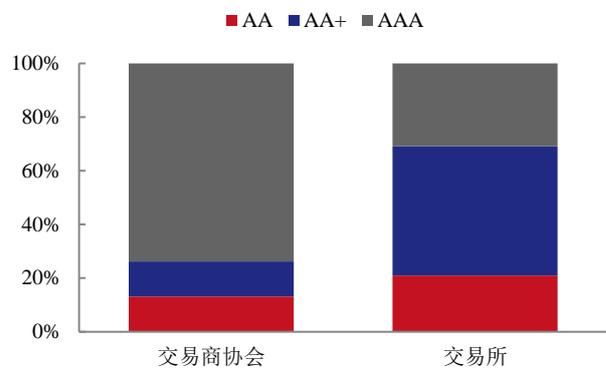
会新增主体以高级别为主，区县级主体实现新增主要在交易所市场。新增债券主体行政层级看，主要为省级、地市级（含下辖开发区）、直辖市（含下辖区）高层级主体，其中地市级（含下辖开发区）新增规模最大，为 862.02 亿元，其次为省级 582.00 亿元，均以公募发行为主（图 9）。两大发行场所债券新增主体看，交易商协会实现新增主体行政层级偏高，与之对应，主体评级以 AAA 为主，占比 70.31%，即区县级（含下辖开发区）主体实现新增主要在交易所发行，以私募公司债为主。此外，极少数实现交易所和交易商协会双新增的主体，行政层级较高。

图7 两大发行场所涉及主体行政级别分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 两大发行场所涉及主体主体评级分布



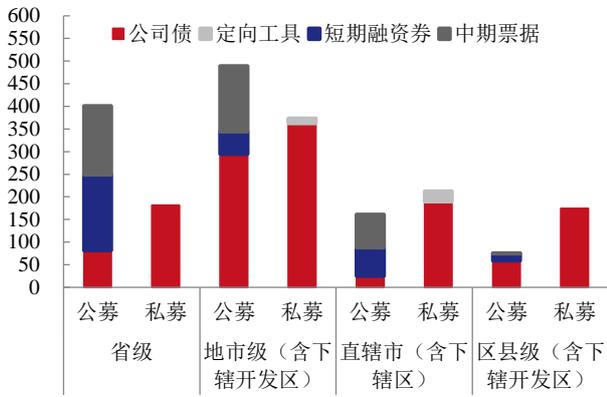
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）实现新增主体中，业务为综合性平台数量最多，以市场化业务为主，产投主体在各行政层级中分布较为均衡。通过梳理新增债券主体业务情况，大致可以分为：产投平台、综合性平台、交通建设运营、基础设施建设、公用事业、土地开发整理，根据《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 1 号》（2023 年修订版），从事后四项业务的主体应符合城市建设企业²的定义：主营业务主要为市政基础设施项目建设与运营、土地一级开发等业务的地方国有企业。从业务类型看，新增发债主体中，综合性平台数量最多，以市场化业务为主，兼顾小部分市政基础设施建设，产投平台数量次之，12 个重点省份实现新增规模 97.00 亿元，其中吉林省 60.00 亿元均为省级及地级市交通建设运营类主体（高速、城市公交）。产投主体在各行政层级中分布较为均衡，从事其他业务类型的平台主要以地级市（含下辖开发区）主体为主。此外，我们也关注到，仍有部分纯城投主体实现债券新增，“一事一议”特征更为明显，在当前城投转型的大趋势下，不具有普遍性。

² 主营业务主要为市政基础设施项目建设与运营、土地一级开发等业务的地方国有企业，市政基础设施项目包括城市建设企业在所在城市区域内从事的城市道路、公共交通、供水、排水、燃气、热力、园林、环卫、污水处理、垃圾处理、防洪、地下公共设施及附属设施的土建、管道、设备安装项目。

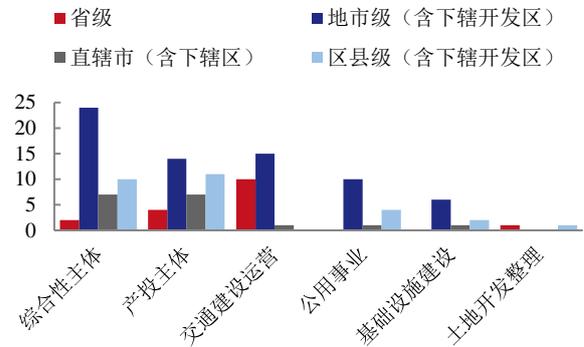
请务必阅读正文之后的免责声明

图9 新增债券主体行政层级情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图10 新增债券主体业务分类情况（单位：家）

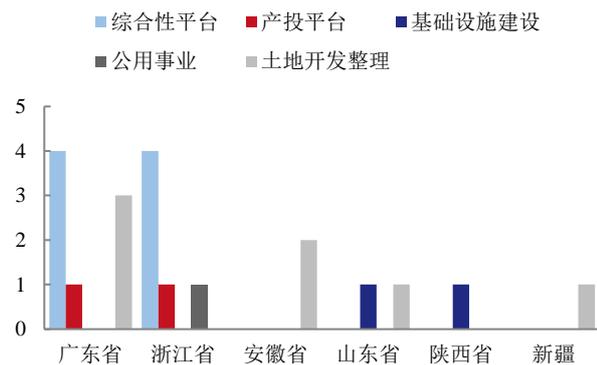


资料来源：企业预警通，公开数据，中证鹏元整理

（三）区县级实现新增主体分析

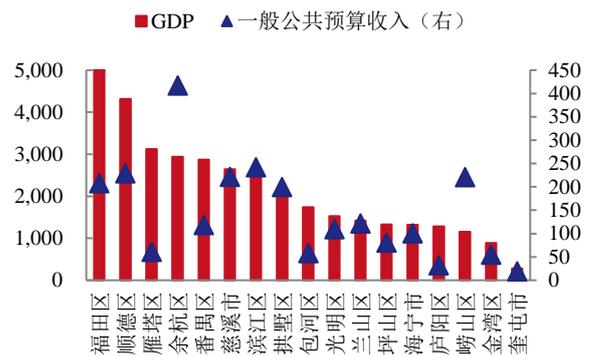
行政层级及主体级别受到区域和个体经营实力等因素综合影响，对于行政层级、主体级别“双低”主体不具备可复制性，叠加前文交易所为主要发行场所且新增比率相对更高及新增主体层级偏高等结论，接下来将研究区县级（不含下辖开发区）实现公司债新增的主体，共 20 家主体，主要有以下几大特征：（1）主要分布在广东、浙江两省，属于沿海发达地区，区域财力较强，有良好的产业发展基础；（2）综合性主体和产投主体数量占多数，收入主要来源于市场化业务，市场化属性明显；（3）4 家 AAA 主体中 2 家持有上市公司股权，市值在百亿左右，分别为兼并收购和政府股权无偿划转，对优化公司收入结构效果明显。

图11 区县级债券新增主体省份、业务情况（单位：家）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图12 相应区县经济财政情况（单位：亿元）



资料来源：DM，中证鹏元整理

表1 区县部分主体持有上市公司股权情况

主体名称	省市区	持有上市公司	取得方式
杭州市拱墅区国有资本控股集团有限公司	浙江杭州拱墅区	润达医疗（603108.SH）2015年上市	2019年收购兼并

广东顺德控股集团有限公司	广东佛山顺德区	顺控发展（003039.SZ）2021 年上市	2012 年顺德区国资办无偿划转
海宁市水务投资集团有限公司	浙江嘉兴海宁	钱江生化（600796.SH）1997 年上市	2021 年收购兼并

资料来源：Wind，公开数据，中证鹏元整理

四、结合近期政策，“转型城投”如何更好实现新增

（一）业务发展“顺势而为”，体现转型趋势。当下监管对于城投公司融资政策收紧，着力于倒逼城投公司产业化转型，为化债找寻新的发展路径，增强城投公司市场化经营和造血能力，从新增债券的主体情况来看，多数已开展市场化业务并实现收入，为公司贡献稳定的现金流。具体可结合区域资源禀赋，因地制宜开展市场化业务，如合肥滨湖国有资本运营控股集团有限公司（简称“滨湖国控”），位于合肥市包河区，2023 年 9 月末，公司仍有一定规模代建类收入，但在市场化业务开拓方面也己见成效，公司立足安徽省部分高铁站，在高铁站区综合管养领域积累经验，目前站区服务已实现跨省服务，并依托自有物业，开展租赁业务，此外还包括住宅商业地产开发、基金投资、工程质量检测等检测服务以及旅游等多元化业务，整体看，近年市场化收入比重逐渐提升。

（二）自上而下，高位推动，加强顶层设计。近期上交所关于城投产业化转型的主要思路与路径培训中提到城投转型怎么做，第一条即“产业化转型是一把手工程，要争取市领导支持，成立市级工作专班”，自上而下，往往更具推动力，以更高的视角通盘考量区域资源，整合划分至具体主体。如珠海市金湾区，经济财政实力位于珠海市内中游偏上水平，2021 年开始、2022 年顺利完成金湾区政府区属国有企业业务重组整合，区属一级监管国企从 3 家重组至 4 家，形成珠海联港投资控股集团有限公司（以下简称“珠海联港”）、珠海金航产业投资集团有限公司（以下简称“珠海金航”）、珠海汇华控股集团有限公司（以下简称“珠海汇华”）和珠海金港城市建设集团有限公司（以下简称“珠海金港”）“3+1”的国资运营架构，其中珠海联港主要从事城市运营、资产运营、文旅、代建、物管安保等业务，珠海金航是最主要的产业园区开发运营及产业金融投资主体，从事产业园区建设招商运营、股权及基金投资、保理及供应链贸易等业务，珠海汇华从事房地产开发和环保设施、公共管廊、综保区建设运营以及人力资源服务、基础教育、汽车租赁、粮食收储等业务，珠海金港主要从事工程施工及服务业务，实现区属国企间的资源整合和联动发展，目前珠海联港、珠海金航、珠海汇华三家主体收入均主要来自于市场化业务，其中珠海联港、珠海金航均于 2024 年 2 月在深圳交易所首发债券，用于偿还银行借款、补充流动资金，实现债券新增。

（三）用好债券产品，鼓励有“先天资源”主体申报科创债、绿色乡村振兴债。2021 年 3 月，交易所启动科创债试点工作，2022 年 5 月发布科创债上市发行指引，发行人可以是自身具备显著的科技创新属性，亦或是将资金投向相关科创领域，提升创新力，推动科创领域创新发展。每年我国中央一号文件都持续聚焦

三农，可见农业在国民经济发展中的重要作用，2021年中国人民银行等六部门联合发布银发〔2021〕133号文件，明确“支持优质农业产业化龙头企业发行非金融企业债务融资工具，募集资金用于支持新型农业经营主体等涉农领域发展”。杭州市拱墅区国有投资集团有限公司（简称“拱墅国投”）以下城区政府围绕医疗健康产业打造区域经济新增长点为契机，2021年收购兼并润达医疗（603108.SH）并成为其控股股东，开启产业转型，目前拱墅国投收入主要来自于润达医疗，收入市场化特征非常明显，2014年1月拱墅国投成功发行全国首单转型科创债，用于置换或新增对生物医药、信息技术等领域的股权投资。目前多数地方国企手中掌握区域涉农资源，可在此基础上盘活相关资产，实现产业化发展，如海宁市水务投资集团有限公司（简称“海宁水务”）是嘉兴海宁市排水建设、投资及经营的主体，拥有区域内供水、污水处理等特许经营权，2018年公司并购哈尔滨北方环保工程有限公司，水务业务范围拓展至哈尔滨部分地区，2021年公司收购兼并钱江生化（600796.SH）并成为其控股股东，新增生物制品销售及热电供应，整体看，海宁水务业务基本实现市场化经营，在此基础上，海宁水务2024年4月成功发行绿色乡村振兴债券，用于偿还公司水务、生态湿地、管网等乡村振兴领域的银行借款。

（四）把握政策“东风”。对于名单外、区域、主体资质等均符合要求的主体而言，实现新增并非难事，但目前而言，多数城投公司仍未转型/转型中，对于此类主体，坚定理念先行，明确转型方向和定位，并付诸实践，在打造自身硬实力的基础上，结合自身的实际情况和当下的外部市场、政策环境，择定合适的发行场所、发行品种等，提升申报成功的概率。

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，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：021-51035670
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：028-89102569 传真：
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：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 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