

联合信用评级有限公司 城投板块信用表现 11 月快报

一、本月城投债发行概况

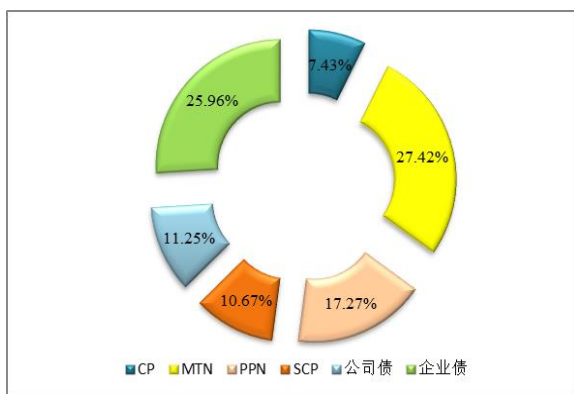
11 月份，市场资金面再度趋紧，城投债发行规模下降，发行利率明显上升，发行利差持续走扩。从城投债发行情况看，根据 Wind 相关数据显示，经联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）按全市场口径统计并整理，2017 年 11 月共发行城投债 147 支，涉及发行主体 133 个，发行金额合计 1,279.05 亿元，环比下降 14.09%，降幅明显；发行市场仍以银行间为主，企业债、和中期票据发行规模最大，短期融资券发行规模最小；从城投债偿还情况看，11 月份全市场口径城投企业总偿还量 447.10 亿元，11 月份净融资规模为 831.95 亿元。

二、本月城投板块债券市场跟踪

1. 2017 年 11 月一级市场新发债情况

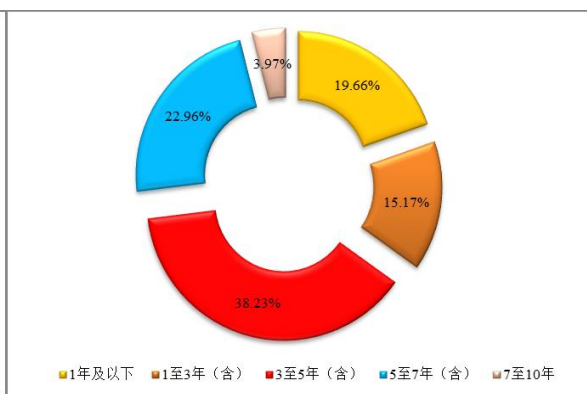
根据 Wind 数据，经联合评级按全市场口径统计并整理，2017 年 11 月共发行城投债 147 支，涉及发行主体 133 个，发行金额合计 1,279.05 亿元，环比下降 14.09%，降幅明显；从发行市场来看，仍以银行间市场为主，其中有 23 支企业债券同时在银行间市场和交易所市场发行，交易所债券品种的发行数量和发行规模较上月均有所减少。

图 1 2017 年 11 月城投债分类别的发行规模



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

图 2 2017 年 11 月城投债分期限的发行规模

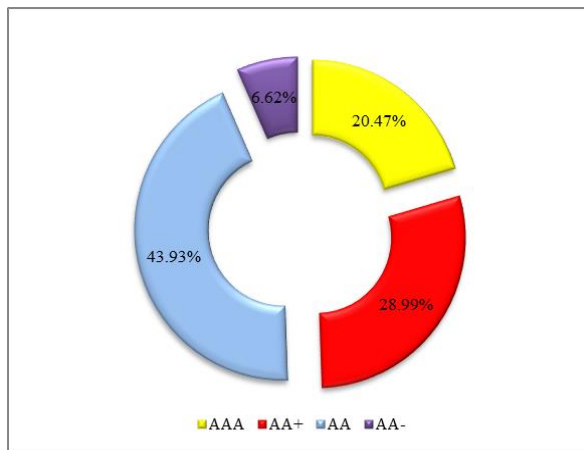


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从类别来看，11 月中期票据和企业债发行规模都超过了 300 亿元，分别占当月城投债发行规模的 27.42% 和 25.96%；定向工具的发行规模也超过 200 亿元，占总发行规模的 17.27%；公司债和超短融发行规模都较为接近，分别占当月发行规模的 11.25% 和 10.67%；短期融资券发行规模最小，不足百亿。从发行期限来看，11 月份新发行的城投债以中短期为主，1 年以下的占 19.66%，

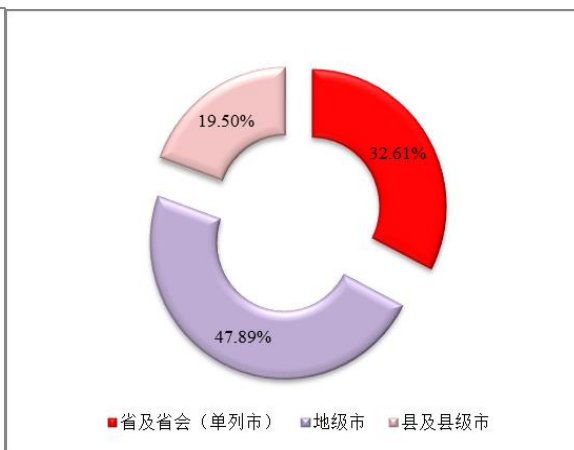
1~3年的占15.17%，3至5年的发行规模最大，占当月发行规模的38.23%；5~7年的发行规模也达到了22.96%；此外有3只债券的期限为10年，发行规模仅占当月总发行规模的3.97%，11月份没有超过10年期限的城投债发行。

图3 2017年11月城投债分主体级别的发行规模



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

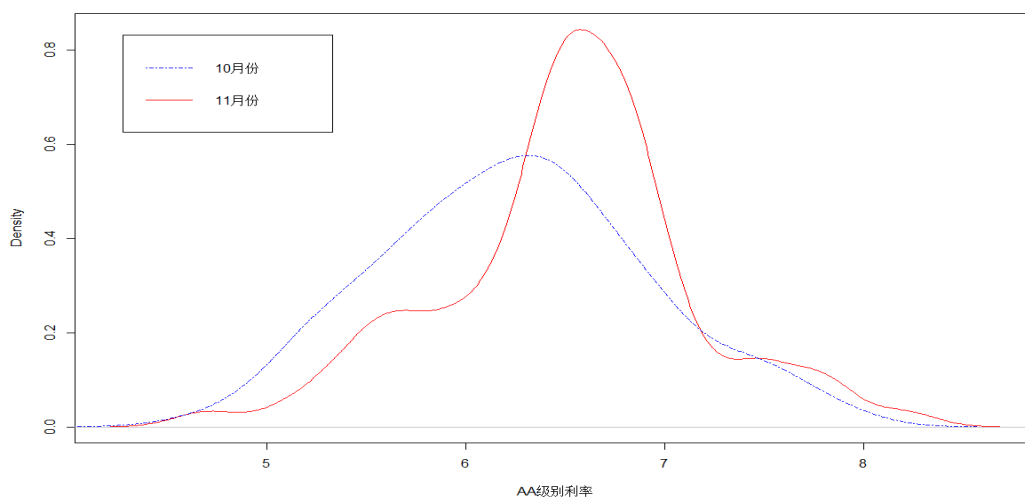
图4 2017年11月城投债分行政级别的发行规模



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

11月份新发行的147支城投债中仅有1支城投债无主体级别，为“17余棚改项目NPB01”，发行主体为新余市惠民棚户区改造投资有限公司。从发行时主体的级别分布来看，11月新发行的城投债仍以AA的发行主体为主，占比为43.93%；主体级别为AAA债券合计20支，占比为20.47%；有11支债券的主体级别为AA-，发行规模仅占6.62%。从发行主体的行政级别来看，11月份新发行的城投债中发行主体的行政级别为地级市的发行规模占47.89%；发行主体行政级别为省级省会（单列市）的债券发行规模占当月发行总规模的32.61%；主体行政级别为县及县级市的债券规模仍占比最小。

图5 2017年10月和11月份主体级别为AA的城投债发行利率分布函数图¹



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

¹ 利率分布是通过非参数核密度函数估计的，核函数选择为高斯核。

从发行利率来看，11月份发行的城投债券在发行时票面利率普遍走高；以主体级别为AA的城投债利率分布函数图为例，11月份AA主体级别的发行利率分布相对于10月份的发行利率分布明显右移，发行利率相对10月份发行利率区间也更加集中，主要分布在6%~7%的区间，表明同一信用级别的主体发行利率差异有所缩小。具体来看，各级别发行主体的发行利率区间较10月份均有所上移，利率中枢上行明显。

表1 11月份城投债利率分布情况（支、%、BP）

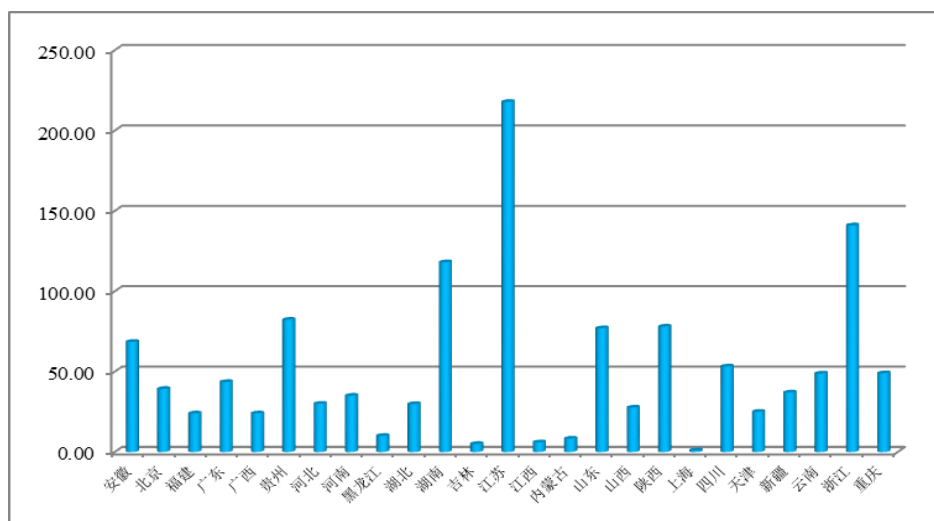
主体级别	发行数量	发行利率			发行利差		
		利率区间	算数平均数	利率中位数	利差区间	算数平均	加权利差
AAA	20	4.33~6.50	5.28	5.20	78~257	151	157
AA+	37	5.13~6.99	5.81	5.75	150~299	203	204
AA	11	4.70~8.20	6.51	6.50	112~452	268	273
AA-	78	6.00~7.79	6.89	7.00	204~379	295	298

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从发行利差来看，11月份城投债发行利差持续走扩。其中AAA级利差区间为78~257BP，加权利差为157BP，环比提高18BP；AA+级利差区间为150~299BP，加权利差为204BP，环比提高23BP；AA级利差区间为112~452BP，加权利差为273BP，环比提高8BP；AA-级利差区间为204~379BP，加权利差为298BP，环比提高23BP。

从区域来看，11月份共有25个省市自治区发行了城投债，其中江苏省作为发债大省，发行数量和发行规模均领先全国其他地区，发行了30支城投债，合计发行规模217.80亿元，占当月发行总额的17.03%；从数量上，11月份湖南省发行了15支城投债，多于浙江省的12支，但从发行规模上，浙江省发行规模合计141.00亿元，高于湖南省的118.00亿元；贵州省、陕西省、四川省、云南省和重庆市等西部地区合计发行城投债32支，发行规模合计311.28亿元，占当月发行规模的比重为24.34%。

图6 2017年11月份各地区城投债发行规模



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

2. 2017年11月二级市场城投企业信用评级变动情况

2017年11月共有2支城投债券涉及级别调整，分别为府谷县国有资产运营有限责任公司的“PR阿城投”和浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司的“17产建绿色02”；1家城投公司主体级别发生变动，为新疆石河子开发区经济建设总公司（以下简称“石经开”）。

表2 2017年11月城投企业评级调整项目一览表（单位：年、亿元、%）

证券简称	债券期限	到期日期	发行总额	发行票面利率	调整前			调整后		
					主体	债项	展望	主体	债项	展望
PR阿城投	7	2020/3/14	10.00	6.40	AA	AA+	稳定	AA	AAA	稳定
17产建绿色02	7	2024/8/10	9.00	5.88	AA	AA+	稳定	AA	AAA	稳定
12石经开债	6	2018/8/29	6.00	7.50	A	AA-	负面	BB+	AA-	负面

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

调整原因中，“PR阿城投”债的担保方重庆三峡担保集团股份有限公司主体信用等级由AA+调升至AAA，其担保的债项级别随之调整；“17产建绿色02”债的担保方湖北省担保集团有限责任公司主体信用等级由AA+调升至AAA，其担保的债项级别随之调整。

根据大公国际出具的跟踪评级报告，2016年石经开作为城市基础设施建设投融资主体的地位明显弱化，营业收入大幅下滑，短期和长期均面临较大偿债压力，对外担保计提大额预计负债，为违反财产报告制度被列入失信被执行人名单，且2016年审计报告为保留意见的审计报告，综合以上因素，大公国际将石经开主体信用等级调整为BB+，评级展望维持负面；因石河子国有资产经营（集团）有限公司和石河子开发区赛德国有资产经营有限公司为“12石经开债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，“12石经开债”的信用等级维持AA-。

3. 2017年12月城投债到期情况

根据Wind数据，经联合评级按全市场口径统计并整理，2017年12月份全口径城投企业到期债券共71支，涉及61个发行主体，债券总额608.50亿元；其中有13支债券同时在银行间市场和交易所交易。

图7 2017年12月到期的城投债分产品种类分布情况

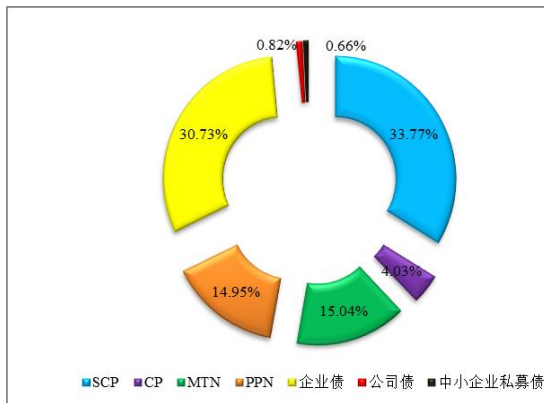


图8 2017年12月到期的城投债行政级别分布情况



从类别来看，12 月份到期的城投债主要由银行间的债券品种构成，其中超短融和企业债到期总额占 12 月份到期城投债总额的比重均超过了 30%，分别为 33.77% 和 30.73%；12 月份到期的中期票据和定向工具规模相差不大，分别占到期总额的 15.04% 和 14.94%；交易所市场方面，仅有 2 支到期的城投债，到期规模合计 9.00 亿元，分别为公司债“15 建开发”和中小企业私募债“14 金禹 01”。从到期债券发行主体的行政级别来看，主体行政级别为地级市的城投债仍占比最高，为 45.85%。

从期限来看，12 月份到期的城投债主要由 1 年及以下和 5 至 7 年（含）的构成，其中 1 年及以下的数量最多，共 33 支，占 38.95%；5 至 7 年（含）的共 17 支，占 17.94%；7 年及以上的仅有 1 支债券，为“09 黄石城投债”，债券期限为 8 年。

从区域来看，12 月份到期的城投债涉及 20 个省市自治区，其中江苏省以 25 支到期的城投债，到期规模 167.50 亿元继续领跑全国；浙江省和四川省分别为 5 支和 6 支，到期规模占到期总额的比重分别为 12.98% 和 9.29%；其他地区到期的城投债规模较小。

4、负面事件

表 3 2017 年 11 月城投企业债券负面事件一览表

涉及债券	公告日期	公告名称	关注事项
17 桐乡城投 SCP001	2017.11.1	桐乡市城市建设投资有限公司 2017 年度第一期超短期融资券募集资金用途变更公告	公司拟变更“17 桐乡城投 SCP001”募集用途，原用于置换银行借款的募集资金变更为补充公司营运资金
13 锦城投债 01 13 锦城投债 02	2017.11.2	关于关注锦州市城市建设投资发展有限公司召开 2013 年第一期和第二期公司债券 2017 年第一次债券持有人会议通知的公告	公司将召开债券持有人会议，审议表决提前偿还未到期本息的议案及变更债权代理人的议案
15 江阴公 15 江阴公 PPN001 16 江阴公 MTN001 17 江阴公 MTN001 17 江公 01 17 江阴公 SCP001 17 江阴公 SCP002 17 江阴公 SCP003	2017.11.17	江阴市公有资产经营有限公司关于对外担保触发投资者保护条款事项的情况公告	公司因对外担保出发投资人保护条款，涉及公司 2016 年 9 月 19 日发行的 16.00 亿元中期票据“16 江阴公 MTN001”，债务持有人有基于上述违约事件行使无条件豁免违约表决权。需关注议案后续进展，若投资者行使有条件豁免违约表决权通过，则一定程度上增加公司债券偿付压力
11 诸暨债 12 诸暨债	2017.11.21	诸暨市城市建设投资发展有限公司 2017 年 1~5 月累计新增借款超过上年末净资产 20% 公告	公司 2017 年 1~10 月新增借款金额为 19.52 亿元，占 2016 年末净资产的比例为 45.41%，债务增长过快将加大公司偿付压力

资料来源：Wind 资讯

三、影响城投债券信用水平的重要相关政策和举措

1. 财政部印发《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》，规范 PPP 综合信息平台项目库管理。

11 月 10 日，财政部印发《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》指出对项目实行分类管理，统一新项目入库标准，并组织开展已入库项目的集中清理。明确新项目 3 种情形不得入库，已入库项目 5 种情形予以清退，强调各省级财政部门于 2018 年 3 月 31 日之前整改到位。

简评：此前，财政部在“2017 年第三届中国 PPP 融资论坛”上表态要将不规范项目清理出库，加强 PPP 项目库的规范管理。此次新增延续了对 PPP 项目规范发展及重视运营的监管思路，推动 PPP 项目相关的投融资体制和管理体制进一步升级。

2. 发改委印发《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作(PPP)项目的指导意见》，再次鼓励民间资本参与 PPP 项目。

11 月 30 日，发改委印发《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出要不断加大基础设施领域开放力度，创造民间资本参与 PPP 项目的良好环境，不得限制民间资本参与 PPP 项目；针对不同的 PPP 项目，分类施策支持民间资本参与 PPP 项目；规范 PPP 项目合同，严禁政府利用 PPP 模式违法违规变相举债，严防地方政府隐性债务风险；鼓励政府通过资本金注入、投资补助、贷款贴息等方式支持民间资本 PPP 项目，加大民间资本 PPP 项目融资支持力度等。

简评：《指导意见》的出台进一步完善了 PPP 项目管理和融资体系建设，在此之前，民间资本参与 PPP 项目存在较高的隐形门槛，民营企业往往处于弱势地位，《指导意见》明确了除国家法律法规明确禁止准入的行业和领域外，基础设施建设领域一律向民间资本开放，不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与 PPP 项目，有利用充分调动社会资本参与地方基建及公共服务的积极性。此外，《指导意见》也重申了严禁地方政府利用 PPP 项目进行违法违规举债。

四、本月城投行业要闻

城投债提前兑付潮仍在继续。

洛阳城市发展投资集团有限公司、营口市城市建设投资发展有限公司、鞍山市城市建设投资发展有限公司、本溪市城市建设投资发展有限公司分别提前兑付“12 洛城投债”、“10 营口债”、“13 鞍山城投债”和“11 本溪债”。

开原市城乡建设投资有限公司、锦州市城市建设投资有限公司、铁岭公共资产投资运营集团

有限公司、武汉市蔡甸城建投资开发有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、遵义市投资（集团）有限责任公司、唐山市南湖生态城开发建设有限责任公司、大连融达投资有限责任公司均于 11 月份发布了召开债券持有人大会的公告，拟提前归还未到期债券。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司“13 合川工投债”提前偿付方案未通过。

简评：城投债提前置换已成为常态，提前兑付成功的城投公司偿债压力可得到缓解，偿债能力将得到提升。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。