

# 信用债分析框架和应用

## ——华泰证券固收分析框架培训

程 晨 华泰证券研究所固收信用首席

执业证书编号：S0570519080002

赵天彤 高级固收研究员

执业证书编号：S0570519070002

肖乐鸣 固收研究员

执业证书编号：S0570119010022

1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

»

附 城投评级框架

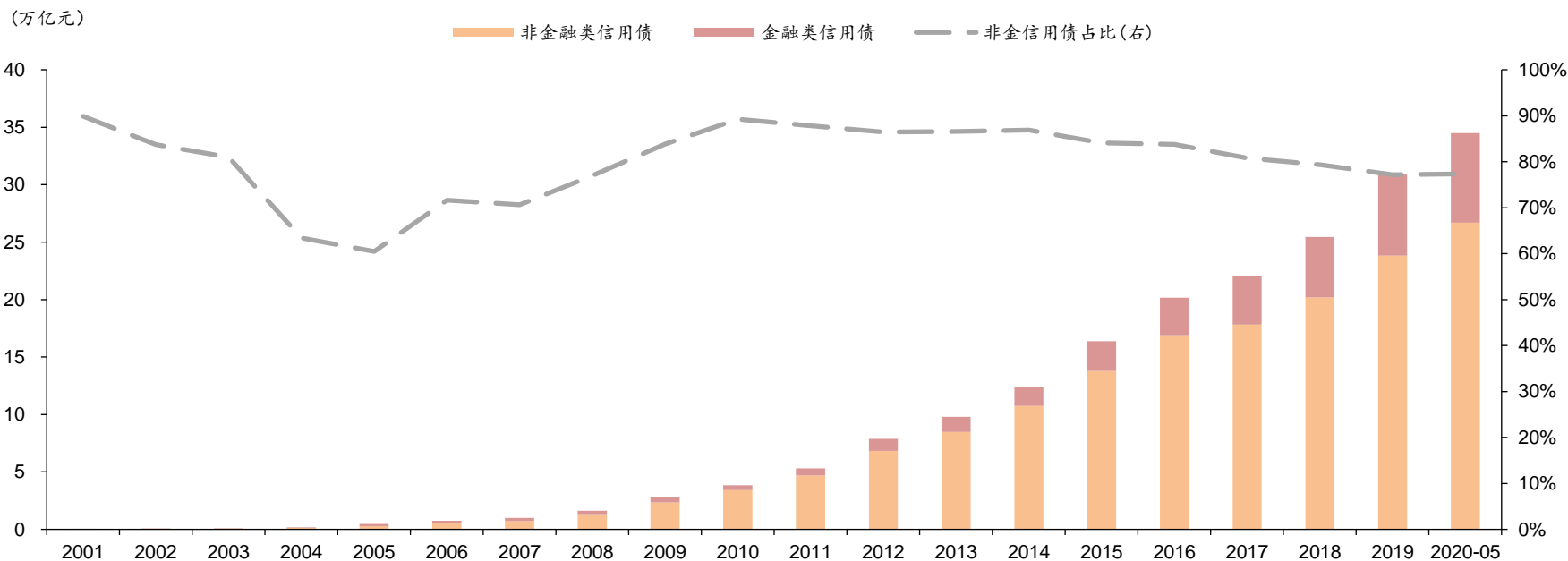
»



## 中国信用债市场自2009年以来快速扩张

- 信用债按发行人主要分为金融类信用债和非金融类信用债。金融类信用债发行人主要是银行、保险和券商，其中又以补充资本的次级债券为主。非金融类信用债发行人主要是非金融企业。根据监管机构不同，非金融类信用债又可分为中国银行间市场交易商协会负责监管的非金融企业债务融资工具（短期融资券CP、超短期融资券SCP、中期票据MTN、定向工具PPN等），发改委监管的企业债（含集合企业债），证监会监管的公司债（包括大公募、小公募和私募）。2005年以前由于市场信用债品种单一，以企业债为主且发改委对企业债采取严格的额度审批制度，信用债市场发展缓慢；以2005年人民银行推出短期融资券为标志，信用债市场开始进入增长阶段。
- 截至2020年5月末，信用债市场总存量规模已经达到34.51万亿元，金融类信用债7.81万亿元，非金融类信用债26.70万亿元。2008年中票的推出带动了信用债市场发展，非金融类信用债占整体信用债市场规模的比重接近80%，并在此后一直保持80%左右的规模占比。

## 信用债市场存量规模达到34.5万亿元

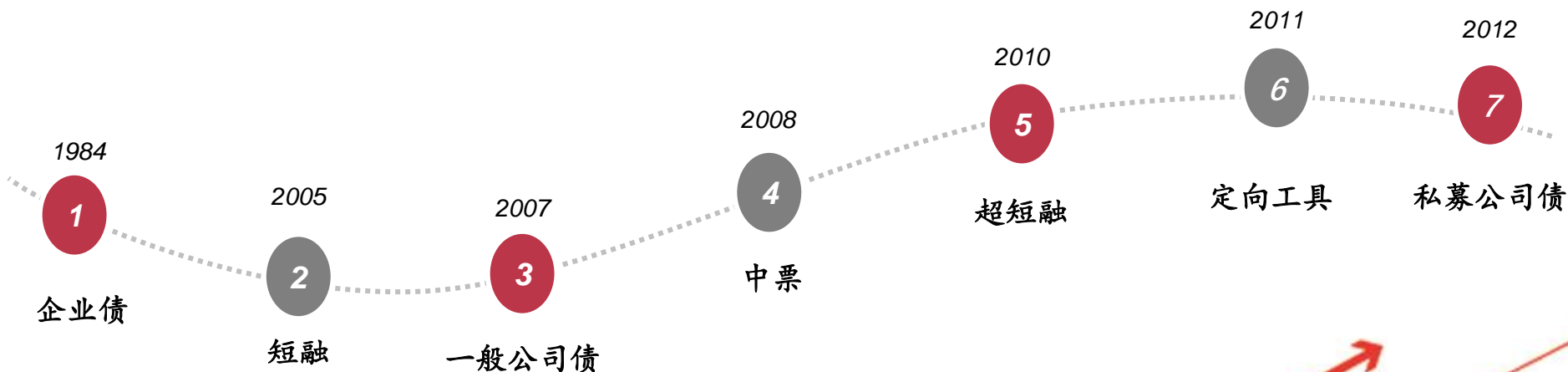


资料来源：wind、华泰证券研究所

## □ 多类型品种信用债相继推出

- 国内信用债市场随企业债券开始于1984年，国务院于1987年3月27日发布施行了《企业债券管理暂行条例》，开启了真正意义上的国内信用债元年。
- 沉寂多年后，信用债市场迎来了第二次扩张。2005年银行间的短期融资债券试水，规范的短融市场出现。
- 2007年第一只交易所公司债问世（其中私募公司债兴起于2012年）。
- 2008年，中国人民银行制定《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，第一只中票经中国银行间市场交易商协会注册诞生，带动了信用债市场的发展。
- 2010年超短融应运而生，2011年定向工具诞生，银行间市场的主流品种至此补全。
- 2015年《公司债券发行和管理办法》的公布彻底激发交易所债券市场的活力，发债主体被进一步扩大至所有的公司制法人，公司债的发行规模出现了爆发式的增长。
- 信用债种类的丰富助推了信用债规模的增长，扩大了信用债融资主体范围，债券市场得到不断完善。

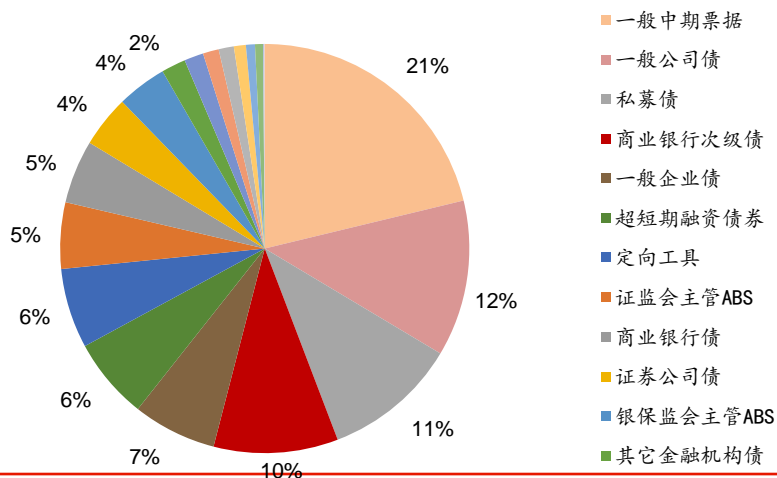
## □ 各类信用债推出时间轴



## 中国信用债市场自2009年以来快速扩张

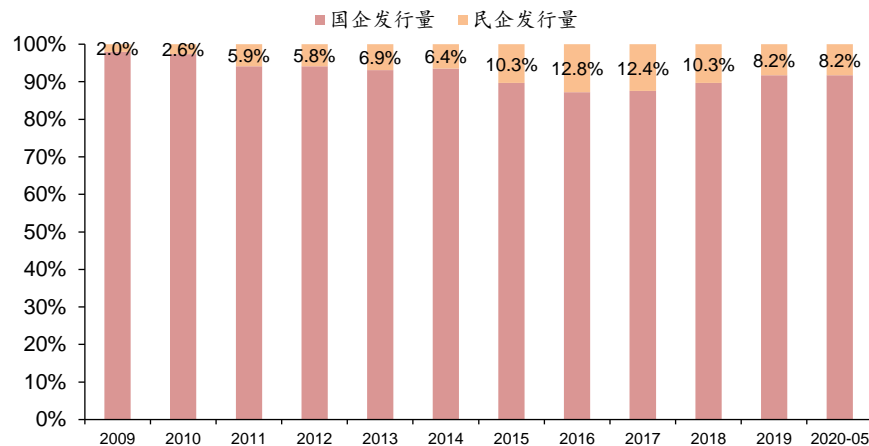
- 截至2020年5月28日，金融类信用债占存量市场的22.62%，非金融类信用债占比77.38%。金融类信用债中，商业银行次级债券占比10%，为最重要的金融类信用债；商业银行金融债和证券公司债紧居其后，占比达到5%、4%。非金融类信用债中，中期票据（21%）、公募公司债（12%）、私募公司债（11%）为前三大存量品种。整体来看，公司债合计占比略超中期票据。企业债占存量规模的9%。银行间非金融企业债务融资工具中，除了中票独占鳌头，定向工具也具有一定规模，占比达到6%；短融和超短融合计占比8%。
- 自2009年信用债市场扩容以来，民企在信用债发行量中的占比得到显著提高，从2009年的2%提升至2020年5月末的8.2%。2016年宽信用和银行理财扩张等导致民企债发行量增多，民企信用债发行量占比达到13%；近几年虽然有所波动，但整体保持在接近10%左右的规模占比。

### 各信用债品种占比（截至2020年5月末）



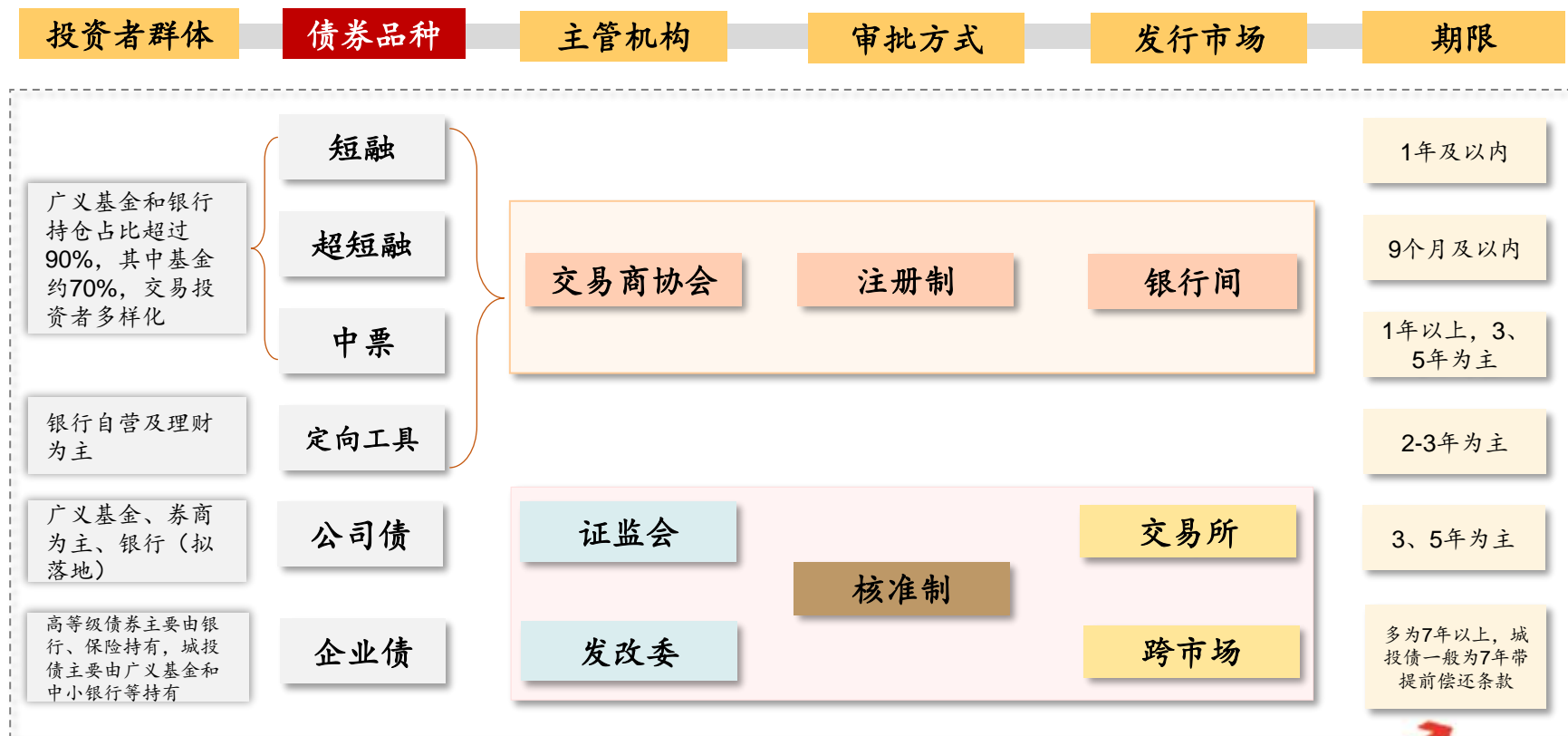
资料来源：wind、华泰证券研究所

### 信用债发行量中国企占比显著较高



资料来源：wind、华泰证券研究所

- 由于不同投资机构受到监管约束、负债久期、风险偏好等因素的限制，信用品种的发行市场，发行期限影响其主要投资者群体以及二级市场的交易行为。
- 短融、超短融和中票的主要投资群体为广义基金和银行，持仓占比超过90%，其中短融和超短融中的广义基金占比大约70%，中票中的广义基金规模也大概七成。相较而言，定向工具的主要投资群体则为银行自营和理财。
- 广义基金和券商是公司债的主要投资群体；企业债中，超AAA的企业债主要由银行和保险持有，而城投债则主要由广义基金和中小银行持有。





要求	小公募公司债券	私募公司债券
净资产	股份公司净资产不低于 <b>3000</b> 万元； 有限公司净资产不低于 <b>6000</b> 万元	负面清单制度： (一) 最近 <b>24</b> 个月内公司财务会计文件存在虚假记载，或公司存在其他重大违法行为。 (二) 对已发行的公司债券或者其他债务有 <b>违约或延迟支付本息的事实</b> ，仍处于继续状态。 (三) 存在违规对外担保或者资金被关联方或第三方以借款、代偿债务、代垫款项等方式违规占用的情形，仍处于继续状态。 (四) 最近 <b>12</b> 个月内因违反公司债券相关规定被中国证监会采取行政监管措施；或最近6个月内因违反公司债券相关规定被证券交易所等自律组织采取纪律处分。 (五) 最近 <b>两年内财务报表曾被注册会计师出具保留意见且保留意见所涉及事项的重大影响尚未消除</b> ，或被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告。 (六) 因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或限制发行公司债券。 (七) 擅自改变前次发行公司债券募集资金的用途而未做纠正。 (八) 本次发行募集资金用途违反相关法律法规或募集资金投向不符合国家产业政策。 (九) 除金融类企业外，本次发行债券募集资金用途为持有以交易为目的金融资产、委托理财等财务性投资，或本次发行债券募集资金用途为直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。 (十) 本次发行文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。 (十一) 存在严重损害投资者合法权益和社会公共利益情形。 (十二) 地方融资平台公司。本条所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。 (十三) 国土资源部等部门认定的存在“闲置土地”、“炒地”、“捂盘惜售”、“哄抬房价”等违法违规行为的房地产公司。 (十四) 典当行。 (十五) 未能同时满足以下条件的担保公司： (1) 经营融资担保业务满 <b>3</b> 年； (2) 注册资本不低于人民币 <b>6</b> 亿元； (3) 主体信用评级 <b>AA</b> 级（含）以上； (4) 近三年无重大违法违规行为。 (十六) 未能同时满足以下条件的小贷公司： (1) 经省级主管机关批准设立或备案，且成立时间满 <b>2</b> 年； (2) 省级监管评级或考核评级最近两年连续达到最高等级； (3) 主体信用评级达到 <b>AA</b> 级（含）以上。
额度上限	累积债券余额不超过公司最近一期 <b>净资产的40%</b>	
年均可分配利润	最近三年平均可分配利润足以支付公司 <b>债券1年利息</b> （合并归母净利润）	
禁止情形	<b>1、前次公开发行的公司债券尚未募足；</b> <b>2、改变公司债券募集资金用途；</b> <b>3、最近36个月内财务文件存在虚假记载或者其他重大违法违规行为；</b> <b>4、虚假记载，误导性陈述或重大遗漏；</b> <b>5、对于已发行债券有违约或者延迟支付的事实，且仍处于持续状态。</b>	

企业债券（一般公开发行，只有绿色债券、项目收益债、债转股专项债券可非公开发行）

四大专项债券（综合管廊、新兴产业、城市停车场、养老产业）

绿色债券

主体资格

- 1、我国境内注册企业，A/H 股上市公司除外（上市公司可发绿色债、PPP、双创孵化债、配电网建设改造专项债）；
- 2、股份公司净资产不低于3000 万元，有限公司和其他类型企业净资产不低于6000 万；
- 3、发行人成立满三年；
- 4、发行人近三年无重大违法违规行为；
- 5、前次企业债已足额募集；
- 6、已发行的企业债或者其他债务未处于违约或者延期支付的状态；
- 7、未擅自改变前次企业债募集资金用途。

财务

- 1、最近三年会计年度连续盈利（无需扣非）；
- 2、累积债券余额不超过最近一期末净资产的40%（合并口径，对于城投企业，不能将公益资产及储备土地使用权计入；存在为其他企业担保的，按担保额1/3 计入）；
- 3、最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年利息；
- 4、对于城投企业，偿债资金来源70%（含）以上必须来自企业自身收益；
- 5、对于政府及有关部门应收账款、其他应收款、长期应收款合计超净资产40%的重点关注，超60%的不予受理。

其他

- 1、发行人2013 年后的短期高利融资综合成本达到银行相同期限贷款基准利率1.5 倍的，累计额度超过企业总负债规模10 %，不再受理（双创孵化债、配电网建设专项改造专项债除外）；
- 2、地方政府所属城投企业已发行未偿付的企业债券、中期票据余额与地方政府当年GDP 比值超过12%的，所属城投企业发债严格控制（非禁止）；
- 3、城投企业单次发债规模原则上不超过地方政府上年本级公共财政预算收入；
- 4、区域全口径债务率超过100%的，区域内城投企业仍可提交发债申请。（目前放开了）

- 1、不受发债指标的限制；
- 2、不受“地方政府所属城投企业已发行未偿付的企业债券、中期票据余额与地方政府当年GDP 比值超过12%的，所属城投企业发债严格控制”的限制；
- 3、不受“单次发债规模原则上不超过地方政府上年本级公共财政预算收入的限制”。

- 1、不受发债指标限制；
- 2、资产负债率低于75%的前提下，核定发行规模时不考察企业其他公司信用类产品规模。



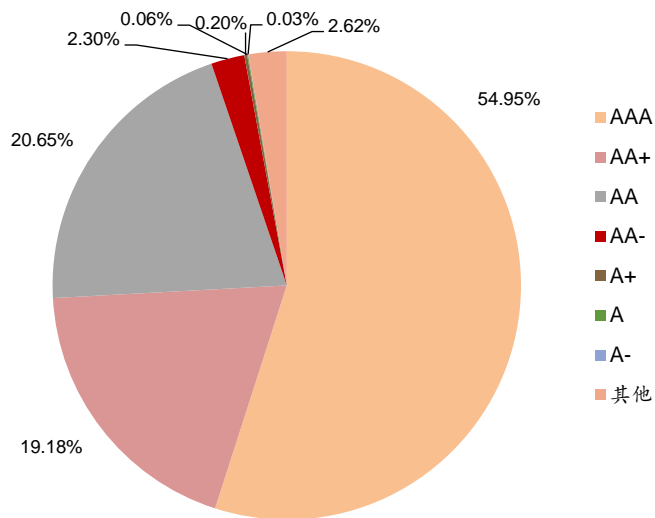
- ❑ 银行间主流的非金融企业债务融资工具均要求近三年没有违法和重大违规行为；已经发行的融资券没有延迟支付本息的情形。
- ❑ 短融、超短融以及中票均要求提供三年经审计的财务报告且最近一个会计年度盈利，而对于定向工具（PPN）只需提供一年的财务报表，对没有财务报表的特殊企业可以不提供，没有盈利的要求。
- ❑ 定向工具除了要求近三年没有违法和重大违规行为、没有债券违约外无其他硬性要求。
- ❑ 短融和中票的待偿还余额受净资产40%的限制，而超短融和PPN不受净资产40%的限制。

	短期融资券（只能公开发行业）	超短期融资券	中期票据	PPN
共有条件	近三年没有违法和重大违规行为； 已经发行的融资券没有延迟支付本息的情形			
	三年的经审计的财务报表和最近一期会计报表；最近一个会计年度盈利			
	无净资产的原则限制		净资产原则上不低于10亿元	
特定条件	短期融资券待偿还余额不超过企业净资产的40%	信用评级较高的企业在银行间市场发行；不受“待偿还金额不超过净资产40%规定”	中期票据待偿还余额不超过企业净资产的40%	发行额度不受40%限制，一般AA 以上

## □ 债券评级分布

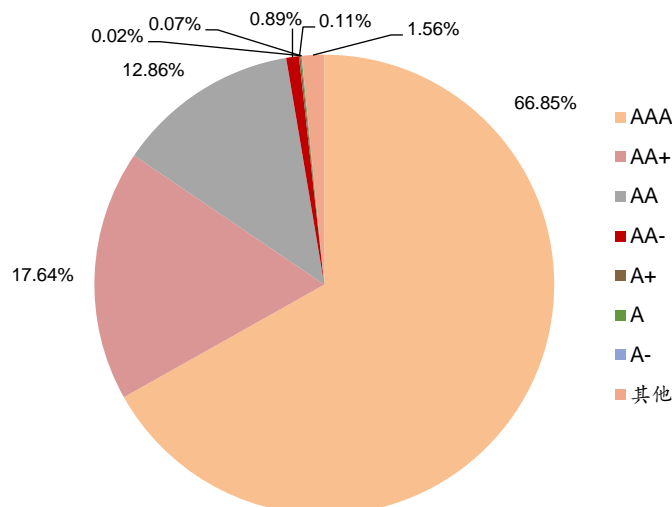
- 从评级来看，截至2020年5月，主体评级为AAA的信用债占据存量市场主导地位，占比达到66.85%，AA+及以上占比达到85%；
- 而在2020年，AAA评级的债券仅占54.95%，AA+及以上占比74%。
- 可见，随着时间的推移，外部评级的区分度越来越差，信用评级越来越高。
- 截至2020年5月，主体评级分布在A-至AA的债券占比为13.95%；2015年，主体评级分布在A-至AA的债券占比为23.24%。
- 低评级的债券进一步降低。截至2020年5月，A-以下（包括无评级）的信用债占比仅为1.56%；而在2015年，A-以下（包括无评级）的信用债占比为2.62%。

各评级信用债占比（截至2015年末）



资料来源：wind、华泰证券研究所

各评级信用债占比（截至2020年5月末）



资料来源：wind、华泰证券研究所

# 评级机构竞争加剧，但市场痛点犹存

- 中诚信、联合、新世纪、大公、鹏元、东方金诚是国内传统的评级机构，这几家机构采取发行人付费的模式。
- 中债资信是国内第一家采用投资人付费的运营模式，中债资信为交易商协会会员出资设立的评级公司，整体来看评级结果低于其他评级公司，但对评级主体覆盖的广度仍较为有限。
- 近年获证监会批准的投资人付费的评级机构日渐增多，主要有：北京中北联、四川大普、上海资信及中证指数有限公司。
- 境外评级机构也逐渐参与到我国债券市场的评级中。2018年5月起，国际三大评级机构标普、穆迪、惠誉分别在华设立全资子公司，并于2019年初获得央行备案与交易商协会评级资格。
- 2018年8月17日，由于评级业务中的利益冲突违规行为，大公国际被证监会、交易商协会暂停评级资格1年。

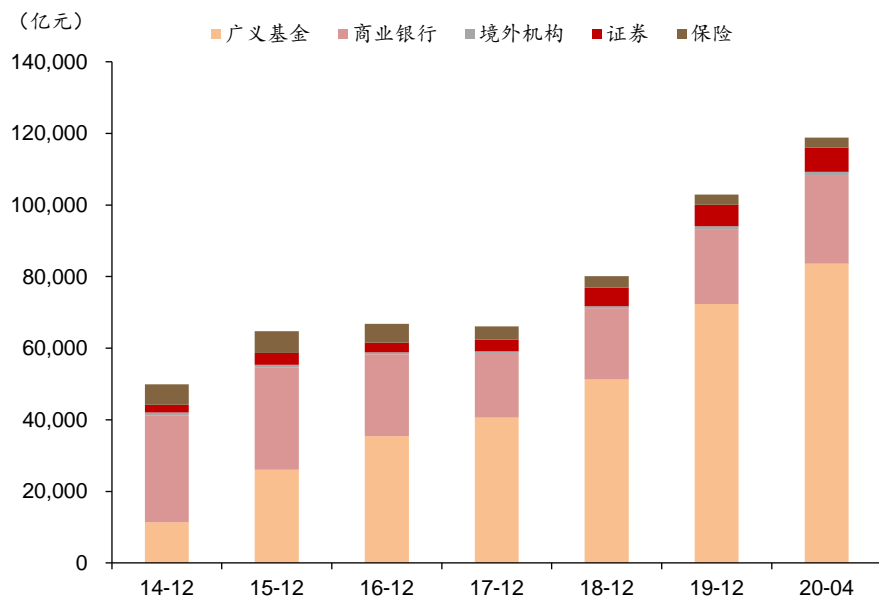
## 评级机构获得监管部门授权情况

	发行人付费												投资者付费				
	联合		中诚信国际	新世纪	大公	东方金诚	鹏元	远东资信	标普（中国）	穆迪（中国）	惠誉博华	安融	北京中北联	四川大普	上海资信	中证指数	中债资信
	联合资信	联合信用															
证监会		√	√	√	√	√	√	√					√	√	√	√	
交易商协会	√		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√					√
发改委	√	√	√	√	√	√	√	√									
保监会	√	√	√	√	√	√		√									√

## □ 信用债市场的投资者结构及投资渠道

- 信用债市场投资的资金来源为居民、企业和金融同业。最终通过的渠道包括券商资管、私募基金、信托理财、券商自营、公募基金的专户和普通基金等。
- 随着资管行业的发展，广义基金成为信用债投资的主力，商业银行直接在信用债投资的规模上逐年递减。对于广义基金的机构行为分析变得格外重要。

各投资主体持有信用债总额



资料来源: wind、华泰证券研究所

### 投资机构

银行

银行理财

券商

公募基金

住户/公司

保险公司

境外机构

### 渠道

券商资管

信托理财

私募基金

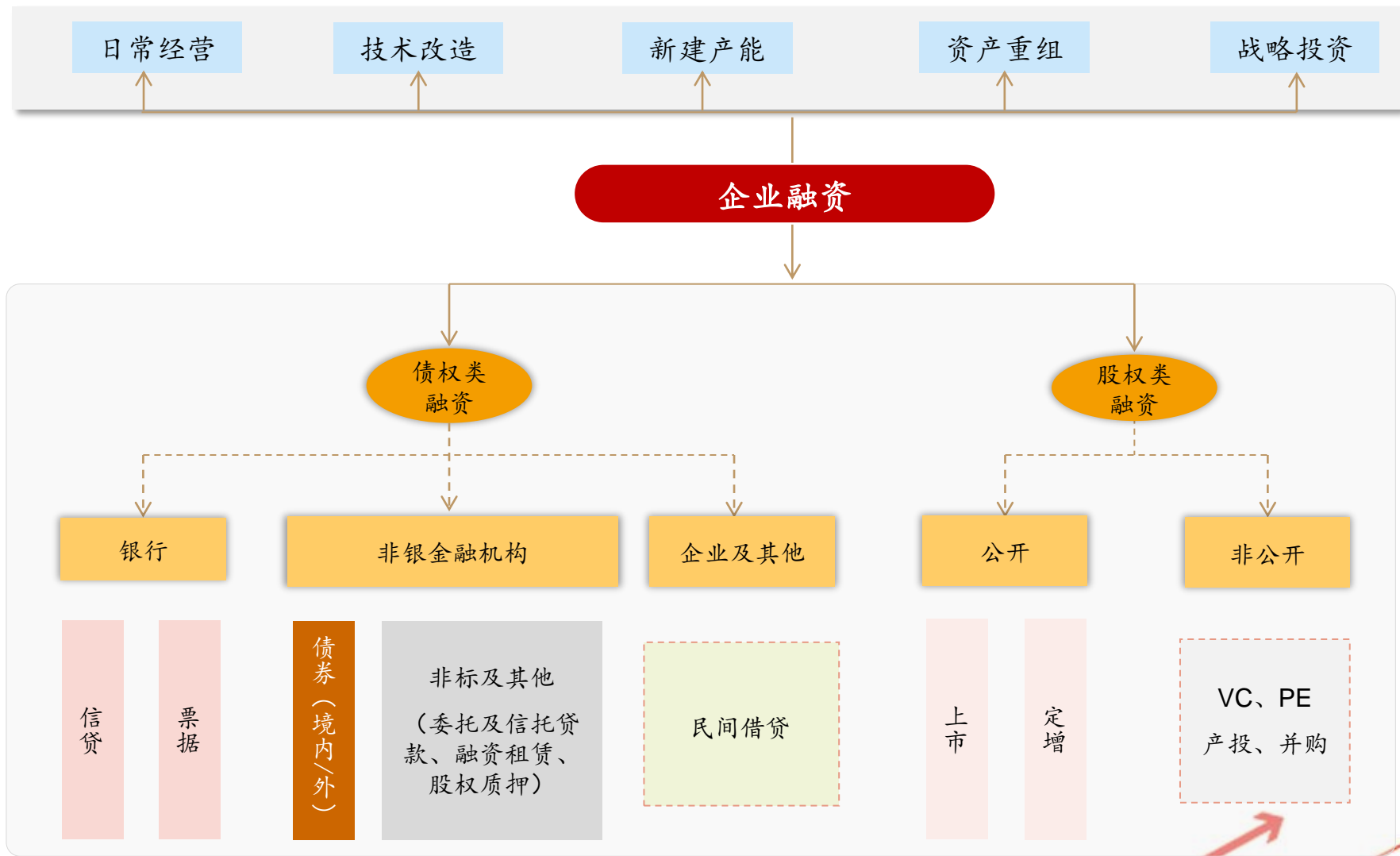
自营投资

券商资管

基金专户

普通基金

- 企业融资主要的资金用途是日常经营、设备技术改造、新建产能、资产重组、产业的战略投资，我们可以通过观测企业的行为来匡算其未来的融资需求。在融资渠道方面，企业的融资渠道主要分为债权类融资和股权类融资两类。



# 信用债基本要素——以17国地01为例

□ 基本要素包括：发行人、品种、主体和债项评级、担保质押增信情况、利率、期限、发行规模、特殊条款、流通市场、质押率等。

债券代码	143049.SH	债券简称	17国地01
当前余额(亿元)	1	债券类型	一般公司债
质押券代码	144049 17国地Z1	折合标准券(元)	69
上市日期	2017-03-30	摘牌日期	2022-03-22
交易市场	143049.SH(上海)	海外评级	无
最新债项评级	AAA(维持,2018-06-27)	评级机构	中诚信证券评估有限公司
票面利率(当期)	5.3	发行价格(元)/最新面值(元)	100/100
利率类型	累进利率	息票品种	付息
付息频率	每年付息1次	下一付息日	2020-03-23
利率说明	20170323-20200322,票面利率:5.3%;20200323-20220322,票面利率:5.3%+调整基点	距下一付息日(天)	274
剩余期限(年)	0.7507+2	期限(年)	5(3+2)
起息日期	2017-03-23	到期日期	2022-03-23
发行规模(亿元)	1	发行方式	公募
债券全称	国贸地产集团有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)	是否城投债曲线样本券	否
发行人	国贸地产集团有限公司	担保人	厦门国贸集团股份有限公司
增信方式	不可撤销连带责任担保	增信情况	担保方承担保证责任的期间为债券存续期间及债券到期之日起二年
缴款日期	2017-03-23	主承销商	兴业证券股份有限公司
内含特殊条款	赎回,回售,调整票面利率	下一行权日	2020-03-23
条款说明	<p><b>赎回:</b>发行人将于本期债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日,在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否行使赎回选择权的公告,若决定行使赎回权利,本期债券将被视为第3年全部到期,发行人将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部公司债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同,将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单,按照债券登记机构的相关规定办理。若不行使赎回,则本期债券将继续在第4年,第5年存续。; <b>回售:</b>发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后,投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。本期债券第3个计息年度付息日即为回售支付日,发行人将按照上海证券交易所和中国证券登记公司相关业务规则完成回售支付工作。; <b>调整票面利率:</b>若发行人在本期债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日,在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于放弃行使赎回权的公告,将同时发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后2年的票面利率,调整幅度为-100至100个基点(含本数),其中一个基点为0.01%。若发行人未行使调整票面利率选择权,则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。</p>		



1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

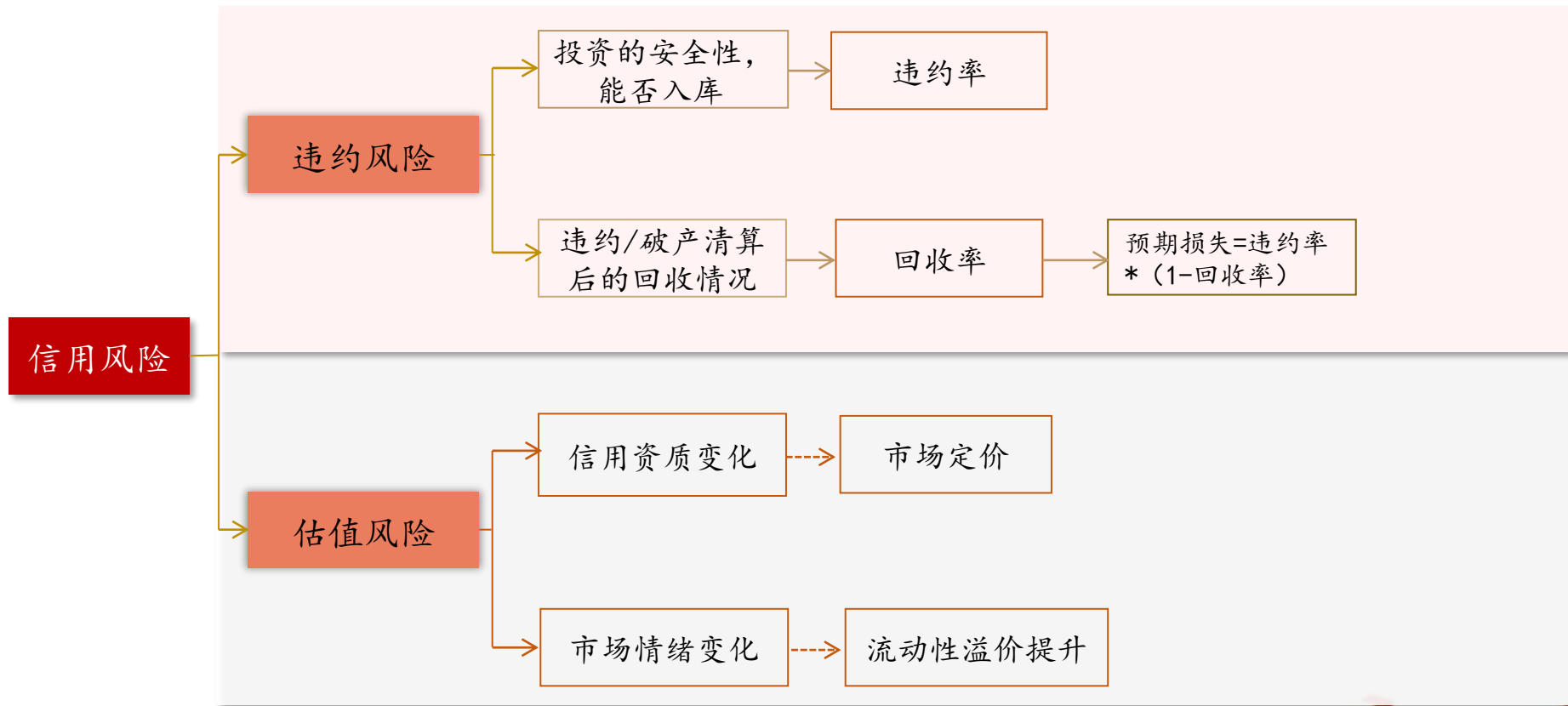
»

附 城投评级框架

»



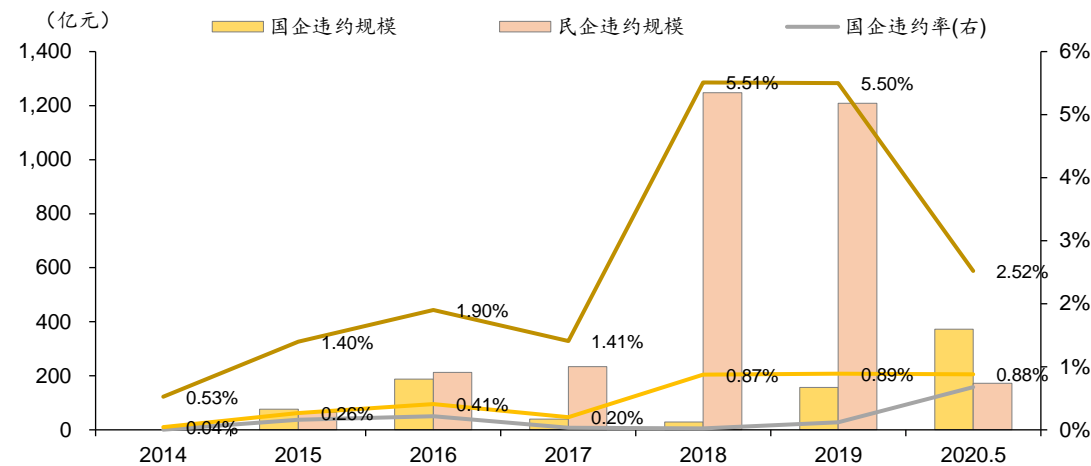
- 信用分析关心的是发行主体的违约风险。随着投资领域的拓展，信用债投资的风险已不仅仅局限于传统的违约风险，信用风险主要分为违约风险和估值风险。
- 违约风险包含两个维度，一方面是投资的安全性，另一方面是发生损失后的回收情况，与回收率挂钩，违约风险反映在评级当中。估值风险同样涉及两个层面，一是评级变动或信用资质变化导致的估值波动，二是市场情绪变化带来的流动性溢价提升。



# 信用违约仍处高位，融资主体以国企主导

- 20年前五个月违约债券46只、金额544亿元，总违约率0.88%，仍处较高位置。新增违约主体违约债券10只、规模103亿元，违约规模同比增长10.8%。
- 20年前五个月信用债发行量大幅增长，总体净融资同比增长较大。
- 融资人以国企为主，净融资量有较大增长，民企净融资19年来多个月度为负，20年有所好转。

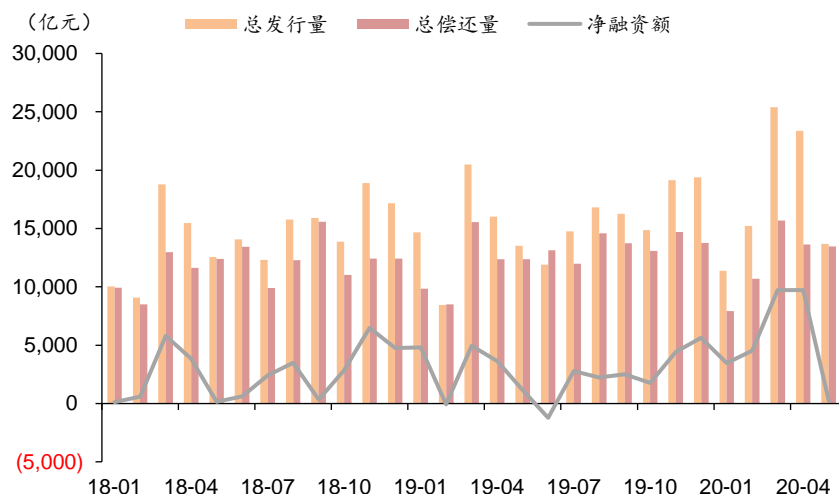
## 2019年以来违约规模和违约率仍处高位



注：违约规模指债券违约规模。国企指地方国企+央企，广义民企指民企+外企，其他企业指集体企业、公众企业等

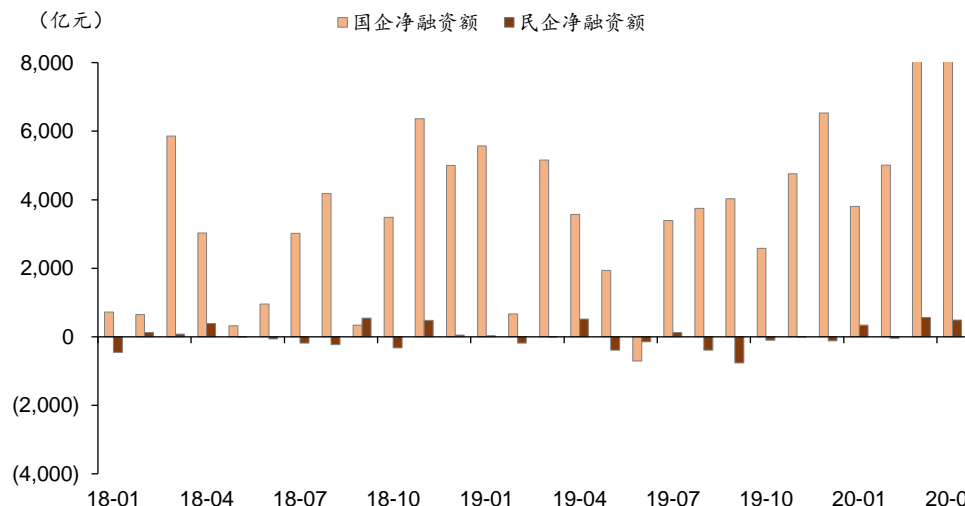
资料来源：wind、华泰证券研究所

## 19年信用债整体融资有所恢复

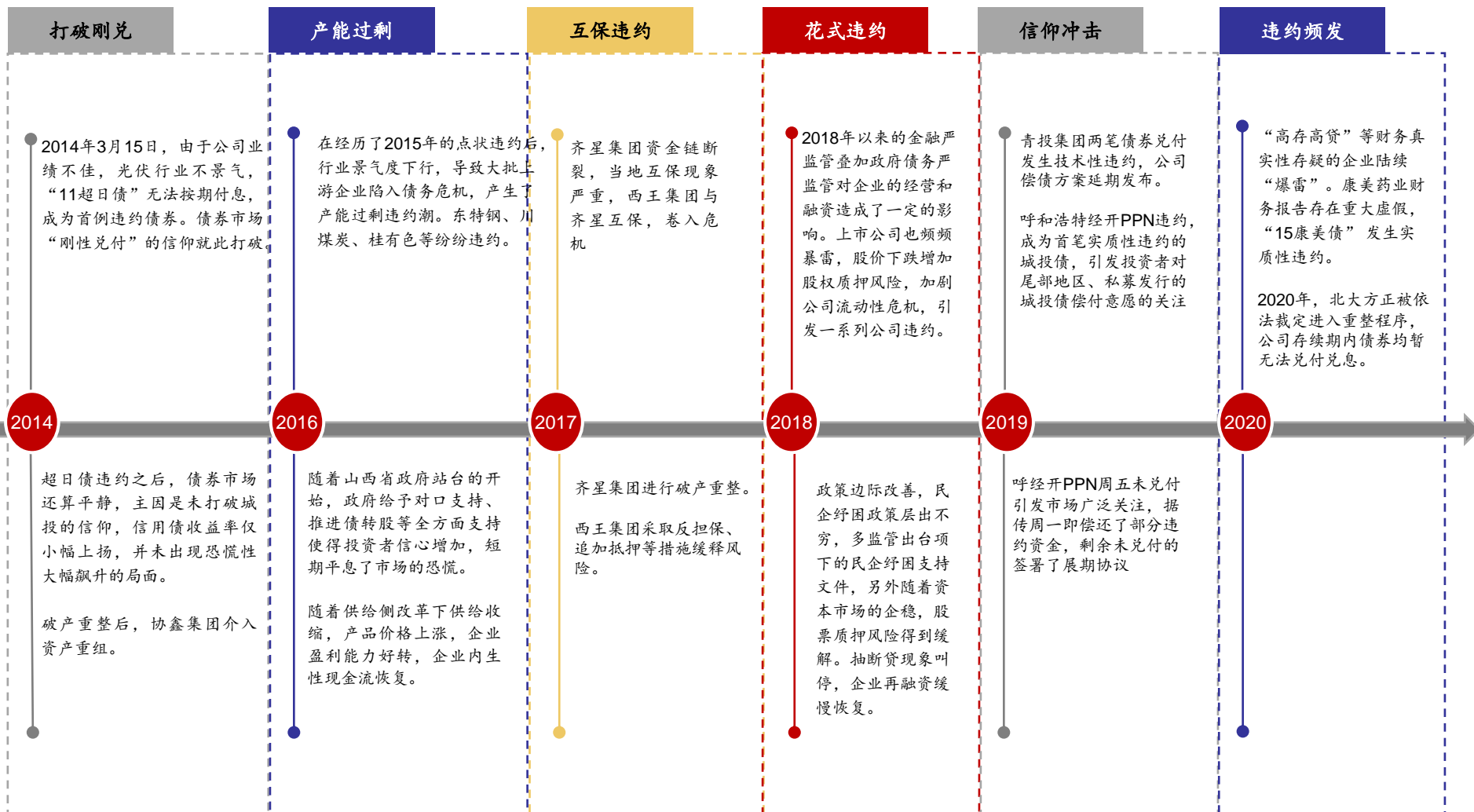


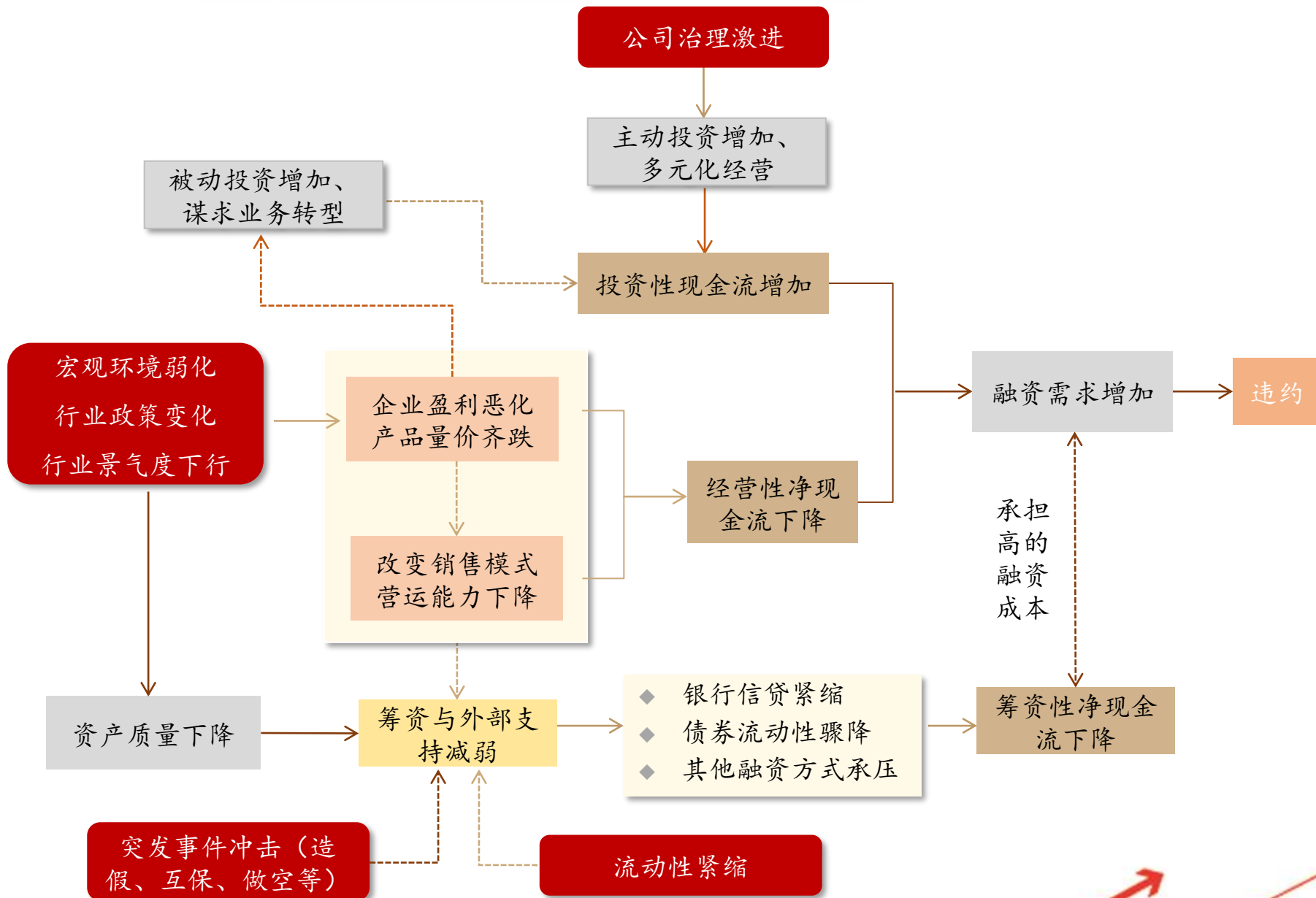
资料来源：wind、华泰证券研究所

## 融资结构仍以国企为主，民企融资压力持续较大但略有好转



资料来源：wind、华泰证券研究所





## 信用研究的基本任务

1

### 信用基本面研究

宏观

经济增长及宏观流动性环境的判断

中观

行业信用环境的判断

微观

企业个体偿债能力的分析

2

### 信用策略研究

方向

行业利差走势的判断

结构

等级利差、期限利差的判断

性价比

收益与风险的权衡

## 信用研究的常见误区

❑ 信用研究与宏观研究的区别？宏观利率研究注重逻辑和推演；而信用研究注重落地及个体分析。

❑ 卖方信用与买方信用的区别？卖方更多要注重思考视角和方法论研究，即寻找投资落地的观察点；买方是对个券研究，需要决定个券是否可以买卖和价格。

❑ 信用分析与股票分析的区别？信用分析是偿债能力的判断，而不是投资报酬的保证。股票分析关心的是企业利润的增长前景，倾向于预测企业将来可能会怎样；信用分析关心的是现金流的充沛程度和稳定性，倾向于预测企业将来一定不会怎样。

❑ 信用研究面临的难点是什么？信息不透明、市场反映滞后、风险与收益不对称，价格反映不灵敏、缺乏对冲工具。



宏观研究

中观研究

个券研究

投资价值

市场定价

信用基本面

定性分析

公司治理

经营

投资性资本支出

上游

生产

下游

未来

定量分析

财务

盈利

资产

权益

现金流

偿债能力

增信措施

担保

一般保证

偿付顺序

个体信用

外部支持

- ◆ 支持意愿
- ◆ 支持能力

政府支持

产业扶持

银企关系

债项等级

主体等级

- ❑ 对行业特征分析可以从竞争格局、供需特征、政策特征及个体特征几个角度入手。
- ❑ 行业的竞争格局决定了内部企业差异性的大，受其自身的进入壁垒影响，如行业的资源、技术、资本、人力、产业政策等。
- ❑ 供需特征影响行业的经营情况，行业处在不同的生命周期对应的经营模式、发展方式、资金运营特征不尽相同；供需的弹性决定行业的周期性特征。
- ❑ 行业的政策特征影响行业的景气度及融资环境，我们从行业是否符合产业发展环境、融资政策是否宽松、行政干预是否较强等角度进行分析。

## 竞争格局

- ▣ 行业竞争特点：行业的进入壁垒，如资源、技术、资本、人力、政策
- ▣ 企业间的差异性：成本、模式、政策扶持、规模经济、渠道、品牌等
- ▣ 产品差异化程度

## 供需特征

- ◆ 行业生命周期：幼稚期，成长期，成熟期，衰退期
- ◆ 行业供需结构：需求的稳定性与弹性，产能释放的速度与可调节性

## 政策特征

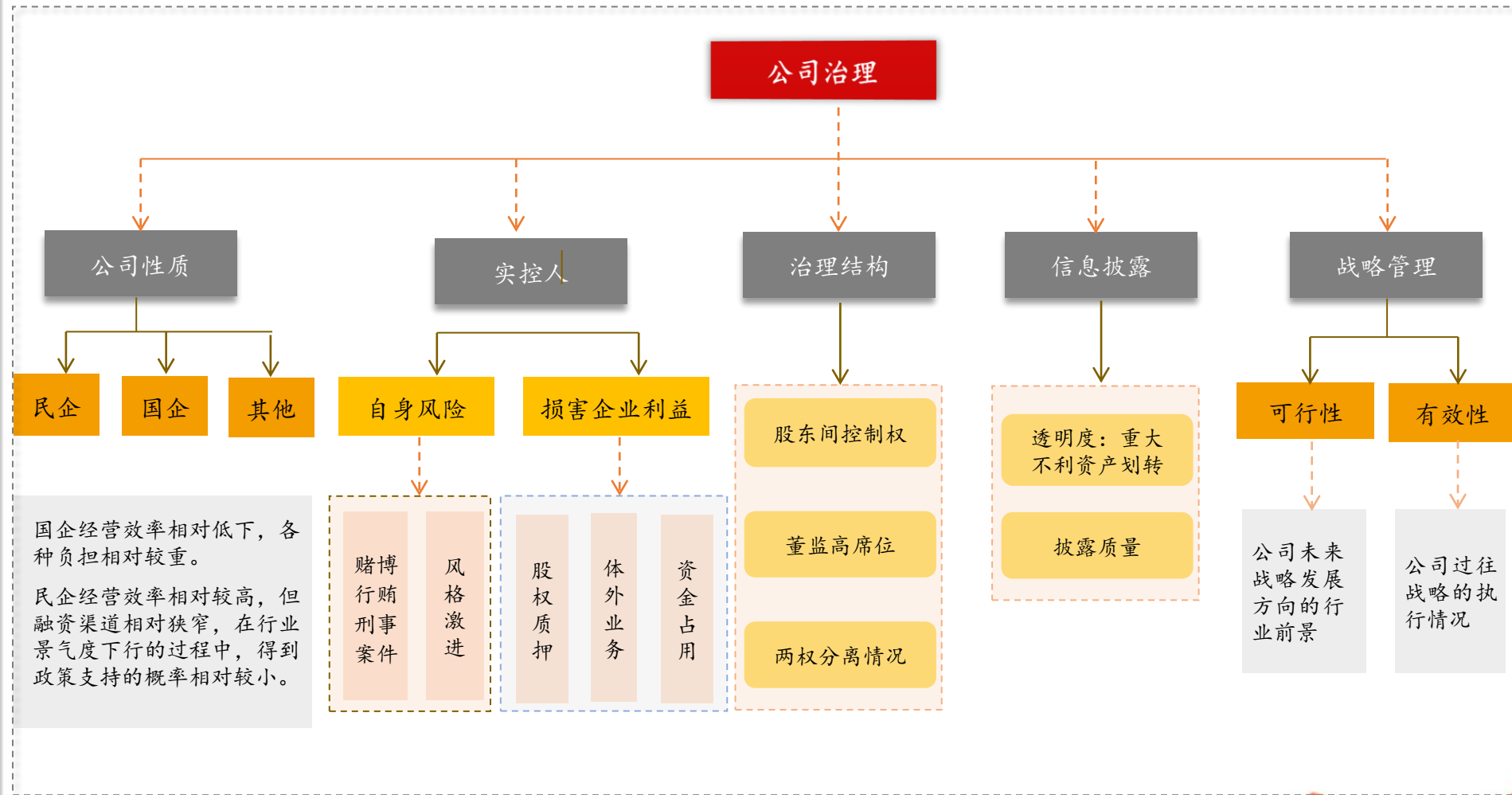
- 产业政策：产业发展趋势
- 融资政策：融资环境是否宽松、是否受政策调控
- 行政政策：技术、产能指标等是否符合监管要求

## 独特特征

- ▣ 发债的企业性质，存量债规模
- ▣ 个体在行业中的差异性（资本、人力、资源等）



- 公司治理与战略是企业信用分析重要的考量因素。对公司治理情况可以从公司性质、实控人情况、信息披露透明度、战略管理清晰度几个角度进行分析。

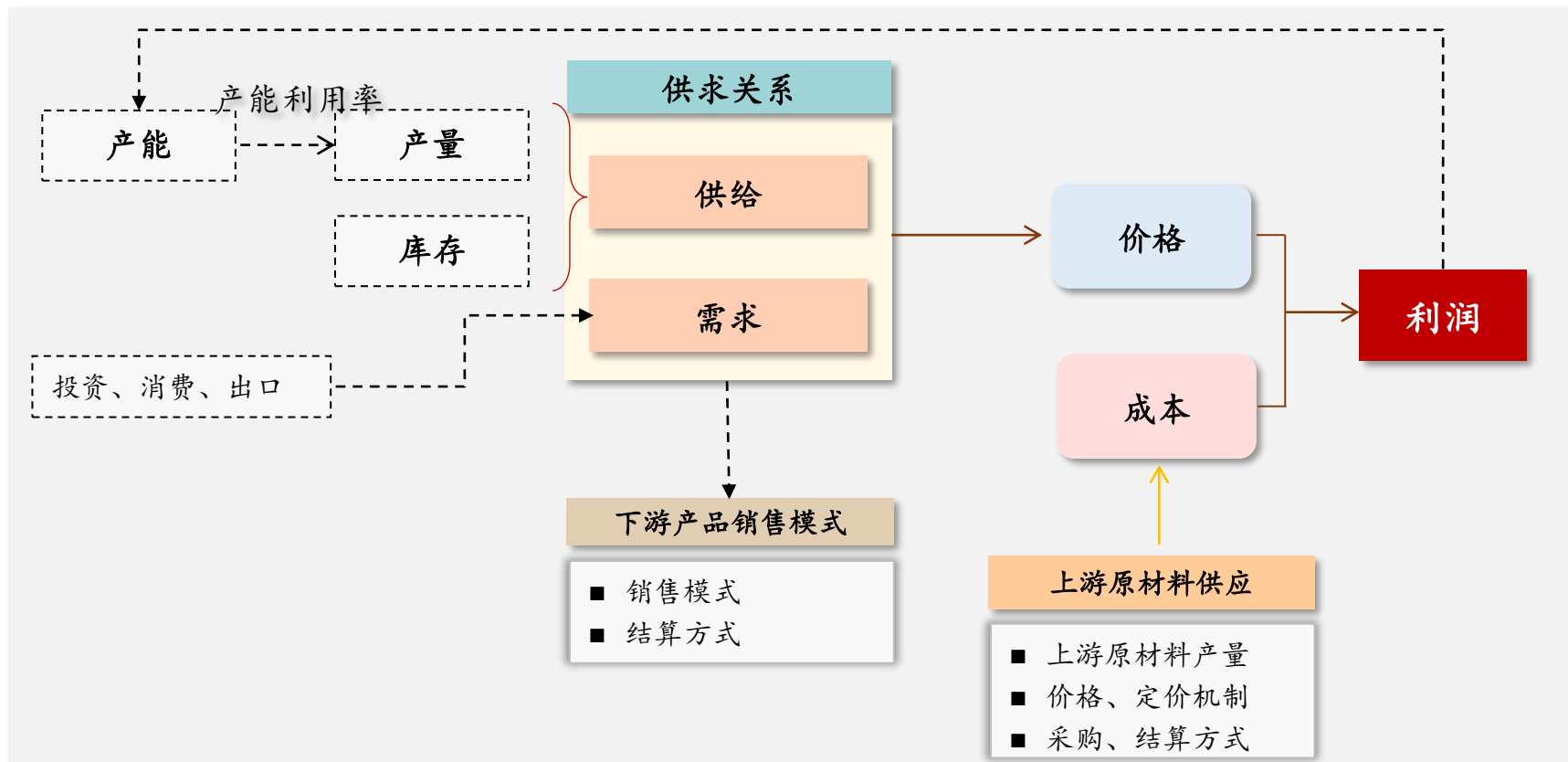


## 产业政策

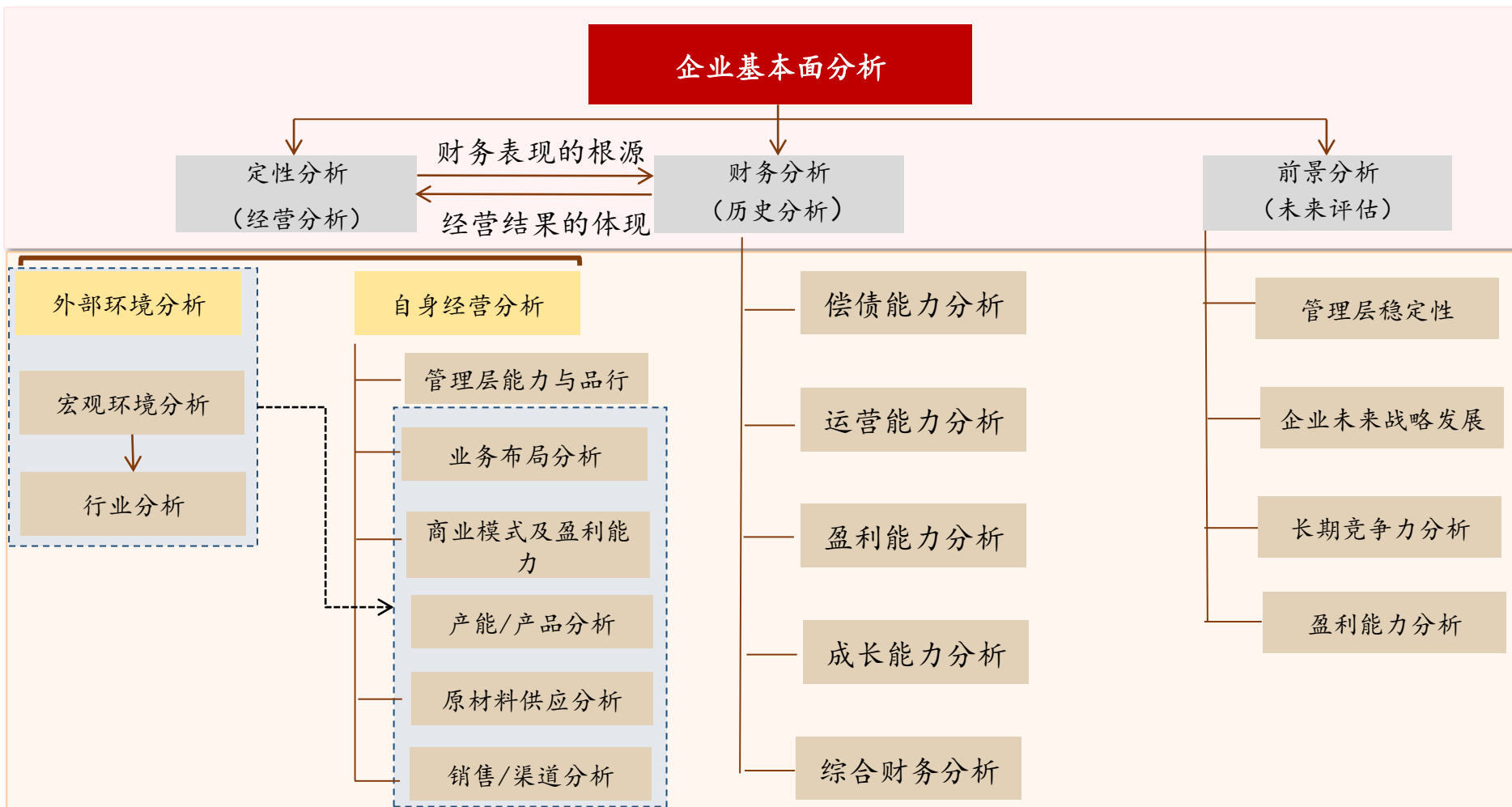
- 环保限产、落后产能
- 行业发展规划、市场准入
- 政策支持、相关补贴

## 行业竞争格局

- 行业集中度
- 细分市场竞争情况
- 兼并重组情况



- 企业基本面分析包括定性的经营分析、基于历史的财务分析及对未来发展前景的分析。对企业的定性分析包括外部环境和自身经营分析，从而判断企业的综合竞争力。基于企业的财务报表数据进行定量分析，从而为回顾过去经营能力和预判未来提供可靠的依据。根据对企业过去的定性和定量分析，预估未来发展和成长前景。



## 第一节、释义

## 第二节、公司简介和主要财务指标

### □ 公司资料

### □ 近三年主要会计数据及财务指标

## 第三节、公司业务摘要

### □ 主要业务介绍、经营模式及行业情况

- 主营业务介绍
- 经营模式介绍
- 行业情况：宏观背景政策、行业规模、行业发展趋势等

### □ 公司核心竞争力分析

- 品牌影响力
- 业绩优势
- 经营模式
- 人才管理
- 企业精神文化

## 第四节、经营情况讨论与分析

### □ 经营情况讨论与分析

### □ 报告期内主要经营情况

- 主营业务分析：营业收入、成本、期间费用、现金流量净额及变动原因、分行业、分产品、分地区情况、主要销售客户及主要供应商等
- 非主营业务导致利润重大变化的说明
- 资产及负债情况分析
- 行业经营性信息分析
- 投资状况分析：对外股权投资、以公允价值计量金融资产等
- 重大资产和股权出售

(续)

- 主要控股参股公司分析
- 公司控制的结构化主体情况
- 关于公司未来发展的讨论与分析
- 行业格局和趋势
- 公司发展战略
- 经营计划
- 可能面对的风险

## 第五节、重要事项

### □ 重大诉讼、仲裁事项

### □ 处罚及整改情况

### □ 其他重大事项的说明

## 第六节、普通股股份变动及股东情况

## 第七节、优先股相关情况

## 第八节、董事、监事、高级管理人员和员工情况

## 第九节、公司治理

## 第十节、公司债券相关情况

## 第十一节、财务报告

### □ 财务报表

### □ 公司基本情况

### □ 合并范围的变更

- 非同一控制下企业合并
- 资产收购
- 处置子公司
- 其他原因的合并范围变动

### □ 关联方及关联交易

### □ 或有事项



□ 审计报告是注册会计师根据审计准则的规定,在执行审计工作的基础上,对财务报表发表审计意见的书面文书。审计报告是了解企业生产经营的重要依据。

## 1 报表质量是分析的前提和核心

- 真实性: 警惕财务造假
- 一致性: 关注会计政策变更

## 2 审计意见部分——确认财务报表的可靠性

- 会计师事务所的声誉, 是否有异常更换会计师事务所的情况
- 审计意见: 标准的无保留意见、带强调事项段的无保留意见、保留意见、否定意见、无法表示意见

## 3 正文——公司经营情况的直观描绘

- 公司简介
- 经营业务情况
- 主要财务指标: 经营状况指标、经营成果指标

## 4 会计报表——企业经营情况的数字描绘

- 资产负债表
- 利润表
- 现金流量表

## 5 会计报表附注——魔鬼藏于细节

- 坏账核算方法
- 固定资产计价和折旧方法
- 收入确认原则
- 或有事项
- .....

## 6 其它重要事项

- 报告期内股东会或股东大会、董事会会议、监事会会议情况简介
- 公司名称、注册地址、法定代表人、董事、监事及高级管理人员变动情况简介
- 本年度被处罚情况
- 聘用、更换会计师事务所情况
- 公司高级管理人员工资(含各种津贴、补贴等)、奖金分配情况, 以及公司职员平均工资水平
- 其他重大事项说明

## 资产质量的视角-企业家底如何

- 企业有哪些资产？是否符合企业的行业特征？
- 企业的资产规模如何实现扩张？
- 如果遇到危机，企业资产的变现能力如何？资产质量越好、变现能力越强，金融机构的认可度越高；在发生信用事件时的自救能力越强。

## 偿债压力的视角-欠了多少钱

- 企业的负债是哪些类型？债务结构如何？
- 企业的借款信用如何？公司信用资质越好，银行越愿意提供信用借款，资产受限比例越低。公司信用资质越差，银行越只能提供抵押借款，资产受限比例越高。

## 权益的视角

- 区分“输血性”变化和“盈利性”变化  
股东注资而增加的所有者权益，仅能体现出母公司的支持意愿，适用于城投和国企逻辑；依靠自身盈利而增加所有者权益，往往可持续性较强，更适用于民企逻辑。
- 关注其他综合收益的构成及其贡献

极端假设

资产类别

可回收

不可回收

货币资金

交易性金融资产、可供出售金融资产

投资性房地产

长期股权投资

无形资产土地使用权

应收账款、应收票据

存货、固定资产

非土地使用权的无形资产、商誉

待摊费用、递延资产

是否有息

负债类别

有息

甄别

短期借款

一年内到期的非流动负债

长期借款

应付债券

应付票据、应付账款、预收账款

应交税费、其他应付款

其他流动负债

## 主营业务收入

- 企业从事本行业生产经营活动所取得的营业收入，扣除主营业务成本、税金及附加后为主营业务利润

## 费用

- 销售费用：与企业销售商品活动有关的费用，但不包括销售商品本身的成本和劳务成本
- 管理费用：企业行政管理部门为组织和管理生产经营活动而发生的各种费用
- 财务费用：为筹集生产经营所需资金等而发生的费用；包括利息支出、汇兑损失等，不包括资本化费用
- 研发费用：研究与开发某项目所支付的费用

## 非经常性损益

- 与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊与偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。
- 注意事项：因资产转让带来的损益，比如非流动性资产处置损益、非货币性资产交换损益、股权转让、债务重组损益等。在资产交易类中，需要特别注意资产交易对手方。如果收益的源头是大股东、控股集团等关联方，很容易构成关联交易，要对该交易的真实性进行辨别，交易资产价值

## 收入分析方法

- 收入结构分析
  - 主营业务VS其他业务
  - 内销VS外销
  - 按产品线、区域
- 收入趋势分析
  - 自上而下VS自下而上
  - 驱动因素历史及未来的变化趋势

## 收入分析重点事项

- 虚增收入
  - 客户（虚假客户、关联方）
  - 产品（产品合理性、产量、价格）
- 利用收入确认调整收入分布
  - 提前确认收入VS延迟确认收入
  - 应收账款、预收账款
  - 激进的销售方式
- 客户集中度
- 收入审核方法
  - 量、价、生产能力匹配性；应收账款增幅超过营业收入增幅

## 经营活动

■ 净利润→EBITDA →经营活动产生的现金流量净额

- 盈利是一个企业内部现金流的基础，盈利能力是一个企业长期竞争力的基础
- 盈利不等于产生现金流：企业的资金周转模式、折旧摊销会计准则等影响企业从盈利到现金流的转化
- 亏损也不代表不产生现金流：亏损对现金流的侵蚀是逐步的。只要收入能够覆盖可变成本，企业继续生产就是有意义的

### ■ 警惕经营活动持续现金流出的企业

经营活动现金流量净额应基本等于净利润加上固定资产折旧、无形资产摊销等不需要付出现金，但按照权责发生制原则应计入生产成本的费用项目。也就是说，经营活动现金流量净额一般应大于净利润。

### ■ 若净利润为正而经营活动现金流量为负，则有以下几种情形：

- 1、通过非经常性损益将净利润调为正数
- 2、公司放松信用销售政策，应收账款增大，将面临下游客户的回款风险
- 3、公司预付款加大，有较大采购需求；存货增大，有较大备货需求
- 4、股东或关联方通过“支付其他与经营活动有关的现金”科目进行资金拆借
- 5、通过上述手段财务造假或股东侵占公司利益

## 筹资活动

### ■ 筹资能力的变化对企业来说可能是致命一击

- 多数企业需要持续的融资来维持企业正常的经营和投资
- 在面对突发事件时，企业的筹资能力可能会出现骤然下降
- 在行业景气度下行时，企业的筹资能力有出现逐步萎缩的可能
- 外部筹资能力在不同类型企业中的重要性不同。对城投等内生造血能力不同的企业而言，外部筹资能力至关重要

■ 关注现金流入流出结构情况，权益筹资和债务融资在筹资活动现金流入的比重情况以及借款所收到的现金和偿还债务所支付的现金变化情况等。

■ 警惕融资现金流入逐渐减少或由正转负，或者融资成本明显高于可比公司的企业。

■ 企业取得借款收到的现金远小于归还借款支付的现金，可能透露银行降低了贷款意愿。

## 投资活动

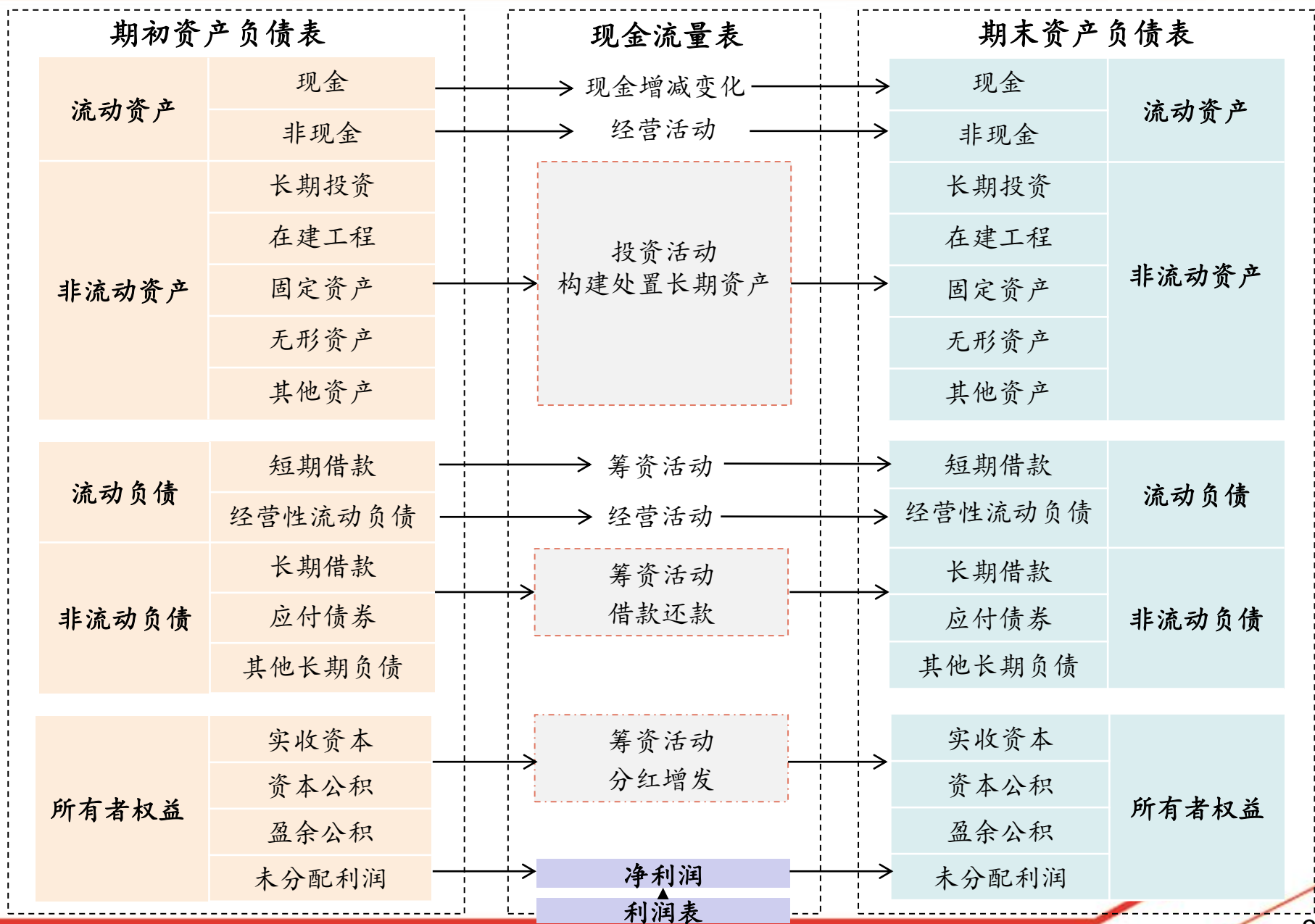
- 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金：结合资产负债表中在建工程、固定资产明细项目变动推测未来及现有产能规模

- 投资所支付的现金：与“收回投资所收到的现金”进行比较，可知公司目前结构性调整、扩张式发展或收缩式发展

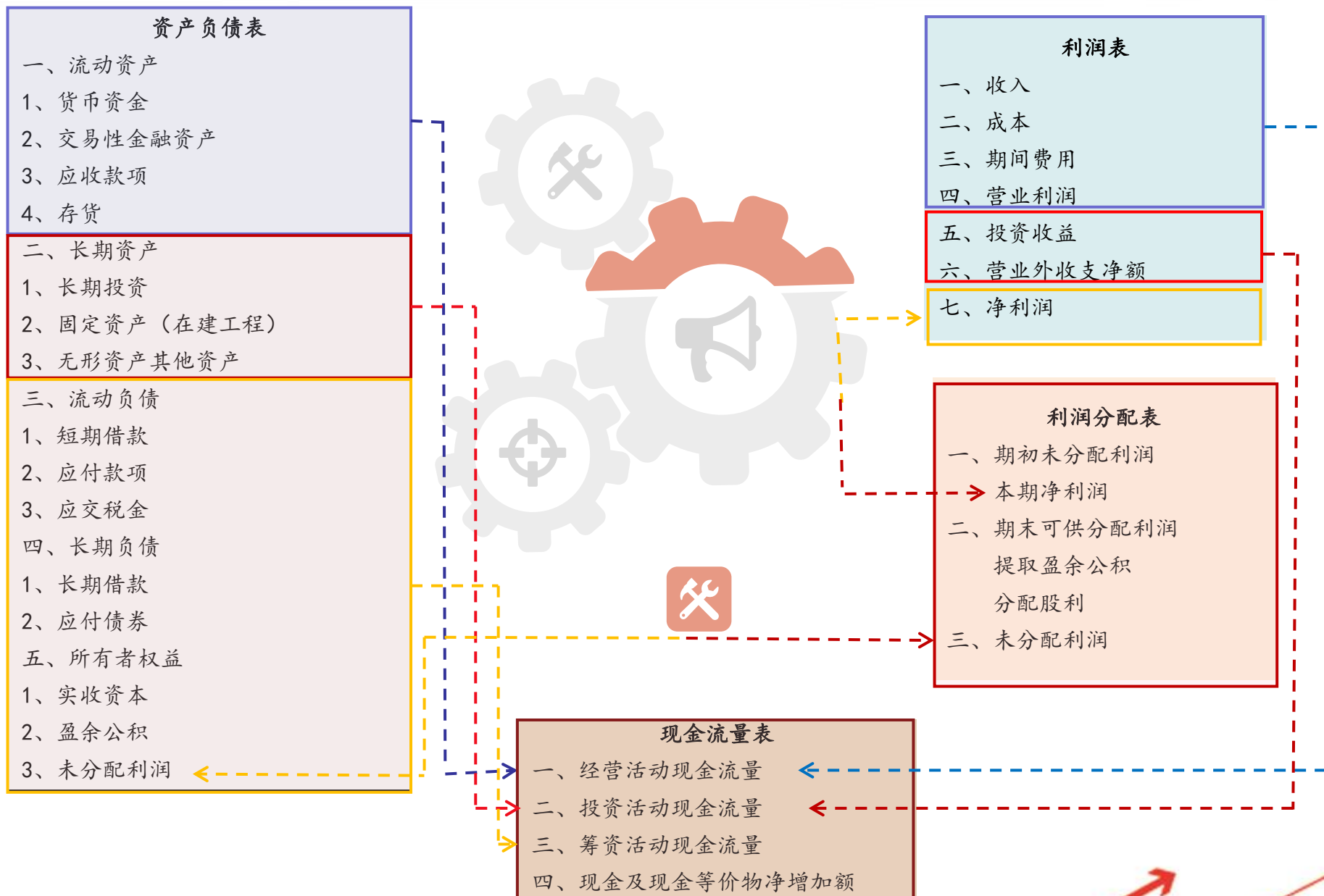
### ■ 警惕投资活动持续大额现金流出的企业

- 1、被投资企业可能不纳入合并范围，且其经营情况可控性与信息披露及时性较低，特定情况下投资者难以进行风险预判；
- 2、对外投资可能产生大额商誉，由于商誉并非传统意义上的可变现资产，对公司资产质量有较大不利影响，若出现资金紧张的情形可将导致公司无法实现资产快速变现，商誉更容易出现减值风险，影响公司的利润指标；
- 3、激进的对外投资可以作为财务造假和实际控制人进行资产转移、利益输送和欺诈行为的途径；
- 4、部分公司在自身负债水平已然很高的情形下，短债长投，引发再融资困难、现金流枯竭的情形，最终导致违约

# 财务报表的勾稽关系









## 1

**重要会计政策和会计估计：**应用会计政策是否激进、与同行业可比企业会计政策区别

**主要会计政策变更、会计估计变更、差错更正等：**会计政策和会计估计是否发生变更、变更原因是否合理；差错更正缘由、差错更正造成的影响

**货币资金：**关注受限货币资金明细

**应收账款：**前几大应收对象集中度、是否关联方

**其他应收款：**绝对金额是否较大或短期内数额的大幅上升、关联方往来款坏账情况

**存货：**存货计价方法、是否存在减值压力、入账价值是否公允

**可供出售金融资产：**涉及到的公允价值变动、摊余成本的计算、计提的减值损失；是否利用该科目虚增业绩

**投资性房地产：**不同计量模式对利润表和资产负债表的影响、增值是否有依据

**固定资产：**购入价值是否公允、会计估计政策变更与资产减值准备计提方式、固定资产处置对利润的短期影响

**生产性生物资产：**是否合理计提跌价准备、是否虚增资产、是否存在一次性大额计提生物性资产减值损失的行为

## 2

**在建工程：**关注绝对规模，转入固定资产时点，是否存在延迟转入或资本化利息情况

**无形资产：**资产价值的公允性，资产减值的压力，摊销金额、摊销期限对企业利润影响

**商誉：**来源是否关联方，是否有利益输送倾向；是否合理减值

**累计折旧、摊销：**是否充分计提，是否调整以调节当期利润

**长期股权投资：**关注企业采用不同计量方法的影响以及长期股权投资与主营业务的相关性、长期股权投资带来的损益是否公允

**财务费用：**反映的刚性负债成本高低、利息支出、资本化比例是否合理

**投资净收益：**是否可持续、对净利润的贡献比例

**公允价值变动：**公允价值变动规模是否较大，评估价值是否合理

**营业外收入：**营业外收入的来源是否稳定，对净利润的贡献比例

**费用科目：**反映企业费用控制能力、研发投入规模

...

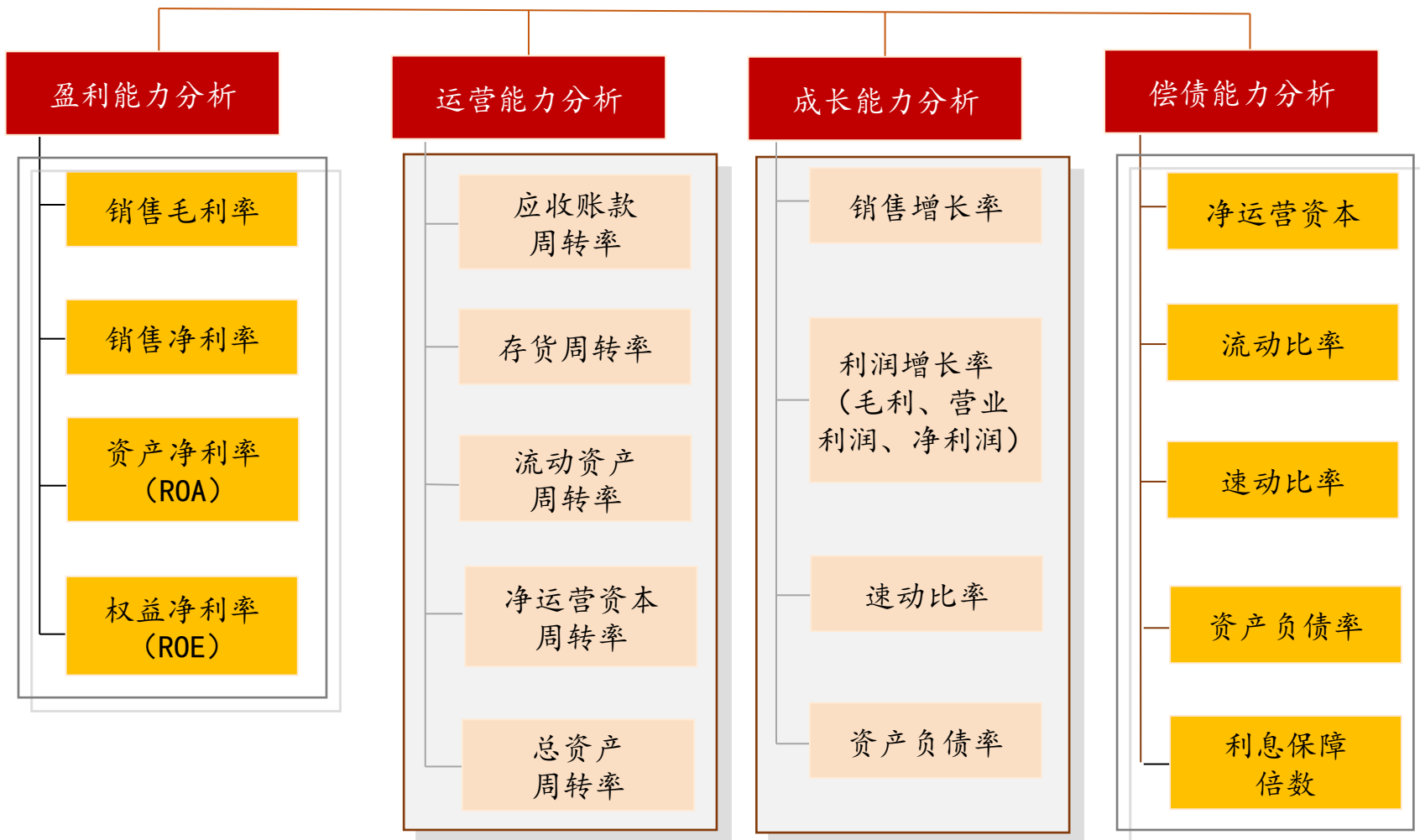
## 一、财务分析的必要性

- 用会计信息判断企业运营状况
  - 了解过去、评价现状、预测未来
  - 关注现金流、偿债流动性
  - 运用财务比率和相关指标评估企业盈利能力和风险
- 通过财务活动全方面研究企业
  - 筹资活动
    - 分析资金需求、偿债压力、长短期筹资安排
  - 投资活动
    - 购置固定资产、无形资产、流动资产等
    - 分析投资支出是否激进，是否带来合理收益
  - 经营活动
    - 营运资本用于满足日常经营活动需求
    - 关注周转效率
  - 分配活动
    - 关注收入分割和分派是否合理

## 二、财务分析的局限性

- 财务数据和指标的时效性
  - 仅仅依靠历史数据不能准确的判断和预测未来
- 财务报表提供的信息量有限
  - 财务报表未体现与公司经营密切有关的非定量信息
- 财务数据的可靠性问题
  - 有些公司可能在会计核算方法上采用其他手段来粉饰财务报表
- 指标的局限性
  - 单一财务指标
  - 不同行业、不同商业模式下指标的意义不同
  - 多元化经营、会计处理差异导致企业财务指标失真、企业间不可比

## 财务分析常用指标



- 围绕三张表及相关附注，关注财务报表重要科目和财务比例

- 财务报表如何比？

✓ 纵向比较、横向对标

## 1 财报重要科目

- 资产负债表：现金、应收应付、长短期负债、权益
- 利润表：营业收入、EBITDA、净利润、利息支出
- 现金流量表：经营性、投资性、筹资性净现金流

## 2 财务比例

- 盈利能力：ROE、毛利率
- 偿债能力：资产负债率、EBITDA覆盖倍数
- 变现能力：流动比率、速动比率
- 运营能力：存货周占率、应付周转率、总资产周转率
- .....

## 1 纵向比较——和自己比

- 是否延续过往趋势，趋势是否可持续
- 是否出现边际改善或恶化，背后原因分析
- .....

## 2 横向对标——和同业比

- 和行业平均比较：  
判断公司的行业地位，经营状况是否符合行业趋势，背后原因分析：是否受特殊利好政策或风险事件影响
- 和行业龙头比较：  
判断公司的未来发展前景，优势劣势
- .....

1

净利润

减值准备、公允价值  
变动损失、投资损失

财务费用

所得税

折旧

摊销

- 盈利不等于现金流，亏损对现金流的侵蚀可能是逐步的
- 计提减值虽然影响利润，但不影响现金流
- 重资产企业折旧部分不容小视

EBITDA

❑ 企业正常经营时，理论上可以获取现金流的潜力

假设1：利润全部能够实现为现金流

假设2：现金流都来源于利润

2

EBITDA

经营性应收、预付款  
项的增加

经营性应付、预收账  
款的减少

存货的增加

- 与营运能力密切相关

因素1：行业供需状况

因素2：上下游客户情况

因素3：企业生产、销售策略

经营性净现金流

3

投资性净现金流

企业融资缺口

- 外部支持是企业偿债能力重要的考量因素。根据企业不同的类型及主营业务差别，外部支持对企业的偿债能力的影响程度不同。
- 对外部支持的评价从支持意愿和支持能力两个方面进行评价。





□ **债券增信**通常是指债券发行人为了吸引更多的债券投资者，降低发行成本，改善发行条件，通过对产品结构进行设计和特定的协议安排，或运用各种有效手段和金融工具，以降低债券违约概率或减少违约损失率，提高债券信用等级，增强债券发行成功概率，确保债券投资人按时收取本息的行为。

## 一般保证

当事人在保证合同中约定，债务人不能履行债务时，由保证人承担保证责任的，为一般保证。担保的效力不如第三方连带责任保证。

## 第三方连带责任保证

债权人可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人在其保证范围内承担保证责任。

## 抵押质押

当事人约定在债务人不履行债务时，债权人有权依法以抵押物或质押物折价或者以拍卖、变卖抵押物或质押物的价款优先受偿。抵押物可以是动产，或是不动产；质押物只能是动产或合法的权利凭证。

## 银行流动性支持

银行约定发行人因临时流动性不足导致无法按时兑付本息时给予流动性支持。当发行人陷入持续经营困难时银行一般不会提供偿债支持。

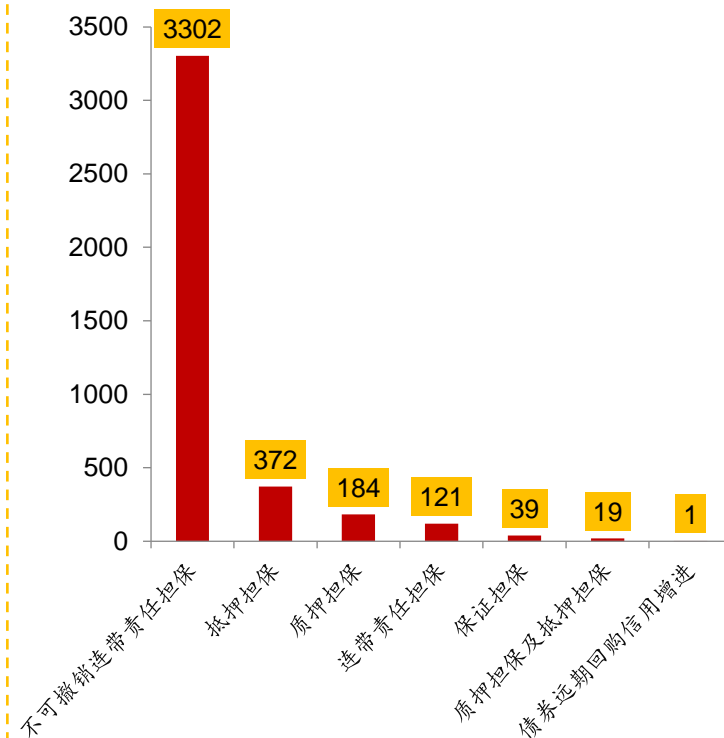
## 政府承诺函

我国担保法禁止地方政府提供担保行为。我国过去较长一段时间地方政府为地方融资平台公司发债以担保函形式提供了较多有形或无形担保。

## 第三方回购承诺

主要应用于中小企业集合票据。我国目前共发行8单采用第三方回购承诺增信方式的中小企业集合票据，回购方均为国内四大资管公司。

## 存量债券增信措施



资料来源：wind、华泰证券研究所

## 问题1

连带责任担保人存在逃避代偿责任行为，代偿意愿较差。这种行为已成为违约事件的重要原因之一。

- “13中森债”：企业出现流动性问题，因担保公司中海信达不愿代偿，一度引起兑付危机。2014年3月28日，1800万利息未能及时兑付。
- “12津天联”：违约后，债券持有人向担保方发出索赔通知，但是海泰担保在约定的7个工作日内未能履行5000万元本金的代偿义务，仅代偿最后半年利息225万元。
- “13大宏债”：担保人射阳城投代偿意愿较差，导致债务发生实质违约，最终担保人于7月将债券本息全部偿还。

## 问题3

各类政府承诺函从本质上并不具备担保法律效力，实际增信效果较为有限。

- 2016年10月初，贵州省安顺市财政局、正安县财政局向金融公司发出撤回承诺函。这两份财政局文件的核心意思就是：过去为地方政府融资提供的担保函不再有效，而有关金融公司则要在规定的日期前将相关资料原件交回财政局。此次撤回事件会让很多金融机构“风声鹤唳”。

## 问题2

部分抵质押人存在主观造假抵质押物行为，从而较大程度上影响其实际增信效果。

- “10佳城投”、“13商洛债”：部分城投企业、地方政府、地方土地管理部门存在联合土地虚假融资行为。地方政府违规将集体农用地、公园、绿地、广场、市政道路、党政机关办公楼等国家命令禁止抵押的土地划转给城投公司，并违规虚假变更登记为商住用地，用于债券抵押融资。
- 2012年上海、江苏等地部分钢贸企业将虚假仓单、重复质押取得的资金投向房地产、矿业等长线投资项目，甚至放高利贷，一时之间资金收不回来，资金链断裂，无法归还银行贷款。不少钢贸企业陷入亏损状态，连基本的日常经营都难以维系。

## 问题4

银行流动性支持承诺在法律上没有强制执行的效力，一般仅承诺在企业经营未有重大问题时给予临时流动性支持。

- “11超日债”：事件中发行人曾与广发银行和中信银行分别签订了银行流动性贷款支持协议以保障发行债券本息的偿付，但当“11超日债”遭遇偿付危机时，银行并没有提供相应的流动性支持。原因就在于发债主体已面临严重的经营恶化及长期性亏损，这种类似免赔条款的存在也导致银行流动性支持的实际增信效力很弱。

1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

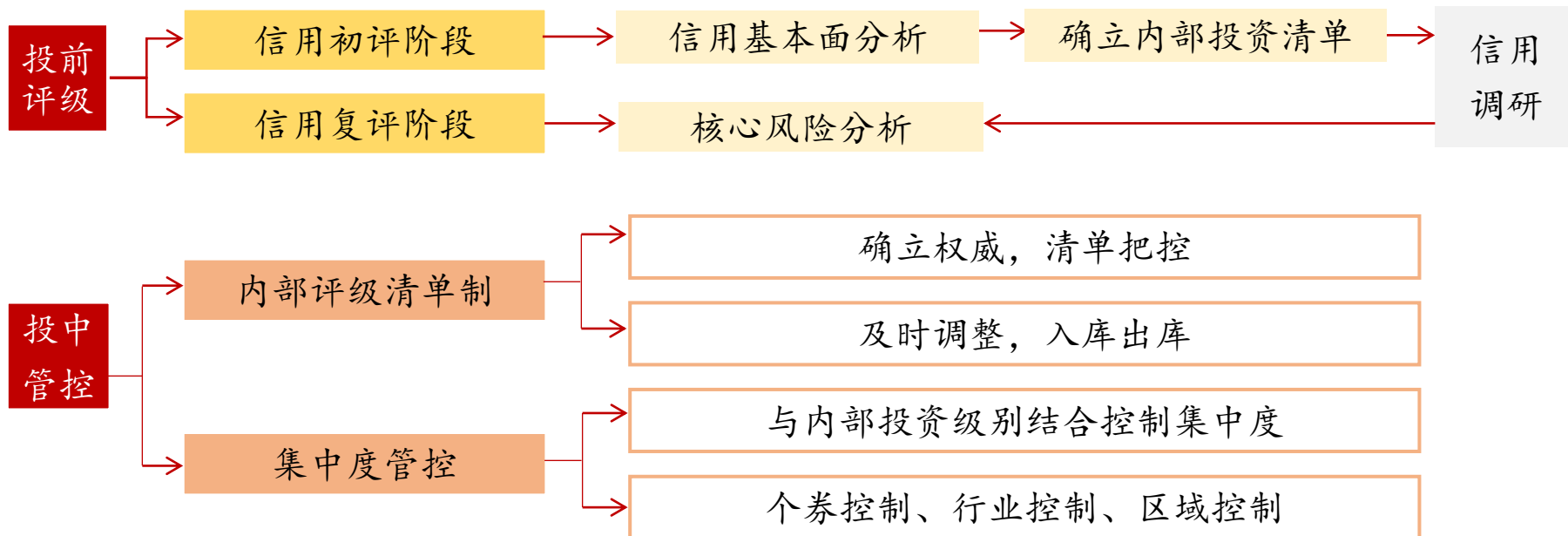
»

附 城投评级框架

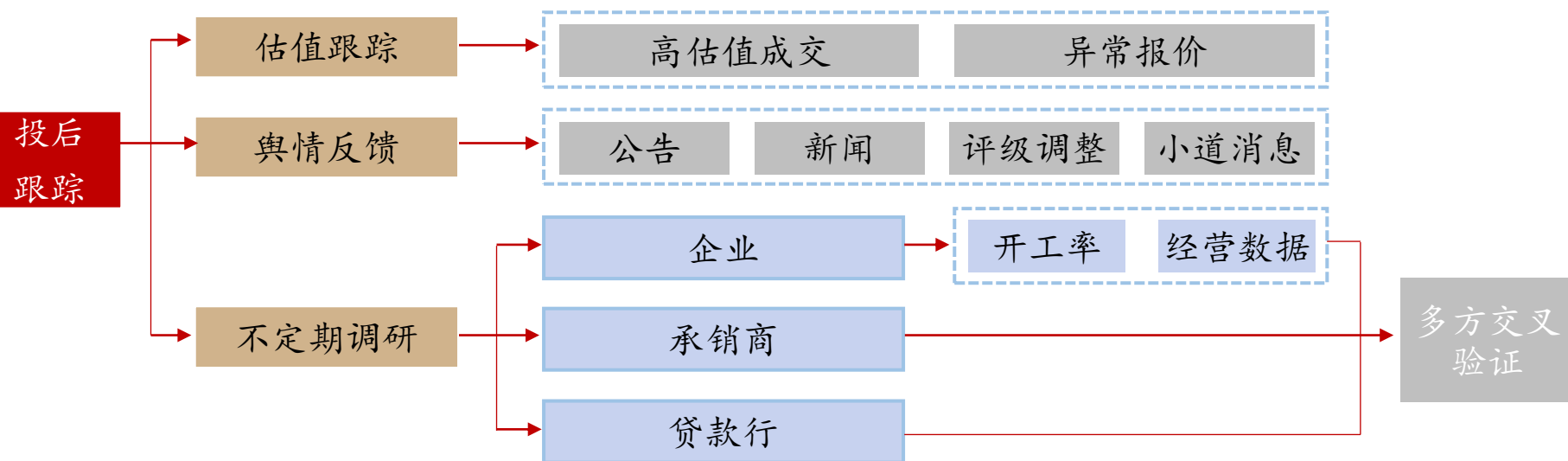
»



- 信用评级分投前评级、投中管控、投后跟踪三个阶段。
- 投前初评阶段应重点分析公司治理结构、行业特点、企业经营、外部支持、财务指标等信用基本面因素，由此得到内部投资级别清单。并且，对重点问题进行相应的信用调研，在信用复评阶段，对核心风险进行重点分析。
- 投中管控应当从制度上确立信评权威，严格遵守内部评级清单制，避免买入非投资级主体。内部评级清单应当及时进行入库、出库操作，更新调整以增强时效性。还应进行集中度管控，平衡投资组合的分散度和安全性，基本原则是，与内部投资级别相结合，评级越高的主体受限越少。进一步在个券、行业、区域等方面控制集中度，防范行业周期波动和区域性风险。



- **日常观察二级估值、报价、成交情况，及时进行跟踪和应对。**对于持仓信用债，应日常观察二级市场，是否出现较大幅度的估值调整，或异常的高估值报价、成交。一旦出现相关异常情况，及时进行跟踪研究并作出应对，可能为提前处置创造机会。
- **舆情分析和筛查。**在当前信息爆炸时代，评级调整、公司公告、新闻报道、重大税收违法案件信息公布、企业征信系统、被执行人信息查询系统，甚至qq群、股吧、雪球等小道消息，都可能提供信用债主体相关的信息。对于民企信用债相关舆情，信息渠道应当尽可能丰富，如利用Python爬虫进行大范围的信息搜集（企业预警通等软件有所集成）；信息降噪处理也同样重要，从多种信息来源渠道进行交叉验证，结合已有的评级分析逻辑判断真伪，并分析重要性和影响力，对重要信息及时进行处理。
- **定期和不定期跟踪调研。**建议设立定期评级制度，每年度对已有评级清单进行跟踪评级，重点关注持仓主体和投资级中边缘主体。对于投后的企业定期跟踪和调研走访、出现重大舆情的时候启动不定期跟踪预案。





□ 信用债日报跟踪：包括一级市场发行情况、二级成交情况、信用债收益率以及信用新闻跟踪。

## 一级发行情况

- 当日新发行、取消发行公募信用债基本情况
- 关注发行规模、信用利差、主/债评级等信息

## 二级成交情况

- 城投债等活跃成交主体
- 高收益、高估值、低估值成交的个券
- 关注剩余期限、成交收益率、偏离估值、主/债评级等信息

## 信用债收益率

- 利率债、信用债收益率及波动
- 信用利差及波动

## 信用新闻跟踪

- 评级调整
- 评级公司关注事项
- 重要事项公告
- 资产重组与股权划转
- 违约及后续进展

## 1、一级发行情况

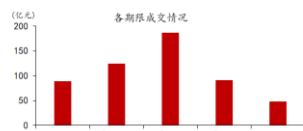
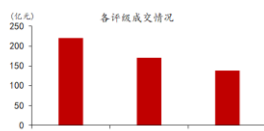
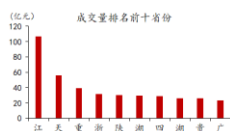
【华泰固收·张继强团队】2020-05-21

债券简称	票面利率(%)	发行规模(亿)	利差(BP)	主体/债项评级	企业性质	发行人简称	发行期限	行业
<b>一、超短融</b>								
20华能水电SCP007	1.67	15	57	AAA/-	央企	华能水电	91D	电力
20海通恒信SCP004	1.90	5	70	AAA/-	公众企业	海通恒信	160D	租赁
20中材科技SCP002	1.90	2	75	AA+/-	央企	中材科技	131D	化工
20成都高新SCP006	2.00	10	65	AAA/-	国企	成都高投	251D	城投
20象屿股份SCP006	2.00	5	77	AA+/-	国企	厦门象屿	180D	商业贸易
20上海大唐SCP002	2.20	5	110	AA+/-	央企	上海大唐	90D	租赁
20太水水务SCP003	2.29	2	119	AA/-	国企	太水水务	90D	城投
20龙盛SCP003	2.30	3	95	AAA/-	民企	浙江龙盛	258D	化工
20高淳文旅SCP001	3.50	4	215	AA/-	国企	高淳文旅	240D	城投
<b>二、短融</b>								
20国泰君安CP005	1.55	30	45	AAA/A-1	国企	国泰君安	90D	非银金融
20招商CP010BC	1.58	30	48	AAA/A-1	央企	招商证券	90D	非银金融
20外高桥CP001	1.99	10	68	AAA/A-1	国企	外高桥	1	综合

## 2、二级成交情况

【华泰固收·张继强团队】2020-05-21

一、城投债						
1、成交量前十主体						
发行人简称	活跃债券简称	剩余期限（年）	成交收益率（%）	偏离估值（BP）	主/债评级	省份
天保投控	16津保税MTN002	0.92+5+N	5.11	0.41	AAA/AA+	天津
海淀国资	20海淀国资CP001	0.99	2.00	3.64	AAA/A-1	北京
六枝特区水务	17六枝债01	4.49	6.27	45.40	AA-/AA	贵州
重庆城投	16渝城投MTN001	0.84+5+N	2.58	-0.99	AAA/AAA	重庆
天津武清	16武清国资MTN001	0.85+5+N	4.94	0.88	AA+/AA+	天津
武汉地铁	16武汉地铁MTN001	5.84+10+N	4.05	178.22	AAA/AAA	湖北
陕西高速集团	19陕高速CP001	0.46	1.83	0.46	AAA/A-1	陕西
华发综合	15珠海华发MTN003	0.57+5+N	2.47	-3.34	AAA/AAA	广东
金川城投	16合川专项债	3.30	3.36	0.00	AA+/AA+	重庆
川高公司	19川高速SCP013	0.16	1.70	0.64	AAA/-	四川
2、成交情况分布						



## 3、信用债收益率曲线

【华泰固收·张继强团队】2020-05-21

一、利率债收益率和波动					
中债国债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
收益率(%)	1.47	2.01	2.48	3.01	3.00
波动(BP)	-2.0	0.8	3.2	-1.1	-0.8
二、信用债收益率(%)					
中债中短期票据					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	1.82	2.47	2.88	3.38	3.73
AAA	1.91	2.62	3.19	3.65	4.01
AA+	2.06	2.80	3.52	3.98	4.34
AA	2.44	3.23	3.94	4.42	4.78
AA-	4.67	5.41	6.12	--	--

7 (%)

— 现值      - - - - 75分位

— 50分位      - - - - 25分位

中债城投债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA	1.90	2.67	3.28	3.69	4.05
AA+	1.97	2.83	3.47	3.88	4.26
AA	2.22	3.08	3.72	4.21	4.59
AA(2)	2.57	3.44	4.08	4.65	5.03
AA-	3.61	5.31	6.05	6.62	7.00

7 (%)

— 现值      - - - - 75分位

— 50分位      - - - - 25分位

## 4、信用新闻

【华泰固收·张继强团队】2020-05-21

<b>一、评级调整及评级展望调整</b>	
1、河南铁投：中诚信国际将河南铁投主体及相关债券信用等级上调至AAA	
2、宁乡经开：大公将宁乡经开主体及相关债券信用等级上调至AA+	
<b>二、评级公司关注</b>	
3、黔南州国资：中证鹏元关注黔南国资重大诉讼事项	
4、南京新港：联合资信关注南京新港开发总公司部分资产被司法冻结	
5、芜湖新马：东方金诚关注芜湖新马投资有限公司经营范围发生变化	
<b>三、重要事项公告</b>	
6、莆田市高新技术产业园开发：累计新增借款占上年末净资产的比例为36.49%	
7、兴港投：当年累计新增借款占上年末净资产的23.57%	
8、中交房地产集团：当年累计新增借款占上年末净资产的44.61%	
<b>四、资产重组与股权划转</b>	
9、泉州台商投资区开发建设：公司股东变更，变更后泉州城建集团有限公司和泉州台商	





# 如何做好一场调研？ -调研不是走马观花

## 1 调研前准备

### 1、行业资料搜集

- 行业风险关注要素：周期性、竞争格局……
- 行业当前景气度情况：上行阶段？下行阶段？如何判断？
- 企业在行业中的地位：判断企业整体竞争力
- 行业特殊性：政策、专业知识、壁垒……
- 资料来源：行业研报、专业书籍、行业内企业共性特征、第三方数据资料等

### 2、企业资料搜集

- 关注点：企业背景、股东背景、企业经营情况、企业间对比、财务情况等
- 资料来源：上市公司公告、研报、发债企业募集、评级报告、审计报告、其他公开信息

### 3、问题清单准备

## 2 现场调研

### 1、访谈流程

- 根据访谈提纲及交流中产生的疑问提问、根据现场随机应变
- 对企业生产进行实地调研：企业真实生产情况难以有虚，判断企业经营情况的重要一环；现场管理规范、安全性；与一线工人了解生产、库存情况等

### 2、注意事项

- 答非所问怎么办？找到合适的机会引导
- 避而不答怎么办？注意企业领导的非言语表现、通过其它的方式进行验证
- 多方验证真实性、场外信息的收集

## 3 调研后总结

### 1、资料归集

- 梳理调研后的访谈记录、资料清单、相关照片等
- 整理形成调研纪要及后续关注清单
- 及时整理纪要，避免遗忘

### 2、企业资料真实性判断

企业资料真实性判断方式：

- 行业协会、第三方大数据平台比较
- 进场访谈口头回答和数据资料的比较
- 同行业比较
- 经营、财务比较
- 财务勾稽关系比较
- ……

1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

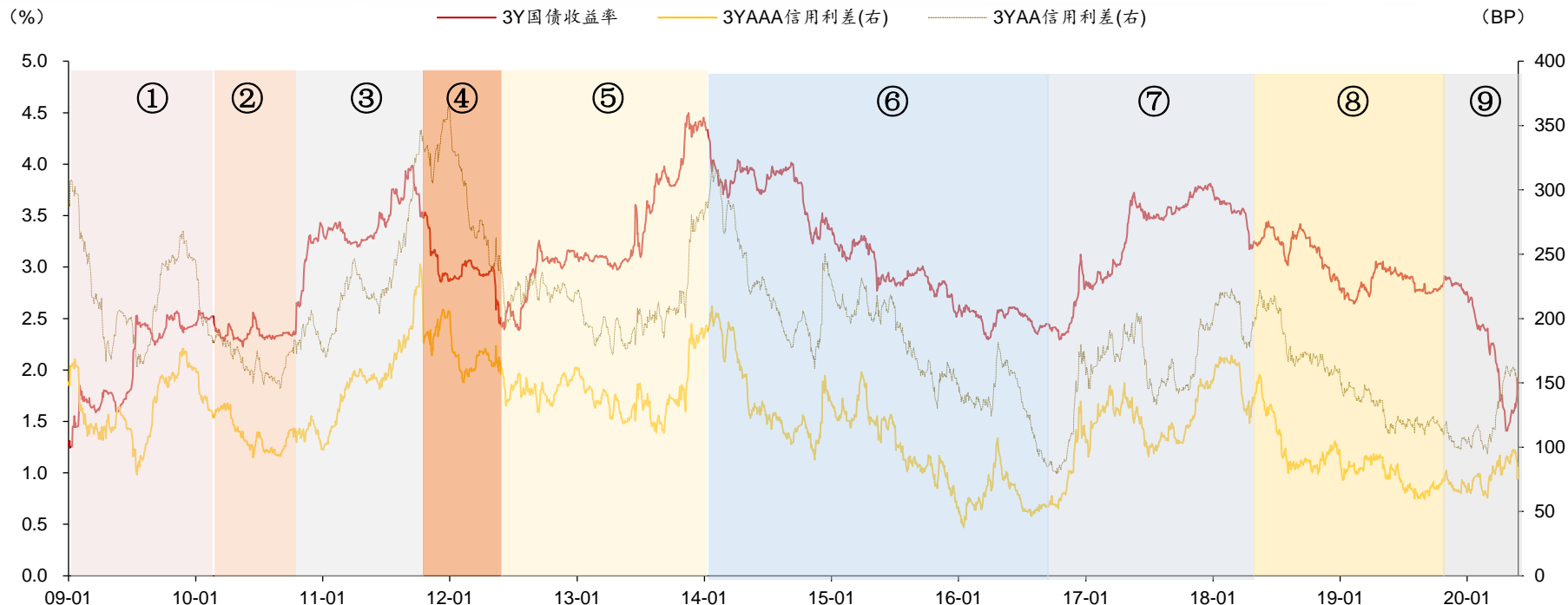
»

附 城投评级框架

»

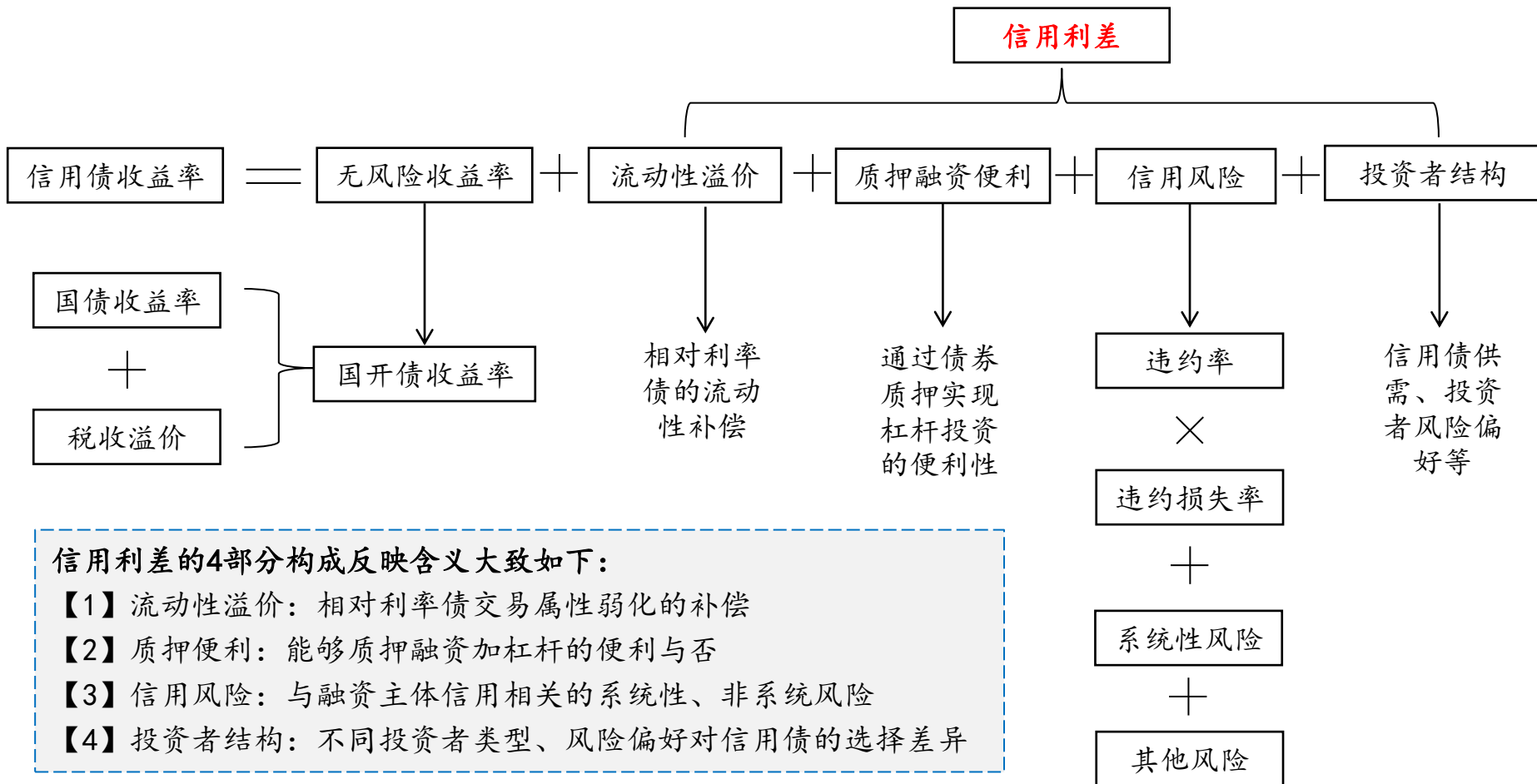


# 信用利差的起落



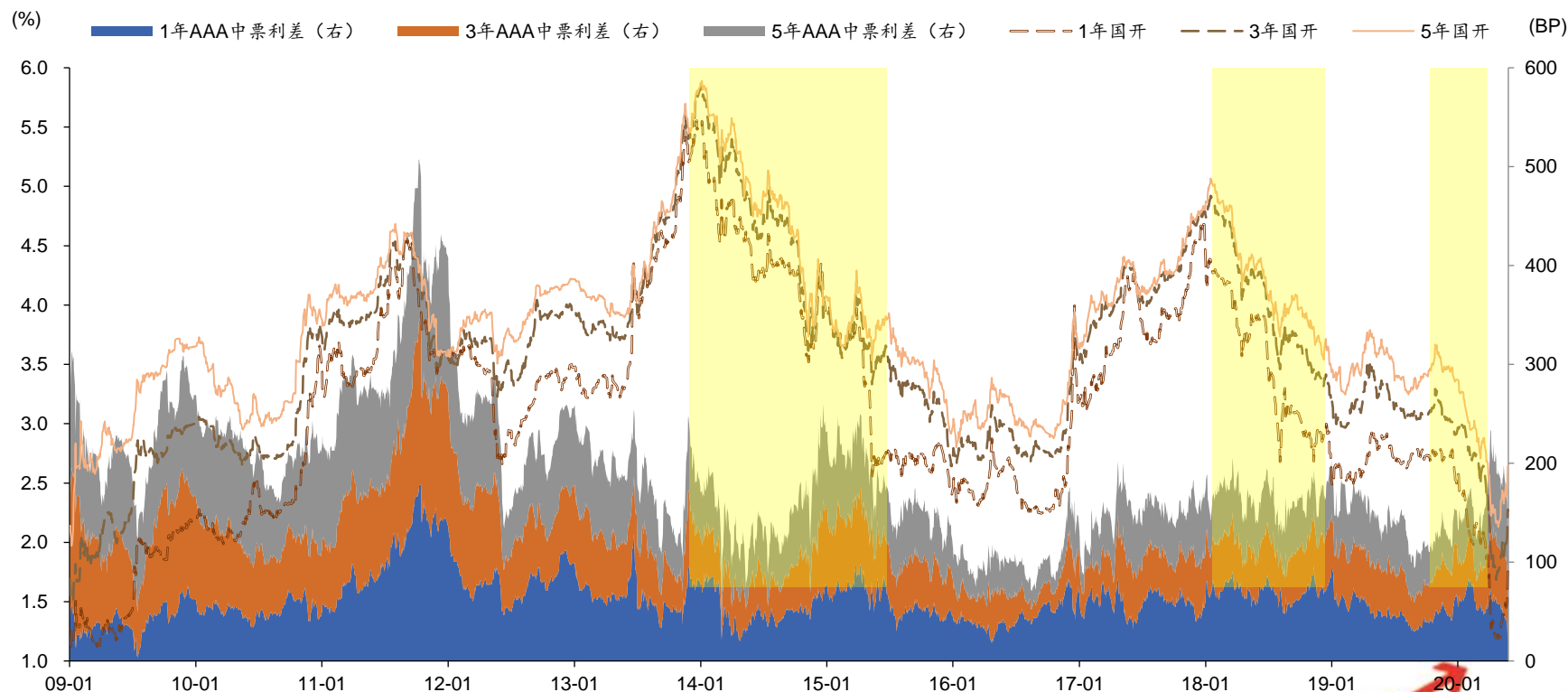
时间段	①2009. 01-2010. 02	② 2010.02-2010.08	③2010. 08-2011. 09	④2011. 09-2012. 05	⑤2012. 05-2014. 01	⑥2014. 01-2016. 08	⑦2016. 08-2018. 02	⑧2018. 02-2019. 11	⑨2019. 12-2020. 5
描述	2009年国内经济回暖，利率债上行超过100bp，带动信用利差被动收窄；7月央行重启央票，市场利率上行，叠加信用债供给扩容，信用利差主动走阔	利率债震荡行情下，叠加资金面平稳，信用利差主动收缩	央行5次加息，9次提高准备金，货币政策收紧，利率债上行。2011.4及6月，城投危机事件导致信用利差主动走阔	货币政策逐渐转向宽松，利率债收益率快速下行，但2011年4季度市场对违约风险仍有担忧，信用利差反应滞后，开年之后低资质主体备受追捧	2013年下半年市场钱荒冲击，导致利率债收益率快速上行，叠加市场对违约担忧，信用利差走阔	货币政策宽松，利率债下行，信用利差收窄，2014年下半年受11超日债违约影响，2016年受川煤等产能过剩企业违约影响	在金融去杠杆的背景下，银行委外赎回，利率债上行，信用利差走阔	在经济基本面下行压力增大，流动性相对充裕的情况下，利率债收益率下行，叠加2018年下半年以来支持民营企业融资政策出台，信用利差收窄	利率债收益率大幅下行；但由于信用债供给大幅增加导致信用利差承压，且疫情可能对企业信用基本面造成影响，信用利差被动走阔，5月以来有所修复。

- 信用利差即指信用债收益率相对无风险收益率的溢价，可理解为债券投资者投资信用债所承担的风险补偿
- 我们将信用利差的构成或影响因素分为四部分：**流动性溢价**、**质押融资便利溢价**、**信用溢价**、**投资者结构**



- 历史上，信用利差走势与基准利率趋同时间较多，在刚兑预期下更多反映了市场流动性因素，但是2010年以来出现3次明显背离
- 第一次背离（2014中-2015年中）：2014年出现债券实质性违约，市场刚兑预期打破，与流动性指标背离
- 第二次背离（2018年以来）：2018以来无风险利率下降，但是利差趋势不明显，与2017年下半年以来信用债违约潮的延续相关，中低评级信用债风险增大，投资者超配高评级债券，抑制利差上行

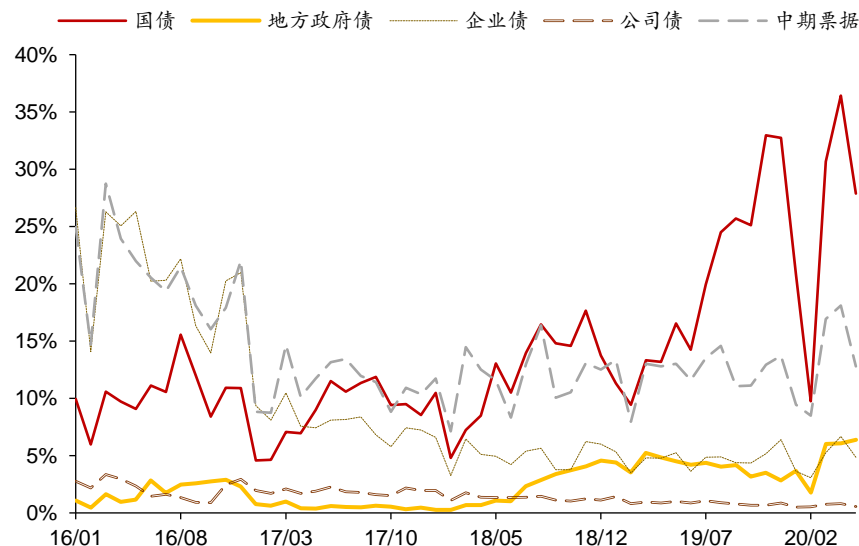
## AAA级中短票利差与无风险利率走势



资料来源：wind、华泰证券研究所

- 一般来说，信用债信用风险因子比重更高，交易需要寻找合适对手方，流动性相比利率债偏弱，使债券持有人承担额外流动性风险，因此需获得相应风险补偿即流动性溢价。
- 信用债交易难度越大，相应需获得更高流动性溢价，微观影响因素包括债券发行额度、发行人主体评级、债券期限、债券种类、交易场所等。
- 宏观层面看，债市牛熊、信用债供需对债券流动性溢价也存在影响，2015、2016债券牛市，市场流动性充裕，投资者整体风险偏好下降，中票、企业债换手率居高，低评级债券也有相对较好流动性。

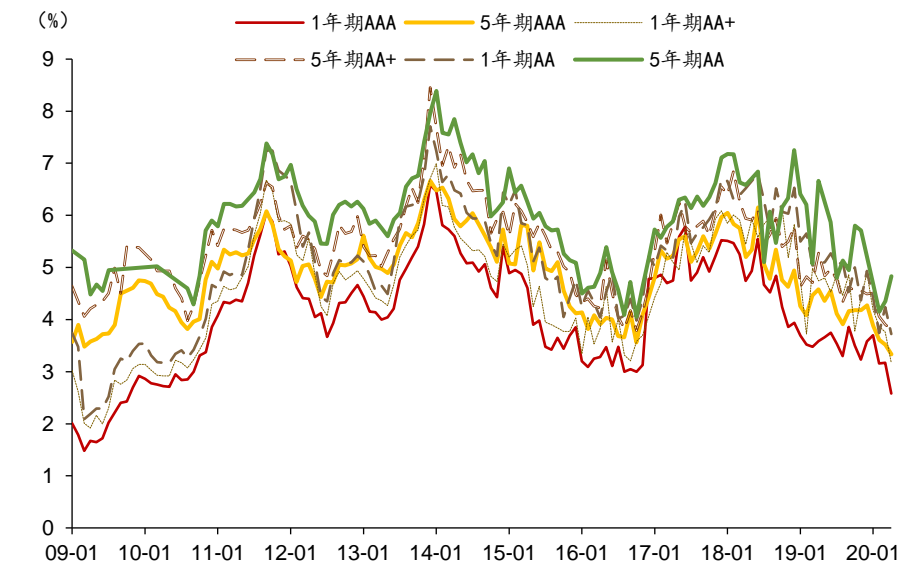
## 2018年以来月度分券种换手率差异



注：换手率=月成交金额/月末存量余额

资料来源：wind、华泰证券研究所

## 中期票据月均发行利率情况 (%)



资料来源：wind、华泰证券研究所



# 影响因素三：质押融资便利

- 当资金成本较为稳定时，债券投资者有动力去质押债券加杠杆以获取更高收益，而由于债券种类不同、流动性和信用等风险不同，债券质押折扣系数存在差异
- 交易所2017年发布了《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017年修订版）》，规定了标准券质押折扣系数指引，国债、地方债、政金债折扣率最高为0.98，公司债、可转债、可交债等质押等信用债主体、债项等级越低折扣系数越小，同等级可转债和可交债相对公司债折扣系数更低。
- 银行间市场属于一对一协议OTC市场，个券质押折扣由交易双方协议确定，考虑质押券流动风险、信用风险，一般低评级债券折扣系数也相对较低。
- 2019年7月31日，全国银行间同业拆借中心与银行间市场清算所股份有限公司通知，推出通用质押式回购交易清算业务，降低对手方风险、提高银行间交易效率、对传统双边模式进行补充。

交易所标准券折扣系数取值业务指引

类别	国债、地方政府债、政策性金融债	档次	信用债券		
			公司债等其他债券	可转换公司债、可交换公司债等	债券资质
折扣系数取值	0.98	第一档	0.90	0.67	债项和主体评级均为AAA级
		第二档	0.80	0.60	主体评级为AA+级，债项评级为AAA级
		第三档	0.75	0.53	主体评级为AA级，债项评级为AAA级
		第四档	0.70	0.46	主体和债项评级均为AA+级
		第五档	0.60	0.39	主体评级为AA级，债项评级为AA+级
		第六档	0.50	0.32	主体和债项评级为AA级

资料来源：《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017年修订版）》、华泰证券研究所

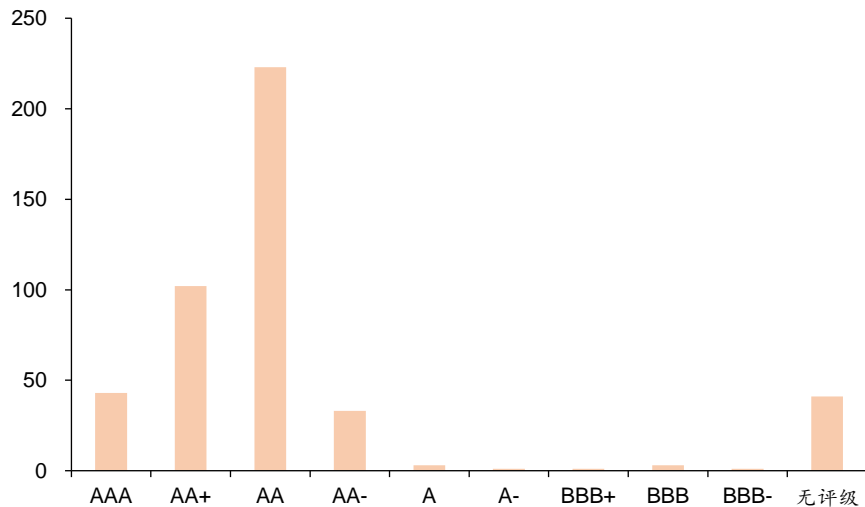
交易所国债、公司债回购折算率（2019年6月28日）

类型	折算率	类型	折算率	类型	折算率
政金债	1.03	地方政府债	0.98	企业债	0.65
政府支持机构债	0.99	金融债	0.89	可交换债	0.65
国债	0.98	公司债	0.81	可转债	0.63
主体\债项评级	AAA	AA+	AA	AA-	
AAA	0.89	0.59			
AA+	0.73	0.64	0.41		
AA	0.69	0.47	0.44		
AA-	0.47				
A					0.37

资料来源：上海证券交易所网站、华泰证券研究所

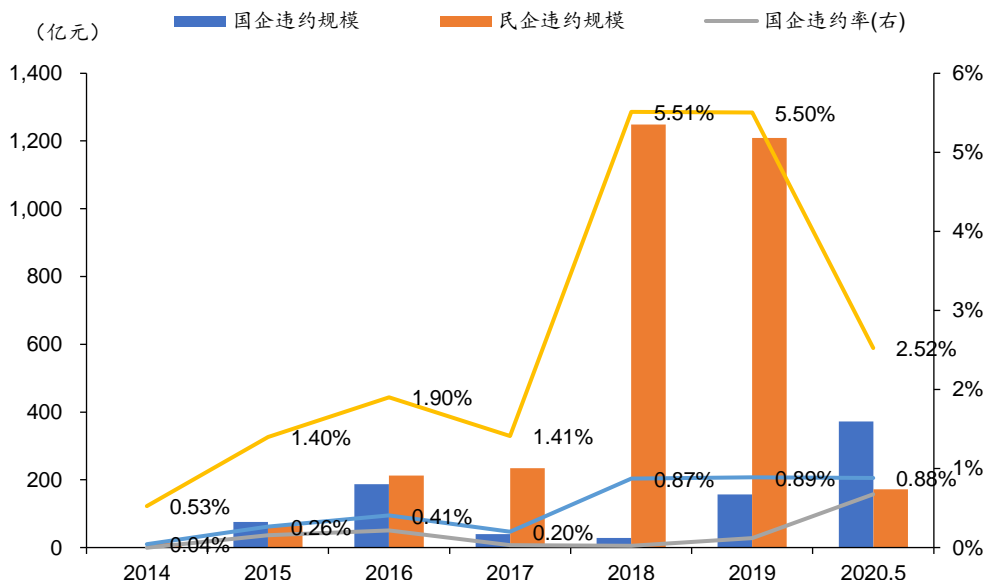
- 国债为代表的利率债以国家信用为基础，违约风险很小，投资者因投资信用债而承担更高信用风险而需获得相应补偿，即产生信用风险溢价。
- 信用风险指债务人有概率发生违约造成造成债权损失的风险，可以由违约率和违约损失率相乘估算。
- 一般来说评级越低，违约率和违约损失率越高，相应的信用风险越高，从数据看，14年以来的违约债券较多集中在AA评级主体。
- 国内环境决定了国企相对民营更低的信用风险，2017年以来国内债券违约集中在非国企主体，更高的违约率使得民企债需要更高溢价补偿

2014年来违约债券发行时主体评级分布（只）



资料来源：wind、华泰证券研究所

2019年违约率继续走高



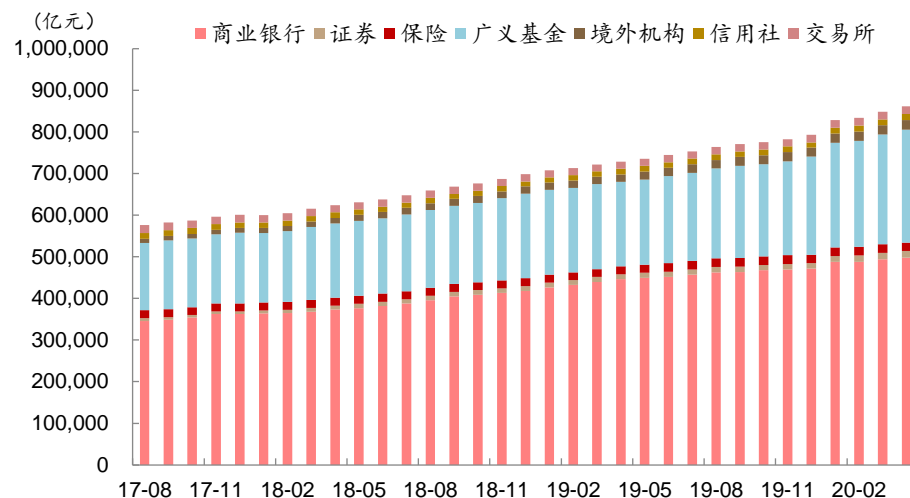
注：数据截至2020年5月末

资料来源：wind、华泰证券研究所

# 影响因素五：投资者结构与供需关系

- 不同类别投资者内部风控、资金成本、投资风格等存在差异，反映为对债券配置的风险偏好差异。
- 目前以同业理财为主的非法人产品是信用债的主要投资者，从托管数据看占比基本维持在70%，其次是商业银行和非银金融机构。
- 一般来说，理财产品、大行风险偏好相对较低，非银机构风险偏好相对较高，基金公司研究能力更强、也会追求相对更高收益。
- 18年违约潮以来理财等主要配置力量风险偏好降低，叠加包商事件影响，高等级信用债被超配，高低等级信用利差较大分化。

不同结构债券持仓总量

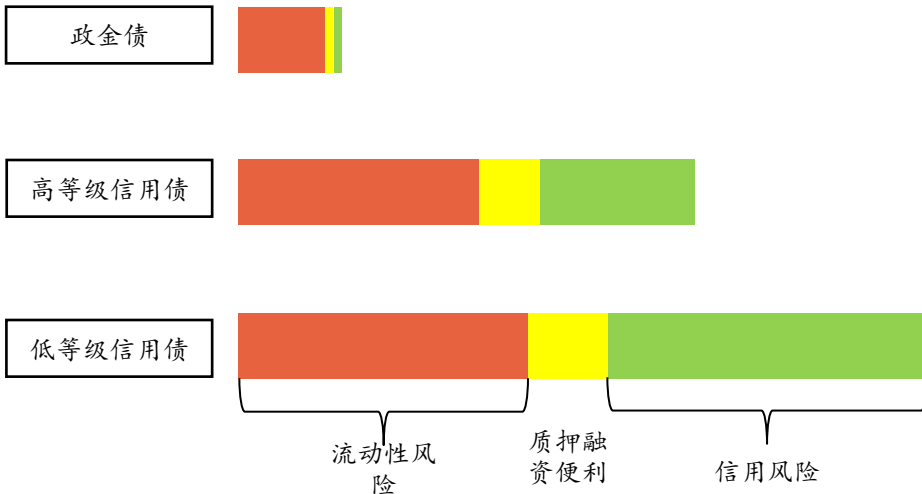


资料来源：wind、华泰证券研究所

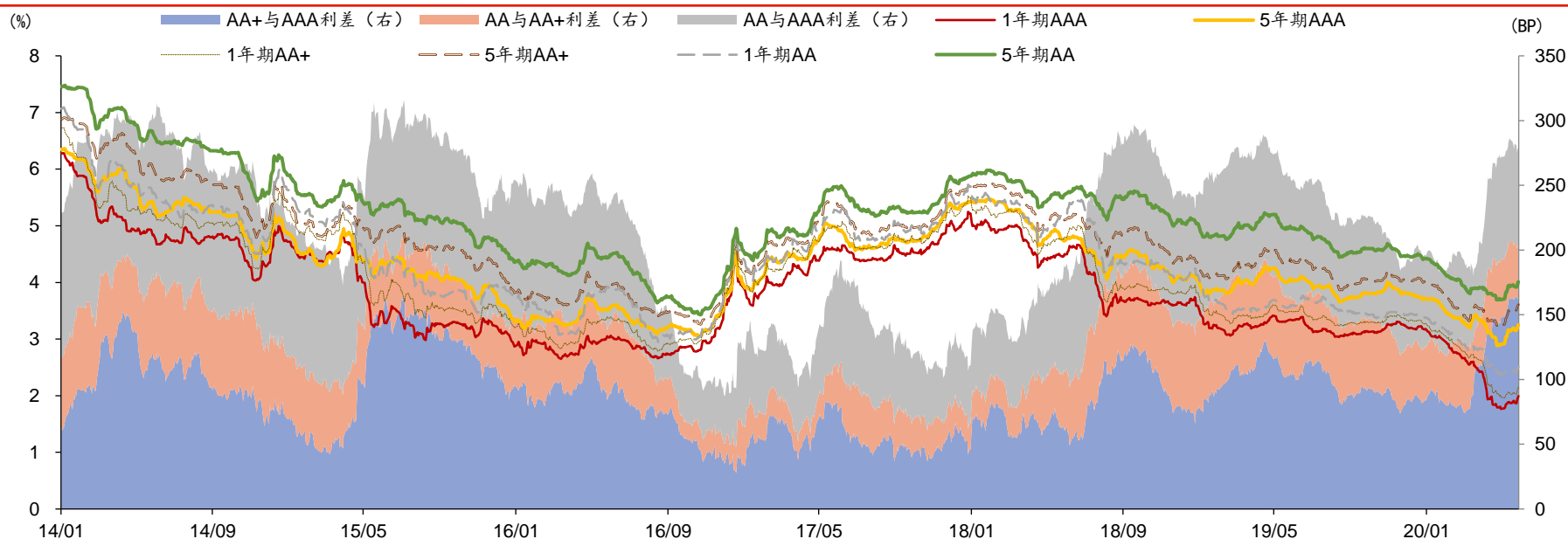
中票	大行/政策行	股份行	城商行	外资行	农村金融机	证券公司	保险公司	基金公司及	理财类产品	其他产品类	境外机构	其他
2020年01月	-34	-172	-63	1	22	-163	17	291	-28	50	32	46
2020年02月	21	-384	-13	6	-4	-73	-14	415	126	-166	31	55
2020年03月	33	-358	-70	-19	10	-55	-14	667	-39	-117	-19	-19
2020年04月	-191	-358	-94	-14	4	-323	0	685	118	90	19	64
2020年05月	69	-26	-129	3	-3	-268	46	134	190	-70	20	33
短融超短融	大行/政策行	股份行	城商行	外资行	农村金融机	证券公司	保险公司	基金公司及	理财类产品	其他产品类	境外机构	其他
2020年01月	-627	-221	-169	17	23	-17	6	811	118	27	7	26
2020年02月	-518	-895	-384	-12	55	-40	0	1402	205	134	0	52
2020年03月	-613	-1705	-550	-9	103	-192	49	2692	132	92	-1	1
2020年04月	-1014	-1178	-355	4	84	-106	5	2046	343	149	18	4
2020年05月	-190	-682	-200	7	64	-116	5	740	300	54	-8	25
企业债	大行/政策行	股份行	城商行	外资行	农村金融机	证券公司	保险公司	基金公司及	理财类产品	其他产品类	境外机构	其他
2020年01月	10	-14	-20	4	11	-36	-5	40	9	-21	7	14
2020年02月	0	-9	-3	-3	5	-21	0	81	11	-70	1	8
2020年03月	1	-22	-12	-6	-1	13	-8	102	13	-85	-3	7
2020年04月	-30	-33	-14	-2	-4	-54	-2	134	23	-31	5	8
2020年05月	0	23	-17	0	2	-34	1	19	54	-53	-9	14

# 等级越低，信用风险因素对利差影响越大

- 整体看，债券的信用等级越低，信用利差越大，信用风险因素在信用利差中的比重越高，且随着债券等级下降，流动性风险补偿因素占比虽然下降，但仍是重要组成部分。
- 2018年下半年以来信用分层加剧，突出表现为AAA和AA级债券收益率曲线分化、等级利差扩大，5年期AA级收益率仍居历史高位，反映出市场对低等级信用债长期信用风险的较大担忧。



## 2018年违约潮以来，高低评级信用债利差扩大明显



资料来源：wind、华泰证券研究所

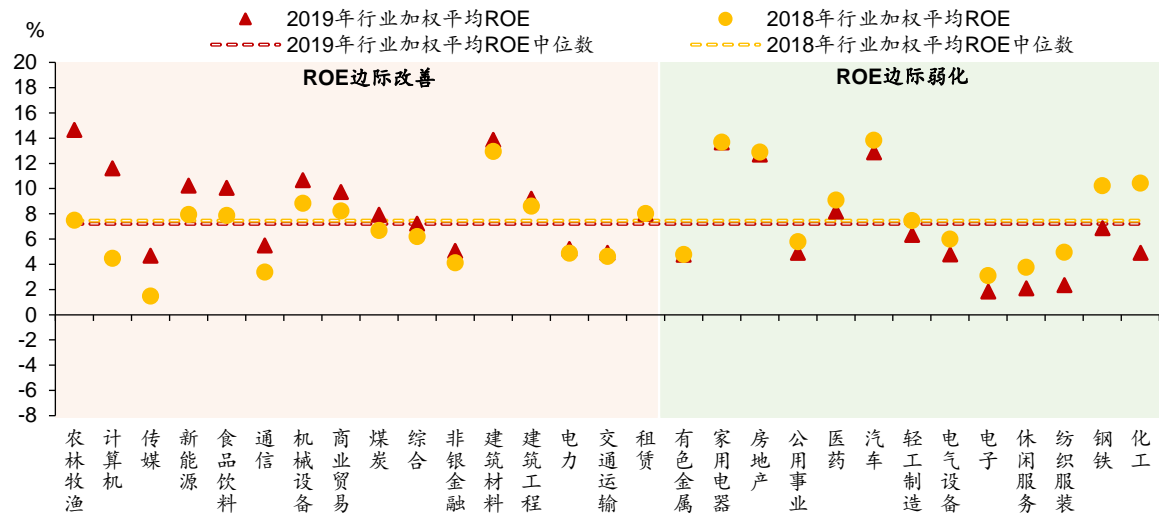
# 信用利差分析：行业景气下行与评级下调

□ 行业景气下行对信用利差的传导路径：**景气下行→行业整体偿债弱化→边缘主体评级下调。**

□ 投资者判断对景气下行行业利差的影响路径：**市场判断（价格、成本、需求）→企业盈利下行→偿债保障削弱→二级市场清仓或回售。**

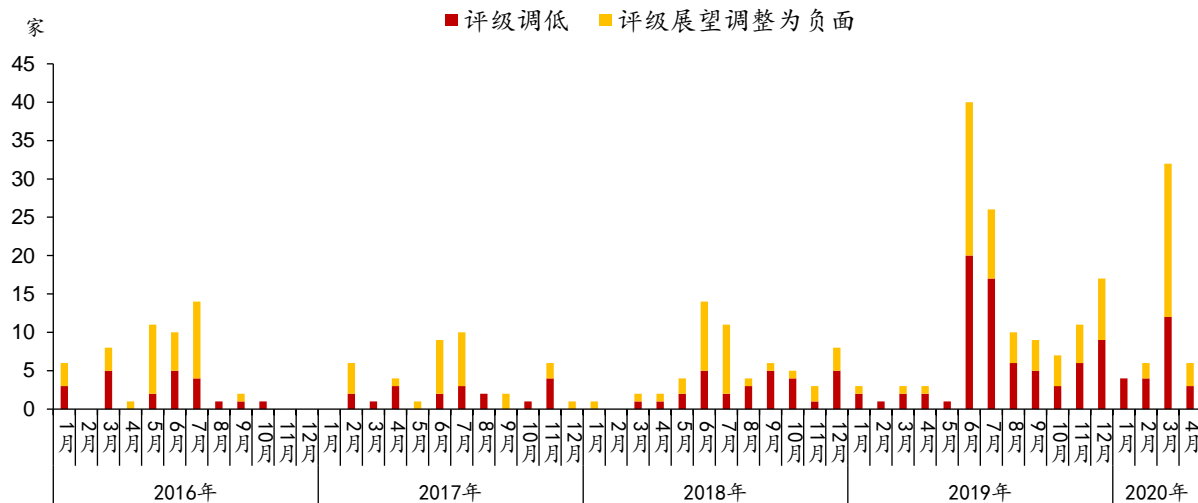
□ 19年发债主体中15个行业ROE有所增长，11个行业有所下行，行业信用风险分化。20年3月受疫情冲击，评级集中下调。此前评级调整集中在6、7月份，反映行业信用情况相对滞后，而此前债券投资者对部分行业信用情况走弱已有判断，两者综合影响促使分行业信用利差分化。

## 2019年多行业盈利能力边际改善



资料来源：wind、华泰证券研究所

## 历史评级和展望下调分布，2020调整高峰期提前到来（家）



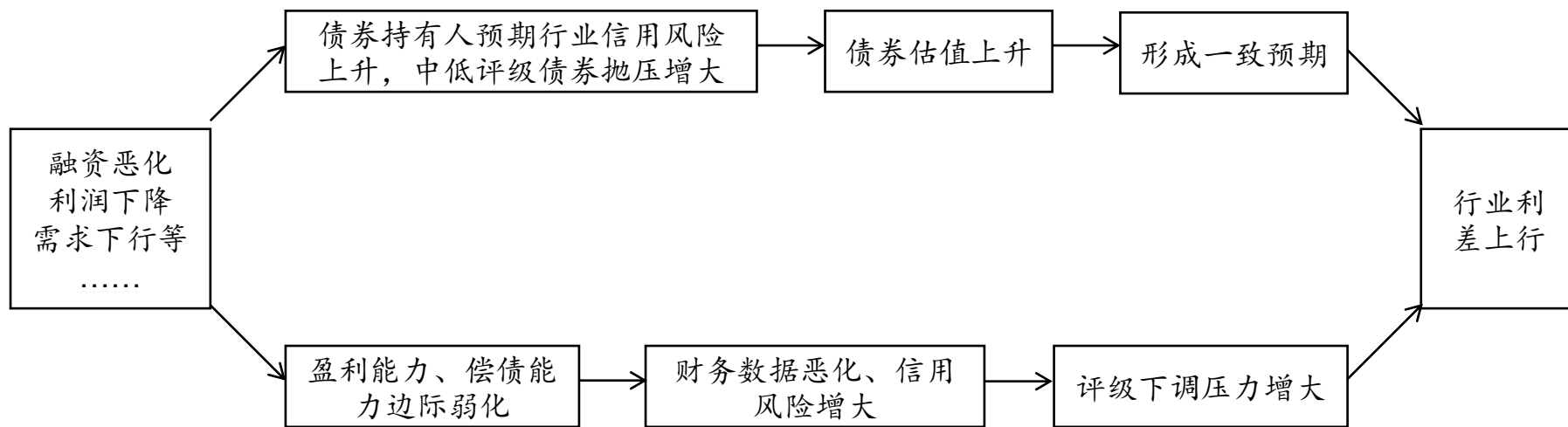
资料来源：wind、华泰证券研究所



- 一般来说，行业信用利差由债券信用利差统计得到，常用的统计方式包括算数平均法、中位数法、余额加权法，可以根据主体评级、债项评级或中债隐含评级区分行业内等级利差。

统计方式	特点	缺点
算数平均值	反映行业债券利差的算数平均水平	易受异常大额存量主体估值波动影响，导致行业利差反映信息失真
中位数	受主体事件冲击影响小	受行业融资人结构影响较大
余额加权	反映行业融资额的加权平均利差水平	更易受大额存量主体信用风险影响

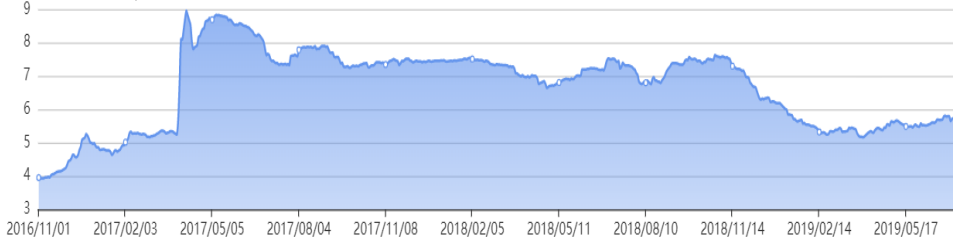
- 行业信用风险对信用利差的影响，是行业景气分化及预期自我实现共同作用的结果。



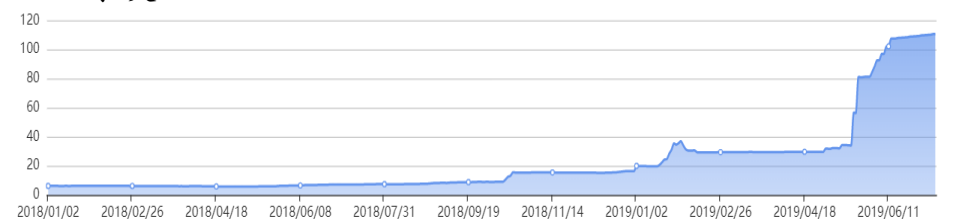


- 在我国信用债市场，行业内某个大存量主体发生信用风险会短期带动行业利差上行。影响路径1均值或余额加权统计下，主体存量债权重较大带动行业利差上行；2担忧细分行业风险，同类型弱资质主体债券遭抛售。
- 山东宏桥和康美药业是两个代表例子。2017年中国宏桥被沽空时，4月山东宏桥和魏桥铝电存量债约占有色金属行业的15%；2018年9月末康美药业存量债约占行业余额的10%。
- 针对主体事件冲击，应结合行业背景、政策环境、主体持续竞争力和财务稳定性等要素，综合客观分析，避免估值和利差扰动行业、主体信用判断。

16宏桥MTN001



17康美MTN001

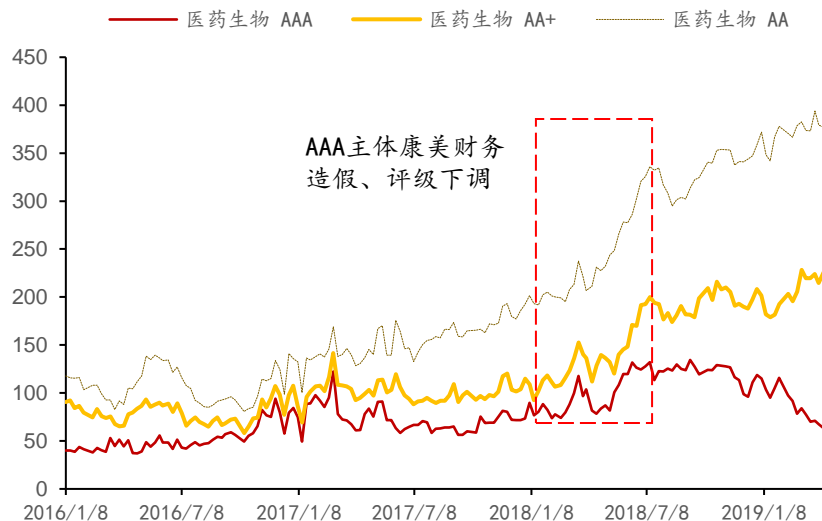


2017年AA+有色行业平均信用利差出现跃升



资料来源：wind、华泰证券研究所

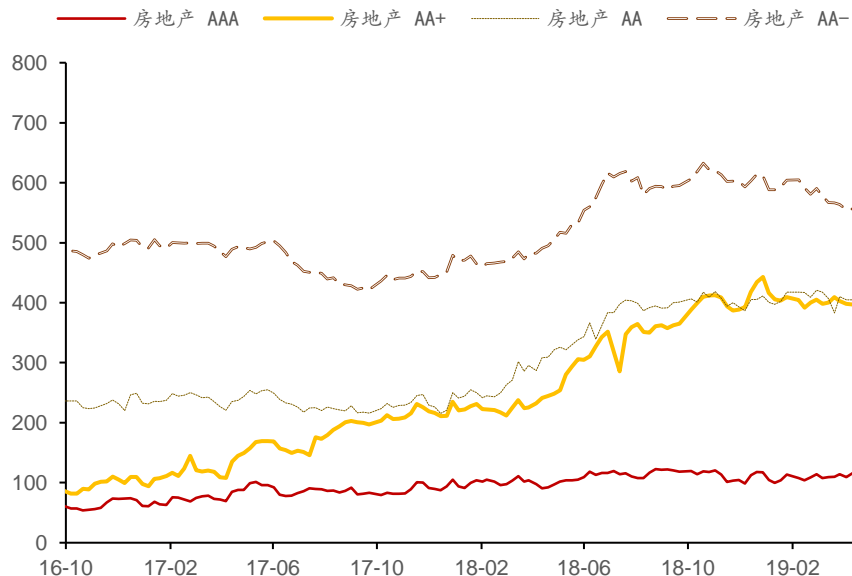
18年受康美事件影响，AAA、AA+利差波动分化



资料来源：wind、华泰证券研究所

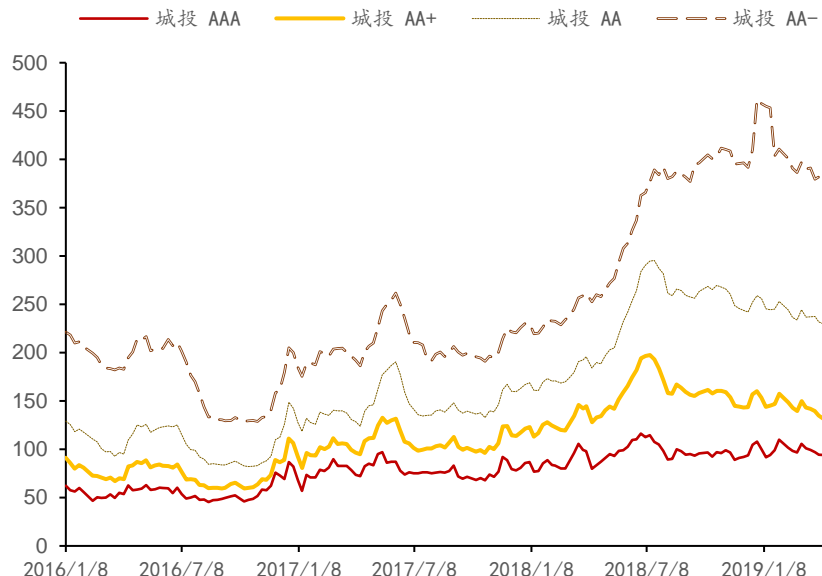
- 国家某项重要政策变动会对部分行业经营、融资环境带来较大影响，引起投资者对业内主体信用环境的判断改变，以及发债企业偿债能力发生变化，长期看，引起债券估值、行业利差的波动甚至分化。
- 2017年11月资管新规征求意见稿发布，2018年4月正式文落地，包括资管产品穿透至底层资产、不得多层嵌套、限制非标理财产品期限错配等，对房企融资周转带来较大不良影响，市场对弱房企信用风险担忧提高，房地产行业中低评级利差上行，等级利差扩大、至今仍居高位。
- 2018年财金23号文、中发27号文、中办发46号文等重要文件发布，要求地方政府严控隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量，债务周转压力较大的弱资质边缘城投利差大幅走高。

资管新规后，18年中低评级房企利差上行



资料来源: wind、华泰证券研究所

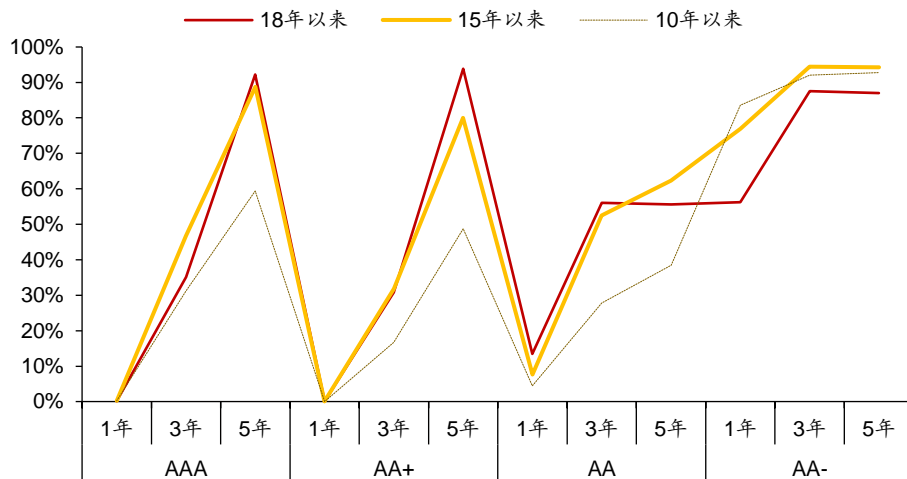
23号文等对城投行业利差产生冲击



资料来源: wind、华泰证券研究所

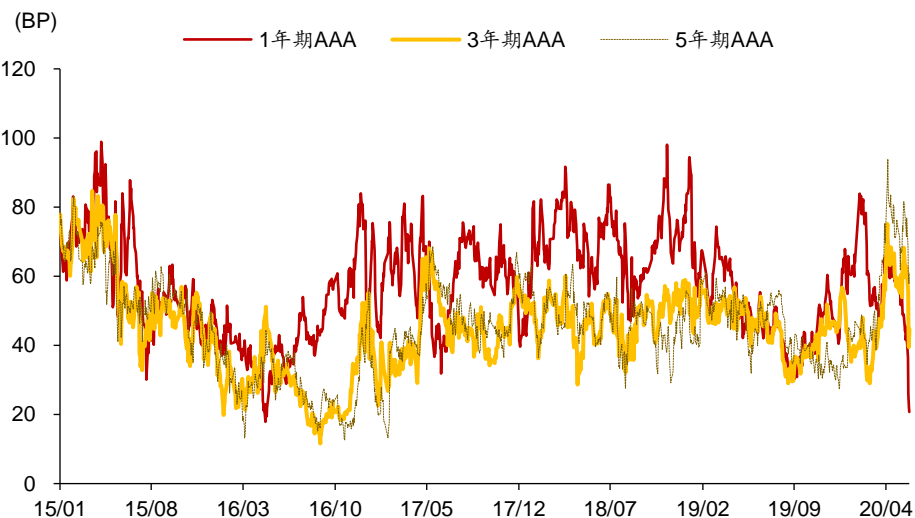
- 对不同久期利差的研究，既要关注绝对值差距，也需要关注利差的历史分位。
- 不同的历史分位值起点将会导致不同的结果。以10年为起点，当前长久期信用利差仍处于中等历史分位值，主要是因为10-13年信用债市场环境而如今有较大区别，信用利差长期处于较高水平。
- 因此考虑信用利差以15年为起点更为合理，当前高等级长久期以及低等级各期限信用利差历史分位值处于较高水平。

按15年来历史分位，长久期利差处于相对高位



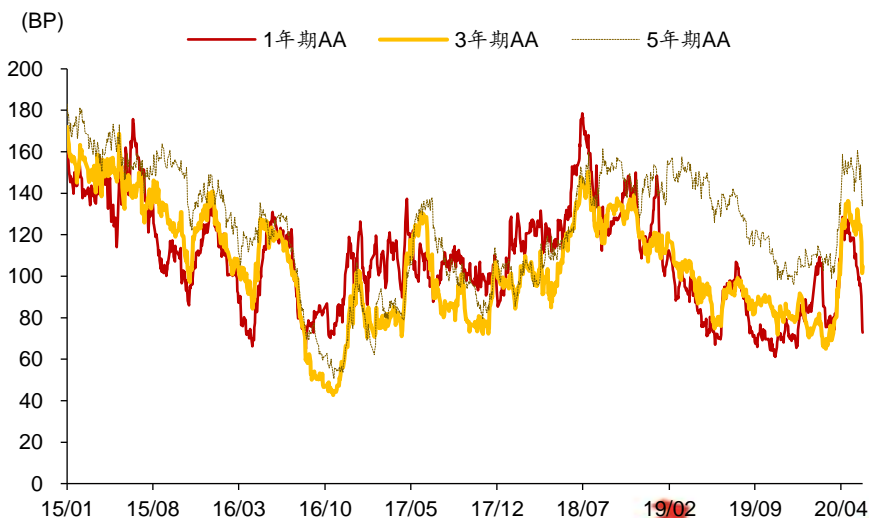
资料来源: wind、华泰证券研究所

AAA级中短票利差曲线



资料来源: wind、华泰证券研究所

AA级中短票利差曲线



资料来源: wind、华泰证券研究所

## 通过行业信用利差挖掘潜在超额收益

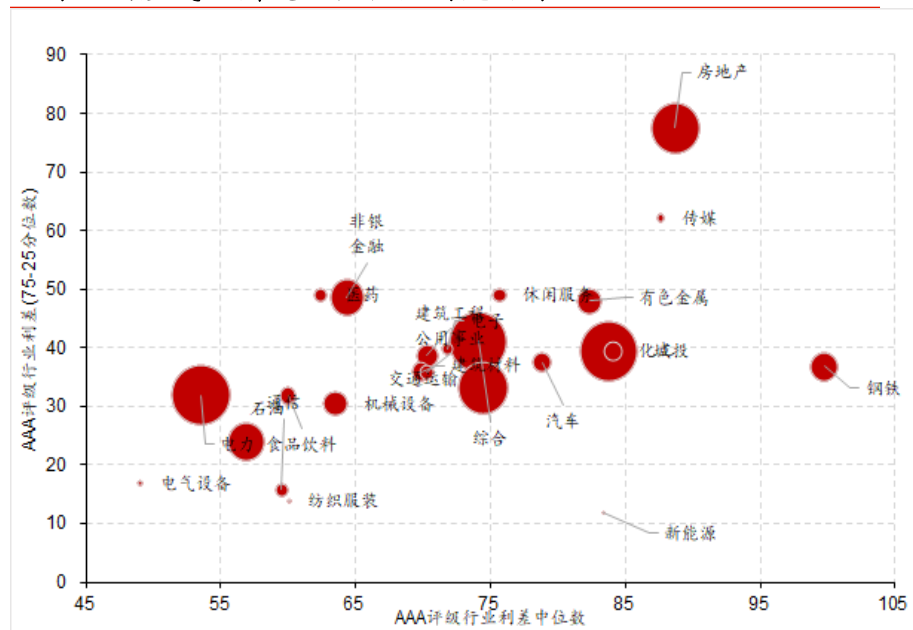
- 信用投资强调风险和收益的匹配，而行业利差正是行业信用定价的体现，对行业alpha策略具有重要的指导意义。行业利差作为债券收益的一种体现，通过将其与行业风险进行匹配，找出潜在超额收益的机会。我们认为可以从行业利差气泡图、横向行业利差比较、纵向行业利差变化、行业利差内部区分度、行业期限利差五个维度看行业利差对信用债投资的意义，在行业和个券分化中挖掘机会。

行业利差热力图横向比较不同行业利差的绝对水平和变化

行业	50分位数															
	AAA				AA+				AA				~1Y			
	最新	~1W	~1M	~6M	最新	~1W	~1M	~6M	最新	~1W	~1M	~6M	最新	~1W	~1M	~6M
城投	83.74	90.96	95.03	62.83	87.36	128.19	136.25	139.50	85.55	114.68	265.62	274.41	273.35	219.30	221.00	
房地产	88.69	91.58	99.90	72.34	86.97	329.75	333.97	287.97	353.50	321.82	498.98	504.60	508.19	445.34	369.42	
煤炭	124.53	132.31	129.05	76.08	106.73	284.22	273.80	290.74	266.17	143.21	356.69	366.46	378.99	330.85	452.24	
石油	56.83	60.90	65.12	39.80	52.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
钢铁	99.76	109.11	115.37	69.06	92.12	286.70	293.18	282.46	219.13	238.97	594.02	603.69	602.88	446.84	488.18	
有色金属	82.32	85.76	96.38	72.28	85.29	469.22	469.53	470.15	352.04	237.32	558.80	563.46	572.04	425.86	396.27	
电力	53.50	57.01	61.97	48.94	52.47	107.63	114.08	122.80	86.63	102.66	213.01	235.11	280.64	126.21	166.46	
建筑材料	69.81	75.98	82.66	62.85	69.54	169.74	175.96	191.34	321.73	118.29	560.42	499.82	449.38	442.08	440.51	
轻工制造	96.62	109.66	296.71	449.00	439.38	560.54	554.81	554.94	487.54	461.76	550.40	562.84	525.33	426.58	442.31	
交通运输	74.43	78.92	81.08	54.97	73.64	123.58	131.07	132.50	87.16	103.91	252.06	257.15	262.43	134.54	172.05	
化工	84.11	86.73	92.90	63.03	85.10	231.25	241.03	276.98	310.23	278.37	476.82	484.50	494.10	386.45	383.09	
电气设备	49.02	60.94	76.30	47.10	61.44	139.49	139.98	137.21	168.07	174.31	413.98	416.25	354.07	358.14	348.42	
公用事业	70.28	77.34	82.71	61.90	74.12	117.11	125.18	135.98	103.95	173.03	270.32	277.33	311.54	296.06	199.99	
机械设备	63.50	66.66	71.99	55.97	62.14	110.70	117.70	166.59	127.46	118.24	320.80	334.95	331.30	279.99	500.92	
建筑工程	70.27	71.22	78.80	52.98	74.53	142.06	145.75	151.45	104.65	175.23	373.29	399.42	359.98	352.39	372.25	
汽车	78.80	82.59	87.64	72.05	80.64	163.48	173.90	163.83	108.53	297.97	334.13	341.82	349.70	258.14	293.83	
传媒	87.60	91.21	86.76	76.05	74.43	130.47	131.14	131.93	108.90	110.81	314.77	324.15	323.34	218.52	256.02	
纺织服装	60.05	68.10	86.59	80.45	57.81	304.20	314.63	319.20	274.32	448.73	336.07	347.64	310.93	331.30	293.45	
家用电器	111.91	119.49	113.25	104.46	100.48	333.90	345.25	345.09	240.78	196.07	312.40	326.22	309.36	310.75	360.69	
电子	71.79	74.24	84.74	56.09	80.71	198.98	210.35	215.52	477.48	979.71	416.98	431.61	419.09	353.25	365.18	
计算机	269.62	281.77	280.84	199.71	167.83	169.30	173.71	171.45	113.64	79.45	453.29	393.65	399.83	375.80	399.89	
农林牧渔	127.19	141.49	128.53	96.83	79.01	414.16	419.96	425.36	334.57	315.03	285.55	297.50	258.80	196.07	196.72	
食品饮料	59.96	70.78	75.32	58.58	61.92	128.47	132.52	138.59	68.08	98.56	216.26	223.38	478.35	394.67	302.90	
医药	62.42	67.78	70.84	56.79	63.98	213.95	223.71	206.03	149.22	181.31	633.27	646.17	644.51	546.31	333.98	
休闲服务	75.65	75.95	74.36	66.55	59.66	125.10	129.84	136.79	93.90	118.43	405.55	402.50	345.15	282.00	234.19	
商业贸易	105.88	114.49	119.24	98.89	103.23	213.67	215.76	240.92	246.23	237.39	498.68	506.37	489.15	415.44	379.05	
通信	59.50	61.98	79.64	39.21	72.74	424.67	433.41	432.25	362.67	327.28	3119.59	3122.27	3071.59	1806.85	681.86	
非银金融	64.35	66.93	75.87	61.57	55.94	158.49	162.55	166.46	243.88	310.83	591.29	599.11	590.53	881.30	368.54	
租赁	107.35	108.68	111.46	83.79	89.67	178.17	194.26	195.67	117.80	103.85	398.47	395.86	402.06	351.41	308.76	
新能源	83.35	86.52	97.29	0.00	99.74	314.68	323.61	337.60	272.37	233.95	243.25	278.60	294.58	256.46	359.84	
综合	74.08	78.00	79.53	59.32	78.76	209.94	215.59	217.84	147.60	176.85	258.16	252.36	245.31	200.87	214.21	

资料来源：华泰证券研究所

从行业利差气泡图发现挖掘空间大的行业



资料来源：华泰证券研究所

1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

»

附 城投评级框架

»



- 基本的资料搜集与逻辑分析能力—先做好案头工作
- 对某个行业有深度的理解与跟踪—做到对个体企业如数家珍，对行业的变化保持敏锐

- 从深度到广度—对不同行业的经营模式有认知和比较
- 对产业链的变化保持敏锐

- 看似一小步实则一大步—对盘面保持敏感，对市场交易行为有所判断
- 需求差异化的研究—行业、个股深度报告只是起点

## 信用研究的演进

### 防踩雷

- 有点：易于操作
- 缺点：牺牲收益

### 做排序

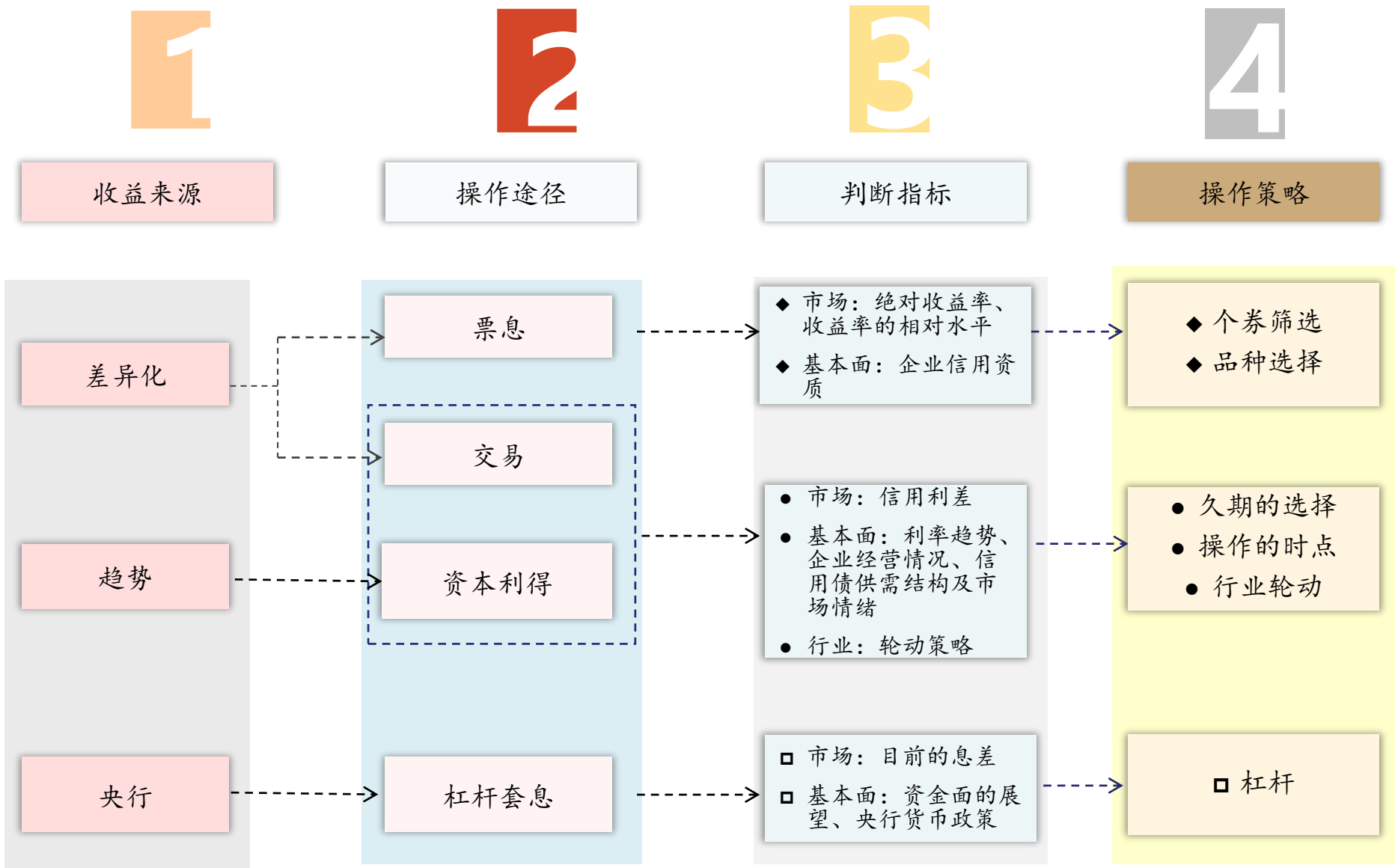
- 优点：对企业信用资质有了主观排序
- 缺点：行业、企业间的排序与市场定价脱钩

### 掘洼地

- 优点：风险与收益相结合、追求投资的性价比
- 缺点：对投资、研究人员的能力要求更高



# 信用债投资是赚的哪些钱？



夏：行业景气度上升

秋：行业产能集中释放阶段

冬：供需矛盾进一步恶化

春：行业景气度触底改善阶段

产品供不应求，价格走高，企业盈利能力增强。由于行业景气度向好，企业的盈利能力增强，扩产意愿增加。在该阶段，由于盈利能力较强，行业的系统性风险降低，债券可做适当的信用下沉，考虑到产能投放周期通常较长，可适当拉长久期，但是需关注新增产能释放的规模和产能的投放后，带来的行业景气度下滑以及新增投资支出带来的现金流压力。

第一阶段

新增产能开始释放，供需情况出现改变。产品价格开始下跌，毛利率水平不断下滑。行业整体仍处于盈利状态，产品价格仍能覆盖企业现金成本，经营谨慎的企业开始放缓投资节奏。该阶段的产业债仍具有一定的配置价值，但由于长期容易出现供过于求的现象，行业拐点出现，久期应开始缩短，且警惕景气度下行过程中的估值风险。

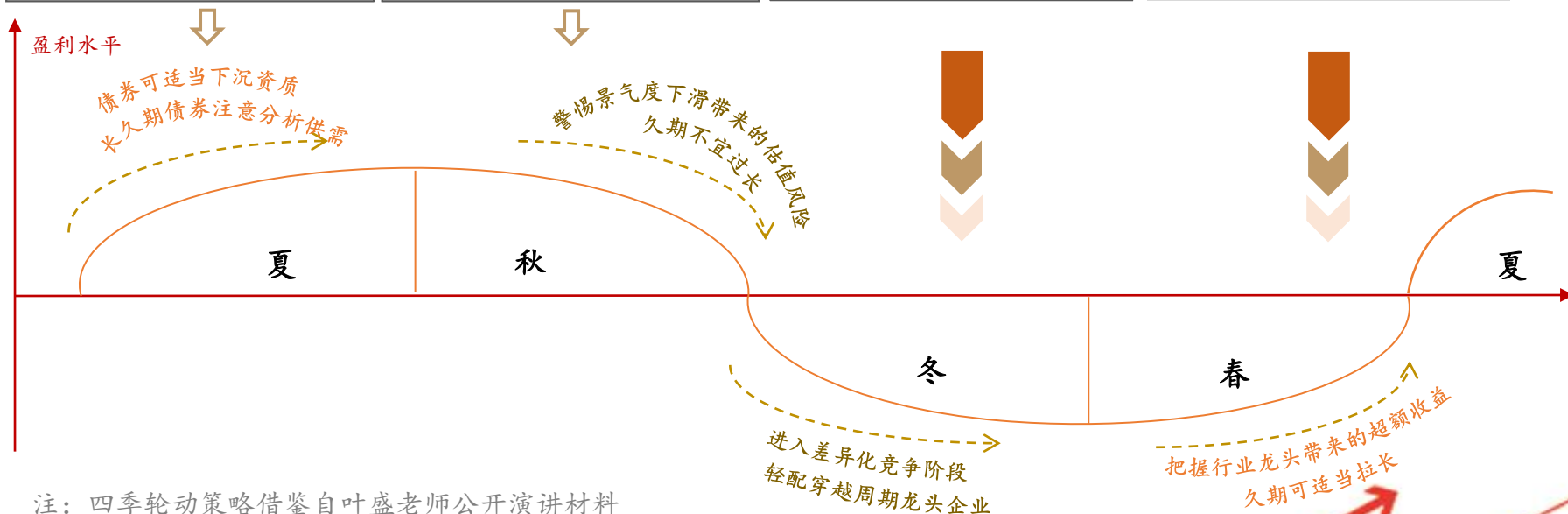
第二阶段

产能仍在释放，产品价格进一步下跌至部分企业的现金成本以下，企业间回归到成本竞争。金融机构对该行业的信心下降，企业的融资渠道开始收紧，行业整体面临潜在的流动性风险，可以积极关注细分行业特征，部分行业龙头可以穿越周期，企业之间竞争力的差异性决定行业未来格局的变化，可轻配穿越周期的龙头企业，久期以短久期为主。

第三阶段

行业进入破产重组、行业整合阶段。另外，由于缺乏新增供给，在需求趋于稳定的情况下，行业产能利用率开始上升。产品价格开始从底部慢慢回升，行业景气度出现边际改善。在该阶段，由于财务指标、评级结果较为滞后，信用溢价较高，在行业低谷配置带来信用挖掘价值，久期也可适当拉长。

第四阶段

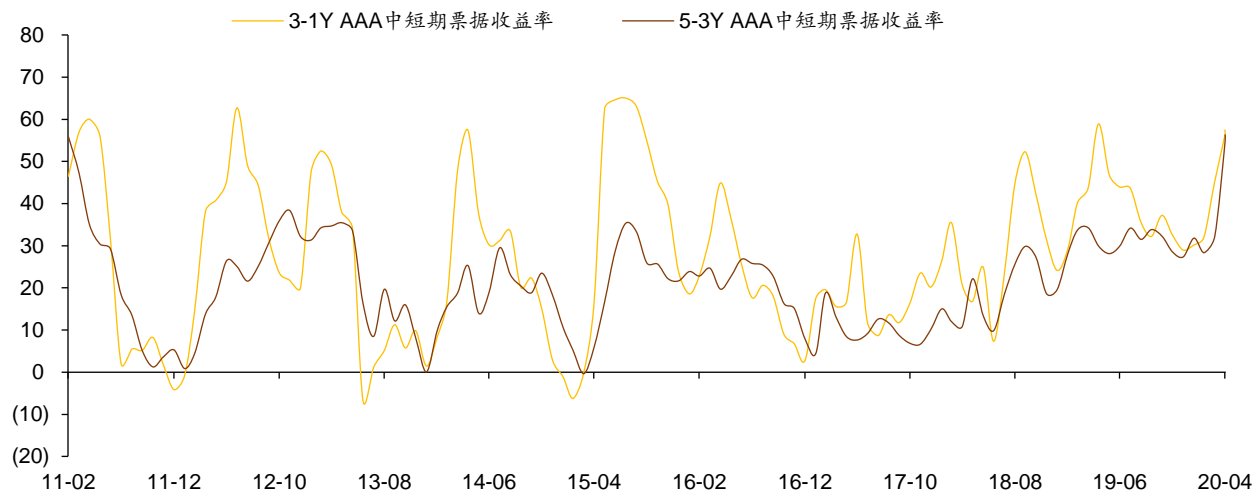


注：四季轮动策略借鉴自叶盛老师公开演讲材料

□ 收益率的绝对水平决定久期策略的安全垫、期限利差的绝对位置影响不同久期信用债的相对价值。绝对收益率和期限利差双高是久期策略最佳的时点。未来收益率曲线形态的变化、期限利差收窄的幅度影响久期策略带来的资本利得收益。

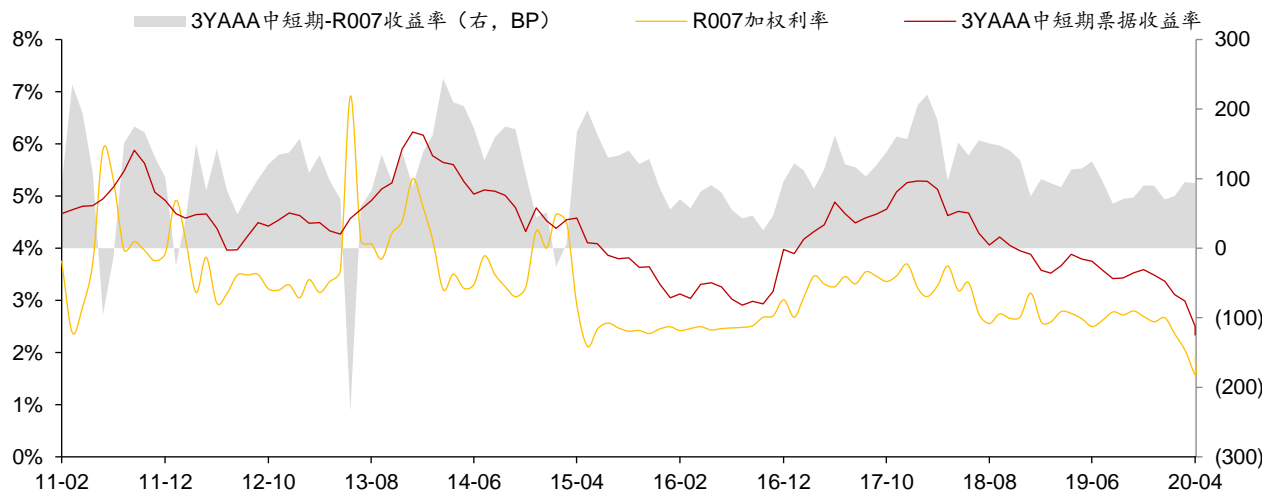
□ 债券收益率与资金成本之差反应当期杠杆策略的套息空间，但未来资金利率相对债券收益率的变化以及波动性，直接影响杠杆策略的效果。

## 期限利差



资料来源: wind、华泰证券研究所

## 套息息差



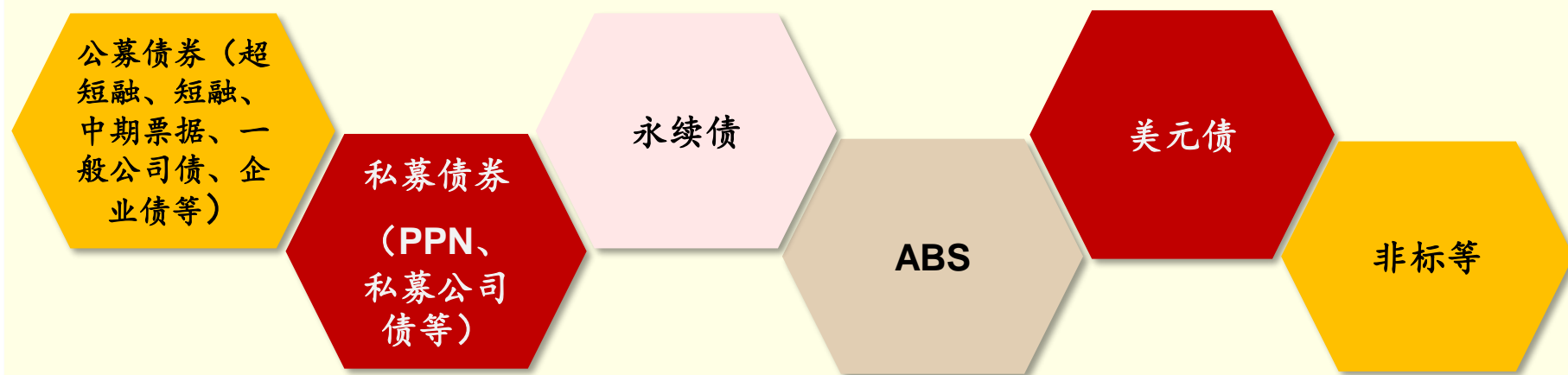
资料来源: wind、华泰证券研究所

- 由于信用债的投资者以机构投资者为主，导致在面临事件性因素的冲击时，市场行为容易趋同，价格的反应较为充分。
- 在面对市场恐慌性抛售时，基于基本面及已有信息进行充分分析，把握投资投资试点，是重要的超额收益来源。

“16宏桥01”价格走势



- 受投资者资金性质、投资范围、风险占用、杠杆偏好等因素的影响，投资者结构的差异导致同一主体不同信用品种的定价存在差异性。可以综合考量自身的投资约束及投资偏好，在不同品种间挖掘价值洼地。
- 例如，私募债由于非公开发行，相关债券信息的披露透明度较低、债券流动性相对较差，市场给予的信用溢价及流动性溢价较高，在收到流动性等因素冲击时，价格反应更为剧烈，可能会产生更高的信用溢价。



1 市场介绍 / 信用债市场的那些事

»

2 研究框架 / 信用风险怎么看

»

3 评级流程 / 信用风险全面管理

»

4 信用利差 / 价格的反映

»

5 信用策略 / 动态的视角

»

附 城投评级框架

»



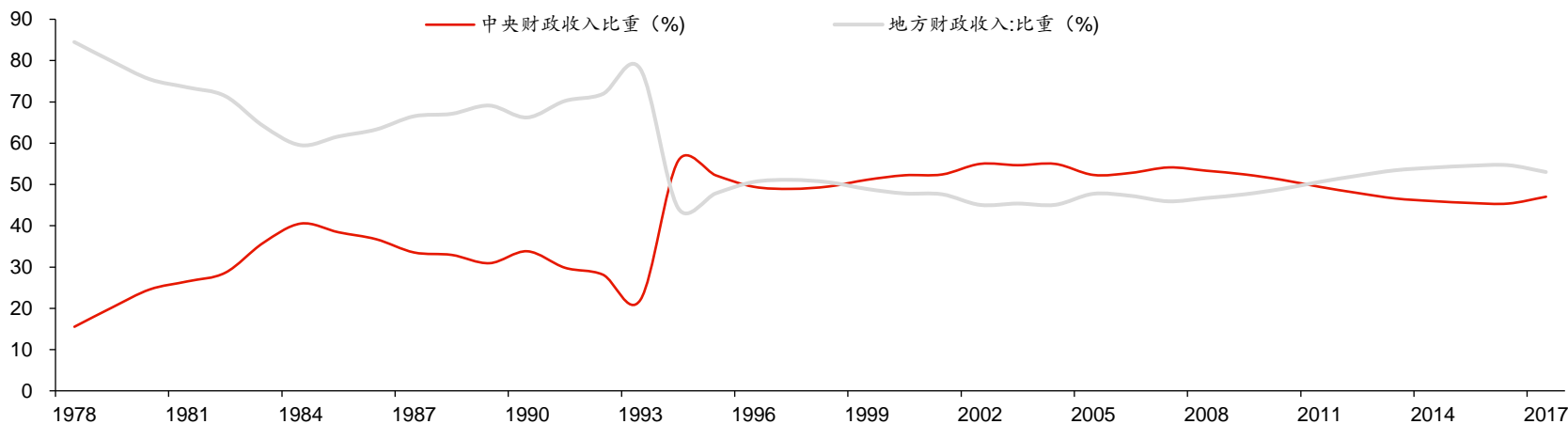


# 一、城投平台历史沿革

## 城投平台存在的根源：地方政府事权与财权的失衡

- ❑ 建设项目法人责任制赋予了法人企业参与城市基础设施建设投融资的角色定位，城投公司在此基础上应运而生。20世纪80年代初，城市基础设施建设所需的资金从最初的公共财政预算出资转变为地方政府主导、银行贷款配合的模式。在1992年邓小平南巡讲话后新的改革举措陆续推出，建设项目法人责任制开始确立，法人企业取代政府主导，对建设项目全程负责；同年第一家城投公司上海市建设投资开发总公司（上海开发）成立。
- ❑ 1994年分税制改革导致的地方政府事权与财权失衡为城投平台存在根源。1994年开始的分税制改革使得中央财政收入占比跳升，而所承担的事项和支出责任开始向地方财政下放。1995年施行的《预算法》要求地方政府不列赤字，相当于禁止地方政府举债。
- ❑ 2015年新预算法实施后，允许地方政府举债，但是进行限额管理、要求政企分开，还是无法满足公益性项目的融资需求。
- ❑ 地方政治考核将GDP作为重要指标，地方政府推动基建的积极性高涨。地方财政资金来源减少，资金需求增加，两者结合下，地方政府将城投平台作为投融资和经营建设的重要工具，重庆“八大投”模式是其中的典型代表。

分税制改革后地方财政收入占比骤降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 二、城投平台定义与定位

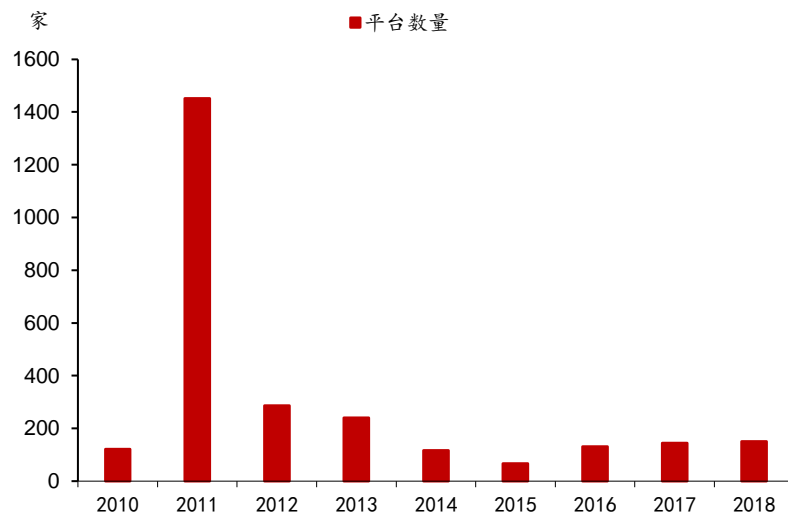
### 城投平台定义：地方政府投融资平台

- 对城投公司的定义起源于2010年国务院19号文，各机构给出的定义略有不同，核心定义是地方政府投融资项目承载主体。城投公司一般被称为“地方政府投融资平台”，主要承担为政府项目投融资的功能。2010年国务院19号文首次对城投平台给出明确定义，后续出台的19号文、412号和101号文对城投平台定义略有不同。
- 从狭义口径上看，银监会制定的地方投融资平台名单可作为城投平台定义参考。2011年出台的34号文要求各银行按照企业法人，事业法人和机关法人三类融资平台的情况建立“名单制”信息管理系统，其中满足“全覆盖”等三项条件的平台可退出名单（后被称为“退出类”平台）。融资受限、政策收紧等因素导致许多平台寻求退出银监会平台名单。
- 从广义口径上看，控股股东为地方政府或其下设机构，融资投向为政府类项目，均可被视为城投平台，如各地的城投、城建、国资、金控、轨交、交投、能投、农投等。城投平台的认定应该抓住公益性项目和投融资属性。

#### 城投平台定义相关文件

时间	文件名称	城投平台定义
2010年6月	国发[2010]19号	由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。
2010年7月	财预[2010]412号	由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体。
2010年11月	发改办财金[2010]2881号	由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府制定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体
2011年6月	银监办发[2011]191号	由地方政府出资设立并承担连带还款责任的机关、事业、企业三类法人。

#### 截至2018年底已有2710家城投退出银监会地方投融资平台名单

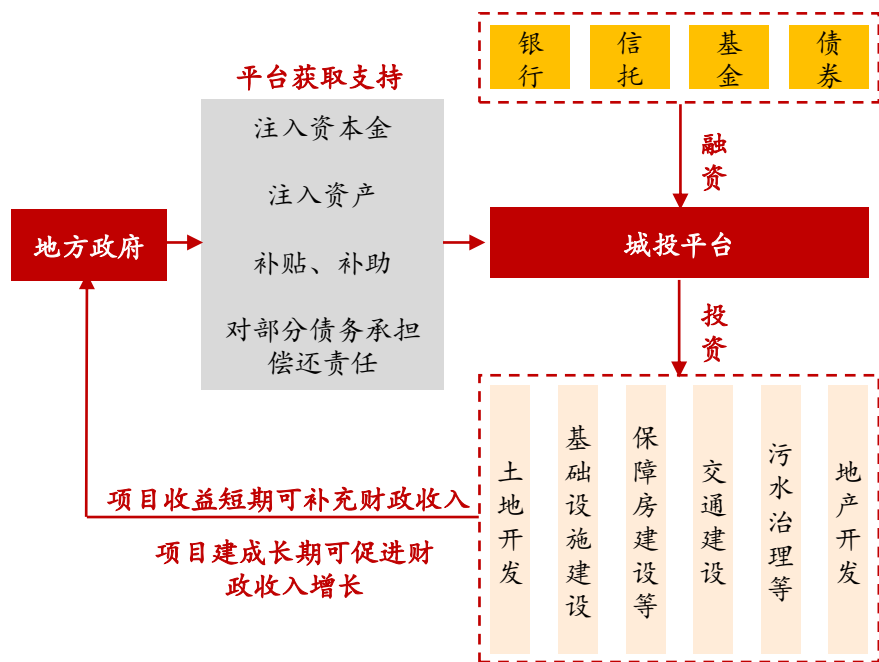


资料来源：现代咨询，华泰证券研究所

## 二、城投平台定义与定位：与地方财政

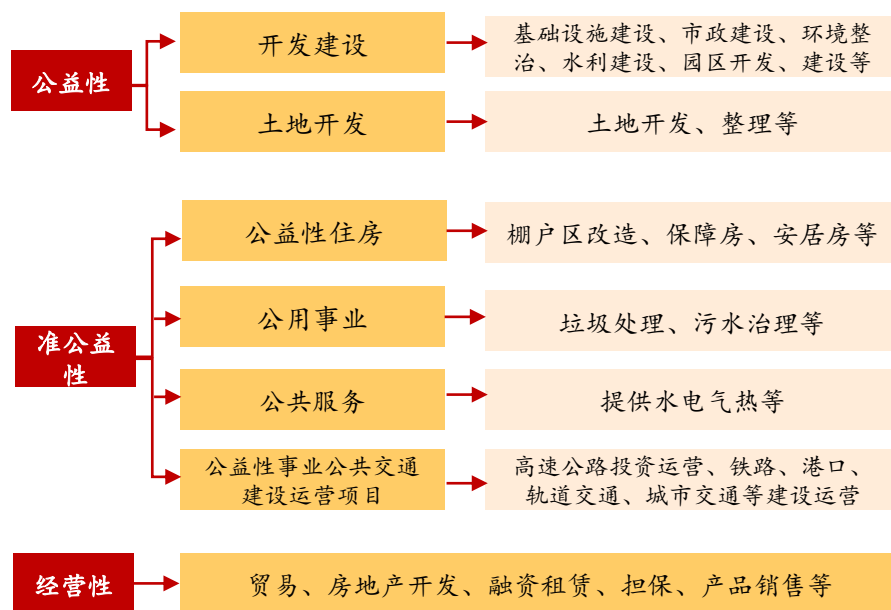
从财政收入来看，城投弥补地方财力短期不足，项目建设长期可推动财政收入增长

- ❑ 城投平台融资补充了地方财力短期的不足，为地方基础设施建设提供了资金，被戏称为“第二财政”。政府向城投平台注入资产、提供补贴等，方便平台从银行等处获取融资，平台再将资金投向土地开发、基建等公益性项目，弥补财政收入相对于公益性项目支出的缺口。
- ❑ 城投平台进行基础设施投融资建设，有助于地方经济的繁荣发展，长期能推动税费收入提高、土地增值，促进地方财政收入的增长。



从财政支出看，政府向城投平台转移短期支出压力，长期仍需为城投融资安排支出

- ❑ 城投平台主营业务可分为公益性项目、准公益性及经营性项目三类。平台资金投向往往跟当地经济、社会发展相关，其投资支出部分可替代财政资金的直接支出。
- ❑ 地方政府向城投平台转移短期支出压力，但未来仍需填补此部分支出。平台历史项目无足够收益和现金回流，其融资构成了地方财政远期的支出义务，因为无论是政府购买服务、回购、代建等形式，还是以资产管理费、财政补贴的形式，地方财政都需为平台融资安排支出。

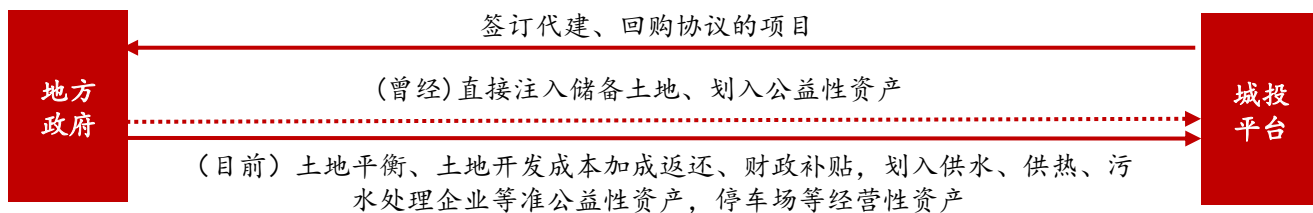


注：公益性、准公益性、经营性以是否有收费机制，收费机制是否市场化为标准

## 二、城投平台定义与定位：与地方财政

从资产端来看，地方政府向平台划入资产，城投建设项目或构成地方政府资产

- 历史上地方政府曾直接划入划拨用地，划入公园、学校等公益性资产，以充实城投平台资本实力，便利其融资。自2010年起监管机构开始剥离城投“类土地储备机构”的功能，2017年50号文等规定地方政府不得“将公益性资产、储备土地注入融资平台公司”，此途径受限。
- 目前地方政府往往通过土地平衡、土地开发成本加成返还、财政补贴等方式，平衡城投平台基建、土地开发造成的还本付息压力。地方政府也会向平台划入准公益性资产或经营性资产以增加平台收益来源。



### 2010年后地方政府向城投平台资产注入相关重点文件

时间	细分项目	具体内容
2010年6月	国发[2010]19号	今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司
2010年7月	财预[2010]412号	重申国发[2010]19号观点并作出补充，“公益性资产”是指为社会公共利益服务，且依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产
2012年12月	财预[2012]463号	地方政府将土地注入融资平台公司必须经过法定的出让或划拨程序，不得将储备土地作为资产注入融资平台公司。不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源
2013年4月	银监发[2013]10号	严格控制平台贷款投向，与土地融资相关的贷款投向为“符合《关于加强土地储备与融资管理的通知》（国土资发[2012]162号）要求，已列入国土资源部名录的土地储备机构”
2016年2月	财综[2016]4号	土地储备工作只能由纳入名录管理的土地储备机构承担，各类城投公司等其他机构一律不得再从事新增土地储备工作
2017年5月	财预[2017]50号	地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源
2017年6月	财预[2017]87号	严禁将“储备土地前期开发”作为政府购买服务项目
2018年2月	发改办财金〔2018〕194号文	（企业债发行）申报企业拥有的资产应当质量优良、权属清晰，严禁将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产
2018年3月	财金〔2018〕23号	国有金融企业向参与地方建设的国有企业（含地方政府融资平台公司）或PPP项目提供融资，应按照“穿透原则”加强资本金审查……若发现存在以“名股实债”、股东借款、借贷资金等债务性资金和以公益性资产、储备土地等方式违规出资或出资不实的问题，国有金融企业不得向其提供融资
2019年1月	自然资办发[2019]3号	不得将土地储备机构名下的土地直接划转给政府平台公司、国有企业或其他企事业单位。

## 二、城投平台定义与定位：与地方财政

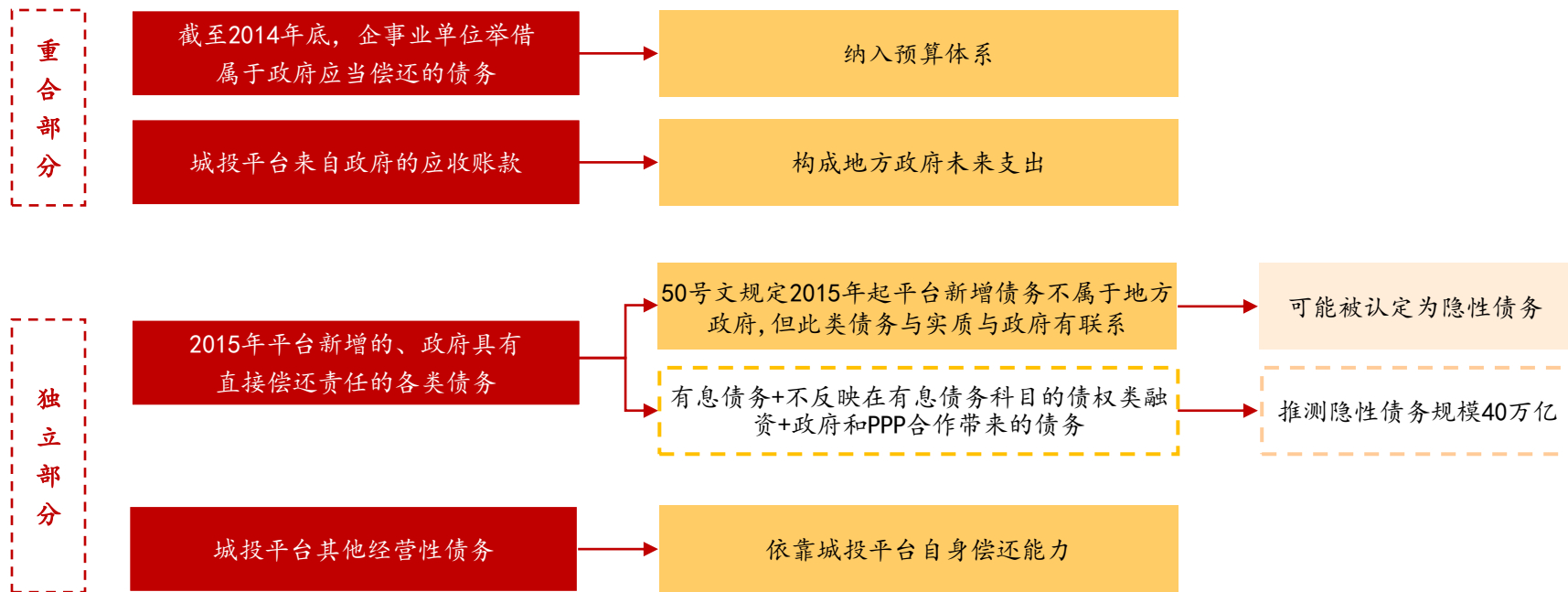
从负债端来看，城投平台债务与地方政府债务存在一定的重叠和独立

### 重合部分：

- ❑ 2014年，财政部组织对地方政府进行摸底排查，将城投平台部分债务认定为政府一、二、三类债务，并将一类债务纳入预算体系进行置换，至2018年债务置换已基本完成。
- ❑ 城投平台完成投融资建设之后，财政往往无法及时支付足额资金，导致政府及其下属单位对城投平台存在较大规模的应付款，实际也构成了地方财政的支出义务。

### 独立部分：

- ❑ 50号文规定2015年起平台新增债务不属于地方政府债务。但这部分资金主要用于地方公益性项目投资建设，很可能被认定为地方政府隐性债务。
- ❑ 隐性债务规模可能大于发债城投有息债务规模，如湖南衡阳市2018年预算执行报告中指出2018年底全市政府债务516.62亿元，隐性债务1275.98亿元。推测全国各地方政府隐性债务规模超40万亿元。





### 三、城投监管演进、转型趋势

#### 城投震荡调整阶段（2017年至今）：政策基调持续偏紧，边际有所放松

□ 2017年至2018年上半年，城投经历了严调控，监管政策显著收紧。

#### 2017-2018年上半年城投平台主要监管政策

时间	部门	政策名称	要点
2017年5月	财政部	财预〔2017〕50号	<b>组织地方政府及其部门融资担保行为摸底排查</b> ，改正不规范的融资担保行为，于2017年7月31日前清理整改到位。规范融资平台公司融资行为管理， <b>推动融资平台公司转型</b> 。指出局部风险不容忽视，促进城投公司的市场化转型，并强化了追责机制的可行性跨部门联合监管，追究各环节参与方责任。
2017年5月	财政部	财预〔2017〕87号	规范政府购买服务管理，严格按照规定范围实施政府购买服务，严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目。严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。要坚持先有预算、后购买服务的基本原则，所需资金应当在既有年度预算中统筹考虑。此前地方政府大量采用政府购买服务代替BT模式，进行基础设施建设和工程代建。 <b>87号文切断了政府购买服务这一违法违规融资方式，进一步削弱融资平台和政府之间的联系。</b>
2017年6月	财政部	财预〔2017〕89号	健全规范的地方政府举债融资机制，完善地方政府专项债券管理，加快按照地方政府性基金收入项目分类发行专项债券步伐，发挥政府规范举债促进经济社会发展的积极作用。 <b>促进地方政府专项债券发行提速，用合法合规的专项债券来替代城投债，满足地方政府的资金需求。</b>
2017年7月	全国金融工作会议	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。严厉表态对地方政府违规举债终身追责。继2014年43号文对违法违规举债建立核问责机制、2017年50号文建立跨部门监管、问责机制之后，将问责力度大幅提高。
2017年8月	发改委	发改办财金〔2017〕1358号	积极防范企业债券领域地方政府债务风险，做好存量企业债券涉及的地方政府债务风险的排查化解；在企业债券申报中严格防范地方政府债务风险，实现发债企业与政府信用严格隔离。加强事中事后监管，防范企业债券违约风险。强调企业债发行过程中的政企隔离，实质 <b>增加了融资平台新申报发行企业债的难度。</b>
2018年2月	发改委	发改办财金〔2018〕194号文	<b>要求政企隔离。</b> 严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；严禁申报企业、信用评级机构将企业信用与地方政府信用挂钩；企业申报债券时应主动公开声明不承担政府融资职能，发行本期债券不涉及新增地方政府债务；企业应依托自身信用制定本息偿付计划和落实偿债保障措施，确保债券本息按期兑付。从人员、资产融资职能等方面，进一步切割融资平台与政府的关联。 <b>市场化转型不到位的城投平台企业债发行申报将更为困难，存续债券可能存在再融资风险。</b>
2018年3月	财政部	财金〔2018〕23号	<b>规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为。</b> 要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务，以及参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。要求政策性、开发性金融机构和政府性融资担保机构按照市场化方式运作。对于违法违规提供融资的，下调金融企业绩效评价等级。



### 三、城投监管演进、转型趋势

#### 城投震荡调整阶段（2017年至今）：政策基调持续偏紧，边际有所放松

□ 2018年下半年以来，城投监管政策呈现边际宽松趋势。在经济下行、中美贸易争端的背景下，稳经济成为主旋律，且在2017年以来的城投政策紧缩期中，部分城投平台融资压力已经非常大，持续有城投平台非标逾期新闻出现。2018年下半年起，一系列旨在刺激基建、保障合理融资需求的政策方案出台。但监管政策绝非全面放松，政策基调仍然为严格监管，严控隐性债务增量。

#### 2018年下半年至今城投平台主要监管政策

时间	部门	政策全称	要点
2018年7月	国务院	国常会	督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。同时也强调防范地方政府债务风险。
2018年8月	中央办公厅 国务院办公厅	《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27号）、《中共中央办公厅 国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》（中办发〔2018〕46号）	文件未公开披露，根据各地市学习文件的相关新闻，主要内容为积极推动防范化解政府性债务风险工作，大力推进政府性债务管理改革，守住不发生区域性系统性金融风险底线，处理好稳增长、促改革与防风险的关系，摸清底数、压实责任、分类施策，坚决把防范化解重大风险攻坚战打好打赢。
2018年8月	银保监会	《中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》（银保监办发〔2018〕76号）	在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、运作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。保险资金要发挥长期投资优势，通过债权、股权、股债结合、基金等多种形式，积极服务国家重大战略重点工程和重要项目。积极配合地方政府对在建基础设施项目的建设情况和融资需求进行调查分析，按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。
2018年10月	国务院办公厅	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	主要要求保障在建项目和补短板重大项目，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常资金需求。政策口径一定程度上有所宽松，并提出规范有序推进政府和社会资本合作项目，一定程度上有利于融资平台打开融资渠道。最后，仍然强调防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。
2019年5月	国务院	《政府投资条例(国令第712号)》	首次从法律上明确了政府投资的边界范围，理清政府和社会的分工，政府投资以非经营性项目为主。经营性项目和准经营性项目，有一定收益的，鼓励社会资本投资。提高政府投资的效率和科学化水平，通过编制年度投资计划，防止形象工程；坚持概算控制，建立投资约束、问责机制。在立法层面，通过负面清单的方式制止违规融资，如施工单位垫资承包、BT项目等。条例对政府投资规模总量构成了比较大的制约，政府投资的定位不再是经济托底，而是优化供给侧结构，聚焦补短板、调弱项、惠民生。
2019年6月	中央办公厅 国务院办公厅	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，创设“专项债+市场化融资”模式，明确隐性债务免责情形等。
2019年6月	国务院办公厅	《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函〔2019〕40号）	强调防范化解存量隐性债务到期风险，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量；规范了隐性债务化解方案，为隐性债务市场化化解创造了条件。

### 三、城投监管演进、转型趋势

#### 城投转型模式分析

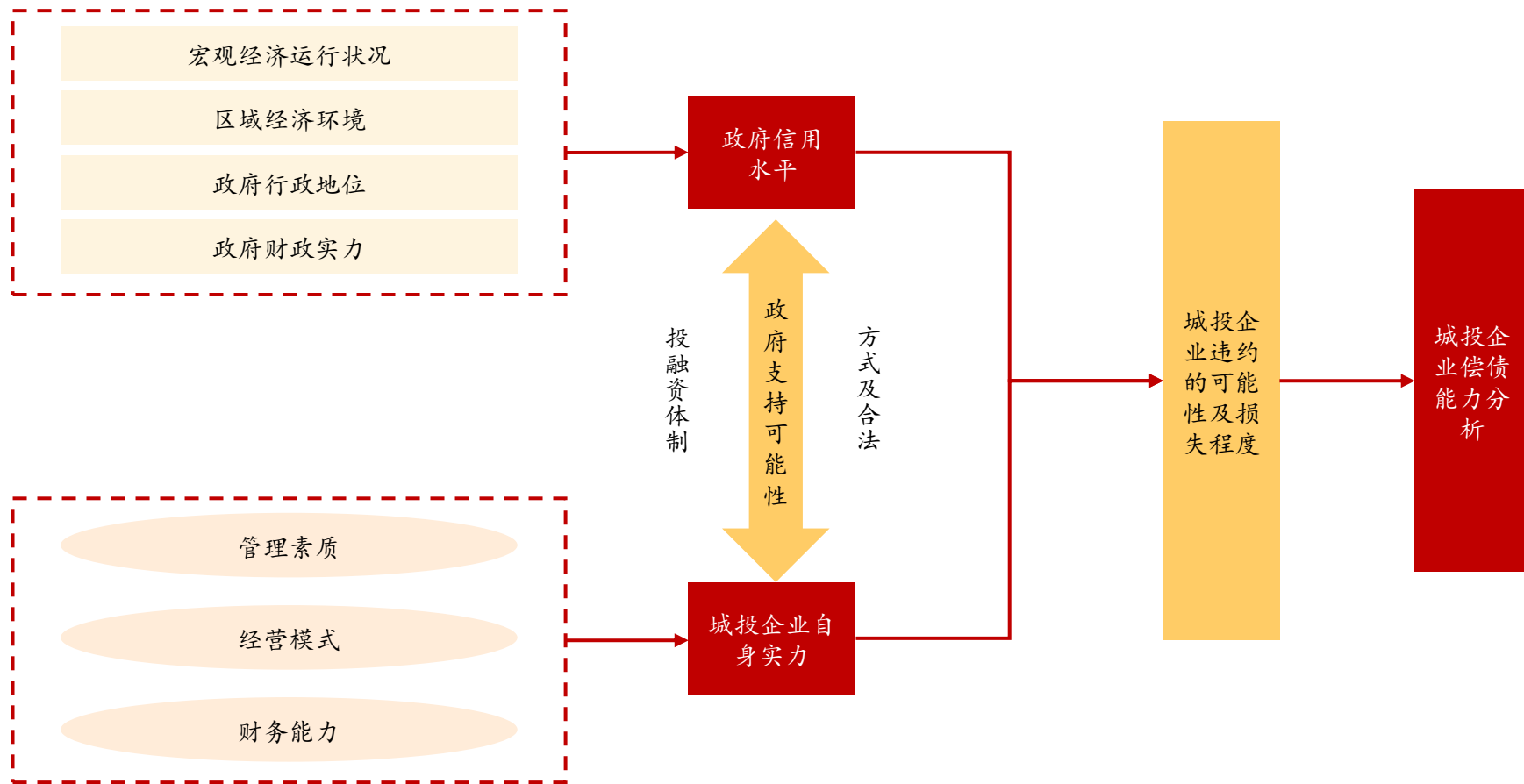
- ❑ 城投平台转型的大方向是剥离政府性融资职能，转型为公益型国企或商业类国企，通过自身经营能力化解债务。公益类国企定位于提供公共产品服务，实现社会效益的最大化，一定程度上需要依赖政府支持才能完成收入支出平衡；商业类国企主要考虑经营业绩，主要依靠自身的经营完成收入支出平衡。城投类似特殊的公益类国企，由于过往业务以非经营性业务为主，只能靠政府回购、补贴等方式来完成收支平衡。
- ❑ 转型难点在于如何引入有收益的资产和经营性业务，来平衡政府性投融资基建业务造成的巨大支出压力和偿债压力。受到多轮严监管政策的压力以及违规举债终身问责的威慑，城投开展增量非经营业务的动力已经较小了。但城投已完成了大量的土地开发、基建等公益性、准经营性业务，形成了巨额的存量债务，部分在建项目还有持续支出压力。由于地方政府财力的匮乏，无力在短时间内填补平台债务和支出缺口。
- ❑ 城投平台转型存在显著马太效应。经济越发达，所属地方政府的层级越高，转型方式越多，转型成功可能性越大。低等级贫困地区巧妇难为无米之炊，往往转无可转。

#### 城投平台转型模式

转型方式	转型路径	转型核心要素	转型案例
传统模式	以财政补助、贴息等方式平衡城投公司盈收	-	多数城投
商业地产开发型企业	原本从事土地开发、园区建设、保障房建设等，往商业地产开发企业转型；轨道交通类城投通过获取轨道交通附近土地资源，来增大资产规模，增加收益	强一线城市可利用区位优势禀赋，在地价房价持续上涨的周期中获取收入；各平台可通过土地出让来平衡或部分平衡公益性项目的投资支出、与房地产开发商合作进行土地二级开发	陆家嘴、上海金桥
商业、产业类企业	由城投转型为国企	需要区域内拥有优质强势国企	合肥建投
公用事业企业	从事供水、供气、供汽、供暖、公交等有一定收益和现金流的公用事业	公用事业具有显著的规模经济特征，往往只有大型、特大型城市的公用事业能够获取可观的盈利	武汉城投、上海城投
“打造”经营性资产	将资产出租给政府或其下属单位。如以租金的方式获取来自政府的收入，如管廊租赁等；或者政府为城投平台所有的管廊等资产支付资产管理费等形式	收入名义上是经营性收入，实际上仍然直接来自政府，与地方政府财力密切相关，常常存在拖欠租金，形成应收款项的现象。市场化程度较低，可以认为是变相的财政补贴。	部分城投

## 五、城投企业偿债能力分析框架

- 与市场化运作、利润最大化为目标的一般工商企业相比，具备公益属性的城投企业自身的造血能力相对不足，其信用保障更多来自背后地方政府的隐性支持，因此对地方政府信用资质的分析至关重要。
- “政府信用水平—城投企业自身实力—政府支持可能性”自上而下，多维度进行偿债能力分析。



# 五、城投企业偿债能力分析框架

## 政府支持能力与支持意愿支撑城投“信仰”：政府支持的能力

- 宏观经济运行状况：直接决定城投企业的外部运营环境，影响其存量债务偿付、融资渠道拓展以及经营发展的可持续性。
- 区域经济环境：落脚经济发展水平与增长潜力评估。
- 地方财政实力：是综合判断地方政府信用水平和偿债能力的基础与依据，决定城投企业投资收益及资金回收的关键因素。



□ 财政预算，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算，称之为财政四本账

➢ 一般公共预算是对以税收为主体的财政收入，安排用于保障和改善民生、推动经济社会发展、维护国家安全、维持国家机构正常运转等方面的收支预算。

□ 一般公共预算收入详解：

➢ 以湖南省湘潭市2018年一般预算执行情况为例：

一般公共预算总收入=一般公共预算收入+上级补助收入+债务转贷收入/债务收入+上年结余+调入资金+调入预算稳定调节基金

一般公共预算收入=税收收入+非税收入；

上级补助收入=返还性收入+一般性转移支付+专项转移支付；

调入资金=从政府性基金预算调入+从国有资本经营预算调入+从其他资金调入

➢ 具体到细项：

税收收入包括消费税、增值税等，非税收入包括行政事业收费收入、罚没收入等；

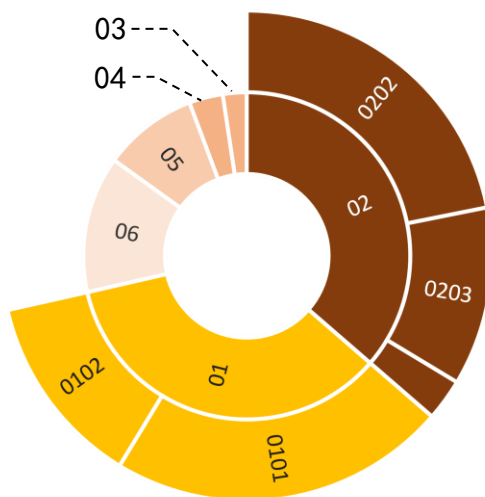
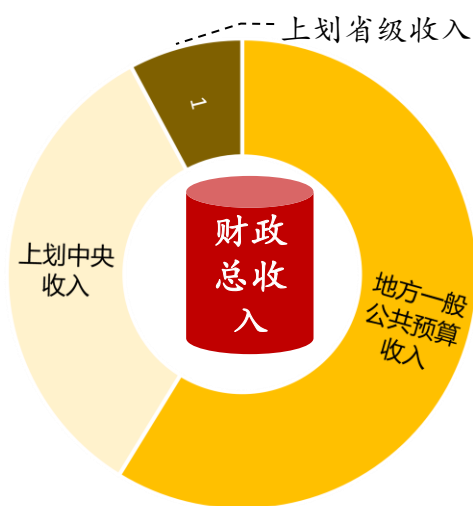
返还性收入主要为税收返还，是分税制改革使原属于地方的收入划为中央固定收入或共享收入后对地方的补偿；

一般性转移支付是上级政府对有财力缺口的下级政府给予补助，由下级政府根据本地区情况统筹安排使用；专项转移支付是上级政府为了实现特定的经济和社会发展目标给予的补助，需按规定用途安排使用；

债务收入主要是指政府一般债券带来的收入；

预算稳定调节基金是一般公共预算按相关规定通过超收收入和支出预算结余安排的具有储备性质的基金

一般公共预算总收入（以湘潭市2018年数据为例）



1	一般公共预算收入	1262598
101	税收收入	802729
102	非税收入	459869
2	上级补助收入	1308901
201	返还型收入	99423
202	一般性转移支付收入	785598
203	专项转移支付收入	423880
3	调入预算稳定调节基金	85253
4	上年结余	120414
5	债券转贷收入	335811
6	调入资金	486170
	一般公共预算总收入	3599147

资料来源：湘潭市2018年决算报告、华泰证券研究所

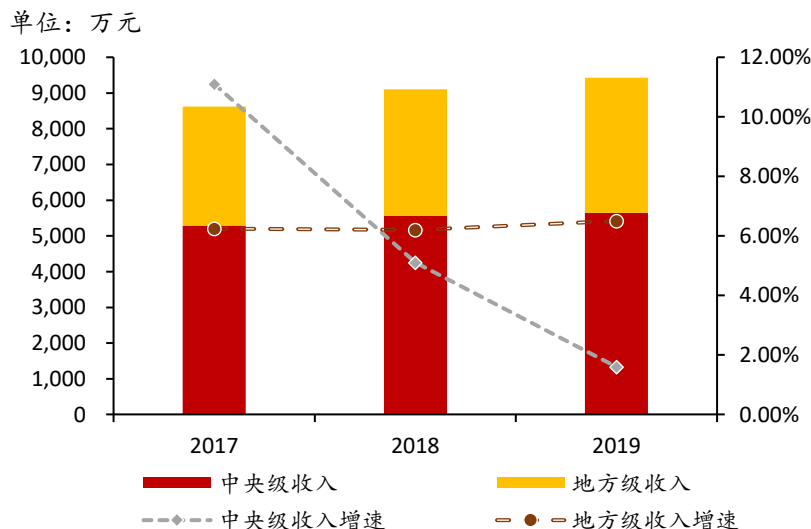
单位：万元



# 以一般预算收入为例，明确概念、厘清口径

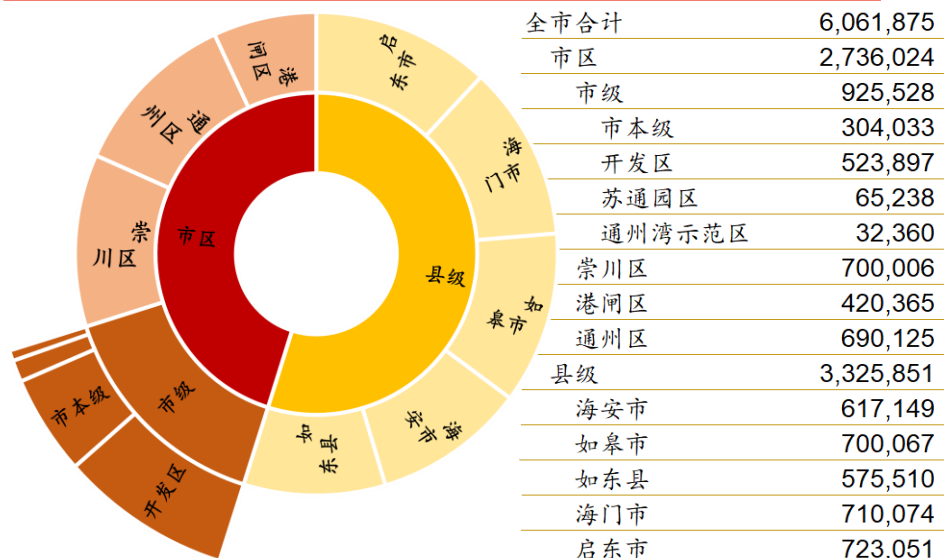
- 区分中央级和地方级收入，我们所关注的一般预算收入实际是一般预算地方级收入，地方级收入才属于地方可控财力。地方辖区产生的财政收入需要进行中央、地方分成，绝大部分地区只披露一般预算地方级收入，简称为一般预算收入。部分地区预算执行报告中会将中央、地方收入之和表述为一般预算收入，可能造成误解。
- 全市、市级、市本级（市直），行政区划如何选择？建议选择全市，体现辖区全范围内财力。根据现行预算管理体系，地方各级总预算由本级预算和汇总的下一级总预算组成，我们关注是辖区内总预算，一般表述为全市（省），表明整个行政区范围内全部财力。
- 一般公共预算收入和一般公共预算总收入，一般公共预算收入更稳定，更值得关注。此前介绍了一般公共预算总收入的组成部分，我们关注的一般预算收入包括税收和非税收入，收入规模相对稳定可靠；一般公共预算总收入则是包括上级补助、调入资金、债务收入等的总计，除上级补助较为稳定外，其他收入往往规模较小或不确定性较高。
- 明确了以上三个概念，可以极大减少比较口径不同造成的误区，在同口径可比的情况下才能得到可靠的区域数据帮助分析。

## 分级次的一般公共预算收入计算（深圳市为例）



资料来源：财政部，华泰证券研究所

## 分地区的一般公共预算收入计算（南通市为例）



资料来源：财政部，华泰证券研究所

单位：万元



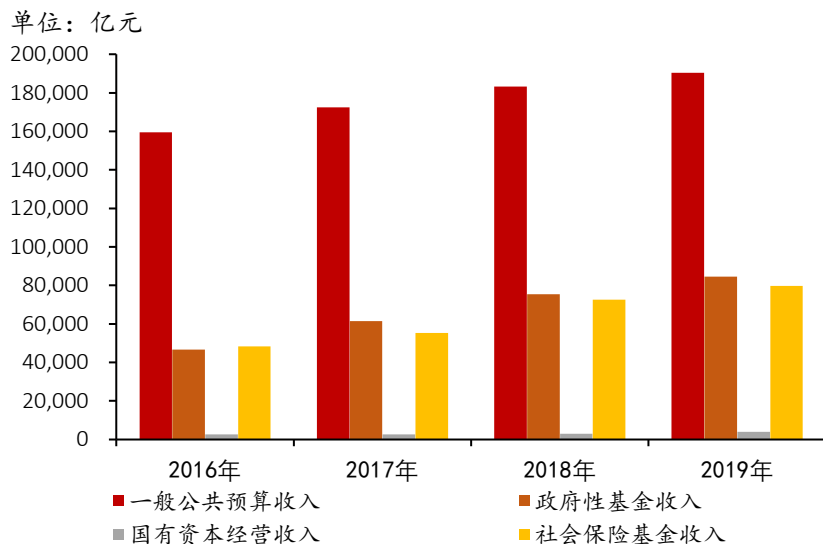
# 四本账中，一般预算和政府性基金是关注重点

## □ 一般预算收入、政府性基金收入为何相对重要？

- 从性质上看，一般预算收入反映地方税收和非税收入，是区域内经济活动产生的主要财政收入；政府性基金收入主体是土地出让收入，也与经济活力、发展潜力关系密切。
- 从规模上看，一般预算收入、政府性基金收入规模较大，国有资本预算收入规模较小，影响有限；2018年全国国有资本预算收入仅3,960亿元，规模仅为一般预算收入的1/5，尽管可调入一般预算，但帮助有限。
- 从用途上看，社会保险基金收入尽管规模较大，但不能用于平衡一般预算，反过来一般预算、国有资本预算可用于补助社会保险基金预算。
- 因此，一般预算、政府性基金反映了地方政府相对全面、可控、稳定的财政收入，下文中财政部官方口径的地区财力也通过一般预算、政府性基金相关科目进行计算。

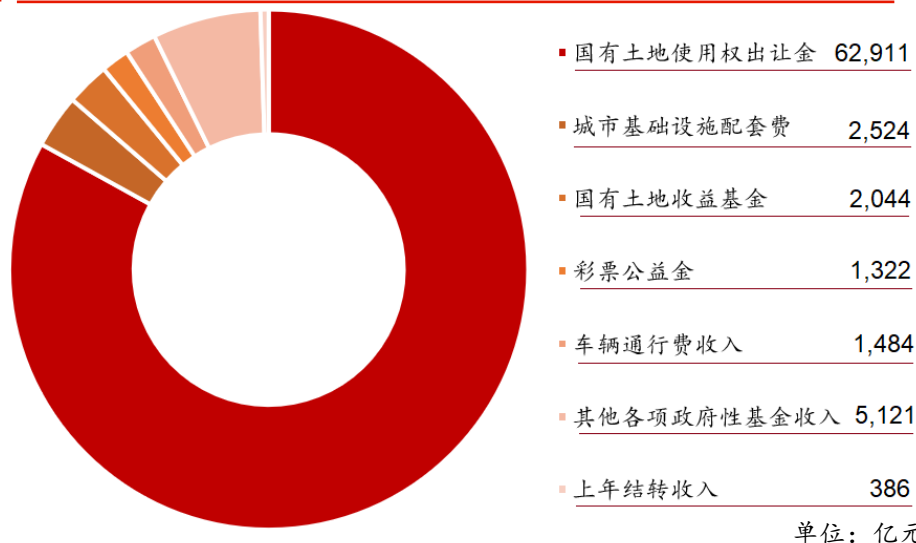
## □ 政府性基金收入主要受土地出让影响，政府性基金总收入中还包括专项债收入。

近四年全国财政“四本账”的收入规模



注：2019年社会保险基金收入收支情况尚未公布，此处以预算数代替  
资料来源：财政部，华泰证券研究所

2018年政府性基金收入分项



资料来源：财政部，华泰证券研究所

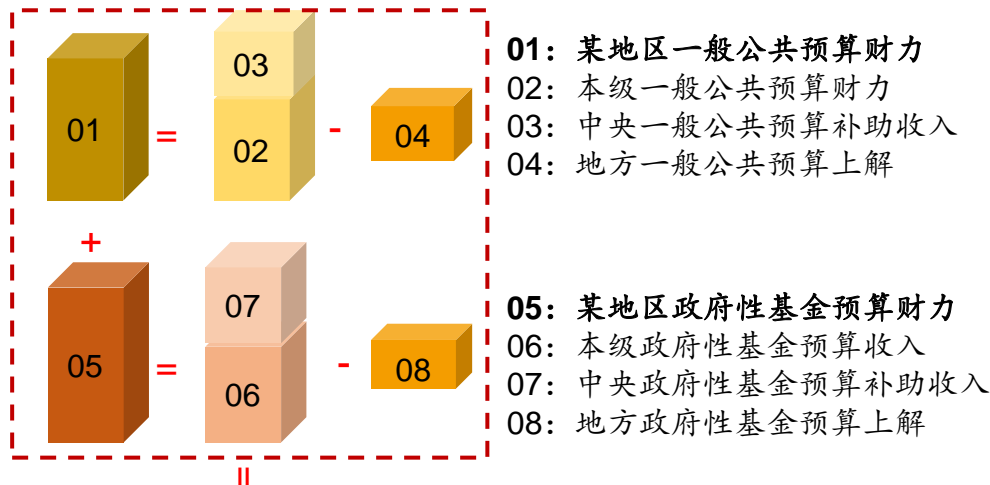
## □ 地方政府财力有多种计算方法

- 全省、市财政总收入=地方政府一般公共预算收入+政府性基金收入+上划中央的税收收入  
——上划中央收入不反映地方实际可控财力
- 地方财政收入=地方政府一般公共预算收入+政府性基金预算收入  
——没有考虑上级补助收入和上解上级支出，部分地区上级补助收入规模很大

## □ 我们采用的财力口径：财政部官方计算方法，是地方财政收入的主要组成和稳定可控部分。

- 从数值大小来看，一般预算收入、中央补助（上级补助）、政府性基金收入是综合财力的主要组成部分，一般公共预算上解、政府性基金补助、政府性基金上解规模都较小。
- 分区域看，经济较发达的浙江、江苏、山东等地，政府性基金收入对综合财力的贡献较大；欠发达的西藏、黑龙江、宁夏等边远地区，中央补助对综合财力的贡献较大。

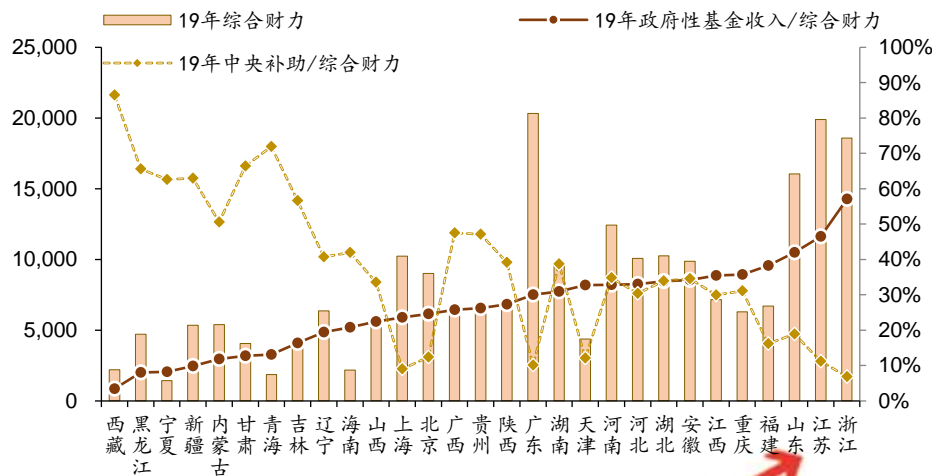
## 财政部地区政府财力计算方法



## 地区政府财力

资料来源：华泰证券研究所

## 2019年各省综合财力中，政府性基金、中央补助、一般预算收入占比较大



资料来源：华泰证券研究所

# 从省级综合财力、债务率看区域风险

□ 在财政部地区政府财力定义的基础上，我们计算了各省综合财力。用各省政府债务/综合财力、（政府债务+城投带息债务）/综合财力，分别得到债务率和调整后债务率。2019年调整后债务率前五的省份与2018年一致，分别为津、苏、渝、贵、桂。

2019年省级调整后债务率格局变化较小，综合财力下行导致重庆调整后债务率排序上升到第二位

单位： 亿元	全省一般 公共预算 收入	中央预算 补助收入	一般公共预算 支出	政府性基 金收入	中央政府 性基金预 算补助收 入	地方政府 性基金预 算上解支 出	综合财力  ①+②-③+④ +⑤-⑥	政府性债 务余额	城投债有 息负债	债务率	调整后债 务率	18-综合 财力	18-政府 性债务余 额	18-城投 债有息负 债	18-债务 率	18-调整 后债务率
	①	②	③	④	⑤	⑥										
天津	2,410	524		1,431	4		4,370	4,959	12,201	113%	393%	3,765	4,079	12,536	108%	441%
江苏	8,802	2,197	394	9,250	37		19,893	14,878	46,262	75%	307%	18,472	13,286	43,174	72%	306%
重庆	2,135	1,883	49	2,248	73		6,290	5,604	11,434	89%	271%	6,429	4,691	10,859	73%	242%
贵州	1,767	3,037	33	1,711	34		6,515	9,673	7,760	148%	268%	5,979	8,850	7,450	148%	273%
广西	1,812	3,092	46	1,699	44		6,601	6,355	8,639	96%	227%	6,011	5,489	8,207	91%	228%
湖南	3,007	3,691	68	2,994	53		9,677	10,175	11,117	105%	220%	8,585	8,708	10,347	101%	222%
湖北	3,388	3,420	79	3,475	64		10,267	8,040	12,991	78%	205%	9,987	6,677	11,764	67%	185%
浙江	7,048	1,232	350	10,608	42		18,579	12,310	24,336	66%	197%	16,320	10,794	22,630	66%	205%
江西	2,487	2,119	11	2,537	26		7,159	5,351	8,547	75%	194%	7,076	4,779	7,726	68%	177%
陕西	2,288	2,640		1,860	29		6,817	6,533	6,374	96%	189%	6,209	5,887	5,876	95%	189%
新疆	1,577	3,322	124	528	52		5,355	4,628	5,179	86%	183%	5,083	4,339	5,057	85%	185%
福建	3,053	1,073		2,570	16		6,711	7,032	4,935	105%	178%	6,868	6,057	4,659	88%	156%
吉林	1,117	2,293	20	665	13		4,067	4,345	2,559	107%	170%	3,933	3,709	2,403	94%	155%
安徽	3,183	3,374	99	3,374	34		9,866	7,936	8,579	80%	167%	9,171	6,705	8,141	73%	162%
青海	282	1,333	3	245	13		1,870	2,102	997	112%	166%	1,652	1,763	1,020	107%	168%
辽宁	2,652	2,580	116	1,242	18		6,376	8,884	1,594	139%	164%	5,946	8,593	1,662	145%	172%
宁夏	424	890	5	118	8		1,435	1,655	637	115%	160%	1,414	1,388	616	98%	142%
内蒙古	2,060	2,642	30	637	88		5,398	7,307	895	135%	152%	5,097	6,535	952	128%	147%
山东	6,527	2,967	243	6,743	60		16,053	13,128	9,243	82%	139%	15,333	11,436	8,094	75%	127%
黑龙江	1,263	3,074	22	378	17		4,708	4,749	1,792	101%	139%	4,708	4,117	1,722	87%	124%
北京	5,817	1,111	138	2,216	6	6	9,007	4,964	6,380	55%	126%	8,689	4,249	6,123	49%	119%
甘肃	850	2,681	5	519	17		4,062	3,110	1,984	77%	125%	3,783	2,499	1,821	66%	114%
河北	3,743	3,043	63	3,329	23		10,075	8,754	2,695	87%	114%	9,581	7,278	2,455	76%	102%
山西	2,348	1,759	23	1,186	15		5,285	3,550	2,442	67%	113%	4,764	2,964	2,314	62%	111%
河南	4,042	4,299	27	4,080	31		12,424	7,909	5,258	64%	106%	11,895	6,541	4,870	55%	96%
海南	814	905		456	12		2,188	2,231	65	102%	105%	1,978	1,942	77	98%	102%
上海	7,165	900	277	2,418	22		10,228	5,722	3,729	56%	92%	9,816	5,035	3,471	51%	87%
广东	12,651	1,993	483	6,112	61		20,335	11,957	6,242	59%	89%	19,562	9,958	6,142	51%	82%
西藏	222	1,901	0	75	11		2,209	251	277	11%	24%	2,061	135	229	7%	18%

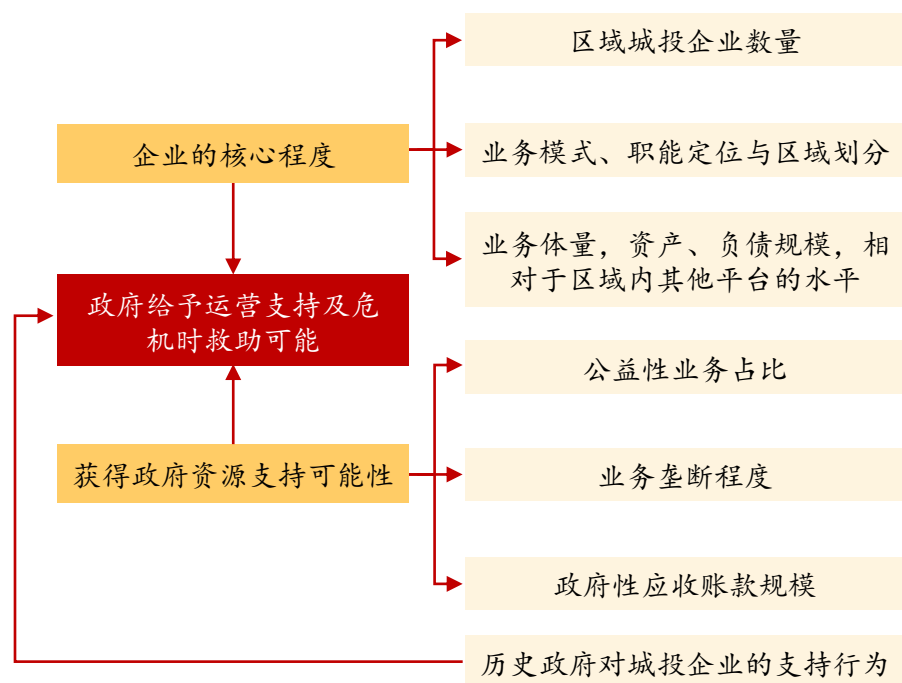
注：四川、云南2019年上级补助等数据暂未披露，暂时有29个可比省份

资料来源：各省市2019年预算执行报告，2018年决算报告，Wind，华泰证券研究所

# 五、城投企业偿债能力分析框架

## 政府支持能力与支持意愿支撑城投“信仰”：政府支持可能性分析

- ❑ 城投企业的地位及重要性，决定政府对其运营支持力度和危机时救助的可能性。关注区域城投企业数量等判断城投企业的核心程度。一般来说，城投企业业务规模与资产规模越大、公益性业务占比越高、业务垄断程度越强的城投企业获得政府资源支持的可能性更大。同时，可关注历史政府对城投企业的支持行为，判断城投企业对城市的重要性。
- ❑ 政府合法、持续、有效的支持是城投企业稳定可持续发展的根本保障。2014年的43号文件明确指出剥离城投企业政府融资功能，切断政府与企业之间信用输送通道，随后政府又连续出台多个规范地方政府融资与城投企业融资的监管文件，加大“堵偏门”力度，其中财政部50号文件规范地方政府融资和城投企业融资，明确指出地方政府不得将公益性资产、储备土地注入城投企业，87号文件进一步禁止地方政府通过购买服务方式名义违法违规融资。严监管政策下，地方政府和城投企业之间违规融资成本不断升高，地方政府对城投企业的支持方式也将随着城投企业的转型发生改变。



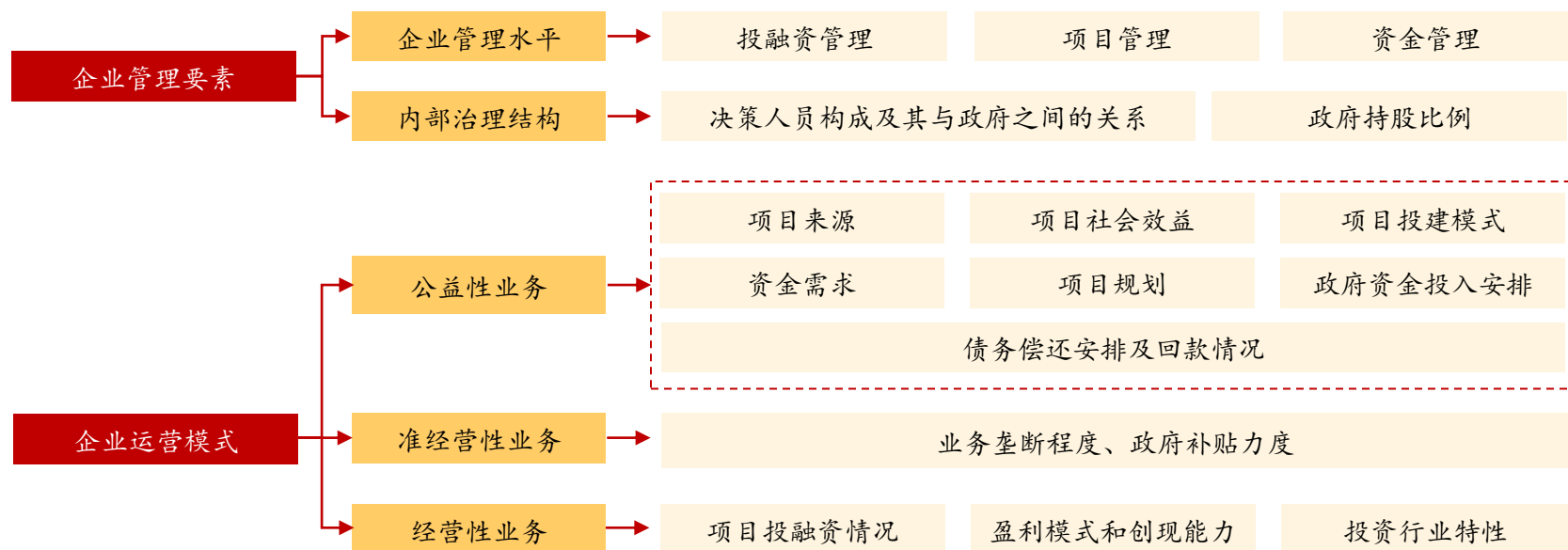
## 政府下阶段和未来可合规支持城投企业的方式

支持方式	具体操作
政府付费、财政补贴	财金〔2018〕23号文件肯定财政补贴、政府付费等方式支持城投企业，但应严格核实地方政府履行相关程序的合规性和安备性
注入资本金，市场化债转股运作	政府、社会资本共同设立私募股权投资基金，以股债结合、收债转股等方式置换城投企业债权
PPP模式承接政府项目	2017年2月《四川省人民政府关于进一步加强政府债务和融资管理的通知》指出转型后的平台公司可作为PPP项目社会资本和购买服务的实施主体 2017年6月《重庆市人民政府办公厅关于加强融资平台公司管理有关工作通知》指出平台转型为公益类国有单位，承接政府委托实施的基础设施、公用事业、土地开发等公益性项目建设

# 五、城投企业偿债能力分析框架

## 城投企业自身实力分析：经营能力分析

- ❑ 城投企业自身实力的分析除关注城投企业自身的造血能力外，更要分析与政府之间的关系与资金往来。经营能力部分重点进行管理素质和经营模式或业务类型的分析。
- ❑ 管理素质分析：企业经营管理决定企业的未来，企业经营管理水平越高，投融资的效率也越高，资金回收的速度也会越快；城投企业的内部治理结构着重于分析企业主要决策人员构成及其与相关政府部门之间的关系，进而判断对企业经营业务带来的实质性影响。
- ❑ 经营模式或业务类型分析：城投企业业务类型及经营状况，是影响政府支持可能性的重要因素。

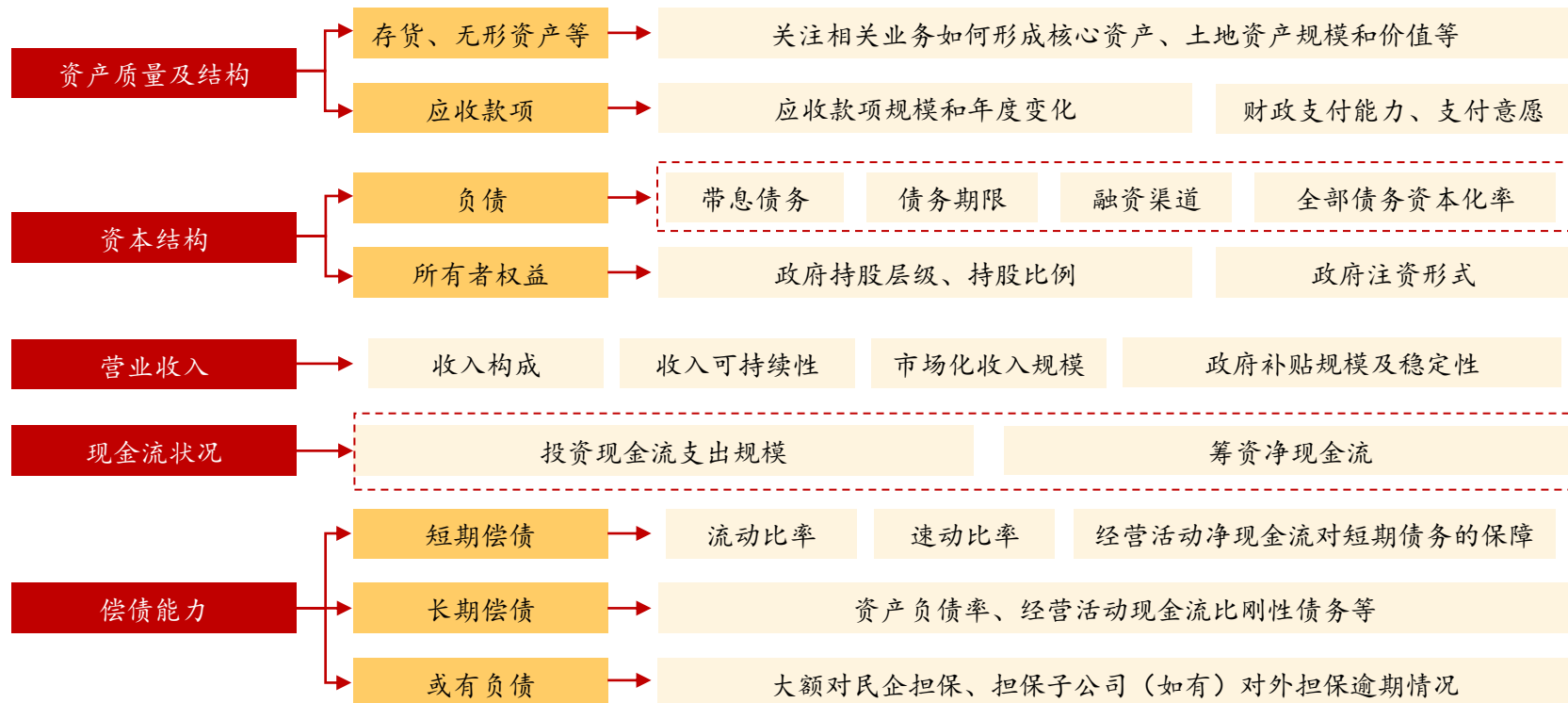




# 五、城投企业偿债能力分析框架

## 城投企业自身实力分析：财务分析框架

- ❑ 与一般工商企业财务分析“现金流创造价值”的主线不同，对城投企业的财务分析关注政府往来密切度、净筹资能力。
- ❑ 资产端看承担业务职能，分析业务如何形成土地、基建项目、应收款项等核心资产，以及财政对应收款项的偿付计划，判断政府支付能力和意愿；负债端关注债务期限结构、刚性负债规模，分解融资渠道；权益端分析政府持股层级、比例等。
- ❑ 盈利表关注城投企业的收入构成，观察城投企业公益性强弱和市场化转型情况，并分析土地出让及基建收入的可持续性。此外关注政府补贴情况，结合相关政府支持文件，判断政府补贴的稳定性与持续性。
- ❑ 现金流重点关注投融资情况，研究在建、拟建项目投资现金流支出是否造成压力，筹资性净现金流反映的筹资能力等。





- 本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
- 本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
- 全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
- ©版权所有2018年华泰证券股份有限公司