

债券研究报告/固定收益专题研究报告

城镇化支撑城投债发展，城投债配置价值可期，但个券风险不容忽视——城投债专题研究

1、城投债是中国债券市场一个独特的现象，其并不是一种债券，而是一个模糊的概念，与国外的市政债很接近，可称之为准市政债，即以地方基础设施建设或公益性项目筹资而公开发行的企业债、短期融资券和中期票据等。可以说城投债作为一种兼有地方债和公司债属性的债务工具，其风险相对比较高。按照 WIND 统计口径，在 2012 年 1 月 4 日至 2013 年 2 月 8 日，城投债发行额为 9900 亿，发债数 843 个，其中江苏以 1628.1 亿、发债 150 个位居各省区首位，浙江位居第二，发行 652.7 亿元，从存量城投债余额来看，江苏、北京、浙江、上海位居前 4 甲，前四位集中度为 36.41%，可见，城投债发行是与地区经济发展正相关。

2、城投债相对于一般产业债而言，由于其担保方式主要是财政隐性担保，其风险相对比较小。目前城投债的系统性风险出现的可能性不大，原因在于我国经济的持续发展和地方政府财政实力的增强。但由于区域经济发展的差距和各地财政实力的差异，不排除个券在偿债过程中遇到暂时性的流动性困难，这种风险可能短期对城投债压力比较大。城投债交易活跃，受到投资者青睐，从 2013 年年初到 2 月 7 日，交易所城投债平均上涨超过 1.14%。但隐含的风险是，城投债发债主体盈利能力下滑不容忽视，特别是部分发债主体的经营性现金流入不敷出。根据不完全统计，城投债的发行主体 2012 年 3 季度 ROE 平均为 2.45%，相对较低。而财政补贴的逐步降低，凸显了城投债的风险，整体而言，城投债系统性风险比较小，但个券流动性风险不容忽视，值得关注。

3、城投债投资价值仍在，但收益率有所降低。根据统计，交易所成交活跃的前 50 个城投债平均日成交额为 1283 万元，流动性尚可。城投债发行利率呈下降趋势，2012 年 1 季度发行利率为 7.24%，而 2013 年年初，城投债发行利率在 7.12%，到 1 月 16 日为 6.7%，到 2 月 8 日为 6.1%。目前城投债估值总体中性偏高，绝对收益水平在历史均值偏低的附近，收益率相对吸引力下降，但其配置价值仍有，对稳健性投资者来说，城投债收益率仍有一定吸引力。

4、城镇化支撑城投债的发展，城镇化是中国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，地方政府借助于地方投融资平台弥补资金缺口，城投债就是一个选择，估计 2013 年城投债净发行规模可能在 8000 亿以上。对于不同风险偏好投资者，根据其收益和风险的匹配，选择适合自身的城投债投资策略。我们优化选择了 10 太仓港、12 辽城经、09 黄城投等供风险偏好投资者参考，该组合平均到期收益率为 6.65%，票面利率平均为 7.40%。对于稳健型投资者，选择了 09 武进债、10 鞍城投、08 渝交通等 20 个城投债作为稳健性投资组合，该组合到期收益率为 5.82%，平均票面利率为 6.31%。当然，投资者也可挖掘含权可回售城投债的投资机会，如 09 渝隆债、09 隧道债，回避一些经济不发达地区的城投债，防止流动性风险事件的冲击。

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

目 录

1. 城投债是中国债券市场一个独特的现象	3
2. 城投债系统性风险不大，但个券风险不容忽视	4
3. 城投债投资价值仍在，但收益率有所降低	5
4. 城镇化利好城投债，配置价值是其主要的投资策略选择	8

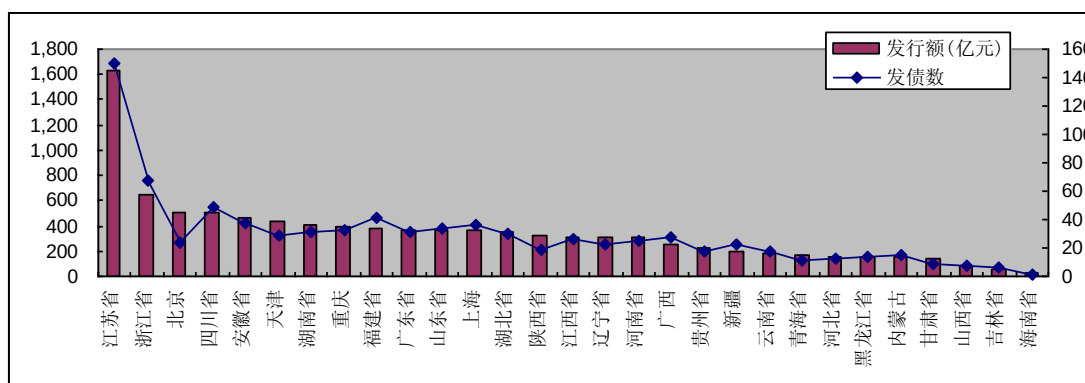
1. 城投债是中国债券市场一个独特的现象

城投债是一种特殊的企业债券，其实是一个模糊的概念，并不是确切的一种债券，也没有的明确定义，缺乏权威和标准统计口径。一般而言，城投债是根据发债用途不同来界定的，是相对于产业债来说的，主要是用于城市基础设施等的投资目的发行的。从广义的视野看，城投债指的是地方政府投融资平台（一般是隶属于地方政府的城市建设投资公司）发行的债券，包括宽口径的高速公路、地铁、水务、燃气等；而狭义的城投债主要强调的是城市基础设施建设主体，如基础设施、综合园区等发行的债券。可见，城投债（又称准市政债），是以地方投融资平台作为发行主体，其主业为地方基础设施建设或公益性项目，而筹资公开发行的企业债、短期融资券和中期票据。换句话讲，“城投公司”即由地方政府设立的投融资平台的主要职能为运用财政资金或在政府支持下采取市场化方式筹建资金而从事公益性项目建设。

值得注意的是，城投债发行有比较严格的条件，其债募集资金应符合国家产业政策并经过合规审查的政府投资项目。从已发行的城投债用途看，主要是用于城市给排水管网设施、道路、桥梁、燃气、热力、垃圾和污水处理等市政基础设施，江河湖泊治理、保障房建设和棚户区改造、产业园区基础设施、城市轨道交通、城市文化和体育设施、地震灾后等重建等领域。

城投债是一种有中国特色的融资工具，可以说是西方国家的市政债和公司债券之间的一个灰色地带。更重要的是，城投债作为一种兼有国债(地方债)和公司债特点的债务工具，其风险程度比较高，自然其收益率水平也较高。而国外的市政债是指:地方政府或授权代理机构发行的、以地方政府信用为保障的有价证券，所筹集资金主要用于城市公用设施的建设。市政债券发行量最大的国家是美国，截至 2012 年 11 月末，美国市政债存量已达 37194 亿美元，占美国债券市场存量的 9.86%，高于我国城投债的占比 5.72%。中国城投债经历了三次高速发展，一是 2005 年城投债发行规模从以前的几十亿元增加至 338 亿元，二是 2009 年城投债年度发行 3400 多亿元，三是 2012 年是城投债发行的一个大年，接近 9000 亿元。大部分城投债主要通过企业债形式发行，2008 年开始有中期票据，2010 年有短期融资券。根据中央结算公司登记托管的数据，2012 年银行间债券市场发行的城投类债券累计已达 6367.9 亿元，较 2011 年增加 3805.9 亿元，同比增长 148%。按照 WIND 统计的城投债口径，现阶段单月新发城投产品的规模已经接近千亿元规模水平，截至 2 月 7 日交易所、银行间市场按 WIND 口径城投类债券余额为 2.64 万亿元，估计 2013 年城投债净发行规模可能在 8000 亿以上，甚至有可能超过 10000 亿以上。

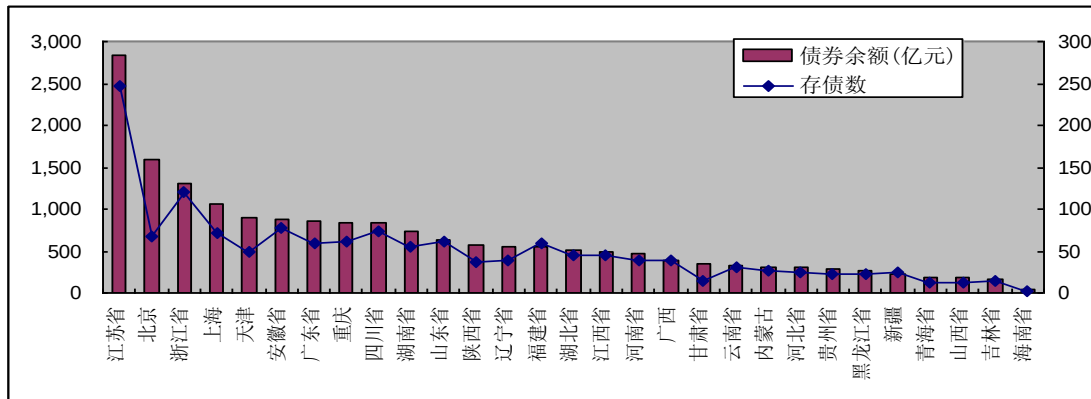
图 1 不同地区城投债发行额和发债数统计（2012.1.4-2013.2.8）



数据来源：东北证券，Wind

按照 WIND 统计口径，在 2012 年 1 月 4 日至 2013 年 2 月 8 日，城投债发行额为 9900 亿，发债数 843 个，其中江苏以 1628.1 亿、发债 150 个位居各省区首位，浙江位居第二，发行 652.7 亿元，北京、四川位居三、四位，分别为 500.5 亿、500 亿，而海南省以 25 亿发行额排在最后一位。从存量城投债余额来看，累计为 18646.58 亿，债券数 1453 个，其中江苏省、北京、浙江、上海位居前 4 甲，余额分别为 2838、1587.1、1296、1068.7 亿，前四位集中度为 36.41%，可见，城投债的发行是与地区经济发展呈正相关，经济发达地区，基础设施的建设融资需求比较多，城投债发行量愈大，因此未来城投债的发展空间很大，值得关注。

图 2 不同地区城投债余额和存量债统计



数据来源：东北证券，Wind

2. 城投债系统性风险不大，但个券风险不容忽视

城投债风险表现在发债主体盈利风险、注入资产风险、外部增信风险、信用评级风险、地方政府风险等方面，其中尤以发债主体盈利能力和地方政府担保比较突出。城投债相对于一般产业债而言，由于其担保方式主要是财政隐形担保，其风险相对比较小。可以说，城投债的风险并不在于个券，而是系统性风险，但系统性风险出现的可能性不大，原因在于我国经济的持续发展和地方政府财政实力的增强。由于政府政策的支持，特别是城镇化的发展，加之财税收入的稳步增加，有利于城投债，其违约风险降低。可以说，城投债券系统性的违约风险在目前并不存在，尽管个债的违约风险也比较低，但由于区域经济发展的差距和各地财政实力的差异，不排除个券在偿债过程中遇到暂时性的流动性困难，这种风险可能短期对城投债压力比较大，但由于政府的支持如财政补助等有望按时偿本付息。值得注意的是，2012 年全国财政收入逾 11.7 万亿元，增幅放缓至 12.8%，较 2011 年回落 12.2 个百分点。可见，财政收入已结束了多年的高增长期，2013 年增收压力比较大，这对地方财政来说压力也很大。穆迪发布的报告指出，2012 年中国地方政府土地收入同比下滑 14%，和 2011 年增长 22% 形成鲜明对比，这也是导致地方政府收入增长放缓的重要原因之一，也凸显了城投债的风险。

目前国内不少城投企业采取“发债还贷”、“发债付息”等方式，这导致财务风险不容忽视。其实，西方市政债也是借新还旧、滚动发行，只要支付利息就可以。促使城投债向市政债转型是一个大趋势，这样也将地方政府的隐形担保显性化，有利于城投债信息披露和风险控制。值得注意的是，城投债的发行主体资质在下降，其中直辖市和省的城投债发行量减少，但地级市甚至县级市的城投债发行有较大幅度的增长，有担保的债券比重相对前期也有所下降。值得注意的是，城投债中 AAA 级发行人发行的债券规模呈明显下滑态势，占比由 2008 年的 40.11% 下降至 2012 年的 15.86%，而 AA 等级发行人的城投债发行量占比则从 2008 年的 32.38% 上升至 2012 年的 47.34%，评级风险不容忽视。

城投债交易活跃，受到投资者青睐，从 2013 年年初到 2 月 7 日，交易所城投债平均上涨超过 1.14%，可见城投债非常火爆。但隐含的风险是，城投债发债主体盈利能力下滑不容忽视，特别是部分发债主体的经营性现金流入不敷出。根据不完全统计，目前超过 2000 多个城投债对应着接近 700 家地方政府融资平台公司，这些平台公司 2011 年加权平均 ROA 为 3.0% 左右，远低于城投债 6.5% 的平均利息率，从这个角度看，城投公司的回报率比较低，城投债的偿付比较困难。样本城投债的发行主体 2012 年 3 季度 ROE 平均为 2.45%，相对较低，经营活动净收益 / 利润总额比率平均为 -1.14，显示其经营性现金流入不敷出，利润总额同比增长率为 14.45%，部分下滑幅度比较大。发债主体自身主营业务盈利能力有限，很难满足偿债需求，许多主要依赖政府的财政补贴。如“12 抚顺城投债”的发债主体抚顺城投，该地方融资平台公司 2010 年的营业利润为 -1.37 亿元，但净利润为 3931.14 万元，主要在于地方财政补贴的缘故。相对而言，城投债的一个风险是其信用评级可能往往高估，较高的信用等级推高了城投债的投资价值。相对于一般企业，城投公司对发行利率的敏感性比较低，可能容忍比较高的息票成本。城投债在经历了近两年的发展后，其信用风险已开始为投资

者关注，整体而言，城投债系统性风险比较小，但个券流动性风险不容忽视，值得关注。

为了防范城投债风险，政府及监管部门加强了事前监管。1月6日，中央结算公司发布《2012年银行间债券市场年度统计分析报告》指出，2012年城投债呈加速扩张势头，但随着城投类债券的迅猛扩张，2013年信用债爆发倒债危机的可能性将会加大。就在中央结算公司警示城投债风险的前1个月，财政部、发改委、人民银行和银监会联合下达《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，要求加强对融资平台公司注资行为管理，进一步规范融资平台公司融资行为，坚决制止地方政府违规担保承诺行为。值得注意的是，相关部委围绕地方政府性债务以及融资问题也下发了《关于加强土地储备与融资管理的通知》、《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》等文件，这些文件一方面有助于提高城投债券的信用资质，但同时由于限制信托融资、银行表外融资等，反而使地方政府借城投债融资的动力将更大，但从长远看有利于城投债的风险控制，提高了监管效率。

3. 城投债投资价值仍在，但收益率有所降低

2013年年初以来，受市场资金面宽松的影响，城投债交易活跃，受到投资者青睐（见表1）。根据统计，交易所成交活跃的前50个城投债平均日成交额为1283万元，流动性尚可。

表1 成交活跃的城投债统计（2013.1.4-2.7）

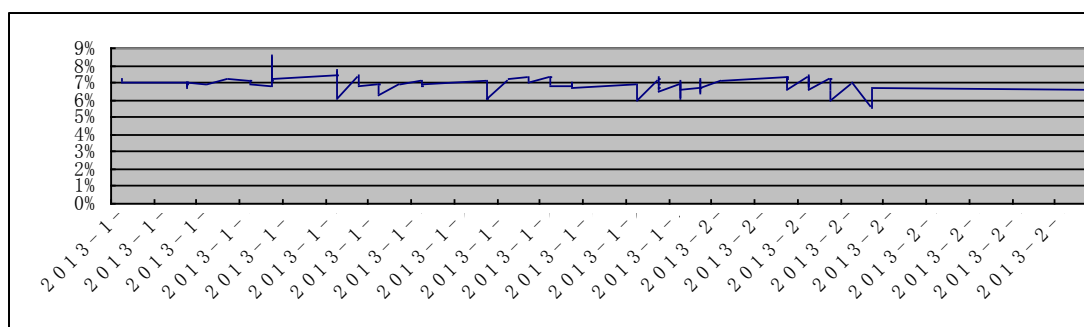
证券代码	证券简称	收盘价 元	涨跌幅	人均成交 额	剩余 期限 年	到期 收益 率	修正 久期	信用 等级	债券 余额 亿	到期日期	上市 地点
122684.SH	12合高新	112.56	2.02%	4887.07	6.1	6.68%	3.94	AA	12	2019-03-22	上海
122581.SH	12津南城	106.25	2.41%	4628.09	6.4	6.44%	3.49	AA	15	2019-06-18	上海
122757.SH	11丹东债	106.24	2.77%	2922.08	5.9	6.43%	4.03	AA	16	2018-12-21	上海
122635.SH	12莞开02	106.33	1.82%	2744.53	9.3	6.54%	4.66	AA	10	2022-06-08	上海
111051.SZ	09怀化债	116.13	3.21%	2727.87	6.0	5.71%	3.17	AA	13	2019-02-18	深圳
122680.SH	12昆建债	111.87	1.72%	2128.64	5.2	5.83%	2.98	AA+	22	2018-04-13	上海
122911.SH	10鞍城投	104.82	-2.15%	2123.34	7.2	5.57%	5.59	AA+	20	2020-05-06	上海
122561.SH	12饶城投	106.02	1.59%	2032.37	6.6	6.49%	3.69	AA	13	2019-09-10	上海
122593.SH	12衡城投	106.46	0.98%	1829.11	6.5	6.25%	3.64	AA+	18	2019-08-13	上海
124025.SH	12池城投	105.32	2.31%	1791.30	6.7	6.36%	3.80	AA	9	2019-10-17	上海
122937.SH	10辽源债	106.74	-4.50%	1611.45	4.0	5.43%	2.69	AA	10	2017-01-26	上海
122607.SH	12渝地产	109.82	1.63%	1538.06	6.2	6.21%	3.35	AA+	50	2019-04-25	上海
124079.SH	12保国资	104.76	4.76%	1486.11	6.8	6.40%	3.93	AA	8	2019-12-10	上海
111047.SZ	08长兴债	109.39	-4.40%	1443.98	2.9	5.17%	2.57	AA	15	2016-01-06	深圳
122932.SH	09宜城债	106.59	1.99%	1411.14	3.8	5.69%	3.25	AA+	12	2016-11-25	上海
122849.SH	11新余债	101.91	-5.41%	1319.20	4.9	6.15%	4.11	AA	14	2018-01-11	上海
122648.SH	12宣国投	113.71	0.38%	1279.98	6.1	6.33%	3.69	AA+	10	2019-03-20	上海
122638.SH	12中华信	105.25	0.40%	1221.52	6.4	6.74%	3.46	AA	10	2019-06-14	上海
122936.SH	09鹤城投	108.02	2.26%	1172.31	3.8	5.34%	2.51	AA	12	2016-11-17	上海
122588.SH	12益城投	106.39	1.80%	1155.30	6.5	6.55%	3.64	AA	16	2019-08-24	上海
122941.SH	10镇城投	103.58	1.13%	1142.13	7.9	6.32%	5.94	AA+	20	2020-12-17	上海
124018.SH	12昌经投	105.52	4.20%	1135.03	7.7	6.54%	4.29	AA	5	2020-10-30	上海
122984.SH	09六城投	111.92	1.62%	1083.48	3.1	5.50%	2.55	AA	15	2016-03-02	上海
122549.SH	12邳润城	107.09	2.22%	1044.67	6.6	6.42%	3.72	AA	10	2019-09-25	上海
122710.SH	12济城建	110.50	1.03%	977.43	5.1	5.58%	2.97	AA+	18	2018-03-26	上海
122836.SH	11盘锦债	111.44	2.69%	872.81	5.1	6.23%	3.50	AA	15	2018-03-01	上海

122928.SH	09 铁岭债	105.82	4.37%	830.61	6.9	6.58%	5.28	AA+	15	2019-12-22	上海
122604.SH	12 吉铁投	104.12	1.45%	828.17	6.4	6.61%	4.30	AA	8	2019-06-26	上海
124020.SH	12 辽城经	103.74	2.55%	807.33	6.8	6.56%	3.86	AA	15	2019-11-13	上海
122992.SH	08 苏交通	101.41	0.33%	789.80	0.8	4.48%	0.74	AAA	25	2013-11-18	上海
122539.SH	12 阜城投	106.71	2.06%	763.93	6.7	6.45%	3.75	AA	12	2019-10-10	上海
122702.SH	12 海安债	113.45	1.77%	754.29	5.1	6.35%	2.89	AA	15	2018-03-28	上海
122921.SH	10 郴州债	105.95	-4.30%	720.39	4.0	5.71%	3.39	AA+	20	2017-01-21	上海
122883.SH	10 楚雄债	100.99	2.45%	717.03	4.7	6.32%	3.37	AA	15	2017-10-18	上海
112001.SZ	08 粤电债	106.65	0.35%	708.71	2.1	4.66%	1.85	AAA	20	2015-03-10	深圳
122840.SH	11 临汾债	111.09	1.97%	700.04	6.0	6.28%	4.05	AA+	20	2019-02-22	上海
122741.SH	11 双鸭山	107.76	2.80%	688.17	5.9	6.76%	4.04	AA	10	2018-12-20	上海
122841.SH	11 渝津债	103.58	-4.23%	669.43	4.9	6.09%	3.40	AA	6	2018-01-06	上海
122924.SH	10 巢湖债	103.65	-4.99%	657.31	4.0	6.15%	3.40	AA	12	2017-01-28	上海
122863.SH	10 榆城投	104.83	0.91%	646.12	4.9	6.22%	4.03	AA	14	2017-12-28	上海
112123.SZ	12 中山 01	101.54	1.08%	643.69	6.7	5.49%	5.42	AA+	10	2019-10-29	深圳
122781.SH	11 永州债	111.88	2.85%	636.54	8.8	6.45%	5.12	AA+	10	2021-12-05	上海
122967.SH	09 闽漳龙	105.67	0.68%	632.22	2.2	4.79%	0.92	AA	10	2015-04-24	上海
122958.SH	09 长经开	109.91	1.74%	631.43	2.3	4.58%	2.01	AA	6	2015-05-22	上海
122965.SH	09 淮投债	106.52	0.88%	620.92	6.2	5.93%	4.82	AA	7	2019-04-15	上海
122707.SH	12 泰兴债	114.46	2.16%	618.66	5.1	5.98%	2.90	AA	12	2018-03-27	上海
122718.SH	12 渝南债	116.90	2.07%	608.70	6.1	6.46%	4.48	AA	8	2019-03-23	上海
122563.SH	12 亳州债	108.24	1.93%	605.93	6.6	6.37%	3.66	AA	15	2019-09-04	上海
122930.SH	09 盘锦债	106.64	1.25%	589.78	3.9	5.60%	2.58	AA	10	2016-12-16	上海
122693.SH	12 佳城投	113.30	2.03%	583.33	6.1	6.50%	3.20	AA	10	2019-03-22	上海

数据来源：东北证券，Wind

2012 年城投债发行利率呈逐季下降趋势，2012 年 1 季度发行的城投债平均发行利率为 7.24%，而 2 季度平均发行利率为 6.42%，3 季度平均发行利率为 6.11%，到了 2013 年 1 月，城投债发行利率仍持续下滑。城投债一级市场发行收益率下降有利于平台公司减轻负债成本，有利于扩大财务杠杆，可见发债性价比更合算。截止 2 月 7 日，城投债到期收益率平均为 6.15%，相对于 2012 年有所下滑，当然，低评级资质的城投债收益率大约在 6.5%到 7%左右。从图 3 可以看出，2013 年年初，城投债发行利率在 7.12%，到 1 月 16 日为 6.7%，而到 1 月 31 日为 6.76%，到 2 月 8 日为 6.1%，其中 12 粤电 01 发行利率为 5.5%，可见，目前城投债发行利率有下滑迹象。但是值得注意的是，经过 2012 年城投债收益率下行，目前城投债估值总体中性偏高，绝对收益水平在历史均值偏低的附近，收益率相对吸引力下降。尽管城投债绝对收益有所下降，但对于不同风险偏好的组合投资管理而言，其配置价值仍有，对于部分稳健性投资者来说，城投债收益率仍有一定吸引力。

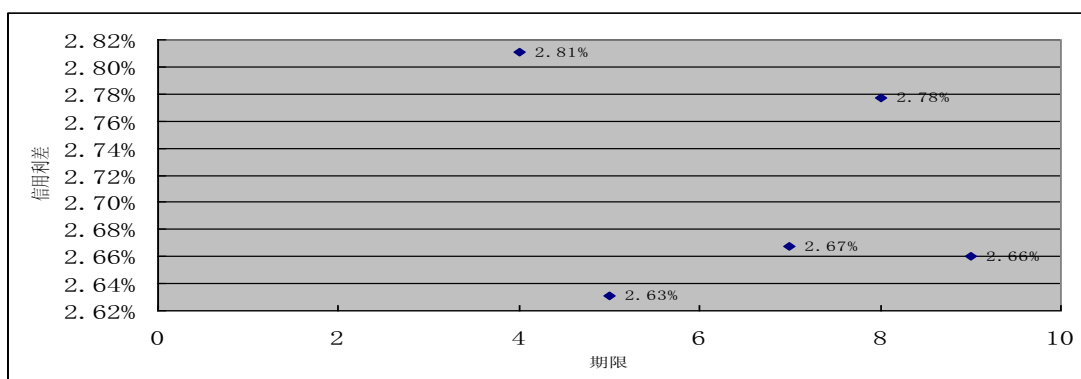
图 3 AA 类城投债发行利率趋势图



数据来源：东北证券，Wind

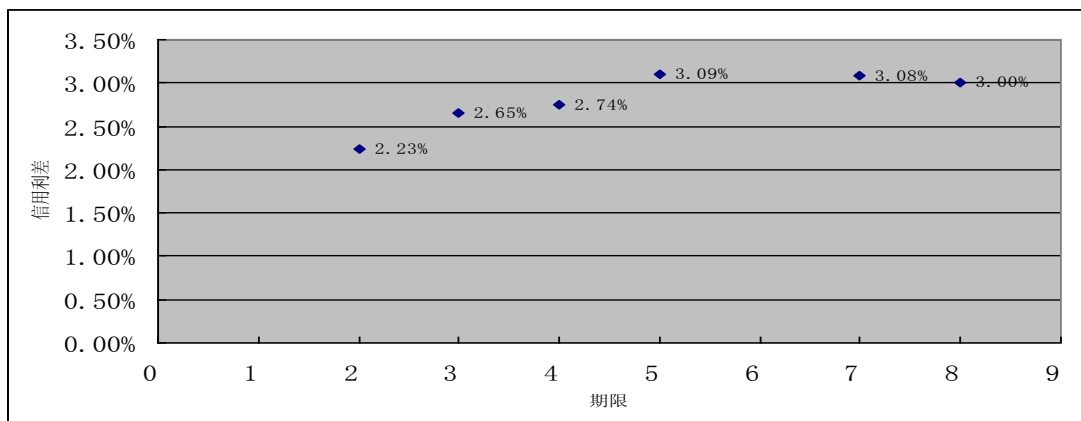
信用利差主要反映的是信用债的信用风险及流动性补偿，国内企业债券的信用利差整体低于美国同评级的品种，隐含国内的信用风险及市场风险溢价补偿相对较低。交易所债市近几年大部分时间持续信用利差收窄，如 2008 年 12 月至 2011 年 2 季度，经济走势是决定信用利差变动趋势的主要因素，经济形势恶化往往带来信用利差扩大风险。具体来讲，在经济疲软时，避险需求及对政策放松的预期使国债收益率下降，而此时信用状况恶化，致使信用利差扩大。当股市走强时，信用利差下降，而当股市调整时，信用利差往往扩大。目前企业债的信用利差水平处于历史较高水平，也就是说信用债估值溢价比较高，信用利差中枢可能逐步抬升。截止 2 月 7 日，AA+城投债 5 年期信用利差为 2.63%，AA 城投债 2 年期信用利差为 2.23%，3 年期为 2.65%（见图 4、图 5）。估计未来一段时间城投债信用利差可能会收窄，市场风险偏好提升，但风险不容忽视，其信用利差有可能扩大。

图 4 AA+城投债信用利差



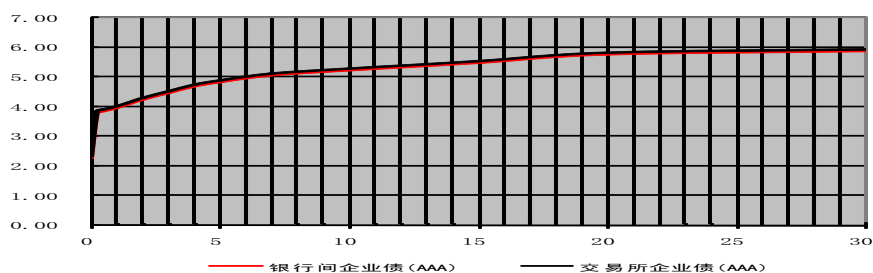
数据来源：东北证券，Wind

图 5 AA 城投债信用利差



数据来源：东北证券，Wind

图 6 银行间企业债(AAA)和交易所企业债(AAA)收益率曲线比较图



数据来源：东北证券，中央国债登记结算有限责任公司

4. 城镇化利好城投债，配置价值是其主要的投资策略选择

——城投债发展的机遇（城镇化支撑城投债的发展）

“十八大”以来，城镇化已成为一个热门概念，中央经济工作会议提出，城镇化是中国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，城镇化实质上是改善其相对于工业化的滞后程度的过程。目前，我国城市化水平不足 50%，且东部和西部、沿海与内陆地区差异较大，中国城镇化水平平均落后于世界发达国家平均水平。城镇化发展是城镇建设的过程，突出体现在道路交通、城市水务、电网热网、垃圾处理等基础设施的建设上，而城市基础投资资金的缺乏已成为现阶段我国城镇建设的普遍问题。由此可见，一方面是城镇化发展中地方政府对投资基础设施建设有强烈偏好与冲动，城镇化发展要求地方政府投入服务和基础设施建设，这就需要资金；另一方面是地方政府财政收支不平衡导致城建资金缺口不断扩大。基于这种背景，地方政府借助于地方投融资平台弥补资金缺口，城投债就是一个选择。作为城镇基础设施建设的重要资金来源，城投债未来发展空间很大，基于稳增长与城镇化的需求，2013 年城投债发行估计维持相对高位，将会是企业债扩容的主力军。值得注意的是，已发行城投债到期时间集中在 2015 年以后，2016 及 2017、2018 年到期量最大。

对于投资者而言，如何选择城投债，关键看其风险偏好和投资选择策略，即城投债的收益率能覆盖其潜在风险是一般投资者的趋向。对于具体个券和投资对象的优化挑选，一是取决于地方政府的经济发展水平和财政实力，一般选择直辖市、省级、省会城市和经济发达地区的地级市，二是看发行主体的地位以及配置资源的能力，三是看发行人的财务状况即债务压力和资金周转能力。目前复杂的经济走势，加之货币政策相对比较宽松，对于债市而言是一个做多时期，但未来的风险不容忽视。对于不同风险偏好投资者，根据其收益和风险的匹配，选择适合自身的城投债投资策略。值得注意的是，高评级信用债是保险公司等配置类机构的关注所在，而交易类机构关注的是中低评级城投债。对城投等高收益债券，其票息具有吸引力，适合于风险偏好且追求绝对收益率的投资者配置。有一定的风险承受能力的投资者可关注 AA+、AA 品种，可把久期控制在 3-5 年，建议投资者审慎配置。当然，要回避一些经济不发达地区的城投债，防止流动性风险事件的冲击，我们优化选择了 10 太仓港、12 辽城经、09 黄城投等供风险偏好投资者参考。

表 2 城投债风险偏好型投资组合选择

债券代码	债券简称	收盘 价元	到期收 益率	理论 价元	折价 率	票面 利率	到期日期	回售 收益 率	剩余 期限 年	信用 等级
122655	12 铜建投	112.15	6.98%	111.24	0.82%	8.20%	2022-04-28	0.00%	9.22	AA
122917	10 太仓港	103.35	6.87%	102.37	0.95%	7.10%	2020-01-21	5.42%	6.96	AA
111058	09 黄城投	102.35	6.86%	103.38	-1.00%	6.98%	2017-12-31	6.04%	4.90	AA+
122714	12 海陵债	113.34	6.82%	112.69	0.58%	8.52%	2019-03-21	0.00%	6.12	AA
122708	12 伊旗债	112.80	6.78%	112.77	0.03%	8.35%	2019-03-19	0.00%	6.11	AA
122638	12 中华信	105.25	6.74%	106.19	-0.89%	6.95%	2019-06-14	0.00%	6.35	AA
122684	12 合高新	112.56	6.68%	111.99	0.51%	7.98%	2019-03-22	0.00%	6.12	AA
122506	12 吴交投	102.41	6.66%	102.43	-0.02%	6.80%	2020-10-31	0.00%	7.73	AA
122856	11 株高科	108.23	6.63%	107.11	1.05%	7.82%	2018-08-18	0.00%	5.53	AA
122604	12 吉铁投	104.12	6.61%	104.12	0.01%	6.63%	2019-06-26	0.00%	6.38	AA
122681	12 合农投	112.19	6.58%	111.69	0.44%	8.28%	2018-04-10	0.00%	5.17	AA
122768	11 兰城投	107.64	6.57%	106.75	0.83%	8.20%	2018-12-15	0.00%	5.85	AA
122677	12 江宁债	108.21	6.57%	108.55	-0.31%	7.29%	2019-04-28	0.00%	6.22	AA
124020	12 辽城经	103.74	6.56%	103.32	0.41%	7.10%	2019-11-13	0.00%	6.77	AA
122540	12 宁浦口	104.49	6.54%	104.00	0.48%	7.10%	2019-10-08	0.00%	6.67	AA
122822	11 汉中债	110.10	6.53%	109.11	0.91%	7.48%	2018-03-14	0.00%	5.10	AA+

122634	12 莞开 01	105.00	6.53%	106.45	-1.37%	6.70%	2018-06-08	0.00%	5.33	AA
111062	10 并高铁	95.08	6.52%	96.88	-1.86%	5.18%	2020-09-06	0.00%	7.58	AA+
122830	11 沈国资	109.67	6.52%	109.88	-0.19%	7.18%	2019-03-16	6.00%	6.10	AA
122693	12 佳城投	113.30	6.50%	112.13	1.05%	8.25%	2019-03-22	0.00%	6.12	AA

数据来源：东北证券，Wind

从表 2 可以看出，该风险偏好型城投债投资组合平均到期收益率为 6.65%，票面利率平均为 7.40%。对于稳健型投资者，可持有信用风险较低的城投债，其拥有一定的安全边际，我们选择了 09 武进债、10 鞍城投、08 渝交通等 20 个城投债作为稳健性投资组合。该稳健型城投债投资组合的到期收益率为 5.82%，平均票面利率为 6.31%。当然，稳健型投资者也可挖掘含权可回售城投债的投资机会，其票面利率相对比较高、收益稳定且风险比较低。值得注意的是，目前已到回售日的城投债大部分上调票息，如 09 芜湖建投债，其回售日期是 2012 年 3 月 23 日，发行人选择上调票面利率 100BP，债券票面年利率从 4.25%上调至 5.25%。可关注此类城投债的投资机会，如 09 渝隆债、09 隧道债。

表 3 城投债稳健型投资组合选择

债券代码	债券简称	收盘价 元	到期 收益率	理论 价 元	折价率	票面 利率	到期日期	回售 收益 率	剩余 期限 年	信用 等级
122973	09 昆创投	103.14	5.14%	103.22	-0.08%	4.70%	2016-03-30	0.00%	3.14	AAA
122032	09 隧道债	102.17	5.38%	102.86	-0.66%	5.55%	2016-10-21	5.21%	3.70	AA+
122954	09 武进债	103.62	5.40%	102.93	0.68%	5.42%	2016-06-09	0.00%	3.34	AAA
122675	12 杭城投	106.17	5.43%	106.42	-0.23%	5.90%	2018-04-25	0.00%	5.21	AAA
112123	12 中山 01	101.54	5.49%	101.78	-0.24%	5.50%	2019-10-29	5.49%	6.73	AA+
122911	10 鞍城投	104.82	5.57%	104.55	0.26%	5.66%	2020-05-06	5.39%	7.25	AA+
122710	12 济城建	110.50	5.58%	111.76	-1.13%	6.98%	2018-03-26	0.00%	5.13	AA+
112034	11 陕气债	106.41	5.62%	106.19	0.22%	6.20%	2019-07-22	5.21%	6.45	AA+
122995	08 合建投	105.98	5.83%	106.40	-0.40%	6.64%	2018-08-28	0.00%	5.56	AAA
122989	08 渝交通	102.14	5.85%	102.75	-0.60%	6.30%	2015-12-10	0.00%	2.84	AA
122922	10 长高新	101.78	5.86%	101.50	0.28%	6.08%	2017-01-25	5.22%	3.97	AA+
122887	10 渝交通	99.67	5.95%	101.21	-1.52%	5.18%	2017-08-04	0.00%	4.49	AA+
122669	12 桂林债	107.90	6.05%	107.48	0.39%	6.90%	2018-05-09	0.00%	5.25	AA+
122893	10 丹东债	106.48	6.12%	106.28	0.19%	7.23%	2017-09-06	0.00%	4.58	AA
122821	11 吉城建	110.65	6.15%	109.67	0.90%	7.10%	2018-03-03	5.63%	5.07	AA
122849	11 新余债	101.91	6.15%	102.75	-0.81%	6.50%	2018-01-11	5.95%	4.93	AA
122607	12 渝地产	109.82	6.21%	109.57	0.23%	7.35%	2019-04-25	0.00%	6.21	AA+
122802	11 辽阳债	106.82	6.22%	105.72	1.05%	6.88%	2018-06-13	0.00%	5.35	AA+
122988	09 渝隆债	103.53	6.23%	105.12	-1.51%	7.08%	2016-01-15	3.66%	2.94	AA
122593	12 衡城投	106.46	6.25%	105.52	0.89%	7.06%	2019-08-13	0.00%	6.52	AA+

数据来源：东北证券，Wind

附表 1 交易所城投债可投资标的池 (2 月 7 日)

债券代码	债券简称	收盘价 元	到期 收益率	理论 价 元	折价 率	修正 久期	票面 利率	日均成 交额	剩余 期限 年	信用 等级
111062	10 并高铁	95.08	6.52%	96.88	-1.86%	5.2911	5.18%	197.04	7.58	AA+
122887	10 渝交通	99.67	5.95%	101.21	-1.52%	3.7870	5.18%	99.98	4.49	AA+
122988	09 渝隆债	103.53	6.23%	105.12	-1.51%	2.5818	7.08%	232.72	2.94	AA
122634	12 莞开 01	105.00	6.53%	106.45	-1.37%	3.1314	6.70%	413.30	5.33	AA
122710	12 济城建	110.50	5.58%	111.76	-1.13%	2.9720	6.98%	977.43	5.13	AA+
111058	09 黄城投	102.35	6.86%	103.38	-1.00%	4.0085	6.98%	115.56	4.90	AA+
122638	12 中华信	105.25	6.74%	106.19	-0.89%	3.4634	6.95%	1221.52	6.35	AA
122849	11 新余债	101.91	6.15%	102.75	-0.81%	4.1061	6.50%	1319.20	4.93	AA
122032	09 隧道债	102.17	5.38%	102.86	-0.66%	3.2264	5.55%	108.43	3.70	AA+
122989	08 渝交通	102.14	5.85%	102.75	-0.60%	2.5178	6.30%	117.04	2.84	AA
122995	08 合建投	105.98	5.83%	106.40	-0.40%	3.8224	6.64%	124.68	5.56	AAA
122632	12 江阴债	107.27	6.49%	107.68	-0.38%	3.4574	7.20%	270.77	6.34	AA
122677	12 江宁债	108.21	6.57%	108.55	-0.31%	3.3355	7.29%	222.06	6.22	AA
112123	12 中山 01	101.54	5.49%	101.78	-0.24%	5.4235	5.50%	643.69	6.73	AA+
122675	12 杭城投	106.17	5.43%	106.42	-0.23%	3.1055	5.90%	306.41	5.21	AAA
122830	11 沈国资	109.67	6.52%	109.88	-0.19%	4.5706	7.18%	148.44	6.10	AA
122775	11 咸城投	106.63	6.31%	106.83	-0.18%	3.2882	7.90%	133.74	4.84	AA
122973	09 昆创投	103.14	5.14%	103.22	-0.08%	1.9778	4.70%	168.78	3.14	AAA
122757	11 丹东债	106.24	6.43%	106.30	-0.05%	4.0250	7.70%	2922.08	5.87	AA
122506	12 吴交投	102.41	6.66%	102.43	-0.02%	4.3208	6.80%	308.05	7.73	AA
122604	12 吉铁投	104.12	6.61%	104.12	0.01%	4.2950	6.63%	828.17	6.38	AA
122708	12 伊旗债	112.80	6.78%	112.77	0.03%	3.1705	8.35%	573.66	6.11	AA
122893	10 丹东债	106.48	6.12%	106.28	0.19%	3.0780	7.23%	294.30	4.58	AA
112034	11 陕气债	106.41	5.62%	106.19	0.22%	5.0757	6.20%	540.97	6.45	AA+
122607	12 渝地产	109.82	6.21%	109.57	0.23%	3.3452	7.35%	1538.06	6.21	AA+
122911	10 鞍城投	104.82	5.57%	104.55	0.26%	5.5891	5.66%	2123.34	7.25	AA+
122922	10 长高新	101.78	5.86%	101.50	0.28%	3.4343	6.08%	214.88	3.97	AA+
122581	12 津南城	106.25	6.44%	105.85	0.38%	3.4908	6.95%	4628.09	6.36	AA
122669	12 桂林债	107.90	6.05%	107.48	0.39%	3.0678	6.90%	341.54	5.25	AA+
124020	12 辽城经	103.74	6.56%	103.32	0.41%	3.8567	7.10%	807.33	6.77	AA
122681	12 合农投	112.19	6.58%	111.69	0.44%	2.9119	8.28%	264.29	5.17	AA
122540	12 宁浦口	104.49	6.54%	104.00	0.48%	3.7657	7.10%	346.93	6.67	AA
111052	09 哈城投	109.51	6.45%	108.98	0.49%	4.5757	7.08%	122.41	6.09	AA
122684	12 合高新	112.56	6.68%	111.99	0.51%	3.9396	7.98%	4887.07	6.12	AA
122941	10 镇城投	103.58	6.32%	103.02	0.55%	5.9433	6.76%	1142.13	7.86	AA+
122727	12 东胜债	114.37	6.29%	113.71	0.58%	2.8147	8.40%	477.01	5.06	AA
122714	12 海陵债	113.34	6.82%	112.69	0.58%	3.1656	8.52%	142.65	6.12	AA
122901	10 营口债	110.76	6.44%	110.06	0.64%	4.0807	8.17%	191.24	7.34	AA+
122954	09 武进债	103.62	5.40%	102.93	0.68%	2.3062	5.42%	131.16	3.34	AAA

111064	11 长交债	109.40	6.29%	108.54	0.79%	2.8892	7.20%	279.34	5.09	AA
122655	12 铜建投	112.15	6.98%	111.24	0.82%	4.4056	8.20%	564.11	9.22	AA
122768	11 兰城投	107.64	6.57%	106.75	0.83%	3.8550	8.20%	179.87	5.85	AA
122732	12 九江债	115.14	6.43%	114.16	0.86%	3.1216	8.49%	102.03	6.05	AA
122561	12 饶城投	106.02	6.49%	105.09	0.88%	3.6865	7.30%	2032.37	6.59	AA
111059	09 宿建投	106.13	6.27%	105.20	0.89%	3.2282	7.48%	137.76	3.82	AA+
122593	12 衡城投	106.46	6.25%	105.52	0.89%	3.6411	7.06%	1829.11	6.52	AA+
122891	10 通辽债	101.02	6.47%	100.13	0.89%	3.0987	5.98%	145.02	4.57	AA
122821	11 吉城建	110.65	6.15%	109.67	0.90%	3.9379	7.10%	359.27	5.07	AA
122702	12 海安债	113.45	6.35%	112.44	0.90%	2.8860	8.35%	754.29	5.14	AA
122822	11 汉中债	110.10	6.53%	109.11	0.91%	3.3058	7.48%	557.32	5.10	AA+
122917	10 太仓港	103.35	6.87%	102.37	0.95%	5.3337	7.10%	172.12	6.96	AA
122856	11 株高科	108.23	6.63%	107.11	1.05%	3.6857	7.82%	104.46	5.53	AA
122802	11 辽阳债	106.82	6.22%	105.72	1.05%	3.4052	6.88%	352.04	5.35	AA+
122693	12 佳城投	113.30	6.50%	112.13	1.05%	3.1983	8.25%	583.33	6.12	AA

数据来源：东北证券，Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760