

城投挖系列（九）之掘金中原：走进河北

2024 年 05 月 13 日

观点

■ **极致行情下城投收益挖掘新思路：**1) 当前资金面保持中性偏宽，融资端受制于监管偏紧态度而未明显放量，市场情绪共振引发城投板块配置拥挤，推动多数品种的城投债利差快速下行至历史分位数 10% 以下，等级利差明显压缩，中高等级各期限城投债收益率处于 3% 以下，仅 AA- 低评级收益率接近 4%，因此，寻求城投利差仍具备持续下探并突破支撑位的动能的区域至关重要。2) 35 号文及 47 号文的发布助力此前偿债压力较大的区域在短期内得以缓释其流动性风险，但同时亦将引起全国范围内的金融资源再分配，即金融机构资金或更多流向仍具备新增融资可能性的 12 个重点省份以外且隐债比例相对不高的区域，此类区域内未列入“借新还旧”名单的城投主体未来或有望进一步打开收益空间。

■ **河北省城投债概况：**1) **经济财政：**河北省 2023 年实现 GDP 约 4.4 万亿元，同比增长 5.5%，一般公共预算收入 4,286 亿元，税收收入占比 60.14% 且逐年缓降，财政自给率 44.62%，土地财政依赖度有所降低。2) **债务负担：**受转移性收入大幅下降影响，2023 年河北省债务率上升至 358.45%，高于全国平均值。鉴于河北省地方财政实力在中部地区仍属中上，因此尽管债务率增长，但随着当地产业结构优化、财政造血能力增强，区域债务情况整体向好且风险可控。3) **城投市场：**河北省城投平台整体信用资质尚可，信用下沉策略可选标的较多；各地市融资能力迥异且马太效应明显，金融资源向头部平台倾斜的同时债务风险也更集中；公私募渠道发行规模相当，未高度依赖私募发行方式表明河北省融资环境仍受市场认可；未来 5 年内偿债压力分布均衡，短期内压力较小，但未来三年内或面临滚续融资需求；全省平均票面利率 3.48%，融资成本高于全国平均水平 0.16 pct，属中等水平，表明投资者当前对于河北省城投项目的违约风险和回报率信心一般，随着化债措施进一步完善，叠加雄安新区传统产业转型及高新技术产业发展催化，资金成本有望逐步下降。4) **2021-2024 年 4 月，**河北省城投债经历 2021 年末、2022 年末 2 轮中观层面负面事件冲击引起的债市回调，利差走势显示河北省中低评级城投债估值弹性较大，在市场出现舆情事件时波动显著大于高评级债券，因此我们认为在市场恐慌情绪蔓延、债券价格出现非理性下跌或债券受非基本面因素影响而价格短期下跌的情形下，投资者可针对河北省中低评级城投债低位埋伏并进行波段操作，或可捕捉等级利差变动带来的价差收益机会，同时搭配底仓配置取得票息收益增厚组合回报。

■ **河北省城投主体重点推荐：**1) **河北省当前有存量债券并可新增债务的城投平台共 12 家，**以地市级和区县级为主，中债隐含评级总体集中于 AA(2) 级别。2) **盈利能力维度：**衡水建投、滦县城投表现良好；**资本结构维度：**国控运营、滹沱投资、任丘建投、衡水建投、廊坊控股表现良好；**偿债能力维度：**众联国控、滹沱投资、衡水建投表现良好；**现金流状况维度：**邯郸交建、任丘建投、邯郸交投表现良好。3) **存量债券表现维度：**12 家平台融资成本总体位于 4%-5% 区间内，而到期收益率则集中于 2.5%-3.5% 之间，估值整体偏高且溢价显著。部分城投主体利差高于河北省全域同评级城投债平均利差，其中滦县城投差异明显，利差空间约 105BP，且平均久期显著高于河北省全域平均久期 1.74 年，叠加较高的票面利率，或存在以票息收益为底的同时博弈资本利得收益的可能，适宜采取信用下沉策略、风险偏好较激进且负债端稳定的投资者关注，其余主体利差及久期均高于区域平均值的城投平台或更适宜风险偏好稳健甚至保守的投资者关注。4) **综上所述，第一梯队推荐重点关注：**任丘建投、衡水建投、滦县城投；**第二梯队推荐适度关注：**国控运营、众联国控、邯郸交建、滹沱投资、廊坊控股、邯郸交投，建议投资者根据自身风险承受能力、收益诉求压力、投资策略倾向、组合久期需求、负债端稳定性及资金来源等因素，酌情调整对不同维度、不同指标所赋予的权重，统筹考虑个券在组合中的适配度，择优配置、提前布局。

■ **风险提示：**城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 徐津晶

执业证书：S0600523110001

xujj@dwzq.com.cn

相关研究

《城投挖之掘金江苏系列（八）：走进镇江丹阳、扬中存续 AA+ 级城投债发行主体》

2023-08-22

《城投挖之掘金江苏系列（七）：走进如皋存续 AAA 级城投债发行主体》

2023-08-17

内容目录

1. 极致行情下城投收益挖掘新思路	4
2. 河北省城投债概况	6
2.1. 河北省历史沿革.....	6
2.2. 河北省产业规划.....	6
2.3. 河北省经济财政实力及地方债务情况.....	8
2.4. 河北省城投债市场分析.....	12
3. 河北省城投主体重点推荐	17
4. 风险提示	21

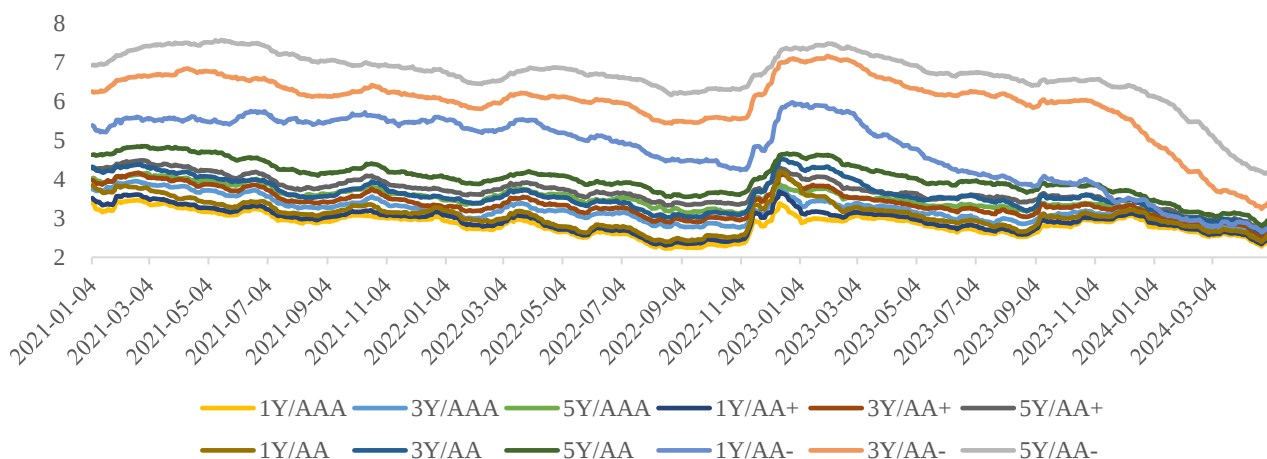
图表目录

图 1:	各品种城投债到期收益率走势 (单位: %)	4
图 2:	各品种城投债信用利差及分位数变动 (单位: BP; %)	4
图 3:	河北省行政区划	6
图 4:	河北省三大产业结构比 (单位: %)	9
图 5:	2023 年全国各省市地方财政收支情况 (单位: 亿元; %)	10
图 6:	2016-2023 年河北省综合财力分布 (单位: 亿元; %)	11
图 7:	2016-2023 年河北省土地财政依赖度 (单位: 亿元; %)	11
图 8:	2023 年全国各省市宽口径债务率情况 (单位: %)	12
图 9:	2017-2023 年河北省宽口径债务率及负债率情况 (单位: %)	12
图 10:	2023 年 1 月-2024 年 4 月河北省城投债净融资额 (单位: 亿元)	13
图 11:	2023 年河北省各地级市城投债净融资额 (单位: 亿元)	13
图 12:	河北省城投平台主体评级分布情况 (单位: 家)	14
图 13:	河北省城投平台行政级别分布情况 (单位: 家)	14
图 14:	河北省存量城投债券类型分布 (单位: 亿元; %)	15
图 15:	河北省存量城投债到期规模分布 (单位: 亿元; %)	15
图 16:	河北省存量城投债票面利率分布 (单位: 亿元; %)	15
图 17:	2023 年 10 月-2024 年 4 月全国各省市平均票面利率 (单位: %)	16
图 18:	河北省各评级城投债信用利差走势 (单位: BP)	17
表 1:	全国非 12 个重点省份区域债务率 (单位: 亿元; %)	5
表 2:	河北省各市上市公司数量分布 (单位: 家)	8
表 3:	河北省非“借新还旧”城投主体基本信息一览 (单位: 亿元)	17
表 4:	河北省非“借新还旧”城投主体盈利能力及资本结构一览 (单位: 亿元; %)	18
表 5:	河北省非“借新还旧”城投主体偿债能力及现金流状况一览 (单位: 亿元; %)	19
表 6:	河北省非“借新还旧”城投主体存量债券表现一览 (单位: %; BP; 年)	20

1. 极致行情下城投收益挖掘新思路

自 2023 年末以来，城投板块整体在一揽子化债政策、城投标债保刚兑以及结构性资产荒等宏观因素的合力驱动下走出一波确定性行情，全国各省市城投债收益率基本呈现下行态势且降幅显著，截至 2024 年 4 月 30 日，资金面保持中性偏宽，融资端受制于监管偏紧态度而未明显放量，市场情绪共振引发信用债城投板块配置拥挤，推动多数品种的城投债信用利差快速下行至历史分位数 10% 以下，等级利差明显压缩，中高等级各期限城投债收益率处于 3% 以下，仅 AA- 低评级收益率接近 4%。因此在当前时点，寻求城投利差仍具备持续下探并突破支撑位的动能的区域至关重要。

图1：各品种城投债到期收益率走势（单位：%）



注：数据截至 2024 年 4 月 30 日

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：各品种城投债信用利差及分位数变动（单位：BP；%）

信用利差	城投1Y				城投3Y				城投5Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2024/4/30	32	38	45	63	27	33	40	107	38	45	54	179
分位数	21%	15%	11%	1%	8%	2%	1%	1%	12%	4%	2%	1%
2023/12/31	39	49	60	94	43	54	68	246	44	59	78	346
分位数	55%	59%	59%	13%	80%	54%	39%	10%	32%	20%	10%	11%
2023/9/28	35	43	56	146	45	62	85	334	56	77	108	377
分位数	34%	34%	46%	18%	86%	81%	76%	65%	79%	71%	62%	53%
利差较 2023/12/31变动	-7	-12	-16	-32	-16	-21	-29	-140	-6	-14	-23	-166
利差较 2023/9/28变动	-3	-6	-12	-84	-18	-29	-45	-227	-18	-32	-54	-198
分位数较 2023/12/31变动	↓34%	↓45%	↓48%	↓12%	↓72%	↓51%	↓38%	↓9%	↓21%	↓16%	↓8%	↓10%
分位数较 2023/9/28变动	↓13%	↓19%	↓35%	↓17%	↓78%	↓79%	↓75%	↓64%	↓67%	↓67%	↓60%	↓53%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

此番城投行情主要源于国务院办公厅分别于 2023 年 9 月发布的《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号，简称“35 号文”）及 2023 年 12 月发布的《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》的通知（国办发〔2023〕47 号，简称“47 号文”），该两份文件的核心影响在于 1）提出具体化债措施，包括债务重组、地方政府特殊再融资债置换、区域内统借统还、央行设立 SPV 支持城投平台偿债等；2）确认 12 个重点省份（天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏），即 12 个债务高风险区域，并对其进行针对性的增量融资管控和存量投资清理，防止边化债边新增；3）对城投平台进行分类管理，仅允许未列入“借新还旧”名单的城投主体，包括部分参照地方政府平台管理的国有企业及普通国有企业新增融资。

35 号文及 47 号文的发布助力此前偿债压力较大的区域及其平台在短期内得以缓释其流动性风险，但同时亦将引起全国范围内的金融资源再分配，换言之，银行及非银金融机构资金或更多流向仍具备新增融资可能性的 12 个重点省份以外且隐债比例相对不高的区域，此类区域内未列入“借新还旧”名单的城投主体未来或有望进一步打开收益空间。

表1：全国非 12 个重点省份区域债务率（单位：亿元；%）

非重点 12 省份	发债城投主体有息债务	一般公共预算收入	债务率（%）
江苏	77,735.91	9,930.18	782.82
浙江	62,483.45	8,600.02	726.55
山东	26,669.77	7,464.72	357.28
四川	23,896.94	5,529.12	432.20
湖南	19,272.48	3,360.50	573.50
湖北	19,215.95	3,692.26	520.44
安徽	17,255.45	3,938.96	438.07
江西	14,302.26	3,056.90	467.87
河南	13,627.58	4,512.00	302.03
陕西	8,484.91	3,437.36	246.84
福建	7,869.21	3,591.87	219.08
河北	4,764.00	4,286.15	111.15
新疆	3,623.95	2,179.69	166.26
山西	2,881.34	3,479.15	82.82
西藏	502.10	236.60	212.21
海南	125.84	900.70	13.97

数据来源：Wind，东吴证券研究所

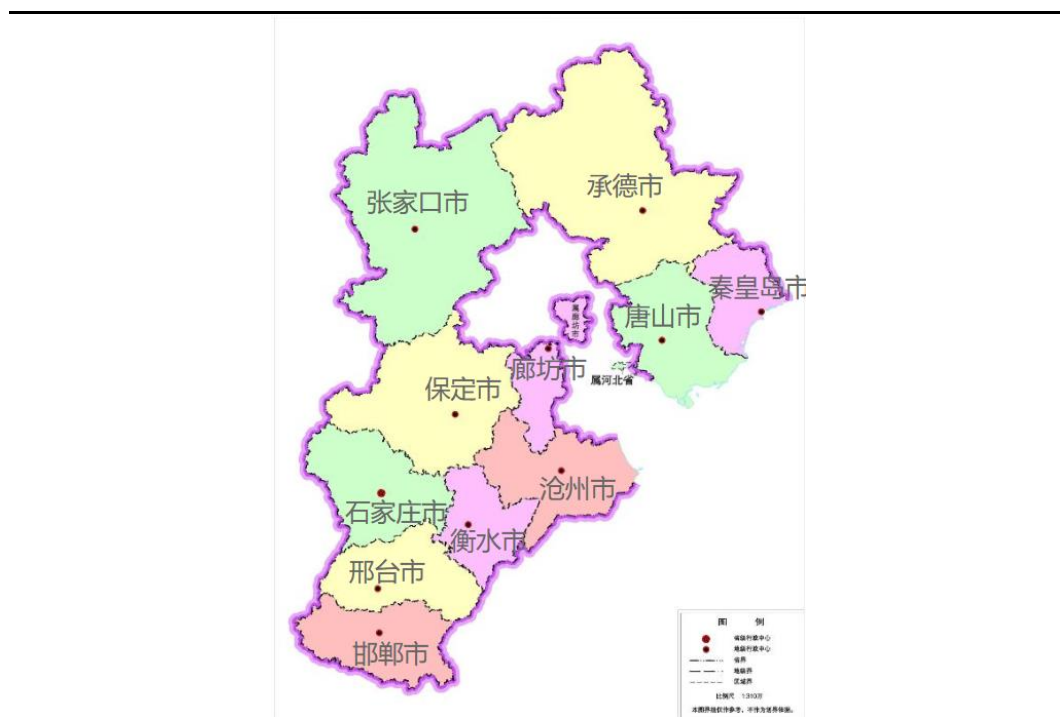
本文将重点关注债务率低于其余 19 个省份平均水平的河北省，并基于河北省内“非借新还旧”城投平台的盈利能力、资本结构、偿债能力、现金流状况 4 大维度，结合各平台存量债券表现予以综合推荐。

2. 河北省城投债概况

2.1. 河北省历史沿革

河北省，地处漳河以北，东临渤海、内环京津，西为太行山地，北为燕山山地，燕山以北为张北高原，其余为河北平原，面积约 18.88 万平方千米。河北省东南部、南部衔山东、河南两省，西倚太行山与山西省为邻，西北与内蒙古自治区交界，东北部与辽宁接壤，下辖石家庄、唐山、邯郸等 11 个地级市。河北省是中国唯一兼有高原、山地、丘陵、平原、湖泊和海滨的省份，不仅是中国重要的粮棉产区，其工业生产在中国居重要地位。

图3：河北省行政区划



数据来源：河北省人民政府官网，东吴证券研究所

2.2. 河北省产业规划

于 2021 年 2 月 22 日发布的《河北省国民经济和社会发展 第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》明确指出在十四五期间要大力发展河北省先进制造业和战略性

新兴产业，形成强化优势产业领先地位、构筑现代产业体系新支柱、布局发展高潜力未来产业的产业基础高级化和产业链现代化攻坚战。基于此文件，**河北省持续进行传统产业的升级改造，致力于打造 7+4+5 的现代工业产业链体系**，具体而言：

“7”：指高端装备、电子信息、生物医药、新材料、先进节能环保、新能源和未来产业 7 个战略性新兴产业，不仅在河北省已有建设基础，同时符合国内外发展方向，市场有前景，增长潜力大，并具有示范带动作用，是河北省产业转型升级的突破口。

“4”：指河北省内 4 个产业基础好、经济总量大、产业链条长、优势特色明显的传统产业，分别为钢铁、石化、食品、纺织服装产业。**1) 钢铁产业**：河北省是中国钢铁生产第一大省，2023 年全年河北省钢铁行业工业增加值累计增速同比增长 10.0%，占全省规上工业增加值的 30.8%，其中黑色金属冶炼和压延加工业工业增加值累计增速同比增长 7.7%，比全省规上工业增加值增速高 0.8 pct，占全省规上工业增加值的 26.4%。党的十八大以来，习近平总书记多次对河北省经济结构调整作出“坚决去、主动调、加快转”的重要指示，面对钢铁产业产能过剩、同质化严重、差异化欠缺等问题，河北省加快钢铁企业创新能力建设，打造新型工业化发展的重要引擎，通过推动行业高端化、智能化、绿色化发展来进一步提升核心竞争力。**2) 石化产业**：河北省产业的重要支柱，以沧州市为主代表，2023 年，沧州市规模以上石化产业实现营业收入 2,445.2 亿元，占全市规上工业营业收入的 41.8%，实现利润总额 42.8 亿元，营业收入同比增长 3.7%，高出全市平均增速 2 pct，对全市营业收入增长贡献率达 87%。为了加快石油和化学工业高端化、智能化、绿色化、集聚化建设，推动产业高质量发展，《河北省加快推进石化化工产业高质量发展的若干措施》印发实施，计划到 2025 年末将河北省石化化工产业打造成万亿元产业，重点建设曹妃甸石化、渤海新区合成材料、石家庄循环化工、邢台盐化工等产业基地。**3) 食品产业**：2023 年，河北省食品制造业规模以上企业共 367 家，实现营业收入 1,029.02 亿元，利润总额 58.81 亿元，同比分别增长 0.14%、33.18%，工业增加值同比增长 0.5%。当前河北省食品产业仍处于恢复期，研发创新能力不足导致细分产品开发缓慢，难以适应新消费需求，因此产业技术、设计、研发、产品创新等方面均亟待升级。**4) 纺织服装产业**：据河北省统计局公布数据显示，在限额以上单位商品零售额中，2023 年河北省服装纺织品类实现同比增长 19.6%，在经历了全球经济下行、市场恢复不完全、效益水平不及预期等诸多挑战的背景下，河北省纺织服装行业仍待恢复。

“5”：指工业设计、信息技术服务业、电子商务、现代物流和工业旅游等现代生产性服务业。服务业增加值在发达国家占比均在 80%左右，而在河北省仅占比 50%左右，以此对标，现代生产性服务业突破带动性强，新业态新模式特征明显，对工业支撑作用显著，因此是未来河北省产业结构调整的重要方向。

截至 2024 年 4 月 30 日，河北省共有 78 家上市公司，总市值累计达 10,444.15 亿元，核心业务集中于传统产业，以化工、机械、金属、非金属与采矿、食品饮料为主。其中，以公司数量来看，石家庄市、唐山市上市公司数量最多，分别为 23 家、13 家，而以市值排名情况来看，保定市取代唐山市位列全省第二。值得注意的是，从产业结构

看，河北省上市公司中高新技术企业的占比较小，在 78 家中仅有 7 家，所属行业为消费、材料、信息技术、医疗保健领域，表明河北省高新技术科技水平含量仍待发力。

表2：河北省各市上市公司数量分布（单位：家）

	材料	房地产	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	日常消费	信息技术	医疗保健	总计
保定市	2		3			3					8
沧州市	2					1					3
承德市								1			1
高碑店市			1								1
邯郸市	1		1					1	1		4
衡水市			1					2			3
黄骅市	2										2
廊坊市		2		1					1		4
秦皇岛市			2						1	1	4
三河市			1					1			2
沙河市	1										1
石家庄市	4		5	4	1				5	4	23
唐山市	3		7				1		1	1	13
武安市	1										1
邢台市			1			1	1		1		4
张家口市	1								1		2
涿州市			1			1					2
总计	17	2	23	5	1	6	2	5	11	6	78

注：数据截至 2024 年 4 月 30 日

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 河北省经济财政实力及地方债务情况

经济发展方面，2023 年，河北省全省实现 GDP 约 43,944.1 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%，高于全国平均水平 0.3 pct，在全国范围内位列第 12 位，与去年持平。2023 年河北省全省人均生产总值为 59,332 元，较 2022 年增长 5.8%。2023 年河北省全省规模以上工业增加值同比增长 6.9%，全省固定资产投资同比增长 6.3%，其中建设项目投资增长 14.3%，房地产开发投资下降 12.7%，固定资产投资发生结构性转变。

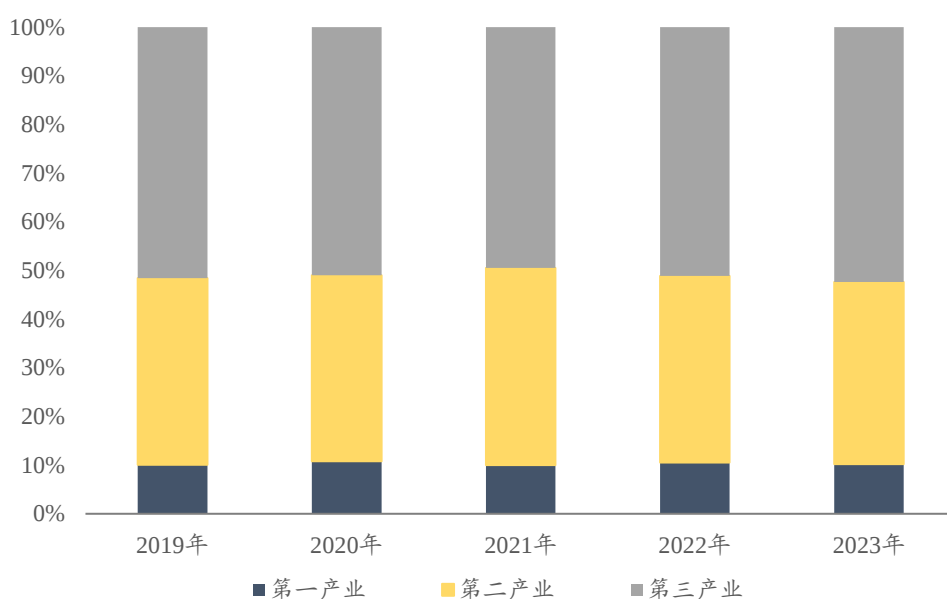
从全市产业结构来看，2023 年第一产业增加值 4,466.2 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值 16,435.3 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 23,042.6 亿元，同比增长 5.5%。2023 年河北省三次产业比例为 10.2:37.4:52.4，与全国 7.1:38.3:54.6 的比重结构横向比较，河北省第三产业占比仍然低于全国水平；纵向回溯，与 2022 年相比，河北省第二产业占比小幅减少而第三产业占比小幅提升，产业结构有所优化，二、三产业逐

步成为全省经济增长的主要支撑。

从投资角度来看，2023 年，河北省制造业投资同比增长 12.6%，拉动全省投资增长 2.3 pct，其中，河北普阳钢铁有限公司整合重组升级改造项目、国轩新能源高端制造基地项目、鹿泉经济开发区数字技术产业园等转型升级及智能制造业项目加速建设推动制造业投资快速增长；2023 年河北省高新技术产业投资同比增长 24.7%，增速高于全部投资 18.4 pct，拉动全省投资增长 1.1 pct，其中高新技术制造业投资同比增长 41.1%，高新技术服务业投资同比增长 11.6%，表明河北省加快构建现代化产业体系，推动传统产业改造升级、培养壮大战略性新兴产业两手抓战略成效显著。

总体来看，2023 年河北省工业生产保持平稳增长态势，制造业对全省经济贡献凸显。下阶段，河北省将重点抓好传统产业转型升级，加快发展战略性新兴产业，加大民营经济支持力度，全力推动工业经济高质量发展。

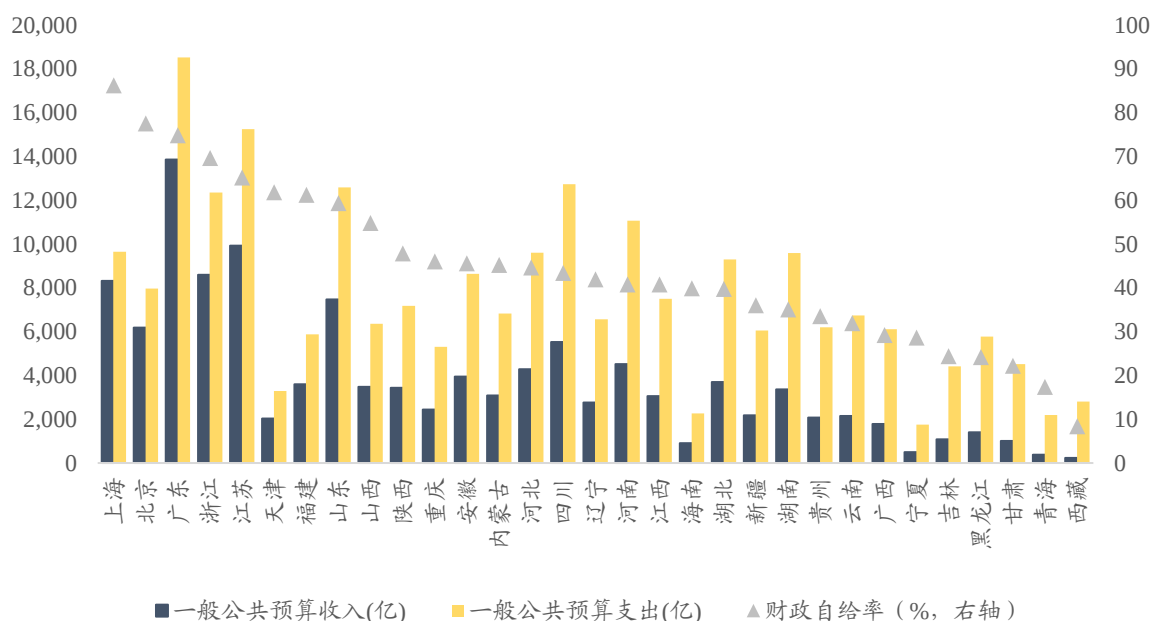
图4：河北省三大产业结构比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

财政实力方面，从地方财政实力角度来看，2023 年河北省一般公共预算收入为 4,286.15 亿元，同比增长 5.67%，全国排名第 9，收入规模创 2016 年河北省发布“十三五”规划以来新高。2023 年河北省财政自给率为 44.62%，全国排名第 14 位，自给率止跌回升，虽然尚未恢复至疫情前水平，但河北省 2023 年地方财政收入增速 5.67%，高于财政支出增速 3.22% 约 2.44 pct，表明河北省财政收支情况正在得到合理有效控制。

图5：2023年全国各省市地方财政收支情况（单位：亿元；%）

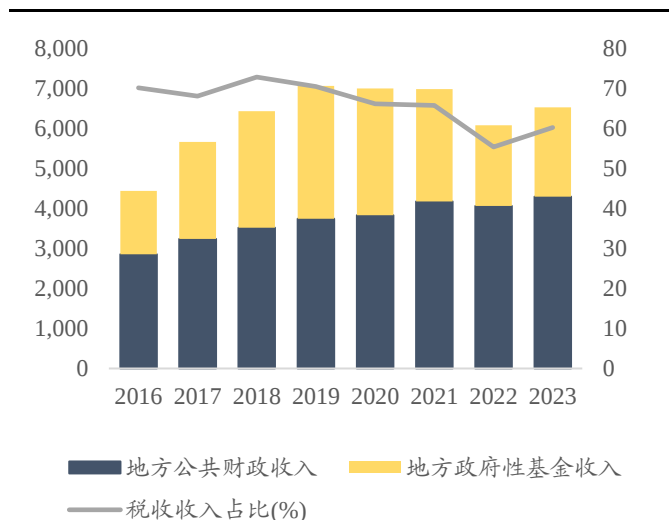


数据来源：Wind，东吴证券研究所

具体来看财政收入结构，可以发现**河北省一般公共预算收入中税收收入占比较大，并且自 2018 年起，该占比呈逐年缓降趋势**，于 2022 年降低至谷值 55.29%，2023 年小幅反弹至 60.14%。河北省近年来的财政收入结构变化与“十三五”期间河北省出台的一系列减税降费政策呼应，表明河北省正在不断优化营商环境，降低企业税收负担。

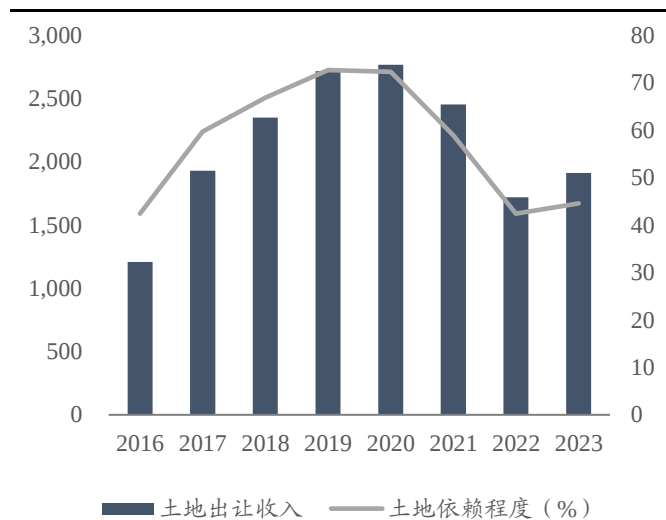
此外，自“十三五”规划以来，河北省财政收入对土地的依赖程度呈现先升后降的趋势，而这一趋势的形成与我国房地产市场的发展变迁密切相关。自 2016 年起，随着房地产市场的蓬勃发展，河北省政府通过出让土地积累大量财政收入，土地依赖程度于 2019 年达到峰值 72.69%，提示土地出让收入为河北省地方财政收入的重要来源之一。然而，地方财政过度依赖土地出让可能导致一系列问题，包括产业结构失衡、房价快速上涨、土地利用效率低下以及地方政府隐性债务增加等。尤其在疫情影响期间，宏观经济疲软，开工受阻等因素导致地方财政遭受严重冲击，这也是致使河北省自 2020 年以来地方公共财政收入增长缓慢的一个重要因素。因此，河北省正在采取两方面的措施来提振经济，一方面积极发展战略性新兴产业，加大高科技产业对地方财政的支撑作用，另一方面随着经济环境的好转，土地投资的同比增长也有所恢复。考虑到过度依赖土地出让可能会造成财政收入脆弱度抬升，增加财政收入承压风险，为了减少土地财政可能带来的副作用，河北省需要谨慎调控土地出让收入在地方财政总收入中的比重，确保其处于合理区间。

图6: 2016-2023 年河北省综合财力分布 (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2016-2023 年河北省土地财政依赖度 (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地方债务方面, 根据 Wind 宽口径负债率 $((\text{地方债务余额}(\text{一般债}+\text{专项债})+\text{城投有息负债})/\text{GDP})$ 和宽口径债务率 $((\text{地方债务余额}(\text{一般债}+\text{专项债})+\text{城投有息负债})/\text{地方政府综合财力})$ 数据显示, **2023 年, 河北省宽口径负债率约 53.32%, 低于全国平均水平 63.85%, 而宽口径债务率则达到 358.45%, 高于全国平均水平 273.54%。**纵观历年, 自 2017 年起, 河北省宽口径负债率连年增长, 其中 2018 年和 2020 年增速最为显著。2018 年负债率快速抬升主要源于河北省发行 2,123.36 亿元地方政府债券用于支持 2800 余个公益项目的建设; 而 2020 年河北省政府债务规模相较 2018 年末增长 51.36%, 主要系大量抗疫债的发行所致。从宽口径债务率来看, 河北省 2023 年该指标由 2022 年的 191.65% 大幅上升 87% 至 358.45%, 创 2017 年以来新高, 主要原因在于转移性收入由 2022 年的 4,465.17 亿元降至 2023 年 0 亿元, 致使地方政府综合财力同比缩减 38.12%。

总体而言, 受益于地区经济发展以及中央财政支持, 河北省地方财政实力在中部地区仍属中上水平, 因此尽管过去 7 年间河北省的宽口径负债率和债务率连续增长, 但随着河北省产业结构的持续优化和地方财政造血能力的不断增强, 区域债务情况整体向好且风险可控, 建议后续继续关注河北省转移性收入披露情况。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/208116043104006072>