

证券研究报告/债券研究报告

## 地方金控平台债券怎么看？

---东北信用策略专题报告

### 报告摘要：

本文聚焦目前尚有存续债的地方金控平台，对其信用特征和债券估值进行梳理。

金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。我们梳理了目前尚有存续债券的地方金控平台，按照层级可分为省级、地市级、区县级和类金控平台，省级金控平台资产规模大，而地市级金控平台数目较多。江苏省、广东省、浙江省地方金控平台数量较多，体现出强资质省份的金融资源相对充足。

不同平台在股东背景、展业情况、金融牌照资源、财务表现等方面差异较大。

**股东背景：**金控平台通常股权结构清晰，控股股东多为地方政府、国资委和财政厅，且持股比例普遍较高，半数以上由政府部门全资持股。从股权变动来看，近年来省级金控平台整体股权结构变动不大，部分地方政府将所属金控股权由省国资委划转或整合至省财政厅。

**展业情况：**部分省级金控平台主要聚焦金融业务，不过在 30 家省级金控平台中，有 13 家平台同时也从事实体业务，如安徽国控、北京国资、福建投资、河北国资等，同时从事金融业务和实体业务的金控平台，业务结构更加多元，稳定性也相对更强。

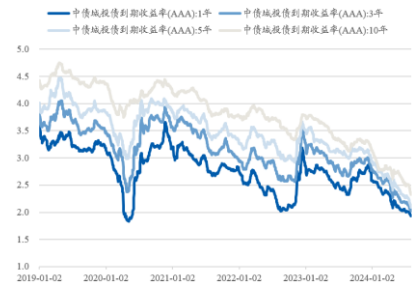
**牌照资源：**银行、信托、保险和证券的牌照通常含金量较高，地区 AMC 牌照资源比较稀缺，在区域的系统重要性较强，而担保、融资租赁和小额贷款等类金融业务的牌照相对普遍。在 30 家尚有存续债券的省级金控平台中，仅有安徽国元、河南投资等 13 家同时控股或参股银行、证券、保险、信托等四大金融牌照，底层资产质量高。

**财务表现：**金控平台总资产规模差距明显，建议警惕“子强母弱”风险。债务结构方面，地方金控平台整体债务偏向长期，由于金控平台并表金融机构，因此资产负债率通常相对偏高。盈利能力方面，2023 年地方金控平台之间的营收收入存在较大分化，省级与部分强地市级金控平台合并报表营收规模超 500 亿元，ROE 超过 10% 的地方金控平台为福建投资、山东通汇资本、陕西金控和福建金投。

从存量债券角度来看，截至 2024 年 8 月 2 日，地方金控平台存续债券规模共计 7268 亿元，多集中在省级（3555 亿元）与地市级（2622 亿元）平台层面。化债行情以来，地方金控平台收益率下行幅度较大，当前收益率处于相对低位。建议可以关注 AAA 级、存续债余额较大、信用资质较好、收益率相对偏高的主体，如渝富控股、天津泰达等平台。

风险提示：金融控股公司监管政策超预期、公司业务开展不达预期

### 历史收益率曲线



### 相关报告

《东北信用策略深度报告：换一个视角看地产对经济的拖累》

--20240711

《东北信用策略专题报告：银行可以获得的外部支持有多少？》

--20240710

《东北信用策略专题报告：青岛城投债，值得关注》

--20240515

《东北信用策略专题报告：哪些金融债收益率仍有 3%？》

--20240329

### 证券分析师：袁毓佳

执业证书编号：S0550524070004

15943006734

8436@nesc.cn

## 目录

<b>1.</b>	<b>金控平台概览</b>	<b>4</b>
1.1.	金融控股公司定义	4
1.2.	金融控股公司发展路径	4
1.3.	金融控股公司分类及特点	7
<b>2.</b>	<b>地方金控平台信用特征梳理</b>	<b>14</b>
2.1.	股东背景	14
2.2.	展业情况	20
2.3.	牌照资源	23
2.4.	财务表现	25
2.4.1.	资产情况	25
2.4.2.	债务水平	27
2.4.3.	盈利能力	30
<b>3.</b>	<b>地方金控平台债券市场分析</b>	<b>32</b>
3.1.	存量情况	32
3.2.	债券估值	34
<b>4.</b>	<b>风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1:	金融控股公司定义	4
图 2:	金融控股公司的发展路径	5
图 3:	地方金控平台数目及资产总和按层级分布 (亿元、家)	9
图 4:	地方金控平台数目按省份分布 (家)	9
图 5:	金控平台总资产按省份分布 (亿元)	9
图 6:	2023 年末省级金控平台合并报表和母公司报表资产规模 (亿元)	26
图 7:	2023 年末母公司报表资产占合并口径资产比重低于 30% 的地方金控平台情况 (亿元)	27
图 8:	2023 年末省级金控平台合并报表和母公司报表短期债务占比	27
图 9:	2023 年末母公司口径短期有息债务占比超过 40% 的地方金控平台情况	28
图 10:	2023 年末省级金控平台合并报表和母公司报表现金短债比	28
图 11:	2023 年末部分平台合并口径及母公司口径现金短债比均大于 1	29
图 12:	2023 年末省级金控平台合并报表和母公司报表资产负债率	29
图 13:	2023 年末母公司口径资产负债率超过 60% 的地方金控平台情况	30
图 14:	2023 年末省级金控平台合并报表营业总收入和利润总额 (亿元)	30
图 15:	2023 年末合并口径利润总额超过 40 亿元的地方金控平台情况 (亿元)	31
图 16:	2023 年末省级金控平台 ROE 情况 (%)	31
图 17:	2023 年末 ROE 较高的地方金控平台如下 (%)	32
图 18:	地方金控平台存量债券按定位分布 (亿元)	32
图 19:	地方金控平台存量债券按省份分布 (亿元)	32

图 20: 地方金控平台存量债券按发行方式分布 (%) .....	33
图 21: 地方金控平台存量债券按剩余期限分布 (%) .....	33
图 22: 地方金控平台存量债券按主体评级分布 (%) .....	34
图 23: 地方金控平台存量债券按隐含评级分布 (%) .....	34
表 1: 金融控股公司主要政策梳理 .....	5
表 2: 金融控股公司定义与分类 .....	8
表 3: 地方金控平台全名单梳理 .....	9
表 4: 省级金控平台实控人及大股东持股占比 .....	14
表 5: 地市级、区县级及类金控平台实控人及大股东持股占比 .....	16
表 6: 省级金控平台业务范围 .....	21
表 7: 省级金控平台牌照总览 .....	24
表 8: 地市级、区县级及类金控平台牌照总览 .....	25
表 9: 存量债余额超过 100 亿元的地方金控平台如下 .....	32
表 10: 地方金控平台平均一级发行票面利率 (%) .....	34
表 11: 地方金控平台平均票面利率按省份分布 (%) .....	34
表 12: 2024 年 8 月 1 日地方金控平台债券中债估值情况 (%) .....	35
表 13: 2024Q2 以来地方金控平台债券收益率变化情况 (BP) .....	36
表 14: 2024 年 8 月 1 日省级和地市级金控平台公募存续债的平均估值 (%) .....	36

## 1. 金控平台概览

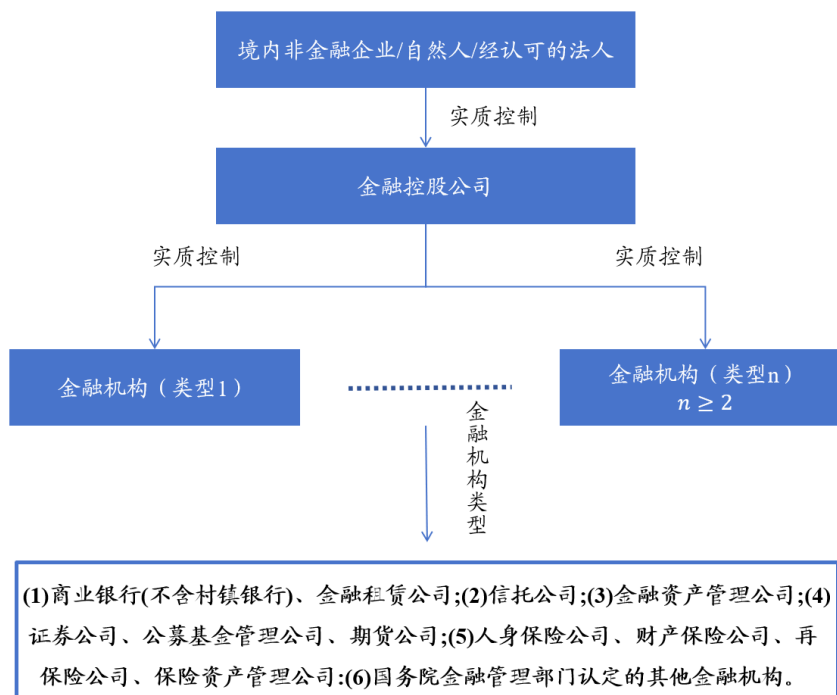
由于各区域经济发展水平、金融资源以及金控平台资质存在差异，各地方金控平台的信用情况和估值水平有所分化。因此，本文聚焦目前尚有存续债的地方金控平台，对其信用特征和债券估值进行梳理，其中部分主体可以进一步挖掘。

### 1.1. 金融控股公司定义

根据 2020 年 9 月 11 日央行发布的《金融控股公司监督管理试行办法》，**金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。**

具体来看，定义中的“**金融机构**”包括：1) 商业银行（不含村镇银行）、金融租赁公司；2) 信托公司；3) 金融资产管理公司；4) 证券公司、基金管理公司、期货公司；5) 人身保险公司、财产保险公司、再保险公司、保险资产管理公司；6) 金融管理部门认定的其他金融机构。

图 1: 金融控股公司定义



数据来源：中国人民银行、东北证券

### 1.2. 金融控股公司发展路径

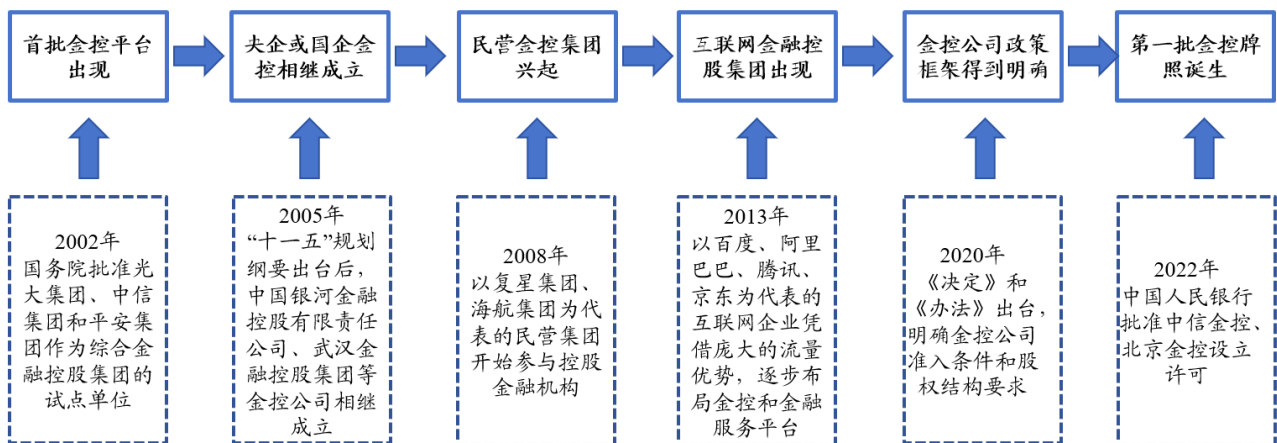
2002 年，国务院批准中信集团、光大集团、平安集团作为综合金融控股集团试点机构，探索在分业经营、分业监管框架下推进金融业综合经营创新。从 2005 年起，监管部门开放商业银行入股和设立基金管理公司、金融租赁公司、保险公司等，金融业务之间的壁垒逐步被打开，金融控股公司数量迅速增加，中国银河金融控股有限

责任公司、武汉金融控股集团等中央或地方金控相继成立。

2008年，由彼时“一行三会”联合颁布的《金融业发展和改革“十一五”规划》提出“鼓励金融机构通过设立金融控股公司、交叉销售、相互代理等多种形式，开发跨市场、跨机构、跨产品的金融业务，发挥综合经营的协同优势，促进资金在不同金融市场间的有序流动，提高金融市场配置资源的整体效率”，以复星集团、海航集团为代表的民营金融控股集团兴起，民营资本开始参与金融控股集团。2013年以来，以阿里巴巴、腾讯和百度等为代表的互联网巨头纷纷拿下多个金融牌照，并通过持续创新得到快速发展。

2020年9月，《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》、《金融控股公司监督管理试行办法》出台，标志着金融控股公司监管进入了规范化发展的新阶段，要求金融控股公司需授权设立、持牌经营，并强化公司治理和风险管控。2022年3月，中国人民银行批准了中国中信金融控股有限公司和北京金融控股集团有限公司的金融控股公司设立许可，第一批金控牌照诞生。

图 2：金融控股公司的发展路径



数据来源：东北证券

总体来说，我国对金融控股公司的监管由试点到推广，不断标准化、规范化，目前已有相对完善的监管法规，未来还将进一步加强监管，维护金融系统稳定。

表 1：金融控股公司主要政策梳理

发布时间	发布机构/会议	政策名称	主要内容
2008年2月	中国人民银行、原银监会、原保监会、证监会	金融业发展和改革“十一五”规划	稳步推进金融业综合经营试点。鼓励金融机构通过设立金融控股公司、交叉销售、相互代理等多种形式，开发跨市场、跨机构、跨产品的金融业务，发挥综合经营的协同优势，促进资金在不同金融市场间的有序流动，提高金融市场配置资源的整体效率。
2009年9月	财政部	关于印发《金融控股公司财务管理若干规定》的通知	金融控股公司(中国中信集团公司、中国光大(集团)总公司、中国光大集团有限公司)国有资本由财政部代表国家持有，应当积极推进股份制改革，在国家规定的范围内，进行非金融行业投资。

2012年9月	中国人民银行、原银监会、原保监会、国家外汇管理局	金融业发展和改革“十二五”规划	引导具备条件的金融机构在明确综合经营战略、有效防范风险的前提下,积极稳妥开展综合经营试点,提高综合金融服务能力与水平;加强综合经营机构的并表管理和全面风险管理。
2017年4月	中共中央政治局第四十次集体学习		统筹监管系统重要性金融机构,统筹监管金融控股公司和重要金融基础设施,统筹负责金融业综合统计,确保金融系统良性运转,确保管理部门把住重点环节,确保风险防控耳聪目明,形成金融发展和监管强大合力,补齐监管短板,避免监管空白。
2017年7月	第五次全国金融工作会议	第五次全国金融工作会议通稿	规范金融综合经营和产融结合,加强互联网金融监管,强化金融机构防范风险主体责任。
2018年1月	原银监会	2018年全国银行业监督管理工作会议	清理规范金融控股集团,推动加快出台金融控股公司监管办法。
2018年2月	中国人民银行	2017年第四季度中国货币政策执行报告	继续推动出台金融控股公司监管规则,明确市场准入、公司治理、资本充足、关联交易等监管要求,探索完善相应的监管机制。
2018年4月	中国人民银行、原银保监会、证监会	关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见	明确企业投资金融机构的政策导向,强化股东资质、股权结构、投资资金、公司治理和关联交易监管,加强实业与金融业的风险隔离,防范风险跨机构跨业态传递。
2018年11月	中国人民银行	中国金融稳定报告(2018)	做出加强宏观审慎管理,统筹监管金融控股公司和系统重要性金融机构,加强金融基础设施的统筹监管和互联互通,推进金融业综合统计和监管信息共享的展望。
2019年7月	中国人民银行	金融控股公司监督管理试行办法(征求意见稿)	中国人民银行依法对金融控股公司实施监管,审查批准金融控股公司的设立、变更、终止以及业务范围;国务院银行保险监督管理机构、国务院证券监督管理机构和国家外汇管理部门依法对金融控股公司所控股金融机构实施监管;财政部负责金融控股公司财务制度管理。
2019年11月	中国人民银行	中国金融稳定报告(2019)	个别金融控股集团、农村金融机构风险可能暴露,互联网金融特别是网络借贷风险仍需关注,非法集资形势仍然复杂;加大金融机构不良资产处置力度,继续有序处置重点金融控股集团风险,着力化解地方中小金融机构风险。
2020年9月	国务院	关于实施金融控股公司准入管理的决定	《决定》明确,在我国境内的非金融企业、自然人以及经认可的法人控股或者实际控制两个或者两个以上不同类型金融机构,具有规定情形的,应当向中国人民银行提出申请,经批准设立金融控股公司;《决定》从注册资本,股东、实际控制人,董事、监事和高级管理人员,补充资本能力,以及组织机构和风险管理、内控制度等方面对金融控股公司提出明确的准入要求。

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/368056114024006117>