



兰州城投技术违约事件点评：是否强化了城投信仰？

2022年8月31日

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

王婷

wangting@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

1.事件回顾：2022年8月29日，上清所公告称未足额收到“19兰州城投PPN008”的到期本息，兰州城投于当晚8点半大额付款通道开通后将资金划转至PPN专户，完成本息兑付，此次风险事件构成技术性违约。

2.兰州城投流动性风险背后反映的是兰州市地方财政风险，为确保债券兑付，公司转让了重要资产。兰州城投主营燃气、公交等城市收费类业务，回款情况尚好。风险主要来自于基础设施代建业务，但代建业务未形成主营收入，而是由政府拨款、财政补贴、地方政府债券置换及配套部分自营项目等方式实现资金平衡。代建业务前期需要垫付大量资金，而近两年地方财政吃紧，公司收到的财政补贴等资金拨付较少，公司现金流极度依赖外部融资，主要通过金融机构借款、融资租赁、发行债券等方式弥补资金缺口。

3.兰州市经济和财政实力在省会城市中排名靠后，但债务率排名靠前。兰州市GDP总量、一般公共预算收入、财政自给率在省会城市中排名在20位以后，而宽口径债务率排名在第11位。2021年以来，随着房企债务危机蔓延以及房地产市场行情低迷，兰州市土地出让收入同比大幅减少。

4.兰州城投及其控股股东兰州建投作为兰州市最主要的两家融资平台，2021年以来风险事件不断发生，让兰州市融资平台和地方债务风险成为市场舆论中心。兰州城投和兰州建投集中了兰州市大部分的城投债务规模，且到期时间集中、2022年下半年至2023年偿付压力巨大。自2021年以来，两家平台公司已多次发生非标违约等信用风险事件，兰州市政府和相关部门也多次召开会议，确保地区不发生债务风险，促进地区金融稳定。

5.事件点评：(1) 债券兑付前夕的资产转让不仅是偿债措施，更是兰州市国企改革和国有资产重组中的一环，不排除未来兰州城投或将进行市场化转型的可能。(2) 兰州地区的风险早已显露，此次技术性违约事件未增加地区风险敞口，反而在某种程度上加深了兰州地区的“城投信仰”。(3) 兰州城投并非第一家技术性违约的城投企业，也不会是最后一家。(4) 技术性违约的背后本质还是信用出现瑕疵。(5) 城投技术性违约是否在不断强化“城投信仰”？一方面，城投信用基本面趋弱，“城投信仰”在逐渐走弱，但另一方面，城投信用绑定地方政府信用，地方政府和金融部门力保城投企业在标准债券市场上不违约，从而不断强化“城投信仰”，这两种逻辑在不断博弈，未来将会如何演绎尚有待观察。

一、事件回顾和公司情况梳理

1. 事件回顾

表 1 兰州城投技术性违约事件详情

项目	内容
主体名称	兰州市城市发展投资有限公司
性质	技术性违约
事件	2022 年 8 月 29 日，上清所公告称，未足额收到“19 兰州城投 PPN008”付息兑付资金，无法代理进行债券付息兑付工作
兑付进展	当晚 8 点半大额付款通道开通后，将资金划转至 PPN 专户，完成本息兑付
相关舆情	<p>① 除了“19 兰州城投 PPN008”以外，“20 兰州城投 PPN005”的利息也是在 8 月 29 日下午最后时刻，才将资金划转至上清所。</p> <p>② 2022 年 3 月，兰州城投出现担保代偿风险。兰州城投担保的“生命资产-兰州高原夏菜采购中心债权投资计划”利息兑付出现逾期，该计划是一项本金为 6.5 亿元的非标融资。随后，兰州城投与相关投资人达成协议，该逾期利息将展期至 2022 年底兑付。</p> <p>③ 2021 年，兰州城投对兰州科天投资控股股份有限公司的 2.63 亿元担保已列为不良，公司有代偿风险。此外，公司与国家开发银行的部分借款发生展期。</p>

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2. 公司业务情况及风险处置对策

公司控股股东为兰州建设投资（控股）集团有限公司（以下简称“兰州建投”），实际控制人为兰州市国资委。

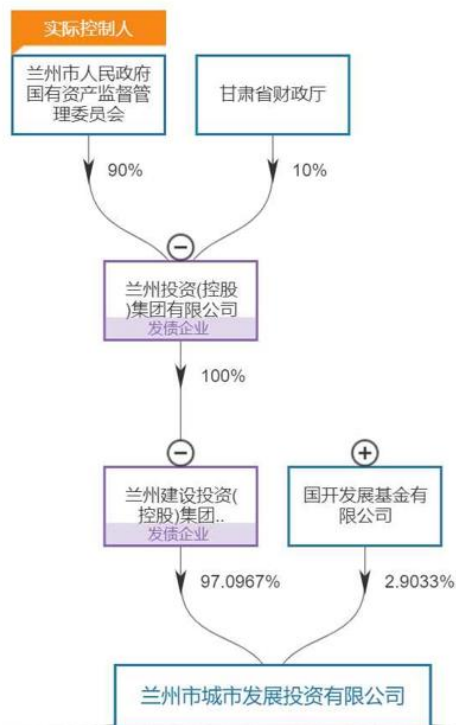
公司主营燃气、公交等城市收费类业务，基础设施代建未形成主营收入。公司为兰州市市政基础设施的主要投建主体，承担了兰州市大量的基础设施建设任务，同时负责运营燃气、公交、供水和供热等公用事业，并开发保障性住房、商品房及商业物业。但基础设施建设并未形成主营收入，这部分投入由政府拨款、财政补贴、地方政府债券置换及配套部分自营项目等方式平衡。从主营业务收入来看，公司主要收入来源于燃气、公交、供水和供热这些城市收费类业务，占比超过 90%，其中燃气为最主要营业收入，占比约为 50%。公交业务盈利能力很差，2021 年公司毛利率为-7.8%。

主营业务的回款情况尚好，但代建业务极度依赖外部融资，加之近两年地方财政收紧，加剧公司流动性紧张，进而引发技术性违约。由于主营业务主要来自于城市收费性业务，因而主营业务的回款其实尚且良好。但由于公司承接了大量的基础设施代建业务，前期需要垫付大量资金，而近两年地方财政吃紧，公司收到的财政补贴等资金拨付较少，公司现金流极度依赖外部融资，主要通过金融机构借款、融资租赁、发行债

请务必阅读正文之后的免责声明

券等方式弥补资金缺口。可见，此次技术性违约的背后本质还是流动性紧张，而这种流动性紧张是由地方财政收紧带来的连锁反应。

图 1 公司股权结构



资料来源：wind，中证鹏元整理

为确保债券兑付，在债券到期前夕公司转让了重要资产。在债券到期前夕，公司将重要子公司甘肃中石油昆仑燃气有限公司 50%的股权转让给兰州金融控股有限公司和兰州生态创新城发展集团有限公司。根据 2022 年 8 月 18 日公司公告，此次转让资产的目的是“为确保公司到期债务足额按时兑付”，可见公司主观上还是在努力推进债券的兑付。但对公司信用基本面影响较大，转让后，公司营业收入将减少一半。

二、兰州城投流动性风险反映的是兰州市地方财政风险

从上述对兰州城投情况的梳理可以看出，兰州城投的流动性风险很大程度上是地方财政承压导致的公司现金流承压。因而本章节我们来梳理一下兰州市经济财政和债务风险情况。

1. 兰州经济财政和债务情况

兰州市经济和财政实力在省会城市中排名靠后，但债务率排名靠前。2021 年兰州市实现 GDP 总量为 3231.29 亿元，增速为 6.1%，GDP 总量在 27 个省会城市中排名第 22 位，约为第一名广州市的 11%。2021

年兰州市一般公共预算收入为 276.71 亿元，在 27 个省会城市中排名第 22 位，约为第一名杭州市的 12%。2021 年兰州市城市财政自给率为 57.22%，排名第 20 位，第一名为杭州市 99.75%。2021 年兰州市宽口径债务率¹为 314.38%，排名第 11 位，临近省会城市银川市的宽口径债务率为 132.35%。

表 2 2021 年兰州市与临近省会城市的经济财政指标对比（单位：亿元）

省份	地级市	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
陕西省	西安市	10,688.28	4.1%	8.37	855.96	1,460.39
新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	3,691.57	6.1%	9.07	377.93	224.83
甘肃省	兰州市	3,231.29	6.1%	7.38	276.73	187.57
内蒙古自治区	呼和浩特市	3,121.40	6.5%	8.98	228.92	129.72
宁夏回族自治区	银川市	2,262.95	6.3%	7.88	147.42	80.97
青海省	西宁市	1,548.79	8.1%	6.26	153.9	-

注：兰州市 2021 年政府性基金收入为预计数，统计公报未披露的人均 GDP=2021 年 GDP/第七次人口普查数。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

2021 年，兰州市土地出让收入大幅减少。兰州市政府性基金收入规模大幅波动，2020 年受益恒大及关联方等房企积极拿地带动土地出让面积放量，当期土地出让收入同比大幅增长；2021 年以来随着房企债务危机蔓延以及房地产市场行情低迷等影响，土地出让收入快速下滑。据统计，2021 年兰州市成交土地总价同比下降 42%，2022 年上半年该指标较上年同期继续下降 50%。

表 3 2021 年兰州市政府性基金收入显著下滑（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	276.73	247.13	233.23
税收收入占比	73.30%	71.28%	76.03%
财政自给率	57.22%	50.82%	51.07%
政府性基金收入	187.57	230.66	167.91
地方政府债务余额	645.60	748.62	546.22

注：根据《关于兰州市 2021 年财政预算执行情况及 2022 年财政预算草案的报告》，2021 年政府性基金收入为 2021 年 1-11 月数据。

资料来源：2019-2020 年兰州市财政决算草案、兰州市 2021 年财政预算执行情况及 2022 年财政预算草案，中证鹏元整理

2. 兰州市融资平台分布情况

兰州城投和兰州建投是兰州市最大的两个融资平台，债务集中。兰州市的投融资平台较多，其中，兰州

¹ 宽口径债务率=(地方政府直接债务+地区城投债务)/(公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+国有资本经营收入)

城投和兰州建投是兰州市最大的两个融资平台，也是近期兰州市城投债务风险的主要聚焦点，其债务规模较大，到期偿付压力很大。

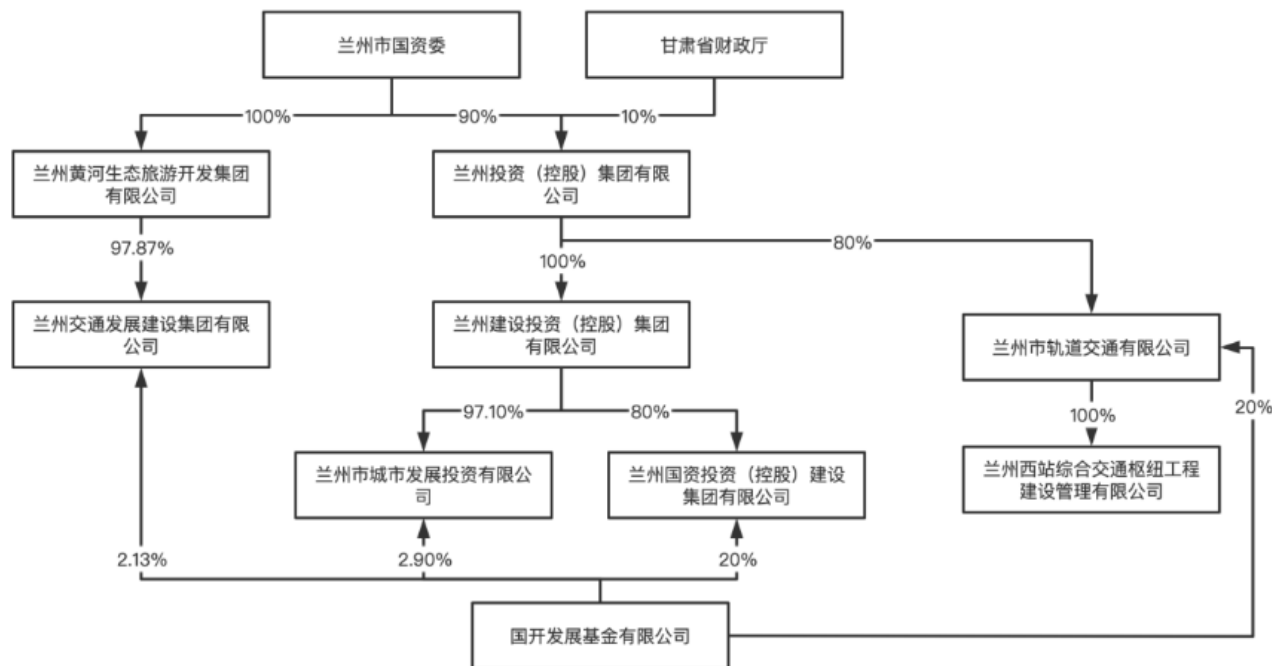
表 4 兰州市重要投融资平台情况（单位：亿元）

名称	股权层级	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
兰州投资	一级	688.62	71.86%	130.66	1,399.52	兰州市一级平台，业务涵盖城市基础设施及综合开发项目建设等
兰州建投	二级	396.56	72.66%	71.17	784.67	兰州市主要平台，系市政基础设施的主要投建主体
兰州城投	三级	287.77	72.41%	36.64	582.72	兰州市主要的基础设施投建主体及燃气、公交等公用事业经营主体
兰州国资投资（控股）建设集团有限公司	三级	71.74	69.75%	16.21	74.34	兰州市综合投融资平台，业务包括中成药销售、房地产销售、粮油销售等
兰州轨交	二级	90.67	80.79%	2.84	346.74	兰州市城市轨道交通投融资、建设、营运主体和沿线资源综合开发主体
兰州黄河生态旅游开发集团有限公司	一级	220.17	44.48%	5.96	87.78	主要业务包括文化旅游项目开发及建设，生态环境综合治理等
兰州交通发展建设集团有限公司	二级	93.45	58.77%	4.46	63.62	承担兰州市道路建设、客运以及交通相关的投融资、开发建设等

注：1. 兰州国资投资（控股）建设集团有限公司的财务数据来自 2021 年中报；2. 其他数据为 2021 年度/2021 年末数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开资料，中证鹏元整理

图 2 截至 2022 年 6 月末兰州市级平台股权结构



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

3. 兰州市风险事件梳理

早在此次兰州城投技术性违约之前，兰州市地区的城投平台就已经成为舆论中心，主要围绕兰州城投和兰州建投的债务压力和偿债风险。这两家平台的债务风险反映的是地区财政的风险，地方政府和各金融机构也在不断努力化解相关风险。以下我们来回顾一下兰州市地区的风险事件进程。

2021 年，兰州城投对兰州科天投资控股股份有限公司的 2.63 亿元担保已列为不良，公司有代偿风险。此外，公司与国家开发银行的部分借款发生展期。

2021 年 10 月 15 日，甘肃省地方金融监管局组织召开债券投资人恳谈会，会上甘肃和兰州市有关领导均表态会保障债务安全，并成立了规模 100 亿元的兰州市国有企业信用保障基金。

2021 年 12 月 19 日，兰州市政府又召开化解兰州建投债务问题金融机构通气会，各家银行、金融机构共同签订《金融机构一致行动人倡议书》，实现兰州建投债务全部落实，不打折扣。

2022 年 3 月，兰州城投出现担保代偿风险。兰州城投担保的“生命资产-兰州高原夏菜采购中心债权投资计划”利息兑付出现逾期，该计划是一项本金为 6.5 亿元的非标融资。随后，兰州城投与相关投资人达成协议，该逾期利息将展期至 2022 年底兑付。

2022年7月，兰州建投出现利息逾期，信托机构按照合同已经宣布1.6亿的本金提前到期，并对兰州建投旗下财产向法院申请诉前财产保全，兰州建投非标总债务量超100亿元，债券存续约60亿元，其中八成将在一年内到期。

截至目前，两家城投公司均延迟披露2022年跟踪评级报告，目前最新的主体评级均维持AA+级，展望负面。

三、事件点评及影响评估

第一，债券兑付前夕的资产转让不仅是偿债措施，更是兰州市国企改革和国有资产重组中的一环，不排除未来兰州城投或将进行市场化转型的可能。

我们注意到三点信息，**首先**，公司公告中提到，此次转让资产的背景为：“开展战略性重组，改善公益性项目市场化盈利状况，坚定不移推动公司市场化运营”。

其次，2021年7月21日兰州市国资委发布了《兰州市国企改革重点任务落实情况、面临困难和具体措施》，文中提及兰州市政府对国企改革三年行动做出了安排部署，需加大重组整合力度。按照“产业相近、行业相关、主业相同、资产同质、经营同类、优势互补”原则，将原42户市属国有企业重组整合为21户。

并且在“存在问题和具体措施”的部分特别提到了兰州城投的困难：“企业资产负债率较高，债务风险较大。特别是兰投、建投、轨道公司、农发公司等企业自身经营性项目少且处于建设期或运营初期，运营成本高，短期内效益难以显现，还本付息压力较大。”在应对措施中提出：“拓宽偿债资金来源。一是加大力度盘活各类资金资产，多渠道化解债务风险。妥善处置存量资产，通过合理出让部分国有股权以及不直接关系国计民生的经营性国有产权权益等方式筹措资金，用于偿还部分债务，化解到期债务风险。二是鼓励和推动市属国有企业积极探索市场化转型发展路子，同时以市场化方式参与政府投资项目建设。要求各企业承接项目时，必须制定和落实项目资金平衡方案，形成立项决策规范和“借、用、管、还”相统一的投融资闭环体系，投资项目独立核算，自负盈亏。”

再者，此次资产转让的两家受让方分别为兰州市财政局和兰州市国资委全资持股公司，均为近年新成立的公司，并正在陆续往这两家公司装入国有资产。目前这两家公司均未发债，后续通过不断资产重组后，或成为某个领域内的控股公司，并成为兰州市新的融资平台。

结合以上三点，我们合理推测，公司此次资产转让是兰州市国企改革中的一环，首先通过资产转让、筹措资金，化解债务风险，其次将其公益性业务进行剥离重组，将经营性业务进行市场化转型，直至最后完全

请务必阅读正文之后的免责声明

剥离其城投属性。这些都是可能的路径，有待进一步观察。只是这个过程可能是曲折的，如果彼时尚有债券存续的话，需密切关注对存续债券偿付能力的影响。

第二，兰州地区的风险早已显露，此次技术性违约事件未增加地区风险敞口，反而在某种程度上加深了兰州地区的“城投信仰”。此次技术性违约是企业 and 地区风险演绎进程的一部分，它不是兰州城投的第一次风险事件，更不是兰州地区城投平台第一次风险事件，总体上并未扩大对企业和地区的风险敞口，甚至由于企业最后兑付上了本息，向市场展示了地方政府和相关金融部门不发生地区债务风险的决心和实际行动，反而或在一定程度上加深了兰州地区的“城投信仰”。当然，兰州地区的债务风险敞口尚在，提醒相关方仍需持续关注地区债务风险化解的措施和进展，对债务的偿付能力仍需持谨慎态度。

第三，兰州城投并非第一家技术性违约的城投企业，也不会是最后一家。此前已有六师国资（2018年）、呼和经开（2019年）、吉林铁投（2020年）发生过技术违约，但基本均在3个工作日内完成兑付。此外，还有盛京能源（2020年）破产重整，存量债券提前到期，由担保方代偿。具体详见附表“城投债券兑付风险事件一览”。

第四，技术性违约的背后本质还是信用出现瑕疵。技术性违约的城投企业，尽管基本在3个工作日内完成兑付，但本质还是信用面存在瑕疵、资金面紧张所致。据统计，截至2022年上半年，我国发生技术性违约的主体有16家，涉及19期债券，除去3家主体在债券到期后退出资本市场不再发债而未能持续跟踪其信用状况以外，剩余13家主体中有9家已发生实质性违约，比例达69%，剩余4家均发生不同程度的信用质量下降，市场也普遍调低对其信用预期。可见技术性违约背后本质还是信用质量大幅下降、信用风险凸显。本次兰州城投也是因为地方政府财政的趋紧、导致公司流动性紧张、最终引发资金归集出现问题。

第五，城投技术性违约是否在不断强化“城投信仰”？技术性违约城投企业的兑付背后，大多能看到政府积极协调资源确保兑付的身影。一方面，城投本身信用基本面偏弱，盈利能力差，近两年在地方财政收紧的情况下，加剧资金紧张程度，仅靠外部融资滚动接续的模式也难以维继，非标违约事件频发，“城投信仰”在逐渐走弱；但另一方面，市场普遍将城投信用和地方政府信用绑定在一起，在发生信用风险事件后政府又在积极协调资源，力保城投企业在标准债券市场上不违约，以维护地方融资环境和金融秩序的良好，谁也不想被打上“城投违约第一人”的标签，其本质来说是违约的隐性成本远高于违约债务本身，从而形成“城投信仰”的不断强化。此外，近年随着产业企业暴雷而形成的资产荒，一定程度上也加固了“城投信仰”。这两种逻辑在不断博弈，未来将会如何演绎尚有待观察。

附表 城投债券兑付风险事件一览

主体名称	性质	事件	兑付情况	相关舆情
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	技术性违约	2018年8月13日，上清所公告称，未收到“17兵团六师SCP001”的应付本息款项	政府高度重视，周一违约，周三完成兑付。2018年8月15日，公司发布兑付公告称，已于15日上午延期完成本息支付	市场普遍认为的第一例技术性违约的城投债券
呼和浩特经济技术开发区投资开发集团有限责任公司	技术性违约	2019年12月6日（周五），上清所公告称，未能足额收到16呼和经开PPN001回售款项及当期利息	经过周末两天后，12月8日（周日）下午，呼和浩特政府已经组织开会协调兑付事宜，偿还了大约6亿，剩余未兑付资金与投资者签订展期协议	公司在技术性违约之前，已与中江信托、国耀控股融资租赁公司和皖江金融租赁等发生非标违约纠纷。且公司高层涉嫌违法违规，影响公司正常经营。2018年9月，呼和经开原党委书记李建平因贪腐涉嫌严重违法违纪被调查，同年11月呼和经开法定代表人和董事长由穆小平变更为张树荣
吉林市铁路投资开发有限公司	技术性违约	2020年8月17日，公司未能在15吉林铁投PPN002到期当天17时前将当期本息按时划付至上清所指定账户中	当晚22时30分，公司完成15吉林铁投PPN002应付本息的兑付	一年后公司发生贷款逾期事件。2021年8月19日，公司因为资金紧张，未按时偿付招商银行长春分行的一笔10亿元贷款利息，这笔利息约为1400万元
沈阳盛京能源发展集团有限公司	破产重整，担保代偿	2020年10月23日（周五），法院受理了债权人对公司的破产重整申请，根据《破产法》第四十六条：“未到期的债权，在破产申请受理时视为到期。”由此，存量债券17沈公用	据公开信息，存量债券于三个工作日后（2020年10月28日）由担保方代偿	-

注：07宣城投债（2009年）、14新密财源债（2017年）也发生了技术性违约，但发生时间较早，且均在第二天就及时兑付了本息，市场影响较小，此处暂不列入城投债券兑付风险事件详表。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理



免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	吉林	陕西
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：吉林省长春市南关区人 民大街 7088 号伟峰国际商务广 场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：陕西省西安市高新区唐 延路 22 号金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
香港		
地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140		