

2024年8月13日

兰州化债再观察

中证鹏元资信评估股份有限公司
工商企业评级部

刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

曾繁泳
zengfy@cspengyuan.com



主要内容：

兰州市作为化债热点区域之一，近年城投债到期高峰期间再融资受阻，标债滚续压力较大；叠加土地出让收入持续大幅下滑，财政资金腾挪空间受限。在“一揽子化债”政策背景下，2024年以来兰州市化债进展如何？其化债之路有何特殊性？在城投化债与转型并行的当下，兰州市又将如何演绎未来篇章？通过对兰州市化债的持续观察，本文试图对以上疑问进行解答，此举或为其他弱区域债务化解提供一定的借鉴意义。

一揽子化债政策加速推进，兰州市城投债券保刚兑成效显著，2024年平台重启发债取得进展。2023年以来省市两级继续通过信保基金、盘活存量资产、财政支持等多种途径，有效确保了兰州市城投大量到期债券的刚性兑付。经历2021-2023年债券偿付高峰后，兰州市城投债余额骤降，2024年以来二级市场信用利差持续低位下行，平台继2023年全年无发债记录以来再次重启发行完成到期债券接续，债券净融资继连续三年净流出之后有所改善。截至2024年7月末，兰州市城投平台存续债规模较小且期限分散，债券偿付压力已显著下降。

自上而下的中央政策及省级政府支持成为兰州市化债的重要支撑。兰州政治、经济地位高，省级及中央政府对兰州市的债务问题均高度重视且频频发力给予支持。2023年以来甘肃省先后与多家金融机构交流为兰州化债进行“铺路”，且国办35号文出台前，国务院亦曾向甘肃省派驻专家组指导兰州市债务化解。甘肃省政府在资金方面亦给予兰州较大支持，2023年甘肃省共计发行特殊再融资债220亿元，其中兰州市获配一定额度，且2023年下半年兰州市将多家市级城投平台的部分债务新纳入隐债，未来该部分债务亦有较大概率通过上级资金支持予以化解。

兰州市平台非标逾期仍频发，部分主体信贷债务接续出现问题，围绕信用修复进行化债将成为未来化债重点。2024年以来兰州市部分平台银行贷款展期效果不及预期，个别主体出现贷款本金逾期情况；非标债务化解亦面临诸多现实困难，2024年以来多家平台持续发生非标逾期，诉讼案件数量较往年大幅增加，其中多家发债主体被列为被执行人，对信用修复造成不利影响。预计未来持续推进银行贷款展期降息以及处理非标逾期引起的系列问题将成为兰州市化债重点。

长期有效的债务化解有赖于区域经济财力的支撑，未来持续关注“强省会”战略下兰州市经济财政增长成效。兰州市以石油、化工等重工业为

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，产业转型压力较大，叠加其两山夹一河的特殊地理架构对其城市拓展及工业开发形成的制约等因素影响，经济发展水平及综合财力落后于临近省会，而债务率却排名靠前。近年来甘肃省政府提出“强省会”战略，兰州市政府亦提出重振“兰州制造”，2023年以来兰州市积极推动兰州石化120万吨乙烯改造、重离子装备制造等项目开工，未来推动传统产业转型升级、培育壮大新兴产业、以及发挥其作为西北地区综合交通枢纽的区位优势等将成为兰州市经济发展的重要着力点。

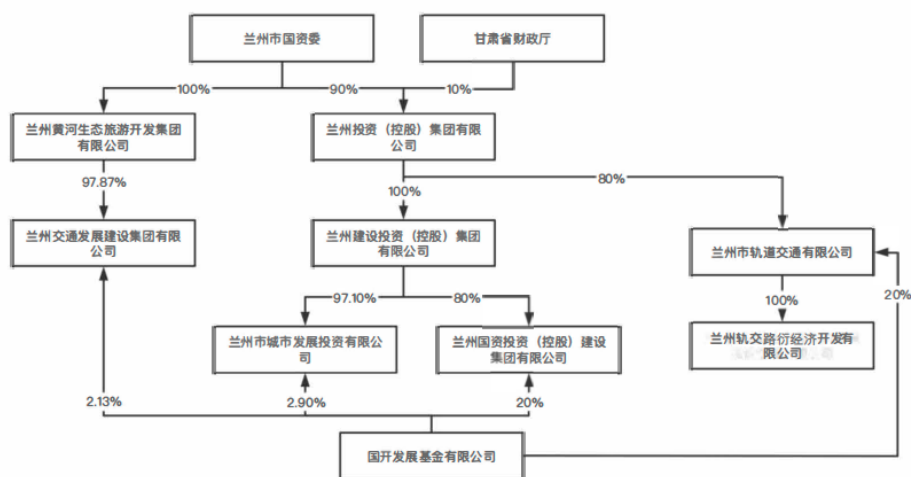
兰州市平台市场化转型持续进行中，未来转型成功的主体有望成为区域经济发展的重要抓手，但原有发债主体的再融资能力有待观察。受限于资源禀赋有限，兰州市平台市场化转型步伐相对较慢但长期趋势不改。目前兰州市已有多家市级重要平台正在推进市场化转型，如兰州投控旗下子公司参与高原夏菜副食品采购中心、重离子医院等项目，兰州轨交规划布局的“1+6”业务模式等，努力通过资源重组打造出具备市场化竞争力的主体，从而为促进区域经济发展提供重要抓手。但由于多家发债主体曾出现信用瑕疵，此类主体在城投融资政策持续收紧的背景下再融资受到极大限制，未来能否获得市场认可、能否新增发行有待观察。

一、兰州市化债最新进展

2024年以来兰州市城投债偿付压力骤降，目前存量债券余额少且期限分布较为均衡；但“一揽子化债方案”政策在银行信贷端的落地执行效果不及预期，部分平台银行贷款接续出现问题，同时非标债务化解仍面临较大的现实困难，对区域融资环境改善造成不利影响

兰州市平台数量多，股权层级较为复杂。兰州投资（控股）集团有限公司（以下简称“兰州投控”）、兰州黄河生态旅游开发集团有限公司（以下简称“黄河生态”）为一级平台，其中兰州投控旗下包括兰州建设投资（控股）集团有限公司（以下简称“简称兰州建投”）、兰州市城市发展投资有限公司（以下简称“兰州城投”）、兰州市轨道交通有限公司（以下简称“兰州轨交”）等重要发债主体；黄河生态系兰州市近年新组建的地方国企平台，于2022年首次进入债券市场发行债券。

图1 截至2024年6月末兰州市级平台股权结构

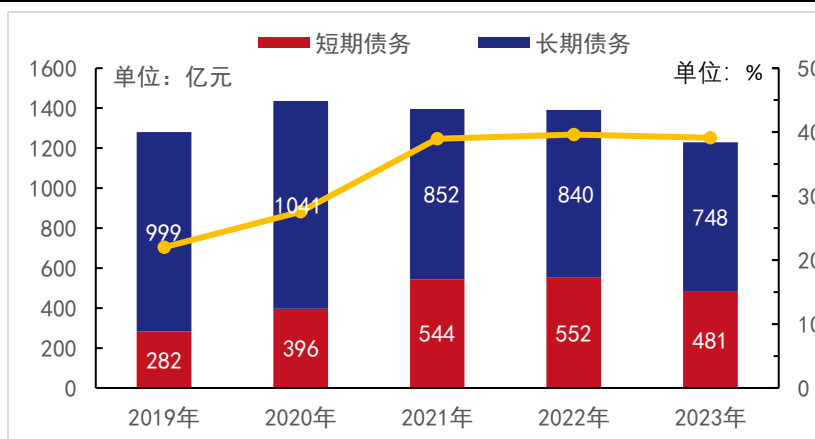


资料来源：公开查询，中证鹏元整理

兰州市城投平台债务规模持续压降，但债务期限结构仍有待改善。区域城投平台有息债务高峰时规模近1500亿元¹，债务类型包括银行借款、债券资金以及非标借款，三者占比分别为68%、25%、7%。近年来随着化债持续推进，兰州投控体系有息债务规模持续压降，2023年末降至1,028亿元。黄河生态作为新主体，整体债务规模不大但近年持续增加，其有息债务由2020年末75亿元持续增至2023年末200亿元。截至2023年末，兰州市级城投平台有息债务合计为1,229亿元，较2020年末高峰下降14%。期限分布上，有息债务短期化较为明显，2021-2023年末短期债务占比持续维持40%高位。

¹ 2020年末兰州投控合并范围有息债务和黄河生态投的有息债务合计数。
请务必阅读正文之后的免责声明

图 2 近年兰州市城投平台有息债务逐步压降，但短期债务占比仍较高

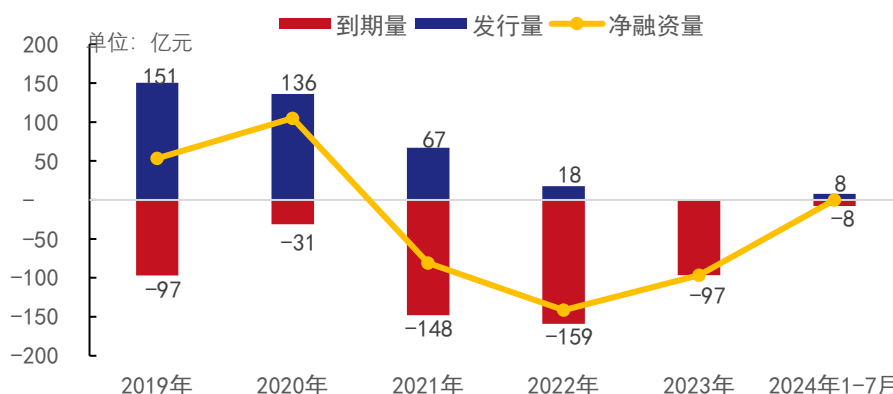


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年在兰州市政府“保刚兑”背景下，城投完成大量公开债券兑付，目前存量债券余额大幅下降，债券刚兑压力大幅缓解。甘肃省和兰州市两级政府偿债意愿强烈，曾明确提出确保城投债刚性兑付，为筹集债券刚兑资金，兰州市采取了市属国企资金拆借、存量资产盘活、设立信保基金、争取特殊再融资债等系列措施。2021-2023年兰州市城投平台累计兑付到期债券404亿元，其中重要主体兰州城投存量债已于2023年全部兑付完成，包含多支债券提前兑付。截至2024年7月末存量债券余额仅为39亿元，较2020年末358亿元的高点已大幅下降。

2024年以来兰州市城投平台债券净融资略有改善，后续能否转为净流入尚待观察。受区域融资环境持续弱化影响，兰州市城投平台在偿债高峰期间发行受阻，发行量自2022年快速下降，2023年全年无发行记录。2024年1-7月区域发行债券7.9亿元，均系黄河生态发行。黄河生态于2022年先后发行三支私募债合计金额7.9亿元，期限均为2年，随着2024年上述债券陆续到期，为维持债券滚续，黄河生态再次等额发行7.9亿元，但期限均已缩短至1年。目前在“一揽子化债方案”政策背景下，城投融资持续收紧，未来兰州市是否新增发行有待观察。

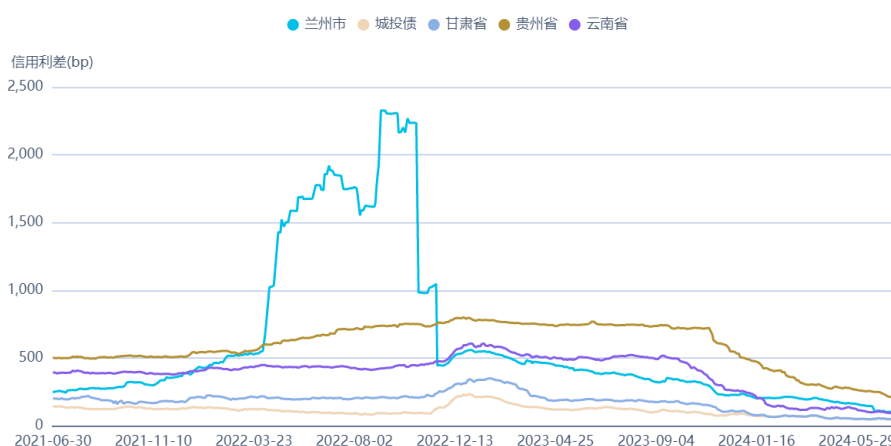
图3 兰州市 2024 年以来净融资略有改善



资料来源：DM，中证鹏元整理

随着债务化解工作的推进，兰州市城投债二级市场信用利差稳步下行，2024 年以来处于低位。兰州市作为化债重点区域之一，城投流动性出现危机期间，区域城投债二级市场信用利差曾在短期快速飙升。利差上行始于 2021 年三季度，2022 年以来重要发债主体非标舆情后利差短期快速拉升，2022 年三季度利差一度超 2000BP 且在高位徘徊近 2 个月；之后随着兰州市开展系列化债措施，市场信心逐步提振，利差开始回落。2023 年四季度以来，一揽子化债政策之下，兰州市城投债二级市场信用利差已开始跟随整体债市走势持续处于下行通道，尤其是 2024 年以来城投债利率化趋势下，兰州市城投债信用利差已大幅压缩至 100BP 以内低位运行。

图4 兰州市城投债二级市场利差跟随整体债市处于下行通道



资料来源：DM，中证鹏元整理

信贷端，银行借款展期进展不及预期，部分主体出现银行贷款本金逾期。虽然“一揽子化债方案”以及《国办 35 号文》等政策对重点省份城投平台的信贷端债务化解带来利好，但受银行在化债实际操作过程中存在政策理解差异、提级审批效率缓慢、底层资产有瑕疵等因素扰动，上述政策利好在兰州市落地执行请务必阅读正文之后的免责声明

效果不及预期。2024 年以来兰州市城投平台的银行贷款展期降息进展缓慢，个别主体银行贷款出现本金逾期情况，且未结清信贷信息中存在多个关注类账户，关注类借款规模较大，主要通过偿还利息、重组还款计划或与银行协商延期支付等方式处理。

非标方面，多家城投平台持续发生非标逾期，因非标融资导致的诉讼纠纷、执行案件数同比大幅增加，信用修复受到较大不利影响。近年兰州市政府化债工作重点聚焦于公开市场债券“保刚兑”，地方商业银行在落实国家“一揽子化债方案”伊始亦将优先推动银行借款展期降息，叠加监管明确要求“不得对高息非标债务进行简单刚兑”，使得资金方、城投平台、地方政府等各方利益平衡点难以在短期内达成，且随着城投信仰加强，非标逾期的“脱敏”效应扩大，以上因素综合导致兰州市非标债务的化解面临诸多现实困难。2024 年以来兰州市城投平台与非标资金方的谈判沟通进展缓慢且成效不佳。根据中国执行信息公开网披露，2024 年 1-7 月兰州投控及下属多家子公司持续发生非标逾期，诉讼案件数同比大幅增加，多家重要发债主体列为被执行人名单，对区域融资环境改善及地方信用修复造成不利影响。

二、兰州市化债路径解析

兰州市债务化解工作由地方政府主导，坚持“债务一盘棋”原则，统筹实施了包括利用国企股权资源、提前兑付公开债券、隐债置换、国企重组改革等系列化债措施，其中部分措施成效显著，亦有部分措施效果不及预期。除本级政府积极自救外，自上而下的中央政策及省级政府的支持亦成为兰州市缓解流动性危机的关键

兰州市化债取得一定成效得益于地方政府统筹化债，积极采取多措并举、综合施策的组合拳。早在 2022 年兰州市平台发生流动性危机前，兰州市政府便已高度重视债务化解工作，成立了由市委市政府主导的化债专班，通过召开专题会议、制定化解方案等方式积极协调各级政府和相关部门形成合力统筹推进化债工作，同时联合发债平台与金融机构多次召开投资者交流会以争取金融机构的理解和支持。为确保确保公开债券到期按时足额兑付，兰州市采取了更为积极有效的化债手段以解燃眉之急，一方面协调发债主体推动资产处置以自救；另一方面，通过信保基金协调其他市属国企对发债主体进行资金拆借，以及通过新主体黄河生态承接信贷资源助力区域化债，上述举措为债券刚兑提供了有力的资金保障。

表 1 兰州市近年化债措施及效果

时间	具体措施	化债成效
2021-2023 年	打造“新兰投”并推动其在资本市场发债	黄河生态在 2022 年及 2024 年均均有发债记录，同时该主体新增银行借款约 150 亿元
2023 年 9 月	协调发债主体进行资产处置	兰州投控转让旗下佛慈制药股权确保到期债务按时足额兑付
2022 年 8 月	协调发债主体进行资产处置	兰州城投转让甘肃中石油昆仑燃气有限公司股

请务必阅读正文之后的免责声明

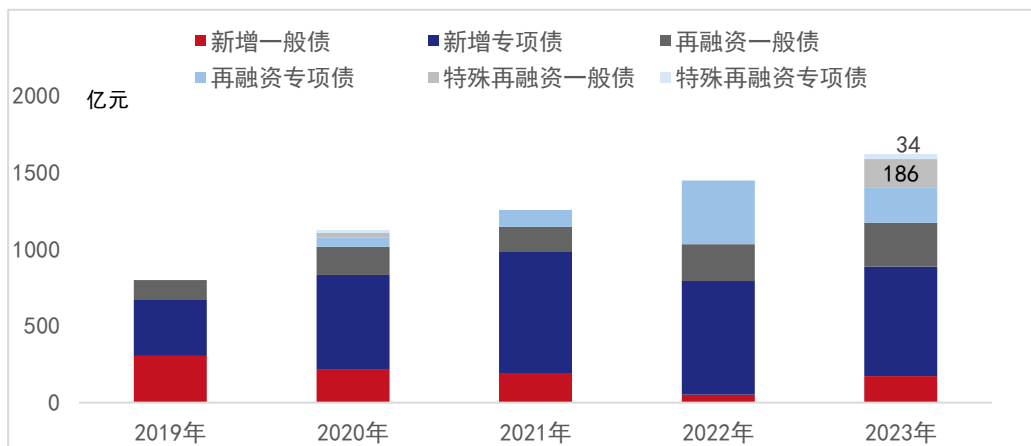
2021年10月	协调其他市属国企对发债主体进行资金拆借	权及时完成了到期债务兑付
2021年	成立由兰州市委市政府主导的化债小组统筹化债	设立出资额100亿元的兰州市国有企业信用保障基金（有限合伙），其中首期30亿元 召开专题会议、制定化解方案、召开投资者交流会等

资料来源：公开查询，中证鹏元整理

化债过程中兰州市政府同时推进平台改革重组并取得一定进展，但整体落地效果不及预期。兰州市政府在化债之初即提出“新兰投”的组建思路，其意在将多家城投、国企整合为一家，扩大整体资产规模、提升资金调度能力，以期通过合并重组方式实现“债务一盘棋”目标。2022年出现新发债主体黄河生态，其资产体量及发债金额较小。一方面，兰州市平台数量多、股权关系及实际控制力之间错综盘杂，整合难度大，且大量资源较早归集在兰州投控旗下，兰州投控体系外的资产资源非常有限，种种原因导致新打造的黄河生态体量较小，其发债前2021年末净资产仅为220亿元，截至2023年末净资产仍未突破300亿元；另一方面，受到兰州市近年区域融资环境持续弱化影响，新主体的市场认可度不高，黄河生态2022年首次进入债券市场融资仅以私募债形式分批募集了少量资金且票面利率较高（6.5%），而原规划通过新兰投对资信较弱的城投进行信用兜底的设想在黄河生态获评AA+主体级别后亦未能实现。

上级政府的政策支持成为兰州市化债的重要支撑。兰州作为甘肃省省会，其政治、经济地位高，其平台流动性危机波及全省信用水平，甘肃省政府对兰州市的债务问题高度重视且频频发力给予支持。甘肃省曾于2022年9月在《关于全省金融工作情况的报告》中指出，对重点发债企业逐笔督促落实偿债资金来源，对存在兑付风险的到期债券，第一时间进行预警并介入处置，确保所有债券均按期足额兑付。2023年以来甘肃省先后与兴业银行、上交所、太平洋保险、交通银行、浦发银行等金融机构密切交流，为兰州债务化解提供资金渠道进行“铺路”。据了解，国办35号文出台前，国务院曾向甘肃省派驻专家组指导兰州市债务化解。除政策支持之外，甘肃省政府在财政补助、债务置换等方面亦给予兰州市较大的资金支持。2023年兰州市围绕债务化解及基建投资等争取到位政府债券资金166亿元；四季度全国范围特殊再融资债重启发行，甘肃省截至2023年底累计发行特殊再融资债220亿元，其中兰州市获配一定额度；2024年以来甘肃省暂未发行特殊再融资债。相对其他重点省份及部分非重点省份，甘肃省特殊再融资债发行额度较小，对兰州市化债支持不多。此外，兰州市按照政策指引，2023年下半年将多家市级城投平台新增债务纳入隐债，未来新纳入隐债的债务有望继续通过上级资金支持予以化解。

图 5 近年来甘肃省地方政府债发行规模整体呈持续增长趋势



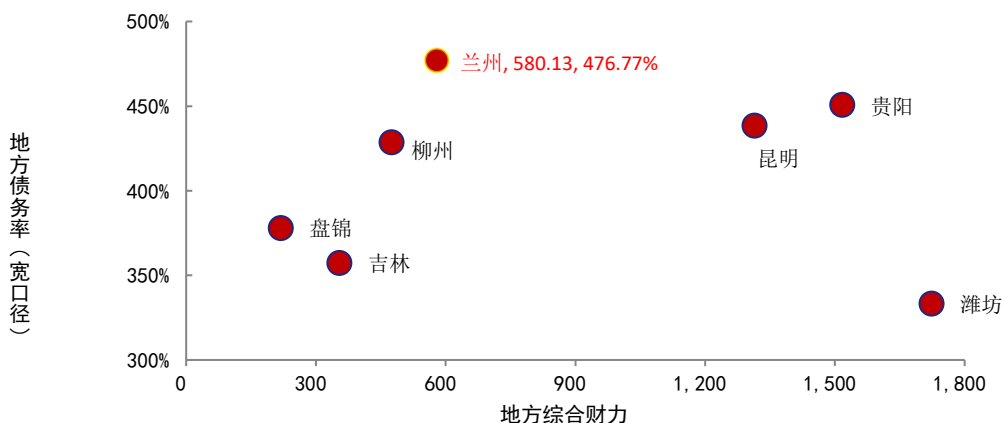
资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、未来展望

兰州市平台存量债务整体规模仍较大，随着债务结构及期限调整，未来几年标债到期压力较小，银行助力化债的一揽子政策有利于银行借款展期降息持续推进，未来信贷端债务压力可望得到缓解，非标逾期引起的系列问题及地方信用修复将成为兰州市未来化债重点

从宽口径看，兰州市区域整体债务压力仍较大。兰州市地方政府债务余额持续扩张，2021-2023 年复合增长率为 25.6%，至 2023 年末地方政府债务余额为 1,146 亿元；叠加兰州市城投平台有息债务存量规模仍处于高位，近年来兰州市宽口径债务规模持续增长，整体债务率较高。

图 6 兰州市较其他热点地区的债务率高，地方综合财力对债务的保障能力偏弱

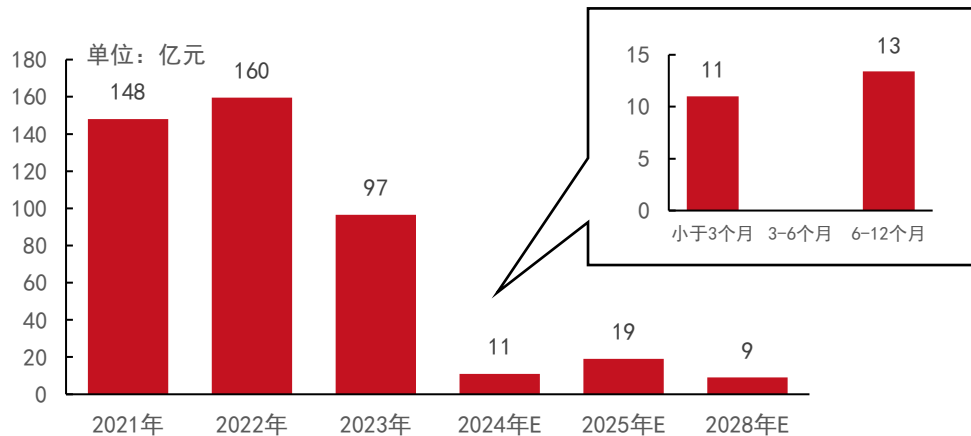


注：地方综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移性收入；地方债务率（宽口径）=（地方政府债务余额+全辖区内平台有息债务）/地方综合财力*100%。因部分区域暂无 2023 年数据，为便于比较，以上数据采用 2022 年末数据。

资料来源：中证鹏元城投中心，中证鹏元整理

预计未来兰州市将继续推动以省市联动和资源优化整合为主轴的化债工作。截至 2024 年 7 月末，兰州市平台存续债规模较小，未来到期分布较为分散，公开债券偿付压力较小。信贷方面，在“一揽子化债”政策落实下，银行借款展期降息有望持续推进，非标债务化解有望取得进展。虽然当前非标与标债的信用关联度明显弱化，银行方面亦明确非标舆情暂不会影响银行借款展期降息进展，但非标逾期频发对区域信用修复及城投债借新还旧仍造成较大的不利影响，因此预计在地方政府逐步完成标债和银行端债务问题后，处理非标逾期导致的诉讼纠纷、银行征信记录不良、持续与非标机构谈判等将成为未来兰州市化债工作重点之一，近期广西柳州市的非标打折兑付案例或为兰州市非标债务化解提供思路参考。需注意的是，由于非标资金的来源不同，非标债务的处置或出现较大的分化，其中对于债权人为银行或者由银行承销的非标债务，将有较大可能通过银行贷款承接，该类非标债务转标相对容易；但对于非持牌金融机构的非标债务化解则仍可能面临较大现实困难。

图 7 未来兰州市标债到期偿还压力较小



资料来源：DM，中证鹏元整理

长期有效的债务化解有赖于区域经济财力的支撑，2023 年以来甘肃省积极推进“强省会”战略，兰州市未来经济发展有望保持持续增长，为长期化债提供动力源泉。未来政府亦将进一步强化债务监管，同时积极推动平台市场化转型，未来转型成功的主体有望成为促进区域经济产业发展的重要主力军

甘肃省积极推进“强省会”战略，将为兰州市提供更多经济发展动力，从而有助于为兰州市长期债务化解提供财力支撑。兰州市作为甘肃省省会，全省经济集聚效应显著，近年经济总量保持增长，地区生产总值占甘肃全省比重维持 30%左右，但与临近省会城市对比，兰州市在经济增速、人均 GDP、以及地方财

请务必阅读正文之后的免责声明

政实力等方面排名均较后。一方面，兰州市作为全国重要的石油生产基地，长期以来以重工业为主，产业发展面临较大的转型升级压力；另一方面，兰州市两山夹一河的特殊地理架构，使其城市拓展和大规模的工业开发受到地理空间的制约。2023 年以来甘肃省积极推动“强省会”战略，兰州市委市政府亦提出重振“兰州制造”、构建“四梁八柱”工业发展格局²，2023 年兰州市组建 10 个区域驻点招商中心，完成省外项目到位资金 1,102.7 亿元、增长 20.7%，新引进宝镁西铁高品质硅铁合金、抖音体验平台和区域结算中心等项目，并推动兰州石化 120 万吨乙烯改造、金川 20 万吨磷酸铁锂正极材料、重离子装备制造等项目开工建设，未来推动传统产业转型升级、培育壮大新兴产业将成为兰州市经济发展的重要着力点。此外，兰州市作为西北地区重要的中心城市和综合交通枢纽、丝绸之路经济带的核心节点城市，具有“座中四连”的区位优势，兰州中川国际机场作为西北地区的重要航空港，2023 年兰州中川国际机场完成旅客吞吐量 1,563.7 万人次，同比增长 163.2%；总投资 334.38 亿元的机场三期扩建工程航站楼、综合交通中心等主体工程已于 2023 年全部竣工，并于 2024 年 6 月校飞成功，扩建后年旅客吞吐量远期计划达到 3,800 万人次，良好的区位交通条件亦有利于区域经济发展。

表 2 2023 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	12,011	5.2%	9.21	952	1,321
新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	4,168	6.0%	10.21	370	92
内蒙古自治区	呼和浩特市	3,802	10.0%	10.63	238	82
甘肃省	兰州市	3,487	4.4%	7.89	255	65
宁夏回族自治区	银川市	2,686	7.2%	9.25	198	56
青海省	西宁市	1,801	8.6%	7.26	144	32

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算决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

兰州市亦正在探索城投平台的市场化转型之路，预计未来转型成功的产业类主体将成为促进兰州市经济发展的重要主力军，但原有发债主体的再融资能力仍有待观察。“一揽子化债方案”以及“地方国企深化改革”等政策推动下，各地政府均积极推动城投加速市场化转型。受限于兰州市地区资源禀赋有限，兰州市城投平台市场化转型步伐相对中东部地区较为滞后，但长期看城投市场化转型趋势不改，平台转型成为兰州市政府当前及未来化债之外的重点工作。据了解，兰州市多家市级重要平台正在努力推进市场化转型，如兰州投控旗下子公司参与的兰州国际高原夏菜副食品采购中心项目、重离子医院项目以及正在规划布局国家鼓励的“三大工程”、“平级两用”项目等，兰州轨交规划布局围绕轨道交通为主业的同时开展 6

² 打造先进石化、装备制造、生物医药、绿色冶金四大千亿优势产业集群，培育壮大航空航天、新材料、新能源、核燃料、新型建材、节能环保、食品加工、烟草制品八大百亿支柱产业。

个市场化业务板块的“1+6”模式。值得注意的是，由于兰州投控旗下多家发债主体曾出现信用瑕疵，此类主体在城投融资政策持续收紧的背景下再融资能力受到极大限制，即使通过市场化转型方式优化了其业务结构，但能否获得市场认可以及能否新增发行仍面临挑战。

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，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：0755-82872333 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：021-51035670
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 邮编：610000 电话：028-89102569
山东	陕西	香港
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：西安高新区唐延路的金 辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140