



# 孙彬彬：有哪些城投参与 民企纾困？



意见领袖 | 孙彬彬 谭逸鸣



摘要：

城投参与民企纾困一直是市场关注的重点：参与民企纾困，背后的原因纷繁复杂，但对市场债券投资人而言更多是纷扰。无论是出于自身经营战略考量的主动投资还是城投平台被动参与区域民企纾困的，都有可能引发自身流动性风险，有哪些城投参与民企纾困？怎么看待？

首先我们做一个区分，通常意义上的城投参与民企纾困，主要是城投平台对于本地经营面临困境的民营企业进行纾困救助，而参与入主异地民企，除了民营企业自身经营上或存在一些问题外，城投平台作为收购方更多会考虑自身的业务协同和经营财务情况。

### （一）城投纾困民营企业：

其中通常带有地方政府的意愿，涉及的民营企业原本在当地或许属于优质企业，无论是从税收创造、还是提供就业机会上来说，对于地方政府都十分重要，但由于行业景气度变化、或是业务端加杠杆拓展过于激进、实控人风险等诸多因素致使其遇到债务风险。

此时城投参与到其债务问题的解决当中，从纾困方式来看包括：（1）担保增信，使其还能具备一定再融资能力；（2）资金拆借偿还债务；（3）入股受让或重组相关主体；（4）通过产业基金等方式牵头引入各类社会资本。但无论是哪种方式参与到民企纾困当中，其一方面直接影响到了城投平台自身的资金和流动性，另一方面其对于市场的冲击或影响其再融资能力。对此我们进行梳理：

自 2015 年以来，不断有城投平台参与到民企纾困当中：（1）城投平台参与纾困本地民营企业的方式包括担保、拆借或者直接入主控制后对管理和经营进行整改以实现业务经营上的协同；

（2）从背景原因来看，多是由于行业景气度或是自身经营层面的问题使得民营企业遇到流动性问题或是股权质押出现爆仓，以期寻找外部支持助公司走出困境，而此时地方政府融资平台便承担了这一职能；

（3）通常而言，城投纾困当地民营企业多会给自身信用资质带来一定冲击，市场投资人对于涉及纾困的城投会多一份审慎，从已有案例便可以

看到：城投纾困民企或会直接引致平台流动性及财政的压力从而进一步引发融资负反馈，但这当中我们也需紧扣基本面，结合区域财力、被纾困企业的情况以及纾困后城投平台受影响的程度等维度分析评估。

(二) 其次，我们关注异地入主上市公司：

这种情况下或不能简单理解为参与纾困，有区别，近年来城投入主上市公司的案例越发多了起来，这和地方政府隐性债务管控以及城投转型有关联，而城投异地入主上市公司，除了被收购主体自身经营上确有存在一定的问题之外，其业务当中通常也有能与城投平台形成协同的地方，在城投入主后对经营管理上的调整，以及融资上的统筹安排和支持，其中机遇和风险需要合理评估。

城投参与民企纾困一直是市场关注的重点：参与民企纾困，背后的原因纷繁复杂，但对市场债券投资人而言更多是纷扰。无论是出于自身经营战略考量的主动投资还是城投平台被动参与区域民企纾困的，都有可能引发自身流动性风险，有哪些城投参与民企纾困？怎么看待？

有哪些城投参与民企纾困？

1. 怎么看待民企纾困？

首先我们做一个区分，通常意义上的城投参与民企纾困，主要是城投平台对于本地经营面临困境的民营企业进行纾困救助，而参与入主异地民企，除了民营企业自身经营上或存在一些问题外，城投平台作为收购方更

多会考虑自身的业务协同和经营财务情况。

城投纾困民营企业，其中通常带有地方政府的意愿，涉及的民营企业原本在当地或许属于优质企业，无论是从税收创造、还是提供就业机会上来说，对于地方政府都十分重要，但由于行业景气度变化、或是业务端加杠杆拓展过于激进、实控人风险等诸多因素致使其遇到债务风险。

此时城投参与到其债务问题的解决当中，从纾困方式来看包括：(1) 担保增信，使其还能具备一定再融资能力；(2) 资金拆借偿还债务；(3) 入股受让或重组相关主体；(4) 通过产业基金等方式牵头引入各类社会资本。

但无论是哪种方式参与到民企纾困当中，其一方面直接影响到了城投平台自身的资金和流动性，另一方面其对于市场的冲击或影响其再融资能力。

我们从以下几个案例来观察：

### 1.1. 济宁城投参与纾困如意科技

首先，济宁市政府的救助确有其考虑：

(1) 在山东省众多出现债务危机的民企之中，如意经营能力相对较强，市场地位较高，具有挽救价值，属于“产品有市场、发展前景好，但具有短期流动性困难的上市公司和公司治理规范的民营大中型企业”，且对当地税收、就业存在一定拉动作用。

(2) 如意科技仍处在互保圈之中，一旦出现债务崩盘现象，将牵连其担保的众多公司。如意科技的对外担保牵扯到“裕龙系”、“中亿系”以及“菱花系”，一旦债务崩盘，银行将要求上述公司提供其他增信措施，易造成资金链断裂，导致风险由点到面，因此妥善处置如意系的债务问题具有重要意义。

对于此类型公司，2018年11月，山东省政府出台的《山东省人民政府关于支持民营经济高质量发展的若干意见》中提到了具体的帮扶措施，“将出现债务风险且贷款规模较大、涉及债权银行较多、担保关系复杂的民营企业，纳入全省风险企业台账，分类施策化解风险。指导建立银行债权人委员会，协调债权银行一致行动，帮助企业渡过难关”。结合如意科技此前公告，可以看出银行债权人应该在一定程度上依据政府要求做出了协调让步。

但对债券市场投资人来说，更关心的问题可能是济宁城投的信用资质是否会被拖累，市场对此有所担忧。

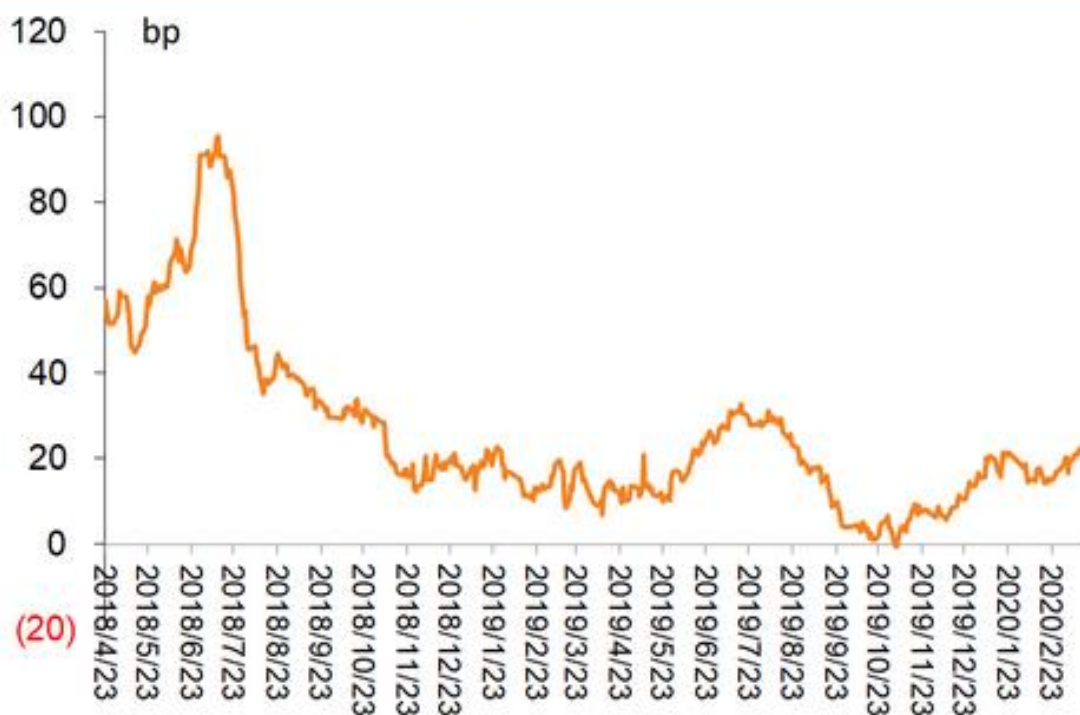
在宣布入股前后，济宁城投分别于2019年10月发行了一只3+2的PPN，2020年1月发行了一只5+5+N的可续期公司债，票面分别为4.5%与6.8%，前者与同期同类型主体所发债面利率差距较小，后者则缺乏可比。

表 1: 2019 年 10 月 AA+ 主体 5 年期 PPN 发行情况<sup>1</sup>

发行起始日 <sup>2</sup>	代码 <sup>2</sup>	证券简称 <sup>2</sup>	发行额 (亿) <sup>2</sup>	期限(年) <sup>2</sup>	主体评级 <sup>2</sup>	发行 利率 <sup>2</sup>	发行人 <sup>2</sup>	发行人地 域 <sup>2</sup>
2019/10/10 <sup>2</sup>	031900758.IB <sup>2</sup>	19 浏阳城建 PPN001 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	AA+ <sup>2</sup>	5.15 <sup>2</sup>	浏阳城建 <sup>2</sup>	湖南省 <sup>2</sup>
2019/10/14 <sup>2</sup>	031900762.IB <sup>2</sup>	19 九江城投 PPN002 <sup>2</sup>	5.6 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	AA+ <sup>2</sup>	4.3 <sup>2</sup>	九江城投 <sup>2</sup>	江西省 <sup>2</sup>
2019/10/14 <sup>2</sup>	031900761.IB <sup>2</sup>	19 龙城发展 PPN003 <sup>2</sup>	18 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	AA+ <sup>2</sup>	4.3 <sup>2</sup>	太原龙城 发投 <sup>2</sup>	山西省 <sup>2</sup>
2019/10/16 <sup>2</sup>	031900764.IB <sup>2</sup>	19 济宁城投 PPN001 <sup>2</sup>	10 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	AA+ <sup>2</sup>	4.5 <sup>2</sup>	济宁城投 <sup>2</sup>	山东省 <sup>2</sup>
2019/10/25 <sup>2</sup>	031900799.IB <sup>2</sup>	19 绵阳投资 PPN001 <sup>2</sup>	15 <sup>2</sup>	5 <sup>2</sup>	AA+ <sup>2</sup>	4.97 <sup>2</sup>	绵阳投控 <sup>2</sup>	四川省 <sup>2</sup>

资料来源: Wind, 天风证券研究所<sup>1</sup>

二级市场方面, 我们以 17 济宁城投 MTN001 为代表券, 利用差值法计算该券中债估值收益率与中债同评级同期限中短期票据到期收益率的差, 得到超额利差。我们发现超额利差存在一定波动, 尤其 2020 年 2 月以来, 在城投债超额利差收敛的背景下, 代表券超额利差有所上升, 这样的波动或与如意科技债务情况有较大关系。

图 1: 17 济宁城投 MTN001 超额利差走势<sup>↩</sup>资料来源: Wind, 天风证券研究所<sup>↩</sup>

但事实上，济宁城投自入股并担保如意之后也在通过各种方式维持自身信用资质并确保极端情况下的代偿来源。济宁城投于 2020 年 1 月获济宁市国资委增资 8 亿元人民币，此外，根据启信宝披露，1 月公司曾向仲裁委员会申请财产保全冻结如意科技持有的美国莱卡集团境内收购主体济宁如意高新纤维材料有限公司 44.21% 的股权或查封相应资产。济宁城投提供担保的“15 如意债”将于 2020 年 10 月到期，考虑到如意科技于 2019

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_30129](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30129)

