



城投企业转型现状和发展趋势研究

——城投企业转型呈现分化格局，个体转型进程依托于内外部要素

2024.10



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



城投企业转型现状和发展趋势研究

——城投企业转型呈现分化格局，个体转型进程依托于内外部要素

联合资信公用评级二部 夏妍妍 魏兰兰 霍聪聪 李晓晓

摘要

本报告首先对中央和地方层面的部分城投转型政策进行了简要梳理，并对 2015 年以来我国城投企业转型情况进行定量分析后发现：（1）从收入角度来看，城投企业转型取得一定成效，但从资产和净利润角度看并不明显，其中城投企业对政府补贴的依赖不降反升，或由于对城投企业而言，拓宽收入来源较容易实现，但城建类资产的逐步结算、自营项目的投资以及经营性业务利润贡献的增加则需要实质性的转型以及更长的时间才能逐步实现。（2）城投企业转型呈现一定分化，从指标表现来看，较发达地区、行政层级更高或者园区城投、主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富，有利于其通过拓展业务板块、股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型。

为进一步研究个体城投企业转型的路径和要素，本报告选取 6 家转型表现较好的城投企业对不同地区、不同行政层级以及不同主体信用级别的城投企业涉及的转型要素进行了归纳和对比分析。分析发现：（1）表现较好城投企业转型的要素包括外部和内部两方面，外部要素主要是区域产业资源、金融资源及政府支持，内部要素主要是城投企业自身完善内部管理及拓展其他市场化业务，在现阶段城投转型过程中外部要素更为重要。（2）对不同城投企业来说，转型所涉及的重要要素有所差异，而这主要取决于该企业所处区域的产业、金融等资源禀赋。（3）政府支持是多数城投企业转型的最重要条件，而较少涉及政府支持的城投转型则需要丰富的产业资源后盾，一般情况下园区城投企业产业资源更加丰富。（4）金融资源对城投企业转型至关重要，而城投企业能否获取丰富的金融资源，不仅仅取决于区域经济发展和金融资源情况，也与政府对该企业的重视和支持有关。（5）对于产业资源、政府支持这两大重要因素欠缺任意一项的城投企业，要想实现取得较好的转型成效，可以通过积极拓展其他市场化业务实现。（6）城投企业的逐步转型带来业务板块的增加以及对专业人才的需求，通过内部业务条线整合、加强人才队伍建设、提高经营管理效率是必经之路。

对于未来城投转型发展趋势，我们认为：（1）随着地方化债的深入推进和退平台时间表的明确，城投企业转型进程将加速，转型的方式包括但不限于企业整合重组以及拓展城市运营、产业投资、园区厂房建设等市场化经营业务。值得一提的是，目前

不少城投企业通过新设产投平台的方式力求突破新增融资限制、进行市场化转型。(2) 受区域产业资源、金融资源以及政府支持力度的不同，城投企业转型将呈现出分化格局，经济较发达地区、行政层级更高、平台地位更重要及主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富、可获得的政府支持更大，有利于其通过拓展业务板块、进行股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型，经济落后地区、行政层级低、平台地位弱及主体信用级别低的城投企业被合并重组的概率高。(3) 政府支持和区域产业资源是城投企业转型的最重要因素，政府支持包括但不限于整合重组区域内城投企业、划拨国企股权或优质资产等，而园区城投企业整体依托的产业资源更加丰富，更易于通过产业投资、建设厂房、园区运营等方式进行转型。更进一步来看，重组区域内城投企业后续需解决业务条线、人员整合等管理问题，园区城投企业转型则面临厂房建设投资周期长、如何盘活资产以及产业投资在当前宏观背景下提高投资收益的挑战。(4) 对于政府支持和产业资源相对较弱的城投企业来说，积极拓展贸易、工程施工、物业、安保等市场化程度高的业务或许是必然的选择，但可能会面临竞争实力弱、利润水平低的问题，比如贸易和工程施工如果仅追求做大收入规模还可能会由于风险管控不到位而发生损失、适得其反。城投企业不应仅以追求收入为目标，而应从自身现有条件、区域资源禀赋出发探索实质化的转型路径。(5) 通过建立市场化用人机制、引入专业咨询服务等方式完善内部管理是城投转型的重要条件，但受“铁饭碗”观念根深蒂固、涉及利益调整等因素制约，在实际推行过程中面临困难，因此政府的执政理念和决策水平至关重要，能够作出科学决策、为区域城投企业转型明确清晰方向并制定可行性方案的政府所在区域在城投转型过程中将展现出优势。

一、城投转型政策梳理

城投企业自成立以来，长期承担政府性项目投融资职能，在我国城镇化进程中发挥了重要作用。2014 年以来，在加强政府性债务风险管控的背景下，我国城投融资监管政策趋严，同时随着我国城市建设的不断推进和城镇化率的不断提高，城市基础设施建设空间不断缩小，城投企业迫切需要拓宽收入来源、提升自身造血能力。与此同时，中央和地方政府先后出台了一系列鼓励和推动城投企业转型的政策文件。从中央层面来看，涉及城投转型的相关文件较多，但以明确市场化转型的要求为主，较少涉及具体的转型方向和措施；从地方层面来看，相关政策内容较为具体，提出通过注入资产、整合重组、引入战略投资者、实施多板块运营以及分类转型等方式推动城投市场化转型。

表 1.1 中央和地方层面部分重要城投转型政策

发布主体	发布日期	政策/文件名称	要点
中央	国务院	2014.09 《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）	剥离融资平台公司政府融资职能 ，融资平台公司不得新增政府债务
	财政部、发展改革委、人民银行	2015.05 《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	大力推动融资平台公司与政府脱钩，进行市场化改制，健全完善公司治理结构 ，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目，通过与政府签订合同方式，明确责权利关系
	国家发展改革委办公厅	2015.12 《国家发展改革委办公厅关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金〔2015〕3127 号）	城投公司应严格遵守国务院有关文件规定， 切实实行市场化、实体化运营 ，建立与政府信用的严格隔离。对不具备自我偿债能力的空壳型地方政府融资平台的发债申请不予受理
	财政部	2015.12 《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225 号）	明确取消融资平台公司的政府融资职能， 推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制
	财政部、国家发展改革委等部门	2017.05 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）	进一步规范融资平台公司融资行为管理， 推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法依规开展市场化融资 ，地方政府及其所属部门不得干预融资平台公司日常运营和市场化融资
	国家发展改革委	2018.03 《国家发展改革委关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》（发改规划〔2018〕406 号）	分类稳步推进地方融资平台公司市场化转型 ，剥离政府融资职能，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法依规承接政府公益类项目
	国务院办公厅	2018.10 《国务院办公厅关于保持基础设施领域补	支持转型中的融资平台和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实

			短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任
	国家发展改革委	2019.04	《2019年新型城镇化建设重点任务》（发改规划〔2019〕617号）	全面推进地方融资平台公司市场化转型，打造竞争力强的地方基础设施和公共服务投资运营主体
	中共中央办公厅、国务院办公厅	2019.06	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台不得作为专项债券项目的项目单位
	国资委	2021.02	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规〔2021〕18号）	严控国有企业缺乏交易实质的变相融资行为，严控低毛利贸易、金融衍生、PPP等高风险业务，严禁融资性贸易和“空转”“走单”等虚假贸易业务
	国务院	2024.03	2024年政府工作报告	建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型
	国务院	2024.06	《关于2023年中央决算的报告》	分类推进融资平台公司改革转型，加快压降平台数量和隐性债务规模
地方	中共浙江省委、浙江省人民政府	2016年	《中共浙江省委 浙江省人民政府关于深化投融资体制改革的实施意见》	加快推进投融资平台转型发展，充实省国资运营公司、省交通集团、省能源集团等省属国有企业资本实力，组建若干千亿级专业化融资平台，鼓励各地通过依法注入优质资产、引入战略投资者等措施，加快完成地方融资平台重组整合为国有资本运营集团，推动投融资平台存量资产证券化
	安徽省财政厅	2016.08	《安徽省财政厅关于财政支持政府融资平台公司转型发展的意见》（财债〔2016〕1301号）	分类推进融资平台公司转型发展，根据平台公司自身的资产布局和业务结构，在明确功能定位、加强功能建设的基础上，改革转型为以城市基础设施投资、战略性新兴产业投资等为主业的国有资本投资运营公司，提升国有资产的规模集聚效应和资源利用效率。鼓励有条件的融资平台公司实行多板块业务经营，增强造血功能
	四川省人民政府	2017.02	《关于进一步加强政府债务和融资管理的通知》（川府发〔2017〕10号）	各地要抓紧剥离融资平台公司政府融资职能，推动平台公司转型发展。除中央政策另有规定外，主要承担公益性项目融资功能、没有实质性经营活动的融资平台公司，应在妥善处置存量债务、资产和人员等基础上依法清理注销；对于兼有政府融资和公益性项目建设运营职能的融资平台公司，剥离其政府融资功能，通过兼并重组等方式整合同类业务，推动融资平台公司转型为公益性事业领域市场化运作的国有企业；对于具有相关专业资质、市场竞争力较强、规模较大、管理规范、融资平台公司，剥离其政府融资功能，在妥善处置存量债务的基础上，转型为一般企业。
	中共山东省委、山东省人民政府	2017.08	《关于深化投融资体制改革的实施意见》	加快地方政府融资平台的市场化转型，鼓励各地通过依法注入优质资产、引入战略投资者等措施，推动地方融资平台重组整合为国有资本运营集团，推动投融资平台存量资产证券化
	山东省财政厅、	2020.02	《山东省财政厅等4部门关于推进政府融	分类推进融资平台公司市场化转型。对主要承担公益性项目融资功能、依靠财政性资金偿还

山东省人民政府国有资产监督管理委员会等部门		资平台公司市场化转型发展的意见》（鲁财债〔2020〕17号）	债务的“空壳类”融资平台公司，应在妥善处置存量债务、资产和人员等基础上，依法清理注销。对兼有政府融资和公益性项目建设运营职能的“复合类”融资平台公司，剥离其政府融资功能，通过兼并重组等方式整合同类业务，推动融资平台公司转型为公益性事业领域市场化运作的公益类国有企业。对具有相关专业资质、市场竞争性较强、规模较大、管理规范“市场类”融资平台公司，在妥善处置存量债务的基础上，支持其转型为商业类国有企业。对其他兼有不同类型融资功能的融资平台公司，也要按照上述原则进行市场化转型
江苏省人民政府办公厅	2021年	《省政府办公厅关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》（苏政传发〔2021〕94号）	各地政府应当通过增加资本金、注入优质经营性资产、整合重组融资平台公司等方式，提升融资平台公司市场主体评级和资本营运能力

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、城投转型现状

中央提出城投转型的要求距今已有将近十年，但从直观角度看市场普遍认为城投企业转型进展缓慢，本报告拟从定量分析的角度对城投转型成效进行分析。一般来说，城投企业的资产、收入、利润构成中来自政府部门的占比越低，表明其市场化程度越高。本报告以此作为研究城投企业转型现状的基础，通过选取相关资产、收入和利润指标对样本城投企业 2015—2023 年的变化情况进行分析。为保证样本数据可比性，本报告根据联合资信行业分类标准筛选出 2015 年及 2023 年财务数据可得的城投企业，获得样本城投企业 1759 家。

（一）资产指标

从资产来看，相较 2015 年底数据，2023 年底城投企业的城建类资产占比整体变化不大，股权基金类、自营项目投资力度整体有所加大；股权基金类投资占比呈现东部地区和高信用级别主体增幅更为显著的特征，一定程度上或表明所在区域经济越发达、信用资质越强的城投企业，越有条件和能力开展股权基金类投资；园区城投企业自营项目投资占比增幅最大，或与园区城投企业大规模开展工业厂房建设有关。

1. 指标选取

城投企业城建类资产一般体现在应收账款（包括应收代建工程款等）、其他应收款（包括与政府部门、其他城投企业的往来款等）、存货（包括代建项目投入等）和其他非流动资产（包括部分基建项目投入等）等科目，因此选取“（应收账款+其他应收款+存货+其他非流动资产）/资产总额”作为衡量城投企业城建类资产比重。与此同时，由于应收账款和存货中可能包含非城建类资产，故城建类资产占比指标可能会

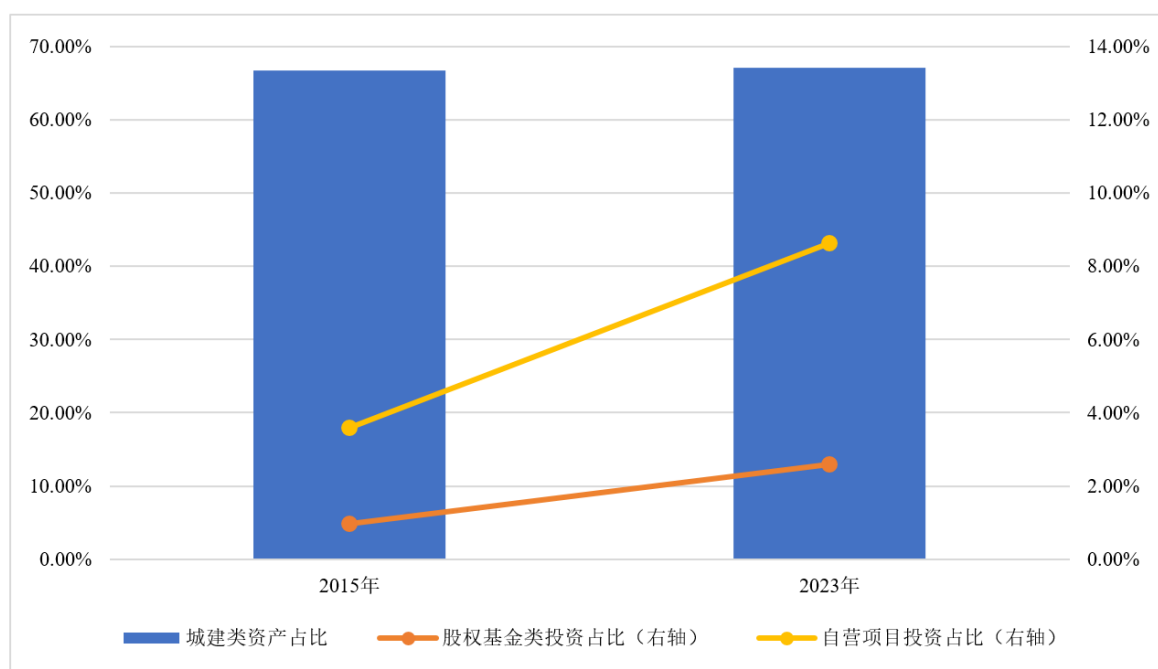
高估、具有一定局限性。因此，我们同时选取“（长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+交易性金融资产+可供出售金融资产）/资产总额”衡量城投企业股权和基金类投资的比重，选取“（在建工程+投资性房地产）/资产总额”衡量城投企业自营项目投资比重，上述两个指标越高，一定程度上表明城投企业市场化业务拓展力度越大（由于城投企业存在政府划转国企股权的情况，因此股权基金类投资占比指标也存在一定局限性）。

表 2.1 城投企业转型的资产类指标选取及含义

指标	经济含义	数据处理方式
（应收账款+其他应收款+存货+其他非流动资产）/资产总额	反映城投企业城建类资产占资产总额的比重	中位数
（长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+交易性金融资产+可供出售金融资产）/资产总额	反映城投企业股权和基金类投资的比重	中位数
（在建工程+投资性房地产）/资产总额	反映城投企业自营项目投资比重	中位数

2. 样本指标表现

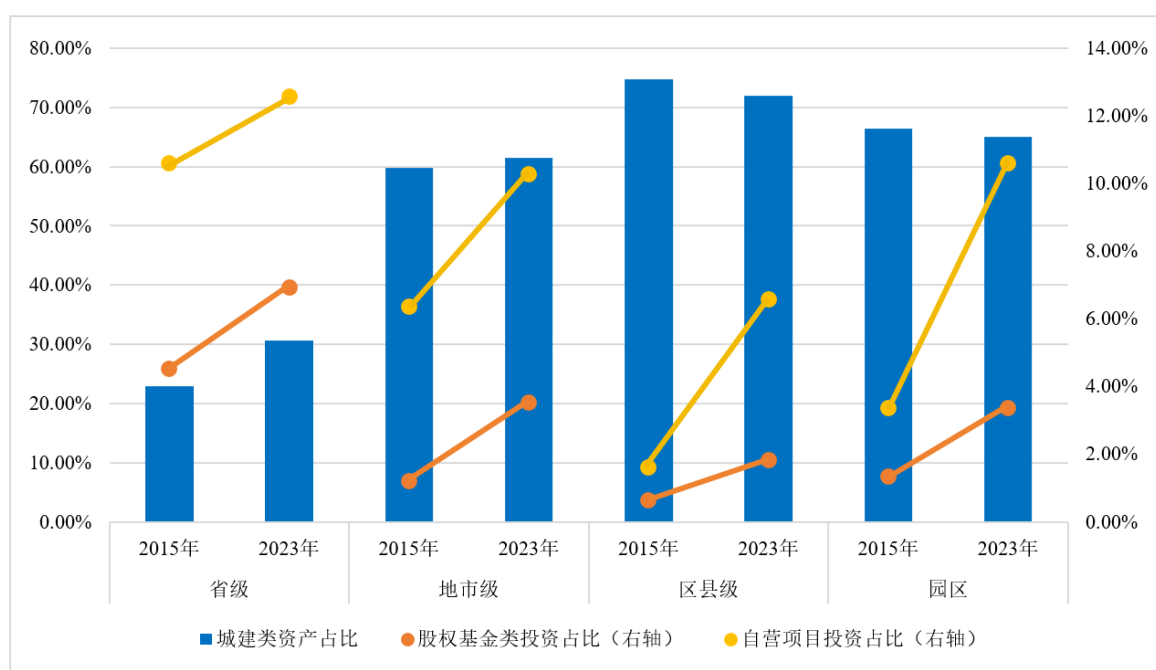
从全样本指标表现来看，2023 年底，样本城投企业城建类资产占比、股权基金类投资占比和自营项目投资占比的中位数较 2015 年底分别上升 0.44 个、1.63 个和 5.04 个百分点。总体来看，相较 2015 年底数据，截至 2023 年底，城投企业的股权基金类、自营项目投资力度有所加大。



数据来源：联合资信整理

图 2.1 2015 年底和 2023 年底样本城投企业资产指标中位数变动情况

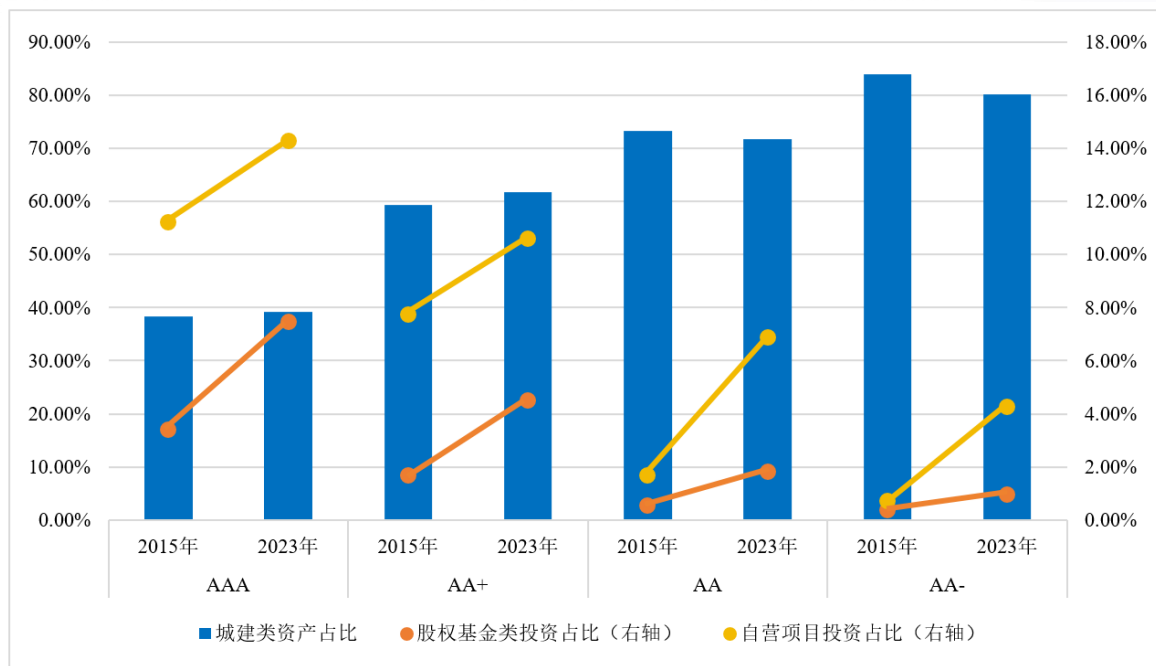
分行政层级来看：（1）2015 年底和 2023 年底，区县级城投企业的城建类资产占比中位数最大，园区和地市级城投企业次之，省级城投企业最低，而股权基金类投资和自营项目投资则基本呈现相反的情况，这或与省级城投企业样本较少且一般都是轻资产的转贷平台、代建业务较少有关；（2）相较 2015 年底数据，截至 2023 年底，各行政层级城投企业的股权基金类、自营项目投资占比中位数均呈现不同幅度的上升，其中园区城投企业自营项目投资占比中位数增幅最大（由 3.35% 上升至 10.60%），这或与园区城投企业大规模开展工业厂房建设有关。



数据来源：联合资信整理

图 2.2 按行政层级分类的城投企业资产指标中位数变动情况

分主体信用级别来看：（1）2015 年底和 2023 年底，信用级别越高，城投类资产占比中位数越低，而股权基金类投资和自营项目投资则呈现相反的情况，一定程度上或表明信用资质越强，越有条件和能力拓展城建之外的业务；（2）相较 2015 年底数据，截至 2023 年底，信用级别越高，股权基金类投资占比中位数增幅越大。



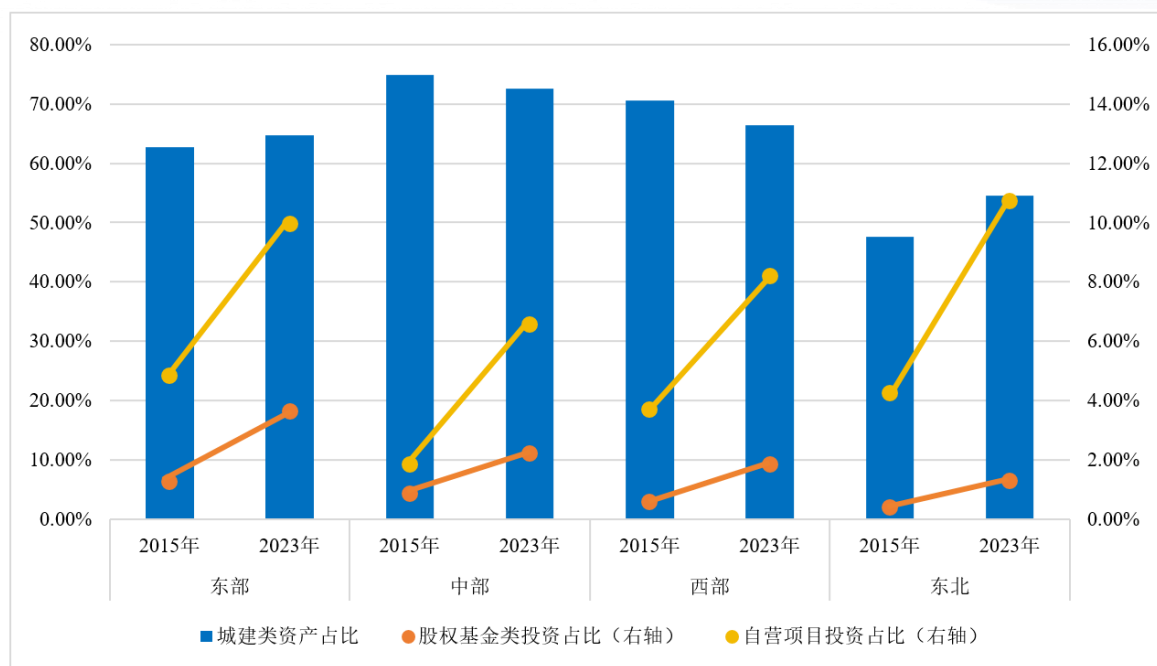
注：不含主体信用级别为 AA- 及以下及无评级主体

数据来源：联合资信整理

图 2.3 按主体信用别分类的城投企业资产指标中位数变动情况

分区域¹来看：（1）2015 年底和 2023 年底，东北地区城建类资产占比中位数均最低，或与东北地区样本量较少有关；（2）2015 年底和 2023 年底，股权基金类投资占比中位数均呈现东部>中部>西部>东北，这或与区域间经济发展水平和产业结构不同相关，经济越发达的地区拥有更加丰富的产业资源；（3）相较 2015 年底数据，截至 2023 年底，各地区城投企业的股权基金类、自营项目投资占比中位数均呈现不同幅度的上升，其中股权基金类投资占比中位数上升幅度呈现东部>中部>西部>东北。

¹ 本文按照国家统计局对我国区域的划分标准，将全国（不含台湾）31 个省市自治区分为东部地区（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部地区（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部地区（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北地区（黑龙江、吉林、辽宁）。



数据来源：联合资信整理

图 2.4 按区域分类的城投企业资产指标中位数变动情况

（二）收入指标

从收入来看，相较 2015 年，2023 年城投企业对城投类收入的依赖大幅下降，其中省级和 AAA 级城投企业对城投类收入的依赖最低；AA⁺级城投企业下降幅度最大，或由于 AA⁺级城投企业资源禀赋和拓展收入来源的条件较好（AAA 级城投企业降幅有限主要由于基数较低）；东北地区不降反增或与样本量较少及产业结构调整背景下拓展市场化业务较其他地区更难有关。

1. 指标选取

城投企业城投类收入主要来源于委托代建、土地整理等业务。本报告将城投类收入占营业总收入的比重作为考察城投企业转型的收入类指标。由于样本总量较大，本报告的城投类收入为样本企业营业总收入前五大板块²中含“基建”“土地”“安置房”等数十个城投业务关键词的收入合计数。

表 2.2 城投企业转型的收入类指标选取及含义

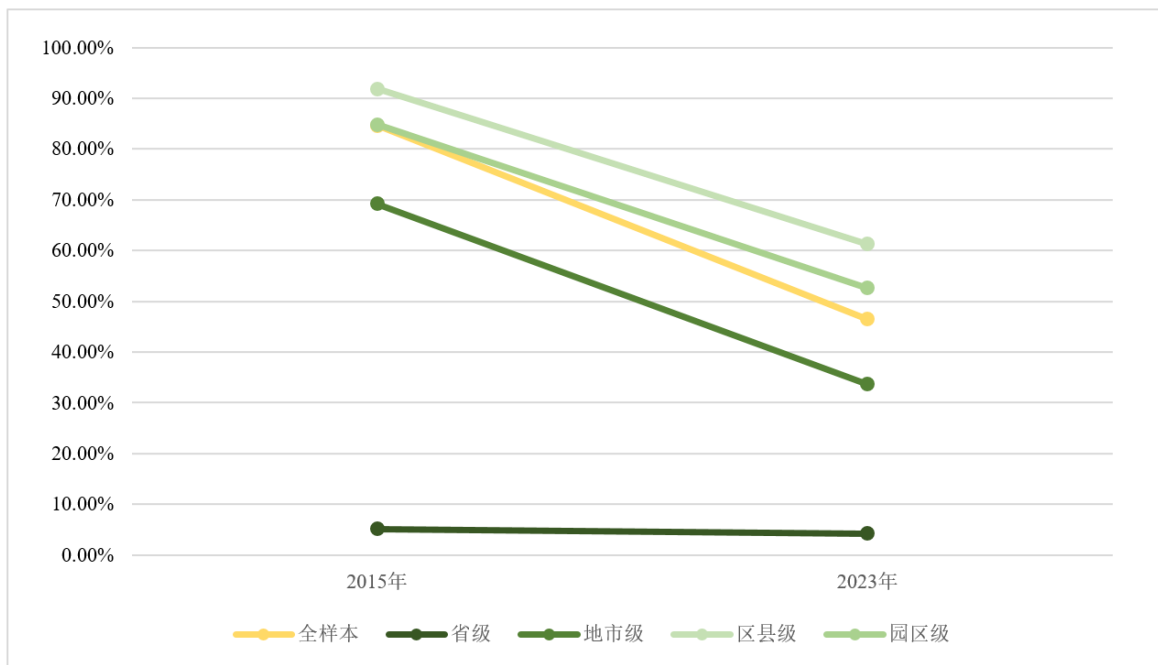
指标	经济含义	数据处理方式
城投类收入/营业总收入	反映城投企业对城投类收入的依赖程度	中位数

² 收入类指标分析剔除了 Wind 无法导出前五大业务板块收入的样本企业。

2. 样本指标表现

2023 年,样本城投企业的城投类收入占比中位数为 46.50%,较 2015 年(84.61%)大幅下降 38.11 个百分点。近年来,不少城投企业开展贸易业务、建筑施工业务以及自营项目建设等,或是城投类收入占比降幅显著的重要原因。

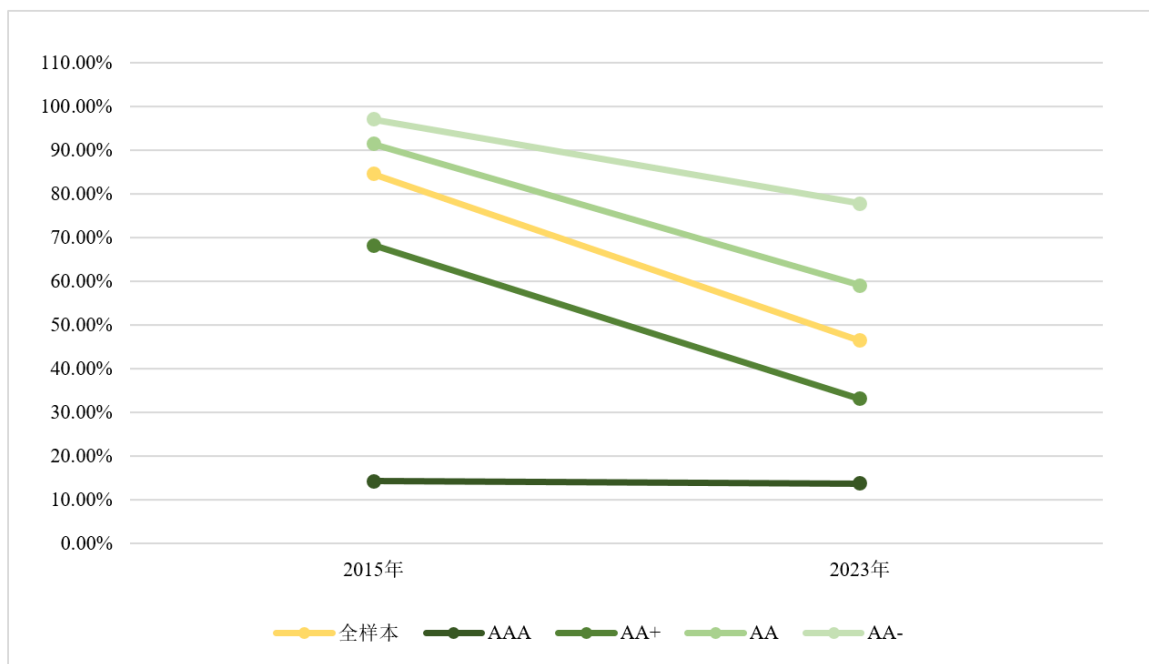
分行政层级来看:(1) 2015 年和 2023 年,城投类收入占比中位数均呈现出区县级>园区级>地市级>省级城投企业,省级城投企业城投类收入占比中位数很低,或与省级城投企业代建业务较少有关;(2) 相较 2015 年,2023 年不同行政层级城投企业城投类收入占比中位数均有所下降,除省级城投企业基数较低、降幅小外,其他行政层级城投企业城投类收入占比中位数降幅均大致相当。



数据来源: 联合资信整理

图 2.5 按行政层级分类的城投企业收入指标中位数变动情况

分主体信用级别来看:(1) 2015 年和 2023 年均呈现出主体信用级别越高,城投类收入占比中位数越低的规律,一定程度上表明信用级别越高对城投类收入的依赖越低;(2) 相较 2015 年数据,2023 年不同主体信用级别城投企业城投类收入占比中位数均有所下降,其中 AA⁺级城投企业降幅最大(占比下降 35.17%),其次是 AA 级和 AA⁻级城投企业,或由于 AA⁺级城投企业资源禀赋和拓展收入来源的条件较好(AAA 级城投企业降幅有限主要由于基数较低)。

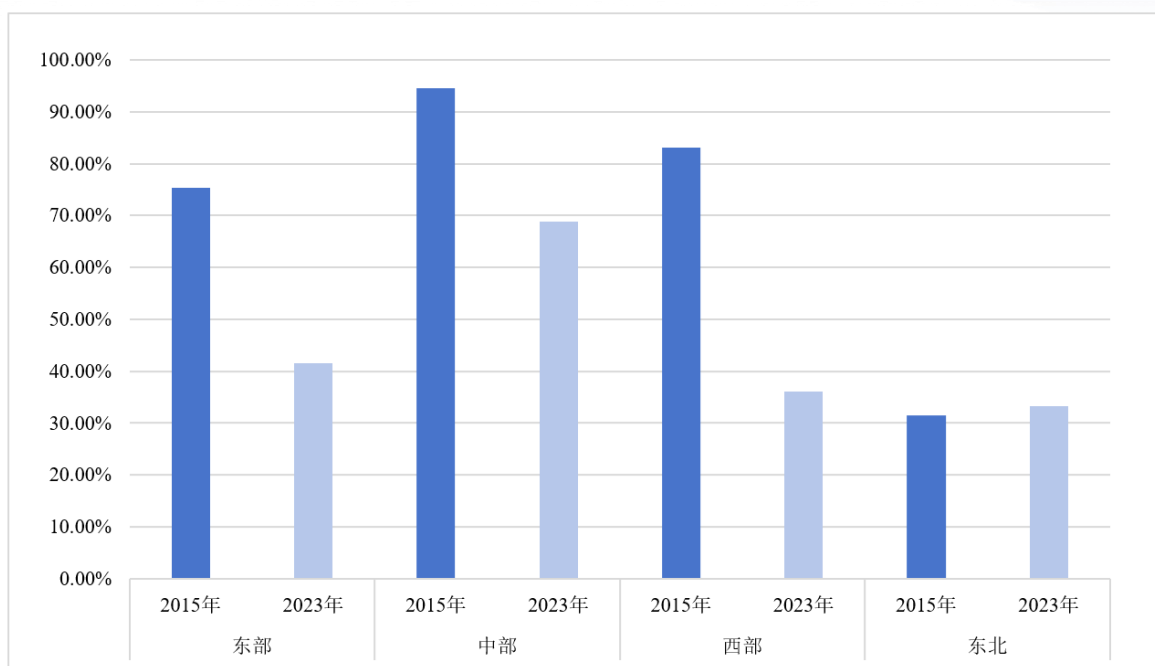


注：不含主体信用级别为 AA- 及以下及无评级主体

数据来源：联合资信整理

图 2.6 按主体信用级别分类的城投企业收入指标中位数变动情况

分区域来看：（1）2015 年和 2023 年，中部地区城投企业的城投类收入占比中位数均为最高，东北地区城投企业的城投类收入占比中位数均为最低；（2）相较 2015 年，2023 年除东北地区外，其他区域城投企业的城投类收入占比中位数均大幅下降，其中西部地区降幅最大，东北地区不降反增或与样本量较少及区域产业结构相对单一、新的产业尚未形成规模背景下拓展市场化业务较其他地区更难有关。



数据来源：联合资信整理

图 2.7 按区域分类的城投企业收入类指标中位数变动情况

（三）利润指标

从净利润来看，相较 2015 年，2023 年城投企业对政府补贴的依赖不降反升，或与城投经营性业务利润水平有所下降有关；股权基金类投资收益对利润的贡献程度有所上升，其中省级城投企业股权基金类投资意愿和能力更强，更高信用级别主体以及相对发达地区股权基金类投资收益对利润的贡献程度增加更多。

1. 指标选取

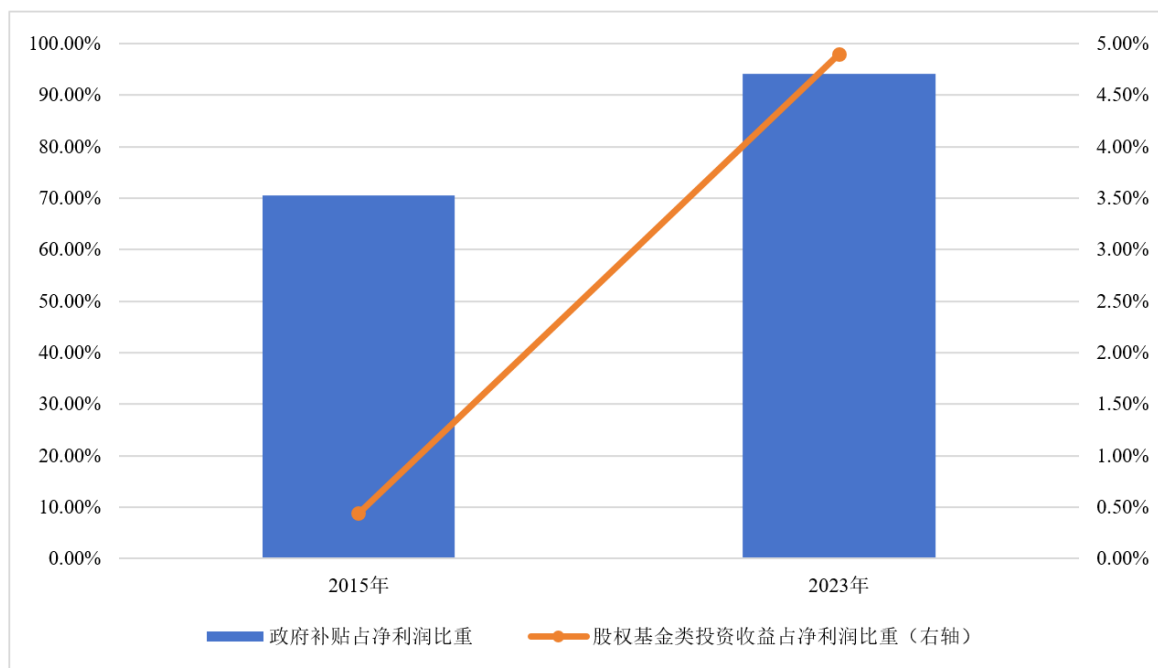
政府补贴和投资收益是城投企业利润的重要补充，政府补贴占净利润比重越高，表明来源于政府的越多；投资收益占净利润比重越高，表明来源于股权基金类投资收益越多。2017 年，《企业会计准则第 16 号—政府补助》发布，为保证数据的一致性和连贯性，本报告利润指标分析部分政府补贴以“其他收益+营业外收入”衡量。

表 2.3 城投企业转型的利润类指标选取及含义

指标	经济含义	数据处理方式
(其他收益+营业外收入)/净利润	反映企业利润来自地方政府的占比	中位数
投资收益/净利润	反映企业利润来自股权基金类投资收益的占比	中位数

2. 样本指标表现

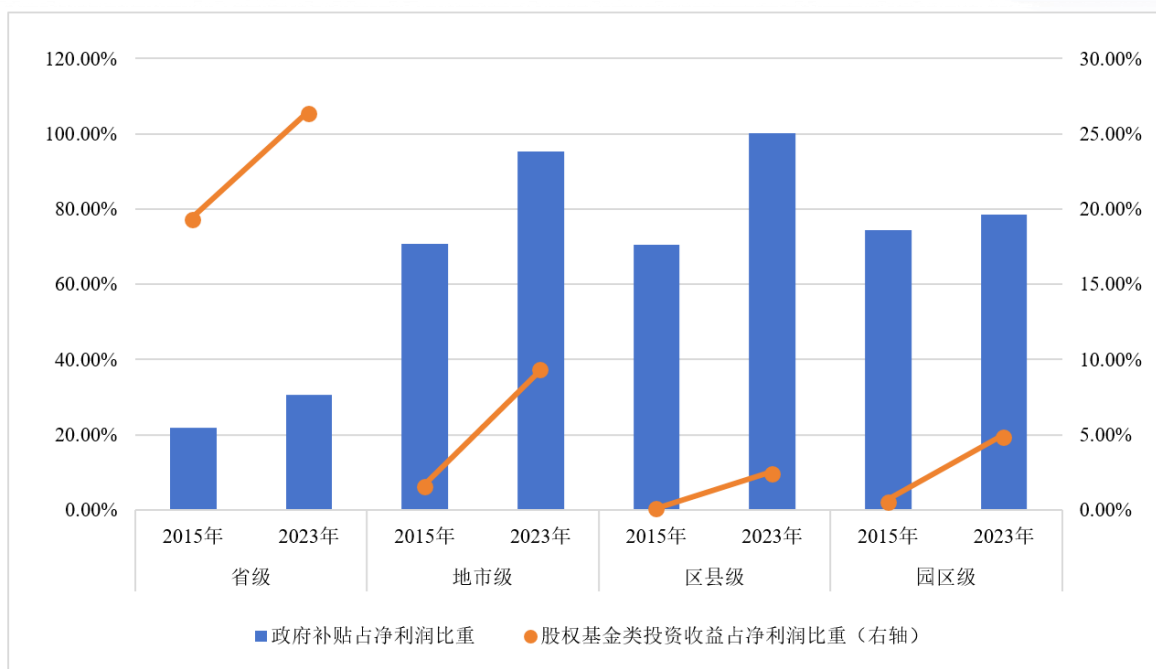
相较 2015 年，2023 年样本城投企业的政府补贴占净利润比重的中位数和股权基金类投资收益占净利润比重的中位数均呈现上升趋势，表明城投企业利润来自经常性损益的占比整体下降，来自政府补贴的占比有所上升，或与城投经营性业务利润水平有所下降有关，如贸易业务毛利率普遍很低。



数据来源：联合资信整理

图 2.8 2015 年底和 2023 年底样本城投企业利润指标中位数变动情况

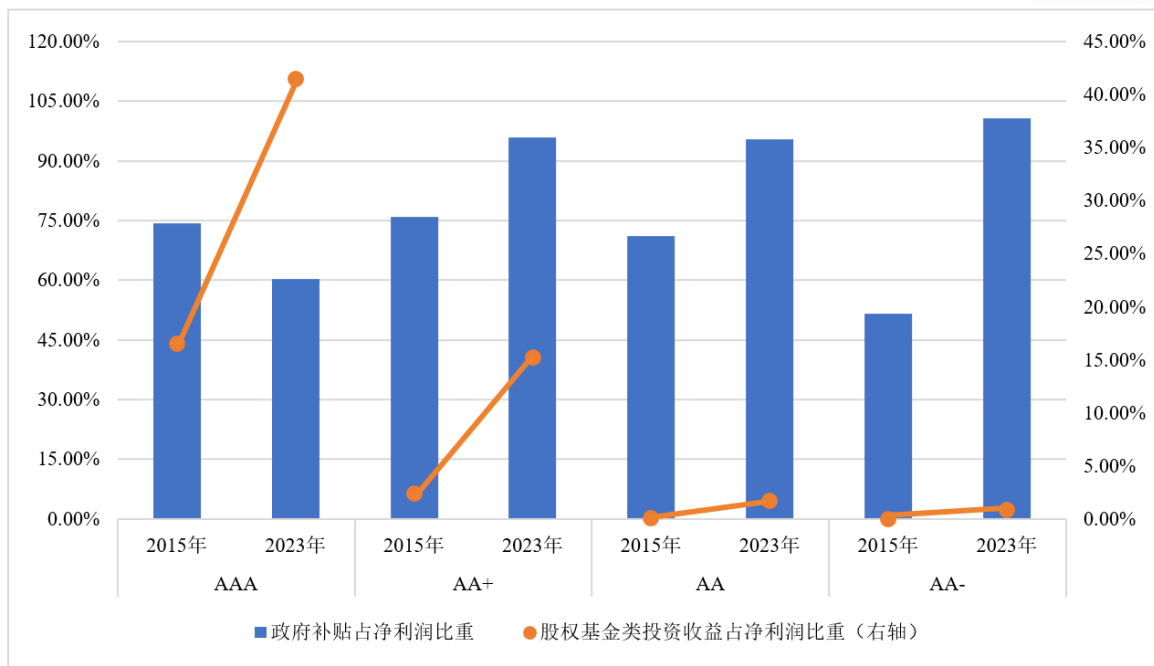
分行政层级来看：（1）2015 年和 2023 年，省级城投企业政府补贴占净利润比重中位数较低，地市级、区县级和园区城投企业较高（均超过 60%），利润实现对政府补贴依赖高；（2）相较 2015 年，2023 年省级和园区城投企业政府补贴占净利润比重中位数上升幅度在 5 个百分点左右，而地市级和区县级城投企业政府补贴占净利润比重中位数上升幅度在 25 个百分点左右；（3）省级城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数较高，地市级、区县级和园区城投企业较低，一定程度上表明省级城投企业股权基金类投资意愿和能力更强；（4）相较 2015 年，2023 年不同行政层级城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有不同幅度上升。



数据来源：联合资信整理

图 2.9 按行政层级分类的城投企业利润指标中位数变动情况

分主体信用级别来看：（1）相较 2015 年，2023 年除 AAA 级城投企业外，其他级别城投企业政府补贴占净利润比重中位数均有所上升，且信用级别越低、增幅越高，2023 年 AAA 级城投企业政府补贴占净利润比重中位数显著低于其他级别；（2）2015 年和 2023 年均呈现出信用级别越高、股权基金类投资收益占净利润比重中位数越高的规律；（3）相较 2015 年，2023 年各信用级别城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有所上升，且信用级别越高，增幅越大。

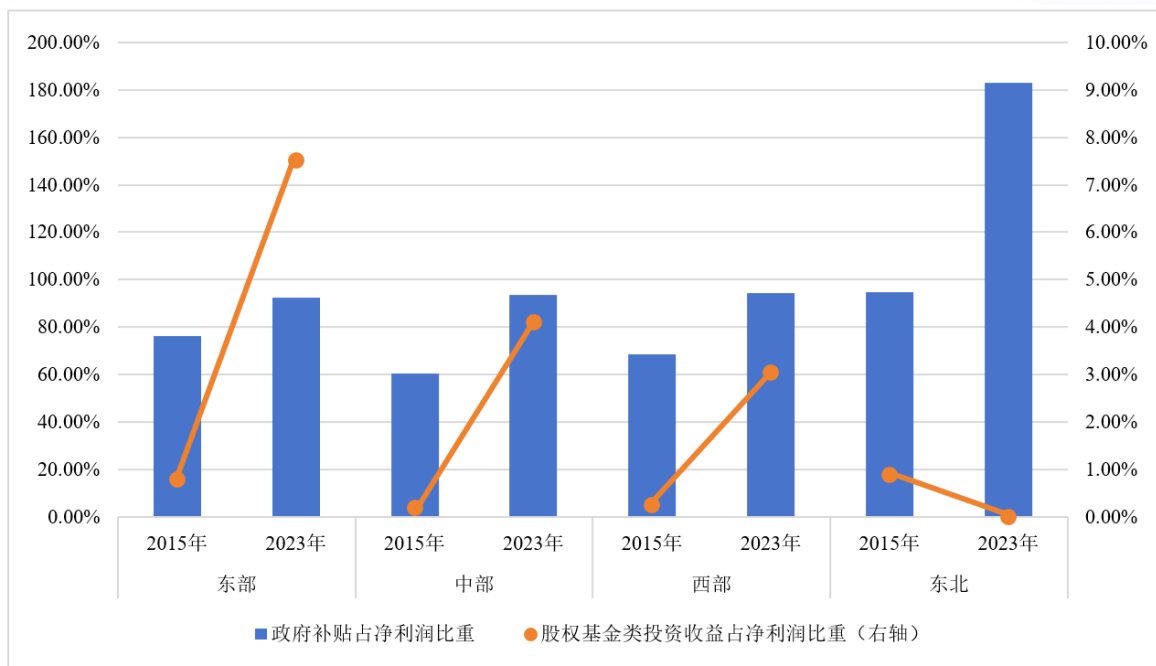


注：不含主体信用级别为 AA- 及以下及无评级主体

数据来源：联合资信整理

图 2.10 按主体信用级别分类的城投企业利润指标中位数变动情况

分区域来看：（1）2015 和 2023 年，东北地区城投企业政府补贴占净利润比重中位数较高，其他地区水平大致相当，东北地区城投企业经营性业务收益贡献有限；（2）相较 2015 年，2023 年不同地区城投企业政府补贴占净利润比重中位数均有所上升，其中东北地区增幅明显，中部地区其次；（3）相较 2015 年，2023 年除东北地区外，其他地区城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有所上升，且增幅东部>中部>西部，或表明东部区域依托区域内产业资源，股权基金投资更为成熟且收益较高。



数据来源：联合资信整理

图 2.11 按区域分类的城投企业利润类指标中位数变动情况

（四）小结

综上所述，我们可以得出几点结论：

（1）从收入角度来看，城投企业转型取得一定成效，但从资产和净利润角度看并不明显，其中城投企业对政府补贴的依赖不降反升，主要由于对城投企业而言，拓宽收入来源较容易实现，但城建类资产的逐步结算、自营项目的投资以及经营性业务利润贡献的增加则需要实质性的转型以及更长的时间才能逐步实现。

（2）城投企业转型呈现一定分化，从指标表现来看，较发达地区、行政层级更高或者园区城投、主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富，有利于其通过拓展业务板块、股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型。

三、城投转型案例分析

为进一步研究个体城投企业转型的路径和要素，本报告对 2015—2023 年城建类资产占比、城投类收入占比以及政府补贴对利润的贡献程度下降较为明显的城投企业进行案例分析。综合考虑不同地区、不同行政层级以及不同主体信用级别城投企业在转型背景和资源等方面存在差异，本报告选取了广州开发区投资集团有限公司（以下

简称“广州开投集团”）、新乡国有资本运营集团有限公司³（以下简称“新乡国资集团”）、抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司（以下简称“抚州国投”）、成都东方广益投资有限公司（以下简称“成都东方广益”）、邳州经开控股集团有限公司（以下简称“邳州经开控股”）及青岛少海发展集团有限公司（以下简称“少海集团”）6家企业。

（一）广州开投集团：主要依托区域丰富的产业资源和金融资源

广州开投集团成立于1992年1月，前身为全民所有制企业，2017年9月整体改制为国有独资公司。截至2024年9月底，广州开投集团唯一股东和实际控制人均为广州开发区国有资产监督管理局（以下简称“开发区国资局”）。广州开投集团是广州经济技术开发区（以下简称“广州开发区”）唯一的交通基础设施投资建设运营平台、重大产业投资运营平台。

从资产构成来看，2015年底广州开投集团资产中其他应收款（主要为对政府部门的融资款转借和往来款）和其他非流动资产（主要为市政基础设施建设资产）合计占比60.83%，2023年底显著下降至15.47%，同时长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、投资性房地产及在建工程合计占比较2015年底的18.66%明显增长至2023年底的56.71%。从收入构成来看，广州开投集团基础设施建设收入占比自2015年的70%以上降至2023年的30%以下，智能制造和大宗贸易收入从无到成为收入主要来源，2023年分别占36.37%和19.67%。从净利润构成来看，2023年政府补助占净利润的比重较2015年的176.62%降至13.75%；同时2023年投资收益和公允价值变动收益合计占净利润比重高达497.08%，是广州开投集团净利润的主要来源。

通过分析发现，广州开投集团转型的要素主要包括以下方面：

（1）区域产业资源丰富。广州开发区是广州市重要的经济发展增长极，科技创新重大引擎、创新驱动发展核心区。2022年1月，广州开投集团股权收购广东顺威精密塑料股份有限公司，新增智能制造业务，2022—2023年分别实现智能制造业务收入21.00亿元和22.67亿元，为广州开投集团最主要收入来源。2023年，广州开投集团通过在产业投资和资本运作股权投资实现投资收益9.45亿元。

（2）区域金融资源支持。截至2023年底，广州开投集团获得广州银行、建设银行等金融机构的贷款授信额度总额768.70亿元，尚未使用授信额度521.01亿元，备用流动性充足。

（3）重视专业化人才队伍建设。广州开投集团不断完善用人机制，引进急需的

³ 新乡国资集团为2021年新设，原本不在本报告筛选样本范围内，基于该公司是多家城投企业整合而成，属于是一种典型的转型方式，故纳入案例分析。

专业人才，增强全链条专业投资能力以及市场资源整合能力。

（4）拓展其他市场化业务⁴。广州开投集团自 2020 年起开展大宗贸易业务，展业范围集中在广东省内，贸易品种包括钢材、有色金属、煤炭、纸浆、纺织品等商品。2023 年，广州开投集团大宗贸易收入占比近 30%，为第三大收入来源。

（二）新乡国资集团：主要依托政府整合以及丰富的金融资源

新乡国资集团系由河南省新乡市财政局于 2021 年 11 月全资设立的国有独资公司。成立之初，新乡市通过对全市资产进行全域性、多方位、跨行业重组将新乡国资集团整合为新乡市千亿级国有资本运营主体，涉及城市发展、乡村振兴、交通水利、医药化工、文旅消费、矿产建材、金融控股、科技创新八大业务板块。

从资产构成来看，由于新乡国资集团成立时间较晚，并且是在整合新乡市全市资产的基础上形成，因此在成立之初收入来源就相对多元化，对基建业务、政府补助的依赖较传统城投企业低。新乡国资集团 2023 年底资产中城建类资产主要集中于应收基础设施代建款及基建项目开发成本，应收账款、其他应收款及存货合计占资产总额的 44.17%。从收入构成来看，新乡国资集团收入中主要城建类收入（代建工程）占比在 30% 以下。从净利润构成来看，2023 年政府补助占净利润的比重为 40.53%；投资收益占净利润比重为 49.29%，是新乡国资集团利润的重要来源。

通过分析发现，新乡国资资产、收入和净利润来源于政府较低的要素主要包括以下方面：

（1）区域国企资源丰富，政府给予有力支持。在新乡国资集团整合之前，新乡市市管国企、县级国企、局属企业及其他各类参控股国有企业总数多达 1500 余家，存量国有资产约 1600 亿元。2021 年，新乡市对市属国有资产进行资源整合，将市财政局所持有的市属国有投融资主体全部股权、市住建局及市卫健委所持有国资国企，以及各县（市、区）政府、管委会或其授权的国资监管机构出资管理的国有投融资主体股权无偿划转至新乡国资集团。2021 年 11 月，新乡市财政局将其持有的新乡白鹭投资集团有限公司（以下简称“白鹭集团”）股权无偿划转至新乡国资集团，白鹭集团控股上市公司新乡化纤股份有限公司（股票代码 000949.SZ），2023 年新乡国资集团实现化纤收入 74.48 亿元。2021 年 12 月，新乡市辉县市人民政府将辉县市豫辉投资有限公司（以下简称“豫辉投资”）51% 股权无偿划转至新乡国资集团，豫辉投资拥有新乡市辉县范围内所有采砂资源的开采及生产权，新乡国资集团依托当地丰富的砂石资源，组建矿产建材板块。

⁴ 本报告其他市场化业务主要指对区域产业资源依赖程度相对较低的市场化业务。

(2) 金融资源支持。新乡国资集团先后与 17 家银行省级分行达成战略合作，获批集团授信 520 亿元；获批政策性开发性金融工具授信 10 亿元，规模居河南省第一。此外，新乡国资集团已获得基金管理、融资担保、商业保理、融资租赁的类金融牌照。

(3) 实行内部梯次管理体制。新乡国资集团根据业务属性和发展方向对各类资产和业务进行专业化整合，搭建了“总部控全局、二级板块管资产、三级单元管经营”的管理架构，落实各业务条线权属职责，并针对核心公司、县区公司、协同公司制定了管控清单，形成“一级强、二级专、三级活”的梯次管理体制。

(4) 采用市场化选人用人机制。新乡国资集团高管市场化选聘占比 70%、中层干部岗位流动比例超 30%；公开招录、选聘职业经理人、专业人才近 140 人，建立了干部能上能下、人员能进能出、薪酬能多能少的市场化机制。

(5) 拓展其他市场化业务。新乡国资集团作为新乡市重要的国有资本运营主体，除开展环卫绿化、路网养护、高速公路通行费、热力电力、污水处理、旅游景区及租赁等城市运营服务外，还开展了人才服务、物业服务、广告服务、安保服务、技术服务等市场化程度较高的经营业务。

(三) 抚州国投：主要依托政府划转资产以及自主开展工程施工等市场化业务

抚州国投系由抚州市国有资产管理局于 2002 年 6 月出资设立，截至 2024 年 9 月底，控股股东为抚州市国有资产经营管理有限责任公司，实际控制人为抚州市国资委。抚州国投是抚州市重要的基础设施建设主体，主要从事抚州市范围内的基础设施建设、供水及安装、砂/砾石销售、工程施工、房地产开发销售及租赁、商品销售等业务。

从资产构成来看，抚州国投城建类资产主要集中于应收转贷款及基础设施建设项目投入，2023 年底抚州国投应收账款、其他应收款、存货及其他非流动资产占资产总额的比重自 2015 年底的 84.33% 降至 51.56%。从收入构成来看，抚州国投城建类收入（基础设施建设）占比自 2015 年的 79.63% 大幅下降至 2023 年的 2.49%。从净利润构成来看，2023 年政府补助占净利润的比重降至 37.29%，而 2015 年该比重为 64.95%，2023 年抚州国投利润主要来源于业务获利。

通过分析发现，发现抚州国投转型的要素主要包括以下方面：

(1) 区域国有资源丰富，政府给予有力支持。2016 年，抚州市政府将本级及下辖区县河道砂石资源开采权划入抚州国投，抚州国投开展砂/砾石销售业务。2019 年，抚州市政府将抚州下辖各区县城投公司部分股权（合计账面价值 110.99 亿元）划入抚州国投，2023 年实现投资收益 0.57 亿元。2022 年，抚州市政府将抚州市属农业发展集团有限公司 60% 股权划入抚州国投，抚州国投新增农产品供应链贸易业务。此外，抚州市政府将市中心城区社会公共车位（包括人防工程资产）经营管理权划入抚

州国投。

(2) 完善市场化管理体制。抚州国投建立了管理层竞聘上岗制度，所有管理层岗位必须竞聘上岗，新竞聘上岗的管理人员须具有本科及以上学历；建立进人用人条件、程序、结果“三公开”机制。

(3) 拓展其他市场化程度较高的业务。2018 年，抚州国投通过股权收购方式开展工程施工业务，2023 年底拥有公路工程施工总承包一级、市政公用工程总承包一级、房屋建筑工程总承包一级等资质。抚州国投还通过开展勘测、测绘、规划、演出、住宿餐饮、旅游服务、保安押运等市场化程度较高业务拓宽收入来源。

(四) 成都东方广益：主要依托政府授权将市场化经营子公司纳入合并范围

成都东方广益成立于 2003 年 8 月，截至 2024 年 9 月底，成都东方广益唯一股东为成都市成华发展集团有限责任公司，实际控制人为成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“成华区国资和金融局”）。成都东方广益主要承担成都市成华区龙潭新经济产业功能区（以下简称“龙潭功能区”）项目投融资、资产运营、土地整理、安置房及基础设施和产业载体等项目建设。

从资产构成来看，成都东方广益 2023 年底城建类资产主要集中于应收基础设施代建款及代建基建项目开发成本，应收账款和存货合计占资产比重的 57.25%，较 2015 年底（96.00%）大幅下降。2015—2023 年，成都东方广益营业总收入大幅增长，收入构成明显多元化，其中基础设施建设收入占比自 98.58%大幅下降至 9.30%。从净利润构成来看，净利润对政府补助依赖明显弱化，2023 年成都东方广益收到政府补助 0.07 亿元，占净利润的 4.49%。

通过分析发现，抚州国投转型的要素主要包括以下方面：

(1) 区域产业资源丰富。龙潭功能区地处成都市成华区东北部，规划面积 11 平方公里，是四川省省级产业开发区，重点发展以数字通信、智能机器人、工业互联网为主导的新经济产业集群。2023 年，成都东方广益通过设立产业引导基金和北京联东投资（集团）有限公司合力打造的全国首个新经济旗舰园区联东 U 谷·成都新经济园投入使用，该项目是成都东方广益在现代工业载体建设、物业开发运营与租赁、招商运营和基金运作等方面的探索。此外，成都东方广益负责运营龙潭功能区国机大厦的中央食堂项目，为机关、企业工作人员提供餐饮服务。

(2) 政府给予有力支持。2022 年 4 月，根据《成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局关于授权东方广益公司管理东广能源公司的函》，成华区国资和金融局全权授权成都东方广益对成都东广能源有限公司（以下简称“东广能源”）进行经营决策和日常经营管理，2022 年成都东方广益将东广能源纳入合并范围（东广能源由成

华区国资和金融局持股 95%，成都东方广益持股 5%）。成都东方广益新增工程技术服务、化工产业及清洁生产等业务，成为成都东方广益的主要收入来源。此外，成都东方广益承接了成华区综治办的劳务派遣业务，2023 年实现劳务派遣收入 1.26 亿元。

（3）优化人才体系建设。成都东方广益每年针对项目管理、风险控制、财税法规等定期组织内部培训，选派优秀员工参加各类全国性的行业研讨会，为高层次人才引进提供具有市场竞争力的薪资待遇和广阔的职业发展空间，并成功引进若干具有博士学位的行业专家。

（4）引入专业咨询服务机构。成都东方广益依据自身业务发展态势及项目具体需求，在专项法律咨询、人力资源咨询、企业内控及风险管理咨询以及企业运营与战略规划等多个领域开展多项专业化采购活动。

（五）邳州经开控股：主要依托区域产业资源开展股权投资、厂房租赁并拓展其他市场化业务

邳州经开控股是由江苏邳州经济开发区管理委员会于 2007 年 12 月出资成立的国有独资公司。截至 2024 年 9 月底，邳州经开控股唯一股东为邳州市产业投资控股集团有限公司，实际控制人为邳州市财政局。邳州经开控股是邳州市重要的基础设施建设主体，从事江苏邳州经济开发区（以下简称“邳州经开区”）范围内的基础设施建设、土地开发整理、安置房建设和厂房租赁等业务。

从资产构成来看，2015 年底邳州经开控股资产中应收城建类款项、城建类项目投入、与邳州市政府单位及国有企业往来款合计占比很高（相关科目合计占比 90.10%），2023 年底城建类资产占比显著下降，应收账款、其他应收款及存货合计占资产总额的比重为 48.09%，同时对区域内企业股权投资和自营租赁资产占比较 2015 年底明显增长。从收入构成来看，邳州经开控股 2021 年新增商品销售收入，2023 年新增厂房租赁收入，城建类业务收入占比由 2015 年的 98.92% 下降至 2023 年的 53.40%，商品销售及厂房租赁业务对收入形成重要补充。从净利润构成来看，2015 年净利润对政府补助依赖程度很高（89.33%）；2023 年政府补助占净利润的比重降至 20.55%，业务经营利润和股权投资形成的投资收益成为邳州经开控股集团利润主要来源。

通过分析发现，邳州经开控股转型的要素主要包括以下方面：

（1）区域产业资源丰富。邳州经开区主园区围绕碳基新材料、半导体材料和设备、高端装备制造三个邳州市主导产业，形成了化工产业聚集区、半导体材料和设备产业园、高端装备制造产业园三个产业片区，集聚了众多重点企业。邳州经开控股自 2021 年起加大对落地邳州经开区内半导体材料、高端装备制造产业相关公司股权投资，并通过股权转让及股利分红实现投资收益。2021—2023 年，邳州经开控股分别实现上

述参股股权投资收益 0.60 亿元、2.90 亿元和 0.27 亿元，分别占当年净利润的 29.27%、140.10%和 18.49%。此外，邳州经开控股负责邳州经开区范围内标准化厂房的建设与运营，满足产业片区内入驻企业厂房需求，通过出租获取租赁收入。2023 年，邳州经开控股实现厂房租赁收入 1.36 亿元，占当年营业总收入的 17.72%。

(2) 拓展其他市场化程度较高的业务。邳州经开控股自 2021 年通过新设子公司江苏瓜娃子生物工程有限公司开展开心果、腰果、芒果干、扁桃仁等干果食品销售业务；2023 年商品销售业务新增水果番茄销售。2021—2023 年，邳州经开控股分别实现商品销售收入 0.62 亿元、1.16 亿元和 1.63 亿元，分别占当年营业总收入的 11.27%、19.37%和 21.18%。此外，邳州经开控股还开展区域内咨询服务、酒店运营等经营性业务。

(六) 少海集团：主要依托政府注入水域使用权

少海集团成立于 2009 年，系由青岛大沽河省级生态旅游度假区管理委员会（原“胶州市少海国际省级旅游度假区管理委员会”）、胶州经济技术开发区管理委员会（原“青岛胶州湾产业基地管理委员会”）及青岛胶州城市发展投资有限公司根据《关于设立青岛少海投资发展有限公司的通知》以货币形式共同出资设立的国有控股公司。截至 2024 年 9 月底，少海集团唯一股东及实际控制人均为胶州市国有资产服务中心。少海集团职能定位为胶州市大沽河度假区内最重要的基础设施建设、物业管理、水利开发、房屋租赁等业务运作主体。

从资产构成来看，2015 年底少海集团资产中其他应收款（主要对政府部门及区域内国有企业的往来款）和存货（主要为拟开发土地和代建基础设施项目成本）合计占比较高（94.40%），2023 年底应收账款、其他应收款及存货合计占资产总额的比重降至 45.22%。从收入构成来看，2015 年少海集团 98.38%收入来自城建类业务（代建工程），2021 年新增租赁收入使得收入结构有所优化，2023 年少海集团收入中城建类收入（代建工程和土地整理）合计占比在 23%以下，经营性业务收入占比显著提高。从净利润构成来看，净利润对政府补助依赖减弱，2023 年政府补助占净利润的比重降至 1.90%（2015 年该比重为 100.71%），利润主要来源于业务盈利。

通过分析发现，邳州经开控股转型的要素主要包括以下方面：

(1) 区域资源优质，政府给予有力支持。胶州市大沽河度假区系省级生态旅游度假区，位于胶州市东南部，地处青岛“三城联动”北部城区中心位置，青岛“生态主轴”大沽河入海口处，已形成总面积 31.8 平方公里、水域面积 6.28 平方公里规划版图。2019 年，政府向少海集团注入少海新城南湖、善湖水域使用权，面积 5723.25 亩，评估价值 51.50 亿元；2020 年，政府向少海集团注入板桥镇项目土地使用权及房屋建

筑物，评估价值 15.01 亿元；2021 年，政府向少海集团注入北湖水域使用权，面积 4301.41 亩，评估价值 46.03 亿元。少海集团将上述资产用于出租并自 2021 年开始取得水面承租及房产租赁收入。

（2）拓展区域内市场化程度较高的业务。少海集团负责管理和维护大沽河度假区内公有资产的绿化、保洁、保安业务。同时负责大沽河度假区域内各大公司劳务派遣、人力资源信息咨询服务、职业中介服务。

（七）小结

根据上文的案例分析，我们对不同地区、不同行政层级以及不同主体信用级别的城投企业涉及的转型要素进行了简单的归纳后发现：

（1）表现较好城投企业转型的要素包括外部和内部两方面，外部要素主要是区域产业资源、金融资源及政府支持，内部要素主要是城投企业自身完善内部管理及拓展其他市场化业务，在现阶段城投转型过程中外部要素更为重要。

（2）对不同城投企业来说，转型所涉及的重要要素有所差异，而这主要取决于该企业所处区域的产业、金融等资源禀赋。

（3）政府支持是多数城投企业转型的最重要条件，而较少涉及政府支持的城投转型则需要丰富的产业资源后盾（广州开投集团、邳州经开控股），一般情况下园区城投企业产业资源更加丰富。

（4）金融资源对城投企业转型至关重要，而城投企业能否获取丰富的金融资源，不仅仅取决于区域经济发展和金融资源情况，也与政府对该企业的重视和支持有关（新乡国资集团）。

（5）对于产业资源、政府支持这两大重要因素欠缺任意一项的城投企业，要想实现取得较好的转型成效，可以通过积极拓展其他市场化业务实现（抚州国投、邳州经开控股）。

（6）城投企业的逐步转型带来业务板块的增加以及对专业人才的需求，通过内部业务条线整合、加强人才队伍建设、提高经营管理效率是必经之路。

表 3.1 案例转型要素汇总

主体	行政层级	地区	信用级别	外部			内部	
				产业资源	金融资源	政府支持	完善内部管理	拓展其他市场化业务
广州开投集团	园区	广州经济技术开发区	AAA	○	○	/	√	√
新乡国资集团	地级市	新乡市	AAA	/	○	○	√	√
抚州国投	地级市	抚州市	AA ⁺	/	/	○	√	○
成都东方广益	区县	成都市-成华区	AA ⁺	√	/	○	√	√

邳州经开控股	园区	邳州经济开发区	AA	○	/	/	/	○
少海集团	区县	青岛市-胶州市	AA	/	/	○	/	√

注：“√”代表转型要素涉及，“○”代表不仅涉及该要素且更为重要，“/”表示公开获取的相关资料不涉及；拓展其他市场化业务主要指不依托区域产业资源的业务

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、未来城投转型发展趋势

2023年7月，中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后“35号文”“47号文”“14号文”“134号文”“150号文”等一系列政策陆续实施。其中，“150号文”提出名单内城投企业应不晚于2027年6月末退出；若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退平台。“150号文”为城投企业退出地方融资平台提供了明确的时间表及指导，城投企业转型更加迫切。总体来看，我们认为，未来城投转型或将呈现以下几点趋势。

首先，随着地方化债的深入推进和退平台时间表的明确，城投企业转型进程将加速，转型的方式包括但不限于企业整合重组以及拓展城市运营、产业投资、园区厂房建设等市场化经营业务。值得一提的是，目前不少城投企业通过新设产投平台的方式力求突破新增融资限制、进行市场化转型。

其次，受区域产业资源、金融资源以及政府支持力度的不同，城投企业转型将呈现出分化格局，经济较发达地区、行政层级更高、平台地位更重要及主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富、可获得的政府支持更大，有利于其通过拓展业务板块、进行股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型，经济落后地区、行政层级低、平台地位弱及主体信用级别低的城投企业被合并重组的概率高。

第三，政府支持和区域产业资源是城投企业转型的最重要因素，政府支持包括但不限于整合重组区域内城投企业、划拨国企股权或优质资产等，而园区城投企业整体依托的产业资源更加丰富，更易于通过产业投资、建设厂房、园区运营等方式进行转型。更进一步来看，类似新乡国资集团模式的重组区域内城投企业是区域城投转型的较快的一种方式，但后续需解决业务条线、人员整合等管理问题；园区城投企业转型则面临厂房建设投资周期长、如何盘活资产以及产业投资在当前宏观背景下提高投资收益的挑战。

第四，在当前化解地方政府债务风险和推进城投企业转型的大背景下，大多数城投企业都在积极拓展贸易、工程施工、物业、安保等市场化程度高的业务，尤其对于那些政府支持和产业资源相对较弱的城投企业来说，这或许是必然的选择，但对于上述业务来说，城投企业可能会面临竞争实力弱、利润水平低的问题，比如贸易和工程施工如果仅追求做大收入规模还可能会由于风险管控不到位而发生损失、适得其反。城投企业不应仅以追求收入为目标，而应从自身现有条件、区域资源禀赋出发探索实质化的转型路

径。

第五，通过建立市场化用人机制、引入专业咨询服务等方式完善内部管理是城投转型的重要条件，但受“铁饭碗”观念根深蒂固、涉及利益调整等因素制约，在实际推行过程中面临困难，在这种情况下，区域政府的执政理念和决策水平至关重要，能够作出科学决策、为区域城投企业转型明确清晰方向并制定可行性方案的政府所在区域在城投转型过程中将展现出优势。

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。