

城投公司股权投资现状分析——江苏篇

联合资信 公用评级一部 | 姚 玥 李 颖 郑 重 符 蓉

近年来，在政府相关政策要求和自身发展需求等综合因素影响下，城投公司以股权投资为代表的市场化转型步伐加快，表现为通过参股投资、股权收购、基金出资以及无偿划入股权等方式参与的股权投资规模持续增长。受益于突出的区域资源禀赋、不断升级与完善的产业结构以及以股权投资撬动产业发展的政策推动等因素，江苏省城投公司股权投资经验较为丰富，股权投资规模较大，并超过全国绝大部分省份。在参与股权投资规模方面，与经济实力、产业基础和金融资源等“南强北弱”的要素禀赋结构相一致，省内城投公司参与股权投资规模亦呈现“南大于北”的梯队特征。在省内城投公司参与股权投资对产业运营和经济发展带来积极作用的同时，需警惕其带来的自身投资风险，也需关注区域内城投公司在股权投资过程中城投属性和得到政府支持程度的变化以及债务负担较重的区域内城投公司由于投资导致的债务进一步攀升的风险。



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



一、引言

近年来，国家陆续出台了多项涉及城投公司转型的政策文件，如《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）提出“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、依法合规开展市场化融资”；《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》指出“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合规承接政府公益类项目”。除上述政策因素推动外，随着城市建设的持续推进和城镇化率的不断提高，部分区域城市基础设施建设业务空间不断缩小，城投公司的公益性业务量也呈现下降趋势。因此，在上述政策要求和城投公司自身发展需求的综合影响下，城投公司谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务，以股权投资为代表的市场化转型步伐加快，表现为城投公司通过参股投资、股权收购、基金出资以及无偿划入股权等方式参与的股权投资规模持续增长，发债用于股权投资的空间亦呈扩大趋势。

从动机来看，城投公司参与股权投资主要包括以下三方面：一是出于拓展业务领域，增强自身造血功能；二是为配合当地政府招商引资、吸引社会资本，促进地方产业经济转型升级；三是作为区域国有资产运营平台，承担区域内国有资产运营管理职能，以此推动实体化发展。从投资类型来看，城投公司参与股权投资类型包括直接投资和间接投资两种。直接投资为城投公司直接对被投资企业进行股权投入，未来通过企业上市和原股东收购股份等方式退出；间接投资为城投公司通过成立或参与产业投资基金的方式，对满足当地政府及城投公司自身要求或者满足基金管理人投资方向的企业进行投资，未来通过股份回购、股份转让和基金并购等方式退出。

江苏省地处长江三角洲地区，区位优势突出，经济发展水平高，为区域内的城投公司发展提供了良好的外部环境。近年来，江苏省产业布局全面升级，重点发展“高精尖”和新动能等产业，新兴行业全面发展，产业结构持续优化。上述因素也为江苏省内城投公司参与股权投资创造了良好的先决条件，使得江苏省城投公司股权投资经验较为丰富，股权投资规模较大，并超过全国绝大部分省份。鉴于此，本文聚焦江苏省内股权投资发展现状，简要分析江苏省区域特征及经济发展状况、产业发展格局、江苏省内城投公司参与股权投资趋势表现，并重点对省内下辖各地市的产业格局、股权投资发展情况进一步比较分析，对相关区域内城投公司参与股权投资存在的优势及相应的风险进行总结。

二、江苏省经济发展及股权投资概况

（一）江苏省区域特征及经济发展状况

江苏省地理位置优越，区位优势突出，交通体系完善，为省内经济发展提供了有力支撑。江苏省地处中国东部沿海中心、长江下游，与上海市、浙江省和安徽省共同构成的长江三角洲城市群已成为六大世界级城市群之一，地处“一带一路”建设、长江经济带发展和长三角一体化发展三大国家战略交汇区域。路网方面，截至 2022 年底，全省铁路营业里程 4276.9 公里，其中高速铁路里程 2217.6 公里，居全国前列；全省公路里程 15.9 万公里，较上年末增加 599.0 公里；全省拥有 9 个运输机场、8 个 A1 类通用机场，实现地面交通 90 分钟车程覆盖全部县（市）；全省内河航道通航总里程约 2.4 万公里，等级航道里程约 8813 公里，里程和密度均居全国之首。

人口保持净流入，城镇化水平较高。人口和城镇化方面，截至 2022 年底，江苏省常住人口 8515.0 万人，比上年末增加 10.0 万人，增长 0.1%；同期末，江苏省常住人口城镇化率达 74.4%，比上年末提高 0.5 个百分点。

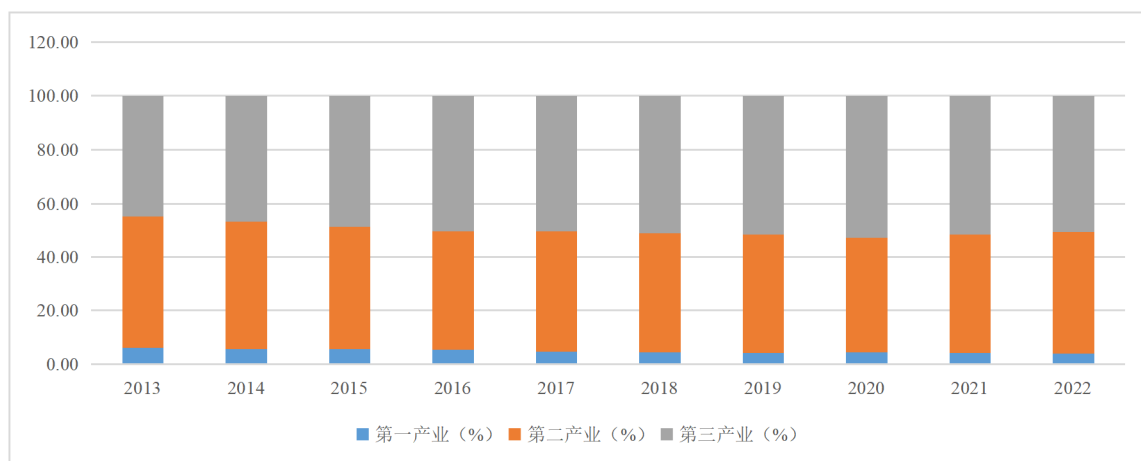
经济持续发展，经济总量稳居全国第二位，人均 GDP 处于全国省域首位，产业结构完备。从经济运行方面看，2020—2022 年，江苏省地区生产总值（GDP）持续增长，分别为 10.27 万亿、11.64 万亿和 12.29 万亿，均稳居全国第二位；同期，江苏省人均 GDP 继续增长，分别为 12.12 万元、13.70 万元和 14.44 万元，处于全国省域首位。经济结构方面，2022 年，江苏省三次产业结构为 4.0:45.5:50.5，全年高技术产业投资比上年增长 9.2%，拉动全部投资增长 1.7 个百分点。产业发展方面，江苏省形成了以化工、机械、汽车、纺织及电子产业主导的工业体系格局，产业结构完备。

金融业快速发展，信贷总量保持稳定增长，上市公司数量众多，居全国前列。2022 年，江苏省金融业实现增加值 9689.87 亿元，增长 7.2%，高于 GDP 增速 4.4 个百分点；全省社会融资规模增量 3.38 万亿元，居全国前三；全省新增本外币贷款 2.63 万亿元，居全国第一，较上年多增 2345 亿元。全省本外币贷款余额年末达 20.68 万亿元，同比增长 14.57%，增速高于全国 3.87 个百分点。2022 年，全省新增境内上市公司 70 家，居全国第二。截至 2022 年末，全省共有境内上市公司 636 家，居全国第三，其中科创板和北交所上市公司数量均居全国第一；新增境外上市公司 12 家，全省境外上市公司累计 163 家，境内外上市公司总数位居全国前列。

（二）江苏省产业发展状况

江苏省积极转变经济增长方式，产业结构持续优化。产业结构总体表现为第一产业比重不断下降，第二产业在快速发展后占比也呈下降趋势，代表最高结构层次

的第三产业比重逐渐提高。根据江苏省政府公布数据，1989—2014 年，全省三次产业结构为“二三一”。2015 年，全省第三产业增加值比重首次超过第二产业，实现产业结构“三二一”标志性转变。此后，江苏省第三产业比重持续居主导地位，成为推动经济的主动力。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 1 江苏省产业结构情况

江苏省制造业转型升级趋势明显。2023 年上半年，全省规模以上工业增加值同比增长 8.3%，比一季度加快 2.8 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.3%，制造业增长 8.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%。分行业看，列统的 40 个工业行业大类中，有 31 个行业增加值同比增长，行业增长面为 77.5%，比一季度扩大 7.5 个百分点。上半年，装备制造业增加值同比增长 9.1%，比全部规模以上工业快 0.8 个百分点，制造业发展的韧性得以体现。同时，江苏省制造业转型升级趋势明显，上半年全省高技术产业投资同比增长 9.0%，比一季度加快 0.5 个百分点，高于全部投资 3.5 个百分点，对投资增长贡献率为 29.0%，拉动投资增长 1.6 个百分点，高技术产业投资占全部投资的比重为 18.5%，比去年同期提升 0.6 个百分点。其中，高技术制造业增长 8.6%，高技术服务业增长 10.6%。

江苏省对接国家区域战略，全面融入长三角一体化发展规划，聚焦产业，提升都市圈引领带动能力，推动区域协调发展，提高金融业支持制造业的力度，为省内城投公司参与股权投资创造了良好的先决条件。江苏省以长三角中心城市为主体，推动科技、产业深度融合，提升区域发展整体水平；加快推进都市圈发展；区域协调联动，发挥中心城市引领作用，建设世界级的新兴产业和先进制造业集群，推进宁杭、沿海、淮河生态经济带建设。联合提升原始创新能力，走“科技+产业”道路，加强关键技术研发；共建创新平台，营造创新环境，推动制造业创新发展。

为发挥制造业在全省经济发展中的支撑作用，江苏省《加快建设制造强省行动方案》中明确，未来江苏省聚焦 16 个先进制造业集群（集成电路、生物医药、新型医疗器械、高端装备、新型电力（新能源）装备、工程机械、物联网、高端纺织、前沿新材料、海工装备、高技术船舶、节能环保、核心信息技术、汽车及零部件、新型显示和绿色食品）和 50 条产业链，实施八大行动，深化“1650”产业体系建设，加快产业链强链补链延链。到 2025 年，江苏省 16 个集群规模占比将超过 70%；70% 规模以上制造业企业将基本实现数字化网络化；优质企业数量占规上工业企业比重接近 20%。到 2030 年，江苏省将形成 10 个左右综合实力达到国际先进水平的先进制造业集群；重点领域核心装备基本具备自主供给能力；制造业和生产性服务业增加值占地区生产总值比重达到 70% 左右。此外，为进一步推动产业升级优化及金融业支持制造业的力度，江苏省发布了《省政府关于金融支持制造业发展的若干意见》，在提高制造业企业直接融资比重、强化多元金融服务促进制造业竞争力提升、切实减轻制造业企业融资成本、拓宽股权融资渠道、统筹发挥财政资金对金融资源的撬动作用、强化政府投资基金运用、整合放大财政资金作用等方面提出了诸多举措。

综上，在城投公司转型政策要求及其自身发展需求的背景下，江苏省城投公司受益于其突出的区域资源禀赋、不断升级与完善的产业结构以及以股权投资撬动产业发展的政策推动等因素，省内城投公司股权投资发展环境得以优化提升，并为股权投资参与的领先提供了良好的基础。

（三）江苏省城投公司股权投资现状

江苏省城投公司股权投资经验较为丰富，股权投资规模较大，超过全国绝大部分省份（2022 年江苏省城投公司股权投资规模占全国城投公司股权投资规模的 13.50%）。

总量及增速方面，江苏省城投公司股权投资规模¹及占总资产的比重持续增长，但增速先升后降。2018 年以来，随着依法合规开展市场化融资相关政策文件的出台，城投公司转型步伐加快，江苏省城投公司股权投资规模快速增长（详见图 2），年均复合增长 17.42%，占总资产比重逐年上升（详见图 3）。截至 2022 年底，江苏省城投公司的股权投资总规模较上年底增长 13.72% 至 1.73 万亿元。2018—2022 年，江苏省城投公司股权投资规模增速先升后降（详见图 2），2021 年以前，江苏省城投公司配合政府进行区域内的招商引资和产业培育，创新融资途径，撬动社会资本，发挥国有资产运营平台的产业引导作用，江苏省城投公司股权投资规模随之快速增长，2020 年增速高达 28.57%。2021 年起，全国部分区域对于城投开展城投股权投资监管趋严，

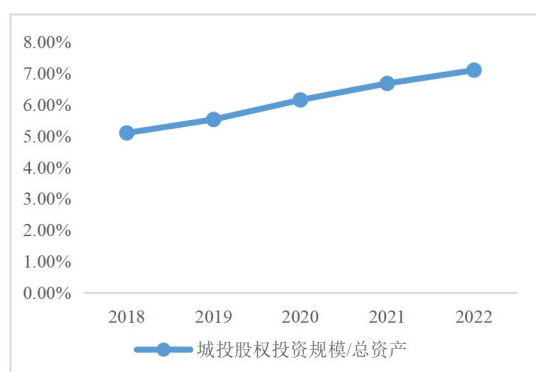
¹ 本文城投公司样本为有存量城投债的平台 600 余家；股权投资规模主要包括长期股权投资、其他权益工具投资、交易性金融资产和其他非流动金融资产；未去除因母子公司导致的重复值；未考虑直接形成控股子公司并纳入合并范围内的投资

2021年5月，江苏省发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》，或受相关指导意见影响，省内各城投公司投资步伐放缓，投资规模增速由升转降，2022年增速虽有所下降，但仍保持较高水平。



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图2 江苏省城投股权投资规模及增速



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图3 江苏省城投股权投资规模占总资产比重

投资收益方面，江苏省城投公司股权投资收益²规模及占利润总额的比重持续增长，投资年收益率逐渐趋于平稳。2018年以来，江苏省城投公司对合营、联营企业的投资收益及其占利润总额的比重随股权投资规模的增长，呈现逐年上升趋势（详见图4），2022年底分别为239.99亿元和11.63%，对城投公司盈利水平形成一定补充。2018—2020年，江苏省城投公司长期股权投资年收益率增长较快，2020年后逐渐趋于平稳，整体位于年化2.5~3.5%的区间（详见图5），2022年为3.32%，高于同期全国平均水平（2.44%），但整体收益水平仍偏低，低于城投公司整体资金成本，也从侧面反映出省内城投公司股权投资或更侧重于其带来的地区长期经济效益，而非股权投资带来的短期投资收益。



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图4 江苏省城投公司股权投资收益及其占



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图5 江苏省城投公司股权投资收益占前一

² 本文股权投资收益选取长期股权投资及计入利润表投资收益中对联营企业、合营企业的投资收益进行分析

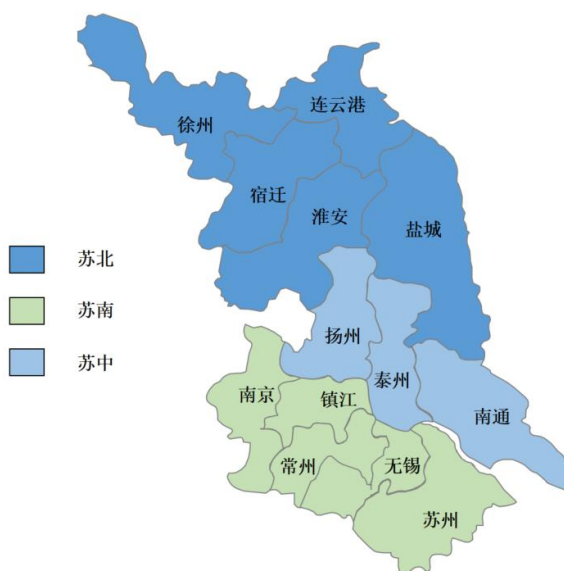
利润总额比重

年长期股权投资比重

三、江苏省各地级市产业发展及股权投资概况

（一）江苏省各地级市产业发展状况

江苏省按区域地理位置分为苏南五市（南京市、苏州市、无锡市、常州市、镇江市）、苏中三市（南通市、扬州市、泰州市）和苏北五市（徐州市、连云港市、淮安市、盐城市、宿迁市），下辖 13 个地级市整体经济实力呈现“南强北弱”的格局，苏南地区整体经济发展水平更高，系省内经济发展引擎，苏北地区与其经济规模相差较大。

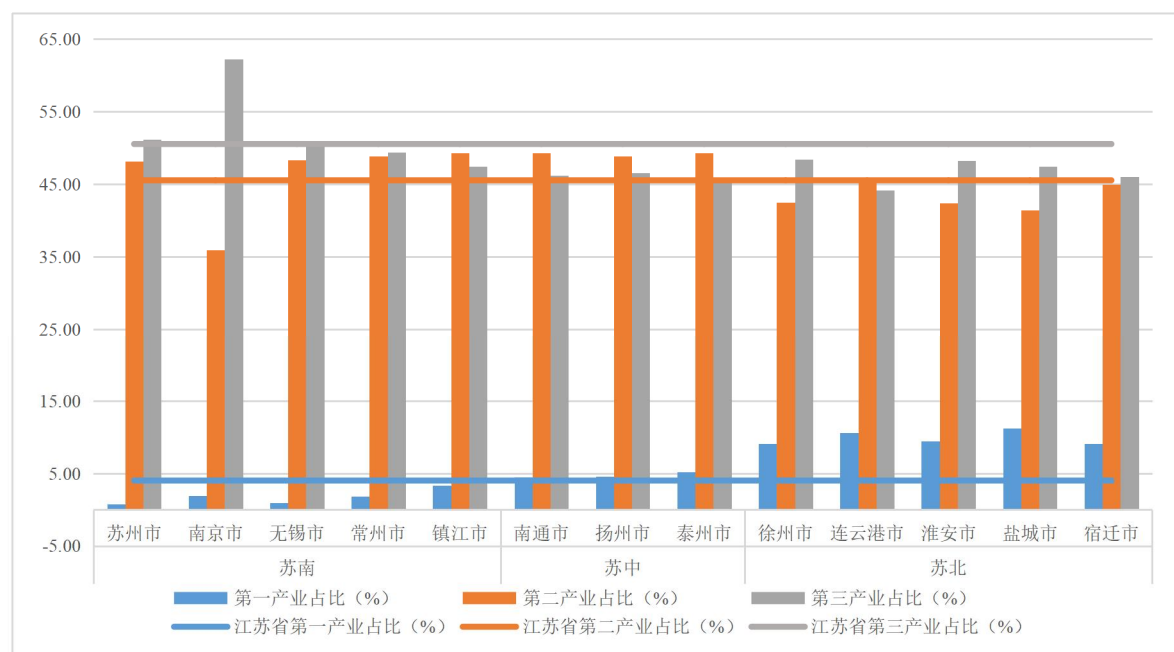


资料来源：公开资料

图 6 江苏省行政区划图

从产业结构看，江苏省下辖 13 个地级市产业结构各有侧重，具有较为明显的层次性。苏南地区产业格局更优，整体呈现“三二一”的产业结构，苏中地区产业格局以“二三一”为主，苏北地区产业结构较为传统，系省内第一产业占比最高区域。产业结构是经济结构的重要组成，产业结构的优化升级可以促进区域内经济增长。从 2022 年江苏省各地级市三次产业结构来看，江苏省下辖 13 个地级市产业结构具有较为明显的层次性。苏南地区产业结构主要呈现“三二一”的格局，第三产业平均水平（52.2%）领先于全省第三产业占比（50.5%），产业引领作用凸显。其中，南京市第三产业占比最高，已达 62.2%；苏州市和无锡市第三产业比重均超过 50.0%。苏中地区产业格局以“二三一”为主，第二产业系其增长主要动力，平均水平（49.2%）高于全省第二产业占比（45.5%），第三产业平均水平不及全省值。苏北地区系省内

第一产业占比最高区域，第一产业平均水平（9.88%）远高于全省第一产业占比（4.0%），第二产业平均水平（43.30%）及第三产业平均水平（46.82%）均低于全省值。上述产业结构反映出苏南地区随着经济的继续向前发展以及位于“长三角经济区”中心区域的区位优势等因素影响，长期以来的产业结构调整成效已十分显著；苏中地区由于其传统工业产业起步较早，第三产业发展相对滞后，仍需进行产业结构的持续优化升级；苏北地区工业、服务业等相对苏南地区仍不发达，仍需加快促进产业链高级化。

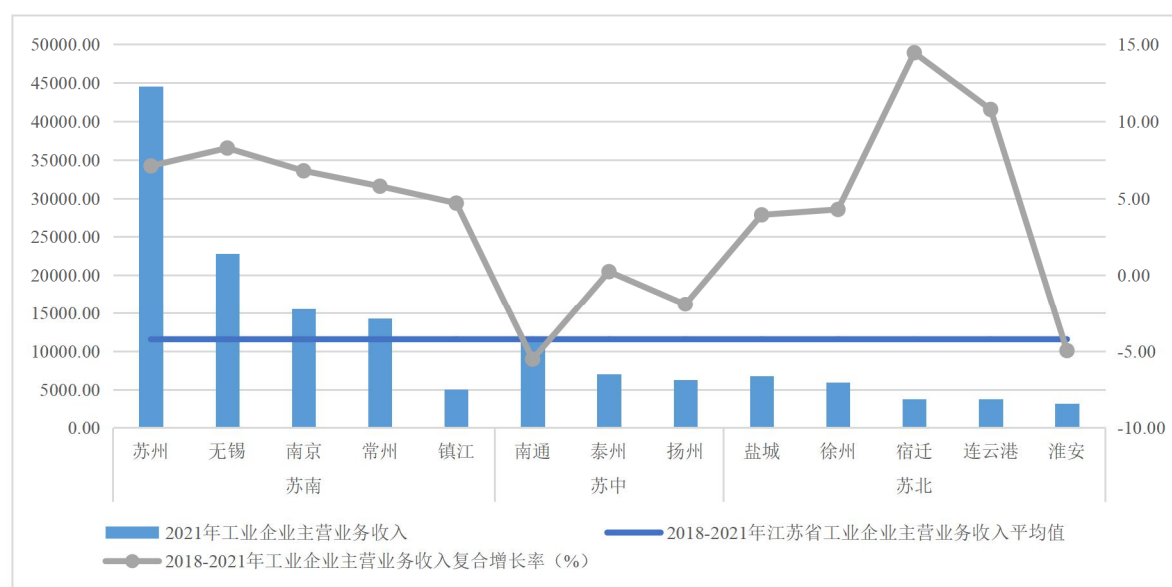


资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图 7 2022 年江苏省各地级市三次产业结构情况

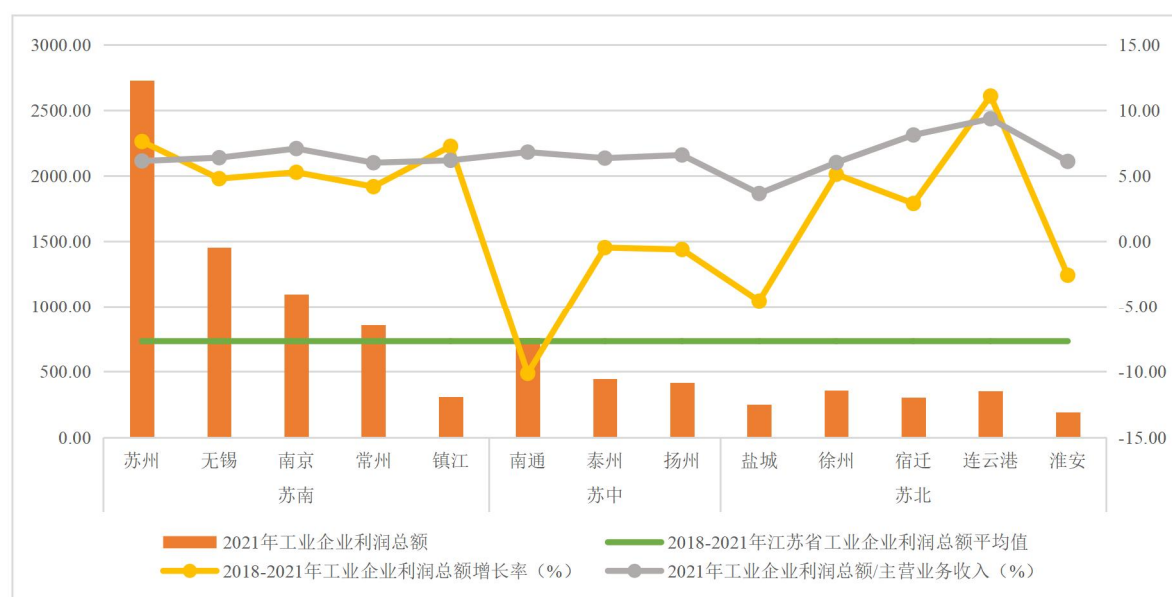
在各项促进工业经济增长的政策措施带动以及人才、技术的集聚之下，江苏省工业经济保持了较好的发展势头，工业企业效益不断提高。本文选取了工业企业营业收入、利润总额和利润总额/营业收入三个指标来反映江苏省工业企业的效益状况。从主营业务收入来看，除镇江市外，苏南地区远高于苏中和苏北地区，也高于江苏省工业企业主营业务收入的平均值，作为省内发展引擎的苏南地区，因其良好的产业基础，在工业企业经营规模上具有压倒性优势；苏中、苏北地区则均低于省内平均值。而主营业务收入增速（2018—2021）方面，除镇江市的增速低于 5.00% 以外，其余苏南四市均超过 5.00%，保持较高增速；苏中三个城市，泰州市增速仅为 0.23%，南通和扬州两市的增速均为负；苏北五市中，除淮安市增速为负外，其余四市均为正。值得一提的是，宿迁和连云港两市的增速均在 10.00% 以上，领先苏南地区。从利润总额来看，除镇江市外，苏南地区也远高于苏中和苏北地区，苏中地区次之，苏北地区

最末，苏北地区的连云港市增速突出，高达 11.08%。从利润总额/营业收入来看，苏南和苏中地区大都集中在 6.00~7.00%，而苏北地区则跨度较大，其中盐城仅为 3.65%，系全省最低，徐州和淮安分别为 6.01%和 6.10%，与苏南、苏中地区水平相当，而宿迁和连云港则分别高达 8.11%和 9.35%。可见，虽然苏南地区在工业企业效益方面整体领先于苏中和苏北地区，但苏北地区的部分城市也在利用其后发优势缩小与苏南地区的差异。



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图 8 江苏省各市工业企业主营业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图9 江苏省各市工业企业利润总额及增速（单位：亿元）

江苏省整体金融资源较为丰富，其中苏南地区在金融机构分支机构及资产余额方面均远大于苏中和苏北地区，省内金融机构存贷款余额呈现“苏南>苏中>苏北”态势，但增速或受基数影响而呈现相反趋势，亦反映出近年来相对欠发达的苏北、苏中地区同苏南地区差异或在缩小。资金是企业经济活动的第一推动力和持续推动力，较大力度的资金支持，可使企业的发展更加顺利。而属地金融机构的数量可以在一定程度反映当地的金融资源丰富程度。截至2022年末，全国共有27家区域性银行在A股上市，其中江苏省有9家（3家城商行和6家农商行）。从总部分布看，江苏银行系江苏省内唯一一家省级区域行，剩余8家有2家位于南京，4家位于苏州，2家位于无锡。从分支机构家数来看，同9家银行的属地一致，其分支机构亦明显更多集中在苏南地区，在苏南、苏中、苏北地区的分支机构分别为1050家、165家和221家。从分支机构的资产规模来看，上述9家金融机构在苏南、苏中、苏北地区各分支机构的资产规模分别为2.57万亿、0.55万亿和0.55万亿。可见，苏南的金融资源明显较苏中、苏北地区更加丰富。

地区	机构家数	江苏银行	南京银行	苏州银行	常熟银行	紫金银行	无锡银行	张家港行	苏农银行	江阴银行
苏南	苏州市	48	13	131	116	/	2	85	48	2
	无锡市	107	14	4	4	/	108	2	/	76
	南京市	26	87	4	/	129	/	/	/	/
	常州市	30	9	3	/	/	2	/	/	1
	镇江市	31	8	1	2	3	/	1	1	/
苏中	南通市	48	12	5	14	/	3	7	/	/
	扬州市	25	9	3	6	3	/	/	/	/
	泰州市	9	9	2	4	/	/	/	5	1
苏北	徐州市	32	10	/	/	/	2	/	3	2
	淮安市	31	6	4	4	/	/	/	/	2
	盐城市	34	8	3	10	/	/	/	/	/
	连云港市	27	5	3	6	/	/	1	1	/
	宿迁市	11	6	6	2	/	/	1	1	/

注：苏农银行48家位于苏州的分支机构不含分理处

资料来源：联合资信根据公开资料整理

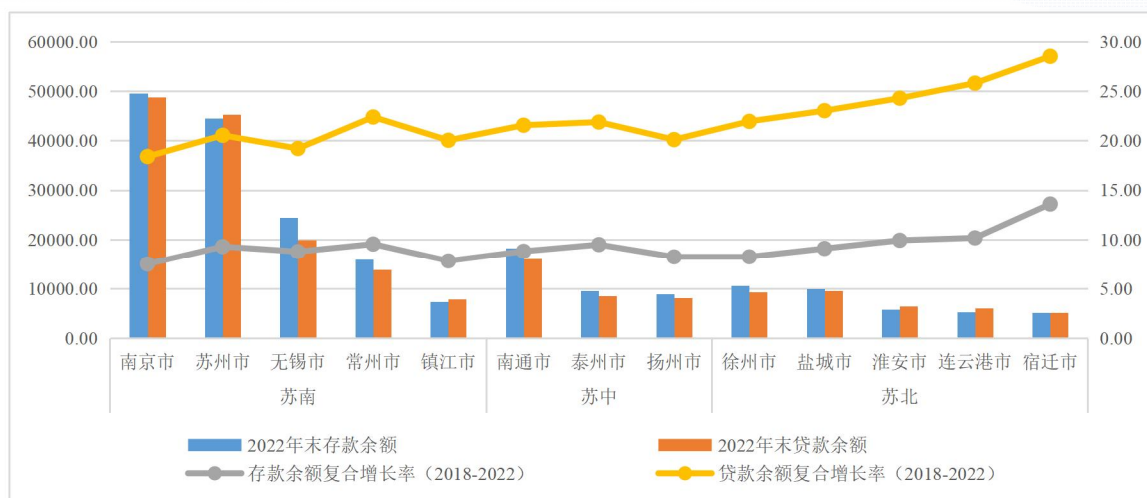
图10 江苏省上市区域银行分支机构省内布局（单位：个）

地区	资产规模	江苏银行	南京银行	苏州银行	常熟银行	紫金银行	无锡银行	张家港行	苏农银行	江阴银行
苏南	苏州市	1627.23	981.92	2615.58	1845.61	/	85.43	129.13	1069.04	73.97
	无锡市	2644.45	896.37	94.11	141.56	/	1861.45	20.01	/	1138.45
	南京市	1624.34	3708.29	96.3	/	1963.3	/	/	/	/
	常州市	886.17	549.55	98.12	/	/	83.73	/	/	90.73
	镇江市	764.52	359.14	18.48	28.34	150.6	/	2.1	10.79	/
苏中	南通市	1523.48	846.74	134.7	153.87	/	43.42	12.93	/	/
	扬州市	774.22	418.63	49.5	55.49	133.32	/	/	/	/
	泰州市	639.17	563.16	67.91	46.33	/	/	/	55.07	6.59
苏北	徐州市	888.51	325.01	/	/	/	4.92	/	21.99	10.36
	淮安市	616.94	217.2	89.59	16.24	/	/	/	/	6.44
	盐城市	848.43	419.7	57.21	115.41	/	/	/	/	/
	连云港市	624.19	261.34	43.75	79.19	/	/	1.82	12.4	/
	宿迁市	437.5	285.53	90.05	26.39	/	/	3.01	12.92	/

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 11 江苏省上市区域银行分支机构资产规模（单位：亿元）

金融机构存款余额反映一个地区对资金的吸附能力，一个地区能汇聚的资金量能够直观地反映该地区的经济发展水平和经济总量；贷款余额则能直观地反映出一个地区的金融机构的资金投放量，也反映出金融机构对实体经济的支持程度。金融机构存贷款余额方面，截至 2022 年末，南京市、苏州市、无锡市、南通市和常州市存贷款余额分别位居全省存贷款余额前五，处于第一梯队。徐州市、盐城市、泰州市和扬州市的存贷款余额均超过了 0.80 万亿，处于第二梯队。镇江市、淮安市、连云港市和宿迁市的存贷款余额均在 0.80 万亿以下，规模相对较小，处于第三梯队。整体来看，江苏省金融机构存贷款呈现苏南最高，苏中次之，苏北最末的态势。增速方面，近五年江苏省各地级市存贷款余额均呈现较快增长态势，但与存贷款余额分布相反，增速呈现苏北最快，苏中次之，苏南最慢的态势，苏北五城的金融机构贷款余额增速更是均超过了 13.00%。这也反映出相对欠发达的苏北、苏中地区近年来在经济发展方面上升势头较为明显，与苏南地区的差异或在逐步缩小。



注：部分数据采用年末金融机构各项本外币存贷款余额；图中增长率数据以百分比计量
资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图 12 江苏省各市存贷款余额及变化情况（单位：亿元）

（二）江苏省各地级市股权投资概况

在上述开展股权投资的背景优势下，江苏省各地市还出台了各类促进投资政策（见表 1），进一步引导完善营商环境，以促进产业投资为抓手，在布局发展新兴产业、吸引资金投向区域内重点产业、加快构建政府投资基金等方面持续发力，并进一步撬动各类资本加大力度布局投资各地市，推动当地产业投资，促进地区内产业结构优化调整和经济高质量发展。

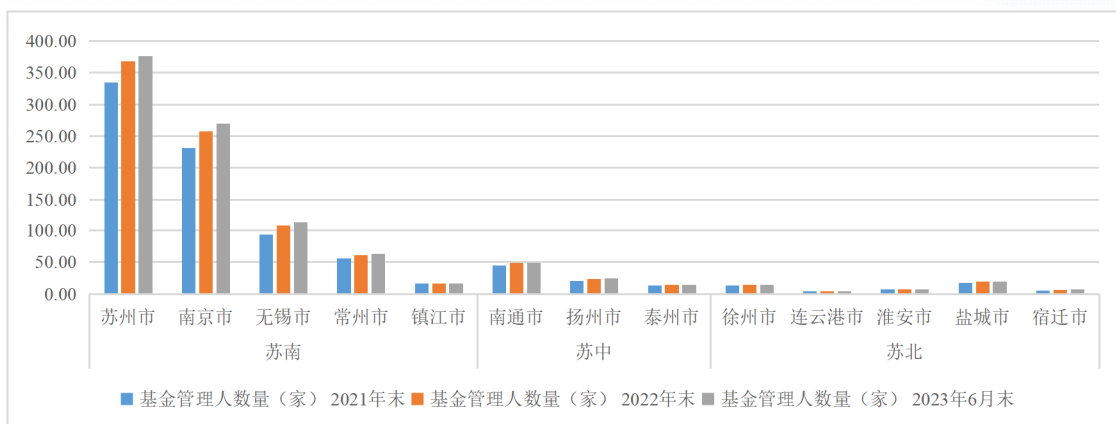
表 1 江苏省各地市主导产业及政策梳理

地级市	部分主导产业	部分促投资政策内容
苏州市	电子信息、装备制造、生物医药、先进材料	《关于促进苏州股权投资持续高质量发展的若干措施》：支持股权投资机构投资苏州，对于当年实际投资苏州区域非上市企业的累计投资额满一定额度的私募基金给予资金奖励；鼓励投资机构投早投小投科技，对私募股权投资基金完成向苏州市初创期科技型企业投资给予补贴；加大对股权投资专业人士的奖励
南京市	电子、石化、钢铁、汽车等	《关于进一步强化抓招商、抓项目的若干措施》：聚焦创新型产业体系和重点产业链强链补链招商。明确了今后三年全市招商引资主要指标的增幅和重大项目招引目标。从市级层面统筹土地、能耗等关键性要素指标，优先保障重点招商项目。实行“牵头板块主办—市投促办会商—市政府调度”三级协调会办机制。通过产融合作助力项目落地，引导社会资本投资招商项目
无锡市	物联网、集成电路、生物医药、软件与信息技术服务	《市政府关于进一步促进无锡股权投资高质量发展的若干政策意见》：通过给予奖励、实行超额收益让渡等优惠政策鼓励股权投资机构及项目落地无锡，设立天使投资引导母基金、为符合条件的基金及管理人提供风险补贴等方式鼓励“投小、投早、投科创”，促进合格境外有限合伙人（QFLP）、合格境内有限合伙人（QDLP）聚锡发展
常州市	装备制造、新能源与新材料、软件业和信息产业	《关于促进创新发展的若干政策》：实施人才引进计划；支持创新股权投资。5 年内，市和辖市区、常州经开区两级财政安排 400 亿元资金，带动各类社会资本形成总计 2000 亿元投入常州市创新领域。组建科技创新基金，给予配套出资。参股市场化天使投资基金为初创科技企业提供融资支持
镇江市	高端装备制造、生命健康、数字经济、新材料	《镇江市资本市场扬帆计划》《镇江市加快股权投资行业发展云帆计划》：至 2024 年末，全市上市公司数量实现倍增，新增上市挂牌企业、后备企业均不少于 100 家。推进提升直接融资比重。发挥债券市场融资功能，引导各类产业基金做大做强，推动 2 个以上地区形成基金集聚区
南通市	船舶海工、高端纺织、高端装备、新材料、新能源和新一代信息技术产业	《市政府印发关于加快基金集聚促进股权投资高质量发展的若干政策意见的通知》：规划建设股权投资基金集聚区，对在集聚区内注册的股权投资机构，自注册之日起 5 年内产生地方财政贡献剔除中央和省集中后区级全额留用，用于扶持股权投资机构发展和高端人才奖励；对投向市级重点产业链的产业类投资基金配套出资。对投资市级非上市企业满一定额度的给予资金奖励

扬州市	机械制造、高新技术、文化创意、现代农业和现代服务业	《关于促进扬州市股权投资高质量发展的意见（试行）》：对在市内新设立的股权投资基金按其募资规模并按其实际投资扬州市域内非上市企业投资额的一定比例给予奖励。鼓励投早投小投科技，实行资金奖励或损失补贴。对符合市内重点优势产业补链固链强链要求的，给予股权投资管理机构奖励
泰州市	大健康产业体系+海工装备和高技术船舶产业集群、汽车零部件和精密制造产业集群等	《泰州市关于促进股权投资高质量发展的若干政策措施》：支持新设股权投资机构，按其募资规模给予一定比例奖励。引导本市新设立的股权投资机构投资本市非上市企业，鼓励投早投小投科技和支持引进产业项目，给予资金奖励。优化政府投资基金投入机制和管理模式，可降低市政府投资基金出资的门槛收益率，超额收益可对其他出资人适当让利。加强专业人才激励保障
徐州市	工程机械与智能装备、新能源、集成电路与 ICT、生物医药与大健康等	《徐州市上市公司高质量发展“鹏程计划”行动方案（2021—2025 年）》：到 2025 年底，全市上市公司规模总量持续提升，境内外上市公司总数突破 50 家，以先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业以及乡村产业等为重点，建立市级目标企业、打造企业上市梯队
连云港市	石化、生物医药、新材料、硅材料、高端装备	《市政府关于进一步提高上市公司质量的实施意见》：到 2025 年末，新增上市公司 10 家，总数达 20 家。各县（区）、功能板块至少新增 1 家上市企业，实现上市企业县（区）、功能板块全覆盖。市属国有企业各有 1 家子公司上市。先进制造业和新兴产业上市公司占比超过 70%
淮安市	绿色食品、新一代信息技术、新型装备制造、新材料	《关于淮安市金融助力高质量招商引资的若干措施的通知》：发挥金融机构资源优势“以商招商”，积极探索开展“基金招商”，发挥政府产业基金的引导作用，通过基金投资助力优质项目来淮落地，助力产业强链、补链、延链。优化金融资源配置和服务，建立金融服务招商引资工作机制
盐城市	汽车、钢铁、新能源、电子信息	《关于加快推进企业股改上市的实施意见》：“十四五”期间，力争全市新增境内外上市公司 20 家以上，各县（市、区）至少新增 1 家上市公司，市属国有企业新增投资控股 1 家上市公司。加快构建“母基金+基金群”矩阵。积极稳妥推动母基金体系向县（市、区）延伸
宿州市	机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料	《宿州市产业发展基金管理暂行办法》：优化基金政策导向。宿迁产业基金以政策导向为首要目标，聚焦产业体系和重点产业链建设，引导集聚各类资本、资源，推动产业转型升级，促进资源优化配置和经济社会高质量发展。进一步明确设立子基金和直接股权投资并行的投资方式

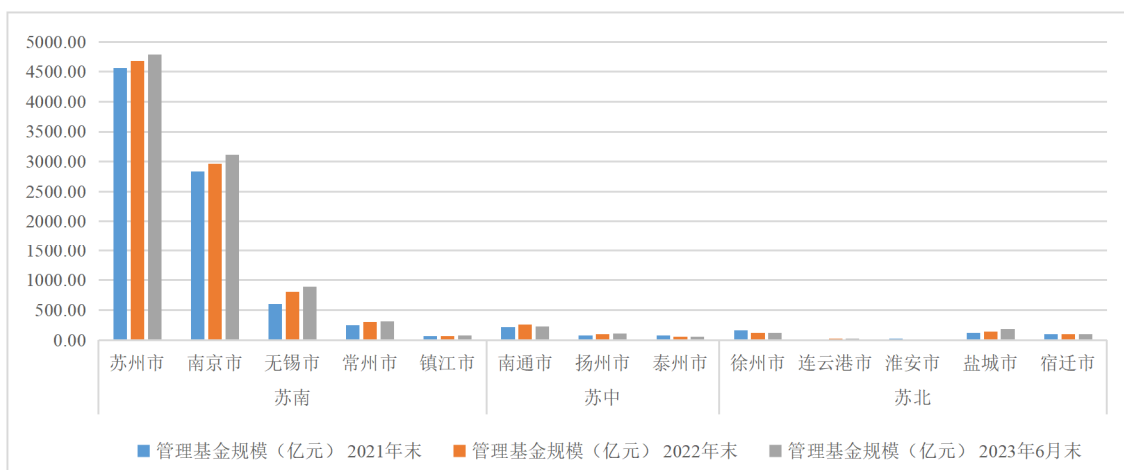
资料来源：联合资信根据公开资料整理

从投资基金规模及增速看，经济发展水平较高且区域优势更突出的苏南地区规模远领先于苏中和苏北地区，整体基金规模增速较快，区域内城投公司亦保持积极的姿态推进投资基金以服务区域经济发展及产业转型升级。在促投资、政府产业发展基金政策及地区产业发展优势等综合影响下，投资基金方面，2021 年以来，江苏省下辖主要地市的基金管理人数量及基金管理规模呈稳步增长趋势，其中苏南地区规模远领先于苏中和苏北地区，且整体基金规模增速较快。一方面或主要由于地区内产业发展具有较高基础，更易吸引大量优质企业进驻，并进一步形成集聚效应，包括金融资源的汇聚。另一方面或由于苏南地区政府投资通过发挥激励引导作用，以国有资本撬动社会资本比例更大。在此过程中，城投公司亦保持积极的姿态推进投资基金以服务区域经济发展及产业转型升级。如根据公开信息，南京东南国资投资集团有限责任公司管理的存量基金及已获批的组建中基金已共 10 支，总规模 280 亿元，其中基础设施建设类基金 5 支，产业股权投资类基金 5 支；南京江北新区产业投资集团有限公司表示“截至 2022 年末，公司已设和拟设基金共计 35 支，总规模近 360 亿元，涉及集成电路、生物医药、高端制造、5G 互联网、人工智能等多个领域，服务新区‘芯片之城’‘基因之城’建设；与中金资本、鼎晖资本、金浦投资等知名投资机构合作，累计参股基金 21 只，基金总规模 232.84 亿元”等。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 13 江苏私募股权、创业投资基金管理人按注册地分布情况

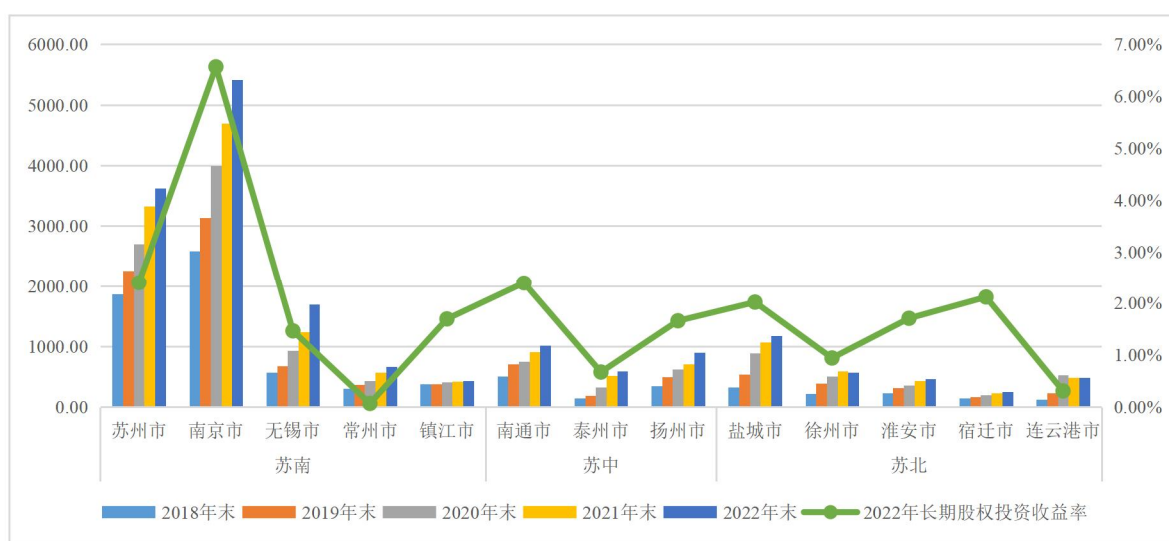


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 14 江苏私募股权、创业投资基金管理人管理基金规模分布情况

从直接投资规模看，与经济实力、产业基础和金融资源等“南强北弱”的要素禀赋结构相一致，省内城投公司参与股权投资规模亦呈现“南大于北”的梯队特征。直接投资方面，从投资规模来看，苏南地区城投公司股权投资规模亦远大于苏中及苏北地区。其中南京市城投公司股权投资规模最大，远超其他地级市，达 5000.00 亿元以上，位于省内第一，且增速较快，反映出南京市作为省会城市，综合性功能优势更强，城投公司股权投资活跃度更高。其次为苏州市及无锡市，分别约为 3600.00 亿元及 1700.00 亿元，上述区域在省内的资源禀赋优势相对突出，城投公司参与市场化转型或相对较早，因此在投资规模上处于相对领先水平。苏中地区中南通市及扬州市股权规模较大，分别约 1000.00 亿元和 900.00 亿元，泰州市股权投资规模近 600.00 亿元；苏北地区盐城市规模较大，领先于其他地市，已达 1100.00 亿元以上，除徐州市超 500.00 亿元外，其余地市均在 500.00 亿元以下。

从投资收益来看，2022 年，苏南地区城投公司长期股权投资收益整体高于苏中及苏北地区，其中南京市尤为突出，当年长期股权投资收益率高达 6.57%，苏州市次之，投资收益率为 2.40%。苏中地区及苏北地区各市中，南通市、盐城市和宿迁市投资收益率较高，分别为 2.39%、2.02%和 2.12%，其余地市的投资收益率处于相对较低的水平，在投资效益方面的表现并不突出。上述指标也反映出目前省内城投公司参与股权投资的动因并非完全以追求投资收益为最终目标，更关注通过股权投资方式来配置资本，培育地方产业。



资料来源：联合资信根据 wind、公开资料整理

图 15 江苏省各地市股权投资规模及投资收益分布情况（单位：亿元）

四、总结与展望

综上，受益于江苏省突出的区域资源禀赋、不断升级与完善的产业结构和以股权投资撬动产业发展的政策推动等因素，省内城投公司参与股权投资或更侧重于其带来的地区长期经济效益，以配合当地政府招商引资、推动区域资源优化配置、吸引资本对地区产业转型升级提供资金支持为主要目标。

省内城投公司参与股权投资规模方面，与经济实力、产业基础和金融资源等“南强北弱”的要素禀赋结构相一致，省内城投公司参与股权投资规模亦呈现“南大于北”的梯队特征。苏南地区作为省内先发地区，位于“长三角经济区”中心区域的区位优势突出，经济总量、财富水平领先于省内其他区域，且长期以来的产业结构调整成效已十分显著，在此背景下苏南地区的城投公司获得发展的机会更大。在加快产业结构升级和促投资等激励政策助推下，区域内城投公司的股权投资体量持续维持在较

高水平，基金管理人数量及管理基金规模亦发展较为迅速。此外，凭借良好的融资优势，苏南地区的城投公司更易获得较低的资金成本，若围绕区域主导产业及优势产业进行投资，资金投向符合区域产业政策的，随着后续相关产业的进一步转型升级，区域内城投公司参与股权投资的效益或将进一步提升，在资金和资源的引导集聚下，区域经济状况也将随之进一步提振，形成良性循环。苏中及苏北地区方面，近年来，苏中及苏北地区在经济总量等方面均保持较快增速，地区发展步伐明显加快，但目前上述区域产业发展水平同苏南仍保持较大差距，产业结构仍待完善，产业集群支撑不够，仍需加大发展力度，加快促进产业链高级化。在省内苏南苏北共建工业园区、南北结对帮扶合作关系、促进区域协调发展等政策鼓励下，苏北地区应积极接受产业转移和辐射带动，推进南北产业链深度对接。区域内的城投公司需了解区域优势，加强配套设施的建设，提升企业引入转移的配套能力，为产业培育提供有力支撑；通过政府的政策支撑和地区产业基金的引导，助力地区招商引资和相关产业进一步发展以及产业链的引入。预期在此趋势下，苏中及苏北地区发展内生动力将得到增强，南北地区差距或将有所缩小。

此外，在省内城投公司参与股权投资对产业运营和经济发展带来积极作用的同时，也需警惕其带来的自身投资风险。苏南地区方面，由于其参与股权投资规模更大，范围更广泛，以股权投资为代表的市场化转型步伐更快，需关注区域内城投公司在股权投资过程中城投属性以及得到政府支持程度的变化，并对相关城投公司传统公益性业务的开展规模及业务持续性保持关注，以避免在其自身造血功能提升的同时外部支持减弱及城投属性弱化的风险。苏中及苏北地区，由于金融资源禀赋及市场认可度相对于苏南地区具有较大差距，融资成本更高，需警惕区域内城投公司以较高的融资成本进行的投资行为，一方面该类投资由于资金成本高，往往投资收益增效不明显；另一方面，若涉及“短贷长投”现象，将加重投融资期限错配风险。此外，苏北地区目前在省内债务压力整体更高，债务的短期化压力更大，需额外关注该区域城投公司由于投资导致的债务进一步攀升。若涉及投资于同自身经营业务相关度较低的行业，需重点加强风险甄别，警惕可能面临的投资风险，以及投资失败对自身盈利水平甚至信用水平产生的冲击。

未来发展趋势方面，预期在江苏省产业整体布局、积极的战略规划以及政策鼓励下，江苏省内城投公司股权投资规模有望继续保持较快增长。《江苏省“十四五”金融发展规划的通知》提出，“十四五”期间，要充分发挥省新兴产业创业投资引导基金、省科技创新投资基金和省天使投资风险补偿资金作用，优化政府引导基金运作模式，加强与头部私募股权投资母基金合作，构建以政府基金为引导、社会资本为主

体、市场化运作的创新创业资本筹集机制；鼓励有条件的地方采用政府投资基金等形式支持高新区和科技型企业发展；发挥政府引导作用，通过政府性融资担保机构、政府投资基金、“园区+金融”等渠道模式，撬动金融资源加大对产业链、产业集群支持力度；鼓励政府投资基金以市场化方式支持重大项目。可以预计，在有效政策的引导下，未来江苏省城投公司股权投资规模有望继续保持较快增长。

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。