



# 透过财报看转型 —山东篇

联合资信公用评级三部|杨世龙|彭雪绒|谢艺菲



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



## 引言

- 在宏观政策推动和自身发展需求下，城投企业市场化转型是防范地方政府债务风险的重要举措，也是提升自身造血能力的有效方案。2014 年，国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，明确要求“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”。随着城市基础设施建设业务空间有所缩小，城投企业的公益性业务量呈现减少趋势，城投企业需要通过拓宽收入来源等方式创造稳定的经营性现金流，提升自身造血能力。
- 本文以山东省发债城投企业为样本，在国发〔2014〕43 号文出台后至近期（2015—2022 年）时间维度内，从业务转型及股权投资表现两个方面观察山东省各地级市城投企业市场化转型特征和转型期间内相关财务指标变化趋势，以了解各城投企业市场化转型实际效果差异。经剔除合并范围内重复数据后，选取 2015—2022 年均有相关财务数据的样本城投企业共 51 家作为本篇报告的观察对象。

## 一、山东省城投企业市场化转型背景

### 1. 城投企业市场化转型背景

从宏观政策角度看，2014 年，国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），明确要求“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”。财预〔2017〕50 号、财预〔2017〕87 号、财金〔2018〕23 号、国办发〔2018〕101 号、《政府投资条例》等政策的出台，体现着中央政府有意推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业；从山东省来看，2021 年，山东省财政厅等 4 部门出台《关于推进政府融资平台公司市场化转型发展的意见》（鲁财债〔2020〕17 号）。意见中指出，要明确融资平台公司市场化转型目标任务，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。此外，意见中也提及各主管部门要加大对融资平台公司优质资产注入，鼓励金融机构按照商业化原则自主决策为融资平台公司融资，保障重点项目合理资金需求，加大对转型后融资平台公司的政策支持。

从自身发展需求看，随着城市建设的推进和城镇化率的提升，城市基础设施建设业务空间有所缩小，城投企业的公益性业务量呈现减少趋势。加之财政收入增速放缓，地方政府面临财政资金紧张的问题，城投企业的公益性业务回款周期难以得到保障，城投企业迫切需要通过拓宽收入来源等方式创造稳定的经营性现金流，提升自身造血能力。

### 2. 城投企业市场化转型方式

在国家推动城投企业市场化转型的政策背景下，各地城投企业结合自身情况，相继制定推行了改革方案，市场化转型方式一般可以分为以下几种：

**拓展具有经营性收益的业务：**从传统业务来看，部分城投企业已开始由传统代建业务模式转型为“城市运营商”，以旧城改造、城市更新等方式，通过优质地块的开发建设，结合商业地产的运营及住宅的出售以实现资金平衡。此外，城投企业在经营过程中往往积累了一定的经营性资产，可以利用优质土地资源，进行地产开发，或是采用市场化模式运营经营性资产，增加租赁收入、物业管理收入等。公司也可以基于自身城市基础设施建设业务的资质向建筑施工领域拓展，成为综合性的建工公司，还有部分城投企业通过收购上市公司等方式实现收入多元化。通过拓展具有经营性收益

的业务，城投企业的自身造血能力将有所提升。

**股权投资：**在当地产业布局和自身发展需求等综合因素影响下，城投企业逐步通过参股投资、股权收购、产业投资基金等方式进行股权投资，在增加公司自身投资收益之余引导当地产业布局落地。2023 年 5 月，青岛市人民政府印发《青岛市进一步支持打造创投风投中心若干政策措施》，提及要鼓励国有企业参与股权投资，支持国有企业参与股权投资，完善国有企业基金管理工作机制。青岛市人民政府办公厅于 2023 年 7 月颁布《青岛市政府引导基金管理办法》，重点投向七大优势产业、十大新兴产业及七大现代服务产业<sup>1</sup>。

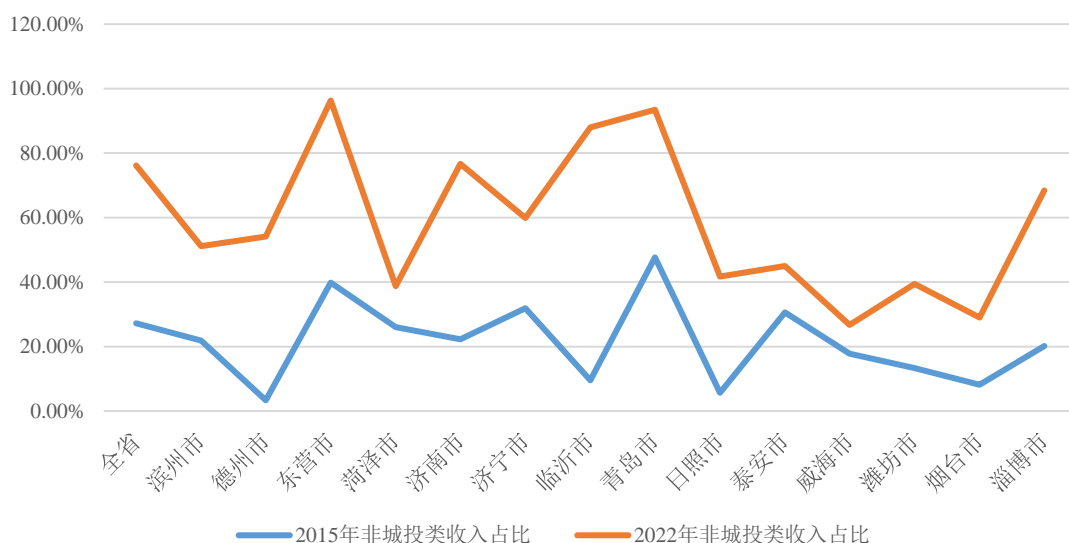
## 二、山东省城投企业市场化转型概况

### 1. 业务多元化

城投企业在设立初期，业务核心一般是区域内的公益性和准公益性业务（公用事业为主），随着市场化转型推进，城投企业开始逐渐发展市场化的非公益性业务。本文对样本城投企业 2015 年和 2022 年的收入结构变化进行分析，观察城投企业市场化转型进程。

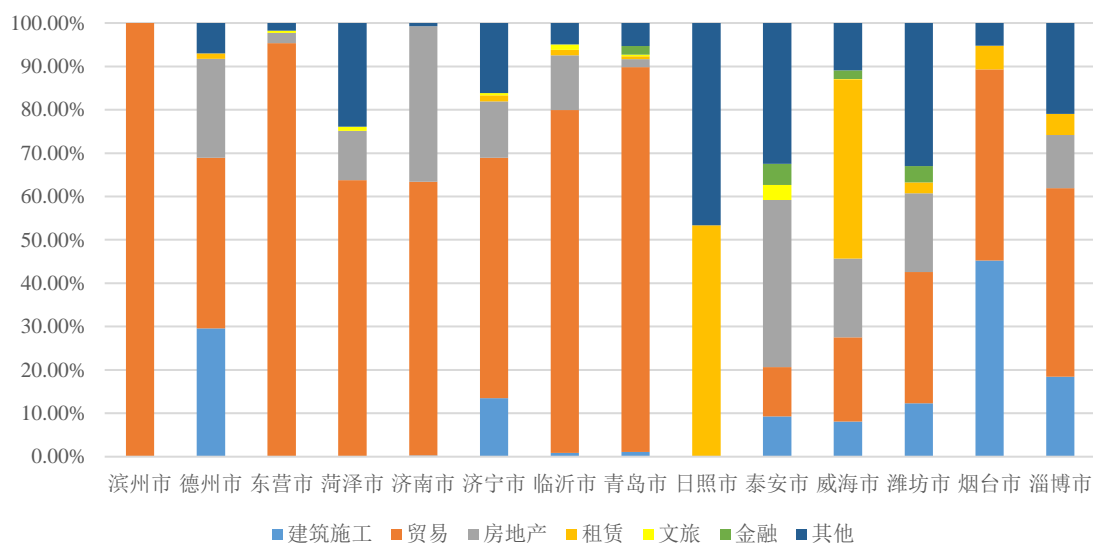
随着业务市场化进程不断推进，样本城投企业收入结构发生明显转变，非城投类业务收入占据主导地位。2015 年，山东省样本城投企业非城投类收入占比约为 27%，各地市样本城投企业非城投类收入占比均低于 50%，样本城投企业收入实现对基础设施建设、土地出让和公用事业类（供热、供电、供水）等业务依赖度较高。2022 年，山东省各地市样本城投企业非城投类收入占比均有所提升，全省非城投类收入占比升至 76%，随着区域内基础设施建设日趋完善，以及部分基础设施建设项目经营模式和收入确认方式发生变化，导致城投类收入占比下降，非城投类收入成为城投企业重要收入来源。

<sup>1</sup>具体指智能家电、轨道交通装备、新能源汽车、高端化工、海洋装备、食品饮料、纺织服装等七大优势产业；集成电路、新型显示、虚拟现实、人工智能、生物医药及医疗器械、智能制造装备、先进高分子及金属材料、通用航空、精密仪器仪表、氢能与储能等十大新兴产业；现代金融、现代物流、现代商贸、软件和信息服务、科技服务、文化旅游、会展等七大现代服务产业。



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图1 山东省样本城投企业非城投类收入占比变动情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图2 山东省样本城投企业 2022 年非城投类收入构成

山东省样本城投企业近年来发展出较为多元的非城投类业务，其中建筑施工、房地产和租赁等业务与城投业务联系较为紧密。具体看，2022 年，山东省内样本城投企业非城投业务主要包括建筑施工、房地产、租赁、贸易、文旅和金融等。其中，建筑施工、房地产开发和租赁业与城投企业的城投类业务联系相对紧密。建筑施工方面，在前期完成基础设施建设任务的过程中，部分城投企业可提供从设计到施工的全产业链服务，项目经验丰富且工程管理较为规范，在施工项目招投标竞争中能够获得一定



优势。房地产业务方面，城投企业拥有丰富的土地储备资源，为房地产开发提供了土地资源保障。随着待开发土地周边基础设施建设逐渐完善，房地产价值也随之提升，该业务也成为了城投企业完成基础设施建设任务的同时实现资金平衡的重要方式之一。除城区基础设施完善外，园区开发也是城投企业基础设施建设业务的重要组成部分，为保证园区内企业生产运营更为便利，城投企业会在园区内配套建设厂房、办公楼和员工宿舍等，城投企业通过收取租金及提供物业管理等服务实现资金回收平衡。但也需关注到为达到招商引资的目的，园区内房屋出租出售定价会相对较低，城投企业利润空间较小。

**非城投类业务收入中大宗商品销售类贸易业务占比较高，贸易品种与当地特色产业相关联，但利润实现未得到较大改善。**贸易业务是样本城投企业非城投业务收入的主要来源，贸易类型以大宗商品贸易为主，大宗商品贸易单次交易额较大，有一定账期的应收款会对城投企业资金形成占用。除销售须经生产制造的设备、药品等产成品外，城投企业贸易业务一般不涉及仓储，通过购销差价赚取利润，毛利较低，对城投企业利润实现贡献有限。从交易品种看，山东省样本企业城投企业贸易品种主要包括建筑材料、矿石、化工品、农产品等，济南、青岛、临沂和淄博等地的城投企业贸易货种与当地产业发展政策关联度高。以临沂为例，根据临沂市政府规划，临沂市将承接山东省 1400 万吨高端不锈钢和特钢生产。临沂市城投企业作为当地高端不锈钢与先进特钢基地项目建设的牵头企业，承担了当地钢铁产业投资引领的职能，成立子公司作为钢铁产业集群运营平台进行不锈钢、特钢和上游原材料焦炭的贸易业务。

## 2. 股权投资

山东省样本城投企业股权投资规模持续扩大，投资方向主要包括产业基金、城投类、金融类、交通类和房地产类等，在引导新兴产业和重点项目落地方面发挥积极作用，同时也为城投企业带来一定投资收益。

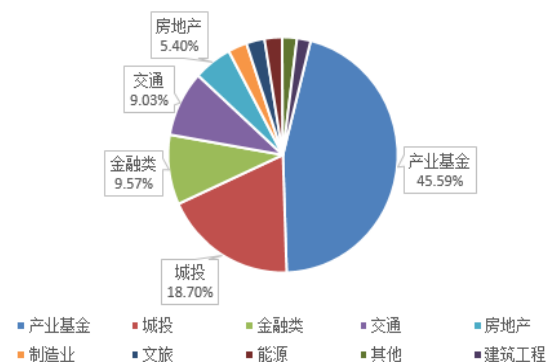
2015—2022 年，山东省样本城投企业股权投资规模持续扩大。从股权投资增速看，2016 年山东省样本城投企业股权投资增速较高；2017—2019 年，随着股权投资监管政策陆续出台，政府对城投企业股权投资的监管趋严，城投企业股权投资趋于谨慎，城投企业股权投资增速有所下滑；2020 年，山东省开始实施财政资金股权投资改革，各级财政专项资金，安排一定比例用于实施股权投资。对企业的财政奖补资金，积极探索实施股权投资方式，由无偿拨款转为资本金注入，鼓励国有企业加大对当地有重大技术创新的企业进行投资。



注：未包含省级城投企业数据

数据来源：联合资信根据公开资料整理

图3 2015—2022年山东省样本城投企业股权投资规模




注：未包含省级城投企业数据

数据来源：联合资信根据公开资料整理

图4 2022年企业股权投资主要构成

从投资方向看，山东省样本城投企业股权投资主要集中在产业基金、城投类、金融类、交通类和房地产类。产业基金方面，以青岛市为例，青岛城市建设投资（集团）有限责任公司在全市城投企业范围内产业基金投资规模较大，专门设立了子公司青岛城投创业投资有限公司（以下简称“创投公司”）负责公司股权投资、资产管理和资本运作，投资产业包括新能源、新材料和新基建等，所投基金项目已多家完成IPO上市。在为企业自身创造收益的同时，创投公司也通过股权投资等方式引进高科技半导体项目落地青岛。城投类投资方面，青岛市、潍坊市和德州市城投企业对同类型的城投企业股权投资规模较大，被投资企业股权获取方式主要为无偿划转取得。金融类和交通类投资主要系对当地银行、高速和铁路等的投资，资产质量较好。此外，能源类投资一般与当地资源相关度较高，济宁市城投企业对煤炭生产企业股权投资规模较大。

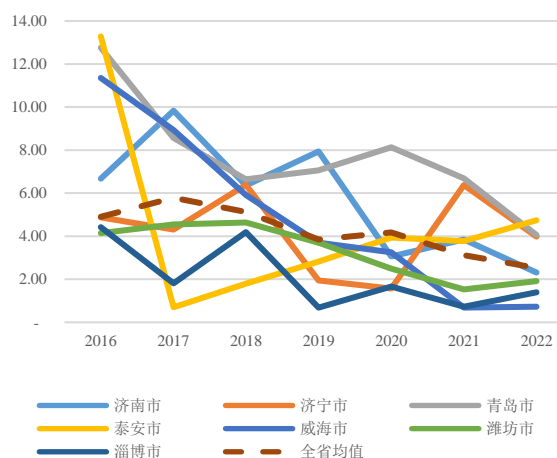
表1 2022年山东省各地市股权投资主要投向

地级市	投资方向及产业	占比	地级市	投资方向及产业	占比
滨州市	产业基金		青岛市	产业基金	
	交通			城投	
德州市	城投			交通	
	服务类			金融类	
	产业基金			房地产	
东营市	产业基金			制造业	
	公用事业			服务类	
菏泽市	城投			能源	
	金融			文旅	
	能源			科技类	
济南市	产业基金		日照市	房地产	
	金融		泰安市	金融	
	房地产			建筑工程	
	制造业			交通	
	康养/医疗		威海市	房地产	
济宁市	公用事业			交通	
	产业基金			产业基金	
	能源		潍坊市	城投	
	房地产			金融	
	交通			建筑工程	
	文旅			产业基金	
临沂市	产业基金		淄博市	金融	
	交通			文旅	
	科技类			城投	
烟台市	科技类			制造业	
	产业基金			产业基金	

数据来源：联合资信根据公开资料整理

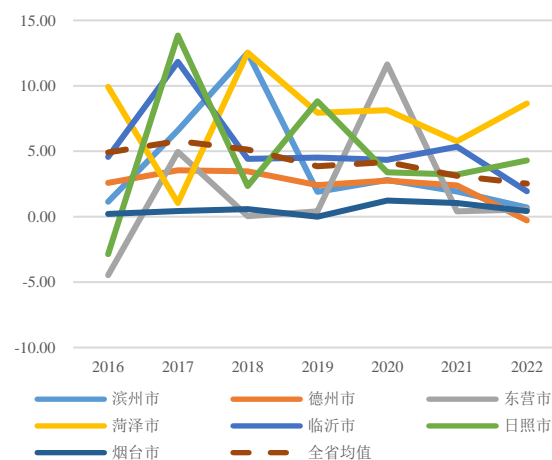
股权投资收益方面，2016—2022 年，山东省样本城投企业股权投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，持有投资产品分红规模较小，主要系产业基金、交通和科技类等项目投资回收期一般较长，尚未为城投企业带来较好的投资收益。我们以对联营、合营企业投资收益/上年股权投资规模计算当年投资收益率。2016—2022 年，山东省样本城投企业全省平均股权投资收益率在 2%~6%之间，各地市城投企业平均股权投资收益率差异较大，其中青岛、潍坊、威海、济南和济宁等地投资收益率均呈波动下降趋势，股权投资收益对城投企业盈利能力贡献有限。





资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2016—2022年股权投资规模较大城市股权投资收益率（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图6 2016—2022年股权投资规模较小城市股权投资收益率（单位：%）

从未来发展看，《山东省金融业发展“十四五”规划》，指出“十四五”期间，山东省金融投向将聚焦全省重大战略，加大市场化改革力度，大力发展科创、农村、海洋、绿色和消费等特色金融，吸引各类私募基金机构集聚发展，鼓励私募基金投向新兴产业和传统产业改造升级等领域，加大对中小微企业的支持力度。省会济南市相继出台了一系列推进资本市场服务高质量发展的政策措施，对新设或迁入当地的私募股权投资企业给予税收优惠和财政补助。在政府的鼓励扶持下，产业基金投资仍将是城投企业股权投资的主要方向，投资领域与当地产业将联系更加紧密。

### 三、山东省城投企业市场化转型效果

#### 1. 内部效果

山东省部分样本城投企业的业务拓展体现为贸易类业务，对盈利能力无显著改善。部分样本城投企业房地产销售收入增长明显，提升了盈利能力，但房地产市场景气度对未来销售情况影响较大。随着地方政府向城投企业注入资产，各地级市样本城投企业净资产规模普遍增长，但该部分资产未得到充分利用与经营，导致除济南市和淄博市外，其余地级市样本城投企业虽业务有所拓展，但净资产收益率总体呈现下降趋势。此外，部分城投企业开展的经营性业务为通过购销差价赚取利润的贸易业务，该类型业务利润普遍较低，对公司利润无法形成有效支撑。以2022年数据来看，济南及淄博市城投企业房地产收入均较2015年明显增长，淄博市城市资产运营集团有限公司的工程施工业务开展规模较大，提升了企业盈利能力。同期，临沂市及东营市城投企业净资产收益率仅在0.30%左右，考虑到近年房地产市场承压，土地出让收入

稳定性下降，城投企业市场化、专业化改革更为迫切，需在业务拓展之余注意市场风险。

从收入实现质量情况来看，部分样本城投企业拓展经营性业务对收入实现质量有所改善。2015—2022 年，滨州、东营、济宁和青岛市样本城投企业经营类业务收入占比明显提升，达到营业收入的 50%以上，其现金收入比提升明显。2022 年，非城投类业务收入占比低于营业收入 50%的日照和烟台市样本城投企业现金收入比较低。整体看，部分地级市样本城投企业拓展经营性业务对收入实现质量有所改善，城投企业或可通过市场化经营提升现金流入量。

表 2 山东省城投企业 2015-2022 年净资产收益率及平均现金收入比情况

区域	净资产收益率（%）			现金收入比		
	2015 年	2022 年	变化趋势	2015 年	2022 年	变化趋势
省本级	3.06	3.08	↑	1.05	0.98	↓
滨州市	1.45	0.78	↓	0.49	0.88	↑
德州市	0.84	0.81	↓	0.42	0.69	↑
东营市	1.82	0.32	↓	0.74	1.12	↑
菏泽市	1.46	0.72	↓	2.59	0.87	↓
济南市	1.10	1.27	↑	0.93	0.95	↑
济宁市	2.59	1.82	↓	0.71	1.02	↑
临沂市	1.04	0.29	↓	1.12	0.97	↓
青岛市	1.63	0.83	↓	0.72	1.03	↑
日照市	2.21	0.76	↓	1.15	0.29	↓
泰安市	2.07	1.38	↓	1.06	0.71	↓
威海市	3.42	1.72	↓	1.32	0.84	↓
潍坊市	2.50	1.49	↓	0.90	1.10	↑
烟台市	2.61	1.01	↓	3.22	0.48	↓
淄博市	1.71	2.36	↑	0.69	0.75	↑

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 2. 外部效果

城投企业倾向于选取符合区域产业发展方向与政府政策导向的头部企业，通过股权投资引导，推动区域内产业项目落地，进而形成主导产业集聚，以此促进当地经济发展。从产业投资角度，城投企业倾向于选取符合区域产业发展方向与政府政策导向的头部企业，通过建设高品质产业园区及股权投资引导，推动区域内产业集聚，以此促进当地经济的发展。如青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“西海岸海控”）构建“金融服务+园区开发+产业投资”商业模式，通过战略投资、并购重

组、产业基金等模式，积极培育光电半导体、先进制造、新能源新材料等战略性新兴产业，夯实生物医药、文旅康养等本土优势产业发展基础。西海岸海控已收购上市公司诚志股份有限公司（诚志股份，000990.SZ）及浙江万马股份有限公司（万马股份，002276.SZ），诚志股份和万马股份在西海岸新区内分别投资建设 POE（聚烯烃弹性体）等项目和青岛万马高端装备产业项目（一期）等项目，对西海岸新区产业发展有着直接的促进作用。2022 年，西海岸新区规模以上工业增长 6.5%，制造业增长 6.6%，其中诚志股份所涉及的化学原料和化学制品制造业增长 40.4%。

各地级市城投企业股权投资部分在交通类企业，山东省是全国首个交通强国省域示范区，便利的交通可一定程度上促进区域经济发展。2022 年，交通运输部和山东省人民政府联合印发《关于贯彻落实习近平总书记“三个走在前”重要指示精神加快建设交通强国山东示范区的实施意见》，交通强国山东示范区是全国首个交通强国省域示范区。到 2025 年，山东综合立体交通布局将进一步优化，在全面提升客货流通效率基础上，完善国际海运航线布局，增开或加密国际全货机航线，加快国际寄递能力建设。山东省城投企业对山东省公路、铁路、海运企业及机场管理集团均进行股权投资，对优化山东综合立体交通布局有所助益。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624chenjialin@lhratings.com

## 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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。