

中图分类号:

单位代号: 10280

密 级:

学 号:

---

上海大学



硕士学位论文

---

SHANGHAI UNIVERSITY

MASTER DISSERTATION

题 目	城投公司融资转型分析 --以城投控股为例
--------	-------------------------

作 者 XX

学科专业 会计学

导 师 XXX

完成日期

姓 名：倪芬

学号：17720914

论文题目：城投公司的 PPP 融资转型分析及经济后果研究--以城投控股为例

## 上海大学

本论文经答辩委员会全体委员审查,确  
认符合上海大学硕士学位论文质量要求。

答辩委员会签名：

主任：

委员：

导 师：

答辩日期：

姓 名： 倪芬

学号： 17720914

论文题目：城投公司的 PPP 融资转型分析及经济后果研究--以城投控股为例

## 原创性声明

本人声明：所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他已发表或撰写过的研究成果。参与同一工作的其他同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签 名：\_\_\_\_\_日 期：\_\_\_\_\_

## 本论文使用授权说明

本人完全了解上海大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留论文及送交论文复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容。

（保密的论文在解密后应遵守此规定）

签 名：\_\_\_\_\_导师签名：\_\_\_\_\_日期：\_\_\_\_\_

上海大学会计学硕士学位论文

城投公司融资转型分析--以城投  
控股为例

姓 名：XX

导 师：XXX

学科专业：会计学

上海大学管理学院

2019 年 4 月

A Dissertation Submitted to Shanghai University for the

Degree of Master in Accounting

**Urban Investment Corporation's  
PPP Financing Transformation  
Analysis and Economic  
Consequences--Taking Chengtou  
Holdings as an Example**

MA Candidate: XX

Supervisor: XXX

Major: Accounting

**Management College, Shanghai University**

**4,2019**

## 摘 要

城投公司实际意义上是地方政府的投融资平台，产生于计划经济转向市场经济化的转化过程中。经过过去 20 多年的发展，城投公司大力推进发展城市基础设施建设，主要承担政府投融资平台以及工程建设角色，在监督政府管理在建工程资金以及建设实施上充当主力，政充分体现了政府的意志。

国发[2014]43 号的出台，象征着地方政府的债务管理体制进入到全方位深化改革的新阶段，地方政府无法再通过投融资平台进行举债，拓宽了融资渠道。地方政府在发债上掌握自主权以及城投公司融资功能的剥离倒逼城投公司进行转型，这是国资国企市场化、进行持续化改革的必经之路。

PPP 模式在调动地方政府对债务的管理以及满足经济发展刚性需求上具有积极意义，在本轮地方政府改革投融资机制上充当重要角色。一方面，城投公司长期承接政府的公益性项目，在投资运营维护上较为契合并且投资回报率较低，加上城投公司具有丰富的运作经验，能够站在政府方的利益高度，作为政府方参与 PPP 项目的投资过程。另一方面，城投公司在被剥离了政府融资职能后仍然是 PPP 项目参与方的重要组成力量，可以作为社会资本竞争参与 PPP 项目的运作。

自 2014 年来 PPP 在我国被大力推广，全国各地市、县几乎都有 PPP 项目，存量大幅上涨。但由于 PPP 项目涉及领域多、涉及资金规模巨大，实践中存在不规范的现象，引发了大规模 PPP 项目退库。本文在城投公司转型与 PPP 模式推广的交汇期的背景下，分析了城投控股 PPP 融资转型的动因以及成功运用 PPP 模式的管理机制，并运用财务分析验证了 PPP 模式产生的经济后果，为城投公司 PPP 融资转型提供参考。

**关键词：**城投公司；PPP 融资模式；经济后果分析

## ABSTRACT

The city investment company is actually an investment and financing platform company, which is the product of the process of transforming the planned economy into a market economy. In the past 20 years of development, Chengtou Company has actively participated in the construction of urban infrastructure, and has interacted with each other in terms of financing and construction, thus becoming the supervisor of the government's fund management and engineering construction under construction, fully reflecting the government. Will. The implementation of Guofa [2014] No. 43 marks that the local government debt management system has entered a new stage of comprehensive deepening reform, and proposed that local government financing channels should be relaxed, and at the same time, it will no longer be able to borrow through investment and financing platforms. The reform of the local government's independent debt issuance and divestiture platform company's government financing function forced the transformation of the city investment company. This is also the inevitable trend of market-oriented and sustainable reform of state-owned SOEs.

Under such circumstances, the PPP model fully mobilized the local government's management of debt and the rigid demand for economic development. In the current round of reform of the government's investment and financing mechanism, the role of the city investment company in the PPP mode was also re-established. Positioning. On the one hand, the city investment company and the government's public welfare investment are more suitable, long-term government public welfare projects, low return on investment requirements, coupled with its rich operational experience, can represent the interests of the government, can be used as the government Participate in PPP projects. After the market-oriented transformation of the government financing function, the city investment company will remain an important part of the PPP project and participate in the project operation in a

competitive manner like other social capital.

Since 2014, PPP has been vigorously promoted in China, and almost all cities and counties across the country have a significant increase in the stock of PPP projects. However, due to the large number of PPP projects involved and the large scale of funds involved, there are irregularities in practice, which has led to the withdrawal of large-scale PPP projects. Based on the background of the transition period of urban investment company transformation and PPP mode promotion, this paper analyzes the motivation of urban investment holding PPP financing transformation and the management mechanism of successful use of PPP mode, and uses financial analysis to verify the economic consequences of PPP mode. To lay the foundation for the transformation of the city investment company and the promotion of the PPP model.

**Keywords:**Urban Investment Corporation;PPP financing model;economic consequences analysis



## 目录

第一章 绪论.....	1
1.1 城投转型研究背景及意义.....	1
1.2 PPP 管理机制背景及意义.....	2
1.3 研究的内容与方法.....	3
1.4 主要创新点.....	4
第二章 PPP 文献综述及理论基础.....	5
2.1 国内外 PPP 融资模式研究现状综述.....	5
2.1.1 国外 PPP 融资模式研究现状综述.....	5
2.1.2 国内 PPP 融资模式研究现状综述.....	5
2.2 PPP 管理机制理论基础.....	7
2.2.1 PPP 项目融资理论.....	7
2.2.2 风险管理理论.....	7
第三章 PPP 融资模式在城投公司的应用.....	8
3.1 城投公司的业务特征和运作模式.....	8
3.1.1 城投公司的业务特征.....	8
3.1.2 城投公司的运作模式.....	11
3.2 城投公司面临的困境与转型.....	12
3.2.1 功能定位不清晰法人治理结构形同虚设.....	13
3.2.2 项目建设压力大融资渠道面临监管制约.....	14
3.2.3 传统业务占比高经营性业务有待开发.....	14
3.2.4 运营类人才缺乏市场竞争力不足.....	16

3.2.5 区县级城投公司资产质量较差转型发展压力较大.....	17
3.3 城投公司运用 PPP 模式现状分析.....	17
3.3.1 PPP 项目总量变化情况.....	17
3.3.2 PPP 项目落地情况.....	20
3.3.3 PPP 项目领域分布情况.....	22
3.3.4 PPP 项目的回报机制分布情况.....	23
3.3.5 PPP 项目社会资本情况.....	24
3.3.6 存量 PPP 项目情况.....	25
3.4 城投公司运用 PPP 模式当前困境.....	26
3.4.1 PPP 项目整体运作时间有待优化.....	26
3.4.2 公益性项目普遍缺乏规划.....	26
3.4.3 政府融资成本限制与社会资本预期回报相冲突.....	26
3.4.4 合格候选社会资本较少.....	27
3.4.5 优质项目缺乏.....	27
3.5 城投公司运用 PPP 模式管理机制.....	27
3.5.1 PPP 流程管理.....	27
3.5.2 PPP 合规管理机制.....	28
3.5.3 PPP 市场管理机制.....	31
第四章 城投控股应用 PPP 模式分析.....	32
4.1 城投控股基本情况.....	32
4.1.1 城投控股简介.....	32

4.1.2 城投控股转型发展历程.....	33
4.2 城投控股 PPP 转型动因分析.....	37
4.2.1 城投公司转型具有的优势.....	37
4.2.2 城投公司转型参与 PPP 项目的政策依据.....	37
4.2.3 城投公司转型 PPP 的类型分析.....	38
4.3 城投控主要股融资方式及 PPP 融资模式.....	39
4.3.1 城投控股主要融资方式.....	39
4.3.2 城投控股的 PPP 融资模式.....	40
第五章 城投控股上海老港生活垃圾填埋场 PPP 案例分析.....	41
5.1 上海老港生活垃圾填埋场 PPP 项目设计.....	42
5.1.1 项目投融资结构管理.....	42
5.1.2 风险分配管理.....	43
5.1.3 监督机制管理.....	45
5.1.4 支付机制管理.....	45
5.2 上海老港生活垃圾填埋场 PPP 管理机制结果分析.....	46
5.2.1 财务评价.....	46
5.2.2 工程效益分析.....	47
5.3 城投控股 PPP 转型经济后果分析.....	48
5.3.1 盈利能力分析.....	48
5.3.2 偿债能力分析.....	52
5.3.3 营运能力分析.....	54

5.4 城投行业 PPP 转型财务分析.....	55
5.4.1 债务负担分析.....	55
5.4.2 盈利能力分析.....	56
5.4.3 现金流分析.....	57
5.4.4 偿债能力分析.....	57
第六章 结论和建议.....	59
6.1 城投控股成功转型的启示.....	59
6.2 城投公司 PPP 管理机制建议.....	60
6.2.1 PPP 法规细致完善.....	60
6.2.2 PPP 严控财承 10%红线.....	60
6.2.3 PPP 信息全面公开.....	60
6.2.4 社会诚信体系完善.....	61
6.2.5 监督趋严促项目规范.....	61
参考文献.....	62
致谢.....	66

# 第一章 绪论

## 1.1 城投转型研究背景及意义

财政部于 2017 年 12 月 23 日发文《关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》，文中明确指出“支持转型后的国有企业依法合规承接政府公益性项目”。国家发改委于 2018 年 3 月 9 日发文《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》，文中明确指出：“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”。

文件中指出作为充当地方政府举债的城投公司不能在依托政府的担保或隐形担保大规模发债进行基础设施建设，为政府融资的平台不复存在，城投公司面临转型。在这样的情况下，PPP 模式在调动地方政府对债务的管理以及满足经济发展刚性需求上具有积极意义，在本轮地方政府改革投融资机制上充当重要角色。PPP 模式下城投公司扮演的角色也将被重新定位。

经过 1998 年的探索发展期，2008 年政府投融资平台迅速累积至 4 万亿元的规模，2014 年城投债高到 1.8 万多亿元，地方政府债台高筑，债务风险持续累积。43 号文的出台，高强度化管理地方债务，政府债务不再包括新发的城投债券，城投公司步入衰退转型阶段。城投公司需要将政企业务分离、融资模式规范化、定位转变以及战略化转型。城投公司的转型 2014 年启动并趋势更加明显，再此交汇期，PPP 模式成为投融资平台转型的依托。可以预测的是 2018 年 PPP 模式继续促进地方投融资平台的转型。

推广运用 PPP 模式，促使政企分离，政事分离。PPP 模式优化了政府职能，缓解了政府财政负担。通过将相关政府职能转化为制定市场规则以及市场监督，高效地提升了地方政府在宏观战略上的掌控能力，将资源配置交由市场决定。城投公司通过使用 PPP 模式实现准市场化转型，以实现自主经营自负盈亏的战略转型。城市公司在基础设施建设项目中主要担负着设计安排、建设、投融资安排、运营管理以及维护等职责，通过经营模式的转型，极大拓宽企业的发展空间，经济也实现稳步增长，最终推动调整经济结构的转型。

推广运用 PPP 模式，为城投转型的提供缓冲使其平稳着陆。纯公益性项目

以及其他非经营性的城市基础建设项目主要通过地方政府举债融资并定期偿还债务，政府投融资平台需要市场化以实现长期运营；对于经营性项目以及准经营性项目则通过对公益事业的投资和运营，引入社会资本参与融资举债并且履行偿债义务进行，通过授予其特许经营权或提供可行性缺口补贴，使社会资本通过该项目获取长期且稳定的收益。转型后的城投公司可以作为出资方参与政府 PPP 项目运作。城投公司通过发行一般企业债券，参与项目竞标、承担运营经营性项目、脱离地方政府的投融资职能把控，推动转型成为市场化主体的进程。而 PPP 融资模式最大程度上为城投公司转型过程提供缓冲阶段，使得城投公司没有因为剥离地方政府的投融资职能从而失去市场主导地位，为城投公司的转型提供一个平稳的过渡。

推广运用 PPP 模式，突破城投公司的地域局限性。在过去多年的发展过程中，城投公司的基建项目一般仅限于本地区内部，极少数会参与竞标其他地区的项目建设。地方政府一方面顾及外地项目建设的风险对自身财政的影响，另一方面考虑到投融资实力、建设队伍以及运营能力上的不足，难以在多方竞争势力中脱颖而出，没有形成城投公司的竞争优势。

## 1.2 PPP 管理机制背景及意义

2014 年以来，PPP 在中国得到了大力推广。目前，中国注册的 PPP 项目接近 20 万亿元。全国各市县 PPP 项目基本全部实施或即将实施。但由于 PPP 项目涉及领域多、涉及资金规模大，在实践中存在违规现象，出现了各种问题。为了控制 PPP 领域的混乱局面，各部委发布了一系列关于 PPP 领域的部门规章和规范性文件，部分省市也发布了相应的政府规章和规范性文件。

由于缺乏统一的法律约束和管理，PPP 领域的规则和政策较为复杂，甚至相互冲突。地方政府在 PPP 管理方面不知所措，非 PPP 专业人士也无法明确相关法律和政策。因此，PPP 领域迫切需要统一的立法和配套法规。

2016 年 7 月，国务院将 PPP 的统一立法权移交给国务院立法事务办公室，使其有可能突破不可靠的困境。国务院法制办公室于 2017 年 7 月 21 日发布了基础设施和公共服务领域政府与社会资本合作的法规草案，征求社会各界的意见。PPP 内部人士于 2017 年 8 月 22 日前就相关修订提出意见。

可以看出 PPP 领域正在逐步走向标准化,只有标准化才能更好的发展。PPP 领域监管和发展的一个重要因素是必须有统一的立法。通过统一的立法,地方政府、社会资本、咨询机构等参与 PPP 的各方都可以有统一的运营标准。但不可否认的是,现行 PPP 政策体系为 2014 年以来 PPP 模式的爆发式发展提供了政策基础。

2014 年以来,中央政府在全面深化改革的新形势下,推动 PPP 合规工作长期发展。党的十八届三中全会提出全面深化改革,允许社会资本通过获取特许经营权等方式参与城市基础设施的投资运营中,鼓励社会资本向农村、公共文化服务体系、生态环境保护等领域投资。财政部和国家发展和改革委员会及时作出反应。特别是财政部通过不断发布文件,基本确定了 PPP 模式的管理机制,主要包括实施流程、采购流程、合同管理、预算管理的相应规定。在采购方式上,国家发改委沿用传统的传统基础设施招标方式,财政部提出 PPP 模式可以采用一种新的采购方式:竞争性谈判。

实际实施的 PPP 项目大多是政府支付或可行的缺口补贴,涉及财政资金的使用。因此,国务院发布的[2015]42 号文件成为财政部跟进和完善 PPP 管理机制的基础。这些文件的主要内容包括:对金钱价值的定性评价的操作计划,组织申报和示范项目,建立 PPP 的综合信息平台,进一步澄清竞争咨询采购方法,通过激励措施促进项目,根据初步的示范项目。实施的管理机制等。

中发〔2016〕18 号首次以党中央、国务院的名义,发布了专门针对投融资体制改革的文件。随后,国家发展和改革委员会发布了一份文件,重点阐述了 PPP 管理机制在传统基础设施领域的实施情况。首次提出构建 PPP 多元化机制,激发了社会资本投资 PPP 项目的积极性。从这一系列的政策窗口,国家发改委实施 PPP 的重点是提高 PPP 项目的质量和效率,并寻找典型案例进行推广。鼓励 PPP 模式下的创新工作,目的是在原有政策的基础上进一步完善 PPP 项目运营流程。

### 1.3 研究的内容与方法

PPP 模式涵盖管理、经济、技术、法律等多个领域,范围广泛,内容复杂。为了能够更清晰地分析这个模型,找出它的管理机制,并为基础设施的发展提

供理论支持和案例支持，本文将采用多种方法进行研究：

（1）文献分析法。查阅国内外相关文献，深入了解 PPP 等项目融资方案的具体操作及其在城市基础设施投资项目中的运用发展情况，为本文的深入研究提供理论支持。

（2）案例研究法。将国内外 PPP 融资模式的理论研究成果应用于具体实践。通过广泛阅读，我收集了项目财务评价的基本数据，对其进行整理和分析，以确保数据的准确性和可靠的结论。第一章是绪论。绪论部分介绍了城投公司转型研究以及 PPP 管理机制的背景及意义。第二章为 PPP 文献综述及 PPP 管理机制理论基础，为下文案例分析奠定理论基础。第三章主要叙述了 PPP 融资模式在城投公司的应用，首先分析了城投公司面临的困境与转型动机，接着分析了城投公司运用 PPP 模式的现状以及困境，最后提出了城投公司运用 PPP 的管理机制。第四章对城投控股这家公司具体分析，包括公司的转型动因分析、转型历程以及 PPP 融资模式的介绍。第五章通过介绍城投控股的上海老港生活垃圾填埋场 PPP 案例设计，分析了该 PPP 项目管理机制成功之处以及结果分析，总结出城投控股 PPP 转型的成功经验。接着通过年报数据整理，分析城投控股和城投行业的盈利、偿债及营运能力，体现 PPP 转型对城投控股和整个城投行业的影响。第六章总结了城投控股成功转型的启示并且提出了城投行业在 PPP 管理机制上的建议。

## 1.4 主要创新点

地方政府自主发债和剥离平台公司政府融资职能的改革倒逼城投公司转型，自 2014 年来 PPP 在我国被大力推广，全国各地市、县几乎都有 PPP 项目存量大幅上涨。但由于 PPP 项目涉及领域多、涉及资金规模巨大，实践操作中存在不规范的现象，引发了大规模 PPP 项目退库。本文在城投公司转型与 PPP 模式推广的交汇期的背景下，分析了城投控股 PPP 融资转型的动因以及成功运用 PPP 模式的管理机制方式，并运用财务分析验证了 PPP 模式产生的经济后果，为城投公司的转型及 PPP 模式推广奠定基础。



## 第二章 PPP 文献综述及理论基础

### 2.1 国内外 PPP 融资模式研究现状综述

#### 2.1.1 国外 PPP 融资模式研究现状综述

PPP 合作模式起源于英国的 PFI (Private Finance Initiative) 模型。经过 25 年的发展和演变, 目前的 PPP 模型被广泛应用于能源, 交通, 水利, 医疗和城市转型项目。中国和外国学者以多维方式研究 PPP 项目中出现的问题, 形成了比较成熟的理论体系结构。

Daube, Dirk, Vollrath, Susann, Alfen, Hans Wilhelm (2008)<sup>1</sup>将项目融资与博弈模式进行比较, 作为用于资助德国公私合作项目的两种基本形式。它描述了两种模型的基本特征, 以便从公共主体的角度估计它们各自的优缺点, 通过经济可行性研究选择最有效的 PPP 融资形式。常用于比较 PPP 融资的理想模型。比较揭示了总成本的构成, 强调了融资成本与转移风险之间的密切联系。研究结果表明, 经济可行性研究使公共决策者能够根据所选择的融资形式评估 PPP 项目的总成本。

Salaj, Alenka Temeljotov(2017)<sup>2</sup>旨在提供设施管理 (FM) 的机会, 使其更积极地参与新区域的开发, 以帮助建立一个高质量的居住, 商业和业余时间的竞争和健康的区域。框架还包括用于评估的土地价值捕获 (LVC) 中的生命期土地估价和用于识别额外私人利润以吸引房东加入项目的公私合作 (PPP) 类型投资的收入模型。

Cruz, Carlos Oliveira(2010)<sup>3</sup>研究发现 PPP 选项在过去十年中一直是一个“热门”话题, 但在关于机场系统 PPP 项目开发的文献中, 很少有研究, 例如, 就风险分担而言, 该研究着眼于机场“私有化”的最新发展, 通过案例研究方法区分私有化与 PPP 安排, 并建立对用于机场管理的不同 PPP 模型的比较分析。

---

<sup>1</sup>Daube, Dirk, Vollrath, Susann, Alfen, Hans Wilhelm. A comparison of Project Finance and the Forfeiting Model as financing forms for PPP projects in Germany [J]. International Journal of Project Management. 2008(26):376-387.

<sup>2</sup> Salaj, Alenka Temeljotov; Roumboutsos, Athena; Verlič, Peter; Grum, Bojan. Land value capture strategies in PPP-what can FM learn from it[J]. Facilities. 2018(36):36:24-36.

<sup>3</sup> Cruz, Carlos Oliveira; Marques, Rui Cunha. Contribution to the study of PPP arrangements in airport development, management and operation[J]. Transport Policy. 2011(2) :392-400.

### 2.1.2 国内 PPP 融资模式研究现状综述

从国内学者的研究现状来看，PPP 项目的研究主要集中在四个方面，包括：PPP 功能、PPP 分类模式、PPP 应有优势、PPP 定价机制等。现阶段所有的研究主要是针对单个或多个项目进行的，范围包括：农村基层设施建设、体育运动场馆建设、市政基础设施建设、高校新校区建设、保障性经济适用房建设等。

#### 1. PPP 融资模式在基础设施中的应用研究

丁峰、余侃、张龙（2010）<sup>4</sup>从 PPP 融资模式的角度分析了在城镇化进程中，运营该模式的可行性及有效性，并探讨了 PPP 模式在推动城市化进程中应注意的问题。

贾康、孙洁（2014）<sup>5</sup>通过对北京地铁四号线 PPP 项目案例设计的研究，研究该项目的投融资结构，并总结出提高地铁营运的管理经验以及转换政府职能实现政企分开的正面影响。

王毛颖（2016）<sup>6</sup>通过介绍 PPP 模式的基本内涵，以及 PPP 项目落地难的主要原因并结合安徽池州在 PPP 项目运作中的探索经验，总结出 PPP 在地方阔时的关键因素并对该项目建设提出几点建议。

孙选民<sup>7</sup>（2019）研究发现基础设施规模的持续扩大，需要大量金额注入，但是城市基础设施建设仅依靠政府和地方财政难以顺利完成，PPP 模式在基础设施项目的应用中显得尤为重要，促使政府部门与私营企业有效合作，令双方发挥各自优势，更好地改善城市环境。

陈建国<sup>8</sup>（2019）主要通过概述 PPP 融资模式的定义，具体分析了 PPP 模式的融资渠道，通过分析该融资方式现存的主要问题，提出如何改善当前状况的措施，最终在新政策环境下总结出 PPP 融资困境的解决方案。

#### 2. PPP 融资模式结合风险现状研究

孔红枚<sup>9</sup>（2010）认为在不同阶段 PPP 融资模式的主要风险因素是存在显著

---

<sup>4</sup> 丁峰,余侃,张龙. 浅谈 PPP 融资方式在城市化进程中的应用[J]. 当代经济, 2010(22):70-71.

<sup>5</sup> 贾康,孙洁. 公私合作伙伴机制:城镇化投融资的模式创新[J]. 新金融评论, 2013(06):42-60.

<sup>6</sup> 王毛颖. 城市建设中的 PPP 模式研究——以安徽池州为例[J]. 时代金融, 2016(32):60-61.

<sup>7</sup> 孙选民. PPP 融资模式在基础设施投资中的应用[J]. 企业改革与管理, 2019(04):119+143.

<sup>8</sup> 陈建国. 新政策下 PPP 项目的融资困境及应对措施[J]. 中国市场, 2019(08):48+50.

<sup>9</sup> 孔红枚. PPP 融资模式各阶段风险因素分析[J]. 现代商贸工业, 2010, 22(11):206-207.

差别的，因此对 PPP 融资模式各个阶段风险因素的分析有助于公共部门和社会资本区别化对待各阶段风险。

王鹏、曾靓<sup>10</sup>（2015）将 PPP 项目风险分为不可控风险以及可控风险，通过结合项目风险评估方法，建构风险影响图法-蒙特卡洛模拟分析模型，并通过敏感性分析，对 PPP 项目的融资风险进项量化分析，并通过实例量化 PPP 融资风险。

张子月<sup>11</sup>（2018）研究表明 PPP 融资模式是现代政府在城市投资建设的首选模式，该项目在减轻政府财政压力的同时，大幅度提升了社会资金利用率。同时分析了该融资模式的风险并针对性提出控制措施。

张缝奇<sup>12</sup>（2018）对 PPP 融资风险进行建模研究，通过对 PPP 融资模式优势的介绍以及潜在风险的阐述，从识别风险、分担风险以及应对风险的三个维度进行风险管理模型的搭建与完善，最终为 PPP 项目提供风险管理的理论指导建议。

综上所述，通过国内外学者的研究，PPP 在城市基础设施上的大力推广有助于推进城市化进程，对 PPP 融资模式的风险管理可以有效的提高政府的工作效率，建议财政负担。

## 2.2 PPP 管理机制理论基础

### 2.2.1 PPP 项目融资理论

PPP 项目融资主要是 PPP 项目的参与双方通过投融资结构设计与安排，达成战略协议，并依托 PPP 项目自身的资产偿债能力和盈利能力，最终实现该项目的融资结构的完善以及运作协调过程，政府一方与社会资本一方组成投资组合，根据双方签订的特许经营协议，展开项目上的合作，推动基础设施的建设进程。PPP 融资模式现阶段更加集中在基础设施建设、公共产品与基础服务、公用设施建设以及环境保护等方面的应用。在组建 PPP 项目的过程中，政府通过可行性缺口或政府补助方式吸引社会资本进入，推动投资、建设、运营以及维护城市基础设施建设工程项目，最终为大众提供公用产品和公共服务。PPP 项目不仅

---

<sup>10</sup> 王鹏, 曾靓. PPP 融资项目风险量化研究[J]. 现代经济信息, 2015(06):71-72+116

<sup>11</sup> 张子月. PPP 融资与风险控制研究[J]. 中国国际财经(中英文), 2018(07):242.

<sup>12</sup> 张缝奇. PPP 融资风险管理模型分析[J]. 合作经济与科技, 2019(01):54-55.

是政府与民间资本关于对某项 PPP 资产的经营运作权的合作，更多的是达成长期合作提供公用产品与公共服务的合作方式，在政府与社会资本双方的协调运作下，促使城市化进程加快。

PPP 项目为参与各方提供了便利或投资收益，项目资本金的投资者注重 PPP 项目具体运营过程中产生的投资收益和投资输出，地方政府关注 PPP 项目的运营效率，是否可以解放政府精力，缓解财政负债压力。社会资本方通过获取特许经营权在运营期内通过使用者收费和可行性缺口获得投资收益，并通过政府补助获取合理回报。

2.2.2 风险管理理论

通过对潜在风险的识别、评估、分担以及应对，实现对项目的风险管理，在最大化安全保障的基础下，实现项目的平稳运营以及收益最大化。

对于城市基础设施建设 PPP 项目的全过程进行风险管理监控，包括监控投融资结构形成的项目融资、项目建设、项目营运等阶段。

PPP 项目风险管理的目标在于识别和预测风险，掌控和解决风险，缓解以及消除损失。根据物有所值评价方法，项目评价需要通过风险管理理论对项目风险管理进行测算。

最主要识别 PPP 项目风险的方法有工作分解结构法、头脑风暴法、德尔菲法、风险核对表法及常识经验判断法等，如下表所示。

表 2.1 风险识别方法

风险识别方法	说明
风险核对表法	通过总结历史资料和过去的经验，把可能的风险项罗列，主要包括项目环境、产品以及技术资料 and 内部诸多因素，包括项目成员的经验等。通过对比项目的现状和历史项目，判断对比当前项目是否存在列表中的风险因子。
德尔菲法	提出问题并制定问卷，进而选定行业专家，综合处理获得的意见，将结果匿名反馈再次征求意见，反复多次验证获取最终统一一致的结果。
工作分解法	又称自上而下法，按照既定的原则，将工作逐步分解为单位工

	程-单项工程-分部分项工程-工作包的步骤，最后得到具体的管理对象，使用 WBS 的成果对每个工作包的风险进行识别。
头脑风暴	通过各专家表述在各自领域的研究成果，最终获取学术火花。

## 第三章 PPP 融资模式在城投公司的应用

### 3.1 城投公司的业务特征和运作模式

城市投资公司(Urban Construction and Investment Corporation, 简称城市建设投资公司), 是政府在市场化的经济体制下, 通过政府作为担保主体的城市基础设施建设以及投融资的公司化市场实体。

它是一个特殊的经济实体和法人。其主要职能通过运营政府授权经营的国有资产, 在享受投资者权益的同时主要承担国有资产保价增值的职责。根据不同地方政府运营主要目标的城投国有投资控股集团(城投公司)的主要职责有所不同。城投公司通过投融资、建设以及经营管理的方式承担城市的基础设施建设以及市政公用项目。城投公司在引入广泛社会资本和国外投资者、投资项目管理、盘活城市存量建设资产、资产收益管理、资产整合重组、产权监督管理上扮演重要角色, 主担提升城市基础设施投资运营效率的责任, 并最终推动城市化进程以及经济发展可持续化。

#### 3.1.1 城投公司的业务特征

城市投资公司的主要职能范畴包括为城市基础设施投融资、建设与经营, 该行业最首要的工作重点是市政基础设施项目。主要涵盖公共事业类, 即污水处理、垃圾处理、城市公共交通、供水以及供气。其次是市政工程类, 即公园、绿化、桥梁以及城市道路建设等非经营公曾项目。但是不包括航空、电信、电力以及铁路等国家级大型基础设施建设项目, 具体内容如下表所示:

表 3.1 城市基础设施的不同行业类别

行业	服务内容
供水	制水

	管网
排水	污水处理
	管网
燃气、供热	燃气设备、热力生产
	管网
供输电	电站
	电网
道路交通	公路、桥梁、轨道交通、码头、机场
绿化	城市绿地
	公园
环卫	废弃物收集、清运
	废弃物处理
城市“三防”	放空、防洪、防震
邮电通讯	邮政、电信
文教卫体	图书馆、广电、学校、医疗保健、体育等

现代经济学的公共选择理论认为，“项目区分理论”能更好的解释基础设施的分类。该理论依据项目有无收费机制以及现金流入将城市基础设施项目区分为“非经营性项目”、“准经营性项目”以及“经营性项目”，并根据这三种项目的类别分别对项目的投资主体、运营模式、资金的筹融资途径以及权益的界定上进行判断。

非经营性项目。该项目由于不存在收费机制、且无法完全按照市场资源配置机制实现有效供给，因此属于市场失灵范畴。该项目一般情况对于社会效益和环境效益要求极高并且只能通过政府来提供。然而，政府可以通过将供给职能以及生产经营职能相剥离达到提高政府工作效率的目标。

政府通过建设规划非经营性项目，并为其设计投融资计划，而具体的运营及生产可以交由社会资本，政府与民营机构签订协议通过回购以及承包经营等方式进行收回。

经营性项目。由于此类项目市场化程度较大，存在收费机制可以保证

稳定的现金流入，因此该项目可以实现市场化有效配置，吸引投资者，通过其投机行为实现资产价值的保值以及增值。主要的形式包括通讯、管道煤气等。因此经营性项目可以通过吸引不同所有制形式的企业，包括私营化的、联营的、合作制、国有控股的、跨越地区限制、跨越部门限制以及所有制限制的资本，包括海外资本的注入以创造一个合理的竞争机制，促使政府投资的退出。

准经营性项目。该类项目定位于经营项目与非经营项目之间，潜在利润较大，投资成本却因为相关政策和收费机制的制定而无法收回。此类项目由于伴随部分公益性的特征，导致市场不能实现有效资源配置以及效率低下。此类项目的成功运营需要通过政府的财政补贴以及优惠政策等维系。该项目在价格逐步到位且条件成熟时便可以转变为经营类项目。

综上所述，很少有纯粹的运营性项目可以真正推动自身进行市场运营。准经营性项目以及非经营性项目的在城市基础设施建设项目中占比较大。通过直接融资辅以间接融资的方式运营经营性项目；通过直接融资和间接融资相结合并辅以政府补贴等优惠政策实现准经营性项目的运营。项目应主要依靠政府投资来解决建设资金问题。有关详细信息，如下表所示：

表 3.2 项目区分表

项目属性	特征	举例	投资主体
纯经营性项目	存在收费机制，可产生现金流，具有盈利能力，通过获取利润偿还贷款	收费高速公路、桥梁、隧道等	全社会投资者
准经营性项目	可通过使用权收费机制收回部分成本，并通过政府补贴可变成经营性项目	煤气、地铁、轻轨、自来水、垃圾焚烧厂等收费不到位的项目	政府适当补贴，吸纳社会资本流入
非经营性项目	城市基础设施项目，有限收回成本，通过财政预算而不是市场借贷为其计划资金	敞开式城市道路、公共绿化等	政府投资为主

需要注意的是，区分经营性、准经营性以及非经营性的城市基础设施项目的标准不是一成不变，绝对化且静态的，该标准是可以根据技术的创新、政府

政策规划及理念、市场化需求以及收费机制的改变而发生变化的。

### **3.1.2 城投公司的运作模式**

一直以来，政府无条件提供公共设施建设及维护所需资金并且无条件补偿生产运营单位资产所造成的损失。市政公共事业的生产运营承受较大亏损，国家和地方财政压力及补贴损失负担繁重。地方政府在有限的财政资金支持以及庞大的市政基础设施建设需求的困境下，无法弥补地方政府城市基础设施建设资金的巨大缺口。根据客观事实来说，城市基础设施的扩张一般都是依靠非经营性设施建设。因此非经营性项目的投资资金占比全部建设资金的 60%-70%。

市政府以多种方式支持城市投资企业，最主要的形式包括注入城市建设资金、注入费用补贴、退税、注入土地资产、注入存量资产以及政府补贴。

城市基础设施的有效建设以及发展可持续化需要建立合适此目的投融资机制，通过该机制以降低对财政投资的依赖程度。对于不同类型的业务应当根据项目的差异化原则及项目资本运作规律实现所有业务模式的差异化对待。

经营性项目由于存在收费机制，可以通过经营过程的现金流入获得利润。所以该项目可以根据自身的盈利能力从多种融资渠道获取多样的融资方式，以实现吸收社会资本以海外资本。

虽然城市建设基础设施的准经营性项目有收费机制。项目建成后有现金流量，但项目无法通过自身的运营来平衡流入和流出，更不能产生盈利利润。在该类项目中，通过测算项目的投资规模、经营前景以及财务现状以实现项目未来经营亏损的精准估算。在此前提下，政府财政直接参与投资或者吸引社会投资，政府补贴未来投资建设项目的非经营性损失。

由于非经营性项目没有直接的收费机制，并不能产生经营性现金流入，例如城市公共道路建设项目不存在使用者收费机制，该类项目归属于纯公共性产品，所以政府财政对其全额投资，通过补贴等形式实现这些设施的基本运营。



通过总结归纳城市投资建设公司经营性项目、非经营向项目以及准经营性项目的运作规律，得出以下结论：

城投公司的收入来源包含:土地开发销售收入、经营性业务和准经营性业务的经营收入以及政府财政补助金收入。财政资金主要由补贴资金和公益性项目专项资金组成。

城投公司的支出项目包含：土地一级开发成本（包括拆迁），市政公用设施建设成本，市政设施以及公用事业运营成本，累计债务利息等。

具体构成如下图所示：

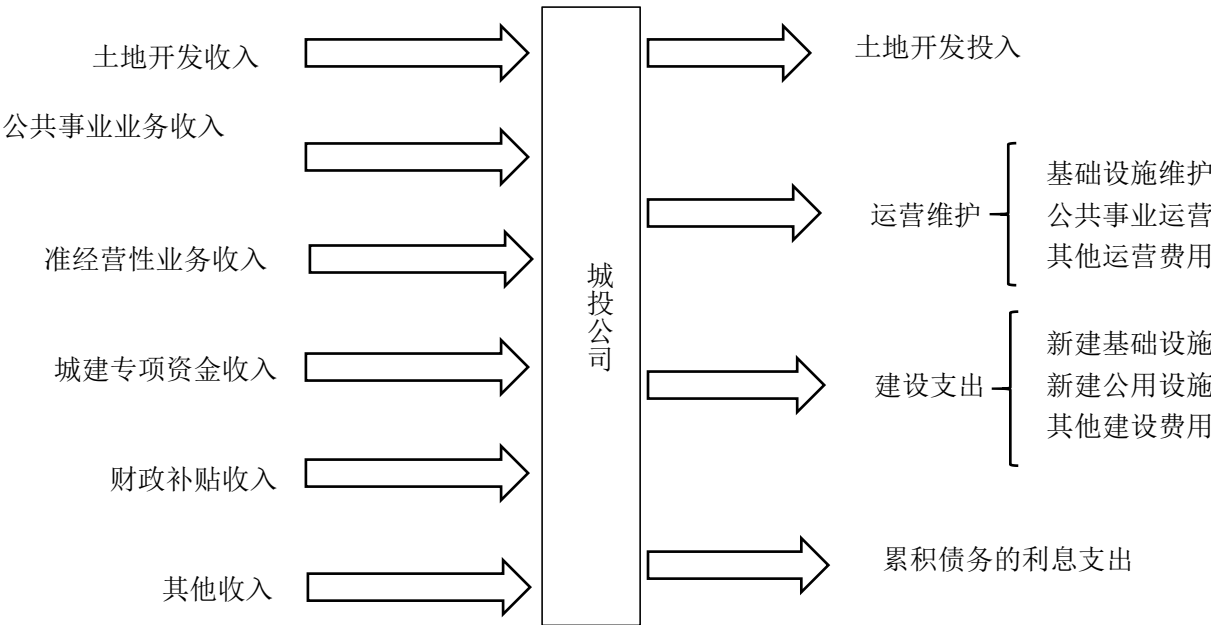


图 3-1 城投公司的运作模式

### 3.2 城投公司面临的困境与转型

经过近 20 年的发展，我国城市投资公司已经形成了相当大一部分规模、资产和控制力较强的城市国有资产。但显然，这类公司的经营管理仍处于探索阶段。城市投资公司的初衷是负责原本由政府承担的公共基础设施。其中大部分归功于公益项目。没有稳定的收入或收入很少，必然会增加城市投资公司的债务规模。或多或少转移到地方政府，政府通过财政资金偿还。

国务院[2010] 19 号明确规定：融资平台公司只承担公益项目融资任务，主要依靠财政资金偿还债务，未来可能不承担进一步的融资任务;并承担稳定营业收入的公益项目。主要依靠自身收入偿还债务的融资平台公司，以及承担非营

利项目融资任务的融资平台公司，提出了更高的要求，并以市场化的方式实施商业运作。

城市投资公司开展的项目更多的是纯公益项目。项目实施后形成的债务主要由地方财政承担。城市投资公司的发展已经成为地方政府债务积累的过程。纵观全国的城市投资企业，在经历了 2008 年和 2009 年的快速扩张之后，出现了一些突出的问题，包括：

### **3.2.1 功能定位不清晰法人治理结构形同虚设**

作为一家特殊的地方性国有企业，城市投资公司自成立以来就与当地政府密切相关。大多数作为城市投资公司投资者的地方政府通过授权当地国有资产监督管理机构来监督城市投资公司。但是，在国有资产监管机构的监管过程中，往往存在政府与企业分离，政府与资本分离，越位，错位等问题。

在国有企业改革“1+N”政策的统一布局下，城市投资业作为地方国有企业改革的重点，明确职能定位，完善公司治理结构尤为重要。在职能定位方面，《关于国有企业职能界定与分类的指导意见》中提及，国有企业应按照主营业务的种类以及核心业务范围划分为商业类和公益类。

目前，大多数城市投资公司的主营业务主要是城市基础设施公益项目。国有企业应自觉承担起为国家战略服务、积极履行社会责任的职责，这是其在社会主义市场经济条件下义不容辞的职责。然而，这并不意味着国有企业将成为地方政府非法借贷为建设融资的工具。只有建立契约型政企关系，从地方政府城市建设投融资体系入手，才能真正改变城市投资公司作为地方政府“融资工具”的命运。

关于公司治理结构，在《国务院办公厅关于进一步完善国有企业公司治理结构的指导意见》(国办发[2017]36号)中提出：“完善投资者责任，转变监管方式。”资本管理是重点，出资方重点管理国有资本的布局方式、资本运营的规范、通过对资本的强化约束，提高资产回报率的同时，维护资本的安全。完善公司治理结构，落实监督、决策、执行等职能。

然而，面临转型压力的城市投资公司大多处于政府与企业不分割、职能不明确、公司治理结构不一致的状态。监管者在管理人员、管理资本和管理治理方面扮演着多重角色。企业很难按照市场机制运作。城市投资公司的错位、越位和缺位，使得城市投资公司的公司治理结构难以有效运行。

### 3.2.2 项目建设压力大融资渠道面临监管制约

一方面，严格控制地方政府债务导致政府与企业信用脱钩，导致城市投融资收紧。另一方面，政府城镇化建设的压力导致了对资金的大规模需求，财政预算管理导致资金还款期与供给不足的不匹配。地方政府无法为大型基础设施项目提供资金，将大多数公益项目的负担转移给了城市投资公司。

在这种矛盾的供给需求下，城市投资公司承担的项目往往在缺乏运营和稳定的资金支持的双重压力下难以维持。在融资渠道监管方面，财政 50 号建议金融机构按照商业化原则执行相关程序，认真评估借款人的融资能力和还款来源。金融机构为投融资平台公司进行融资活动时，不得接受或主动要求地方政府及其相关部门提供的担保函、承诺书或慰问信等任何形式的担保。

银监发[2017]第 6 号文章从金融机构监管的角度提出了金融风险管理和平台控制的要求，要求银行业金融机构不得违反规定增加地方政府融资平台贷款，严禁接受当地政府的担保，需要明晰债权人与债务之间的关系，防范债务空缺风险。该市投资公司将根据市场化规则为融资提供全额融资。金融机构的平台管理和地方政府债务的全面控制完全阻止了城市投资公司非法融资的“后门”。

### 3.2.3 传统业务占比高经营性业务有待开发

通过对 2018 年 106 家省、市级城市投资公司审计报告的分析，发现城市投资公司的主营业务中，传统业务占比较高，经营业务发展不足。根据图 3-2，有 90 家城市投资公司从事城市基础设施建设，占 84.91%。土地整理业务占 51 个，占 48.11%。69 家公司提供公共汽车，供水和供暖等公共服务，占 65.09%。其中，公交运营业务占公共服务领域的 25.64%，水、暖气和配套服务分别占 41.03%、26.50%和 6.83%(详见图 33 -3)。但金融业务所占比重仅为 27.36%，业务运营比重较低，将直接影响城市投资公司整体资产质量的提高，进一步影响未来城市投资公司市场化直接融资的难度。

作为地方政府城市基础设施建设的重要支柱，其主营业务是传统基础设施也就不足为奇了。通过对我国 106 家城市投资公司的分析，发现随着城市投资市场化转型的不断推进，许多城市投资公司已经开始多元化经营布局。在城市基础设施业务的基础上，充分发挥自身优势，不断拓展到金融、旅游、养老、

房地产等业务领域。

可以预见，未来大部分城市投资公司将实现业务多元化的集团化发展。此外，随着城镇化基础设施任务的完成，传统的基础设施业务将严重制约城市投资公司的可持续发展。许多专家学者提出，城市投资企业转型的最佳方向是由城市建设向城市运营转型。利用其积累的经验 and 基础设施优势，实现国有资产的优化整合。同时，依托地方国有企业的独特身份，城市资源作为一个整体运作，通过对城市资产的整合、配置和运营，最终促使国有资产的保值增值。

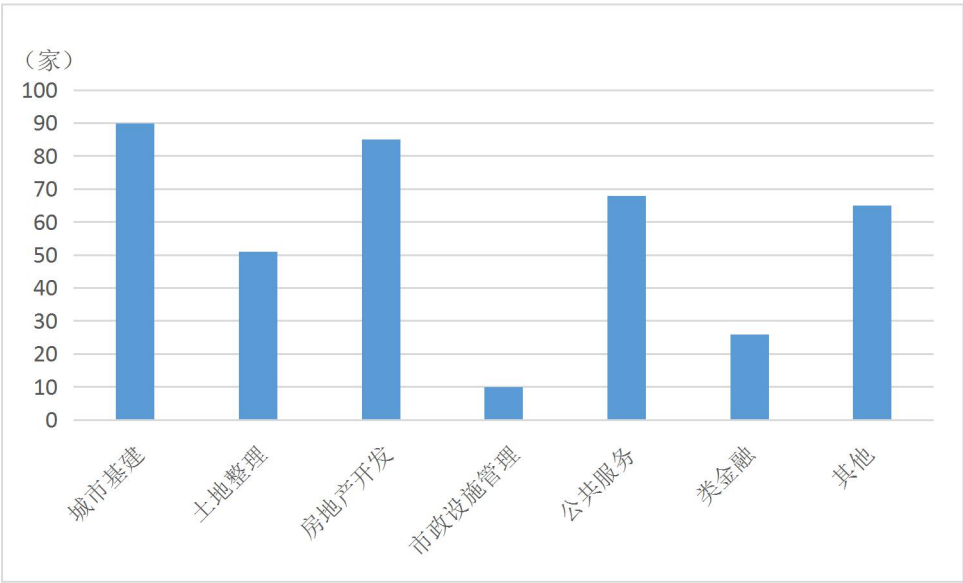
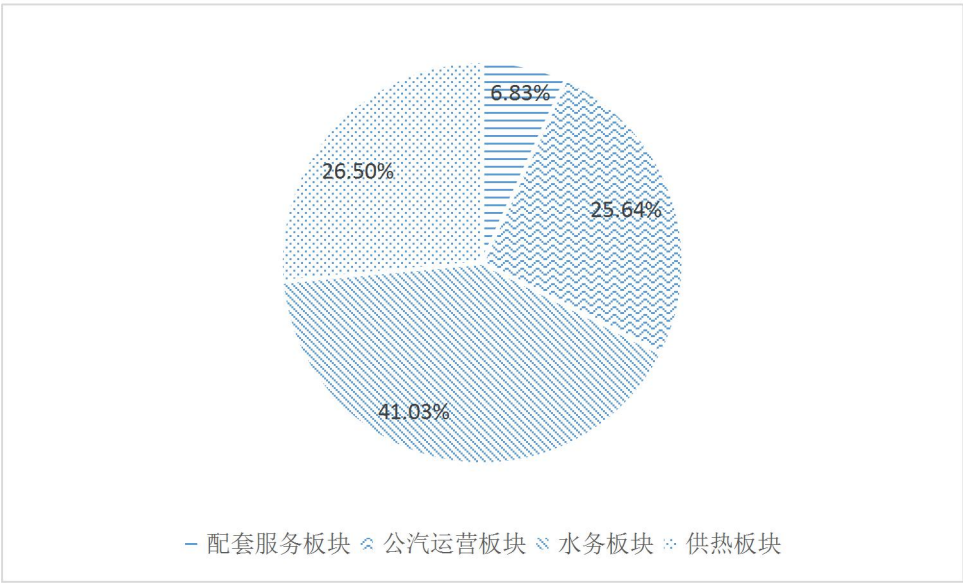


图 3-2 2018 年部分城投公司主营业务板块分布情况<sup>13</sup>



<sup>13</sup> 资料来源：根据公开数据整理

图 3-3 公共服务板块具体分布情况<sup>14</sup>

### 3.2.4 运营类人才缺乏市场核心竞争力不足

2017 年，我市投资公司在政策的有力监督下宣布退出政府融资平台。平台退出后，城市投资公司正面临市场化转型和发展。城市投资公司诞生于城市基础设施，其优势在于项目建设和项目管理。项目运营、资产运营和公司运营的劣势将直接决定城市投资公司转型后市场的核心竞争力。城市投资公司的核心竞争力最终将是核心人才的竞争。长期为地方政府基础设施项目建设服务，导致大多数城市投资公司的资质储备严重不足。

换句话说，城市投资公司在各个专业领域都缺乏人才，尤其是具备相关资质的人才。在项目运营方面，以往的城市投资建设项目大多是公益性的，而非营利性的。建设完成后，项目移交给当地主管部门，当地主管部门对项目运营的参与度较低。市场化转型后，城市投资公司的业务将更倾向于经营性或准公益性项目。管理这些项目运作的能力将直接决定项目的盈利能力。

城投公司作为地方因特殊目的而存在的国企，依地方财政而生的性质没有发生根本性转变。由于长期服务于地方公益性项目建设，市场化经营经验不足，导致项目运营人才储备严重不足。城投公司未来参与市场竞争的核心竞争力在于其盈利能力，利润率、现金流、资产负债率等指标的改善很大程度上归功于项目后期的运营水平。通过对多家城投公司调研得知，人才结构不合理、管理经营类人才缺乏等问题一直限制了公司转型的发展进程。

### 3.2.5 区县级城投公司资产质量较差转型发展压力较大

对于大多数区市级投资公司来说，由于该地区财政实力薄弱，基础设施建设的负担较重以及企业运营资产的收益率低，在现实的市场化转型发展需求与现实实力的矛盾下，承担更大的转型压力。

很多地区和县级城市投资公司最初是通过注入大量不可实现和非流动性的公益资产，如储备土地，政府办公楼，公园和广场，作为注册资本，直接导致了这一事实。区级和县级城市投资公司的大部分资产都是庞大的，不真实的，严重夸大的。公司自身的经营资产严重不足，远不能满足市场化运作的需要，也不符合市场化企业发展的要求。

---

<sup>14</sup> 数据来源：根据公开数据整理

从 2010 年国务院发布的第 19 号文件到 2017 年国务院发布的第 50 号文件，反复强调严禁向城市投资注入公益性资产和预留土地。因此，之前由城市投资公司注入的公益性资产应该被剥离。即使公益资产没有被剥离，也不能用于公司的抵押融资和债券发行。在外部切断政府信用背书和内部资产质量不高的双重压力下，区县城市投资公司的转型发展将面临巨大挑战。

### 3.3 城投公司运用 PPP 模式现状分析

在城市投资公司面临的两难困境中，PPP 模式充分调动了地方政府的债务管理，满足了经济发展的刚性需求。2018 年的 PPP 不仅是整顿和标准化的一年，也是新时代高质量发展的一年。该部分基于财政部 PPP 综合信息平台 and 现代专业咨询数据库中的数据，通过对相关数据的多维分析，全面介绍了 2018 年中国 PPP 产业的发展现状。

#### 3.3.1 PPP 项目总量变化情况

2018 年 9 月底，财政部项目总数 12470 个，总投资 17.3 万亿元。其中，管理项目 8289 个，投资 12.3 万亿元。其中，投资 5.0 万亿元的外汇储备项目 4181 项。2018 年以来，PPP 项目上半年整体下降趋势明显，下半年下降速度逐步放缓并趋于稳定。

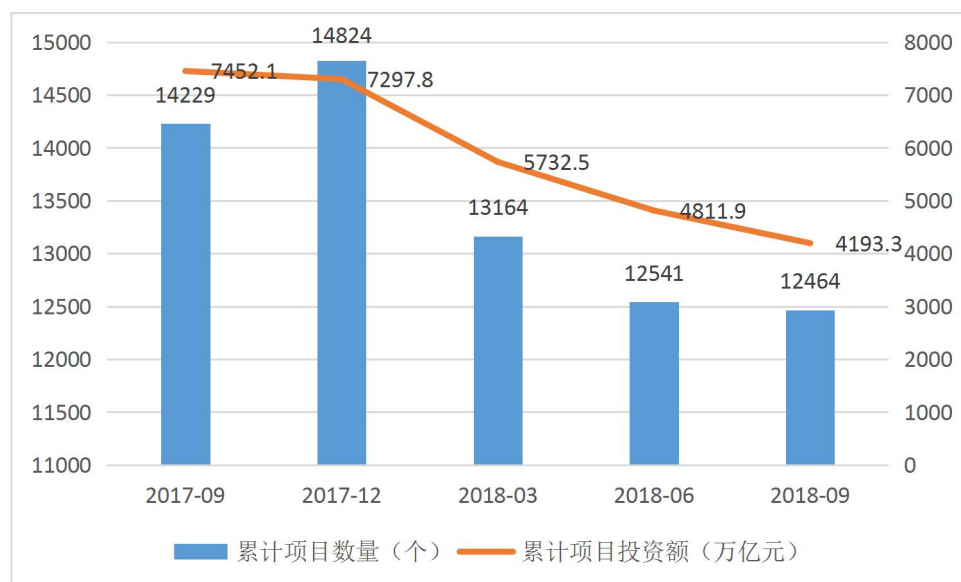


图 3-4 PPP 项目累计项目数量及投资额情况

管理库项目数量、投资额呈持续增加的趋势；储备清单项目数量及投资额呈持续下降趋势。具体情况如下图：

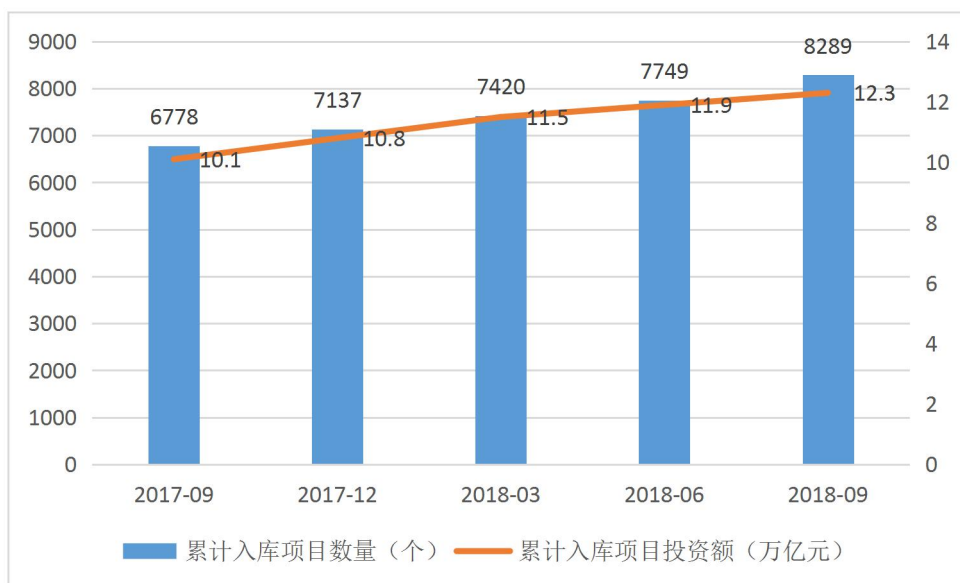


图 3-5 入库项目数量投资额情况

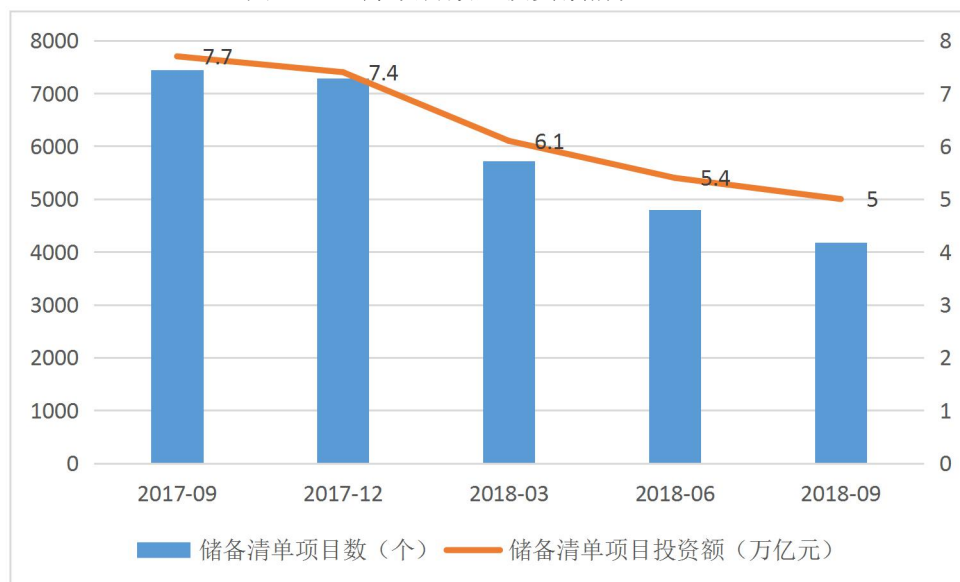


图 3-6 储备清单项目数量及投资额情况

随着 PPP 项目的不断发展,在每个项目阶段都出现了一定幅度的起伏变动:准备阶段的项目和投资的数量有所下降,采购阶段的项目继续上升,执行阶段的项目加速攀升。

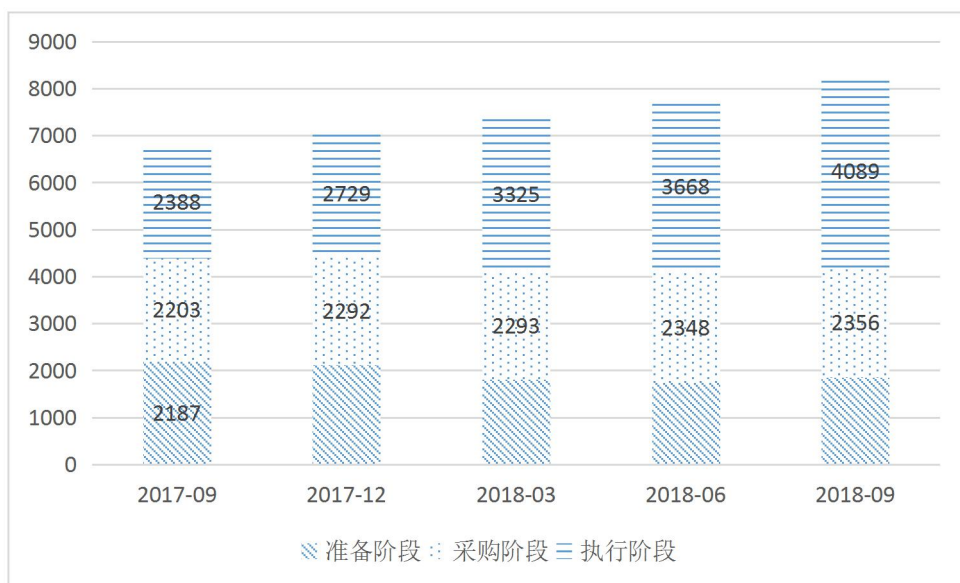


图 3-7 分阶段项目数量情况（个）

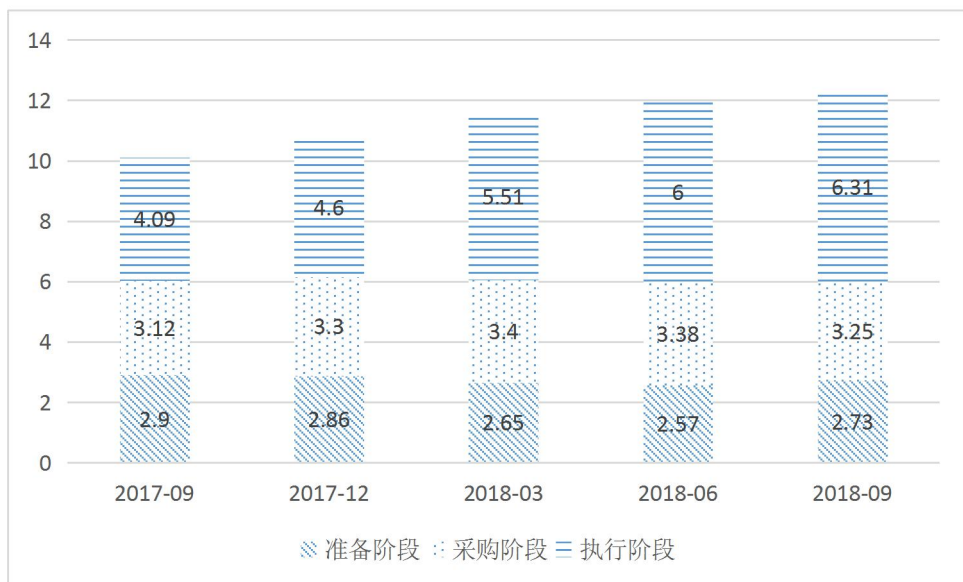


图 3-8 分阶段项目投资额情况（万亿元）

### 3.3.2 PPP 项目落地情况

2018 年 9 月末，累计落地项目数量为 4089 个、投资额为 6.3 万亿，环比增幅分别为 11.48%和 5.00%；落地项目数量、投资额持续增加趋势显著。



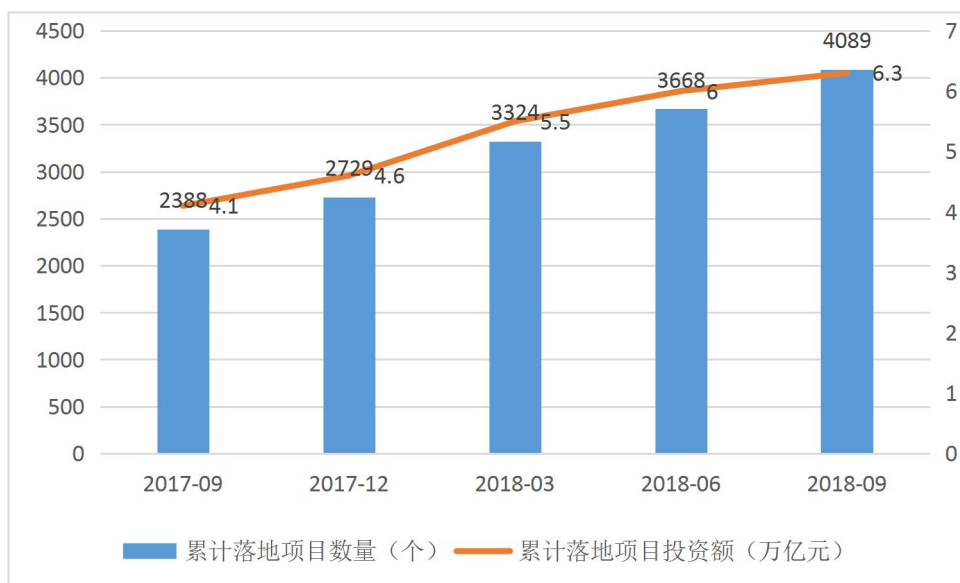


图 3-9 累计落地项目数量及投资额

同期，新增落地项目数量、投资额分别为 421 个、3135 亿元。2018 年以来，新增落地项目的项目数量先减少后增加，项目投资额逐渐减少，但下降幅度逐渐减缓。

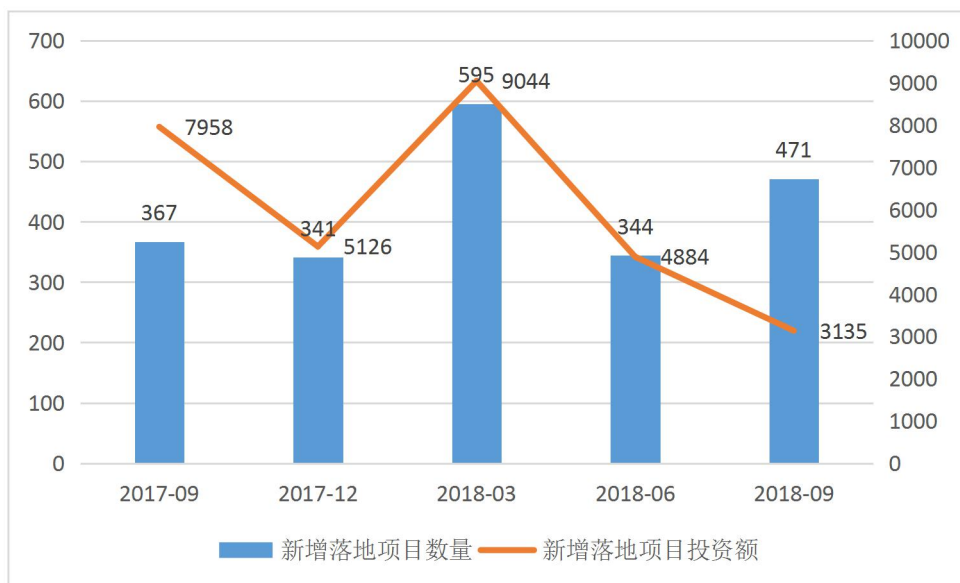


图 3-10 新增落地项目数量及投资额

PPP 项目落地率稳步提升，由 2017 年末的 38.20% 增加为 49.30%，落地率保持高速增长，PPP 发展逐渐进入平稳期。

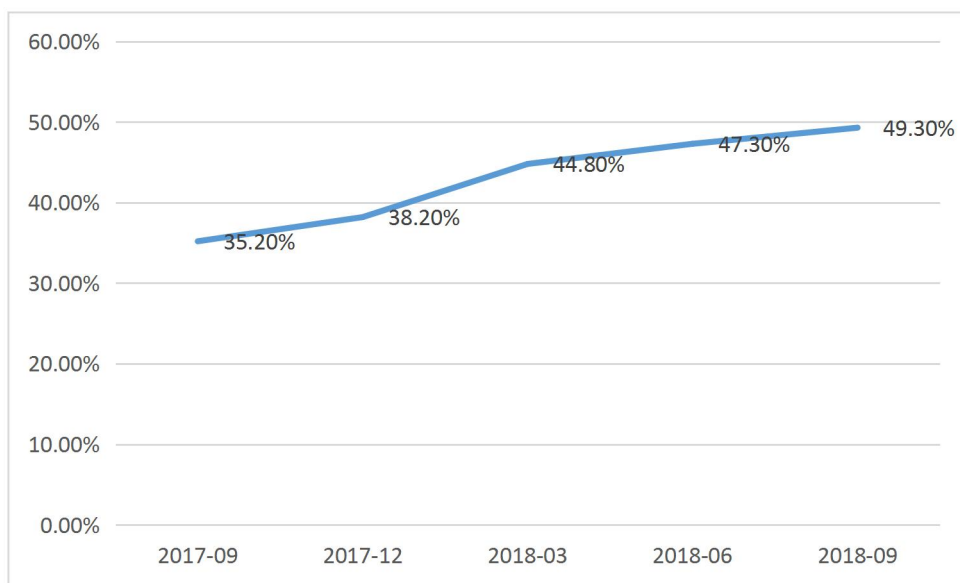


图 3-11 入库项目落地率

PPP 落地项目数量的前三位为市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 1651 个、564 个、410 个；投资额的前三位为市政工程、交通运输、城镇综合开发，分别为 21837 亿元、15751 亿元、8607 亿元。

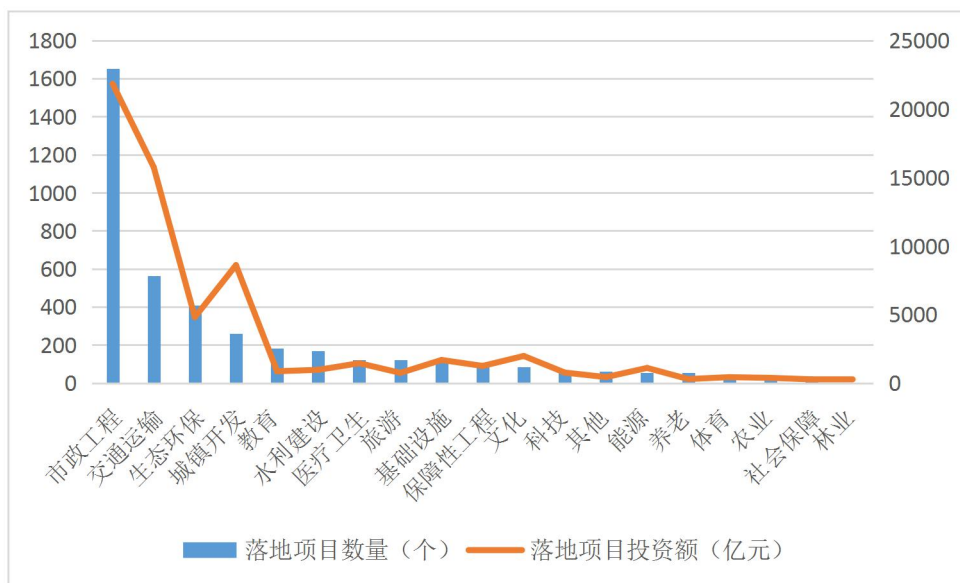


图 3-12 落地项目数量及项目投资额行业分布

2018 年，该规范的效果已经初见成效。管理数据库中已落地项目数量和投资的不断增加，落地率的稳步上升，是政策效果最直观的反映，表明 PPP 项目的开发质量得到了提高。

### 3.3.3 PPP 项目领域分布情况

截至 2018 年 9 月底，市政工程、交通运输、生态建设与环境保护、城市综

合开发等项目呈现绝对优势。同时，从项目同比增速看，2018 年生态环境保护、城市发展、交通、教育等 PPP 项目呈现良好增长态势。

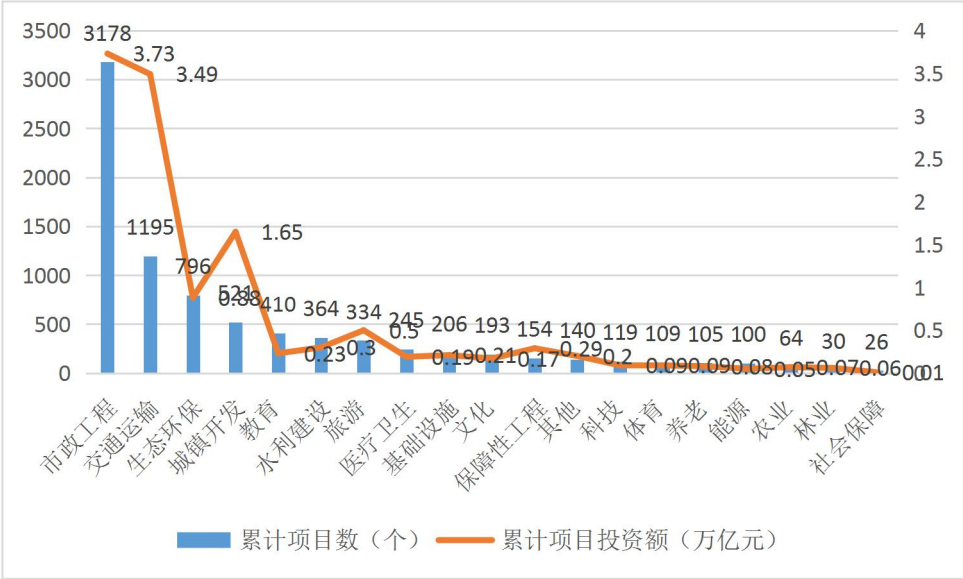


图 3-13 入库数量、项目投资额行业分布

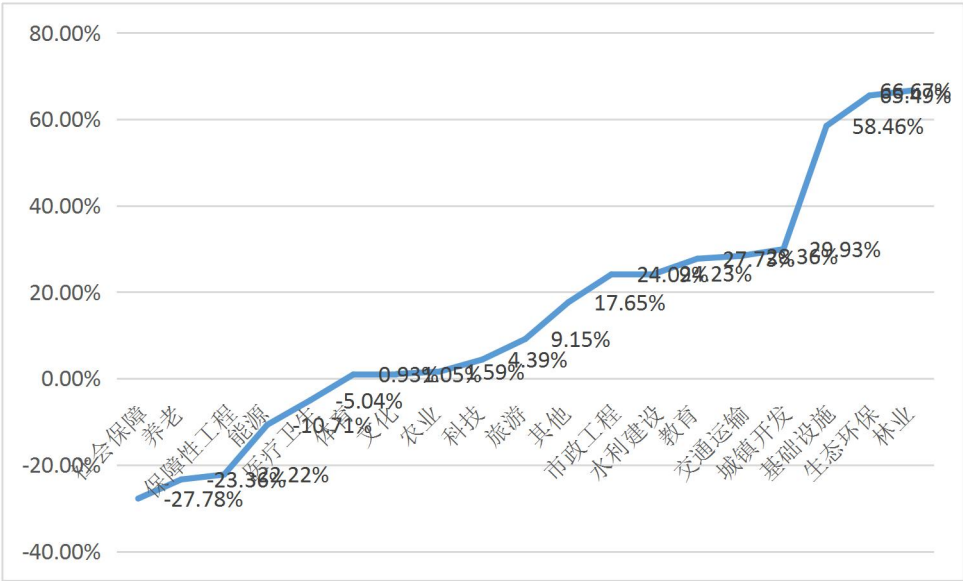


图 3-14 各行业项目数量同比增长率

行业的集中度很高。未来，在能源、社会保障等公共服务领域积极推进 PPP 模式的应用，逐步解决行业失衡问题。

3.3.4 PPP 项目的回报机制分布情况

目前，管理库 PPP 项目以可行性缺口补助为主，其次是政府付费类项目，使用者付费类型较少。具体情况如下图：

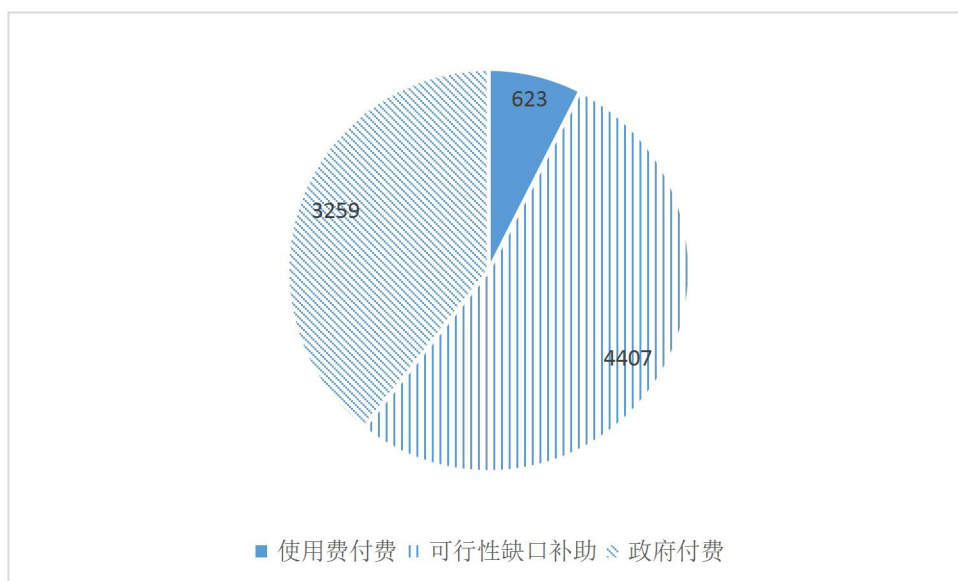


图 3-15 管理库项目数量按回报机制分布图

2018 年，三大回报机制呈现较大波动。可行性缺口补助项目稳步提升；政府付费项目呈先升后降的趋势；使用者付费项目呈整体快速下降趋势。

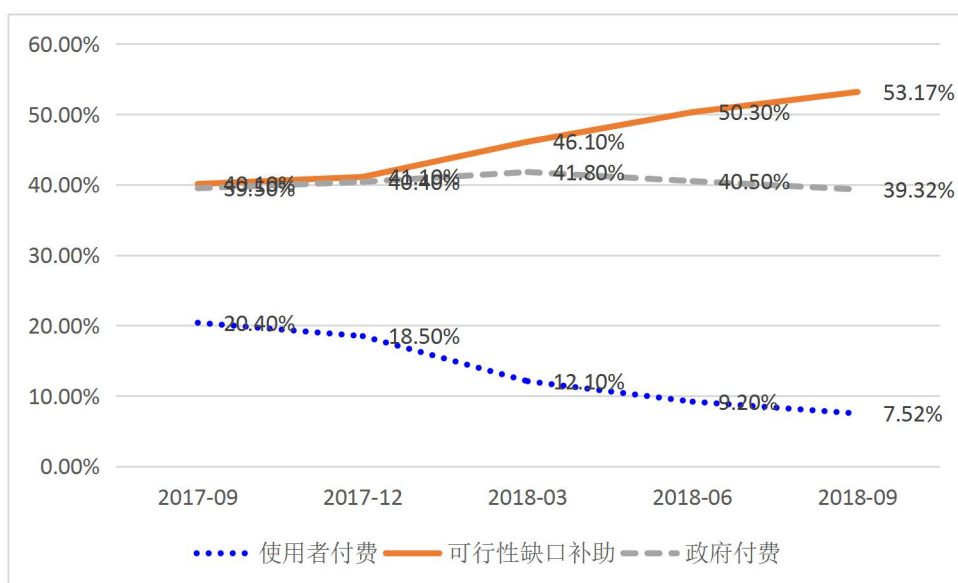


图 3-16 基于项目数量的三大回报机制趋势

项目回报机制主要集中在可行性缺口补贴项目上，用户付费项目过低。重点是:根据不同的行业属性和项目具体情况，灵活选择和合理设置 PPP 项目的回报机制。

### 3.3.5 PPP 项目社会资本情况

表 3.3 不同所有制社会资本 PPP 项目数量与投资额

时间	项目数量占比（%）		项目投资额占比（%）	
	国企占比	民企占比	国企占比	民企占比
2017-09	52.67	47.33	75.72	24.28
2017-12	53.5	46.5	75.58	24.42
2018-03	53.32	46.68	74.67	25.33
2018-06	53.29	46.71	74.44	25.56
2018-09	53.29	46.71	73.82	26.18

2018 年 9 月底，国有项目数量和投资均高于民营企业。同时，国有企业比重下降，民营企业比重略有上升。可见，未来民营企业在轻资产和 PPP 项目上仍有增长空间。同期，国有企业项目减少 50.91%，民营企业项目增加 35.34%。然而，国有企业仍然是 PPP 落地项目的主要推动者，民营企业对 PPP 项目的参与程度有待进一步提高。

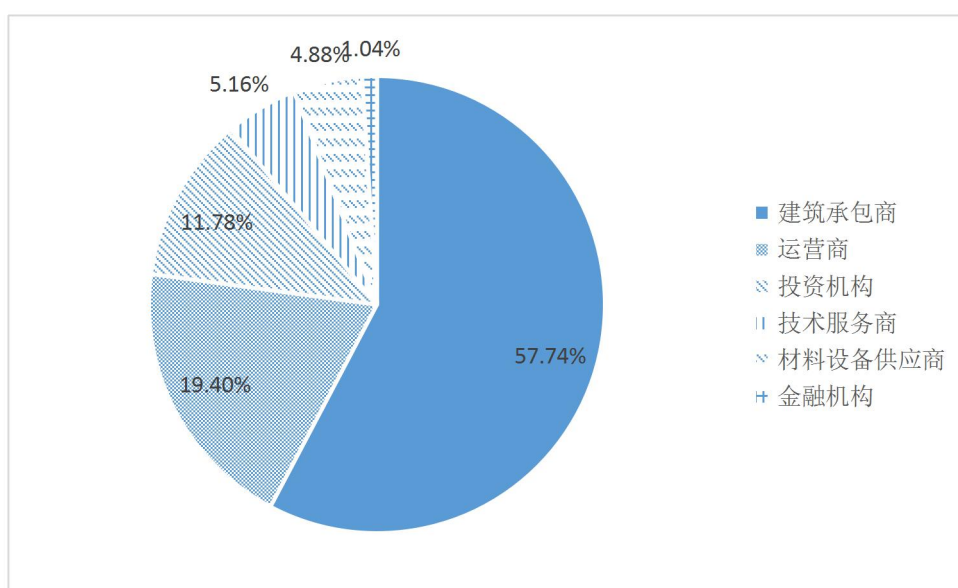


图 3-17 2018 年 9 月末项目社会资本类型分布

在社会资本层面，继续以政策法规为导向，积极鼓励社会资本参与 PPP 模式。鼓励专业投资经营机构和金融机构作为社会资本主体直接参与 PPP 项目，充分发挥经营管理优势。

### 3.3.6 存量 PPP 项目情况

2018 年 9 月末，存量项目数量 750 个，占比 6.01%。2018 年以来，存量项目数量及占比均呈下降趋势，且减少量逐渐减缓，但占比过低。

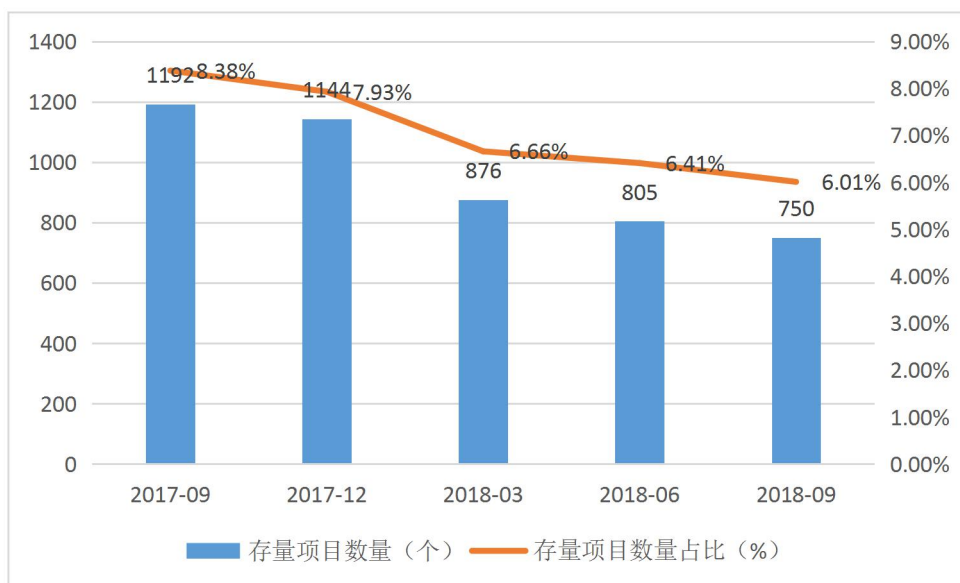


图 3-18 存量项目数量及占比情况

同期，存量项目投资额为 5229.76 亿元，占比 3.03%，与项目数量情况类似。

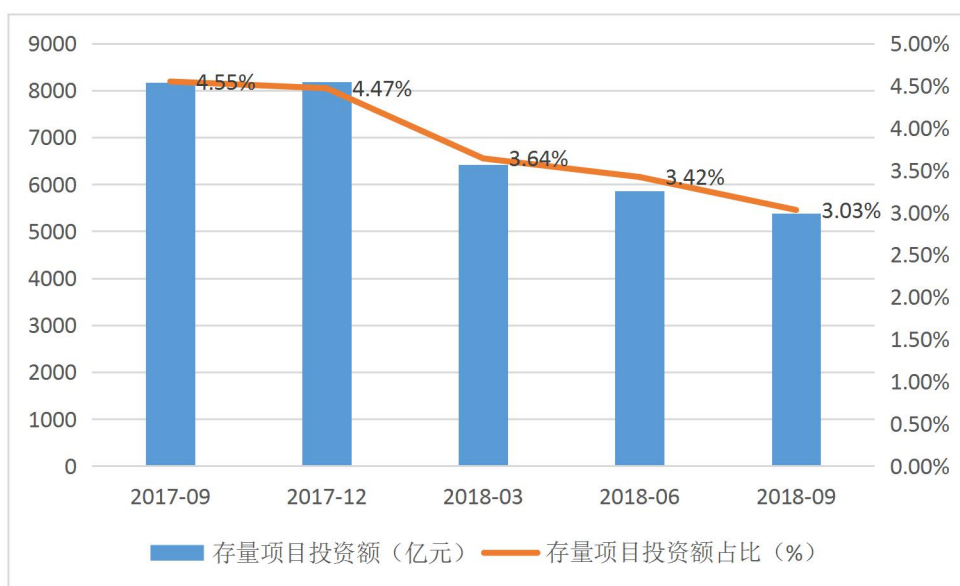


图 3-19 存量项目投资额及占比情况

存量项目规模呈下降趋势，并逐渐放缓，表明中国积极鼓励采用 PPP 模式，盘活存量资产。但由于比例仍然过低，现有项目 PPP 运营仍有较大的市场空间有待探索。

### 3.4 城投公司运用 PPP 模式当前困境

#### 3.4.1 PPP 项目整体运作时间有待优化

PPP 项目合规流程多，审批单位多，项目变更审批的所有环节都要严格按

照计划时间进行。但由于民间资本缺乏地方政府的各种资源，在城市规划、部门沟通等方面难以具备便利的优势，导致项目整体进展时间较长。

因此，地方政府应该带头建立组织。在法律合规的前提下，对相关审批环节进行优化并行。组织专题会议集中审查，迅速形成反馈意见，明确规范各环节工作流程，不断提高项目落地效率。

### **3.4.2 公益性项目普遍缺乏规划**

各地推进的 PPP 项目类型主要是市政基础设施项目和政府项目。然而，在医疗卫生、文化体育、环境卫生等公共服务领域，PPP 项目相对较少。从国家 PPP 整体运行定位来看，在后续 PPP 项目中，应在公益性产业中引入更多 PPP 模式，进一步考虑 PPP 产业的平衡与示范，使项目类型更加多元化、多元化。

### **3.4.3 政府融资成本限制与社会资本预期回报相冲突**

从利益的角度来看，地方政府关心的是如何在保证项目质量的前提下降低项目投资成本，如何用较少的资金来刺激大量的社会投资，缓解财政资本支出的压力。特别是在控制融资成本时，地方政府往往希望社会资本能够最好地找到政策性银行提供贷款，或者与商业银行对接的融资成本不高于基准利率；另一方面，社会资本参与 PPP 项目。其目的是实现企业投资经营的经济效益，获得经济效益。因此，政府的价值取向与社会资本之间存在冲突，需要平衡。

因此，地方政府需要优化合作伙伴，提高效率，降低成本。PPP 是一个全过程的合作。项目公司在施工过程中必须考虑未来的经营情况，尽量通过设计优化来降低施工成本。

### **3.4.4 合格候选社会资本较少**

PPP 项目的社会资本需要具备丰富的投融资、建设、管理和运营经验，需要具备综合能力，才能获得最佳的社会效益和经济效益。在供水厂、污水处理厂、生活垃圾处理设施、天然气等市场运营初期已推广的少数领域，国内生产的一批合格社会资本占据了较高的市场份额。然而，在轨道交通、市政管网、环境管理、海绵城市等领域，仍然缺乏具有综合能力的综合社会资本。

近年来，在 PPP 领域发挥主导作用的中央企业建设企业至少需要 5 年时间来培养和提高其融资能力和运营能力，这也是非常困难的。此外，虽然理论上

形成一个财团可以整合不同类型机构的能力，但由于财团的责任和利益分工，联合责任的法律定义，不稳定性，地方政府也有更多的担忧。财团本身和其他问题，所以挑战也很明显。

#### **3.4.5 优质项目缺乏**

目前，对于 PPP 来说，市场上高质量的项目太少，这将影响 PPP 的后期效果。经过长期投资建设，中国在能源、交通、水利、环保、农林、市政等重大项目中形成了一大批优质存量资产。因此,重要的是要发挥政府在 PPP 建设上的协调能力,重点培养高质量的项目,加快 PPP 模式的使用,规范有序的盘活基础设施存量资产,并积极引导社会资本到 PPP 投融资领域,形成一个良性循环。

### **3.5 城投公司运用 PPP 模式管理机制**

#### **3.5.1 PPP 流程管理**

##### **1. 财政部 PPP 管理流程**

2014 年 11 月 29 日，财政部正式发布《政府与社会资本合作模式运作指南（试行）》，在理论研究和政策分析的基础上，对 PPP 流程规范进行了标识，并进入实用阶段该项目。该文件从整个生命周期的角度将 PPP 项目划分为五个阶段，并针对 PPP 项目的运营步骤、交易结构、合同结构、监管结构等具体操作进行指导。因此，财政部 PPP 运作过程也被称为“519”过程，该过程可以划分为 5 各阶段，包括项目识别、项目准备、项目采购、项目执行以及项目移交等阶段。



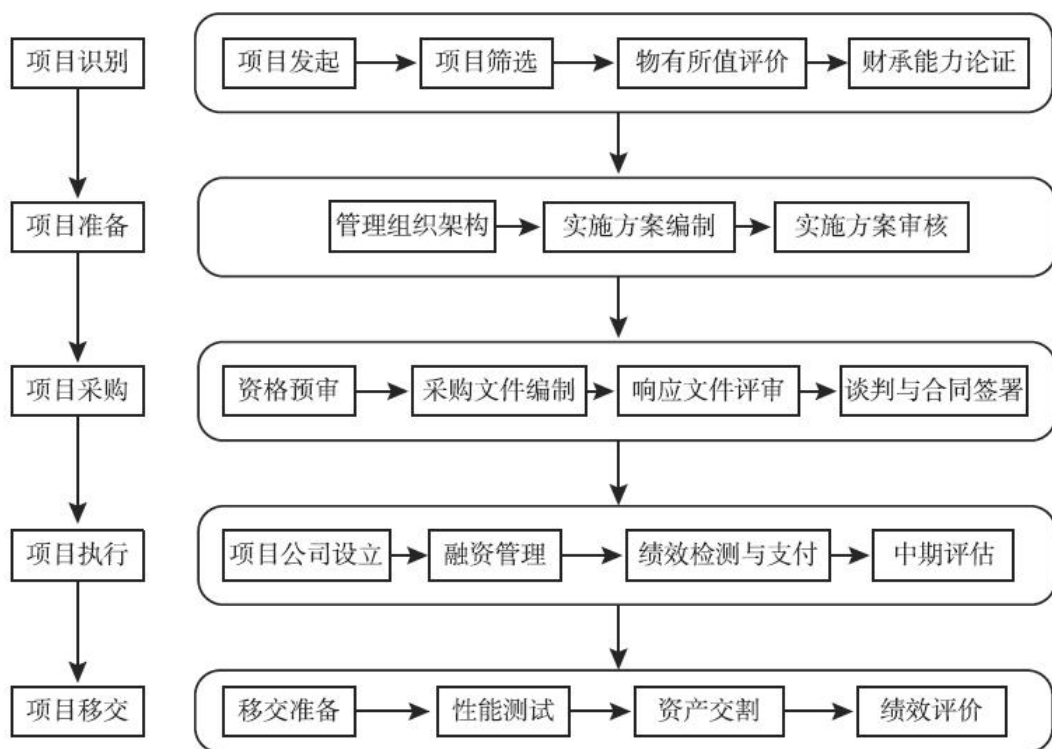


图 3-20 财政部 PPP 操作流程

## 2. 国家发改委 PPP 管理流程

2016 年国家发展和改革委员会，发布了《传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则》，进一步规范了传统基础设施项目运作过程中的政府和社会资本合作，并明确了政府和社会资本五种合作方式，PPP 模式的四个阶段已逐步规范运作程序：项目储备，项目评估选择，社会资本，项目执行。

规范化管理政府以及社会资本的合作项目，明确要求建立多阶段，多层次的 PPP 管理机制，如项目储备，项目选择，合作伙伴选择，合同管理，绩效评估和退出机制。

### 3.5.2 PPP 合规管理机制

#### 1. PPP 项目融资规范

PPP 项目融资的相关规定主要集中在政府借款的方面，《地方政府一般债务预算管理办法》和《地方政府专项债务预算管理办法》，将政府债务划分为一般公共预算管理和政府性基金预算管理。

2017 年 4 月 26 日财政部牵头联合国家发改委、司法部、人民银行、银监会与证监会六部委共同下发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，其

目的在于“牢牢守住不发生区域性系统性风险的底线”。这样一方面可以规范融资平台公司的融资行为管理，促进融资平台公司尽快向市场化的国有企业转型。另一方面，要规范地方政府通过 PPP 项目进行变相借贷行为，严禁地方政府利用 PPP、各类政府性投资基金等非法手段变相借贷。所有的非法借贷问题都将导致地方政府未来潜在的实际支出责任，PPP 项目中社会资本的担保或承诺可能导致隐性债务增量的形成。

地方政府及其所属部门除发行地方政府债券外，不得以任何方式举债。财政部和国土资源部发布了一份《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》，提出了特定的要求，允许地方政府发行特殊债券对土地储备的配额管理、预算编制、预算执行和决算，监督管理和职责分工。同时，各级地方政府不得以土地储备的名义向非土地储备机构贷款，不得以地方政府债券以外的方式借入土地储备债务，任何单位及个人均不得以任何形式的储备土地进行担保。

## 2. PPP 项目入库规范

对已入库的库存项目，以及过程不规范、无进展、结构不规范、采购过程不合理、发布信息不规范、不完整的项目，实行集中清理和报废。严格检查新建仓储项目，对近年来新建仓储项目在项目类别、项目性质、项目内容、项目前期工作、项目结构设计、项目绩效考核等方面存在的问题进行详细回顾，指出“不应采用 PPP 模式”。

我们将预防和控制地方政府的隐性债务风险，纠正 PPP 中的违规行为。有两种主要方法：绩效管理和融资管理。对于那些尚未建立与项目产出绩效相关的支付机制的项目，应当予以清理，并进一步要求在项目合作期间连续，顺利地支付政府支付或可行性缺口补贴。确定了项目建设成本参与绩效评估的 30% 红线，即与绩效考核结果实际挂钩的部分不得低于建设成本的 30%。但是，合同约定未能实施项目债务融资的违法融资项目违反了相关法律和政策，未能及时全额按时支付项目资金或以债务资本为资本也成为重点清算。

## 3. PPP 项目采购规范

对于 PPP 项目的采购，财政部进一步明确指出，政府与社会资本合作模式的实质是政府采购服务。因此，在财政部 113 号文件明确 PPP 模式管理流程的

同时，建议进一步加强对政府采购流程的监管。财政部正在积极探索适合 PPP 模式的政府采购方式，实现项目“物有所值”的价值导向方式。项目实施机构应当依照《中华人民共和国政府采购法》和有关规定，依法选择适合的项目合作方，在传统采购模式的基础上，根据 PPP 模式的特点，创造性地提出了竞争谈判的方法。

国家发改委将 PPP 项目划分为经营性项目、准经营性项目和非经营性项目。通过对经营性项目和准经营性项目提供特许经营权的方式，使用建设—运营—转让（BOT），建设—拥有一运营—移交（BOOT）（经营性项目）、建设—拥有一运营（BOO）（准经营性项目）等模式，而非经营性项目，可以借助政府购买的服务，采用建设—拥有一运营、委托运营等市场化模式推进。

#### 4. PPP 运营规范

PPP 项目的一个重要核心是通过评估社会资本的项目运行情况，促进社会资本的投入，提高公共服务的供给效率。然而，在目前 PPP 项目中，社会资本的主体是建设单位，其“运营”能力有限，或者“运营”责任直接转移。

依法签订合同，在经营过程中建立合理的投资回报机制，探索各种回报机制。在运营过程中，要对运营绩效进行全程监控，明确绩效考核结果，作为项目公司或社会资本获取项目回报的依据。

加强业务监督，根据经营业绩确定补贴。在选择社会资本时，要考虑运营需求，综合考察合理设定各种因素的资格条件，强调绩效考核，并指出另一个关键仓储标准是运营，明确没有运营内容的项目不会投入存储，表明政府承担的项目建设成本和运营成本应根据绩效考核结果进行，社会资本应从绩效考核的角度进行约束，以提高 PPP 项目的运作水平。在 PPP 项目识别过程中，“严厉杜绝盲目决策，坚决遏制短期行为”，“结合企业发展需要，不断提高 PPP 项目专业化运营管理能力，对于尚不具备专业化运营管理能力的企业，通过合资合作、引入专业化管理机构等措施，确保项目安全高效运营”。

### 3.5.3 PPP 市场管理机制

#### 1. 对央企的规范

在当前 PPP 市场中，无论是项目数量还是投资总额，中央企业仍然占据绝

对主导地位。据明树相关数据统计，截至 2017 年 12 月底，新项目全年规模达到 4 个。其中，仅中铁、中铁、交通、国家建设、电力、能源、冶金、化工等 8 家中央建设企业主导的 PPP 项目总投资超过 1.5 万亿元。目前，中央企业负债率普遍较高，中央企业参与 PPP 项目的资金大部分来自金融机构，存在一定风险。

今年金融工作会议以来，防控风险已成为金融工作的主旋律，纠正当前金融乱局，在监管层面落实“严格问责”已成为主题。192 号通知的发布也从这一目标出发，从加强集团管控、严格准入条件、严格规模控制、优化合作安排、规范会计核算、严肃问责六个方面加强了中央企业参与 PPP 的管理风险。通过“原则上累计对 PPP 项目的净投资，不得超过集团上一年度合并净资产的 50%”和“资产负债率高于 85%或过去两年连续亏损的子公司”不得单独投资 PPP 项目“。规定明确财务负担能力的界限，中央企业参与 PPP 业务实施全面控制。从量化的角度看，中央企业参与 PPP 项目为其戴上“紧箍咒”。

## 2.对国企的推动

第 113 号文规定，PPP 中的社会资本“不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业”，这限制了地方国有企业参与 PPP 项目。但 50 文明确提出“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”。第 50 号对当地城投公司和地方政府借款做出了严格规定。地方政府严禁使用 PPP，政府资助的各种投资基金，以及其他非法的变相举债方式。

地方国有企业通过跨越不同层次的投资和区域投资等多种参与本地路径突破 PPP 项目的局限，赢得了巨大的市场份额，根据数据树相关统计，2017 年本地化国有企业 PPP 项目中标数量已达 1596 个，占市场交易总数的 26.01%，中标规模总计 2399592 亿元，占市场总规模的 26.09%。

## 3.对民企的鼓励

进一步推进“配送服务”改革，不断优化经营环境。明确提出鼓励民间资本参与政府和社会资本合作项目，增加基础设施和公用事业的开放性，禁止排斥，限制或歧视私人资本，并为私营企业创造平等的竞争机会。支持高比例私人资本

股权的社会资本家参与 PPP 项目并调动私人资本的积极性。

明确为私人资本参与 PPP 项目创造良好的环境基本战略。首先，不断加大对基础设施部门的开放力度，不得以任何名义或任何形式限制私人资本参与 PPP 项目;二是减少民营企业参与 PPP 项目门槛，根据不同 PPP 项目的特点，采取多种方式支持民营资本参与。充分发挥民营企业创新和经营的优势;最后，增加参与 PPP 私营企业的财政补贴，严格履行政府承诺，履行合同，最终营造公平有序的营商环境，提高社会资本的参与度。

## **第四章 城投控股应用 PPP 模式分析**

### **4.1 城投控股基本情况**

#### **4.1.1 城投控股简介**

城投控股有限公司（“城投控股”）是一家国有控股的上市公司，主要从事房地产业务和投资业务。该市的前身是上海元水股份有限公司，于 1992 年 7 月改制为股份制公司。公司股票于 1993 年在上海证券交易所上市交易。

2008 年,通过定向增发股票,购买前的控股股东上海城市建设投资发展公司上海环境集团有限公司和城市投资控股(集团)有限公 100%的股权,从单一水业务的环境业务战略转型等多元化的企业房地产业务和投资业务。

2013 年，公司探索了混合所有制的发展模式，并将联想控股的子公司弘毅投资作为战略投资者。凭借战略投资者在国有企业改革中的经验，公司在商业模式，治理结构和制度机制等方面进一步推进了市场化改革。

2014 年，公司启动了一项史无前例的资产重组，此次换股吸收合并了上海阳晨投资有限公司(简称“阳晨 B 股”)。上海环境集团有限公司承购阳晨 B 股，成为独立上市公司。于 2017 年 3 月完成。

重组完成后，城投集团正努力成为一家核心业务突出，业务发展平衡，竞争力强的综合性上市公司。它将侧重于金融和房地产的主线，结合生产和整合，生产和整合，促进生产。对于发展模式，随着重组的机遇，转型发展已成为一个专注于城市基础设施投融资和城市更新综合发展的投资控股集团。

城市投资控股是一家集“政府投融资主体、重大项目建设主体、基础设施安

全运营主体”三项职能集中的大型复合产业集团。在道路桥梁建设、水务、环境治理以及房地产拓建四大板块上承担重要角色。在上海市的城市功能建设拓展和环境治理改善起了重要的作用。上海市政府为该重要的基础设施产业集团提供了大力财政支持。主要方法如下：上海市财政局为城市投资集团参与的具体项目分配项目资金;以偿还债务的形式转移到城市投资控股，以及时偿还城市基础设施项目的资金和利息;城市建设专项拨款。这些政府对城市投资控股转型的支持提供了一个重要前提。

#### **4.1.2 城投控股转型发展历程**

通过资产重组的形式，将城投控股有限公司、上海同盛投资有限公司以及上海国际港务集团有限公司三个主体重组为城投控股股份有限公司。2014 年 1 1 月以来，上述三家城市投资公司均进入资产重组状态，这是城市投资平台通过重组转型的典型案列。具体的转型和资产重组过程如下图所示:

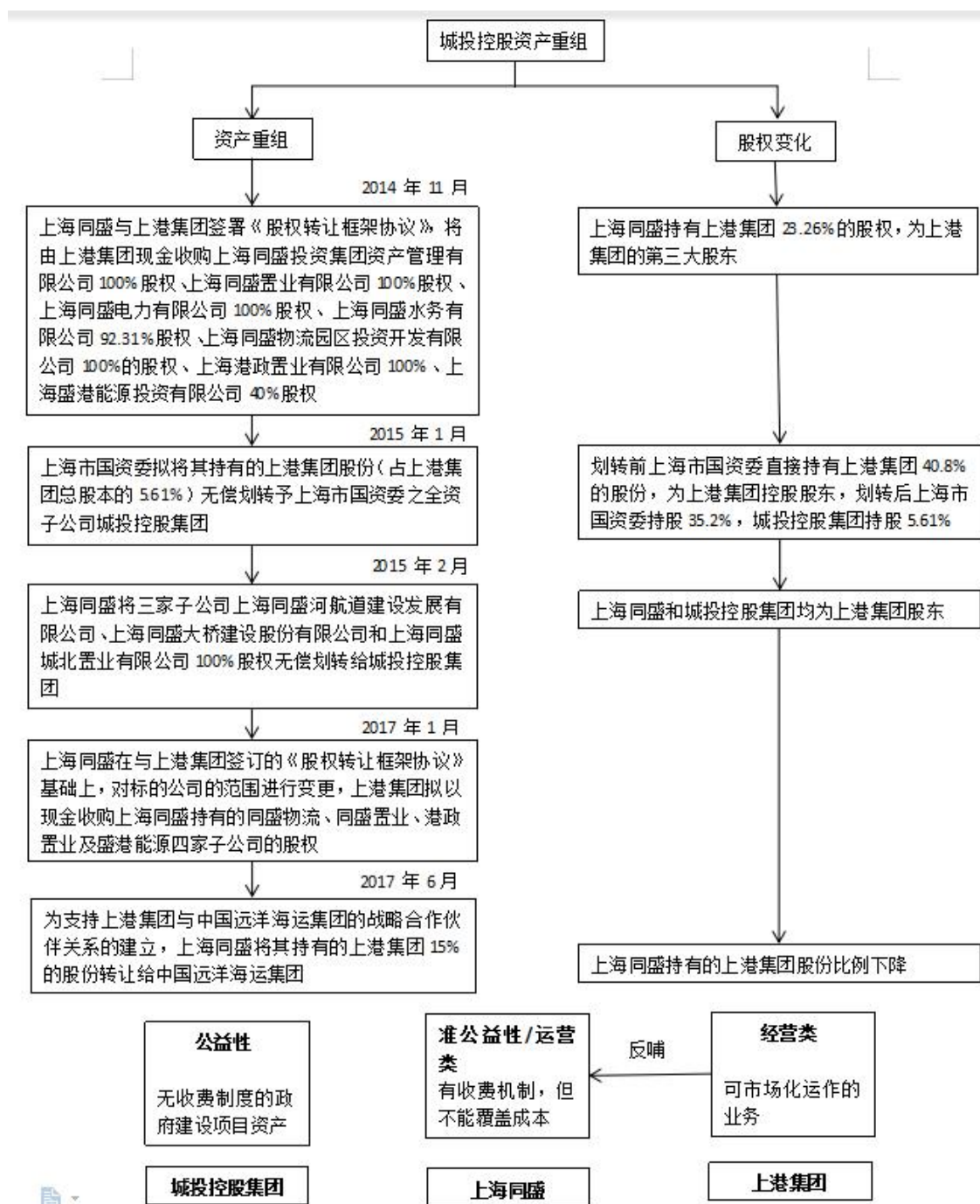


图 4-1 城投控股资产重组流程图

在此过程完成后，新成立的城投集团（集团）实现了股权集中，各业务部门的划分更加明确。通过资产的划分和分类管理，城投集团已经转变为多元化的企业集团，通过将企业经营的资产反哺公益性事业，实现了业务的可持续性和企业信用体系的建立。

#### （1）明确的战略定位转型

上海市的前身上海城市建设投资发展公司自成立以来，一直被定位为政府融资平台。1992年至2014年，为政府筹集建设资金4000多亿元，约占上海基础设施投资的4个百分点。公司体制改革后，城市投资控股的战略定位也相应调整，从以前的投融资主体、建设主体和运营主体向城市基础设施和公共服务整体解决方案提供者转变，不再定位为投融资主体。具体的发展思路是，城市投资控股主要集中在项目咨询、管理、运营、专业服务和金融服务的创新和探索，进而驱动新的商业模式，基于服务上海市的基础上，为规模不同、各个发展阶段以及各地区的城市提供基础设施建设和公共服务的宏观解决方案。

## （2）全面推进公司法人改革

上海城市建设投资开发总公司成立之初是注册为全民所有制企业的，违背现代公司治理的要求。在转型初期，城投集团积极开展公司法人改革，明确政府与公司产权的界限，有助于调整政府与企业的关系，促进公司内部以市场为导向的日常管理。

城投控股专注于“集团，市场和专业化”的整体转型和发展，并根据现代公司治理结构的要求，对母公司对子公司的控制模式进行诊断和重新设计，从而改善公司治理。不仅城投控本身采取总统和党委书记分开设置的模式，城投控股水务(集团)有限公司、城投控股公路投资(集团)有限公司、城投控股资产管理(集团)有限公司作为城投控股的全资子集团作为城投控股的(集团)的全资子公司，均按照现代企业制度的要求，在董事会领导下实行总经理负责制。

## （3）厘清母子公司和各业务板块的界限

上海城建投资开发公司资产规模大，涉及多个业务领域，内部组织关系复杂，给转型发展带来困难。为此，城市投资控股借母子公司转型发展的契机，对企业部门的界限进行了全面的明晰。

就母子公司而言，城市投资控股是投资者、一般战略制定者和资源支持平台，子集团和子公司主要负责出资、子战略的制定和实施以及日常运营平台。子集团和子公司的日常经营活动都是独立进行的。城市投资控股除委派董事、监事外，不涉及具体的经营活动。

在业务板块方面，城投控股也做了全面的澄清，明确专业子集团禁止专业



方向以外的一切经济活动，以减少集团内各子公司之间的不公平竞争。例如，城头控股公路投资(集团)有限公司不得参与城市市政设施、道路设施建设无关的投资、咨询和管理活动。此外，在环境领域内，将属于公益性业务的环卫、交通、清洁服务转移至上海环境实业有限公司，可市场化经营的垃圾焚烧业务转移至上海环境集团有限公司。

#### （4）分类制定转型发展策略

在转型发展过程中，城市投资控股对其资产进行分类管理，主要分为平台、运营和经营三大类。平台类主要是不存在收费机制的政府建设资产项目，运营类属于虽然具有收费机制但不能承担成本的公用事业资产，经营类别是市场化运作的资产。目前，城投控股的经营资产主要集中在两家上市公司，包括城投控股有限公司以及上海环境集团有限公司，而公益和项目资产集中在城市投资控股集团总部。

在细分的同时，城投控股也充分利用了不同类型资产之间的协同作用，从而提高了经济效益。例如城投控股资产管理(集团)有限公司不仅需要利用其在房地产租赁和战略投资方面的优势，还需要与其他行业协同发展。更重要的是，要用市场化的方法开发城投控股的资产经营业务，将城投控股内部的优势资源盘活以期实现经济效益的提高。

#### （5）优化考核标准和方式

城市投资控股在对企业和资产进行分类后，不仅可以明确审批各项财务指标，改变预算的软性约束状况，还可以为企业会计核算和绩效考核提供极大的便利，帮助企业更好地配置资源。例如，在资产划分为平台类，运营类和经营类别后，城市投资控股根据三类资产的特征采取不同的评估目标，平台主要评估项目管理机制以及投资的控制，运营主要评估效率提升和成本缩减，运营主要根据市场方法评估利润指标。在转型发展过程中，城市投资控股还根据发展战略，为优势或优秀企业分配资源，建立核心竞争力。

#### （6）积极推进混合所有制改革

城投控股还积极推动混合所有制改革，通过改变所有制结构优化内部公司治理，实现治理效率的提升。2013年2月，上海城市建设投资开发总公司宣布拟转让其持有的城投控股股份有限公司的298 752 352股份，占总股本的10%，

从而为后者引入战略投资者。2014 年 1 月，股权转让最终确定受让人为联想控股的子公司弘毅投资，后者成为城投控股有限公司的第二大股东。在此过程中，城投控股仍保持其控股地位，还与非国有投资者建立了战略伙伴关系。

## **4.2 城投控股 PPP 转型动因分析**

### **4.2.1 城投公司转型具有的优势**

作为政府经济建设的先锋，城市投资公司在积极参与城市基础设施建设和提供公共服务的过程中积累了不可替代的优势。通过深度耕作，城投公司通过提供长期服务，在商业聚集地积累了丰富的地方资源和人力资源，有利于其在该地区的深度开发和新的商机的探索。横向扩张，由城市投资公司在产业发展初期建立的商业地图，为其业务造血提供了开拓性的保障。例如，专注于特定领域和行业的城市投资公司在产业布局上具有先发优势。融资创新，是城市投资公司在剥离地方政府投融资平台作用的基础上，自身向市场化企业转型，通过将优质资产用于融资租赁，通过 ABS/TOT 等方式盘活现有资产，发行优质资产专项债券，通过银行贷款、第三方增信平台实现信用信托，或者通过上市、混业改制、结构性产业基金实现股权。开拓创新融资渠道。综上，城投公司具有先天的转型优势。

### **4.2.2 城投公司转型参与 PPP 项目的政策依据**

城投公司以社会资本方的身份参与 PPP 项目的合规性，在相关规范性文件中有所规定。《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）财金〔2014〕113 号》第二条指出“本指南所称社会资本是指已建立现代企业制度的境内外企业法人，但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。”

《PPP 项目合同指南（试行）财金〔2014〕156 号》文中“所称社会资本方是指与政府方签署 PPP 项目合同的社会资本或项目公司。本指南所称的社会资本是指依法设立且有效存续的具有法人资格的企业，包括民营企业、国有企业、外国企业和外商投资企业。但本级人民政府下属的政府融资平台公司及其控股的其他国有企业（上市公司除外）不得作为社会资本方参与本级政府辖区的 PPP 项目。”

《国务院办公厅转发财政部发展改革委人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》（国办发〔2015〕42 号）提出：“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。”

上述三文都对政府平台公司作为 PPP 项目的参与者做了详细规定。一般而言，城投公司实现市场化转型并且摆脱政府融资角色后便可以参与政府管辖的 PPP 项目。打破地域限制，在参与本地/本级政府的 PPP 项目的基础上，进一步参与地方管辖范围内的 PPP 项目是城市投资公司逐步深化转型后的更高目标。

### 4.2.3 城投公司转型 PPP 的类型分析

第一类属于轻资产企业，只具有投融资能力，在政府项目的投融资过程中只扮演平台的角色。这些企业可以在 PPP 项目中发挥政府资助的平台作用，但其运营能力并未得到显着提升。在参与 PPP 项目作为政府资助的平台的过程中，轻资产的城市投资企业不仅可以承担传统的融资责任，还可以承担项目公司的股份，对 PPP 项目进行内部控制，还可以使用他们自己的专业知识，以创新融资方法。例如城投控股集团旗下建银城投于 2017 年发起设立并管理规模为 30 亿的 PPP 基金，目的是提高公共财政的有效性，控制集团的财务风险，提高城市基础设施建设的法律参与度，确保 PPP 项目资金的合规性，确保国有资产的有效增值。它还有助于城市投资控股的转型和发展，提升集团的核心竞争力。

第二类城市投资企业具有一定的投融资能力和项目建设能力。在项目建设和管理方面具有突出的经验和基础。它可以作为 PPP 项目中的社会资本方，但仍需要依赖其他社会资本方。完成 PPP 项目运营和维护的权力。

第三类城市投资企业已经具备一定的企业规模、较强的投融资能力、项目建设能力和公用事业服务运维能力。这样的城市投资企业可以在 PPP 项目中独立承担社会资本，形成一个完整的区域运营生态系统。

第四类城市投资企业具有市场竞争力。他们可以在自己擅长的领域，在全国范围内开展业务，拓展业务地理版图，在全国范围内抓住行业机遇，推动 PPP 项目成为企业的主营业务。参与 PPP 项目是城市投资企业整合自身资源配置、提高经营能力的唯一选择。

城投集团的发展主要包含以下几个特征：首先，理顺了机制体制，构建起契约型政企关系，实现政企经营业务的分离。其次，针对存量债务问题，通过多元化途径分类解决，创新融资途径。第三，优化产业布局，提升造血功能，打造品牌优势，发掘经营机会。第四，发挥规模优势，整合当地资源，区域集团化集约化发展。在打通全生命周期的产业链的前提下，此类实力雄厚的城投集团便可以通过公开市场募集资金，立足当下，放眼全国市场，在细分行业中抢占先机，奠定行业地位。城市投资集团的发展主要包括以下几个方面：一是理顺机制和制度，构建政企契约关系，实现政企分开。其次，针对股票债务问题，通过多元化方式分类解决方案，创新融资方式。三是优化产业布局，增强造血功能，打造品牌优势，开拓商机。四是发挥规模优势，整合地方资源，区域集体化集约化发展。在开放整个生命周期产业链的前提下，这样强大的城市投资集团可以通过公开市场筹集资金，立足现状，面向全国市场，抓住分割行业的机遇，在行业中占据稳固的地位。

## **4.3 城投控主要股融资方式及 PPP 融资模式**

### **4.3.1 城投控股主要融资方式**

中央政府在 2010 年至 2017 年期间出台了一系列政策，明确了城市投资债务与地方债务的关系，因此对城市投资债务的监管也越来越严格。但是，城市投资平台承担的基础设施和公共服务项目的长期建设和运营责任在短时间内不能完全分离。因此，如何合法，合规地筹集资金已成为地方政府和城市投资平台的实际问题。

城投控股转型之前主要融资方式主要包括股权融资、债权融资、盘活存量资产三种。

#### **（1）股权融资**

城市投资控股通过上市、混业、产业基金等方式。城市投资控股公司将通过出售股份获得不需要偿还的资金。上市后，公司将继续通过增发股票筹集资金，银行贷款和公司债券的利息相对较低。城市投资控股通过引入部分民间资本进入市场转型。通过建立产业基金、城市投资控股有限公司,作为项目发起人,与社会资本携手参与股权投资形式的基础设施和公共服务项目的建设和运营，

从而缓解城投投资有限公司的财务压力。

## (2) 债权融资

城投控股主要通过银行贷款、发行债券、信托产品以及融资租赁方式进行融资。银行贷款是获得外部融资支持的最重要途径。中国土地金融的核心是以城市投资公司为平台，以土地为抵押，以政府信贷为隐性担保，为城镇化建设提供持续的金融支持。但不同的是，在政府投融资改革的过程中，担保模式逐渐从地方政府的隐性担保向市场化担保转变。

作为发行实体，城市投资控股公司公开发行人公司债券和中期票据。其主要业务大部分是当地基础设施建设或公益项目。发行的债券类型主要包括公司债券，企业债券，短期融资，中期债券和定向工具。

城市投资控股通过债权信托将各种合法拥有的债权委托给信托投资公司，信托公司通过对信托资产进行相关管理、使用以及处置，进以提升债权资产的价值以及高流动性。在融资租赁的背景下，由于地方债务监管的收紧，在剥离地方政府的隐性担保后，融资租赁公司伟诚投资平台的融资渠道越来越窄，通过这种方式融资的难度越来越大。

## (3) 盘活存量资产

城市投资控股公司所持有的资产作为国有企业的一种特殊类型，可分为经营性资产、准经营性资产和非经营性资产。资产证券化(ABS)和转移-操作-转移(TOT)是激活存量资产的两种方式。资产证券化是指将能够产生稳定现金流的资产打包出售，并经过结构化设计，在金融市场上发行具有固定收益流的有价证券。转让——经营——转让(TOT)将竣工项目一定期限内的产权和经营权转让给投资者，并对投资者的经营管理给予补偿;投资者在约定的期限内通过经营获得全部投资和合理收益，合同期满后返还城市投资控股的融资方式。

### 4.3.2 城投控股的 PPP 融资模式

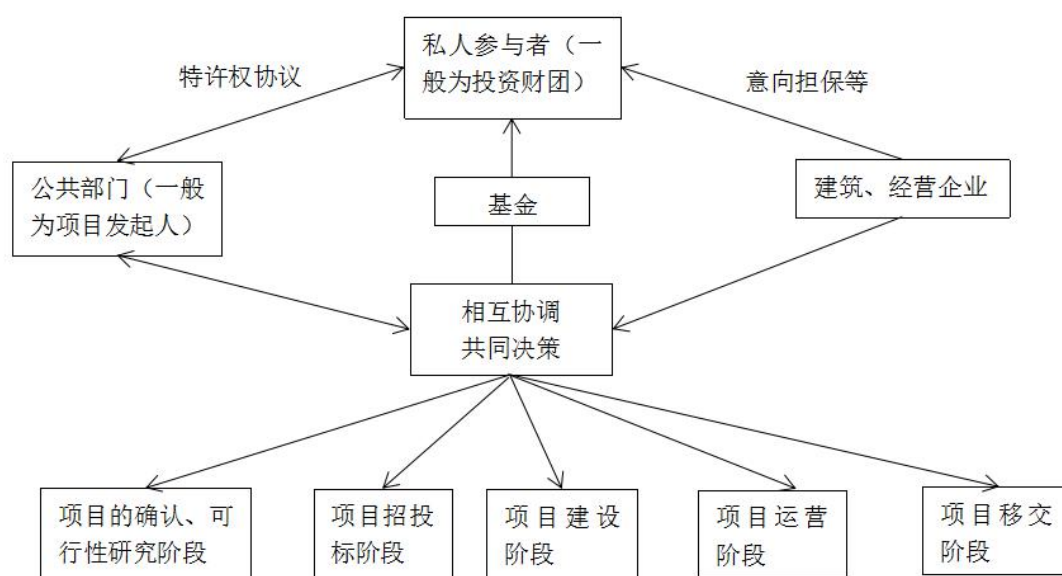


图 4-2 PPP 融资模式结构图

PPP 模式适用于交通（公路、铁路、机场、港口）、卫生（医院）、公共安全（监狱）、国防、教育（学校）、公共不动产管理等。PPP 模式有利于推动政府管理改革，政府可以实现融资风险转移；政府和私营企业权利的共享改变了传统政府与企业之间的关系；使民营企业能够参与早期阶段的项目，有助于将民营企业的现金技术以及管理经验充分运用。政府和民营企业参与项目建设和运营，可以实现互利合作的目标；他们打算尽快与私营企业联系并与政府联系，缩短招标投标时间；缺点是由于对于政府而言，很难确定合作公司，并且在合作中存在一定的责任，不仅加重了政府的风险复且同时使得组织形式更加复杂化，提升了管理协调的难度，对参与者的管理水平提出了更高的要求。

## 第五章 城投控股上海老港生活垃圾填埋场 PPP 案例分析

作为上海市唯一的生活垃圾集中处理场，老港城生活垃圾处理场集中处理 90% 以上的生活垃圾。上海废旧港口处置作为一个公共机构，已经有很长的历史。老港 1-3 期的垃圾处理技术极其简单，只能作为一个简单的垃圾填埋场运营。为维系其正常的运营开支，主要通过环卫局拨付的少量财政资金。每吨垃圾的处置费用定价为 10 元。3.3 平方公里老港生活垃圾处置场 1-3 期的填埋区每日

的垃圾处置能力位于 6000 吨到 7000 吨,然而实际的生活垃圾处置需求高达 9000 吨/日,每日实际处置垃圾的能力已经高达预期能力的 120%。老港生活垃圾处理场 1-3 期已经停运步入了土地休耕的状态。老港生活垃圾处置场进行四期工程扩建以解决未来十余年全市的生活垃圾处置。

## 5.1 上海老港生活垃圾填埋场 PPP 项目设计

### 5.1.1 项目投融资结构管理

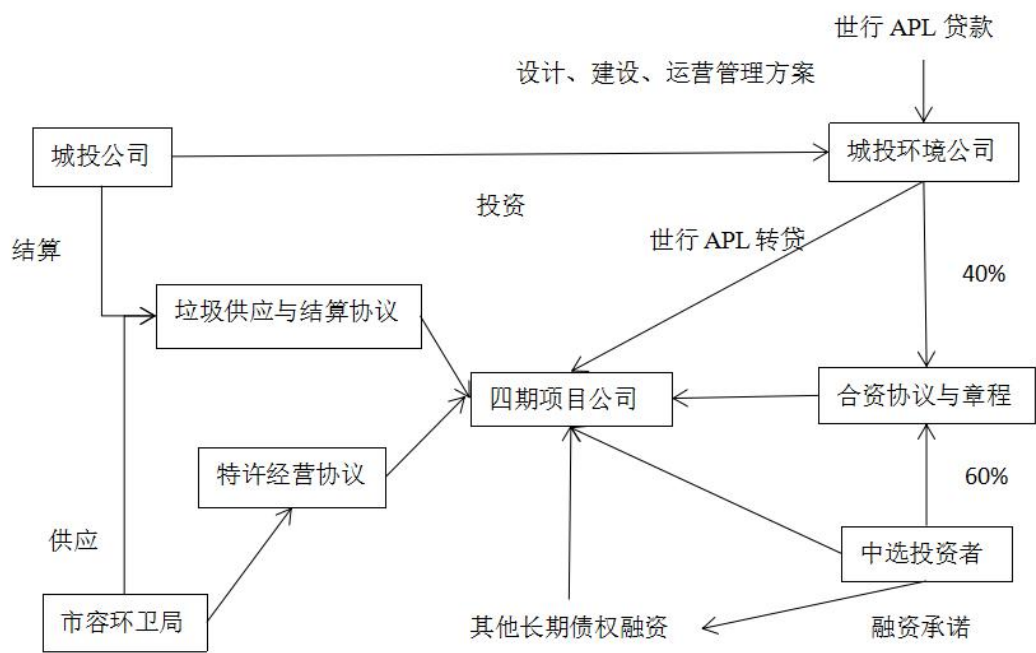


图 5-1 老港城 PPP 融资结构图

该项目主要通过世界银行 APL 贷款,最终招商结果是包括 ONYX、SITA、香港惠记等国际一流的固体废弃物处理行业专业投资运营商参与竞标,最终 ONIX 与中信泰富组成的联合体胜出,引进国内缺乏的国际先进技术建设特大型海滩滩涂生活垃圾卫生填埋场。项目占地 1500 亩,保底日供应量 3500 吨,设计库容 2000 万吨,设计日处理规模 4900 吨,最大日处理能力 8000 吨,建设期 2 年,设计运营期 18 年。2005 年 12 月 12 日正式投入运营,工程总投资 8.99 亿元,每吨生活垃圾处理费降低 40%,总库容为 8000 万吨,实际日处理规模超 9000 吨,运营期延长至 50 年;规划中的老港五期解决上海市 100 年内的生活垃圾最终处置难题。

该合资公司主要是由城投环境控股 40%, ONYX 与中信泰富组合的联合体

控股 30%。主要的职责范围包括投融资、建筑设计、建造运营以及日后维护老港生活垃圾卫生填埋场四期。协议约定特许经营期为 20 年，在特许经营期满后政府将收回该项目公司的所有资产。协议的参与方主要包括市容环卫局、城投控股以及项目公司，三方签订垃圾供应和结算协议，并且约定在垃圾收费机制尚未成功建设之前由城投控股支付相关的垃圾处置费用。

5.1.2 风险分配管理

表 5.1 老港城 PPP 项目风险分配

风险类型	政府	项目公司
设计、建设和不能如完工分风险		√
运营、维护和移交的风险		√
融资风险		√
垃圾供应的风险	√	
重要法律变更的风险	√	√
应急填埋的风险	√	√

(1)项目公司担负设计、建设以及无法如期完工的风险

项目公司通过设计具体工程实施方案，对整体项目的建设承担主要责任，包括全部的成本以及建设运营风险。项目公司通过缴纳 1000 万美金的业绩保证金以实现这一目的。

竣工上的延误责任也是由项目公司负责，自垃圾填埋场设计的商业运行日期到实际的竣工日期，项目公司每延误一天便需要向上海市市容换环卫局支付违约金。

(2)项目公司担负运营、维护以及移交的风险

在垃圾填埋场的质量保证以及质量控制上，项目公司应自始至终遵循谨慎的工作以及操作规范运营维护该填埋场。在最终交接之日，垃圾填埋场应当处于相对良好的运营状态以及质量高度的维护现状，在移交之日起 12 个月内，倘若在特许经营期内项目公司的材料质量、工艺技术、建设施工以及设计规划上出现缺陷，项目公司需要对填埋场造成的任何漏洞以及对环境造成损害的行为承担主要责任，为保证上述行为得到保障，中标者需要提交 500 万美金的维修



保证金。

### (3) 融资风险由各方股东分别担负

世界银行 APL 贷款以及商业贷款是该项目投融资结构最主要的两大组成部分。世界银行 APL 贷款作为一种信用贷款主要是世界银行向中国政府提供的应用于环境保护项目的专项贷款。因此，为保障还款的及时性，政府或政府控制的国有企业控制该项目的全部资产。城投环境（城投控股的子公司）作为转贷的主要负责人，同时上海市政府指定城投控股拥有其全部的项目资产（包括垃圾填埋场以及垃圾填埋场运营及构成所需的所有资产、设备以及设施），即使项目公司主要负责还本付息的工作，但实际上城投控股是承担项目贷款主要融资风险的责任主体。

协议规定，ONIX 以及中信泰富主要承担商业融资的风险，ONIX 通过招商银行渠道融资 1.5 亿元的循环信用贷款，通过该融资方式承担了主要的商业融资风险。在该项目的融资结构中，APL 贷款享有优先追索权，通过先行垫资再将贷款金额拨付过来。APL 贷款的偿还期限长达 15 年，城投环境通过转贷人的身份与合资企业签署《转贷协议》限制外资需要在 10 年还款，即 2016 年为截止日期。并且限制 ONIX 以及中信泰富通过质押股权方式获取贷款，同时规定外资母公司还需要为其担保，形成利益共同体。在此协议基础之上，建立了单独的“垃圾账号管理”以最大化降低风险，通过该账号，城投环境可以监控垃圾处置费用的流入及流出。综合上述安排，城投环境通过一揽子协议安排和设置有效地管理了融资上的风险。

### (4) 环卫局担负垃圾供应的风险，对垃圾保底运送量却承诺不足

每年 12 月 1 日，上海市环境卫生局需要对项目公司上交“垃圾投资三年期计划”和下一个经营年度的每月预计垃圾供应总量。在每月第一天前 10 天提交每月垃圾交付计划。原保证垃圾量 3500 吨/天，基本保证 4900 吨/天。根据上海日平均垃圾产生量和老港口一期至三期垃圾处置的具体情况，由于政府对保底垃圾运送量承诺上的不足，导致了建设规模的不确定性风险。报价可以随着政府承诺数量的增加而降低。

### (5) 双方共同承担重大法律变更风险

项目存续期间的任意三年内，若发生单相或多项法律变更导致项目公司需要增加等于或超过 50 万美金的投资资本，或任何一年内若发生单相或多项法律变更导致项目公司需要增加等于或超过 50 万人民币的经常性支出，该数字每年递增的增加额一旦经审计机构的认定，上海市市容环卫局则需要对项目公司提供足额的补偿或者通过给予附加费或有延长特许经营期进行补偿，或者将附加费和延长特许经营权有效期相结合的方式进行补偿。倘若影响是反向的，则需要对垃圾的价格进行调整或者对特许经营期限进行缩短处理。

#### (6)应急填埋的风险由双方承担

在下达应急填埋指令后，项目公司首次按照上海市环境卫生局报告的运行计划中的“紧急填埋计划”，应当及时准备接纳和处置应急生活垃圾。卫生局批准后予以对项目公司发生的合理费用进行补偿。

在管理风险的角度上，要坚持“风险管理能力最强的一方承担相应的风险”的基本分配原则，在融资风险的设计和分配上需要进一步提高政府约定的风险。

### 5.1.3 监督机制管理

实施三个层次的监管:政府监管、中介监管和项目公司监管。

环境卫生局废物管理办公室遵循卫生局的委托，对上海老港生活垃圾处置项目随机进行现场抽查和监督管理，主要范围包括废物量、填埋的面积、填埋时间以及压实密度高低。

在计量方面的监督管理主要是由独立的第三方机构进行。

此外亦应符合谨慎工程和运营惯例。此外，项目公司应当通过对垃圾填埋作业的监测。压实密度的监测以及沉淀参数的测算，保证垃圾填埋场保持高度良好的运行性能。此外，协调委员会应随时确保填埋场的营运达到中国法律法规对安全技术协调的标准。以及上海市环境的运行参数和要求，并且符合审慎的工程和操作实践惯例。

项目公司的财务监督应当将其经审计的年度财务报表提交卫生局;季度现金收支表;关于项目公司财务状况的其他信息。

项目公司在环境监理方面，应遵守特许经营协议、政府部门已经颁布的法

律、法规和法令的要求，以及中国现行法规对环境保护的要求，维护场地(包括土壤、地下水或地表水、空气)及周边地区的环境。

**5.1.4 支付机制管理**

在正式的商业运营中，不同的价格体系下，实际月平均填埋量(3500-7700t)与 76-60 元不等。单价随着月平均填埋量的增加而降低，并且制定了价格调整模式。第一，垃圾处理价格主要根据综合价格指数进行调整。第二，废物处理费调整要随着优惠政策的变化进行调整。第三，项目公司有权与卫生局协商，如果有必要增加或改善设施和设备，增加投资，并调整垃圾处理价格，因为垃圾填埋场的持续运行超出额定日产能。若出现违约行为，则相应地从履约担保金中扣除。综上，支付机制某些程度上保证了项目的收益率，但是在绩效以及激励作用上还需要强化。

**5.2 上海老港生活垃圾填埋场 PPP 管理机制结果分析**

**5.2.1 财务评价**

评估计入地方和国家补贴的 30%，划分为融资部门，总投资为 11317.55 万元。项目计算周期为 11 年，其中建设 1 年(2011 年)，生产经营 10 年(2012-2021 年)。其中，融资按项目投资的 70%计算，贷款利率按 7.05%计算。财务评价以现行价格体系为基础。

(1) 财务分析报表

项目财务评价编制的财务分析报表包括现金流量表，损益表和债务偿还以及利息计算报表。现金流量表反映了项目在整个计算期间（包括建设期和生产经营期）的现金流入和流出情况，以分析项目的财务盈利能力。损益表反映了项目期间每年的利润总额，所得税和税后利润的分布。贷款偿还本金和利息的计算表反映了项目计算期间每年的本金和利息的偿还和偿还。

(2) 财务评价主要指标

财务收支状况，汇列于下表：

表 5.2 财务收支状况 单位：万元

序号	项目名称	收支费用
一	财务收入	22487

	计算期内排污费收入	22487
二	财务支出	
1	固定资产投资（含投资方向调节税）	10999.83
2	经营成本	6174
3	税金	1237
4	利息支出	2102.72
	其中：建设期利息	271.42
	财务支出合计	20513.55
三	财务利益	1973.45

根据财务评价基本计算报表计算出的主要财务指标如下：

表 5.3 主要财务指标

序号	项目名称	全部投资
1	内部收益率（FIRR）	5.55%
2	财务净现值（4%）万元	824
3	税后投资回收年限（自建设期算起）	9.76

#### （1）敏感性分析

根据项目特点，敏感性分析中可能发生变化的主要因素是项目投资和排污费价格，其可能变化范围为+10%和-20%。

工程投资和排污费价格发生变化时对财务内部收益率的影响示于表。

表 5.4 敏感性分析

不确定因素变化率	全部投资	
	工程投资变化(%)	排污费价格变化(%)
-20.00%	9.97	0.56
-10.00%	7.57	3.36
0.00%	5.55	5.55
10.00%	3.82	7.42
20.00%	2.32	9.23

从财务评价的角度来看，财务内部收益率高于行业基准收益率，投资回收期低于行业基准投资回收期，贷款还款期能够满足贷款银行的要求。从不确定性因素分析，该项目具有一定的抗风险能力。

### **5.2.2 工程效益分析**

项目作为城市基础设施，以服务社会为主要目的，既是生产部门不可缺少的生产条件，也是居民生活的必要条件。对国民经济的贡献主要表现为外部性。除了一些经济的效益是可以定量计算的。其中大部分是社会福利，很难用金钱来量化。因此，应该从制度的角度，结合人民生活水平的提高、健康状况的改善和工农业生产的加快发展，对该项目的效益进行评价。

本工程的国民经济效益主要可变现为以下方面：

1、随着城市的发展和城市污水排放的增加，该项目对改善该区域的排水和促进城市的发展具有重要的影响。

2、要建立良好的投资环境，排污是先决条件。项目建成后，老港将对国内外投资者更具吸引力。

3、项目建成后，水体水质得到改善，有利于居民的健康。

在综合财务评价和国民经济效益分析的基础上，如果污水排放价格设定在 27.20 元/吨，企业将在财务上实现收支平衡。如果排放价格定在 29.34 元/吨，企业财务收入将达到 824 万元。由于日常运营成本比较大，成本相对较高，而目前的污水排放价格相对较低。因此，合理调整污水排放费可以改变人们对水价低的看法，建议政府提供政策和资金支持。如果污水处理价格定位在 29.34 元/吨，10 元以内就可以收回。根据经济评价标准，项目的选择应以国民经济评价为依据。项目的国民经济评价具有显著的效果，因此项目在经济上是可行的。

## **5.3 城投控股 PPP 转型经济后果分析**

城市投资控股公司在上海基础设施领域占有重要地位。上海财政在政策和资金方面给予了大力支持，并不断获得与城市建设相关的各种专项拨款。2017 年，上海市政府对上海城投拨付的各项政府性资金共计 259 亿元。2017 年，公司偿还 29.15 亿元地方政府债务。截止 2017 年末，公司总债务规模进一步下降

至 566.50 亿元，总资本化比率进一步下降至 18.46%，并且通过大规模推行 PPP 融资模式，相较以前年度，公司偿债能力进一步缓解，且债务到期期限分布较为分散，偿债压力可控。

### 5.3.1 盈利能力分析

表 5.5 2015-2017 年公司主要数据指标

上海城投	2015	2016	2017
总资产（亿元）	4,766.61	5,151.76	5,475.83
所有者权益合计（亿元）	2,216.30	2,370.11	2,501.94
总负债（亿元）	2,550.30	2,781.66	2,973.89
总债务（亿元）	1,032.56	680.48	566.50
营业总收入（亿元）	219.86	239.05	224.03
经营性业务利润（亿元）	-5.79	9.74	13.43
净利润（亿元）	38.05	28.99	41.93
EBIT（亿元）	75.26	55.07	69.67
EBITDA(亿元)	108.68	88.44	105.78
经营活动净现金流（亿元）	61.86	43.80	36.92
收现比（X）	1.01	1.01	1.20
总资产收益率（%）	1.74	1.11	1.31
营业毛利率（%）	20.60	25.29	23.79
应收类款项/总资产（%）	2.76	2.60	3.34
资产负债率（%）	53.30	53.99	54.31
总资本化比率（%）	31.78	22.31	18.46
总债务/EBITDA（X）	9.50	7.69	5.36
EBITDA 利息倍数（X）	1.66	3.36	4.27

表 5.6 2015-2017 年公司各业务板块营业收入和净利润情况

	2015	2016	2017
--	------	------	------

项目	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
水务板块	94.16	-8.53	94.44	1.53	101.56	4.24
环境板块	44.97	4.22	52.68	6.17	54.76	6.85
置业板块	72.50	4.14	76.51	3.17	43.80	-0.18
路桥板块	13.97	-3.77	20.39	-3.60	28.00	-0.41

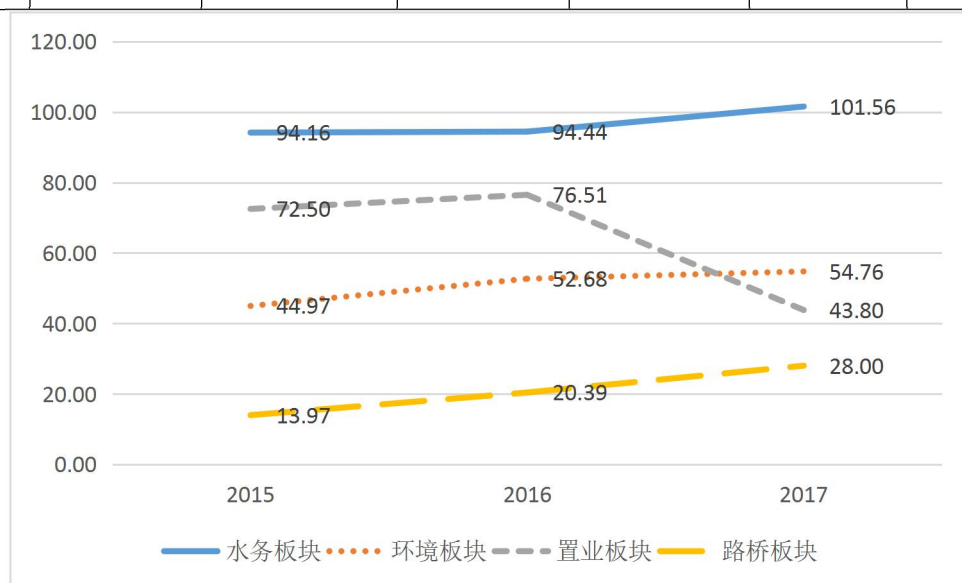


图 5-2 2015-2017 年公司各业务板块营业收入变化趋势

2017 年，公司实现营业总收入 224.03 亿元，较上年小幅下降。从结构上看，水务板块、环境板块及路桥板块收入稳定增长，而置业板块由于当年新开盘量较少、销售量及结转收入较少导致确认收入明显下滑。从各板块的创利能力来看，公司水务板块创利能力大幅提升，实现净利润 4.24 亿元，主要系水务集团排水公司实现政府采购后扭亏增加利润 1.20 亿元；环境板块净利润小幅增加；置业板块净利润大幅下降，亏损 0.18 亿元，主要由于房地产销售量及收入大幅下降且上海中心项目建成投入运营增加财务费用及折旧费用侵蚀利润所致；路桥板块虽仍有小幅亏损，但亏损额度较上年大幅减少。毛利率方面，2017

年公司营业毛利率为 23.79%，较 2016 年略有下降。

表 5.7 2015-2017 年公司期间费用分析

项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	6.07	7.26	6.51
管理费用（亿元）	12.23	14.93	15.53
财务费用（亿元）	24.47	16.49	17.18
三费合计（亿元）	42.77	38.68	39.22
营业总收入（亿元）	219.86	239.05	224.03
三费收入占比	19.45	16.18	17.51

2017 年，公司在此期间的总开支为 39.22 亿元，略高于 2016 年。此外，公司 2017 年营业总收入略低，三项费用占公司收入的比例增至 17.51%。公司在此期间控制费用的能力并不好。

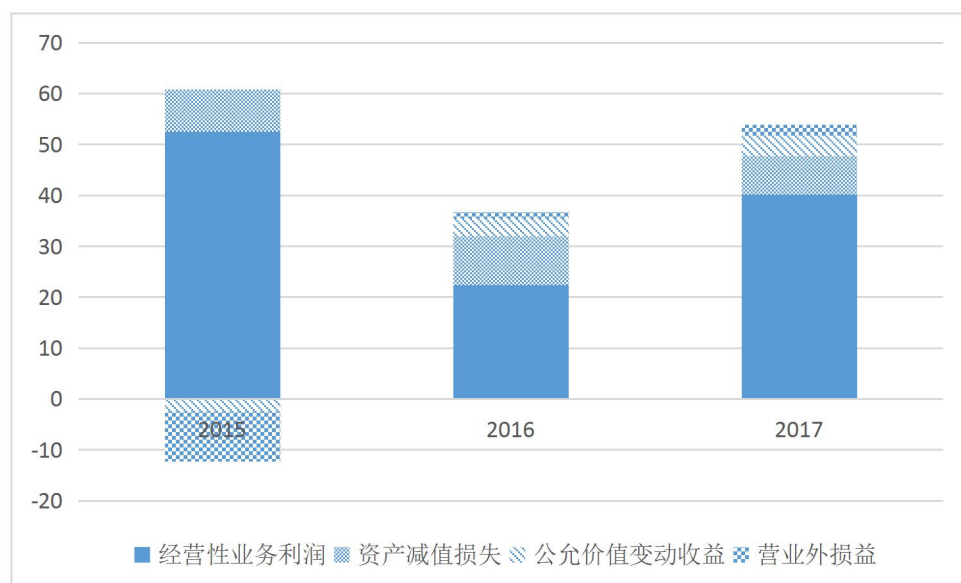


图 5-3 2015-2017 年公司利润总额构成

从利润总额来看，2017 年公司利润总额为 49.41 亿元，比上年增长 30.47%。从总利润构成来看，2017 年公司经营业务利润达到 13.43 亿元，比上年增长 37.87%，主要原因是会计政策变化，政府补贴与日常活动有关该公司被列入“其他收入”。由于受试者，2017 年，该公司的其他收入为 4.79 亿。此外，2017 年公司实现投资收益 35.17 亿元，同比增长 48.83%。2017 年公司投资收益实现的主要包括：从长期股权投资取得的投资收益 10.84 亿元，主要来自光明食品有



限公司, 有限公司, 上海新江湾城投资发展有限公司和西部证券有限公司, 金额为 8.01 亿元, 分别为 1.06 亿元和 1.11 亿元; 处置长期股权投资和可供金融资产获得的投资收益分别为 7.42 亿元和 4.55 亿元, 主要原因是公司持有的西方证券, 中国光大银行和其他金融资产减少。

一般来说, 在 2017 年, 该公司的总收入略有下降, 但主要业务没有排除房地产行业, 盈利能力一直保持持续增长, 运营业务利润显著增加, 但利润总额仍主要依赖于投资收入, 公司的盈利能力受投资收益的影响。

### 5.3.2 偿债能力分析

表 5.8 2015-2017 年公司偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017
短期债务 (亿元)	89.77	68.92	82.52
总债务 (亿元)	1,032.56	680.48	566.50
经营活动净现金流 (亿元)	61.86	43.80	36.92
EBITDA(亿元)	108.68	88.44	105.78
总债务/EBITDA (X)	9.50	7.69	5.36
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.06	0.06	0.07
EBITDA 利息倍数 (X)	1.66	3.36	4.27
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	0.95	1.67	1.49
资产负债率 (%)	53.30	53.99	54.31
总资本化比率 (%)	31.78	22.31	18.46

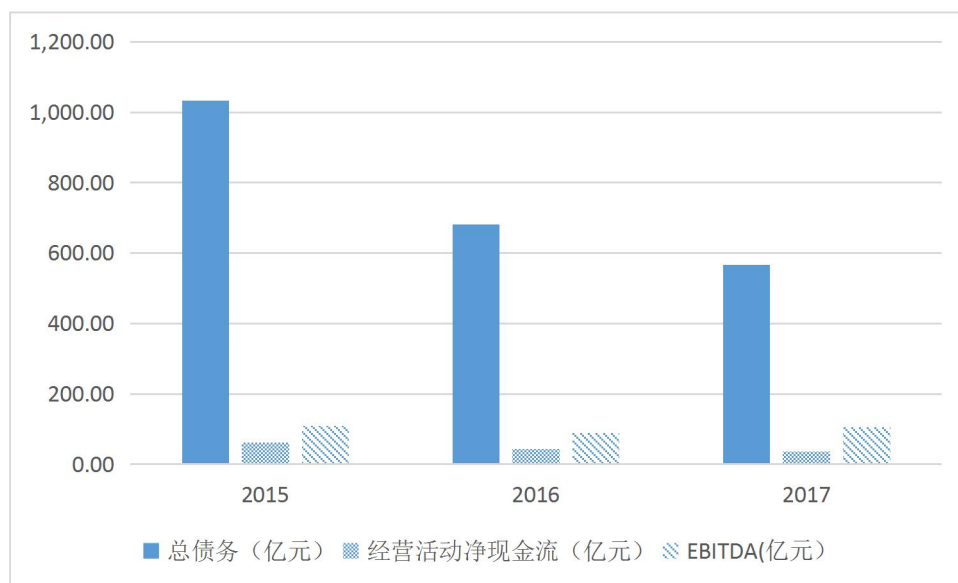


图 5-4 2015-2017 年公司偿债能力指标变化趋势

近年来，随着上海城市建设的不断推进，公司业务规模不断扩大，资产权益规模保持稳定增长。截至 2017 年底，公司总资产 5475.83 亿元，比上年增长 6.29%。所有者权益 250.194 亿元，比上年增长 5.56%。总债务降至 566.5 亿元，进一步减轻了公司的债务压力。

2017 年，公司经营活动现金净流量为 36.92 亿元。公司的水务和环保部门有较强的经营现金能力，现金收付比(销售商品和服务获得的现金/业务收入)为 1.2 倍，这是比较好的，但公司购买商品和接受服务。现金支出比上年增加，经营活动现金净流量比上年减少。2017 年，公司投资活动净现金流-1866.5 亿元，筹资活动净现金流 133.26 亿元。从公司各项偿债能力指标来看，2017 年，由于 EBITDA 的增长和公司总债务规模的持续下降，EBITDA 的偿债能力和利息支付能力有所提高，债务总额/ EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 5.36 倍和 4.27 倍。2017 年，公司经营活动净现金流量同比下降。但是，由于债务总额迅速下降，债务总额方面由经营活动产生的现金流量净额略有涨幅。经营活动现金流量净额/负债总额为 0.07。虽然是原来的两倍，但利息支付能力却有所减弱，而经营活动的净现金流利息覆盖率为 1.49 倍。

在债务到期分配方面，截至 2017 年底，公司的短期债务为 82.52 元，于 2018 年偿还;公司 2019-2021 年度债务为 83.36 亿元，53.99 亿元和 101.89 亿元，公司债务期限分布较为分散。此外，公司有足够的储备资金，还款压力可控。

在政府债务转换方面，公司在 2017 年偿还了 29.15 亿元地方政府债务，地方政府债务清偿大大降低了公司的债务压力。

表 5.9 截止 2017 年末公司资产受限情况（亿元）

受限资产科目	受限账面价值
货币资金	0.11
应收账款	2.35
存货	42.04
可供出售金融资产	4.67
长期应收款	65.46
一年内到期的长期应收款	1.06
投资性房地产	101.26
固定资产	15.88
无形资产	32.31
合计	265.04

限制资产方面，截至 2017 年底，公司有限所有权资产账面价值 265.04 亿元，占总资产的 4.84%，限制原因包括抵质押、保证金、未办理产权等。

从银行信贷方面看，截至 2017 年底，合并后公司共获得商业银行信贷 4275.00 亿元，其中未使用余额 3,995.73 亿元，储备流动性充足。

在过去五年中，由于需要固定资产更新和扩张，公司采用了长期负债和股权融资相结合的方式，但长期负债的比例很小。一般而言，企业融资最重要的渠道是股权融资，但股权融资远高于债务融资，很容易产生控制权的稀释。通过 PPP 项目融资，SPV 项目公司的组成可以释放城市投资公司的融资压力。并提高公司的偿付能力。

### 5.3.3 营运能力分析

表 5.10 城投控股营运能力指标

运营能力指标	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31	2014/12/31
总资产周转率(次)	0.08	0.21	0.19	0.13

应收账款周转天数 (天)	12.77	10.35	13.52	13.09
存货周转天数(天)	2748.34	835.87	1091.62	2051.77

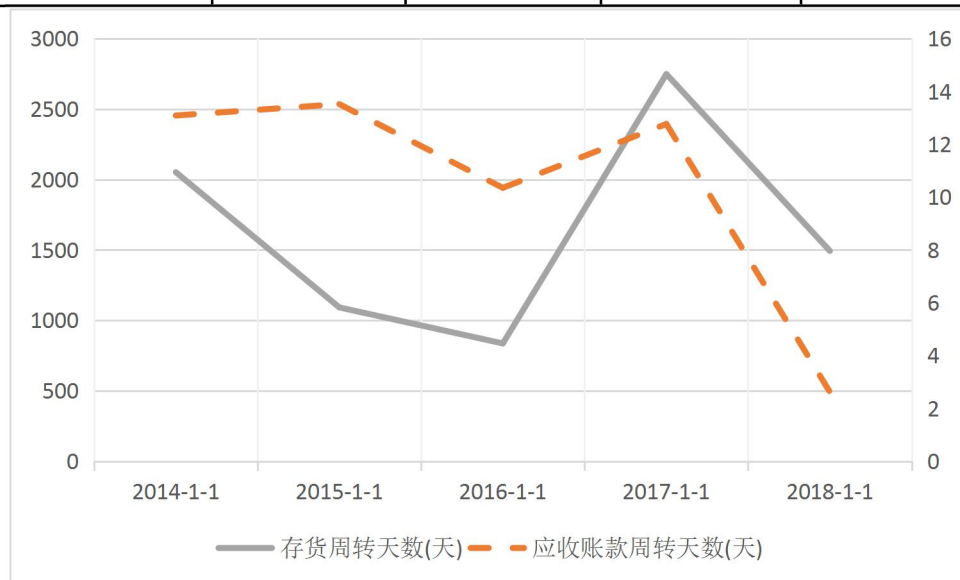


图 5-5 2014-2017 营运能力指标变化趋势

从资产流动性的角度来看，公司的存货周转天数和应收账款周转天数在 2014 -2016 年稳步下降。在 2016-2017 年，由于股权互换方式，阳晨 B 股的存货周转天数合并突然增加。应收账款和应付账款的应付期总额增长速度过快，企业资金压力很大，导致经营资金链紧张。合并上市后城投控股大力推行 PPP 项目融资，2017 年应收账款周转天数迅速下降至较低水平，可以推断应收账款的质量有所改善，该年应收账款发生坏账的可能性较小。

## 5.4 城投行业 PPP 转型财务分析

### 5.4.1 债务负担分析

城投企业的债务负担继续增加，但债务增长率显著下降，债务期限结构变得更加长期。与此同时，区域债务水平划分更加明显。除经济发展外，陕西，广西，山西等地区投资企业的债务负担较重。

从负债率看，2014-2016 年末，城投类企业资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率呈现逐年上升态势，截至 2017 年末分别为 54.26%、42.22%、37.63%，截至 2018 年末，以上指标分别提高至 56.88%、43.89%、38.72%，

城投类企业债务负担持续加重。从债务比率的角度来看,在 2014 年- 2016 年的资产负债率、总债务资本比率,和城市投资公司长期债务资本比率表现出逐年上升趋势,2017 年底达到了 54.26%, 42.22%, 和 37.63%。上述指标截至 2018 年底分别增长到 56.88%、43.89%和 38.72%, 城投类企业债务负担继续增加。

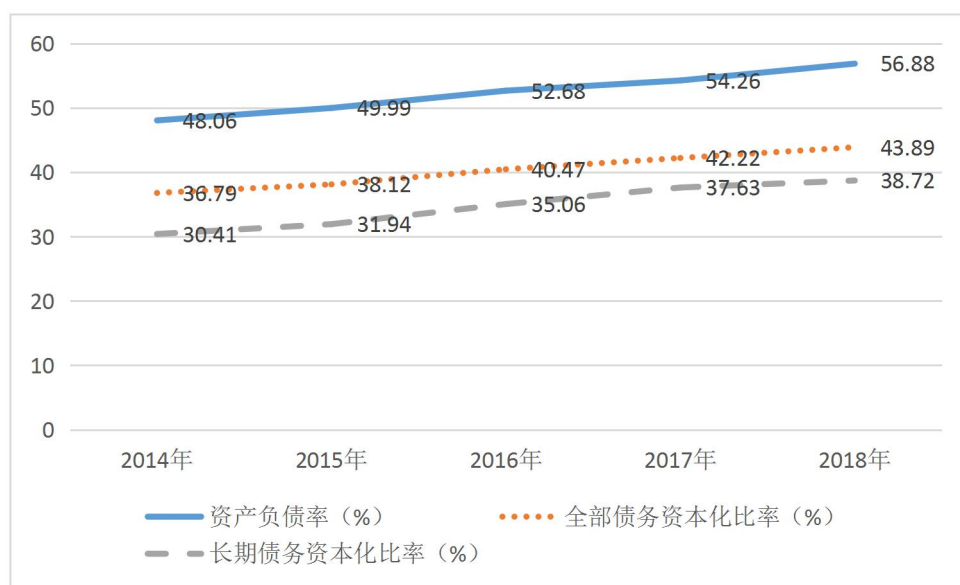


图 5-6 2014 年以来城投类企业债务指标走势

债务规模方面,截至 2017 年末,城镇投资企业债务余额 30.15 万亿元,比上年末增长 6.46%。债务增长率与年初相比大幅下降;自 2014 年以来,城市投资企业的期限结构一直是长期的。更为明显的是,短期债务比例持续下降,截至 2018 年底达到 13.51%。

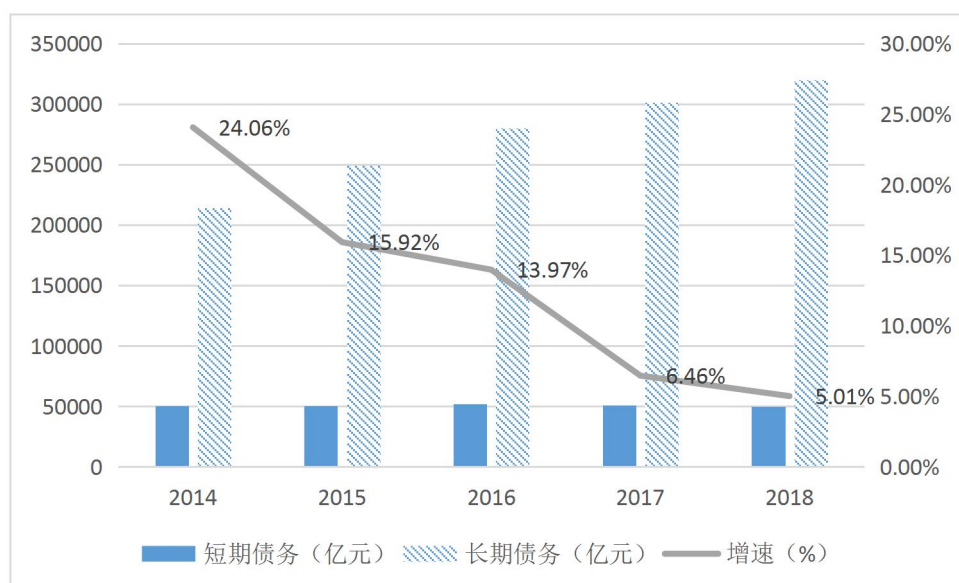


图 5-7 2014-2018 年城投公司存量债务余额及增速情况

## 5.4.2 盈利能力分析

城投类企业营业外收入占总额的比例仍然很高，政府补贴可以为城镇投资企业提供一定的流动性上的支持。

2014-2018 年，城投企业利润总额同比增长。以政府补贴为主的营业外收入占利润总额的比例分别为 49.71%、55.06%、54.16%、56.01%和 55.02%。因为城投公司主营公益性或准公益性项目，为使城投公司的收入达到平衡状态，上级政府对城投公司的财政补贴需要增加，政府补助是城投公司利润的重要来源，政府补助收入占公司利润总额比重较高，可以为城市投资公司提供一定的流动性支持。

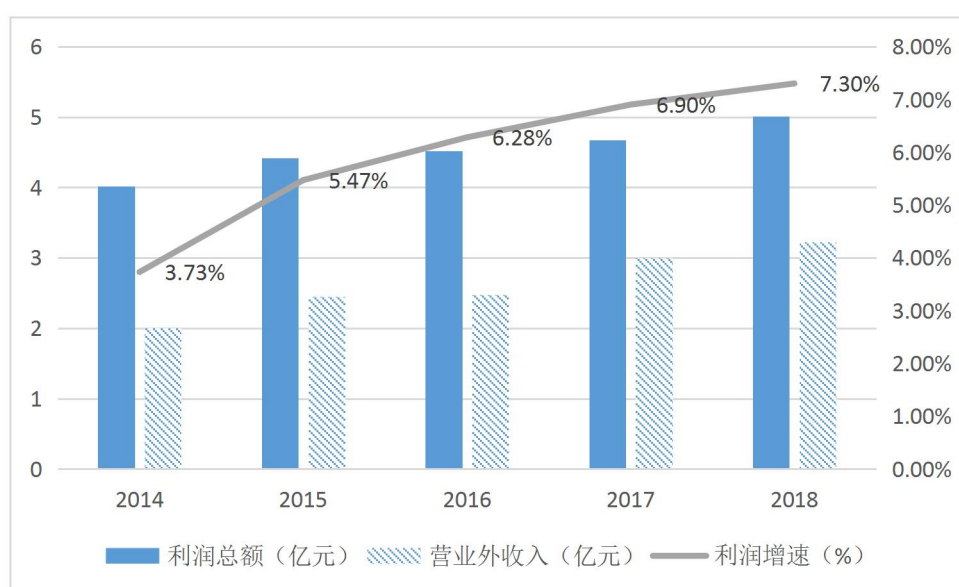


图 5-8 2014-2018 年城投公司利润及营业外收入情况

### 5.4.3 现金流分析

2016 年，城投公司的现金收入（从销售商品收到的现金和提供劳务/营业收入）比 2015 年全行业平均值提高 3.43 个百分点。实现收入质量的提高，经营活动的现金流量大幅改善。2018 年，城投类企业现金收入占全行业平均值的比例为 101.76%，比 2017 年有所提高。进一步改善现金流状况，有利于提高城投类企业的偿债能力。

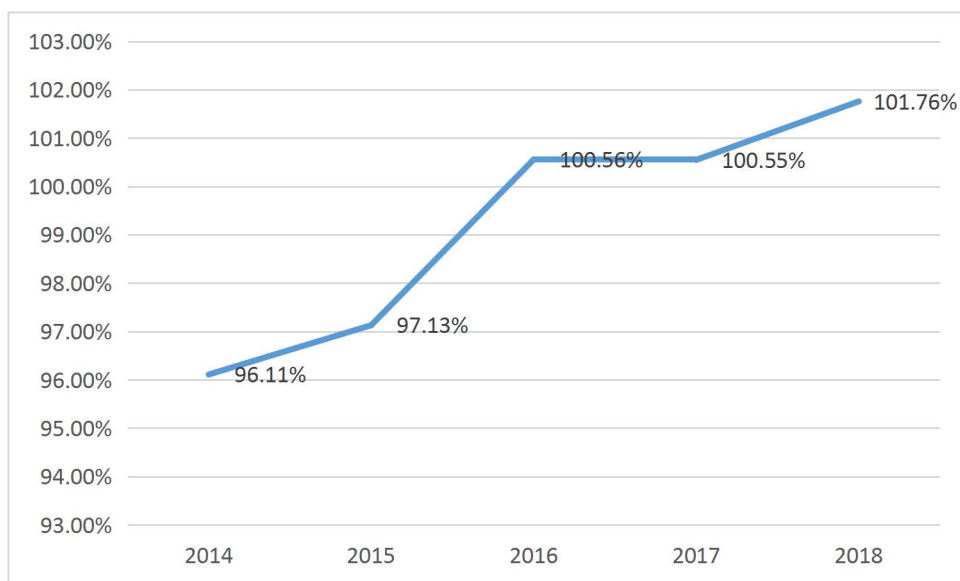


图 5-9 2014-2018 年城投公司现金收入比情况

#### 5.4.4 偿债能力分析

2016 年，城市投资企业拥有充足的现金储备。2017 年，由于融资环境紧张，债务增长明显放缓，城投企业的债务能力尚且合理。2016 年，整体融资环境和市场资本环境相对充裕，短期现金负债率约为 1.4，短期偿债能力合理。2016 年，城投公司行业的债务总额/EBITDA 均较上年有所增加，偿债能力下降。到 2018 年底，城镇投资企业的短期现金债务比例进一步增加到 1.42 倍。受 2017 年以来融资环境紧张趋势的影响，上半年城镇投资企业融资负增长，城镇投资企业债务增速明显下降。

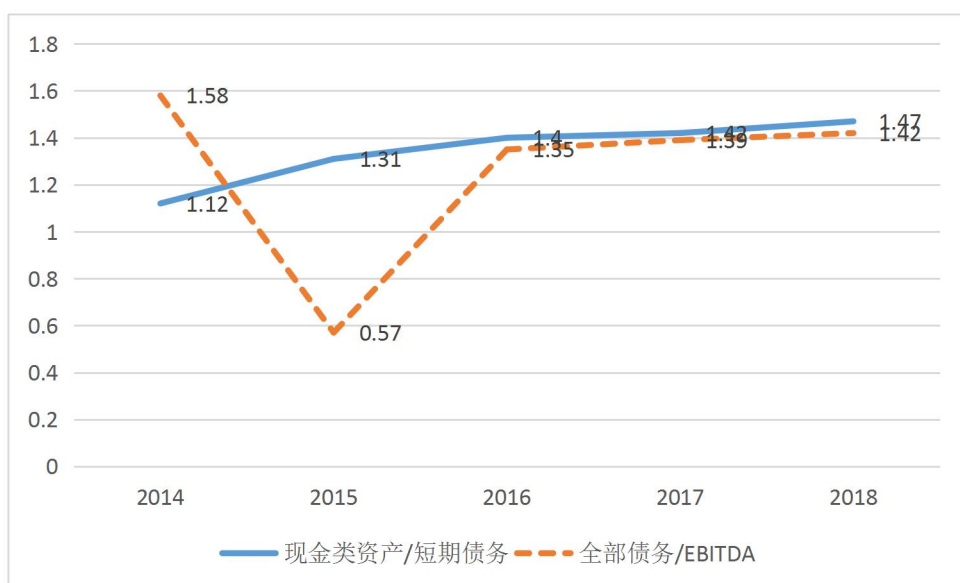


图 5-10 2014-2018 年城投公司主要偿债指标情况

从宏观需求来看，在稳增长的背景下，对基础设施投融资的需求仍相对较强。从短期来看，城市投资公司的地位是不可替代的。但是，随着政策的逐步规范化，城市投资公司未来可以获得的政府隐性支持将逐渐减弱，城市投资公司的信贷很快将与政府信贷脱钩，市场转型过程将加速，压力会逐渐增加。

存量城投债兑付到期日将集中在 2018 -2021 年，一些城市投资公司的短期流动性将面临压力。然而，考虑到地方政府债务置换工作尚未完成，2018 年将会有近 2 万亿非债券形式的地方政府债券置换。2016 年，整体融资环境放松。城市投资企业的大规模融资可以保证偿还短期债务。

现阶段宏观经济仍存在较大的下行压力，中国的城市化水平与发达国家之间仍存在较大差距。对基础设施建设的需求仍然相对强劲。地方政府仍然面临融资需求，尽管“打开大门”政策可以解决一些地方政府的融资需求，但发行地方政府债券、组建政府产业基金仍然不能弥补地方政府基础设施资金缺口，从短期来看，可以取代城市投资公司的融资模式尚未成熟。城投公司大力推广 PPP 融资方式。当地政府仍然对城市投资企业有基础设施依赖。城镇投资企业的信用水平将保持稳定，违约的总体概率较低。

从长远来看，在未来地方政府信贷剥离和市场化转型的过程中，城市投资公司的信用风险将逐步暴露出来。同时，随着城市投资债券支付峰值的临近，信贷水平将有所区别。中央政府在地方政府债务监督上有明确的目标以及思路，地方政府的债务管理机制得以不断完善，地方政府的债务风险得以进一步防范。在现行的财政制度和地方政府债务管理机制下，地方政府借助法相对方以及城市投资公司的政府债券的方式，将剥离融资平台的政府融资功能，是一项必然的改革。在改革过程中，城市投资公司可获得的信贷支持将逐步减弱。总体而言，城市投资公司的系统性风险概率很低，但在逐步市场化转型和政府隐性担保脱钩的过程中，城市投资企业的信用风险将逐步暴露出来，信用等级将有所分级。

## 第六章 结论和建议

### 6.1 城投控股成功转型的启示

城市投资控股是一家专业从事城市基础设施投资、建设、运营管理的大型国



有企业集团。重组实施后，城市投资控股将成为整个城市投资集团的控股国有独资公司，主要管辖道路桥梁、水利、环境等领域。专业化等大型产业集团以及上海中心等直接管理公司。

根据国家审计署 2013 年对上海的审计报告，上海的债务基金主要用于基础设施和公益项目的投资，包括市政建设、征地和仓储、交通设施建设、保障性住房等。这部分主要是以经营收入为偿债来源的优质资产，未来现金流安全度较好。评级报告还指出，上海市政府整体债务风险可控，城市投资市场化程度相对较好，现金流保障相对完善。

可以看出，城市投资控股转型的基本条件优于区县级投融资平台。首先，上海的城市投资平台具有较强的运营实力，并非纯粹的公益项目载体。相关债务不包括在政府债务中。其次，转型过程受到当地政府的大力支持。虽然大多数区县财政平台最初是由地方政府通过注资或资产转让建立的。与以经营性资产为主的一般地方国有企业相比，这些平台公司的融资功能使其成为“政府附属机构”。因此，地方政府更有必要改变角色，重新审视和界定转型后平台公司与政府之间的关系。推广 PPP 模式的使用，在此基础上，应对资产进行划分和分类以进行管理，并应加强其造血功能。在承担地方政府公益资产建设的同时，准公益性资产的资金缺口可以通过经营现金流来填补。

## **6.2 城投公司 PPP 管理机制建议**

### **6.2.1 PPP 法规细致完善**

2018 年 PPP 法律和监管文件可以根据 2017 年中和 2017 年底的一系列具有约束力的政策，早期规范 PPP 项目的合规到后期规范 PPP 的营运，主要包括绩效的考核、项目的监督管理、项目资产的转让退出等运作环节。PPP 入库数量增加的同时，整个 PPP 实施过程的合规性控制将得到进一步增强。

### **6.2.2 PPP 严控财承 10%红线**

PPP 项目获得批复的首要条件是 PPP 项目的财务可持续性分析，通过严控 10%的融资预警线，可以实现地方债务风险管理，打击非法变相融资行为。

92 号文内容上明确指明，若项目尚未进入采购阶段，但是在当前和以后的年度，同级政府的财政能力超越了 10%的预警线上限，便表明 PPP 模式不再建

议继续使用。

截止目前，大量入库及存量 PPP 项目已经启动在全国公共预算支出不得超过 10% 的财政预警线的承诺，由于滥用政府购买服务受到严格限制，禁止地方政府非法借款，这极大地限制了政府的违法行为。PPP 项目合规入库及存量的重要条件之一是低于 10% 财政预警线，因此地方政府应严格掌控 10% 的预警红线。

### **6.2.3 PPP 信息全面公开**

PPP 的信息披露主要通过国家 PPP 综合信息平台展示，国发 92 号文提出了标准化管理综合信息平台，进一步完善了 PPP 项目的合规性管理。合规化监督 PPP 项目主要通过对 PPP 项目信息以及文件的全方位审核严查，通过全面化披露 PPP 项目的信息，有助于全社会公开监督 PPP 项目的信息公正性及公开度，提高公众的参与度，以公众的视角监督 PPP 项目的合规性。

现阶段，由于国家 PPP 综合信息平台内容更新的不够迅速，项目信息片面化，不够对称，PPP 信息不能做到透明化。在未来阶段，信息的披露需要与项目实施过程的信息相结合，全面化披露 PPP 相关法律法规，政策性指导文件，项目的进度公开文件以及专家整理数据库等重要信息，准备好在 PPP 项目实施的各个阶段的披露信息工作。

### **6.2.4 社会诚信体系完善**

一系列关于加强社会信用体系建设的政策文件在 2017 年出台，政策指明诚信需要联合激励目标体系以及惩罚目标体系。将《关于加强政府诚信建设的指导意见》进一步落地化，完善健全地方政府的履约机制。在《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》中明确提及，建立并完善 PPP 项目的信任度以及承诺回报机制，将政府和民营企业的工程绩效准确几率并明晰相关职责，地方政府按照合同规定履行义务，通过规定业绩指标以及合规率的设定，将“新官员无视旧账”的现象完全杜绝。社会资本也必须按照合同规定继续实施和运营 PPP 项目，提供合理的公共产品以及公共服务。通过将 PPP 项目的各个参与方的信用及表现记录上传国家信用信息共享网，实现各部门和各区域的共享信息，实现打击违反信用的主体，对列入黑名单的主体进行联合制惩戒。预计 2018 年将进一步改善政府的信用监管和宣传力度，迫使地方政府珍惜信用。

### **6.2.5 监督严格项目趋规范**

2017 年是监管极其受重视的一年。有关监管部门出台了多项 PPP 政策来限制和规范 PPP 的发展:第 50 号文件禁止地方政府变相违规举债导致 PPP 项目变质异化;国发 92 号文为提高性能,将项目库标准化,以实现绩效上的 管理与投融资结构管理的优化;192 文主要解决了关于中央企业风险管理和控制的问题;资管新规主要致力于对 PPP 项目的资本化融资方式进行规范。主要通过项目的流程监管、PPP 项目合规化监管、PPP 投融资结构的监管。在明晰了 PPP 项目监管边界以及运营流程的基础上,明确了 PPP 项目的原始来源,迫使 PPP 的发展和 PPP 的本质相契合,从本质上剔除了 PPP 项目在执行的过程中会遭遇的潜在风险和隐患。

经过 2017 年监管政策大量出台,关于 PPP 融资模式发展中的痛处,真正落实纠正偏离以及回归初始意愿。2017 年的监督政策需要 2018 年的完善实施阶段,通过具体执行相关政策去探索发现实施执行中存在的问题,通过纾解困境推动政策的平稳发展和执行。并且 PPP 管理机制的未来发展重心仍然是继续完善并引入监督机制。规范 PPP 的发展,纠正 PPP 的无序,控制相关风险,促进 PPP 的合理发展。

## 参考文献

- 【1】. Daube,Dirk,Vollrath,Susann,Alfen, Hans Wilhelm.A comparison of Project Finance and the Forfeiting Model as financing forms for PPP projects in Germany [J].International Journal of Project Management.2008(26)26:376-387.
- 【2】. Salaj, Alenka Temeljotov; Roumboutsos, Athena; Verlič, Peter; Grum,Bojan.Land value capture strategies in PPP-what can FM learn from it[J].Facilities.2018(36)36:24-36.
- 【3】. Cruz, Carlos Oliveira; Marques, Rui Cunha. Contriibution to the study of PPP arrangements in airport development,management and operation[J].Transport Policy.2011(2) :392-400.
- 【4】. Iyer, K.C., Sagheer, M. Hierarchical structuring of PPP risks using interpretative structural modeling[J]. Journal of Construction Engineering and Management, 2010, 136(2):151-159.
- 【5】. Ebrahimnejad, S., Mousavi, S.M., Seyrafiانpour, H. Risk identification and assessment for build-operate-transfer projects: A fuzzy multi attribute decision making model[J]. Expert Systems withApplications, 2010, 37(1):575-586.
- 【6】. Levit R.E, Ashley D.B, Logcher R.D. Allocating risk and incentive in construction. Journal of the Construction Division. ASCE. C03.1980.
- 【7】. A.NG, Martin Loosemoer. Risk allocation in the private provision of public infrastructure[J]. International Journal of Project Management. 2004(12):66-76.
- 【8】. Losemore M, Raftery J, Reilly C, Higgon D. Risk management in Project[J]. London,Taylor&Francis, 2005(5):68-74.
- 【9】. Barry Keating, Maryann Keating. Private Firms, Public Entities and Microeconomic incentives: Public Private Partnerships in Australia and the USA[J]. International Journal of Organizational Analysis,2013,21(2):176-197.
- 【10】. Daniel Albalade, Germa Bet&R.Richard Geddes. Recovery Private Partnerships: Contractual Choice in the US Water Risk and Labor Costs in Public-Industry[J]. Local Government Studies,2013,39(3):332-351.

- 【11】. Deaton, Angus ; Heston, Alan, Understanding PPPs and PPP-based National Accounts[J]. American Economic Journal-Macro Economics (2010)2:1-35.
- 【12】. Peter Lund-Thomsen, Assessing the Impact of Public-Private Partnerships in the Global South: The Case of the Kasur Tanneries Pollution Control Project[J]. Journal of Business Ethics (2009) 90:57-78.
- 【13】. Peter Utting Ann Zammit, United Nations-Business Partnerships: Good Intentions and Contradictory Agendas[J]. Journal of Business Ethics (2009) 90:39-56.
- 【14】. Lea Stadler, Scrutinizing Public-Private Partnerships for Development: Towards a Broad Evaluation Conception[J]. J Bus Ethics (2016) 135:71-86.
- 【15】. Villani, Elisa, Greco, Luciano, Phillips, Nelson, Understanding Value Creation in Public-Private Partnerships: A Comparative Case Study[J]. Journal of Management Studies, (2017) 54:876-905.
- 【16】. Quelin, Bertrand V; Kivleniece, Ilze; Lazzarini, Sergio, Public-Private Collaboration, Hybridity and Social Value: Towards New Theoretical Perspectives[J]. Journal of Management Studies, (2017) 54:763-792.
- 【17】. Phang, Sock-Yong, Urban rail transit PPPs: Survey and risk assessment of recent strategies[J]. Transport policy (2007) 14:214-231.
- 【18】. Machael Economic Spackman. Public-Private Partnerships: Lessons from the British Approach[J]. Systems, 2011.
- 【19】. Social Value Creation and Relational Coordination in Public-Private Collaborations[J]. Journal of Management Studies (2017) 54:906-928.
- 【20】. Nissen, Helle Aaroe ; Evald, Majbritt Rostgaard; Clarke, Ann Hojbjerg, Knowledge sharing in heterogeneous teams through collaboration and cooperation: Exemplified through Public-Private-Innovation partnershipst[J]. Industrial Marketing Management, (2013) 43:473-482.
- 【21】. Laura Albareda Josep M. Lozano Tamyko Ysa, Public Policies on Corporate Social Responsibility: The Role of Governments in Europe[J]. Journal of Business Ethics (2007) 74:391-407.

- 【22】. Stephan Manning • Daniel Roessler, The Formation of Cross-Sector Development Partnerships: How Bridging Agents Shape Project Agendas and Longer-Term Alliances *Bus Ethics* [J]. (2014) 123:527–547.
- 【23】. Torvinen, Hannu; Ulkuniemi, Pauliina, End-user engagement within innovative public procurement practices: A case study on public-private partnership procurement [J]. *Industrial Marketing Management*, (2016) 58:58-68.
- 【24】. Abramov, Igor, Building Peace in Fragile States - Building Trust is Essential for Effective Public-Private Partnerships [J]. *Journal of Business Ethics* (2009) 89:481-494.
- 【25】. Macario, Rosario ; Ribeiro, Joana ; Costa, Joana Duarte, Understanding pitfalls in the application of PPPs in transport infrastructure in Portugal [J]. *Transport Policy* (2015) 41:90-99.
- 【26】. PPPs and the changing public sector ethos: case-study evidence from the health and local authority sectors [J]. *Work Employment and Society* (2003) 17:481-501.
- 【27】. John D. Macomber, The big idea: building sustainable cities [J]. *Harvard Business Review*, July–August 2013.
- 【28】. Rufin, Carlos ; Rivera-Santos, Miguel, Between Commonweal and Competition: Understanding the Governance of Public-Private Partnerships [J]. *Industrial Marketing Management*, (2012) 38:1634-1654..
- 【29】. Jonathan P. Doh and Ravi Ramamurti. Reassessing Risk in developing Country Infrastructure. *Long Range Planning*, 2003, 36:337-353.
- 【30】. 陈建国. 新政策下 PPP 项目的融资困境及应对措施 [J]. *中国市场*, 2019 (08) : 48+50.
- 【31】. 孙选民. PPP 融资模式在基础设施投资中的应用 [J]. *企业改革与管理*, 2019 (04) : 119+143.
- 【32】. 张缝奇. PPP 融资风险管理模型分析 [J]. *合作经济与科技*, 2019 (01) : 54–55.
- 【33】. 张子月. PPP 融资与风险控制研究 [J]. *中国国际财经 (中英文)*, 2018 (07) : 242.
- 王毛颖. 城市建设中的 PPP 模式研究——以安徽池州为例 [J]. *时代金融*, 2016 (32) : 60–61.
- 【34】. 王鹏, 曾靓. PPP 融资项目风险量化研究 [J]. *现代经济信息*, 2015 (06) : 71–72+116.
- 【35】. 贾康, 孙洁. 公私合作伙伴机制: 城镇化投融资的模式创新 [J]. *新金融评论*, 2013 (06) : 42–60.

【36】. 丁峰, 余侃, 张龙. 浅谈 PPP 融资方式在城镇化进程中的应用 [J]. 当代经济, 2010 (22) : 70-71.

## 致谢

在论文的完成之际，感慨颇丰久久不能平复。

首先需要感谢吴建刚导师，从论文的选题到初稿修改，再到如今的定稿，是吴老师一直耐心指导，给我不同方面的建议，不仅从文章的研究背景给予明确方向，并且在案例分析上支出不足之处，为文章树立更加丰富的立意，使我的研究更加具有现实价值。

其次要感谢我的研究生学长学姐们，是他们一路的陪伴，耐心的简答疑惑使我在研究生求学期间更加顺利，在学生会的工作经验使我更加懂得如何去承担责任，如何安排工作调动人员积极性。在校外实习的经历使我了解了各行各业的基础情况，从银行保险地产资管到券商，每一份实习经历都使我更加看清身上的缺陷，不断完善并提升自己，使自己提前适应未来的职场生活。

最后要感谢我的父母，在我求学道路上一路给予的支持，使我可以潜心钻研学术，为将来储备知识。

再次对那些在论文完成过程中，给予我关心支持的老师和同学们最真挚的感谢！