**中图分类号： 单位代号：10280**

**密 级： 学 号：**

 

**硕 士 学 位 论 文**

## SHANGHAI UNIVERSITY

**DISSERTATION**

|  |  |
| --- | --- |
| **题**  **目** |  |

**作 者 倪芬**

**学科专业 会计学**

**导 师 吴建刚**

**完成日期**

姓 名： 倪芬 学号：17720914

论文题目：

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**

本入声明：所呈交的论文是本入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，论文中不包含其他入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**

本入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

**城投公司的PPP融资转型分析及经济后果研究--以城投控股为例**

姓 名：倪芬

导 师：吴建刚

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：Ni Fen

Supervisor：Jiangang Wu

Major：Accounting

**Management College,Shanghai University**

**4,2019**

摘 要

城投公司实际上是投融资平台公司，是由计划经济向市场经济转化进程的产物。在过去20多年发展过程中，城投公司积极参与到城市基础设施的建设中，在融资和建设两方面相互影响，从而成为政府在建资金管理、工程建设等方面的监督者，充分体现了政府的意志。国发[2014]43号的实施，标志着地方政府债务管理体制进入全面深化改革的新阶段，提出地方政府融资渠道放宽，同时将不得再通过投融资平台举债。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，这也是国资国企市场化、可持续化改革的必然趋势。

现阶段，城投公司作为特殊的国有企业，在PPP模式下扮演的角色是多元化的。一方面，城投公司与政府公益性的投资较为契合，长期承接政府公益性项目，有较低的投资回报要求，再加上其拥有丰富的运作经验，能够代表政府的利益，可以作为政府方参与PPP项目。目前，我国处于投融资体制改革的快速发展时期，由市场配置资源已成为经济发展的主要趋势，城投公司已开始丰富市场化运作经验，以提高资产利用效率和获取更多经营效益为目标，逐步转化为满足目前投融资模式创新需要的政府平台。虽然城投公司的政府融资功能已被剥离，但其自主发展的投资职能、项目建设管理职能以及业务代表职能依然保留，在政府与社会资本合作的情况下，政府职能发生改变，主要充当规则制定者和监管者，而作为拥有丰富项目运作经验和社会资源的城投公司，能够更好地代表政府开展合作，从而实现国有资产保值增值。

城投公司在剥离政府融资职能进行市场化转型后仍将是PPP项目的重要参与力量，能和其他社会资本一样以竞争的方式参与到项目运作中。本文在城投公司转型与PPP模式推广的一个交汇期的背景下，分析了城投公司在PPP模式下作为参与主体的定位以及PPP模式应用的意义及产生的经济后果。

**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.

At this stage, as a special state-owned enterprise, City Investment Corporation plays a diversified role in the PPP model. 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. At present, China is in the period of rapid development of investment and financing system reform. The allocation of resources by the market has become the main trend of economic development. The city investment company has begun to enrich the experience of market operation, with the goal of improving asset utilization efficiency and obtaining more operational benefits. It is gradually transformed into a government platform that meets the needs of innovation in current investment and financing models. Although the government financing function of the city investment company has been divested, its independent development of investment functions, project construction management functions and business representative functions are still retained. In the case of cooperation between the government and social capital, government functions have changed, mainly serving as rulemaking. And the regulators, as a city investment company with rich project operation experience and social resources, can better represent the government to cooperate, so as to achieve the preservation and appreciation of state-owned assets.

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. In the context of a convergence period between the transformation of city investment companies and the promotion of PPP mode, this paper analyzes the positioning of the city investment company as a participant in the PPP mode and the significance of the application of the PPP model and the economic consequences.

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

目录

**1.绪论**

1.1研究背景

1.2国内外研究概况

1.2.1国外的研究现状

1.2.2国内的研究现状

1.3理论基础

1.3.1公共选择理论

1.3.2项目区分理论

1.3.3可竞争市场理论

1.4研究的内容与方法

1.5主要创新点

**2.PPP融资模式概述**

2.1 PPP融资模式的理论综述

2.1.1 PPP的定义

2.1.2 PPP项目运营过程中公私部门各自的职责

2.2 PPP融资模式概述

2.2.1 PPP融资模式的定义

2.2.2 PPP融资模式的运作方式

2.2.3 PPP融资模式的操作流程

2.2.4 PPP融资模式的目标

2.2.5 PPP融资模式的优势分析

1. **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

3.1.1城投公司的业务特征

3.1.2 城投公司的运作模式

3.2城投公司面临的困境与转型

3.3城投公司投融资现状及对策

3.3.1城投公司筹资中存在的问题及风险

3.3.2 城投公司筹资应对策略

3.4城投公司运用PPP模式现状分析

3.4.1PPP项目总量变化情况

3.4.2PPP项目落地情况

3.4.3PPP项目领域分布情况

3.4.4PPP项目的回报机制分布情况

3.4.5PPP项目社会资本情况

3.4.6存量PPP项目情况

3.5城投公司运用PPP模式当前困境

3.5.1PPP项目整体运作时间有待优化

3.5.2公益性项目普遍缺乏规划

3.5.3政府融资成本限制与社会资本预期回报相冲突

3.5.4合格候选社会资本较少

3.5.5优质项目缺乏

1. **城投控股PPP融资案例分析**

4.1城投控股基本情况

4.1.1城投控股简介

4.1.2城投控股转型发展历程

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

4.2.2城投公司转型参与PPP项目的政策依据

4.2.3城投公司转型PPP的类型分析

4.3城投控股融资方式分析

4.3.1城投公司主要融资方式

4.3.2城投PPP融资模式

4.4城投控股上海老港生活垃圾填埋场PPP案例分析

4.4.1项目投融资结构

4.4.2风险分配

4.4.3 财务评价

4.4.4工程效益分析

4.4.5监督机制

4.4.6支付机制

1. **城投控股PPP转型经济后果分析**
   1. PPP转型对财务报表的影响

5.1.1盈利能力分析

5.1.2偿债能力分析

5.1.3营运能力分析

5.2城投行业PPP转型财务分析

5.2.1债务负担分析

5.2.2盈利能力分析

5.2.3现金流分析

5.2.4偿债能力分析

1. **结论和建议**

6.1城投控股成功转型的启示

6.2城投公司参与PPP项目的建议

6.3 城投公司转型中投融资体制创新

**参考文献**

**致谢**

第一章 绪论

## 研究背景

2017年12月23日，财政部《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》中提出：“支持转型后的国有企业依法合规承接政府公益性项目”。2018年3月9日，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》中指出：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

文件中指出作为地方政府举债进行基础设施建设的城投公司不能再以政府的名义举债，政府不再提供担保或隐形担保，长期担任政府融资重任的城投公司面临转型。在这样的情况下，PPP模式充分调动了地方政府对债务的管理及满足经济发展的刚性需求，在本轮政府投融资机制改革中被寄予厚望，PPP模式下城投公司扮演的角色也被重新定位。

PPP模式的发展是我国新型城镇化发展中的重大改革，也是当前城投公司转型的重要依托。国家开发银行董事长胡怀邦曾提出为了响应《国家新型城镇化规划》的要求，需要建立规范的城市投融资机制，促使各种市场化投资主体以特许经营等方式参与到城市基础设施建设中来。可见推广运用政府和社会资本合作模式（PPP模式）具有重要意义。对城投公司而言，应因政策而“生”，又因政策而“变”，在剥离融资平台公司政府融资职能的情况下，城投公司应该在国家实行投融资机制改革、大力发展PPP模式的契机下，在新型城镇化建设项目对接中实现商业模式创新，把PPP模式作为城投公司转型的一个突破口。

推广运用PPP模式，促进政企分开，政事分开。PPP模式改变了政府职能，减轻了政府财政负担。政府相关部门职能转变为市场规则制定以及监管，提高了政府的宏观把控能力，充分发挥了市场配置资源的决定性作用。在PPP模式下，城投公司向自主经营实力的准市场化主体转型，承担设计、建设、投资、融资、运营和维护等责任，实现经营模式的创新，拓展企业发展空间，提升经济增长动力，促进经济结构调整和转型。

推广运用PPP模式，实现城投转型的平稳着陆。对于纯公益性的城市基础设施建设及其它项目一般由政府发行债券融资并偿还，无法市场化的城投公司只能退出；对于有部分收益的公益性事业投资和运营，社会资本按照市场化原则举债并承担偿债责任，并通过特许经营或政府补贴获取长期稳定的利益。城投公司可在市场化同时作为社会资本出资方以PPP形式参与政府项目运作。城投公司最终转型为市场化主体，按市场化运行，参与市场竞争，承担的经营性项目，要与政府脱钩，完全推向市场，债务转化为一般企业债务。而在整个城投公司转型期间，PPP模式无疑为城投转型加了一块垫板，使城投公司不至于在被剥离政府融资职能之后立即被市场淘汰，实现城投公司转型的平稳过渡。

推广运用PPP模式，突破城投公司的地域局限。城投公司在过去发展过程中，大部分承担的是本地区的基础建设任务，很少“走出去”参与其他地区的建设，这一方面是由于地方政府普遍担心本地平台对外服务遇到风险时，仍需要本地财政救助；另一方面是自身缺乏具有融资、建设、运营等方面综合能力，难以实现真正有效的竞争态势。PPP模式的推出，需要具有综合能力优势的潜在投资运营商的参与，发达地区的城投公司在本地已经有几十年的经验积累，是非常稀缺的资本。在深入全面推进PPP模式的过程中，发达地区的综合实力较强的城投公司可以打破地域的局限，参与到全国的公共基础设施建设中，服务于更广阔的地域。

## 国内外研究概况

1.2.1国外的研究现状

Newberry S. Pallot J Fical针对卫生服务改革及地方污水处理等方面工作效率所提出的特许经营模式是公司合作方式形成的重要基础。1990年前后，英国政府号召推行“私人主动”融资方式，是现代PPP模式形成的重要标志。国外研究领域对PPP模式所展开的相关研究主要围绕以下几方面进行:

（1）PPP项目评价方法

相对比较而言，国外针对PPP项目评估方式研究已经拥有相对较长时间的发展历史，涵盖范围十分广泛，并在具体实施过程中充分引入现代化经济学研究理念，对PPP模式的自身综合特征进行深入分析。Stephen, A. R.， Randall. C. Z针对PPP模式中资金价值的四种评估方式展开深入比较分析，其中包括完全费用效益分析、公共模式与私人模式投资费用比较分析、项目盈利水平分析及私人模式费用分析，以及风险转移过程所涵盖的风险因素分析等fZl。。通过相关分析活动，其表示PPP模式与私人模式中的外包模式存在很明显的同质性，因此，针对外包模式展开深入探究可以为发展PPP模式创造良好的基础条件。

（2）PPP项目风险分析

英国诺丁汉大学的Grimsey, D.and M. K. Lewis对研究分析法在PPP项目风险评估环节中所存在的关键性作用进行深入探究。加拿大的DavidHall, Robindela Motte, Steve Davis以Camp模型为研究基础，针对公共部门展开全面风险评估，并成功应用于多个PPP项目。Camp模型是在PPP项目顺利运营基础上逐步形成的，充分考虑了全部变量因素，其涵盖了PPP风险评估的整体发展内容。是我国相关领域在未来一段时间内的主体发展方向，即针对PPP项目，风险评估及项目评估要同步进行，进而构建完善的风险评估系统，有效识别相关风险因素。

（3）PPP项目实施目标及影响价值

Devapriya, K.A.K.and H.W.Alfen通过最近十年时间内，英国在基础设施建设过程中，从传统政府管理模式到私营企业管理模式发展过程中所形成的工作经验进行全面总结，概述PPP模式的具体实施目标及私营企业的实际发展定位。其表示，公共项目发展之初进行融资的根本目标即是对成本实施有效控制，帮助政府缓解整体经济压力，尽快达成预算控制标准;随着研究体系不断深入，公共部门工作透明度有了显著提升，私人企业许多部门所具备的工作优势都明显高于政府机构，因此，私人企业有能力和政府公共部门站在同一个高度实施竞争。从根本角度分析，PPP模式中，私人部门不再扮演公共部门的补充角色，而是发挥更重要的工作价值。

（4）PPP项目相关技术

Myles, Gareth D.以PPP参与方采用的协调方式为核心，针对存在问题进行全面探究。调查显示，对于PPP模式而言，无论是私人盈利性企业还是公共机构非盈利性企业，在参与PPP模式过程中，都会形成互利共赢发展趋势，相对比较而言，参与PPP模式所获取的价值收益要明显高于独立开展相关活动。在PPP模式中，虽然各个参与方都不能直接实现利润最大化收益目标，但总收益明显高于独立经营模式，满足其开展公共设施建设的相关发展要求。

The National Council For PPP, USA针对PPP模式的定价IGI题进行全面探究，强调项目产品价值制定模式受产品自身价值、市场潜在能力的影响作用十分显著，但PPP项目产品与其他商品存在本质性差异，其与人们的日常生活息息相关，采用过低的低价策略能够影响私人企业的参与热情，而过高的定价策略又使产品的社会效益无法得到根本体现，因此，制定科学、合理的价格定制方案是实现项目发展目标的重要前提。

2013年的The European Commission发布有关“交通基础设施建设中私人和公共部门的合作关系例子”的相关工作报告，报告中列举了几个通过PPP融资方式开展的交通基础设施建设方面案例，通过对比相关数据，体现出PPP融资方式与其他融资模式相比较，更满足交通基础设施建设发展项目的实际需求。

英国、加拿大、巴西、澳大利亚维多利亚州是国际公认PPP市场较成熟的国家和地区，具有代表性。

1.2.2国内研究现状

从目前发展状况来看，国内研究人员针对PPP理论研究主要集中在PPP功能、PPP分类模式、PPP应有优势、PPP定价机制等几个方面;几乎全部的研究都是针对某一个或某几个项目所进行的，如农村基层设施建设、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。

王灏对PPP的定义、发展起源、自身特征等进行全面研究，将PPP所具备的二个重要特征进行全面总结，其中包括合作关系建立、利润分配及风险分担;将PPP的功能分为般性功能和特殊性功能两方面内容，其中计划、组织、控制、管理属于一般性功能管理范畴;融资、新技术应用、技术创新等属于特殊性功能控制范畴。

徐霞、郑志林对PPP模式所引发的利益分配问题进行全面研究，相关研究框架是在PPP的风险分配机制上全面形成的，提出PPP风险主要由三方面共同构成，即公共部门承担风险、私营部门承担风险及谈判流程承担风险，并假定各个参与单位在风险分配系数建设过程中所承担的风险总值与实际风险呈现线性发展关系。而PPP控制权的分配机制中，最优控制权配置则由产品的公共化程度来决定。结合以上两方面就可以得到PPP利益分配系数。

何寿奎、孙立东在全面分析PPP项目定价模式基础上，总结可能对PPP项目价格产生影响的相关因素，并有针对性实施监管政策，强调在相关项目定价策略制定过程中，应当着重考虑投资分摊、成本投入、服务质量、纳税比例等相关因素。以此为基础，逐步完成PPP模式下公共项目服务价值体系的建设过程，表示相关研究必须包含四方面内容:建立完善的服务成本与质量评估数据库;采用科学方式开展价格监督方面工作;健全听证会制度管理体系;保持监管机制的独立性发展特征。

赖丹馨、费方域针对PPP的效率展开全面调查，表示通过开展PPP模式，可以在公共领域充分发挥市场机制所具备的实际效用，使相关金融资源得到广泛应用，对于实现PPP公共服务供给效率而言，相关合理及规划设计的影响作用也显得尤为关键。

陈柳钦采用多样化目标研究模型，对PPP项目的定价机制展开全面研究。该目标函数为社会效益最大化，约束条件包括政府对价格的限制、社会公众承受能力限制、社会需求约束、政府财政补贴约束和企业合理盈利约束。PPP项目效益最大价格指标计划可以依靠多样化目标规划模型最终形成，从而实现最佳的合作效果。

## 1.3理论基础

1.3.1公共选择理论

公共选择理论基本前提是理性人假设，即假设每人只关注个人利益，以追求个人效益最大化为目标，以此为出发点，公共选择理论认为，由理性人组成的政治家并不接受公共利益的驱使，而是受自身利益的驱使，他们往往具有社会再分配性质的政治影响力来谋求自身利益最大化，而不是公共利益最大化。相应的，利益集团也会将经济资源投入到政治过程中，并依靠政治过程而非市场竞争来重新配置社会财富。

在社会事业管制中政府失灵的典型表现是管制俘获。管制由斯蒂格勒提出，他认为管制的存在是由于利益集团竭力争取政府的支持或偏好，从而成为社会财富转移的受益者，这些集团成为管制的需求方，而政府凭借某种政治程序成为管制的提供者，管制者成为被管制对象牟利的资源，因此，这一理论被称为“管制俘获理论”.照此推论，管制的结果造成了社会财富由人数较多的消费者集团转移到人数较少的服务提供集团，这样公共利益遭受了损失，违背了管制的初衷。

1.3.2项目区分理论

项目区分理论就是将项目划分成为了非经营性和经营性，依照项目的属性决定了项目的投资主体、资金渠道及权益归属等。非经营性项目由政府投资，依照政府投资模式运作，资金从政府的财政支出，最为主要的目的是为了满足社会福利。项目区分理论的目的是将政府和社会投资分开，各自履行了自身职责，对工作效率和管理水平提高有利，对扩宽融资渠道非常有帮助。

1.3.3可竞争市场理论

自然垄断行业怎样来引入竞争，竞争和垄断界限等方面的问题成为公共事业市场化改革的重要障碍。可竞争市场是因为存在潜在市场进入者的压力，市场在位者不可获取超额利润，其资源配置和定位都是有效率的市场。市场只有保持自由进出，潜在竞争压力将会迫使任何市场结构条件下企业采取竞争方面的行为，也就是放弃垄断高价方面的原则，转而采取可持续定价的策略，所以能够降低滥用垄断方面的风险。可竞争理论让我们认识到了垄断导致福利方面的损失，在某种条件之下，垄断所具有的可维持性和拉姆齐研究的最优相互一致。因此可竞争市场理论方面表明在可竞争市场的垄断均衡中，厂商可以在其财务可行性约束下来实现了福利的最大化。可竞争理论对于实践具有的指导意义在于它是政府管制的指南，而不是取消管制，正是由于可竞争市场理论方面的假设条件与现实不同，才让政府管制成为必要。

## 1.4研究内容与方法

PPP模式涉及了管理学、经济学、技术及法律等诸多学科的理论，范围广泛，内容繁杂。为了能够更清晰的分析这一模式，探寻其究竟，为基础设施的发展提供理论支持，本文将采用多种方法来研究:

（1）文献分析法。过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。将国内外对PPP融资模式的在理论研究成果应用于具体实践。通过广泛阅读，收集项目财务评估基础数据，进行整理分析，确保数据准确，结论可靠。

## 1.5主要创新点

目前，国内对城投公司的研究主要集中在政企关系、资产运作、财务管理、偿债风险和内部管理等方面，从政府监管职责、城投公司资产利用和管理机制等方面探讨城投公司转型，而PPP作为一种新生事物，相关法律法规、政策规范都还不够完善，参与主体对PPP的认识也不够充分，缺乏专业的知识和实际运行的经验，城投公司参与PPP项目还在探索期。本文在城投公司转型与PPP模式推广的一个交汇期的背景下，分析了城投公司在PPP模式下作为参与主体的定位以及PPP模式应用的意义及产生的经济后果。

1. PPP融资模式概述

2.1 PPP融资模式的理论综述

2.1.1 PPP的定义

PPP，即Pubfic-Private-Partnerships，也称3P模式，有多种中文翻译形式，主要有公私伙伴关系、公私合作制、公共民营合作制、公私合伙制、公共事业民营化、公私合作模式等等。

国际上对于PPP尚没有统一的定义，较常见的几个定义如下:

世界银行一一PPP是一个长期合同，合同双方是政府和社会资本，签订合同的目的主要是为了提供公共产品和公共服务。

联合国开发计划署一一PPP是指政府、营利性企业和非营利性组织在某个项目的基础上形成的相互合作关系。在这种关系中，项目的责任和融资风险并不是由政府或社会资本一家承担，而是由各参与合作的主体共同承担。

欧盟委员会一一-PPP是政府和社会资本之间的一种合作关系，二者合作的主要目的是为了提供公共产品或服务，尤其是那些原来由政府独立提供的公共产品或服务。

目前在国内，PPP模式还是一个比较新的概念，其并没有被广泛应用，该模式的实质是:政府部门与民营资产以特许权协议为基础，就某个项目进行全程的合作，项目运行的整个周期均由双方共同负责，由于私营公司所具有的特殊优势，政府为了能够以最快的速度建成基础设施并将其高效运营，会将长期的特许经营权和收益权授予私营公司。PPP模式的具体实施模式很多，私人资本和政府资金所占比例是最主要的变动部分，即双方各自承担风险的比例。一种情况是，资金全部由私人部门提供，所有风险几乎都由私人部门承担；另一种情况是，在整个项目中，私人部门仅仅起到参与设计建设的作用，并且只经营其中某一固定的收入；更为普遍的情况是，私人部门承担项目的设计建设和项目进度风险，并且工程的竞价成本和运营成本可以被政府承诺的收益所弥补。

2.1.2 PPP项目运营过程中公私部门各自的职责

在PPP项目中，公共部门的主要职责是:

①计划。一份周密而详细的计划是项目顺利进行的必要保障，并且计划一般由政府在项目运营之初完成，整个项目的长期规划、设施的主要负责人、公私合营的具体方式、利益分配机制等内容都要包含在计划之内。

②预算。对财政支出而言，一份详细的预算是不可或缺的。项目实施过程中各项可能产生的费用及为防范风险所留的准备金等都要在预算中有所体现。只有在拥有详细而准确的预算的前提下，财政才能够有力支持项目运营。

③实施。在实施过程中，保证整个项目的正常运行，把握其发展方向是政府的最主要任务。

④运营。一般情况下，PPP项目都会采用市场化的运营。相较政府而言，私人部门的管理效率更高，所以政府在运营过程中一般不承担具体运营工作，主要负责对项目的监督与管理，保证项目是为服务于社会大众的，避免出现市场失灵。

私营部门的职责是:

①设计。一般情况下，在项目领域经验丰富和管理水平现金的私人部门才具有承接PPP项目的资格，所以在项目初期对项目未来发展的具体规划和设计一般由私人部门来完成，为项目日后的高效率运行打下坚实的基础。

②融资。私人部门的融资渠道及融资能力往往较强，所以由私人部门承担一定的融资任务，有助于减轻财政负担，同时有效利用社会资源，也有助于私人部门获得可观的收益。

③建设。在具体的项目领域，私人部门专业技术更强，同时拥有更多的专业人才，将项目的建设工作交由私人部门来完成，可以实现最大化的资源配置效用，保证最终的社会公共物品及服务更加优质和高效。

④运营。市场化运营对提高管理效率有显著作用，所以，项目的具体运营工作一般有私人部门承担，这可以在很大程度上节约政府资源，提升管理效率，为公众提供更加完善的服务。

2.2 PPP融资模式概述

2.2.1 PPP融资模式的定义

在 PPP 项目中，“项目融资”有两种含义。一种是“为 PPP 项目而融资” , 另一种是“以 PPP 项目进行融资”。前者的外延比后者宽泛得多。后者是狭义的项目融资，指的是以 PPP 项目未来的收益或者资产为基础，以项目运营产生的未来现金流作为还款来源，为项目建设、运营等筹措资金，并由项目参与各方分担风险的特定融资方式。通常情况下，这种狭义的项目融资还具有无追索权的特征。如在 PPP 项目中，社会资本方成立专门的项目公司，由项目公司持有项目的所有资产，潜在的债权入或者投资入仅考虑项目公司的现金流。预期的现金流取决于该项目公司的实际运营情况。项目公司的债务清偿仅以项目公司所拥有的财产为限，债权入对于项目公司的股东没有追索权。这是国际上 PPP 项目中常见的一种融资方式。

“为 PPP 项目而融资”则属于广义的项目融资，是指项目的贷款入或者财务投资入除了依赖项目公司的资产与收益作为还款来源和担保权益之外，还要求项目的发起入及其他第三方，如专门的担保机构、建设商或者承包商等为项目融资提供增信服务。在目前我国金融生态还不发达的情况下，这种项目融资方式更容易被各方接受。在项目不能按照预期实砚金流或者项目公司本身不足以偿债的情况下，贷款入或者财务投资入可以向相关增信主体进行追索。

PPP项目的项目融资主要可以分为两大类：股权融资和债权融资。股权融资是以项目公司的股权为基础进行融资，财务投资入入股项目公司，成为项目公司的股东。其融资收益的主要实现方式为项目公司运营期间的股权分红和股权转让时的增值收益。债权融资是一种传统的融资方式，分为直接融资和间接融资。间接融资的主要对象是以银行为代表的金融机构，它们以项目公司的资产为基础，向项目公司提供贷款，项目公司在合同约定的时间还本付息。直接融资是指项目公司以自身的资产与预期现金流为基础，向社会公众发行债券，按照券面约定的时间和利率还本付息的项目融资方式。

1、PPP项目中股权融资

一个 PPP 项目中，特殊目的公司（ Special Purpose Vehicle ，简称 SPV ）的发起入所缴纳的资本金是项目后续融资的前提与基础。根据国务院相关规定，各行业固定资产投资项目的最低资本金存在差异：城市轨道交通项目为 20 %, 港口、沿海及内河航运、机场项目为 25% ，铁路、公路项目为20% ，保障性住房和普通商品住房项目为20 % ,城市地下综合管廊、城市停车场项目，以及经国务院批准的核电站等重大建设项目，可以在规定最低资本金比例基础上适当降低。

在 PPP 项目中， SPV 的股东组成往往是多种多样的，可能包括： ( l ）建设商，它们借助于对 PPP 项目的投资来获取工程建设项目。（ 2 ）设备商，对于一些需要运用重大专用型设备的项目，设备商作为 SPV股东可以为自己带来后续业务。（ 3 ）运营商，它们致力于通过 SPV的运营管理连接上下游产业产生收益以获取回报。（ 4 ）融资方，包括商业银行、保险机构、信托公司及其他非银行金融机构等，它们以股东的身份进入是为了获取与自身负债特征相匹配的资产配置部分 PPP 项目中，以获得预期的投资回报。（ 5 ）地方政府及其授权代表，在部分PPP项目中，政府方的入股可以为项目融资带来增信的效果，也可以给政府方提供实际运营管理中的事前监督、内部监督的抓手。根据财政部的合同之南，为了提高PPP项目的运作效率，政府方在项目公司中的持股比例不得高于50%。

SPV的股东需要通过专门的政府采购程序获得PPP项目的投资入资格。在一个项目中有上述多种股东，往往是这些股东先通过组建投标联合体的方式参与PPP项目的政府采购。在投标之前，这些股东之间应该有明确且周全的协议，以约定彼此之间的权利义务关系，理顺利益格局。不同类型的股东各自的利益诉求和投资偏好都不一样，可能存在利益冲突。一般而言，承包商偏向于发起固定资产投资较大的项目，并希望持有较大股权，即绝对控制权，以确保项目总承包权力的获得。金融机构偏向于参与投融资压力大且项目本身具有稳定收益预期、较强盈利能力预期的项目，如电力、港口等项目，持股形式多以参股为主；运营商偏向于参与具有设备提供需求和设备系统运营维护难度的项目，如机场、电力等项目，持股形式可以绝对控股或参股；专业技术及运营商偏向于参与总投资规模较小，以技术输出和服务输出为主、盈利能力较强的项目，如垃圾处理、水处理等项目，通常是绝对控股该类公司、获取最大化的控制权收益。政府或政府平台参与PPP项目，其主要目的是撬动项目，为项目私入方提供信心支持，通常只是参股项目公司，但若是市场化程度高的政府平台，以社会资本的身份参与PPP项目，则可能会控股该项目。

在成立SPV时，按照财政部的合同指南及其他法规性文件，SPV的股东之间需要签订股东协议。股东协议主要包括以下条款；前提条件、项目公司的设立和融资、项目公司的经营范围、股东权利、履行PPP项目合同的股东承诺、股东的商业计划、股权转让、股东会、董事会、监事会组成及其职权范围、股息分配、违约、终止及终止后的处理机制、不可抗力、适用法律和争议解决机制，以及成本分担、决策和投票机制、限制竞争性条款等。

除了通过项目公司设立前的政府采购获得股东资格之外，实践当中，大量的PPP项目公司还经历过股权转让的过程，因此SPV中也存在继受股东。继受股东资格的取得需要符合相关法律法规及原项目合同的规定，这些股东投资时往往项目不确定性最大阶段已经过去，投资前景相对明朗，因此投资收益可能比原始股东有所下降。

2、PPP项目中的债权融资

PPP项目由于其行业属性一般具有投资规模大的特征，需要进行债权融资。比较常用到的两种债权融资类型就是间接融资的银行贷款和项目公司直接融资的发行债券。

银行贷款是PPP项目中最为常见的债权融资工具，也是我国的金融生态圈中最传统的融资工具，主要包括政策性银行如国家开发银行和中国农业发展银行发放的政策性贷款及商业银行发放的商业贷款。政策性贷款利率较低，期限也长，与 PPP 项目自身的收益特点契合性很高，但是申请和使用有一定的限制。商业贷款可以有多种形式，按照期限分为短期贷款、中期贷款和长期贷款。 SPV选择贷款形式主要考虑贷款的期限、利率和发放条件。目前我国商业贷款中，短期流动资金贷款不超过 3 年，中长期贷款的期限是 3 到 5 年，长期贷款的期限尽管在 5 年以上，但是与动辄二三十年的 PPP 即项目合作期也难以匹配。 PPP 项目具有比较强的公益属性，因此盈利能力不是很强，商业银行往往要基于社会资本方的主体信用并结合项目技术可行性、财务可行性、还款来源可靠性、净资产与负债率、配套设施、市场需求等多重因素来考虑贷款的发放。

这几种商业贷款中， SPV 的股东通常要为货款提供相应的担保或者增信，常见的方式有资产抵押、应收账款、租金、收费权等质押登记及保函等。还有的项目中，项目公司需要用到股东方的银行授信。如在六盘水市地下综合管廊示范城市PPP项目中，中标社会资本方中国建筑股份有限公司除了现金出资8亿元之外，还要负责11.24 亿元的后期融资，在项目文件中这样约定：“若后续融资出现困难，由社会资本方优先提用现有可用授信额度，对项目提供流动性支持。”

SPV 还可以通过债券这样的直接融资工具为 PPP项目筹集资金。在项目建设期可以通过发行企业债券、项目收益债券、公司债券、中期票据等进行融资，在项目运行期可以通过发行资产证券化产品等进行再融资。

由于具有筹资规模大、利率低的优势，国际上大量的实施PPP项目的项目公司通过发行债券的方式来进行直接融资。根据欧洲 PPP专家中心的统计， 1996 -2009 年英国有 48 个 2 亿英镑以上的PPP项目，其中 25 个项目通过发行债券融资；有 28 个 3 亿英镑以上的 PPP 项目，其中 18 个项目通过发行债券融资；有 11 个 5 亿英镑以上的 PPP 项目，其中 8 个通过发行债券融资。可见发行债券是英国大型PPP项目的重要筹资渠道。

但是在我国，由于 PPP 项目的 SPV往往成立不久，缺少以往的业绩支持，资产规模也受到项目规模的限制，在公开市场上发行企业债券往往比较困难。而以项目自身现金流为基础的项目收益票据和项目收益债券更能解决SPV的直接融资需求。

**2.2.2 PPP融资模式的运作方式**

PPP模式即（Public Private Partnership）公共政府部门与社会资本合作模式，它以参与方双赢和多赢为合作理念，指公共部门与私企建立合作模式，通过引入私人资本将市场中的竞争机制引入基础设施建设，鼓励私企与政府进行合作，并给予私企长期的特许经营权和收益权，从而加快基础设施建设及有效运营。目前我国基础设施运作的PPP项目运作方式，基本上是以财政部《操作指南》和发改委《指导意见》为指导：

1. 财政部提出的PPP运作方式
2. 存量项目运作方式

1、委托运营（Operations & Maintenance,O&M），是指政府将存量公共资产的运营维护职责委托给社会资本或项目公司，社会资本或项目公司不负责用户服务的政府和社会资本合作项目运作方式。在这一模式中，政府保留了资产所有权，只向社会资本或项目公司支付委托运营费。

2、管理合同（Management Contract,MC),是指政府将存量公共资产的运营、维护及用户管理职责授权给社会资本或项目公司的项目运作方式。政府保留资产所有权，只向社会资本或项目公司支付管理费。

3、转让-运营-移交（Transfer-Operate-Transfer,TOT）,是指政府将存量资产所有权有偿转让给社会资本或项目公司，并由其负责运营、维护和用户服务，合同期满后，资产及其所有权移交给政府的项目运作方式。

4、改建-运营-移交（ROT）(Renovate-Operate-Transfer,ROT)，是指政府在TOT模式的基础上，增加改建内容的项目运作方式。

（二）增量项目运作方式

1、建设-运营-移交（Build-Operate-Transfer,BOT),是指由社会资本或项目公司承担新建项目设计、融资、建造、运营、维护和用户服务职责，合同期满后项目资产及相关权利等移交给政府的项目运作方式。

2、建设-拥有-运营（Build-Own-Operate,BOO），由BOT方式演变而来，两者区别主要是BOO方式下，社会资本或项目公司拥有项目所有权，但必须在合同中注明保证公益性的约束条件，一般不涉及项目期满移交。

二、发改委提出的PPP运作方式

1、经营性项目。对于具有明确的收费基础，并且经营收费能够完全覆盖投资成本的项目，可通过政府授权特许经营权，采用建设-运营-移交（BOT）、建设-拥有-运营-移交（BOOT）等模式推进。

2、准经营性项目。对于经营收费不足以覆盖投资成本、需政府补贴部分资金或资源的项目，可通过政府授予特许经营权附加部分补贴或直接投资参股能措施，采用建设-运营-移交、建设-拥有-运营等模式推进。

3、非经营性项目，对于缺乏“使用者付费”基础、主要依靠“政府付费”回收投资成本的项目，可通过政府购买服务，采用建设-拥有-运营（BOO）、委托运营等市场化模式推进。

表2.1 PPP融资模式方式的比较

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 大类 | 具体运作模式 | 优势比较 |
| 外包类 | MC，管理合同 | 私人部门承担整个项目中的较少部分职能，主要由政府出资，所以私人部门承担的风险比重较小。 |
| O&M,委托经营 |
| BT，建设-移交 |
| 特许经营类 | BOT，建设-拥有-转让（移交） | 社会资本可选择参与部分投资或是全部投资，通过合作，跟政府部门共同享有项目收益并同时分担项目风险。不仅发挥各自优势，还能节约经营成本，提供公共服务质量。同时政府部门可以根据项目的实际收益情况，向特许经营公司收取一定的特许经营费，因此特许经营类项目能否成功在大部分取决于政府相关部门的管理水平，最终项目的资产归政府部门所有。 |
| BOOT，建设-拥有-经营-转让（移交） |
| TOT，转让-运营-移交 |
| BLT，建设-租赁-移交 |
| BOOST，建设-拥有-经营-补贴-转让 |
| ROT，改建-运营-移交 |
| 私有化类 | BOO，建设-拥有-经营 | 私人部门负责项目的全部投资，在政府的监管下，通过向用户收费收回投资实现利润，并且所有权永久归私人部门拥有，不具备有限追索的特性，因此私人部门在这类PPP项目中承担的风险最大。 |
| DBFO,设计-建设-融资-运营 |
| BTO,购买-建设-经营 |

2.2.3 PPP融资模式的操作流程

地方政府方通过政府采购形式和民间资本申请，与中标单位共同组成的并且根据特定项目组建的SPV公司(项目公司)，项目公司签订合同获得特许经营权是PPP模式的特殊结构，随后由SPV(项目公司)负责整个项目的经营与管理。

整体的运作流程分为四个步骤:前期对各方的分析、组建并成立SPV公司(项目

公司)、开发运营及转移终止。但是根据每个PPP项目的具体特点的不同，其运

营模式也会有些许差异。

表2.2 PPP融资模式的操作流程

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 阶段 | 流程 | 政府职责 | 特殊单位职责 |
| 前期分析 | 项目选择 | 项目确定 |  |
| 可行性分析 | 对项目民营化可行性分析 |  |
| 成立SPV | 招标 | 制定发布招标文件 | 筹备成立SPV |
| 投标 | 对投标书进行评估 | 与相关单位达成合作 |
| 合作单位初选 | 合作单位初谈 | 意向投标和政府谈判 |
| 谈判、签约 | 与特许单位谈判 | 签约注册成立 |
| SPV正式注册 | 签订PPP协议 |  |
| 开发运营 | 项目开发 | 监督、支持 | 项目开发运营 |
| 项目运营 |  |  |
| 转移终止 | 项目移交 | 接管基础设施 |  |
| SPV清算 | 自己运营或者重新寻找运营商 |  |

2.2.4 PPP融资模式的目标

表2.3 PPP融资模式的目标

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 目标层次 | 机构之间 | | 机构内部 |
| 公共部门 | 私人部门 |
| 低层次目标 | 增加或提高基础设施服务水平 | 获取项目的有效回报 | 分配责任和效益 |
| 高层次目标 | 资金的有效利用 | 增加市场份额或占有量 | 有效服务设施的供给 |

PPP模式的目标有两种，一是低层次目标，指特定项目的短期目标。二是高层次目标，指引入私人部门参与基础设施建设的综合长期合作的目标机构目标层次。

2.2.4 PPP融资模式的优势分析

（1）消除费用的超支。公共部门和私人部门在初始阶段私人企业与政府共同参与项目的识别、可行性研究、设施和融资等项目建设过程，保证了项目在技术和经济上的可行性，缩短前期工作周期，使项目费用降低。PPP模式只有当项目已经完成并得到政府批准使用后，私营部门才能开始获得收益。因此PPP模式有利于提高效率和降低工程造成价，能够消除项目完成风险和资金风险。研究表明，与传统的融资模式相比，PPP项目平均为政府部门节约17%的费用，并且建设工期都能按时完成。

（2）有利于转换政府职能，减轻财政负担。政府可以从繁重的事务中脱身出来，从过去的基础设施公共服务的提供者变成一个监督的角色，从而保证质量，也可以在财政预算方面减轻政府压力。

（3）促进了投资主体的多元化。利用私营部门来提供资产和服务能为政府部门提供更多的资金和技能，促进了投融资体制改革。同时，私营部门参与项目还能推动在项目设计、施工、设施管理过程等方面的革新，提高办事效率，传播最佳管理理念和经验。

（4）政府部门和民间部门可以取长补短，发挥政府公共机构和民营机构各自的优势，弥补对方身上的不足。双方可以形成互利的长期目标，可以以最有效的成本为公众提供高质量的服务。

（5）使项目参与各方整合组成战略联盟，对协调各方不同的利益目标起关键作用。

（6）风险分配合理。与BOT等模式不同，PPP项目初期就可以实现风险分配，同时由于政府分担一部分风险，使风险分配更合理，减少了承建商与投资商风险，从而降低了融资难度，提高了项目融资成功地可能性。政府在分担风险的同时也拥有一定的控制权。

（7）应用范围广泛。可适用于城市供热等各类市政公共事业及道路、铁路、机场、医院和学校等。

因此利用PPP融资模式不仅可减轻政府的初期投入和风险，还可以提高项目的推进效率以及服务质量。同时通过公共部门与社会资本方共同合作，一起参与到项目建设与运营中，不仅可以增加项目的资本金数量、节省政府投资，同时降低较高的资产负债率与政府所承受的风险。通过政府方与民营企业形成长期的互利互惠关系，从而可更好的为广大人民群众和社会服务。

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

城投公司（城市建设与投资公司）是在市场经济条件下，代表政府作为城市基础设施建设投资，融资的市场主体，是特殊的经济实体和企业法人。 其主要职能是城市政府授权范围内的国有资产运营主体，依法享有出资人权利并承担国有资产保值增值责任。各城市的国有投资控股集团（城投公司）的主要职责因各地政府的目标不同而有所差异，城投公司的承担城市基础设施及市政公用事业项目的投资、融资、建设、营运、管理等任务；盘活城建存量资产，广泛吸收社会资本和国外资金，实施项目投资和管理、资产收益管理、产权监督、资产重组等。其根本任务在于不断提高城市基础设施的投资运营效率和全市经济社会可持续发展。

3.1.1城投公司的业务特征

城投公司的职能范围，一般限于城市基础设施的融资、建设与经营，其行业重点主要是市政基础设施，包括公共事业类，如供水、污水处理、供气、垃圾处理和城市公共交通等，和市政工程类，包括城市道路、桥梁、公园和绿地及其非经营性项目。通常不参与电力、电信、铁路、航空等国家级大型基础设施项目。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在基础设施领域引申出了“项目区分理论”。项目区分理论根据城市基础设施项目有无收费机制、有无现金流入，把城市基础设施项目区分为不同类型，然后根据项目的经营属性，来决定这个项目的投资主体、运作模式、资金筹集渠道以及权益归属。基于反映项目资产收益特性的分类标准，城市基础设施项目分为“非经营性项目”、“准经营性项目”和“经营性项目”三大类。

非经营性项目。此类项目无收费机制、完全按市场资源配置机制无法实现有效供给，属于市场失灵范畴，其项目蛀主要体现社会效益和环境效益。一般情况下，这类项目只能由政府提供。但是，政府的这种供给职能与其生产、经营职能是可以分离的，政府主要提供非经营性项目的建设规划、财政融资计划，而其生产经营可交由民营机构进行，如政府回购、承包经营等就是常用方式。

经营性项目。此类项目有市场收费机制，有资金流入，可通过市场进行有效配置，投资者的投资动机是谋求利润的最大化和投资价值的不断增值。此类项目可通过市场化的投资方式实现，如通讯、管道煤气等。因此此类项目应允许不同所有制形式的企业，以及个体化的、联营类的、合作制、国有的、跨地区、跨部门、跨所有制的资本，包括国外的资本进入。政府投资应该从该领域退出，并积极为该领域创造一个公平合理的竞争机制。

准经营性项目。介于经营性项目和非经营性项目之间，具有潜在的利润，但因其政策及收费价格没有到位等客观因素，无法收回投资成本。此类项目一般附带部分公益性，属市场失效或低效的范畴，需要通过政府适当财政补贴或政策优惠维持运营，待其价格逐步到位及条件成熟时，即可转变成经营性项目。

一般而言，真正能够推动市场进行市场化运作的纯经营性项目很少，大部分城市基础设施建设项目都是属于准经营性项目和非经营性项目的范畴。对于经营性项目，应以项目直接融资为主，辅之于间接融资；准经营性项目，应采取以间接融资和直接融资相结合，并辅之于政府补贴等优惠政策；而对于非经营性项目，则应主要依靠政府性投入解决其建设资金。具体见下表：

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 | 涉及使用费，可产生现金流，有盈利能力，可依赖利润偿还贷款 | 收费高速公路。桥梁、隧道等 | 全社会投资者 |
| 准经营性项目 | 可通过使用费收回部分成本，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，吸纳社会投资 |
| 非经营性项目 | 公司基础设施项目，成本回收有限，最好通过财政预算而不是市场借贷为安排资金 | 敞开式城市道路、公共绿化等 | 政府投资为主 |

需要注意的是，城市基础设施项目的经营性、准经营性和非经营性的区分并非绝对的、一成不变的，而是可以随着技术进步、政府理念、市场需求和收费机制等因素的变化而变化的。

**3.1.2城投公司的运作模式**

一直以来，公用设施的建设和维护所需资金，或直接生产和设施维护单位出现亏损，均由政府无条件地予以提供或补偿。市政公共事业在生产经营中亏损面大，国家及地方财政也背负着补贴亏损的沉重包袱。由于地方财政来源有限，地方政府面对巨大的基础设施投资需求，显得捉襟见肘。仅仅依靠地方政府财政中的城建基金无法支持巨大资金缺口。事实上，对于一个规模在扩张的城市，其基础设施主要投入是在非经营性公用基础设施项目上。从全国范围来看，非经营性项目的投入占总建设资金的60%-70%。

城市政府对城投公司的支持是多方面的，最主要的有城建基金注入、规费注入、税费返还、土地注入、存量资产注入和财政补贴等方式。

为了使城市基础设施建设在不完全依靠财政投入的情况下实现高效、可持续发展，必须建立与此目的相适应的投融资机制。城建集团的项目资金运作，基于项目区分理论，对各类业务区别对待。

城建基础设施中的经营性项目由于存在收费机制，在运营过程中有现金流入，并且能够实现盈利，因此，这类项目可以以项目本身的盈利能力作为基础，从各种融资渠道以各种融资方式吸收社会各投资主体的资金。

城建基础设施中的准经营类项目虽然存在收费机制，并且在项目建成后有现金流入，但是项目还不能通过自身运营实现收支平衡。甚至盈利。因此这类项目中，应该在科学、合理地预计项目投资规模、经营前景、财务状况的情况下，对项目未来的运营亏损进行尽量准确地估计。在此前提下，由政府财政以直接参与投资方式或吸引社会投资，而由政府对日后项目的非经营性亏损进行补贴的方式进行投资与建设。

城建基础设施中城市市区内的公共道路部分，由于不存在直接的收费机制，没有经营现金收入，加上这类项目又属于纯粹的公共产品，应由政府财政全额投资，并直接补贴这类设施的日常运营。

城投公司的业务运作中，将非经营性项目、准经营性项目归并起来，可以看出：

企业收入部分，主要包括：土地开发销售收入、经营性业务及准经营性业务的经营性收入及财政资金构成。其中财政资金有的属于补贴，有的属于公益性项目专项资金。

企业支出部分，主要包括：土地一级开发的成本（含拆迁）、市政及公用设施的工程建设费用、市政设施及公用事业等业务的运营费用，还包括累积形成债务的利息。

具体可见下图：

新建基础设施

新建公用设施

其他建设费用

基础设施维护

公共事业运营

其他运营费用

累积债务的利息支出

建设支出

运营维护

土地开发投入

其他收入

城建专项资金收入

准经营性业务收入

财政补贴收入

土地开发收入

城投公司

图

公共事业业务收入

**3.2城投公司面临的困境与转型**

近年来，各地政府都在逐步加大对城市基础设施建设的投入力度，这一方

面是为了提升城市的形象，完善城市的整体配套服务功能，另一方面是为了吸引优秀人才，反过来又更好的建设和经营城市，相辅相成。城投公司作为城市资产市场化的载体，受当地政府授权或委托，统一负责城市基础设施资产投资和经营活动，担负城市资产优化配置和保值增值的责任。

我国的城投公司经过近二十年的发展，有相当一部分已形成规模、资产雄厚并控制着本市较为优质的国有资产。但显然，这类公司的运作和管理还处于探索阶段。当初城投公司成立的本意是负责本来由政府承担建设的公共基础设施，这些大多归属于公益性项目，没有稳定性收益产生或者很少，这势必会增加城投公司的债务规模，其中的债务又或多或少的转移给当地政府，而政府则通过财政性资金予以偿还。国务院〔2010〕19号文明确规定了：对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务；对承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，则提出了更高的要求，并按市场化的方式实现商业运作。

城投公司所开展的项目属于纯公益性项目较多，项目开展后所形成的负债多由地方政府财政负责兜底，城投公司的发展壮大也就成为了地方政府债台累积的过程。纵观全国的城投公司，在经历了08、09年的迅速扩张之后，都出现了一些显著性问题，具体来说：包括以下几方面：

1.功能定位不清晰，法人治理结构形同虚设

城投公司作为地方特殊的国有企业，自诞生之日起就与地方政府间存在千丝万缕的关系。 作为城投公司出资人的地方政府大多通过授权地方国资监管机构作为出资人对城投公司实施监管。但在国资机构监管过程中，往往出现政企不分、 政资不分、 越位、 缺位、 错位等现象。 在国资国企改革 “1+N”的政策统一布局下， 城投行业作为地方国企改革的重点，明确功能定位、完善公司法人治理结构显得尤为重要。功能定位方面， 在 《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》 中提出，根据主营业务和核心业务范围，将国有企业界定为商业类和公益类。目前，多数城投公司的主营业务以城市基建的公益性项目为主。作为社会主义市场经济条件下的国有企业，自觉服务国家战略，主动履行社会责任是义不容辞的责任。但是,这并不意味着国有企业将成为地方政府违规举债融资搞建设的工具。建立契约型的政企关系，从地方政府城建的投融资体制着手，才能真正改变城投公司作为地方政府“融资工具”的命运。法人治理结构方面， 在 《国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》 （国办发 〔2017〕36号）中提出：“理顺出资人职责，转变监管方式。以管资本为主，出资人重点管好国有资本布局、规范资本运作、强化资本约束、提高资本回报、维护资本安全。”健全公司法人治理结构， 将监督、决策、执行等职能落到实处。而面临转型压力的城投公司多处于政企不分、职能定位不清，公司法人治理结构形同虚设的管理较为混乱局面。监管机构扮演了管人、管资本、管治理的多重角色，公司难以按照市场机制正常运转。错位、 越位、 缺位现象导致城投公司的法人治理结构难以有效发挥作用。

2.项目建设压力大，融资渠道面临监管制约

一方面，地方政府债务严控导致政企信用脱钩，政企信用脱钩导致城投融资趋紧。另一方面，政府城市化建设压力引致资金大规模需求，财政预算管理导致资金偿还期限错配，供给不足。地方政府在财政无力承担大规模基建的基础上，将大多数公益性项目建设重负转移至城投公司。在这一矛盾的供给需求下，城投公司承担的项目在缺乏经营性与稳定资金支持的双重压力下，往往难以为继。在融资渠道监管方面，财预50号文提出金融机构需按商业化原则履行

相关程序，审慎评估举债人财务能力和还款来源。 金融机构为融资平台公司

等企业提供融资时，不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、 安慰函等任何形式提供担保。银监发〔2017〕6号文从金融机构监管角度对平台融资风险管控提出要求，要求银行业金融机构不得违规新增地方政府融资平台贷款，严禁接受地方政府担保兜底。明晰债权债务关系，防范债权悬空风险。 城投公司将完全按照市场化规则举债融资， 金融机构的平台清单化管理加上地方政府债务全口径控制彻底封堵了城投公司违规融资的“后门”。

3.传统业务占比高，经营性业务有待开发

通过对106家省会级和地市级城投公司2018年审计报告的分析发现，在城投主营业务中，传统业务占比较高，经营性业务开发不足。从图3-2可知，从事城市基础设施建设业务的城投公司有90家，占比84.91%。以土地整理业务为主51家，占比48.11%。提供公汽、水务、供热等公共服务的有69家，占比 65.09%。其中公汽运营业务占公共服务板块25.64%，水务、供热、配套服务分别占41.03%、26.50%及6.83%（详见图 3-3）。而类金融业务占比只有27.36%,经营类业务的占比过低将直接影响城投公司整体资产质量的提高， 进而影响未来城投公司进行市场化直接融资的难易程度。

城投作为地方政府城市基建的重要抓手，其主营业务以传统基建为主不足为奇。通过对全国106家城投公司的分析发现，随着城投市场化转型的持续推进，不少城投公司已开始多元化业务布局。在城市基建业务的基础上，通过发挥自身优势，不断向金融、旅游、养老、房地产等经营性领域延伸。 可以预见， 未来多数城投公司将实现业务多元化的集团式发展。 而且，随着城镇化基建任务的完成，传统的基建业务将严重制约城投公司的可持续发展。不少专家学者提出，城投公司转型的最佳方向即是从城市建设转向城市运营。 利用自身积累的经验与基建优势，实现国有资产优化整合。同时，凭借其地方国企的独特身份，将城市资源作为运作整体，通过城市资产的整合、 配置、 运营， 最终实现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[[1]](#footnote-0)

图3-3公共服务板块具体分布情况[[2]](#footnote-1)

1. 运营类人才缺乏，市场核心竞争力不足

2017年，政策强监管下的城投公司先后宣布退出政府融资平台。退出平台后的城投公司面临市场化转型发展。 脱胎于城市基建的城投公司优势在于项目建设、项目管理，而项目运营、资产运营、公司运营等方面的劣势将直接决定城投公司转型后的市场核心竞争力。城投公司的核心竞争力归根结底将是核心人才的竞争。长期服务于地方政府基建项目的代建，导致大部分城投公司在资质储备方面存在严重不足。 换言之， 城投公司各专业领域的人才比较匮乏， 尤其缺乏具备相关资质的人才。项目运营方面，由于之前的城投建设项目多以公益性为主，不以营利为目的。建设完成后移交至地方相关主管部门， 较少涉及项目运营的问题。市场化转型后，城投公司业务将更多偏向于经营性或准公益性项目。 对于此类项目的运营管理的能力将直接决定项目的收益回报率。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是公司转型发展道路上的绊脚石。

1. 区县级城投公司资产质量较差，转型发展压力较大

对多数区县级城投公司而言，由于所处地区财政实力较弱、基建任务繁重、 企业自身经营性资产较少，在市场化转型发展需求与自身资产质量不高的现实矛盾下，承担着较大的转型压力。许多区县级城投公司当初都是通过注入大量诸如储备土地、政府办公大楼、公园、广场等无法变现、流动性不足的公益性资产作为注册资本成立的， 这直接导致了大多数区县级城投公司资产大而不实、 虚增严重。 公司自身的经营性资产严重匮乏，远不满足市场化经营的需要， 也不符合市场化企业发展要求。从2010年的国发19号文开始，到2017年的财预50号文均反复强调严禁将公益性资产和储备土地注入城投。因此，城投公司先前注入的公益性资产理应剥离出去,即使尚未剥离，其公益性资产也无法用于公司的融资抵押和发债。 在外部切断政府信用背书与内部资产质量不高的双重压力下，区县级城投公司转型发展将面临巨大挑战。

**3.3城投公司投融资现状及对策**

城投公司又称投融资平台公司，是我国经济改革和城镇化进程的产物。一提到城投公司任免可能条件反射地会想到高额的负债以及和政府财政扯不清的关系。本文对我国地方政府投融资平台筹融渠道与风险进行深入剖析，分析了债务风险的表现形式及地方债务增长的原因，并提出防范和缓解地方投融资平台债务风险的对策与建议。   
　　国务院一纸43号文，令地方投融资格局全面转向，渠道受到约束，对还债压力大而资金短缺的城投公司来说，如何在现有政策环境下，保证政府和企业信用、确保及时满足还本付息需求是当前融资面临的主要课题。   
　　城投公司在促进当地经济快速发展、加快城镇化进程上发挥不可替代的重要作用。然而仅通过城投公司融资和承担融资债务来满足巨大的城市改造、建设资金需求的方式，留下了自身债务居高不下和地方政府隐形财政债务的隐患。在国务院43号文下发之后，地方政府的融资渠道受到约束，地方财政的偿还能力将捉襟见肘，隐性债务问题可能迅速“显性化”，对还债压力大而资金短缺的城投公司来说，如何在现有政策环境下，保证政府和企业信用、确保及时满足还本付息需求是当前融资面临的主要课题。   
**3.3.1城投公司筹资中存在的问题及风险**   
　　还款来源严重不足，必须依靠融资解决。城投公司资金融入量较大，平时要支付巨额的利息成本，进入资金偿还期需要大量资金偿还本金，而资金偿还的主要来源是地方政府的财政收入以及部分经营性收入，其中财政收入是主体。而地方财政收入往往又不能及时满足需要。为了保证政府和企业信用，大多数城投公司只能依靠融资或债务重置来缓解即期还款压力。尽管城投公司想方设法地满足了当期还款资金需求，但还款压力并未减小，仅仅是将一部分压力置后，且为筹集还款资金而不断加强融资，债务规模只能越滚越大。   
　　银行信贷监管未放松，创新融资难以为继。自2010年监管部门加强对地方融资平台融资管控以来，银行对融资平台的信贷政策从未放松，尤其是公益性项目融资的银行贷款渠道基本被堵死。而城投公司负责的城建项目中绝大部分为公益性项目，这些项目要么尚无平衡来源，要么平衡机制不健全，还款来源均无法落实，不符合银行融资条件。鉴于此种情况，为保证资金链条不断，平台公司必须调整融资政策，加大创新融资工作。一方面，通过发挥平台公司公司综合优势，在债券市场上发行各种期限的债券；另一方面，充分利用金融机构全方位服务优势，争取租赁、保险、信托等各类资金支持城建融资。但随着创新融资规模的不断扩大，其弊端也逐步显现：   
　　一是此类债务期限相对较短，即期还款压力巨大。创新融资一般融资额度大，期限1-5年（多为2-3年），且本金多是到期时一次还清，这些债务本身也无平衡机制，政府债务实际上还是没有解决还款来源问题，只有依靠扩大融资规模继续周转。   
　　二是受政策影响大。国务院43号文发布后，国家发改委及交易商协会已实质性暂停了平台类公司政府性发债审批，私募债按最新政策多数平台公司已经入负面清单，到期债务的偿还面临很大的风险。另外，按照交易商协会等监管机构的相关规定，发债融资用途只能用于经营类项目或政府负有担保责任和救助责任的项目，且要求市政府承诺募集资金不被认定为地方政府性债务，举借债务不会增加地方政府债务规模。   
　　财务状况整体堪忧，持续融资无法维系。一是大多数城投公司资产负债率长期高居不下，二是公司资产质量不高，基建项目资产投资回收期较长，且大部分项目资金平衡机制难以落实，资产的流动性和收益性均严重不足。三是财务状况存在不确定性，易影响企业评级而造成信用风险。平台公司虽然通过多种措施不断优化财务状况，为融资创造了基本条件。但都只能短期解决公司问题，未能从根本上提升公司财务质量。而一旦公司财务状况不能持续向好，则公司信用评级将会受到影响。   
　　利息资本化问题。一方面城投公司的资金来自各金融机构，贷款期限、利率不一，使用时相当于资金池，很难与具体项目相对应，另一方面，建设单位及工程项目受多方面的行政管理，计划色彩浓重，弱化了作为投资主体的地位和作用，大多数城投公司暂将银行利息计入待摊科目，未分摊到各在建项目。如对某一工程项目投资较大时，其资金使用多数为借贷金融机构资金，其融资产生的利息有时会在未来五至十年，甚至更久才能完全还清，而项目往往在二、三年内就交付使用了。而根据现行会计制度的规定，在达到预定可使用状态后，应停止相应的利息资本化。因此在竣工决算审计中，利息资本化的金额及其计算方法也是容易引起争议的主要矛盾点之一。   
**3.3.2城投公司筹资应对策略**　　筹资中存在的问题及风险的应付策略。一是调整债务期限结构，尽量用中长期融资置换短期到期债务；二是继续提高自身经营能力，盘活存量资产，特别是加大土地资产盘活力度，增加与重点项目打包对应的土地收益，缓解政府债务还款压力；三是加强与财政部门汇报，积极反映债务实际情况和融资困难，及时掌握地方政府债券发行工作进度。争取地方政府债券资金并合规置换存量债务。   
　　利息资本化问题的应对策略。利用信息化技术建立项目台账，对尚未明确用途的资金，同时建立资金拨付渠道台账，记录还本付息资金使用渠道。加强与财政及审计等政府部门的沟通与协调。争取相应的政策支持，尽早明确利息计算方法，测算项目利息资本化的金额。   
　　地方政府融资平台作为城市经济社会建设的重要参与主体，其使命巍然，责任重大，随着一系列限制地方政府负债行为规章制度的出台，政府投融资平台的存续发展又到了重要的关口，转型发展之路任重而道远。债务风险管理将成为各级政府和城投公司下一步发展必须关注的焦点和重点，结合融资平台负债特点，构建科学有效的偿债机制是应对这一焦点问题的重要手段。

3.4 城投公司运用PPP模式现状分析

2018年对于中国PPP的发展来说，是很不平凡的一年。既可以说是整顿规范的一年，也可以说是面向高质量发展新时代的一年。本部分以财政部PPP综合信息平台以及现代咨询专业数据库中的数据为基础，通过对相关数据进行多维度分析，全面展示2018年我国PPP行业的发展现状。

3.4.1 PPP项目总量变化情况

2018年9月末，在库项目总数量12470个，总投资额17.3万亿元。其中，管理库项目数量8289个、投资额12.3万亿元；储备清单项目数量4181个，投资额5.0万亿元。2018年以来，上半年PPP项目总体下降趋势显著，下半年下降幅度逐渐减缓并企稳。

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项目的持续推进，各阶段的项目均出现了一定幅度的波动：准备阶段的项目数量及投资额出现回落，采购阶段的项目持续攀升，执行阶段的项目加速上升。

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）

**3.4.2 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3-9 累计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3-10 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3-11 落地项目数量及项目投资额行业分布

2018年，规范效果已见成效。管理库落地项目数量、投资额的不断增加，落地率的稳步提升正是政策效果的最直观反映，说明PPP项目的发展质量已得以提升。

3.4.3 PPP项目领域分布情况

2018年9月末，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发项目表现出了绝对的优势。同时，结合项目数量同比增长率看，生态环保、城镇开发、交通运输、教育等类PPP项目在2018年展现出良好的成长趋势。

图3-12入库数量、项目投资额行业分布

图3-13 各行业项目数量同比增长率

行业集中度较高，未来应积极推广PPP模式在能源、社会保障等一些公共服务领域的运用，逐步化解行业不平衡问题。

3.4.4 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3-13 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3-14 基于项目数量的三大回报机制趋势

项目回报机制集中于可行性缺口补助项目，使用者付费项目过低。关键点在于：应根据不同的行业属性、项目的具体情况，灵活选择、合理设置PPP项目的回报机制。

3.4.5 PPP项目社会资本情况

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 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 |

图3-15 不同所有制社会资本PPP项目数量与投资额

2018年9月末，国企项目数量及投资额均高于民企；同时国企占比出现下降，民企稍微增加。可见，未来民企在轻资产、重运营PPP项目上具备成长空间。同期，国企项目数量占比减少为50.91%，民企占比增加为35.34%。但国企仍是PPP落地项目的主要推动者，民企在PPP项目中的参与度有待进一步提升。

 图3-16 2018年9月末项目社会资本类型分布

社会资本层面，继续以政策法规为指导，积极鼓励民间资本参与PPP模式。此外，还应鼓励专业投资运营机构、金融机构作为社会资本方直接参与PPP项目，充分发挥运营管理优势。

3.4.6 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3-17 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3-18 存量项目投资额及占比情况

存量项目规模呈下降趋势，且下降趋势逐渐减缓，表明我国积极鼓励运用PPP模式盘活存量资产。然而占比依旧过低，可见存量项目PPP的运作尚存较大的市场空间待挖掘。

3.5城投公司运用PPP模式当前困境

3.5.1 PPP项目整体运作时间有待优化

PPP项目合规性流程多，审批单位较多，项目修改、审批各环节均需严格按照预定时间进行，而民营资本缺乏地方政府的各类资源，因此难以在城市规划和部门沟通等方面拥有便捷优势，从而导致项目整体推进时间较长。

因此地方政府应该牵头成立组织，在合法合规的前提下，研究将相关审批环节进行优化、并联等，组织专项会议集中审核，快速形成反馈意见，明确规范各环节的工作流程，持续提升项目落地效率。

3.5.2 公益性项目普遍缺乏规划

从目前各地方推进的PPP项目类型来看，主要还是以市政基础设施项目、政府类项目为主。而一些公共服务领域，如医疗卫生、文化体育、环境卫生等行业PPP项目相对较少。从国家整体PPP运作导向上来看，在后续的PPP项目中，应该在公益性行业更多地引入PPP模式，进一步考虑PPP行业的均衡性、示范性，使项目类型更加多元化和丰富。

3.5.3 政府融资成本限制与社会资本预期回报相冲突

从利益角度讲，地方政府关心的是在保证项目质量的前提之下如何降低项目投资成本，如何用更少的资金来撬动大量的社会投资，缓解财政资金支出的压力。尤其在控制融资成本时，地方政府通常希望社会资本最好能找到政策性银行提供贷款，或者和商业银行对接的融资成本不高于基准利率等要求；另一方面，社会资本参与PPP项目的主要目的是实现企业投资运营的经济效益，赚取经济利润。所以政府和社会资本的价值取向存在冲突，需要平衡兼顾。

  因此地方政府需要优选合作伙伴，才能提高效率降低成本。PPP是一种全过程合作，项目公司在建设过程中就得考虑今后的运营，尽量通过设计的优化来降低建设成本。

3.5.4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资、融资、建设、管理及运营经验，需要拥有能够实现最佳社会效益与经济效益等方面的综合能力。在推进市场化运作比较早、程度也比较深的自来水厂、污水处理厂、生活垃圾处理设施、天然气等少数领域，国内已经出现批量的合格社会资本，占据比较高的市场份额。但是，在轨道交通、市政管网、环境治理、海绵城市等更多领域，仍然缺乏批量的具备综合能力的社会资本。

近年在PPP领域唱主角的央企施工企业，融资能力与运营能力的培育和提升，也至少需要5年以上的时间，并且难度很高。此外，理论上虽可通过组建联合体来整合不同类型机构的能力，但由于联合体的责任与利益划分、连带责任的法律界定、联合体本身的不稳定等问题，地方政府也有较多顾虑，因此挑战也很明显。

3.5.5 优质项目缺乏

当前对于PPP而言，市场上优质项目太少，这会影响PPP的后期效果。经过长期投资建设，我国在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、重大市政工程等基础设施领域形成了大量优质存量资产。因此当前重要的是要发挥政府在PPP建设中的协调作用，重点培育优质项目，加快运用PPP模式、规范有序盘活基础设施存量资产，积极引导社会资本进入PPP领域，形成PPP投资的良性循环。

**第四章 城投控股PPP融资案例分析**

4.1 城投控股基本情况

4.1.1城投控股简介

城投控股控股股份有限公司(简称“城投控股”)是一家以地产业务和投资业务为主的国有控股上市公司。城投控股的前身是上海市原水股份有限公司,于1992年7月改制成为股份制企业,公司股票于1993年在上海证券交易所上市交易。2008年,通过定向增发股份,购买控股股东原上海市城市建设投资开发总公司旗下的上海环境集团有限公司和城投控股置地(集团)有限公司100%的股权,从单一水务业务向拥有环境业务、地产业务和投资业务等多元业务的战略转型。2013年,公司探索混合所有制发展模式,引入联想控股旗下弘毅投资作为战略投资者,借助战略投资者的国企改制经验,促使公司在经营模式、治理结构、体制机制上进一步面向市场深化改革。2014年,公司启动重大无先例资产重组,换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司(简称“阳晨B股”),由上海环境集团有限公司承接阳晨B股并分立成为独立上市公司,于2017年3月完成。重组完成后,城投控股正努力成为一家核心主业突出、业务发展均衡、竞争能力较强的综合类上市公司,围绕金融和地产主线,以产融结合、以产带融、以融促产为发展模式,借助重组契机,转型发展成为专注于城市基础设施投融资及城市更新综合开发的投资控股集团。

城投控股是肩负着“政府性投融资主体、重大项目建设主体和基础设施安全运营主体”三大职能的大型产业集团，主营业务覆盖路桥、水务、环境和置业四大板块，在上海市城市功能拓展和城市环境改善等方面发挥了重要作用。是上海市政府最重要的基础设施产业集团，在资金等方面得到了上海市财政的大力支持。主要的方式有：上海市财政局针对城投集团参与的具体项目划拨项目资本金；以偿债资金等形式划拨给城投控股用于城市基础设施项目按时还本付息；城市建设各项专项拨款。这些政府的支持为城投控股的转型提供了重要的前提。

4.1.2 城投控股转型发展历程

城投控股控股股份有限公司（以下简称“城投控股”）是由城投控股（集团）有限公司（以下简称“城投控股集团”）、上海同盛投资（集团）有限公司（以下简称“上海同盛”）和上海国际港务（集团）股份有限公司（以下简称“上港集团”）三个主体重组而成。从2014年11月开始，上述三家城投公司进入资产重组状态，这是典型的通过重组方式进行的城投平台转型案例。具体的转型及资产重组过程见下图：

城投控股资产重组

股权变化

资产重组

2014年11月

上海同盛持有上港集团23.26%的股权，为上港集团的第三大股东

上海同盛与上港集团签署《股权转让框架协议》，将由上港集团现金收购上海同盛投资集团资产管理有限公司100%股权、上海同盛置业有限公司100%股权、上海同盛电力有限公司100%股权、上海同盛水务有限公司92.31%股权、上海同盛物流园区投资开发有限公司100%的股权、上海港政置业有限公司100%、上海盛港能源投资有限公司40%股权

2015年1月

划转前上海市国资委直接持有上港集团40.8%的股份，为上港集团控股股东，划转后上海市国资委持股35.2%，城投控股集团持股5.61%

上海市国资委拟将其持有的上港集团股份（占上港集团总股本的5.61%）无偿划转予上海市国资委之全资子公司城投控股集团

2015年2月

上海同盛和城投控股集团均为上港集团股东

上海同盛将三家子公司上海同盛河航道建设发展有限公司、上海同盛大桥建设股份有限公司和上海同盛城北置业有限公司100%股权无偿划转给城投控股集团

2017年1月

上海同盛在与上港集团签订的《股权转让框架协议》基础上，对标的公司的范围进行变更，上港集团拟以现金收购上海同盛持有的同盛物流、同盛置业、港政置业及盛港能源四家子公司的股权

上海同盛持有的上港集团股份比例下降

2017年6月

为支持上港集团与中国远洋海运集团的战略合作伙伴关系的建立，上海同盛将其持有的上港集团15%的股份转让给中国远洋海运集团

反哺

**经营类**

可市场化运作的业务

**准公益性/运营类**

有收费机制，但不能覆盖成本

**公益性**

无收费制度的政府建设项目资产

**上港集团**

**上海同盛**

**城投控股集团**

实现资产重组后，业务模式发生变化：上海同盛除持有上港集团股权外，主营业务范围主要是东海大桥与洋山深水港区工程建设及综合开发经营。同时，原内河航道和疏浚等公益性业务随相关资产一并划入城投控股集团，而其他经营性资产则进入上港集团。这一过程完成后，新组成的城投控股（集团）实现了股权的集中，且各经营板块划分更为明确。经过资产的分割和分类管理，城投控股转型为多元化的企业集团，通过经营性资产反哺公益性事业，实现了经营的可持续性，企业信用体系建立。

（1）明确的战略定位转型。城投控股的前身上海城市建设投资开发总公司成立之后一直定位为政府融资平台，1992-2014年累计替政府筹措各类建设资金4000多亿元，约占上海全市基础设施建设投资额的四分之一。在进行公司制改制后，城投控股的战略定位也随之调整，从之前的投融资主体、建设主体和运营主体转变为城市基础设施和公共服务整体解决方案提供商，不再定位为投融资主体。在具体发展思路上，城投控股主要围绕项目咨询、管理、运营，创新探索专业服务与金融服务两轮驱动的商业模式，在立足并服务上海市的基础上，也为不同规模、发展阶段、地域的城市提供基础设施和公共服务的整体解决方案。

（2）全面推进公司法人改革。上海城市建设投资开发总公司在成立时是以全民所有制企业注册的，不符合现代企业治理的要求。在转型之初，城投控股积极开展公司法人改制，以明确政府和企业的产权边界，从而有助于调整政府和企业的关系，便于公司内部按照市场化运营的要求开展日常管理。城投控股围绕“集团化、市场化、专业化”的总体转型发展思路，按照现代企业法人治理构架的要求，诊断和再造母公司对子公司的管控模式，从而完善公司治理。不仅城投控股自身采取总裁和党委书记分设的模式，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，均是按现代企业制度要求，实行董事会领导下的总经理负责制。

（3）厘清母子公司和各业务板块的界限。上海城市建设投资开发总公司资产规模较大，涉及的业务领域较多，公司内部组织关系复杂，都为转型发展带来困难。为此，城投控股借转型发展的机会对母子公司和业务板块的界限进行全面厘清。在母子公司方面，城投控股是出资人、总战略制定者、资源支持平台，而子集团、子公司则是出资对象、子战略的制定执行者、日常的运营平台。子集团、子公司日常的经营活动都是自主开展，城投控股除向其派驻董事和监事外，不介入具体的经营活动。在业务板块方面，城投控股也进行了全面的厘清，明确专业子集团禁止开展专业方向以外的所有经济活动，以减少集团内部不同子公司之间的不当竞争。如城投控股公路投资(集团)有限公司不得参与与城市市政设施、道路设施建设无关的投资、咨询、管理活动。再如在环境板块内部，将属于公益性业务的环卫集运、保洁等业务划入上海环境实业有限公司，将可市场化运营的垃圾焚烧业务划入上海环境集团股份有限公司。

（4）分类制定转型发展策略。在转型发展中，城投控股对其资产进行分类管理，主要分为平台类、运营类和经营类三类。平台类是无收费机制的政府建设项目资产，运营类是有收费机制但尚不能覆盖成本的公用事业资产，经营类是市场化运作的资产。目前城投控股经营类资产主要集中在城投控股控股股份有限公司、上海环境集团股份有限公司两家上市公司，公益类与项目类资产则集中在城投控股集团总部。在细分的同时，城投控股也充分发挥不同类型资产之间的协同作用，从而提高经济效益。如城投控股资产管理(集团)有限公司不仅要发挥其在房地产租赁、策略性投资方面的优势，与其他板块做好协同发展，更重要的是要利用市场化的方式开拓城投控股的资产经营业务，盘活城投控股的内部优势资源以提高经济效益。

（5）优化考核标准和方式。城投控股在对业务和资产进行分类后，不仅可以清楚地核定各项财务指标，改变预算软约束局面，更为经营核算、绩效考核等提供了极大的便利，也有助于企业更好地配置资源。如在把资产划分为平台类、运营类和经营类之后，城投控股针对三类资产采取不同的考核目标，平台类主要考核项目管理和投资控制，运营类主要考核效率提高和成本压缩，经营类按照市场化方式考核利润指标。在转型发展中，城投控股也按照发展战略，有所侧重地向优势或优秀企业配置资源，以打造其核心竞争力。

（6）积极推进混合所有制改革。城投控股也积极推进混合所有制改革，通过股权结构的改变优化公司内部治理，提高治理效率。2013年2月，上海城市建设投资开发总公司发布公告，拟转让其持有的城投控股控股股份有限公司的股份298 752 352股，占总股本的10%，从而为后者引进战略投资者。2014年1月，这笔股权转让最终确定受让方是联想控股旗下的弘毅投资，使其当时成为城投控股控股股份有限公司的第二大股东。在此过程中，城投控股不仅保持了国有股份的控股地位，也与非国有投资主体建立起战略合作伙伴关系。

4.2城投控股PPP转型动因分析

根据《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知（国发〔2010〕19号）》文的定义，地方政府融资平台是指指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。

根据《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理问题的通知的相关事项的通知（财预〔2010〕412号）》文的定义，融资平台公司是指由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。城投公司在经营中承担着政府投资项目的融资任务，并使用财政资金偿债，或其负责的政府投资项目的融资由政府提供直接或间接担保，被普遍视为地方政府的融资平台。

**4.2.1**城投公司转型具有的优势****

城投公司的成立和发展是与我国经济形势的发展密切相关的。为了防范地方政府债务激增带来的经济风险，2014年国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发43号文），该文明确提出了为了规范地方政府债务管理，要剥离融资平台公司政府融资职能，推广使用政府与社会资本合作模式,鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。

随着中国经济发展下行压力的增加，2015年国务院进一步出台了《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》。为了严控地方政府隐性债增量，财政部随之颁布了一系列规范地方政府投融资行为的政策，如《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》、《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》、《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》，上述法规和部门规章旨在于严控地方政府债务，城投公司作为政府的传统投融资平台政策红利逐步消失，转型之需箭在弦上。

作为政府经济建设麾下的排头兵，城投公司在积极参与城市基础设施建设、提供公共服务的过程中积累了无可替代的优势。区域深耕，城投公司通过提供长期服务，在其业务聚集地积累了丰富的地方资源和人力资源，有利于其在区域内因地制宜进行纵深发展，发掘新的经营机会。横向扩张，城投公司在行业发展初期建立的业务版图，为其业务造血提供了前驱保障，例如专注于某些特定领域的和行业的城投公司在产业布局上拥有先发优势。融资创新，城投公司在剥离地方政府投融资平台角色、自身向市场化转型的基础上，可以利用优质资产进行融资租赁、通过ABS/TOT等模式盘活存量资产、对优质资产发行专项债券、借助第三方增信平台实现银行贷款、债权信托、或通过上市、混改及架构产业基金实现股权融资，创新融资途径。因此，城投公司的转型优势。

**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。”

以上三文均对政府平台公司作为PPP项目参与主体进行了细致的规定，总的来说，在实现市场化转型、脱离政府融资角色的平台公司可作为社会资本方参与本级政府辖区的PPP项目。在积极参与本地/本级政府PPP项目的基础上，进一步参与非本级地方政府辖区的PPP项目是各城投公司转型逐步深化后的更高目标。

**4.2.3**城投公司转型PPP的类型分析****

由于区域及发展时间的差异，不同的城投公司呈现出不同的特征，可简要概括为以下几种类型。

第一类属于轻资产类企业，仅具备投融资能力，在政府项目的投融资过程中仅承担平台角色，这类企业可在PPP项目中担任政府出资平台角色，但经营性业务能力并未得到实质性改善。轻资产类城投企业作为政府方出资平台参与到PPP项目的过程中，除了承担传统的融资责任、在项目公司中可以占股行使股东权利对PPP项目进行内部把控之外，还可以利用自身专业，创新融资方式。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，旨在于提升公共财政的有效性、控制集团的资金风险、提高依法参与城市基础设施建设程度，保障PPP项目资金合规，保障国有资产的有效增值，同时也有助于城投控股的转型发展，提升集团核心竞争力。

第二类城投企业是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有突出的经验和基础，可在PPP项目中担任社会资本方，但仍需要借助其他社会资本方的力量完成PPP项目的运营维护。

第三类城投企业已经具备了一定的企业规模，有较强的投融资能力、项目建设能力和公用事业服务运维能力，此类城投公司可以独立担纲PPP项目中的社会资本方，在区域内形成完整的经营生态圈。第四类城投企业是具备良好的市场竞争力，可以在自身擅长的领域布局全国，拓展业务地理版图，在全国范围内抓取行业机会，主力推动PPP项目成为企业经营的主力业务。城投公司转型参与PPP项目是城投公司整合自身资源配置、提升经营能力的不二选择。但是否所有的城投公司都适合转型做PPP项目，这个问题的答案显然不是肯定的。因此要对不同的城投企业做以区分。

（1）联合多方，合力共赢

PPP项目可被分为新建项目和存量项目，针对具有稳定现金流的存量项目，为了盘活优质资产，化解存量项目的债务问题，按照发改委财金司出台的《发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知》，城投公司可以以劣后出资人身份成立政府产业基金，引入其他社会资本，并将其注入存量项目中，再通过债转股的方式，成为优质存量资产的大股东。于此同时，城投公司还需要牵头成立项目公司，以政府产业基金注资项目公司，成为存量资产的经营主体。可以预见的是，类似于“华西证券-川投PPP项目资产支持专项计划”这种以具有稳定现金流的存量项目为标的资产证券化产品，可以迅速实现资产证券化，帮助城投公司顺利退出。

此外，以龙元建设参与杭州城建混改为例，龙元建设作为PPP行业社会资本方的巨擘之一，在杭州城建混改中持股60%，利用自身上市融资的渠道为杭州城建拥有的优质资产和专业运营团队提供资金保障，也为其他城投公司转型挖掘产业链价值提供了新的思路。

（2）持续造血，深挖经营价值

以杭州城投参与的已经进入运营阶段的杭州紫之隧道PPP项目为例，杭州城投作为社会资本方，负责紫之隧道的投融资、建设、经营和移交，并获得合作期内的专营权。凭借自身良好的信用资质，杭州城投以较低的融资成本获得了金融机构的融资。在建设期，借助杭州城投旗下城建发展公司项目建设管理经验，顺利完成了紫之隧道工程的建设任务，最终验收质量优良率、交付验收合格率均为100%。在运营阶段，杭州城投旗下杭州市路桥集团有限责任公司成立专项运营管理部门，对项目进行日常的运维养护。

杭州城投集团形成了一条项目投融资、建设、运营全生命周期的产业链，良好的运营给集团带来了收益，从而又增强了集团的投融资实力，形成良性发展闭环。城投从一个政府的投融资平台，转型注入新鲜血液，深挖产业链价值，实现了经营能力的突破。

（3）布局全国，奠基行业龙头

以城投控股为代表的涉足PPP业务的上市公司为例，此类城投集团已经站在了新的高度为城投企业的转型探索新的方向，城投集团的定位不仅仅是市场化转型后的基础设施的建造者，更是城市综合服务的运营商和公用事业服务的供应商。

归纳发现此类城投集团的发展，不难发现以下几个特征：

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。

4.3 城投控股融资方式分析

4.3.1 城投主要融资方式

中央政府从2010年到2017年一系列政策，旨在划清城投债务和地方债务的关系，因此城投举债的监管也越来越严格。但是城投平台所承担长期所承担的基础设施和公共服务项目建设、运营责任，在短时间之内还无法完全剥离，因此如何合法合规的融资，成为地方政府和城投平台的现实问题。

目前，城投公司可行的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**

股权融资有上市、混改、产业基金等方式

**上市：**城投上市的好处是显而易见的，通过出让股份获得不用偿还的资金，上市后还可以通过定向增发股票继续融资，上市后成为上市公司在银行贷款、发行企业债券方面利息都会比较低。但是对于城投而言，登录资本市场IPO绝非易事，只有部分进行市场化转型比较成功的，实力较强的省级、市级投融资平台才可以成功上市。目前成功上市的城投平台有城投控股、中天城投、泸州水务等。

**混改：**混改是指国有城投平台进行市场转型，引入一些民营资本进入，2015年9月国务院印发《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革。对于市场化程度高的城投企业，混改也不失为改革方向之一，通过转让股份获得资金。但是也和上市一样，资本只青睐实力比较强的城投平台，那些经营上现金流比较大的企业，不具有优势。

**产业基金：**产业基金是指城投公司作为项目发起人联合社会资本，一起以股权投资的方式参与基础设施和公共服务项目的建设和运营中去，城投手里有优质项目，社会资本手里有资金，因此这种合作模式能缓解城投的资金压力，往往能行之有效。2014年国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》也就是国发43号文，加强了对地方政府债务的规范，并推广政府和社会资本合作模式。由于可以缓解当期财政压力，能够发挥杠杆效应的产业基金模式也迅速发展。产业基金属于私募基金，一般采用有限合伙模式，有限合伙基金中，普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）共同成立有限合伙企业。对于有限合伙企业的债务，GP承担无限连带责任，而LP以其认缴的出资额为限承担有限责任。目前相当比例的PPP项目，是通过产业基金的方式参与，产业基金的投向很广，除基建和公共服务项目外，还支持创新创业、中小企业发展和产业转型升级与发展等。

**(2)债权融资**

城投平台通过债权融资模式主要有银行贷款、发行债券、债权信托和融资租赁。

**银行贷款：**2011年中国银监下发了《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明 》的通知，银监会建立了银监会融资平台名单，不得向银行“名单制”管理系统以外的融资平台发放贷款，并且要求银行对城投平台贷款只能减少不能增加。对大多数的城投平台而言，银行贷款时获得外部融资支持最主要的方式，中国土地财政的核心就是，以城投公司做平台、以土地作为抵押、以政府信用做隐形担保，三者配合源源不断的为城镇化建设提供资金支持。但不同的是政府投融资改革过程中，担保方式逐步由地方政府的隐性担保向市场化担保转型。采用银行贷款的模式，如果没有政府的隐形担保，那么城投平台的市场化融资能力有限，城投需要第三方担保机构增信筹资，从而银行才会贷款。

**发行债券：**城投债，又称“准市政债”，是地方投融资平台作为发行主体，公开发行企业债和中期票据，其主业多为地方基础设施建设或公益性项目。从所发债券类型看，主要包括企业债、公司债、短融、中票和定向工具。

**债权信托：**债权信托，指的是委托人将其合法拥有的各类债权委托给信托投资公司，由信托公司管理、运用或者处分，以提高债权资产的价值和流动性。信托公司根据债权的信用等级和现金流等特点设计成信托产品，将债权信托收益权有偿转让给社会投资者，债权信托的委托人获得资金。信托期满后，委托人回购债权。城投公司是信政合作的主要载体。相比于其它方式融资，信托融资流程相对简单、操作快，即使是成本较高，也受很多通过其它融资有难度的城投公司欢迎。

**（3）融资租赁**

融资租赁是指出租人根据承租人对租赁物件的特定要求和供货人的选择，出资向供货人购买租赁物件，并租给承租人使用，承租人分期向出租人支付租金。在租赁期内租赁物件的所有权属于出租人所有，承租人拥有租赁物件的使用权。在地方债务监管趋严的背景下，剥离地方政府的隐性担保后，融资租赁公司威城投平台融资的渠道越来越窄，以后通过这种方式融资也越来越困难。

**(4)经营权特许融资**

城投公司作为一种特殊类型的国企，所持有的资产，可以分为经营性资产、准经营性资产和非经营性资产三种。经营权特许融资主要是BOT和PPP两种方式。

**（5）资产证券化（ABS）**

资产证券化，指的是把能够产生稳定现金流的资产打包出售，通过结构化的设计后，在金融市场上发行具有固定收益流的可流通有价证券。例如城投公司有某一条公路的收费权，城投通过资产证券化手段，把未来一段时间收费折算成当期的现金，这样城投就通过资产证券化盘活了自身的资产。

4.3.2 城投PPP融资模式

意向担保等

特许权协议

私人参与者（一般为投资财团）

基金

建筑、经营企业

公共部门（一般为项目发起人）

相互协调

共同决策

项目建设阶段

项目的确认、可行性研究阶段

项目运营阶段

项目移交阶段

项目招投标阶段

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模式有点在于（1）：可促进政府管理改革，政府可实现融资风险的转移；（2）政府与私企权利共享，改变了传统政企关系；（3）使私企在项目前期即可参与，有利于充分利用私企先进技术和管理经验；（4）政府和私企共同参与项目建设运营，可达成互利合作目标；（5）有意向私企和尽早与政府接触，减少投标费用招标时间；缺点在于（1）对于政府而言，确定合作公司有一定难度，而且在合作中要负有一定责任，增加了政府风险复旦；（2）组织形式比较复杂，增加了管理上协调的难度，对参与方的管理水平有一定要求；（3）如何设定项目的回报率可能成为一个颇有争议的问题。

4.4 城投控股上海老港生活垃圾填埋场PPP案例分析

4.4.1 项目投融资结构

老港生活垃圾处置场是目前全市唯一的生活垃圾集中处置场所，处理全市约90%的生活垃圾。上海市废弃物老港处置场，长期以来一直是事业单位。老港1-3期填埋场处理技术极其简单，仅是一个简易的堆埋场。环卫局仅仅拨付日常经营维护的开支，每吨垃圾处理费用仅为10元。老港生活垃圾处置场1-3期填埋区面积3.3平方公里，处置能力为6000-7000吨/日，实际填埋处置量为9000吨/日，处置负荷已达原设计能力的120%。目前，前3期已停止运营，进入土地“休耕”。为解决未来十余年全市生活垃圾的出路，老港生活垃圾处置场需要进行四期工程扩建。

老港1-3期的环境污染问题影响浦东开发，国内缺乏同类地质水文状况下的项目建设与运营经验，该项目主要通过世界银行APL贷款。

世行APL贷款

设计、建设、运营管理方案

城投环境公司

城投公司

投资

世行APL转贷

结算

40%

垃圾供应与结算协议

合资协议与章程

四期项目公司

60%

特许经营协议

中选投资者

供应

其他长期债权融资

市容环卫局

融资承诺

招商结果: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。

ONIX与中信泰富组成的联合体与上海市城投环境组成合资公司，城投环境股权占40%，ONYX、中信泰富各占30%。负责老港生活垃圾卫生填埋场四期的投资、设计、建设、运营和维护。特许期20年，是我国首个垃圾处理特许经营项目。特许经营期满后项目公司资产无偿移交给政府。市容环卫局、城投控股与项目公司签订垃圾供应与结算协议，并委托城投控股在垃圾收费机制尚未建立之前支付相关垃圾处理费用。

**4.4.2 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)项目公司承担设计、建设和不能如期完工的风险

项目公司提交设计方案，负责所有建设工程，并承担建设工程的所有费用和风险。为此，项目公司提供价值1000万美元的履约保函。

项目公司导致的完工延误，自垃圾填埋场预期的商业运营日至实际的完工日期，每延误一天项目公司应向上海市市容环卫局支付违约金.

(2)项目公司承担运营、维护和移交的风险

项目公司始终按谨慎工程和运营惯例及有关质量保证和质量控制要求运营垃圾填埋场。在移交日，项目公司应保证垃圾填埋场处于良好的运营状况，得到良好维护。项目公司保证在移交日期后十二个月内，修复由材料、工艺、施工或设计缺陷或特许期内项目公司的任何违约造成的垃圾填埋场出现的缺陷或损坏，及环境污染责任。为此，中标投资者提供500万美元的维护保函。

(3)融资风险由各方股东分别承担

该项目的融资包括两部分：世界银行APL贷款和商业贷款。其中，世界银行APL贷款是世界银行贷给中国政府用于环保项目的特定贷款，是信用贷款;因此要求项目资产归政府或者政府控制的国有企业所有。虽然项目公司承担还本付息的责任，但由城投控股子公司——城投环境作为转贷主体，同时上海市政府指定上海市城投代表其拥有项目资产(垃圾填埋场及构成和运营垃圾填埋场的所有资产、设备和设施的所有权)，因此城投控股实际承担该部分贷款的融资风险。

根据协议，商业融资风险由ONIX和中信泰富分别承担，ONIX从招商银行获得了1.5亿循环信用贷款承担了该部分商业融资的风险。在该项目中，APL贷款具有第一优先权。APL贷款需要先行垫资，再将贷款划拨过来。并且APL贷款的数额并非垫资的100%。APL贷款偿还期限是15年，而城投环境为了减少风险，作为转贷人和合资公司签署的《转贷协议》规定外方的还款期限是10年，即到2016年。同时规定ONIX和中信泰富不可以质押贷款。并且外方投资者的母公司还要为其提供担保。另外，为规避风险，建立单独的“垃圾账号管理”，由城投环境监控垃圾处理费的进出。综上所述，在该项目中，城投环境通过一系列安排有效的管理了融资风险。

(4)环卫局承担垃圾供应的风险，但对保底垃圾运送量承诺不足

每年12月1日前，上海市市容环卫局应向项目公司提交“垃圾交付三年计划”，以及下一运营年度的垃圾分月预计供应量;在需供应垃圾的月份首日十天前，提交垃圾交付月度计划。当初规定的保底垃圾运送量为3500吨/日，基本保证4900吨/日。而按照上海市日均垃圾生产量以及老港1~3期的垃圾处理状况，政府对保底垃圾运送量承诺不足，使建设规模的不确定性加大;如果政府承诺每日4900吨，则报价还可更低。

(5)重要法律变更的风险由双方共担

在任何连续三年期间，由于发生一项或多项法律变更使项目公司资本投资增加相当或超过五十万美元，和/或任何一年期间一项或多项法律变更造成经常性支出增加相当或超过五十万元人民币，该数额每年递增10%，增加额经审计机构认定，上海市市容环卫局应给予足够的补偿，或单独以附加费或延长特许期的方式进行补偿，或以附加费与延长特许期相结合的方式给予补偿。如果造成相反的影响，则调整垃圾价格或缩短特许经营期。

(6)应急填埋的风险由双方承担

项目公司应在接到应急垃圾填埋指令后的第一时间内立即按照已报上海市市容环卫局备案的运营计划中的“应急填埋预案”作好接收和处理应急垃圾的准备。项目公司发生的合理费用，报环卫局审核批准后予以补偿。

风险管理方面基本上秉承了“由最有能力管理风险的一方来承担相应风险”的风险分配原则，但对融资风险的分配不甚合理，政府所应承的风险偏低。

**4.4.3 财务评价**

本评价考虑地方和国家补助30%，以融资部分为对象，总投资为11317.55万元。基于本工程项目计算期按11年计算，其中建设期1年（2011年），生产经营期10年（2012年-2021年）。借款利息中，融资按工程投资70%计算，贷款利率按7.05%计算。财务评价均采用现行价格体系为基础的测算价格。

（1）财务分析报表

本工程财务评价所编制的财务分析报表包括现金流量表、损益表和借款还本付息计算表。

现金流量表反映项目在整个计算期（包括建设期和生产经营期）内各年的现金流入和流出，借以分析项目财务盈利能力。

损益表反映项目计算期内各年的利润总额、所得税及税后利润的分配情况。

借款还本付息计算表反映项目计算期内各年的借款以及还本付息情况。

（2）财务评价主要指标

财务收支状况，汇列于下表：

表5.1 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5.2 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

根据本工程项目的特点，敏感性分析可能发生的变化的主要因素是工程投资和排污费价格，考虑可能变化幅度为+-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。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 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 |

从财务评价上看，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，借款偿还期能满足贷款银行的要求，从不确定因素分析看，项目有一定的抗风险能力。

**4.4.4 工程效益分析**

由于本工程项目为城市基础设施，以服务于社会为主要目的，它既是生产部门必不可少的生产条件，又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效果，所产生的的效益除部分经济效益可以定量计算外，大部分则表现为难以用货币量化的社会效益，因此，本工程的效益应从系统观点出发，与人民生活水准的提高和健康条件的改善与工农业生产的加速发展等宏观效益结合在一起来评价。

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，城市排污量的增长，因此，本工程项目对改善地区的排水、促进城市的发展有着重要影响。
2. 建立良好的投资环境，排污是先决条件。工程建成后，可增加老港对国内外投资者的吸引力。
3. 工程的建成后，改善了水体水质，有益于居民的身体健康。

综合财务评价和国民经济效益两项分析，在企业财务方面，如果排污价格定位27.20元/吨，则企业在财务上保本；如果排污价格测定位29.34元/吨，则企业在财务上可获利824万元。由于日常运行费用较大，因此成本较高，而现行排污价格偏低，合理调整排污费，可改变人们对水的低价值观念，建议政府在政策和财务上予以支持。如果排污价格定位29.34元/吨，则能在10内还清。根据经济评价准则，项目的取舍应取决于国民经济评价，本项目国民经济评价效果显著，因此本工程在经济上是可行的。

技术创新：在国内首次采用全寿命期生态设计理念，实现填埋场建设与运营的有效衔接，有效节约一次性工程投资，降低每吨垃圾的综合处理成本。将填埋作业工艺与环境岩土工程技术有机结合，解决大型滩涂型填埋场的堆高填埋技术难点以及软土地基的不均匀沉降对库底稳定的影响，库容增加4倍。采用填埋气收集与发电利用系统，实现填埋气资源化回收利用；成功解决特大型库区的地下水和渗滤液收集和导排问题；采用全自动监控系统，有效提升大型填埋场的营运管理水平；封场后将建成生态型休闲公园。

**4.4.5 监督机制**

监管方式主要实行三级监管：政府、中介和项目公司。

环卫局下属的废弃物管理处受环卫局委托按照《上海老港生活垃圾处置有限公司监管手册》派人以随机抽查的方式进行现场监管。监管的内容涉及垃圾量、压实密度、填埋的面积、时间等。

计量方面由独立的第三方大地公司进行监管。

另外，项目公司也实施填埋场运营监控，对压实密度、沉降等参数进行监控，确保填埋场运营性能良好。同时，协调委员会应时常确定垃圾填埋场的运营符合中国法律和法规对其安全和技术协调实施的要求，同时应符合运营参数和上海市市容环卫局的要求，此外亦应符合谨慎工程和运营惯例。

财务监督由项目公司向环卫局提交其经审计的年度财务报表;现金收入和支出的季度报表;有关项目公司财务状况的其他资料。

环境监管，项目公司应遵循特许权协议、政府部门已颁布的法律、法规和法令和以后在中国生效的规定中环境保护方面的要求，保持场地(包括土壤、地下水或地表水及空气)和周边环境没有源自垃圾填埋场的建设、运营和维护的环境污染。环卫局负责监管，有权提取运营和维护保函。项目公司研制了环境监测计划。配备多种仪器，定期对水、汽、噪音等环境因子实施全方位监测并采集各种数据。

**4.4.6支付机制**

正式商业运营期间，以月实际日平均填埋量的不同(从3500-7700T)对应从76-60元不同的价格体系。月日均填埋量越高，单位价格越低。同时，设置价格调整方式。首先，垃圾处理价格按照综合物价指数调整;其次，因税收优惠政策发生变化时，规定相应的垃圾处理费调整方法;第三，因连续超过额定日填埋量运营，需要对设施和设备增容或改进，追加投资，并调整垃圾处理价格，项目公司有权同环卫局协商。如有违约情况，会相应从履约保函中作出扣除，支付机制并不直接和绩效挂钩，激励、约束作用不强。

第五章 城投控股PPP转型经济后果分析

5.1 PPP转型对财务报表的影响

城投控股在上海市基础设施领域具有重要地位，在政策、资金等方面得到了上海市财政的大力支持，持续获得有关城市建设的各项专项拨款，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。

5.1.1 盈利能力分析

表5.1 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5.2 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5-1 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。从各版块的创利能力来看，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5.3 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，公司期间费用合计为39.22亿元，较2016年小幅上升，加之2017公司营业总收入小幅下降，使得公司三费收入占比小幅升至17.51%,公司对期间费用的控制能力一般。

图5-2 2015-207年公司利润总额构成

从利润总额看，2017年公司利润总额为49.41亿元，较上年增长30.47%。从利润总额的构成来看，2017年公司经营性业务利润实现13.43亿元，较上年增长37,87%,主要系会计政策变更，将与企业日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目所致，2017年，公司其他收益为4.79亿。此外，2017年公司实现投资收益35.17亿元，较上年增长48.83%。2017年公司实现的投资收益主要包括：因持有长期股权投资获得的投资收益为10.84亿元主要来自光明食品有限公司、上海新江湾城投资发展有限公司和西部证券股份有限公司，金额分别为8.01亿元、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，主要系公司减持西部证券、光大银行等金融资产。

总体来看，2017年公司营业总收入略有下降，但主营业务不爱除置业板块外，盈利能力均保持持续增长，经营性业务利润大幅上升，但利润总额仍主要依靠投资收益，公司盈利能力受投资收益情况影响较大。

5.1.2 偿债能力分析

表5.4 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5-3 2015-2017年公司偿债能力指标变化趋势

近年来，随着上海市城市建设的持续推进，公司业务规模不断壮大，资产、权益规模保持平稳增长，截止2017年末，公司资产总额为5,475.83亿元，较上年增长6.29%；所有者权益合计为2,501.94亿元，较上年增长5.56%,其增加主要来源于资本公积及其他综合权益的增加；总债务下降至566.50亿元，公司债务压力进一步下降。

2017年，公司经营活动净现金流为36.92亿元。公司旗下的水务、环保等板块获取经营性现金能力较强，收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入）为1.2倍，表现较好，但由于公司购买商品、接受劳务支出的现金较上年有所增加，经营活动净现金流较上年有所下降。2017年，公司投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为-186.65亿元和133.26亿元。

从公司各项偿债能力指标来看，2017年，由于EBITDA增长且公司总债务规模持续下降，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所增强，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5.36倍和4.27倍。2017年，公司实现经营活动净现金流较上年有所下降，但由于总债务下降更为迅速，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力小幅增强，经营活动净现金流/总债务为0.07倍，但对利息的覆盖能力有所减弱，经营活动净现金流利息保障倍数为1.49倍。

债务到期分布方面，截止2017年末，公司短期债务为82.52元，均需于2018年偿还；2019-2021年公司年债务分别为83.36亿元、53.99亿元和101.89亿元，公司债务到期分布较为分散。另外，公司备用金充足，偿还压力可控。

政府债务置换方面，2017年公司偿还了29.15亿元地方政府债务，地方政府债务清偿大幅降低了公司的债务压力。

表5.5 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 |

受限资产方面，截止2017年末，公司所有权受限的资产账面价值为265.04亿元，占总资产的4.84%,受限原因包括抵质押、保证金、未办理产权等。

银行授信方面，截止2017年末，公司合并口径已获取商业银行授信总额为4,275.00亿元，其中尚未使用的授信余额为3,995.73亿元，且有较为充足的备用流动性。

近五年由于固定资产更新和扩张的需要，公司采取了长期负债和权益融资相结合的方式，但长期负债所占比重较小。总体来看，企业筹资最主要的渠道是权益筹资，但是权益筹资的资本比债务筹资高许多，且容易产生控制权稀释，通过PPP项目融资方式，组成SPV项目公司能够释放城投公司的融资压力，并且提高企业的偿债能力。

5.1.3 营运能力分析

表5.6 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5-4 2014-2017营运能力指标变化趋势

从资产流动性情况来看，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，由于换股方式吸收合并阳晨B股存货周转天数陡然上升，应收应付总周转期的增长速度过快，企业的资金压力很大，造成运营资金链的紧张。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。

5.2 城投行业PPP转型财务分析

5.2.1债务负担分析

城投类企业债务负担持续加重，但债务增速明显下降，债务期限结构更加长期化。同时，债务水平区域分化较为明显，除经济叫发到地区外，陕西、广西、山西等地域城投企业债务负担较重。

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。

图5 2014年以来城投类企业债务指标走势

从债务规模看，截至2017年末，城投类企业全部债务余额为30.15万亿元，较上年末增长6.46%，债务增速较年初下降显著；2014年以来，城投类企业债务期限结构长期化更加明显，短期债务占比持续下降，截至2018年末为13.51%

图5 2014-2018年城投公司存量债务余额及增速情况

5.2.2盈利能力分析

城投类企业营业外收入占例如总额的比例仍较高，政府补助对城投类企业可提供一定流动性支持。

2014-2018年，城投类企业利润总额逐年增长，以政府补助为主的营业外收入占利润总额的比重分别是49.71%、55.06%、54.16%、56.01%和55.02%。由于城投类公司多从事公益性或准公益性业务，为平衡其收益，上级政府需要对城投公司较大力度的财政补贴，政府补助收入占城投该公司利润总额的比重较高，城投公司利润的重要来源，可为城投公司提供一定流动性支持。

图5 2014-2016年城投公司利润及营业外收入情况

5.2.3现金流分析

城投类企业现金流状况改善，收入实现质量有所提升，有助于偿债能力的提高。2016年，城投公司现金收入比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）全行业平均值较2015年提高3.43个百分点，收入实现质量有所提高，经营活动现金流有所改善。2018年，城投类企业现金收入比全行业平均值为101.76%，较2017年you搜提高，现金流状况进一步改善，有助城投类企业偿债能力的提高。

图5 2014-2018年城投公司现金收入比情况

5.2.4偿债能力分析

2016年城投类企业现金储备较为充足，2017年受限于融资环境趋紧、债务增速明显放缓，城投类企业债务能力尚可。2016年，整体融资环境和市场资金环境较为充裕，现金短期债务比在1.4左右，短期长治啊能力尚可。2016年，城投类公司全行业的全部债务/EBITDA较上年有所增长，债务偿还能力有所下降。截止2018年末，城投类企业现金短期债务比进一步提高至1.42倍，受2017年以来融资环境趋势紧张影响，上半年城投债融资为负，城投类企业债务增速明显下降。

图5 2014-2018年城投公司主要偿债指标情况

从宏观需求来看，稳增长背景下基建投融资需求仍较为旺盛，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投类公司信用将很快与政府信用脱钩，市场化转型进程将加快，压力也将逐渐增大。

存量城投债兑付期限集中在2018-2021年，部分城投公司短期流动性将承压。但考虑到地方政府债务置换工作尚未结束，2018年有近2万亿非债券形式的地方政府债券置换。2016年整体融资环境宽松，城投类企业的大规模融资可以保障短期债务的偿还；宏观经济仍存在较大下行压力，且我国城镇化水平与发达国家仍有较大差距，基础设施建设需求仍较为旺盛，地方政府仍面临即将融资需求，虽然政策“开前门”可以化解一部分地方政府的融资需求，但地方政府债券、PPP、政府产业基金仍不能满足地方政府基建资金缺口，短期内能够替代城投公司的融资模式尚未发展成熟，通过城投公司筹集基建资金仍为主要渠道，地方政府对城投类企业仍存在基础设施方面的依赖。城投类企业信用水平仍将保持稳定，整体违约概率较低。

从长期来看，在未来地方政府信用剥离和市场化转型的过程中，城投公司信用风险将逐步暴露，同时随着城投债兑付高峰的临近，信用水平将出现分化。中央政府对地方政府债务的监督思路和监督目标都非常明确，不断完善地方政府债务管理体系，防范地方政府债务风险。目前政策体系及地方政府债务管理制度体系下，地方政府通过发行对方政府债务和城投公司债务的切割，剥离融资平台政府融资职能成为必然的改革昂想，在改革过程中，城投公司可获取的信用支持将逐步减弱。整体上，城投公司发生系统性风险的概率极低，但在逐步进行市场化转型、与政府隐性担保脱钩过程中，城投类企业信用风险将逐步暴露，信用水平将出现分化。

第六章 结论和建议

6.1 城投控股成功转型的启示

城投控股是专业从事城市基础设施投资、建设、运营管理的特大型国有企业集团，实行改制后城投控股将成为整个城投集团顶层的控股型国有独资公司，主要下辖路桥、水务、环境等专业化的大型产业集团，以及上海中心等直管企业。从2013年审计署对上海的审计报告表明，上海的债务性资金主要用于基础设施和公益性项目投资，包括市政建设、土地收储、交通运输设施建设、保障性住房等。这部分主要是有经营收入来源作为偿债来源的优质资产，未来现金流保障程度较好。评级报告也指出，上海市政府总体债务性风险可控，因而各城投市场化程度较好，现金流保障也较为完善。由此可以看出：城投控股转型的基础条件较其他区县级投融资平台要好，一是上海地区的城投平台自身经营实力相对较强，不是纯粹做公益性项目的载体，相关的债务没有纳入政府性债务；二是转型过程中受到当地政府的大力支持。而大多数的区县级融资平台在成立之初就是地方政府通过注资或划拨资产成立，相比与经营性资产占主导的一般地方国企，这些平台公司的融资职能使其更具有“政府附属机构”的特征。因此，区县级地方融资平台在转型过程中更加需要地方政府转换角色，重新审视和定义转型后的平台公司与政府的关系。在此基础上应首先将资产进行分割和分类管理，其次增强自身造血功能，在承担地方政府公益性资产建设的同时，能够通过经营性现金流弥补准公益性资产资金缺口。

6.2 城投公司参与PPP项目的建议

1.做强PPP项目投资。

一是加强战略引领。PPP项目既包括市政道路、轨道交通等基础设施类项目，也包括教育、医疗、养老和环境保护等公共服务项目。随着城镇化进程的推进，地方政府职能的诉求会逐渐从提供城市基础设施向提供教育、医疗、养老和环境保护等公共服务倾斜。近年来不少社区市开始提出要加快补齐教育、卫生与健康、养老、城乡民生基础设施等领域板块。建议地方城投类企业从企业功能界定与分类定位出发，结合当地市委、市政府补短板的工作部署，规划本企业PPP业务发展方向，在教育、卫生与健康、养老、城乡民生基础设施等社会民生领域有所分工、有所侧重，在PPP项目的投资运作中逐步积累某一领域的竞争优势。二是积极尝试混合所有制联合体。民间资本一般具备较高的管理运营效率，部分民间资本已经在环保、教育、医疗、养老等方面具备了丰富的实践经验和专业的运作能力，而地方国企熟悉当地项目，具备较高的和PPP项目业主的沟通能力，双方合作组成混合所有制联合体可以在PPP项目投资运作中取得竞争优势。建议地方城投类企业积极探索和民间资本组成联合体参与PPP项目投资，学习民间资本的管理效率、专业能力，和民间资本共担风险，减少融资压力。三是加强专业人才的引进和培养。地方城投类企业普遍缺少PPP项目运营能力，缺少相应的专业资质，但本质上是缺少相应的专业人才。建议地方城投类企业在PPP项目的投资运作中，围绕企业战略导向，有意识地引进和培养专业人才。

2.提升融资能力。

一是推进多元化战略。城投类企业剥离政府融资功能后，在做好主业的基础上积极实施多元化战略是目前转型的趋势。多元化战略有助于城投类企业提升造血能力，实现多元化业务反哺主业。从收入结构看，目前尚有不少地方城投类企业的基建类收入超过总营收的90%。建议地方城投类企业加强推进多元化战略，一方面积极投资产业投资基金、银行、担保、证券等金融类业务，形成稳定现金流；另一方面围绕主业积极发展实体产业，打造多业务战略协同。二是探索运用新型融资工具。出台的92文、192号文以及一行三会等五部委公布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》均对PPP项目融资模式进行规范，之前PPP项目以资管业、银行业为资金主要来源的局面势必受到影响。建议地方城投类企业积极探索运用新型融资工具，首先新启动的PPP项目可以通过发行国家啊改为PPP项目专项债券融资，其次成熟运营的PPP项目可以通过资产证券化融资。三是成立PPP项目产业基金。资本的天性就是需要寻找合意的投资标的，在“明股实债”、购买劣后级股权份额等投资模式受限的情况下，预计未来愿意参与PPP项目长期股权投资的金融资本、民间资本将会逐渐形成。建议地方城投类企业牵头成立PPP项目产业基金，既可以统筹运用闲余资金，又可以争取上级PPP项目产业基金和金融资本、民间资本的入股，做大资金规模。

6.3 城投公司转型中投融资体制创新

1.投资模式创新

（1）投资领域多元化

大力拓展多元化业务，以摆脱城市建设开发类业务的局限，形成新的增长点，实现多层次，全方位的运营模式。

具体而言，城投公司应以自身重点业务为核心，将下属子公司及业务板块进行有效整合，实现集团化、控股化运作。积极开展准公益性和经营性项目投资，个子公司按业务板块平行化运行，整体形成自身城市建设重点业务为核心，其他相关业务板块共同发展的格局。

投资可以扩展到金融业务、旅游产业、轨道交通、物流运输、文化产业等领域，弥补城市建设公益性项目的投入不足，提高公司的经营能力。

1. 融资模式创新
2. 直接融资成后起之秀

近年来，随着金融市场环境的不断发展，城投公司发行债券规模快速扩张，包括企业债、公司债、短融中票等，成为重要的发行主体。

项目收益债、四大专项债：新兴产业债、养老产业专项债、城市地下管廊建设专项债、城市停车场专项债。绿色金融债等。

1. 基金类产品蓬勃发展

PPP引导基金，目前省级政府参与设立的PPP基金在运作模式上主要分为以下三种：一是地方平台公司作为政府出资代表人，组织发起设立PPP基金，基金实行母子基金两级架构。二是地方平台公司作为政府出资人代表，组织发起设立PPP基金，不设立子基金。三是财政直接出资，联合金融机构共同发起设立PPP基金，进一步划设子基金并通过政府购买服务方式引进基金管理机构。城镇化基金属于私募基金范畴，由产业投资基金发展而来，主要投向土地一级开发、保障房、道路交通等公益项目。

1. 海外融资异军突起

对于境内企业来说，直接融资逐渐走出了国门，海外发债逐渐成为企业优化融资机构、降低融资成本的重要选项。一般而言，企业选择海外发债的动机主要有：一是基于境内业务，拓宽融资途径，改善负债结构，建立国际形象。二是凭借境内母公司的信用优势为境外子公司项目融资。三是国内发债限制多，被动转向国外市场。优势在于融资成本较低，使用限制少。但是劣势在于汇率风险、评级差异、容易受到国内外双重市场的影响，风险因素增多。只有以独立经营的企业身份而非借助政府信用支持的平台角色，才能真正实现城投公司的市场化经营，在国际市场建立企业形象。

参考文献

【1】Keranen,Out,Roles for developing public-private partnerships in centralized public procurement[J].Industrial Marketing Management,(2017)62:199-210.

【2】Deaton, Angus ; Heston, Alan,Understanding PPPs and PPP-based National Accounts[J].American Economic Journal-Macro Economics (2010)2:1-35.

【3】.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.

【4】Peter Utting Ann Zammit,United Nations-Business Partnerships:Good Intentions and Contradictory Agendas[J].Journal of Business Ethics (2009) 90:39–56.

【5】Lea Stadtler,Scrutinizing Public–Private Partnerships for Development:Towards a Broad Evaluation Conception[J].J Bus Ethics (2016) 135:71–86.

【6】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.

【7】 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.

【8】 Phang, Sock-Yong,Urban rail transit PPPs: Survey and risk assessment of recent strategies[J].Transport policy(2007)14:214-231.

【9】Machael Economic Spackman. Public-Private Partnerships: Lessons from the British Approach[J].Systems, 2011.

【10】Social Value Creation and Relational Coordination in Public-Private Collaborations[J].Journal of Management Studies (2017)54:906-928.

【11】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.

【12】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.

【13】 Stephan Manning • Daniel Roessler,The Formation of Cross-Sector Development Partnerships:How Bridging Agents Shape Project Agendas and Longer-Term AlliancesBus Ethics[J]. (2014) 123:527–547.

【14】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.

【15】 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.

【16】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.

【17】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.

【18】John D. Macomber,The big idea: building sustainable cities[J].Harvard Business Review ,July–August 2013.

【19】Rufin, Carlos ; Rivera-Santos, Rivera-Santos, Miguel,Between Commonweal and Competition:Understanding the Governance of Public-Private Partnerships[J].Industrial Marketing Management,(2012)38:1634-1654..

【20】Jonathan P. Doh and Ravi Ramamurti.Reassessing Risk in developing Country

Infrastructure .Long Range Planning, 2003, 36:337-353.

【21】张曙光.体制转型与公用事业民营化[[Z].中国基础领域改革国际论坛，2003.10.

【22】曹远征.公共民营合作制及其在中国的应用[z].中国公用事业民营化高级论坛

2002.12.

【23】李秀辉，张世英.PPP:一种新型的项目融资方式[[J].中国软科学，2002.2.

【24】刘志PPP模式在公共服务领域中的应用和分析[[J].建筑经济.2005.

【25】陈柳钦.PPP:新型公私合作融资模式[[Jl.建筑经济.2005.3.

【26】李永强，苏振民.PPP项目的风险分担分析[[J].经济师，2005.9.

【27】许俊.浅谈我国基础设施建设融资方式[[J].金融论坛，2003.7.

【28】朱会冲，张燎.基础设施项目投融资理论与实践[M].复旦大学出版社，2002.

致谢

本文是在导师吴建刚的悉心指导下完成的。承蒙吴建刚老师的亲切关怀和精心指导，虽然有繁忙的工作，但仍抽出时间给予我学术上的指导和帮助，特别是给我提供了良好的学习环境，使我从中获益不浅。吴建刚老师对学生认真负责的态度、严谨的科学研究方法、敏锐的学术洞察力、勤勉的工作作风以及勇于创新、勇于开拓的精神是我永远学习的榜样。在此，谨向×老师致以深深的敬意和由衷的感谢。

还要感谢我的父母，他们在生活上给予我很大的支持和鼓励，是他们给予我努力学习的信心和力量。

最后，感谢所有关心我、支持我和帮助过我的同学、朋友、老师和亲人。在这里，我仅用一句话来表明我无法言语的心情：感谢你们！

1. 资料来源：根据公开数据整理 [↑](#footnote-ref-0)
2. 数据来源：根据公开数据整理 [↑](#footnote-ref-1)