

什么是融资平台？ ——政府性债务和城投专题研究之二

基本结论

- **融资平台的来龙去脉。**最初融资平台的概念主要突出其地方国企属性，以及承担政府投资项目融资的职能，之后政策强调融资平台具有政府公益性项目投融资功能，“公益性项目”又进一步完善成“公益性或准公益性项目”。为了加深理解，我们尝试从股权、平台职能、平台名单三个方面对融资平台的概念进行再探究，但是发现融资平台的定义仍不太明晰。最终我们仍采用融资平台的广义概念，即融资平台是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。
- **融资平台监管政策变迁。**2008年以来，融资平台的政策可以大致分为四个阶段，即2008年-2009年、2010年-2014年9月、2014年9月-2016年11月、2016年11月至今。其中第一阶段城投平台受政策鼓励，快速增长；第二阶段俗称“19号文”时期，对平台的监管主要是以信贷为抓手，控“量”为主；第三阶段俗称“43号文”时期，以“开正门、堵偏门”为主线，赋予地方政府举债权，但实际执行力度不强；第四阶段为“后43号文”时期，注重疏堵结合，执行性强。2019年5月5号《政府投资条例》出台，从政府投资端限制地方政府举债，但是5月21日国务院办公厅发文，推动收费高速公路项目的地方政府债券置换，为以收费公路为主要业务的平台公司带来一波利好，“723”以来的城投监管放松与城投债市火爆是否可持续？我们认为仍需看后续配套措施。
- **未来平台如何发展。**短期来看，在政策强调平台“按照市场化原则合理融资”的情况下，我们并不认为短期内平台会面临类似17年下半年强监管的政策环境，监管很有可能继续维持宽松。但是长期来看，平台转型并实现与地方政府信用脱钩是大势所趋，只是时间问题。我们认为的平台公司转型，是指在保持原有筹资建设开发职能的前提下，向市场化、盈利化转型，并不意味着脱离筹资开发建设的本质职能，否则平台公司将失去核心竞争力。在此基础上我们从多个角度对城投退出平台，以及城投应该采取怎样的转型路径进行了梳理。
- **风险提示：**（1）地方政府投融资机制受限，基建投资增长不及预期；（2）城投平台再融资压力加大，信用风险上升。

周岳 分析师 SAC执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

肖雨 分析师 SAC执业编号：S1130519050001
xiaoyu@gjzq.com.cn

内容目录

一、融资平台的来龙去脉.....	3
1. 融资平台的广义概念.....	3
2. 融资平台概念再探究.....	4
3. 有哪些类型的融资平台？.....	8
4. 融资平台和一般公司的区别在哪里？.....	9
二、融资平台监管政策变迁.....	10
三、未来平台如何发展？.....	17
1. 剥离政府信用是大势所趋.....	17
2. 平台转型势在必行.....	19
四、总结.....	24
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：各文件对融资平台的定义.....	4
图表 2：政府投资的资金来源、定义与投向.....	5
图表 3：相关文件对公益性项目的定义.....	6
图表 4：412 号文与 20 号文对公益性项目分类.....	7
图表 5：银保监会口径下各地区平台数量.....	8
图表 6：各类型平台公司个数.....	9
图表 7：融资平台发展的政策划分.....	10
图表 8：2008-2009 年政策鼓励平台公司发债.....	11
图表 9：“19 号文”时期融资平台相关政策文件梳理.....	11
图表 10：“43 号文”时期融资平台相关政策文件梳理.....	14
图表 11：2017 年城投债发行明显放缓.....	15
图表 12：“后 43 号文”时期融资平台相关政策文件梳理.....	15
图表 13：“723”后相关平台公司融资文件要求.....	17
图表 14：剥离平台公司融资职能相关条例.....	18
图表 15：平台如何退出银监会名单.....	19
图表 16：融资平台转型相关的文件.....	19
图表 17：陕西省财政局认定转型后平台类型.....	21
图表 18：各地政府关于融资平台转型的意见.....	21

去年 7 月 23 日国常会提出引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；10 月 11 日 101 号文¹也提出了“合理保障融资平台公司正常融资需求”的一系列举措。那么，频频提到的融资平台到底是什么？融资平台怎样形成的？未来融资平台将如何发展？本文对融资平台的来龙去脉和政策变迁进行了梳理分析，以供投资者参考。

一、融资平台的来龙去脉

1. 融资平台的广义概念

融资平台首次出现在官方文件，是在 2008 年全球金融危机后的稳增长时期，2009 年 3 月，中国人民银行联合原银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发[2009]92 号）²（下文简称“92 号文”）、《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》（财建[2009]631 号）³，提出“**支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道**”。此后，一系列文件不断对融资平台的定义进行界定和规范。

2010 年 6 月 10 日，国务院印发《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）⁴（下文简称“19 号文”）将地方政府融资平台公司定义为：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。这也是官方首次对政府融资平台进行明确定义，**突出了融资平台的地方国企属性，以及承担政府投资项目融资的职能**。

随后，2010 年 7 月 30 日，财政部、国家发改委、人民银行、银监会四部委联合下发了《关于贯彻〈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〉相关事项的通知》（财预[2010]412 号）⁵（下文简称“412 号文”），文件中进一步明确了融资平台公司为：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以及行业性投资公司。412 号文对地方政府融资平台的定义与 19 号文基本一致，但 **412 号文对 19 号文定义中的“政府投资项目”加上了“公益性”**，使得融资平台承担的项目更加明确，并通过列举进一步明确了融资平台的范围。

2010 年 10 月，《国家发展改革委办公厅关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881 号）⁶（下文简称“2881 号文”）中拓宽了融资平台承担的项目类型，**将 412 号文中定义的“公益性项目”完善成“公益性或准公益性项目”**。

2011 年原银监会印发《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题说明的通知》（银监办发[2011]191 号）⁷，将地方政府融资平台定义为“由地方政府出资设立并承担连带还款责任的机关、事业、企业三类法人”。

2015 年 5 月国务院办公厅印发《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》（国办发[2015]40 号）⁸（下文简称“40 号文”），

¹ 《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），http://www.gov.cn/zhengce/content/201810/31/content_5336177.htm

² 《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发[2009]92 号），http://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1336375.htm

³ 《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》（财建[2009]631 号），http://www.gov.cn/zwgk/200910/13/content_1437713.htm

⁴ 《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），www.gov.cn/zwgk/2010-06/13/content_1627195.htm

⁵ 《关于贯彻〈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〉相关事项的通知》（财预[2010]412 号），http://www.gov.cn/zwgk/2010-08/19/content_1683624.htm

⁶ 《国家发展改革委办公厅关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881 号），http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201106/t20110627_419769.html

⁷ 《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题说明的通知》（银监办发[2011]191 号），http://www.sohu.com/a/201805645_469993

⁸ 《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》（国办发[2015]40 号），http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/15/content_9760.htm

将融资平台还原为 19 号文的初始定义，模糊化融资平台的承接项目为“政府投资项目”。

图表 1：各文件对融资平台的定义

发文时间	发文单位	文件名称	融资平台公司定义
2010/6/10	国务院	《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）	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。
2010/7/30	财政部、发改委、人民银行、银监会	《关于贯彻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相关事项的通知》（财预[2010]412 号）	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。
2010/8/2	银监会	《中国银监会办公厅关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》（银监办发[2010]244 号） ⁹	综合性公司、行业性公司、政府性机构（包括政府组成部门及政府财政预算拨款的事业单位）、土储性公司（中心）四类
2010/11/20	发改委	《国家发展改革委办公厅关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881 号）	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，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。
2011/6/17	银监会	《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》（银监办发[2011]191 号）	由地方政府出资设立并承担连带还款责任的机关、事业、企业三类法人。
2015/5/11	国务院办公厅	《国务院办公厅转发财政部人民银行银监会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》（国办发[2015]40 号）	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。

来源：国务院、财政部、发改委、人民银行、原银监会，国金证券研究所整理

在定义不断变化的情况下，我们建议采用广义概念理解融资平台，**即融资平台是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。**

2. 融资平台概念再探究

为了更便于理解，我们尝试从三个角度对平台公司做出更细致的探讨：

2.1. 股权归属界定范围太广

平台公司是“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”，但是这个概念对于几乎所有的地方国企都适用，仅靠股权归属界定融资平台公司是不现实的。

2.2. 平台功能的定义还有待细化明确

平台的功能是为政府投资项目融资，但是投资对象的范围一直在变化，从最开始的政府投资项目（19 号文），到政府公益性项目（412 号文），再到政府公益性或者准公益性项目（2881 号文），再回到政府投资项目（40 号文），可以看

⁹ 《中国银监会办公厅关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》（银监办发[2010]244 号），
<https://wenku.baidu.com/view/db85f60ff12d2af90242e678.html>

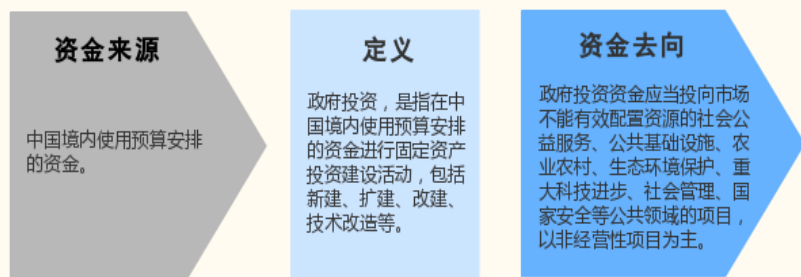
出以平台功能界定平台本身就是不稳定的。事实上政府投资项目、公益性与准公益性的定义本身也是需要细化明确。

◆ 政府投资项目：定义仍待完善

政府投资项目的概念是在我国建设工程投融资体制改革的实践过程中逐步形成的。最初，政府投资项目称为财政性投资项目，《财政性基本建设资金投资项目工程预、决算审查操作规程》（财基字[1999]37号）¹⁰明确指出：财政性基本建设资金投资项目是指经政府职能部门批准立项，由各类财政性基本建设资金投资或部分投资的项目，但该文目前已被财政部废止¹¹。

在各地的文件中，对政府投资项目也有地方性的规定，如 2018 年 9 月，镇江市发展和改革委员会及镇江市财政局编印的《政府投资项目 30 问》¹²明确定义了政府投资项目，认为政府投资项目是指为了适应和推动国民经济或区域经济发展，为了满足社会的文化、生活需要，以及出于政治、国防等因素的考虑，由政府通过财政投资、发行国债或地方政府债券等方式独资或合资兴建的投资项目，并对政府投资项目的资金来源和投资范围进行了进一步说明。2019 年 5 月 5 日，《政府投资条例》¹³再次界定**政府投资是指在中国境内使用预算安排的资金进行固定资产投资建设活动，包括新建、扩建、改建、技术改造等，并强调政府投资的资金投向应以非经营项目为主。**

图表 2：政府投资的资金来源、定义与投向



来源：国务院，国金证券研究所

目前虽然多个文件提及政府投资项目，但非经营性项目的界限仍未堵死，如《政府投资条例》规定“对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式”，政府投资项目的边界还需进一步明确。

◆ 公益性、准公益性：没有统一规范

目前文件对“公益性”的定义包含以下几种：

2010 年 6 月，《关于贯彻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相关事项的通知》（财预[2010]412 号）¹⁴（以下简称“412 号文”）和《关于印发地方政府融资平台公司公益性项目债务核算暂行办法的通知》（财会

¹⁰ 《财政性基本建设资金投资项目工程预、决算审查操作规程》（财基字[1999]37 号），http://www.law-lib.com/law/law_view1.asp?id=14375

¹¹ 《中华人民共和国财政部令第 16 号》，

http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengwengao/caizhengbuwengao2003/caizhengbuwengao20034/200805/t20080519_20921.html

¹² 《政府投资项目 30 问》，http://xxgk.zhenjiang.gov.cn:8088/pub/root87/auto3391/201809/t20180911_2037333.htm

¹³ 《政府投资条例》（国令第 712 号），http://www.gov.cn/zhengce/content/2019-05/05/content_5388798.htm

¹⁴ 《关于贯彻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相关事项的通知》（财预[2010]412 号），http://www.gov.cn/zw/gk/2010-08/19/content_1683624.htm

[2010]22 号)¹⁵中规定“公益性项目”是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目，如市政道路、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育、保障性安居工程等基本建设项目。

《国务院办公厅关于做好全国政府性债务审计工作的通知》（国办发明电[2013]20 号）¹⁶（以下简称“20 号文”）中提及“新的举债主体用于公益性项目的债务仅包括用于交通运输（铁路、公路、机场、港口等）、市政建设（地铁、城市道路、公共交通、广场、文体场馆、绿化、污水及垃圾处理等）、保障性住房、土地收储整理等的债务，不包括企业法人和自然人投资完全按市场化方式运营项目形成的债务”，强调公益性项目不能按照市场化方式运营的属性。

除此以外还陆续有文件提及“公益性资产”概念，2881 号文中认定“公益性资产”是指主要为社会公共利益服务，且依据国家有关法律法规不得或不宜变现的资产。大部分文件提及到的“公益性资产”包括公立学校、公立医院、公园、事业单位资产等。

整体来看，公益性项目具体涵盖哪些行业目前尚无统一规范，在实际应用中要视情况而定。目前拥有的文件资料都提到属于公益性项目的有：市政道路、公共交通、保障性住房，可能是相对稳妥的公益性项目。

“准公益项目”提及非常少，目前上没有公开文件对其进行定义与说明。我们认为大致可包含以下几类：1. 公共服务项目：包括供水、供电（电力）、供气、供热等；2. 公共交通建设运营项目：包括高速公路投资运营、铁路、港口、码头、机场（民航）建设运营、轨道交通建设运营、城市交通建设运营等。通过与文件中“公益性项目”定义对比，可以发现准公益性项目的显著特征是其可产生部分经营性收入，存在市场化运作的可能性。

图表 3：相关文件对公益性项目的定义

发文时间	发文单位	文件名称	公益性项目/资产的定义
2010 年 6 月 10 日	国务院	《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）	今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。
2010 年 7 月 30 日	财政部、发展改革委、人民银行、银监会	《关于贯彻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相关事项的通知》（财预[2010]412 号）	“公益性项目”是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目，如市政道路、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育、保障性安居工程等基本建设项目。
2010 年 10 月 28 日	财政部	《关于印发地方政府融资平台公司公益性项目债务核算暂行办法的通知》（财会[2010]22 号）	公益性项目，是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的的投资项目，如市政建设、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育、保障性安居工程等基本建设项目。
2010 年 11 月 20 日	发改委	《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881 号）	申请发行企业债券的投融资平台公司，必须依法严格确保公司资产的真实有效，必须具备真实足额的资本金注入，不得将公立学校、公立医院、公园、事业单位资产等公益性资产作为资本注入投融资平台公司。“公益性资产”是指主要为社会公共利益服务，且依据国家有关法律法规不得或不宜变现的资产。对于已将上述资产注入投融资平台公司的，在计算发债规模时，必须从净资产规模中予以扣除。
2012 年 12 月 24 日	财政部 发展改革委 人民银行 银监会	《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463 号）	地方政府对融资平台公司注资必须合法合规，不得将政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入融资平台公司。

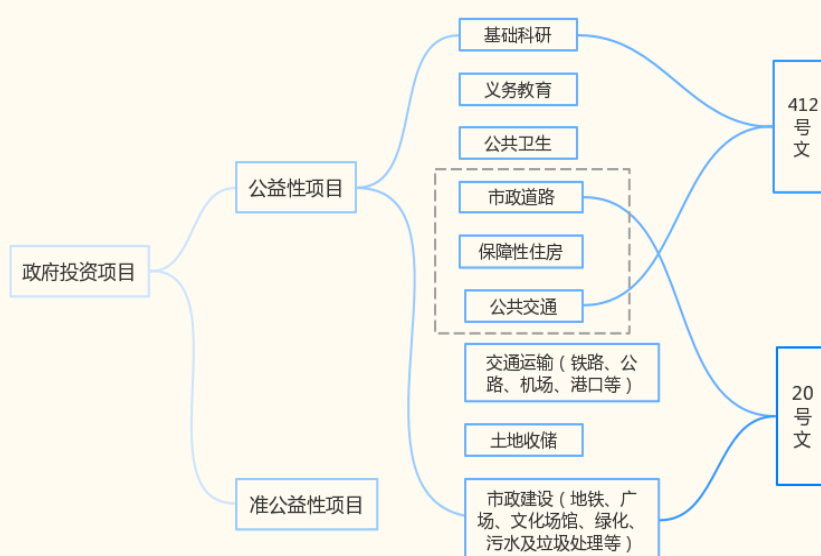
¹⁵ 《关于印发地方政府融资平台公司公益性项目债务核算暂行办法的通知》（财会[2010]22 号），http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/gongzuotongzhi/201011/t20101115_348841.html

¹⁶ 《国务院办公厅关于做好全国政府性债务审计工作的通知》（国办发明电[2013]20 号），<http://www.shaanxi.gov.cn/gk/zfwj/53036.htm>

2013 年 7 月 26 日	国务院	《国务院办公厅关于做好全国政府性债务审计工作的通知》（国办发明电[2013]20 号）	“公益性项目”包括交通运输（铁路、公路、机场、港口等）、市政建设（地铁、城市道路、公共交通、广场、文体场馆、绿化、污水及垃圾处理等）、保障性住房、土地收储整理等。
2018 年 2 月 8 日	财政部、发改委	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	申报企业拥有的资产应当质量优良、权属清晰，严禁将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产。

来源：国务院、财政部、发改委、人民银行、原银监会，国金证券研究所

图表 4：412 号文与 20 号文对公益性项目分类



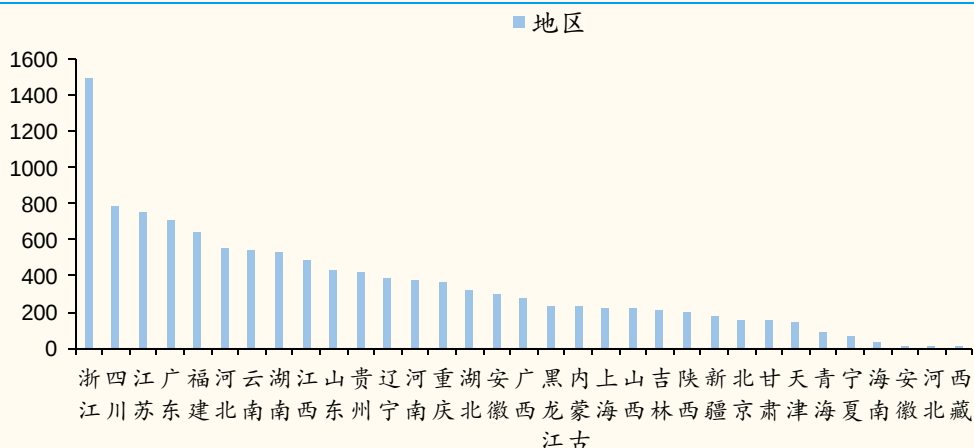
来源：国务院、财政部、发改委、人民银行、银监会，国金证券研究所

2.3. 平台名单难以实时覆盖新平台

“名单制”似乎是解决如何判定平台公司的好方法，目前公开市场下的融资平台名单有：银保监会口径、中债登口径。

银保监会口径下，截至 5 月 20 日全国共有 11,564 家地方政府融资平台，就地域分布情况看，浙江省、四川省、江苏省分别是政府融资平台数量排名前三位的省份。其中，浙江省现存地方政府融资平台最多，共计 1,492 个；其次是四川省，共计 785 个；再次是江苏省，共计 752 个。

图表 5：银保监会口径下各地区平台数量



来源：Wind，国金证券研究所

中债登口径主要来自于中国国债登记结算有限公司 2014 年 5 月 19 日推出“中债城投债收益率曲线”时设立的标准¹⁷，仅针对发债的城投平台，样本较少，目前含有 2,100 家平台公司。

但是即使有名单，仍然存在问题。为规避监管，平台公司往往会“另起炉灶”，但现有名单仅针对存量的平台公司，“名单制”下可能会遗漏不少新平台。

综合以上来看，平台概念只是给出了平台的一些特征，名单监管也无法全覆盖，平台定义难以精确化，所以我们仍然建议采用广义概念理解何为平台公司。

3. 有哪些类型的融资平台？

融资平台有多种分类方法，我们认为按业务分类比较清晰。

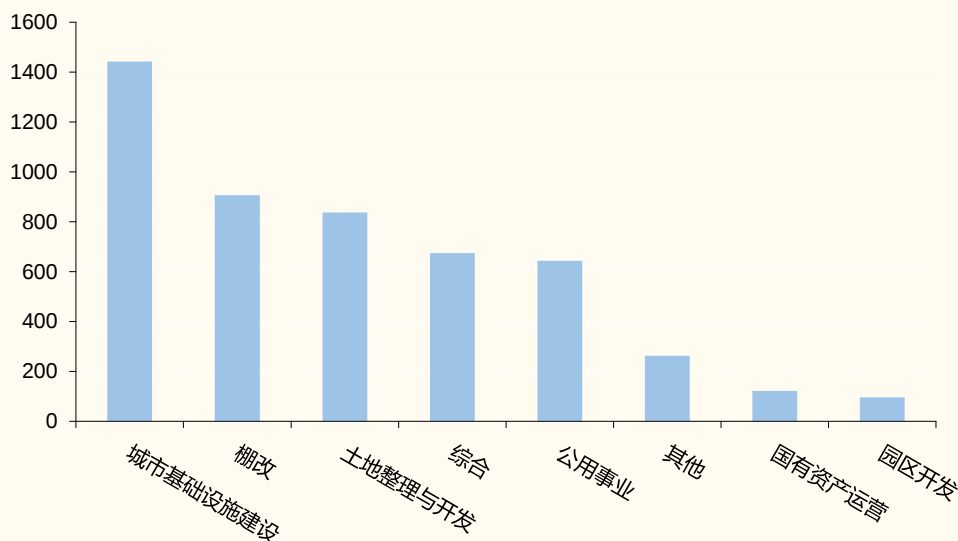
按业务分类：主要业务还是基建、棚改、土地整理开发。

由于银保监会口径下，不少平台公司的主营业务不够清晰，因此我们以中债登口径下城投债对应的平台公司（共 2,100 家，去除无数据 24 家，有效数据共 2,076 家）做出如下统计：

目前市场上城投平台的业务类型主要有：1. 城市基础设施建设：城市基础设施主要是指交通运输、机场、港口、水利等设施，是保证城市设施运行的保障；2. 土地整理与开发：土地整理开发是指按照土地规划，通过经济、法律、技术等手段对土地利用状况进行调查、改造、综合整治来提高土地集约利用率和产出率的工作；3. 公用事业：公用事业是指具有各企业、事业单位和居民共享的基本特征的，服务于城市生产、流通和居民生活的各项事业的总称。具体来说包括环境卫生、安全事业；交通运输事业；自来水、电力、煤气、热力；其他公共日常如文化娱乐场所等；4. 国有资产运营：即国有资产的所有人或代理人为了保证国有资产的优化配置、合理利用所进行的一系列筹划、决策活动；5. 棚改：即公益性住房，包括棚户区、保障房、安置房、经济适用房、廉租房等；6. 园区开发：即国家为促进某一产业发展为目标而创立的特殊区位建设；7. 综合类：指包含多个核心业务的平台公司；8. 其他：一些平台公司承担非公益性项目，如房屋租赁、贸易、住宿餐饮、金融、煤炭开采等。

¹⁷ 关于推出“中债城投债收益率曲线”和部分企业债收益率曲线更名和合并的通知，<https://www.chinabond.com.cn/Info/18981950>

图表 6：各类型平台公司个数¹⁸



来源：Wind，国金证券研究所

可见，城投平台的主要业务还是城市基础设施建设、棚改、土地整理开发，同时叠加转型压力，从事非公益性项目（其他类）的平台也不在少数。

4. 融资平台和一般公司的区别在哪里？

这里的“一般公司”指的是已经实现市场化的公司，也即实现独立经济核算，自主经营、自负盈亏，具有一定权力和义务的法人资格的经济实体，这其中包括已经市场化转型成功的平台，以及承接可以产生稳定现金流的公益性事业并且依靠自身收益偿还负债的平台公司。

4.1. 经营目标

平台公司是地方政府为了筹资开发建设而组建的公司，服务对象是地方政府，经营目标是为了满足地方政府的投融资需求，确保配套资金的落地。而一般公司的经营目标是通过出售商品或者服务实现利润最大化。

4.2. 控股方与管理人员

平台公司全部是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，其背后的控股方多是地方国资委、财政局或者人民政府，城投公司的高级管理人员大部分地方政府直接任命，往往与地方政府部门是“一套人马、两块牌子”。

但是一般公司背后的控股方形式多样，包括母公司法人、国家资本、个人等多种形式。

4.3. 政府信用

政府信用是区别一般公司和平台公司最重要的点，因为平台公司成立的目的是为了帮地方政府融资，本质上与地方政府职能部门没有太大区别，仅仅只是对外套了一个“企业身份”。所以平台公司的债务往往被市场视为是地方政府举债的另一个通道，本质上仍是地方政府偿还，也即市场广泛提及到的城投债背后的“政府信仰”。

但是一般企业需要实现自主经营、自负盈亏，背后有的仅仅是自己的信用作支撑。

4.4. 财务状况

¹⁸ 由于大部分平台公司业务涉及广泛，归结为单一主营业务难度较大，不同业务内的平台公司可能重叠度较高。

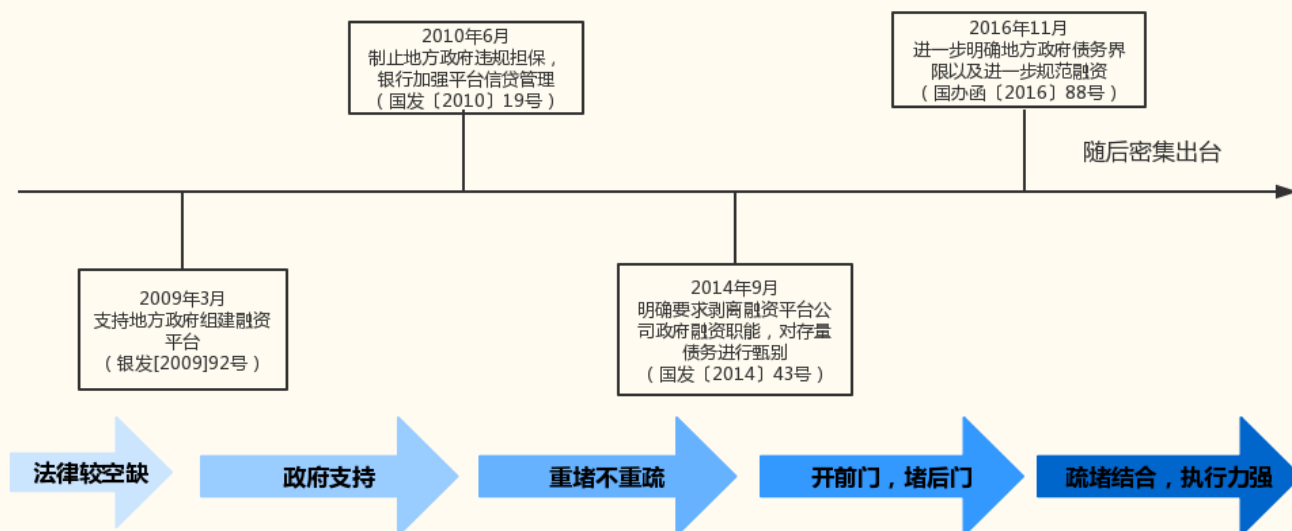
平台公司是政府投资项目的载体，项目运营模式包括 BT、回购等等，周期长且回款时间往往不确定，导致账面上其他应收款、应收账款、存货是主要的流动资产，而非流动资产中包含了大量地方政府注入的土地使用权、公益性资产等，资产端的造血能力并不强。平台公司的盈利能力对政府补助的依赖性非常高，不少平台公司在未包括政府补助前的净利润甚至为负，无法实现自负盈亏。

而一般公司根据不同行业，财务状况往往表现出不同的特点。

二、融资平台监管政策变迁

各监管部门不断完善对融资平台的监管，强化地方政府风险防范的政策性文件频出。具体来说可以分位以下几个阶段，2008-2009 年是政策支持阶段，城投平台市场快速扩张。2010 年 19 号文拉开平台监管的序幕，直至 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）¹⁹（下文简称“43 号文”）出台以前，平台监管以信贷为重要抓手，以控“量”为主要手段，重堵不重疏。2014 年-2016 年 11 月是“43 号文”时期，强调“开正门、堵偏门”，并赋予地方政府举债权，但政策性执行力度较差。2016 年 11 月《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函[2016]88 号）（下文简称“88 号文”）²⁰的出台标志着“后 43 号文”时期的开启，这个阶段强调“疏堵结合”应对地方政府债务风险，虽然中间政策有过放松，但是执行力度非常强。

图表 7：融资平台发展的政策划分



来源：根据新闻整理，国金证券研究所

2008-2009 年：政策多方利好，城投债爆发式增长

2008 年 9 月国际金融危机开始，为缓解国内经济下行压力，11 月中央国务院出台“4 万亿元经济刺激计划”，但中央财政仅提供 1.1 亿元资金支持，为解决地方政府配套资金融资困难，2009 年 3 月人民银行联合银监会发布 92 号文支持有条件的地方政府组建融资平台拓宽融资渠道，财政部同年 10 月发布《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》（财建

¹⁹ 《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号），http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

²⁰ 《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金〔2015〕3127 号），http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201512/t20151202_761315.html

[2009]631 号), 表示地方政府配套资金可利用政府融资平台通过市场机制筹措, 融资平台借此机会快速发展。

图表 8: 2008-2009 年政策鼓励平台公司发债

发布时间	政策文件	内容
2009 年 3 月	《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》(银发[2009]92 号)	支持有条件的地方政府组建投融资平台, 拓宽政府投资项目的融资渠道。
2009 年 10 月	《加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》(财建[2009]631 号)	为保证政府投资项目资金即使落地, 地方政府配套资金可利用政府融资平台筹措。

来源:、财政部、人民银行、原银监会, 国金证券研究所

2010-2014 年 (“19 号文” 时期): 以信贷为重要抓手, 以控量为主要手段, 重堵不重疏

平台公司薄弱的自主盈利能力无法支撑快速膨胀的债务, 市场看好城投债主要是债务背后的 “政府信仰”, 但越滚越大的城投债务也给地方政府带来了更大的偿债压力。2010 年 6 月国务院发布 19 号文, 要求制止地方政府违规担保, 银行加强平台信贷管理。该文件开启了城投监管的闸门, 随后发改委以提高平台发债标准为方针 (发改办财金[2010]2881 号), 银监会以 “减存量, 禁新增” 为主线 (银监发[2011]34 号²¹), 积极响应 19 号文。

2012 年由于基建投资增速放缓, 发改委适当放松平台发债要求, 银监会对平台信贷标准转变为 “缓释存量, 控新增” (银监发[2012]12 号文²²), 政策有所放松, 由此带来了城投融资的新一轮扩容。

2012 年末地方政府违规融资再抬头, 四部委联合发文 (财预[2012]463 号²³), 此次发文不再仅仅控规模, 还关注堵后门, 如政府违规 BT 模式举债建设公益性项目, 违规向融资平台提供担保或注资等等, 随后银监会发文 (银监办发[2013]71 号²⁴) 从严控制平台贷款, 堵住银行向平台违规融资的通道。

2013 年下半年棚改进程加速, 发改委简化发行条件 (发改办财金[2013]2050 号²⁵), 并特别关照棚改债, 城投平台压力暂缓。

整体来看, 这个阶段的监管更多是在 “量” 上做文章, 并未深究平台大规模举债带来的地方政府债务问题。

图表 9: “19 号文” 时期融资平台相关政策文件梳理

时间	政策文件	内容
2010 年 6 月	《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)	1、抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务。要求对融资平台公司债务按照分类管理、区别对待的原则, 妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题; 2、对融资平台公司进行清理规范, 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; 3、加强融资平台信贷管理, 凡没有稳定现金流作为还款来源的, 不得发放贷款, 适当提高融资平台公司贷款的风险权重, 按照不同情况严格进行贷款质量分类; 4、严禁地方政府提供违规隐性担保 (包括应收账款质押等); 5、加强组织领导, 确保工作落实。
2010 年	《关于贯彻国务院关于加强地	债务清理以 2010 年 6 月 30 日为时间截点实行 “新老划断”, 以偿债资金 70%来源于财政

²¹ 《关于切实做好 2011 年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》(银监发[2011]34 号), <https://wenku.baidu.com/view/d81f063510661ed9ad51f330.html>

²² 《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》(银监发[2012]12 号), http://www.nbdpc.gov.cn/art/2012/3/14/art_1764_168486.html

²³ 《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》(财预[2012]463 号), http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengceguizhang/201212/t20121231_723354.html

²⁴ 《2013 年农村中小金融机构监管工作要点的通知》(银监办发[2013]71 号), <http://www.giscapital.cn/news/lawat/261.html>

²⁵ 《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》(发改办财金[2013]2050 号), http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201309/t20130924_560018.html

7 月	方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》(财预[2010]412 号)	性资金为限划分公益性债务,以偿债资金 70%来源于自身收益为限划分公益性平台,要求加强信贷管理,禁止注入公益性资产,坚决制止地方政府违规担保。
2010 年 8 月	《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(银监办发[2010]244 号)	按照“全覆盖、部分覆盖、基本覆盖、无覆盖”的标准对平台贷款划分风险类别。
2010 年 10 月	《关于做好下一阶段地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(银监办发[2010]309 号)	监测公司类贷款,监督保全分离为公司类贷款、清理回收贷款处理情况,监控平台类贷款,确保存量贷款得到妥善处理,严格监控新增贷款情况。
2010 年 11 月	《关于加强当前重点风险防范工作的通知》(银监发[2010]98 号)	做好地方政府融资平台贷款风险管控,对地方政府融资平台贷款实施动态台账管理,按现金流覆盖原则开展分类处置工作,实加强平台贷款押品、项目现金流和还贷条件以及资产分类、拨备计提的管理。
2010 年 11 月	《关于进一步规范地方政府融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》(发改办财金[2010]2881 号)	收紧企业债发行条件,要求偿债资金来源 70%以上必须来自公司自身收益,公益类项目收入占比超过 30%的平台公司须提供本级政府债务余额和综合财力完整信息表,禁止地方政府违规担保,公益性资产不得注入资本金。
2010 年 12 月	《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》(银监发[2010]110 号)	对融资平台贷款进行准确分类和动态调整(正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类),平台贷款的拨备率不得低于一般贷款拨备水平,按现金流覆盖比例计算资本充足率贷款风险权重。
2011 年 3 月	《关于切实做好 2011 年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》(银监发[2011]34 号)	健全“名单制”管理系统,平台贷款审批权限统一收至总行,推出名单监管条件:一是符合“全覆盖”原则,二是符合“定性一致”原则,三是符合“三方签字”原则。
2011 年 6 月	《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》(发改办财金[2011]1388 号)	融资平台公司发行企业债券应优先用于保障性住房建设,优先办理核准手续。
2011 年 6 月	《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》(银监办发[2011]191 号)	退出类平台按照商业化原则自主放贷,对仍按平台管理的符合公路法项目、保障房、国务院重大项目、全覆盖且已完成整改四类可以新发贷款,对名单制以外融资平台、有地方政府担保承诺、以公益性资产抵质、以土地使用权的土地抵押四类不准新发贷款,“四贷四不贷”适用于 2010 年 6 月 30 日之后新发放而非新增贷款。
2011 年 6 月	《关于进一步落实信托公司、金融租赁公司地方政府融资平台清查工作的通知》(非银发[2011]15 号)	要求控制信托对地方融资平台异地业务,将银信政合作贷款纳入银行表内监管,加快存量业务分类处置,严格管理新增业务
2011 年 7 月	《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》(发改办财金[2011]1765 号)	发行债券的投融资平台公司,要按照国务院有关文件要求提高企业资产质量,通过做实做强,成为具有自我发展能力的市场主体。
2011 年 10 月	《2011 年地方政府自行发债试点办法》(财库〔2011〕141 号)	上海市、浙江省、广东省、深圳市获准开展地方政府自行发债试点,地方政府债发行向规范化推进。
2012 年 3 月	《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》(银监发[2012]12 号)	融资平台再按支持类、维持类和压缩类三种情形进行管理,严格降旧控新,严格平台退出管理,强化信贷约束。
2012 年 5 月	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》(银发[2012]127 号)	扩大了资产证券化的试点范围,基础资产中包括了经清理合规的地方政府融资平台贷款,国家重点项目建设贷款等。
2012 年	《关于制止地方政府违法违规	严禁吸收公众资金违规集资,切实规范以回购方式举借政府性债务行为,加强对融资平

12月	融资行为的通知》(财预[2012]463号)	台公司注资行为管理,进一步规范融资平台公司融资行为,坚决制止地方政府违规担保承诺行为。
2013年3月	《2013年农村中小金融机构监管工作要点的通知》(银监办发[2013]71号)	要求从严控制平台贷款,监管及监测两类平台贷款合并计算,余额只降不增,重点压缩县及县以下平台贷款,不得通过购买平台公司债券、短期融资券、中期票据、信托产品等方式向平台提供融资。
2013年4月	《加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》(银监发[2013]10号)	要求控制总量,优化结构(新增贷款应主要支持符合条件的省级融资平台、保障性住房和国家重点在建项目的合理融资需求),严控新增,缓释存量,隔离风险(建立全口径融资平台负债统计制度,审慎持有融资平台债券)
2013年8月	《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》(发改办财金[2013]2050号)	鼓励通过企业债券融资支持棚户区改造,并简化加速棚改债的发行。

来源:国务院、财政部、发改委、银监会,国金证券研究所

2014年9月-2016年11月(“43号文”时期):开正门、堵偏门,赋予地方政府举债权

前期政府对平台监管政策效果难说满意。2014年10月,国务院正式发布43号文,一方面明确要求剥离融资平台的政府融资职能,不得通过企事业单位等举措政府债务,并以2013年政府性债务审计结果为基础,对存量债务进行甄别,另一方面为政府融资开放明渠——地方政府适度举债以及PPP模式,自此平台监管迈入“43号文”时期。随后发改委积极响应号召,大幅提高企业债发行标准²⁶,地方政府债券发行办法也配套出台(财库[2015]64号²⁷、83号²⁸)。

但是2015年国内GDP增速连续多个季度下滑,稳增长成为首要任务,基建放量是主要的调节手段,城投政策开始走向边际宽松。2015年1月证监会第113号令²⁹运行公开发行公司债,地产公司和类平台企业成为主要发行主体,2015年5月,财政部等联合发布《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的意见》(国办发[2015]40号)³⁰,要求支持在建项目的存量融资需求,发改委随后放宽企业债发行标准,并随后进一步简化了申报程序(发改办财金[2015]1327号³¹、3127号³²),2015年下半年以来大量资金涌入融资平台,城投债发行再度迎来高峰,2016年城投债发行规模2.56万亿元,同比增长39.61%,发行只数2,609只,同比增长38.78%。

该阶段政策方向转为“开正门、堵偏门”,赋予地方政府合法的直接举债权,力图以透明的地方政府债替代城投平台债务,但受稳增长经济目标的影响,基建持续发力,导致政策实际执行力度明显不大。

²⁶ 《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》, <https://wenku.baidu.com/view/731a6c7ecc7931b765ce15d7.html>

²⁷ 《地方政府一般债券发行管理暂行办法》(财库[2015]64号), <http://www.shui5.cn/article/2f/77130.html>

²⁸ 《地方政府专项债券发行管理暂行办法》(财库[2015]83号),

http://www.mof.gov.cn/mofhome/neimenggu/lanmudaohang/zhengcefagui/201504/t20150427_1223268.html

²⁹ 《公司债券发行与交易管理办法》, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201501/t20150116_266700.htm

³⁰ 《关于妥善解决地方政府融资平台公司在在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号),

http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/15/content_9760.htm

³¹ 《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平衡较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号), http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201505/t20150527_693611.html

³² 《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》(发改办财金[2015]3127号), http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201512/t20151202_761315.html

图表 10：“43 号文”时期融资平台相关政策文件梳理

时间	政策文件	内容
2014 年 9 月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	赋予地方政府限额内依法适度举债权限，剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理，以 2013 年政府性债务审计结果为基础，对存量债务进行甄别。
2014 年 10 月	《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》	要求严格发债企业准入标准，大幅提高企业债发行门槛，导致短期内城投企业债发行放缓。
2014 年 10 月	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号）	规定地方政府存量债务清理认定口径和甄别原则。
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	允许公开发行人公司债，地产公司和类平台企业成为主要发行主体。
2015 年 3 月	《地方政府一般债券发行管理暂行办法》（财库[2015]64 号）、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》（财库[2015]83 号）	明确地方政府发行一般债券和专项债券的要求和流程。
2015 年 5 月	《关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事项的通知》（财库[2015]102 号）	明确采用定向承销方式发行地方政府置换债务的范围和要求，要求 8 月 31 日前完成发行。
2015 年 5 月	《国务院办公厅转发财政部人民银行银监会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》（国办发[2015]40 号）	要求支持在建项目的存量融资需求，规范实施在建项目的增量融资，重点支持农田水利设施、保障性安居工程、城市轨道交通等领域的融资平台公司在建项目。
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平衡较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	放宽企业债发行条件，简化发债审核审批程序，鼓励优质企业发债用于重点领域和重点项目，支持县域企业发行企业债券融资。
2015 年 11 月	《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金[2015]3127 号）	进一步简化申报程序，提高审核效率，推进企业债券发行管理由核准制向注册制过渡，核准时间不超过 30 个工作日（情况复杂的不超过 60 个工作日），鼓励信用优良企业发债融资：AAA、或由 AA+及以上担保公司担保、或有效资产抵质押债项达到 AA+及以上的豁免委内复审环节；债项 AA 及以上发债主体（含县域企业）不受发债企业数量指标限制，增强债券资金使用灵活度，做好企业债券偿债风险分解。
2015 年 12 月	《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预[2015]225 号）	要求妥善处理存量债务，依法妥善处置或有债务。

来源：国务院、财政部、发改委，国金证券研究所

2016 年 11 月-至今（“后 43 号文”时期）：继续加强疏堵结合，执行力强

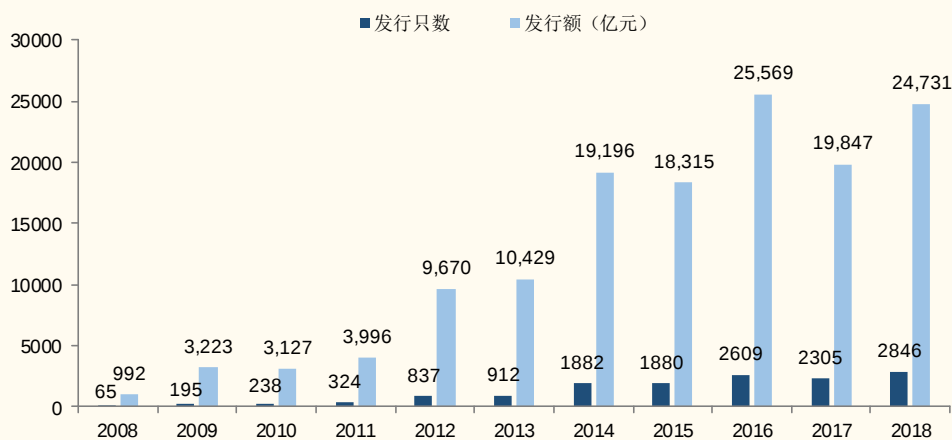
2016 年 11 月国务院办公厅发布 88 号文，进一步明确地方政府债务界限以及进一步规范融资过程中出现的新的违规操作手段，并继续“疏堵结合”为主线清理地方政府债务。该文件的发布结束了 2015 年下半年以来的平台宽松监管周期，自此开始，监管政策不断加码：一方面，继续推行地方政府债券同时陆续推出土储专项债、收费公路专项债、棚改专项债等试点，财办金[2018]92 号³³、

³³ 《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》（财办金[2017]92 号），
http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201711/t20171116_2751258.html

国资发财管[2017]192号文³⁴规范PPP项目发展，为两大政府融资前门打好基础。另一方面，财预[2017]50号³⁵（以下简称“50号文”）、财预[2017]87号³⁶、发改办财金[2018]194号、财金[2018]23号³⁷（以下简称“23号文”）等重磅文件陆续发布，要求各省全面对各部门和各市县违规融资和担保行为进行摸底排查与清理整改，严禁各地以政府购买服务名义违规举债，不仅对最终出资人（地方政府）加强监管，还对资金融入方（城投平台）、资金来源方（金融机构、发债要求等）严格限制。

不同于“43 号文”阶段，本阶段政策执行效力明显增强：2017 年开始审计署、财政部发布报告问责和整治多地违规举债，通过设定“负面清单”，强化地方债务风险防控；17 万亿元 PPP 项目集中大清理，限制央企参与 PPP；多地暂停政府类投资建设项目，新疆、湖南等多地发文，按“停、缓、撤、调”原则压减投资项目。在监管重压下，2017 年-2018 年上半年，平台通过债券融资明显遇冷。

图表 11：2017 年城投债发行明显放缓



来源：Wind，国金证券研究所

面对市场的恐慌，2018年7月23日国务院常务会议再次放松政策，会议强调要“按照市场化原则满足融资平台合理需求”，并在之后的一系列文件中强调加大基建与补短板领域投入，由于平台承接项目涉及大部分基建以及补短板，市场再一次看好城投债，平台融资终于得以喘息。

2019年5月5日,《政府投资条例》(国令第712号)出台,该文对城投平台的可能影响有:1.明确城投公司不得以垫资、BT等形式为政府投资项目提供资金,城投公司面临融资压力下降;2.地方财力有限,政府相关的项目可能缩减。但是紧接着5月21日国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》³⁸,推动收费高速公路项目的地方政府债务置换,为以收费公路为主要业务的平台公司带来一波利好。“723”之后城投债的行情能否持续以及持续多久仍需要看配套政策的出台。

图表 12：“后 43 号文”时期融资平台相关政策文件梳理

时间	政策文件	内容
----	------	----

³⁴ 《关于加强中央企业 PPP 业务分线管控的通知》(财办金[2017]192 号), http://www.sohu.com/a/207015922_99958743

³⁵ 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号), http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201705/t20170503_2592801.html

³⁶ 《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》（财预〔2017〕87号），
http://yss.mof.gov.cn/zhengqiwuxin/zhengceguizhang/201706/20170602_2614514.html

³⁷ 《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》(财金[2018]23号), http://www.shivian.gov.cn/syysaovinfo/sz/zfxxakml/zcfa/xzaz/201806/t20180611_1392534.shtml

³⁸ 《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，
<http://www.forestry.gov.cn/main/4815/20190521/173000167803534.html>

2016年11月	《地方政府性债务风险应急处置预案》(国办函[[2016]88号)	是中央在地方政府债务“风险总体可控,但局部地区债务比例过高”的背景下,基于地方政府规范健康举债的长远考虑,建立健全地方政府性债务风险应急处置工作机制,进一步完善和加强地方政府性债务管理。责任追究机制的核心,是将地方政府债务风险处置纳入政绩考核范围。
2016年11月	《地方政府性债务风险分类处置指南》(财预[2016]152号)	非地方政府债券的存量政府债务进行三类处理:置换为政府债券,不置换则原债务人承担偿债责任;存量或有债务政府不承担偿债责任,部分特殊债务政府最多偿还不超过债务人不能清偿部分的1/2。
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	全面开展地方政府融资担保清理整改工作,全面改正地方政府不规范的投融资担保行为;加快融资平台市场化转型,地方政府不得干预平台公司日常运营与市场化融资,不得向平台公司注入公益性资产、储备土地等;严禁地方政府借道PPP项目违法违规举债;
2017年5月	《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》(财预[2017]87号)	要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债,不得通过政府购买服务向金融机构、融资租赁公司等非金融机构进行融资,不得以任何方式虚构或超越权限签订应付(收)账款合同帮助融资平台公司等企业融资,避免异化为变相举债融资。
2017年8月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预[2017]89号)	土地储备、政府收费公路2个领域在全国范围内开展试点,在法定专项债务限额内,鼓励有条件的地方试点发展项目收益专项债券,积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券,以对应的政府性基金或专项收入偿还。
2017年8月	《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》(发改办财金[2017]1358号)	明确发债企业和政府之间的权利责任关系,实现发债企业与政府信用严格隔离,严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴等情况。
2017年11月	《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》(财办金[2017]92号)	进一步规范政府和社会资本合作(PPP)项目运作,防止PPP异化为新的融资平台,坚决遏制隐性债务风险增量。
2017年11月	《关于加强中央企业PPP业务分线管控的通知》(国资发财管[2017]192号)	中央企业按实质重于形式并表,并限制央企对PPP的净投资不得超过上一年合并净资产的50%,从而推进央企参与PPP项目的优中选优以及PPP项目中社会资本方的多元化。
2017年	财政部对部分地方政府违法违规举债进行查处问责	对重庆、山东、河南、湖北、贵州、江苏等地违法违规举债进行查处问责。
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	不得将公益性资产计入申报企业资产;企业债在申报时,应主动声明不再承担政府融资只能,不涉及新增地方债务;纯公益性项目不得作为募投项目;募投项目必须去取得财政资金支持的,要说明当地财政资金的可行性并纳入地方政府支出预算;加大问责力度。
2018年3月	《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》(财金[2018]23号)	购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。
2018年3月	两会政府工作报告	防范化解地方政府债务风险,严禁各类违法违规举债、担保行为,省级政府对本小区债务总负责,升级一下各级地方政府各负其责,积极稳妥处置存量债务。
2018年3月	新疆全区干部大会	全面清理2017年以来所有政府投资项目;“宁可发展慢一点,也决不违规举债,坚决傻猪无需举债搞建设的风气,确保政府违规举债零增长。”
2018年4月	湖南省财政厅	要求各地按照“停、换、调、撤”原则减压投资项目。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》(财金[2018]54号)	(1)对核查存在问题的173个示范项目分类进行处置;(2)引以为戒,加强项目规范管理,符合条件的融资平台可以参与PPP项目;(3)切实强化信息公开,接受社会监督。
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	明确允许地方政府可以发债换本债券“借新还旧”,新增债券发行规模不得超过当年新增债务限额。
2018年5月	《关于完善市场约束机制,严格防范外债风险和地方债务风险的通知》(发改外资[2018]706号)	地方政府及所属部门不得为企业境外融资提供担保或承担偿债责任;重申公益性资产和储备土地不得计入企业资产;地方政府作为出资人仅以出资额为先承担责任,在募集资料中不得披露与地方政府信用挂钩的误导宣传。以上几项限制了城投公司海外发债。
2018年7月23日	国务院常务会议	要有效保障在建项目资金需求。督促地方盘活财政存量资金,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。

2018年8月	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》（银保监办发[2018]76号）	对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷。按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。
2018年12月	《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（发改委1806号文）	鼓励优质企业将债券募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目，加大基础设施建设领域补短板力度。
2019年3月	沪深交易所（未正式发文）	沪深交易所窗口指导放松了地方融资平台发行公司债的申报条件。主要内容包括：对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比 50% 的上限限制，但不允许配套补流。
2019年5月	《政府投资条例》（国令第712号）	政府投资资金应该以非经营性项目为主；政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金；政府投资项目不得由施工单位垫资建设。
2019年5月	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	推动收费高速公路项目的地方政府债券置换。

来源：国务院、财政部、发改委、银保监会，国金证券研究所

整体来看，“后 43 号文”时代，政策执行力度明显加强，虽然对平台监管有紧有松，但是“严控地方政府债务风险，督促平台转型并实现与政府融资职能脱钩”的主线条从未改变。

三、未来平台如何发展？

1. 剥离政府信用是大势所趋

1.1 短期能按市场化原则合理融资，但长期平台仍将剥离政府信用

17 年和 18 年上半年城投债在严监管的重压下，发行量出现了明显下降。直至 2018 年“723”国务院常委会议对平台公司融资提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，融资平台才得以喘息，发债进入新一轮行情，那么何为“市场化原则”和“合理融资需求”呢？

“市场化原则”目前尚无统一论，但已在多个文件中提及，在更具体的文件出台以前，我们更倾向于认为该原则要求**金融机构为平台提供融资至少符合监管需求，也即 23 号文中提及的两大原则：按照“穿透原则”加强资本金审查、确保其自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息。**

“合理融资”可以从在建项目和新建项目两个角度来看，国办发[2018]101 号提出，在建项目在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，也即**在不进一步增加隐性债务风险的前提下允许金融机构对在建项目予以融资或者是资金周转支持。**对于新建项目，目前尚无统一规范，但是就发改委[1806]号文来看，基础设施领域或补短板板块融资可能限制不大。

图表 13：“723”后相关平台公司融资文件要求

时间	条文名称	具体内容
2018 年 7 月 23 日	国务院常务会议	要有效保障在建项目资金需求。督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。
2018 年 8 月	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》（银保监办发[2018]76号）	对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷。按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指	按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压

时间	条文名称	具体内容
	导意见》(国办发[2018]101号)	贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资,避免出现工程烂尾;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。
2018年12月	《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》(发改委1806号文)	鼓励优质企业将债券募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目,加大基础设施建设领域补短板力度。

来源:国务院、发改委、银保监会,国金证券研究所

2019年5月5号《政府投资条例》出台,从政府投资端限制地方政府举债规模,造成市场上新一轮的城投严监管担忧,但是紧接着5月21日国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》,推动收费高速公路项目的地方政府债券置换,为以收费公路为主要业务的平台公司带来一波利好。所以短期来看,在政策强调平台“按照市场化原则合理融资”的情况下,我们并不认为短期平台融资会承受类似17年下半年强监管的重压,很有可能短期维持宽松。

但是长期来看,随着政府债务清理开始步入隐性债务清理后,融资平台作为地方政府隐性债务的主要载体,剥离其与地方政府的担保关系是化解地方政府债务的主要任务之一。而平台的初始职能——代替地方政府投融资,也将部分被地方政府债券和PPP取代。(具体隐性债务相关研究可参照本团队上一篇报告《啥是隐性债务——政府性债务和城投专题研究之一》)

图表 14: 剥离平台公司融资职能相关条例

时间	条文名称	具体内容
2010年6月	《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)	对融资平台公司进行清理规范,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
2012年12月	《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》财预[2012]463号	加强对融资平台公司注资行为管理,地方政府对融资平台公司注资必须合法合规;制止地方政府违规担保承诺行为。
2014年9月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务。
2014年12月	《关于进一步完善债务融资工具注册发行工作的通知》	要求不新增地方政府债务、募投项目应为具有经营性现金流的非公益性项目,并明确规定要参考审计署、银监会以及财政部的融资平台名单,并以此进行排除。
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号文)	进一步强调剥离平台的地方政府融资职能,规范地方政府举债行为
2018年3月	《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》	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。

来源:国务院、财政部、发改委,国金证券研究所

1.2. 城投陆续退出平台,不再承担地方政府融资职能

目前许多平台公司宣布退出平台,也即不再承担地方政府举债融资职能。这个“退出”目前有两种途径,一种是依靠地方政府发布声明,还有一种是退出银保监会名单,后者比前者的程序要严格得多。

《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险除监管的指导意见》(银监发[2013]10号)³⁹文件对城投如何退出银保监会名单进行了说明。

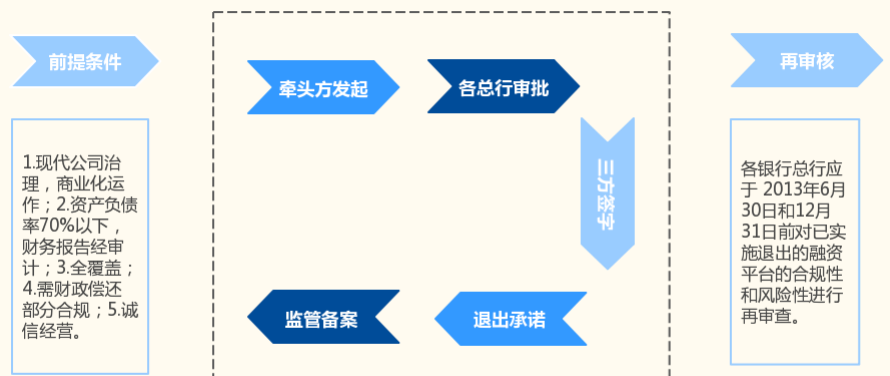
³⁹ 《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险除监管的指导意见》(银监发[2013]10号),
http://www.qzlo.com/zhuanlan/519704_2.html

平台退出的前提条件:一是符合现代公司治理要求,属于按照商业化原则运作的企业法人;二是资产负债率在 70%以下,财务报告经过会计师事务所审计;三是各债权银行对融资平台的风险定性均为全覆盖;四是存量贷款中需要财政偿还的部分已纳入地方财政预算管理并已落实预算资金来源,且存量贷款的抵押担保、贷款期限、还款方式等已整改合格;五是诚信经营,无违约记录,可持续独立发展。

平台退出程序:一是牵头行发起。由牵头行发起,各债权银行认真审核并形成一致性退出意见。二是各总行审核批准。各债权银行分支机构将融资平台退出申请报各总行审核批准。三是三方签字。各债权银行获总行退出审批通过后,与地方政府相关部门、平台公司进行沟通协商并由三方签字确认。四是退出承诺。在三方签字的同时,地方政府及相关部门应明确承诺不再为“退出类”平台新增贷款提供任何担保;各银行应明确承诺按审慎信贷原则进行贷款管理,并独立承担新增贷款风险。五是监管备案。牵头行将有关资料收集完整后向融资平台属地监管机构报备,监管机构在融资平台报表中标示退出。平台退出时间以三方签字时间为准。

“退出类”新增贷款应严格遵循产业政策、信贷政策和一般公司贷款条件,实行“谁贷款,谁承担风险”的责任追究机制。

图表 15: 平台如何退出银监会名单



来源:银监会,国金证券研究所

而另一种模式是通过地方政府公告声明城投将退出融资平台,不再承担政府融资职能。比如绍兴市以公告转型的方式⁴⁰,将全市 181 家平台公司全部完成转型,浙江省正大刀阔斧推动平台公司退出平台⁴¹。

2. 平台转型势在必行

具体来说,43 号文、225 号文⁴²、50 号文、194 号文等重量级监管文件都在强调推动城投平台积极转型。事实上,城投平台转型对于公司也有一定好处,一方面,城投转型是响应政策号召,另一方面地方政府宣布不再承担地方政府融资职能后才能获得新的融资渠道或者参与到 PPP 项目中,获得更多的融资职能。

图表 16: 融资平台转型相关的文件

时间	条文名称	具体内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发)	剥离融资平台公司政府融资职能。

⁴⁰ 转型公告(其他家转型公告也在该网站,仅以一家为例),

http://www.shaoxing.gov.cn/xgzb/zfxxgk/gzxx_243/zwhd/201809/t20180914_496633.shtml

⁴¹ 江山市人民政府关于融资平台公司市场化转型的公告, http://www.jiangshan.gov.cn/art/2019/1/4/art_1224341_29184046.html

⁴² 《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预[2015]225 号),

http://www.mof.gov.cn/mofhome/yusuansi/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201701/t20170125_2527457.html

时间	条文名称	具体内容
	[2014]43号)	
2015年5月	《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号文)	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。
2015年12月	《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预〔2015〕225号)	具有经营收益且现金流平稳的平台公司进行市场化转型,通过PPP和政府购买服务等予以支持。
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)	加快融资平台市场化转型,地方政府不得干预平台公司日常运营与市场化融资,不得向平台公司注入公益性资产、储备土地等。
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金〔2018〕194号文)	进一步强调剥离平台的地方政府融资职能,规范地方政府举债行为

来源:国务院、财政部、发改委,国金证券研究所

2.1. 平台公司怎么转型?

需要强调的一点是,转型谋生存,不能脱离平台公司筹资开发建设的本质职能,否则平台公司将失去核心竞争力。所以我们认为平台公司转型,是指在保持原有筹资建设开发职能的前提下,向市场化、盈利化转型,通过业绩考核求得生存,而不再是靠政府兜底,或者是增加经营范围,变成拥有实体业务的企业。

1. 政府角度:

目前,陕西省、山东省、江苏省、浙江省都分别出台了平台转型的意见,我们从中选取了2个最具有代表性的文件来说明政府角度应如何实现平台公司转型。具体各地的转型相关文件见图表18。

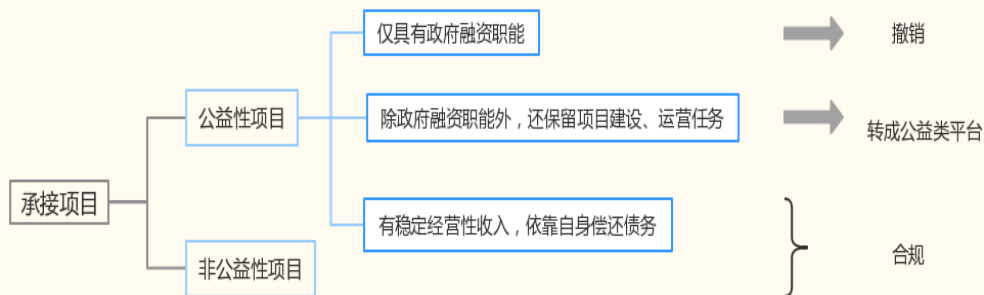
《陕西省财政厅关于印发〈关于推进我省融资平台公司转型发展的意见〉的通知》⁴³: 转型后将只剩下公益类国有企业和市场化运营企业

该文件延续了19号文的规定将融资平台分为四类:一、只承担公益性融资任务且依靠财政性资金偿还债务的平台公司;二、除承担公益性融资以外还承担项目建设运营的平台公司;三、有稳定经营收入的公益性项目(也即前文提到的“准公益性项目”)并且主要依靠自身收益偿还债务的平台公司;四、承担非公益性项目融资任务的融资平台。

但19号文出台尚已久,对于一二类项目仅说明要剥离政府融资职能,鼓励三四类项目继续推进市场化,而陕西省财政厅进行了明确说明,要求撤销第一类平台,将第二类平台转型为公益类国有企业,鼓励三四类企业继续按照市场化方式承担职能。按照该文件要求,平台公司清理完成后将只剩下两类:公益类平台以及市场化的平台。

⁴³ 《关于推进我省融资平台公司转型发展的意见》, <http://www.sf.gov.cn/info/1438/30253.htm>

图表 17：陕西省财政厅认定转型后平台类型



来源：国务院、陕西省财政厅，国金证券研究所

《衢州市人民政府办公室关于市级政府融资平台公司市场化转型的实施意见》 (衢政办发[2018]88号)⁴⁴

该文件在大多部分条例上同其他地方政府没有太大区别，但是提出了第三方中介评估转型以及政府性资源封闭方案，且非常详细的总结了地方政府在平台转型方面的工作内容，所以我们认为有一定的代表性。文件规定政府在平台转型的工作内容有：

一、全面清查资产、项目、收益和负债。这一步主要是为了再一次核定隐性债务情况以及政府投资项目的资金来源、规模、去向等情况；

二、综合评估政府土地等资源要素和平台公司资产负债情况。这一步是摸清平台公司的底细，从而制定帮助转型的方案；

三、制定政府性资源封闭运行方案。这一步是以往其他文件中没有提到的，其规定“全面梳理市委市政府已经确定实施的所有完工、续建、新建、前期项目以及市‘十三五’规划明确将要实施的重点项目资金需求，确定未来 5 年每年的政府性项目建设资金需求，以及现融资平台公司未来 5 年隐性债务清理要求归还的债务本息，锁定政府性项目建设总资金需求，制定政府性建设资源封闭运行方案。通过资产、资源整合匹配，确保政府性项目建设总资金平衡。”

这一条明确了 5 年的时间期限，并通过现金流匹配，保证了债务偿还的平稳进行。

四、推进经营性资产转性注入。这一条是许多文件都提到的一条，是对转型平台公司的实质性救助。

五、拟转型融资平台公司制定具体实施方案。

六、发布公司转型公告。这一条与其他地方政府不同的是，提出了要聘请第三方中介对转型平台公司出具市场化主体地位的咨询报告。通过加入第三方介入斩断政府与城投的联系可谓是一个创新之举。

七、分布推进国有企业兼并重组。

图表 18：各地政府关于融资平台转型的意见

时间	地区	条文名称	具体内容
2016 年 2 月 23 日	贵州省	《黔东南州人民政府关于印发黔东南州投融资平台公司整合转型发展工作方案的通知》(黔东南府发[2016]3 号)	推进州级国有投融资平台公司重组，按照产业投资、城镇建设、旅游开发、交通建设、水务一体、民生扶贫等六大行业板块。

⁴⁴ 《衢州市人民政府办公室关于市级政府融资平台公司市场化转型的实施意见》(衢政办发[2018]88 号)，
http://www.qz.gov.cn/art/2019/2/12/art_1628556_30199047.html

时间	地区	条文名称	具体内容
2016 年 8 月 17 日	安徽省	《安徽省财政厅关于财政支持政府融资平台公司转型发展的意见》(财债[2016]1301 号)	改革转型为以城市基础设施投资、战略性新兴产业投资等为主业的国有资本投资运营公司,鼓励有条件的融资平台公司实行多板块业务经营。
2017 年 9 月 12 日	山东省青州市	《关于印发<青州市市级政府投融资平台公司转型改制方案>的通知》(青政发[2017]67 号)	公司转型为自主经营、自负盈亏的国有独资公司,并承担以下工作任务:政府项目建设开发;国有资产管理运营;受市政府委托,为政府建设开发项目以及政府 PPP 项目提供承接平台,对市级重点企业及项目进行投资运营;全面承担原有政府债务的偿还责任,防范化解债务风险;市委、市政府安排的其他任务。
2018 年 7 月 6 日	陕西省	《陕西省财政厅关于印发<关于推进我省融资平台公司转型发展的意见>的通知》(陕财办预[2018]66 号)	对现有融资平台公司依法分类实施市场化转型,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“空壳类”融资平台公司,要按照法定程序予以清理撤销;对兼有政府融资和公益性项目建设、运营职能的“实体类”融资平台公司,要剥离其政府融资职能,通过兼并重组、整合归并同类业务等方式,转型为公益类国有企业,承接政府委托实施的基础设施、公用事业、土地开发等公益性项目建设;对按市场化方式承担一定政府融资职能的“商业类”国有企业,鼓励其继续为地方经济发挥积极主动作用,但不得再替政府或受政府委托融资。对其他兼有不同类型融资功能的融资平台公司,也要按照上述原则进行市场化转型。
2018 年 10 月 17 日	浙江省衢州市	《衢州市人民政府办公室关于市级政府融资平台公司市场化转型的实施意见》(衢政办发[2018]88 号)	制定政府性建设资源封闭运行方案;聘请第三方中介机构对完成战略性重组的融资平台公司进行财务审计评估,出具市场化主体地位的咨询报告;按照“资产覆盖负债、收益覆盖利息”的要求,分步推进国有企业兼并重组大企业做大做强,小平台按照“管理相关、业务相同”原则实行兼并重组。
2017 年 10 月 21 日	江苏省南通市	《市政府关于推进市级国有融资平台公司市场化转型的实施意见》(通政发[2017]58 号)	合理压缩融资平台公司的层级与数量,努力降低融资平台公司负债比率。进一步优化功能配置与资源资产注入,突出做强主业,加快将融资平台公司逐步转型为自主造血能力较强的实体化运作的国有企业。支持培育具有上市潜力的公用事业企业,借助资本市场融资发展,逐步推进融资平台公司的资产、债务重组。
2018 年 7 月 6 日	浙江省绍兴市上虞区	《绍兴市上虞区人民政府办公室关于政府投融资平台公司市场化运作改革的实施意见》(虞政办发[2018]140 号)	从 2018 年起,力争用 3—5 年时间,按照“资产覆盖本金,收益覆盖利息”的要求,将现有平台公司转型为独立核算、自主经营、自负盈亏、自担风险的国有企业。按照实体化发展规划路线图,分类分步推进 10 大集团公司的资源整合,搭建框架,依托优势,做大做强传统经营性板块,创新培育新型经营性板块,全面实现实体化转型;对规模小、经营项目单一的纯项目平台公司要按照“管理相关、业务相同”的原则,实行兼并重组,整体打包划入相关国有企业。
2018 年 11 月 16 日	陕西省延安市延川县	《延川县人民政府办公室关于印发融资平台公司转型发展意见的通知》(延政办发[2018]42 号)	整合重组各融资平台公司,明确各融资平台公司职能定位和业务方向,推动融资平台公司 2018 年底前全部转型为市场化运营的国有实体公司。
2018 年 12 月 19 日	陕西省延安市	《延安市人民政府办公室关于做好融资平台公司转型发展工作的通知》(延政办发[2018]46 号)	同《陕西省财政厅关于印发<关于推进我省融资平台公司转型发展的意见>的通知》
2019 年 1 月 8 日	陕西省延安市子长县	《子长县人民政府办公室关于做好融资平台公司转型发展工作的通知》(子政发[2019]1 号)	同《陕西省财政厅关于印发<关于推进我省融资平台公司转型发展的意见>的通知》
2019 年 1 月 9 日	湖南省张家界市	《张家界市人民政府办公室关于促进政府投融资平台公司改革创新转型发展的实施意见》(张政办发[2019]1 号)	做大做强经营性企业;公益性加减融资专项产业性投融资;除政府有特殊公共需要或有资金来源保障外,政府投融资平台公司不再承担纯公益性投资;各政府投融资平台公司要结合实际,制定公司向实体化经济转型发展的战略规划,确定自身发展目标,力争五年内经营性资产占总资产的 50%以上,经营性收入占总收入的 50%以上,净资产利润率达到 5%以上,促进公司持续健康发展。

来源:各地人民政府、财政局,国金证券研究所

2. 具体业务角度:

为了更细致的说明不同业务的平台公司该如何转型，我们针对前文对城投平台的业务分类，来分别探讨平台公司该如何转型。

◆ 其他类：实体化转型压力大

我们之所以把其他类放在第一个说明，一方面是因为通过前文的统计可以发现现在不少平台公司正在尝试实体化业务，另一方面也是想要先说明为什么实体化转型不具有太大可行性。

首先，现在的平台公司主要做的是三类业务：一类是项目收益能够覆盖还款的类似于使用者付费的项目，这类项目不需要财政支持，甚至不需要是平台公司建设，就会吸引大量的投资方介入，所以平台公司在这类业务里没有转型必要；另外两类是有收入但无法覆盖还款以及没有收入的项目，后两类项目是平台公司的主要项目，得依靠财政资金来偿还。

再来看平台公司的优势，对于第一类业务，项目本身并没有用到多少平台公司的资源，且项目本身就符合政策规定，没有必要转型。真正想要实体化转型的是第二三类公司，但是这类公司参与实体化业务有优势吗？当前的市场环境下，专业企业苦心造诣数十年尚且面临激烈的市场竞争，而平台公司除了投融资和简单开发建设以外，并未掌握实体的市场竞争优势，这种情况下还要强制实业转型可能并不是明智之选。

◆ 城市基础设施建设类：向“授权建设管理”转型

首先经营城市基础设施建设的平台公司大多业务是工程建设，完成建设后依靠政府回购，这类企业里有大量的 19 号文里所指的一二类平台，也就是承接公益性项目投融资或者是建设运营，但是得依靠当地政府偿还债务的平台公司，是转型的重灾区。

这类平台公司转型，要抓住优势，其优势在于在工程建设投融资以及项目管理上具有一定的经验。2018 年初，江苏省发布《推进政府投资工程集中组织建设的指导意见》（苏建建管[2018]23 号）⁴⁵，针对政府投资工程，推行“授权建设管理”模式，也即政府授权集中组织建设实施单位和建设施工单位，其中集中组织建设实施单位并不负责施工，只是负责控制投资以及项目管理。可以发现控制投资和项目管理是现在许多基建类平台公司的主要业务板块，但是通过“授权建设管理”模式可以较好的隔离政企信用，实现平台公司脱离地方政府信用。总的来说推行“授权建设管理”是平台转型成为国有资本投资运营公司途径的一次有利尝试。

当然根据陕西省财政厅印发的《关于推进我省融资平台公司转型发展的意见》，兼优政府融资和公益性项目建设、运营职能的平台公司在剥离政府融资职能后，也可以转型为公益性国企，承接政府委托的基建、公用事业、土地开发等公益性项目。

◆ 公用事业类：分两类来看

公用事业类一个很大的特点在于这个业务本身可以带来一定的现金流，我们根据现金流的稳定程度及对债务的覆盖能力将此类平台分两类来看。

一类是承接本身现金流足以覆盖还款项目的平台公司，这类平台公司本身就是自主经营、自负盈亏，是市场化的经营主体。

另一类是承接现金流无法覆盖还款，还是得依靠财政资金项目的企业，这类企业可以参考 PPP 模式，规范政府付费和使用者付费的占比，透明化地方政府债务。

◆ 土地整理与开发类：转型为工业厂房和土地房产的建设开发

首先，这类企业本身业务就是帮助政府进行土地整理，转向房产、厂房开发的难度和跨度都不大；其次，房地产开发是最容易滚动累计抵押物的行业之一，对于平台公司的发展壮大也是很好的机遇；最后，厂房开发业务有利于当地政府招商引资，是符合政府经济发展战略的，能够得到当地政府的一定支持。

⁴⁵ 《推进政府投资工程集中组织建设的指导意见》（苏建建管[2018]23 号），<http://jsj.lyg.gov.cn/lygcin/xzzq/content/e4c9ec2d04eb-4037-9e90-76b7f761bdff.html>

◆ **园区开发类：向“授权建设管理”或者是工业土地开发商转型**

园区开发的业务除了基础设施建设以外，还包括土地整理开发等方方面面，所以参考前文，我们认为园区开发类企业可以考虑“授权建设管理”模式下剥离政府信用，或者是借用土地整理之便转型为工业开发商。

◆ **国有资本经营类：剥离典型城投项目，专注国有资产增值**

大部分国有资本经营类企业本身并未涉及平台公司的典型业务，且这类公司本身资本实力就比较强大，为了保证这类公司的国有资本经营主业，我们建议剥离其城投平台职能的项目（基建融资等），回归主业。

四、总结

首先，我们对融资平台的概念和特点进行了梳理，平台公司是我国发展的时代性产物，它的出现是迎合我国地方政府投融资的需要，最初融资平台主要突出其地方国企属性，以及承担政府投资项目融资的职能，之后政策强调融资平台具有政府公益性项目投融资功能，“公益性项目”又进一步完善成“公益性或准公益性项目”。为了加深理解，我们尝试从股权界定、平台功能、融资平台名单三个方面对融资平台概念进行再探究，但是发现融资平台的定义仍不太明晰。最终我们仍采用融资平台的广义概念，即融资平台是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。

然后，我们将 2008 年以来平台公司的政策变迁分四个阶段进行了梳理，分别为 2008 年-2009 年、2010 年-2014 年 9 月、2014 年 9 月-2016 年 11 月、2016 年 11 月至今。其中第一阶段城投平台受政策鼓励，快速增长；第二阶段俗称“19 号文”时期，对平台的监管主要是以信贷为抓手，控“量”为主；第三阶段俗称“43 号文”时期，以“开正门、堵偏门”为主线，赋予地方政府举债权，但实际执行力度不强；第四阶段为“后 43 号文”时期，注重疏堵结合，执行性强。

最后，我们提出了如何看平台公司的发展。短期来看，在政策强调平台“按照市场化原则合理融资”的情况下，我们认为平台融资不会面临类似 17 年下半年强监管的情形，短期内很有可能维持宽松，但是长期来看，平台转型并实现与地方政府信用脱钩是大势所趋，只是时间问题。我们认为的平台公司转型，是指在保持原有筹资建设开发职能的前提下，向市场化、盈利化转型，因此在最后我们对城投平台的转型模式进行了梳理，从政府角度和具体业务角度分别探讨了融资平台该如何转型。

五、风险提示

- (1) 地方政府投融资机制受限，基建投资增长不及预期；
- (2) 城投平台再融资压力加大，信用风险上升。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH