



## 宏观研究

## 【粤开宏观】城投公司转型的实质与前提

2024年05月06日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

研究助理：晁云霞

邮箱：chaoyunxia@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2024-04-30

《【粤开宏观】物价保卫战：低迷原因、展望及应对》2024-04-28

《【粤开宏观】中国出口的全球份额（2001-2023）：趋势、结构及展望》2024-04-21

《【粤开宏观】如何理解一季度经济数据的总体表现与三重背离》2024-04-16

《【粤开宏观】新一轮资本市场制度改革的历史使命与着力方向——新“国九条”学习体会》2024-04-15

## 引言

在经济增速换挡、财政紧平衡以及城投公司自身债务风险高企的情况下，城投公司转型是必然趋势。城投公司转型，既是监管收紧背景下的政策倒逼，也是城投公司谋求可持续发展的主动抉择；既是防范化解地方政府债务风险的要求，又是推动国资国企高质量发展的题中之义。

在探讨城投公司转型的实质及要义之前，有必要先回答城投公司是否仍有存在的必要，或者城投转型是否是伪命题？我们认为，过往的城投公司在我国经济发展和城镇化进程中发挥过巨大贡献，但是导致隐性债务风险、投资效率下降等问题的根源不在于城投本身，而是地方政府与城投的关系不清以及由此衍生的融资职能，以市场化的主体去举借事实上的政府债务。从这个角度讲，城投转型是大势所趋，而且剥离了政府融资职能的新城投公司对城市建设、城市运营、城市更新等仍能发挥重要作用，仍有存在的必要性；之所以有认为“城投转型是伪命题”的看法，主要是因为城投转型需要具备一定的内外部条件，若不具备一定条件则难以转型。转型至少包括三个方面的条件：一是地方政府放弃对原城投公司的干预，二是当地的资源禀赋能够支持城投转型，比如当地有可供投资的产业以形成产业投资公司、当地财政能够兑付对承担公用事业主体的应付账款以形成城市综合运营服务商等，三是原城投公司自身的公司治理、风险管理、激励机制等能够重建并有效运行，历史债务包袱得到有效解决。一言以蔽之，旧城投必须转型，经济社会发展需要在理顺政府与市场关系后，分类推进整合重组、解决历史债务包袱、审慎推进转型后的新型城投公司。

我们认为，城投公司转型的实质是理顺政府与市场的关系，城投公司转型的核心是剥离城投公司的政府融资职能、打破市场对于城投公司由地方政府提供隐性信用担保和兜底的预期，但并非寻求与地方政府完全脱钩。

城投公司转型需要明确三个前提：一是城投公司转型需要根据城投公司的职能进行分类处置、循序渐进，二是短期看城投公司首先要解决好生存问题，三是城投公司转型后仍需合理负债，举债要与高质量发展匹配，提高债务资金使用效率，而不是“谈债色变”。

风险提示：城投监管政策超预期收严导致融资困难、房地产风险与城投风险交织；



## 目 录

一、城投公司转型的实质.....	3
（一）转型的实质是理顺政府与市场的关系.....	3
（二）城投公司转型并非寻求与地方政府完全脱钩.....	4
二、城投公司转型的前提.....	4
（一）城投公司转型需要分类处置、循序渐进.....	4
（二）短期看城投公司首先要解决好生存问题.....	5
（三）城投公司转型后仍需合理负债，举债要与高质量发展相匹配.....	5



## 一、城投公司转型的实质

通常所说的城投公司转型指的是城投的市场化转型，但城投公司转型到底转什么？城投公司转型的具体内容有哪些？城投公司转型的实质是什么？回答这些问题对于理解城投公司转型前提、政府的作用以及转型方向具有重要意义。

### （一）转型的实质是理顺政府与市场的关系

从城投产生的历史渊源和发展历程看，城投公司成立最初的角色是政府公益性或准公益性项目的承建单位和融资平台，公益性资产占比较高，主要以基础设施建设为主，市场化经营资产占比较低，自主盈利能力较弱，不是典型的市场化主体。外部形势和内部债务压力下，城投公司需要从非典型的市场化主体向典型的市场化主体即经营性地方国有企业转变，以市场化的主体而非“准政府职能部门”的身份与地方政府展开合作。**城投公司转型客观上要求城投公司自身在主营业务、融资模式和内部治理框架等方面全面转型，而不是单纯就某一方面转型。**

**第一**，主营业务转型意味着主营业务要改变过去以基础设施建设、土地开发整理等传统城投业务为主的业务模式，增加其他经营性较强、现金流较好的业务，增加业务收入和增强盈利能力，从而降低对政府财政补贴收入的依赖。业务转型往往被认为是城投公司转型的主要抓手和见效最快的途径，这也意味着选择正确的业务转型方向尤为重要。业务转型的核心是厘清政府与城投公司的职责边界和利益边界，即哪些事情应该由政府做、哪些事情应该由市场化主体做，以及相关项目投入与收益在政府与城投公司之间如何分配。

**第二**，融资模式转型意味着城投公司要基于业务转型的需要选择更加稳健、更加市场化的融资方式，减少对土地金融的依赖。金融机构更多地从城投公司资产和项目的净现值、现金流、期望收益率等因素出发评估城投公司偿债能力和资金供给，是否存在政府的隐性信用担保不再是决定因素。政府也不再过多地干预地方金融资源配置，充分让市场发挥资源配置的决定性作用，对于经营效率低下、无法融资的城投公司应及时通过重组、破产等方式清退，而不是一味地兜底。城投公司融资模式转型的核心是厘清因为政府建设公益性项目产生的债务与城投公司因自身经营非公益性业务产生的债务之间的边界。

**第三**，内部治理框架转型意味着城投公司要建立现代企业法人治理框架，全面去行政化，地方政府只以出资人的角色监督和引导城投公司的发展，明确政府部门与城投公司的权责边界，退出城投公司日常经营决策。城投公司内部治理框架转型的核心是厘清政府相关部门（地方国有资产管理部門、财政部门等实际控制人）与城投公司经营管理层的职责分工边界。若政府与市场的边界不清晰，地方政府与城投公司的信用“连襟”关系就不能被打破，政府兜底预期就依然存在，城投公司持续经营的生态环境就不健全，城投公司转型的根基就不扎实。

透过转型内容看实质，城投公司转型的实质应当是理顺政府与市场的关系，城投公司转型的核心是剥离城投公司的政府融资职能、打破市场对于城投公司由地方政府提供隐性信用担保的预期。无论是城投公司的业务转型、融资模式转型还是内部治理框架转型，均要求政府与城投公司之间有明确的边界，包括利益边界、债务边界和责任边界，其本质是理顺政府与市场的关系。



## （二）城投公司转型并非寻求与地方政府完全脱钩

转型要求地方政府与城投公司之间构建新的政企关系，城投公司逐步脱离地方政府的信用背书，获得自力更生、自我造血的能力，而不是与政府完全脱钩。相反，城投与地方政府保持密切联系与协作，是城投公司转型成功的重要保障。若强行斩断城投公司与地方政府的联系，是对城投公司转型的片面理解，是重形式不重实质的做法，也可能造成一转就死、国有资产流失等不良后果。

**第一**，作为地方国有企业，地方政府及其相关职能部门是城投公司的出资人和实际控制人，这种天然的关系不可能被切断。作为国有资产的一部分，城投公司不可能脱离地方政府相关部门对国有资产的监督管理，国资国企改革的政策也要求地方政府要履行好出资人的国有资本监督管理责任。

**第二**，未来相当长的一段时间内，城市建设者仍是城投公司角色的基本底色，城投公司及其转型仍是地方政府想要完善城市功能、提高公共服务水平、促进产业结构升级、治理生态环境、提升经济发展质量的重要抓手。

**第三**，城投公司转型离不开地方政府的支持。成功的转型不仅要求城投公司自身有强烈的转型意识和主观动力，当地政府在资金资源等方面的支持和推动、地区资源禀赋等外部条件也是非常重要的。无论是化解当前城投公司的短期债务风险，还是建立城投公司市场化经营的长效机制，都需要地方政府甚至中央政府顶层设计的大力支持。

## 二、城投公司转型的前提

从城投公司的演进历程来看，其发展轨迹深受政策调整的影响，时常呈现出两种极端的倾向。一方面，当政策环境宽松、支持力度加大时，城投公司往往倾向于大规模举债，迅速推进基础设施建设，在期短期内刺激经济增长。然而，这种过度扩张的行为往往忽视了举债成本的控制以及债务的可持续发展。另一方面，当政策收紧、约束加强时，城投公司又可能因融资途径受限甚至停滞而陷入困境，债务风险随之加剧。这种倾向不仅在过去的的发展历程中屡见不鲜，而且在当前城投公司转型的政策要求下也逐渐浮现。例如，城投公司大规模“退平台”、大规模整合重组、进军同质化产业等现象频繁出现。城投公司在转型发展过程中需要更加审慎地权衡利弊，既要保持适度的进取心，又要避免盲目跟风或过度保守，以实现稳健和可持续的发展，而非为了转型而转型。

城投公司转型是一项系统、长期的工程，需要顶层设计、地方政府、城投公司、金融市场等多方面的共同协调推进，转型成功与否也取决于多种因素。理解城投公司转型的基本逻辑，首先需要澄清三个问题。

### （一）城投公司转型需要分类处置、循序渐进

城投公司转型需要根据城投公司的职能分类处置、分步推进。**分类处置方面**：**其一**，对于只承担政府融资平台职能、没有实质性经营业务、不承担政府项目管理或建设责任的城投公司，未来的方向应该是逐步关停、注销。**其二**，对于主要承担政府投资项目管或具体项目建设的城投公司，应引导其市场化转型、增强市场竞争力，在与其他市场主体公平竞争的前提下，以政府购买服务、委托代建、工程采购等合理合法方式参与政府公益性或准公益性项目。**其三**，对于既有政府融资平台职能、又承担政府项目管理或建设主体责任的综合性城投公司（大多数城投公司属于此类），应首先严格按照国发〔2014〕43号文的要求剥离其融资平台职能，再逐步推动城投公司市场化转型。

**分步推进方面**，主要是要结合短期和长期对高质量发展尤其是经济社会稳定的影响，



**稳步推进城投公司转型。**短期来看，历史上只承担政府融资职能的城投公司，由于承载的历史隐性债务未完全化解，贸然注销存在一定短期处置风险。**中长期来看**，应遵循先立后破、循序渐进的原则，根据债务化解、人员安置、资产处置等情况，逐步清理、关停纯融资平台类城投公司，并稳妥推进其他类型的城投公司剥离政府融资职能，并进行市场化转型。

## （二）短期看城投公司首先要解决好生存问题

如果说城投公司转型的目的是更好地生存发展，那么转型的一个重要基础或前提是城投公司解决好生存问题。

**第一**，城投公司转型首先要妥善化解当前的债务风险。由于其特殊性，城投公司历史发展过程中积累了大量的债务，其中部分债务成本较高，使城投公司在市场化转型过程中背负着沉重的包袱。要实现城投公司的转型，必须要防止存量债务的进一步扩大，减轻短期偿债压力，使其轻装上阵，在转型发展中逐步化解存量债务。对于未来有意愿、有实力实现转型的城投公司而言，当务之急是在隐性债务化解导致融资收紧的环境下维持正常的还本付息。地方政府应积极通过安排财政资金偿还、盘活国有资源资产、发行特殊再融资债券置换等财政方式化解隐性债务。除此之外，地方政府还可以通过协调金融机构对现有债务进行展期和降息，以时间换取空间，帮助城投公司在发展中逐步缓释债务风险。

**第二**，城投公司转型要处理好传统业务萎缩而自身经营性项目较少导致的营业收入下降的问题。收入下降会给城投公司带来一系列挑战，偿债能力和融资能力下降是最直接的，还可能因拖欠员工工资、拖欠其他企业欠款等引发社会问题。

**第三**，城投公司转型要恰当地选择转型时机。如果转型的外部条件不具备、自身的能力达不到，为了转型而转型，操之过急，则可能转型失败，得不偿失；反之，如果错过了最佳转型时机，继续在债务的泥潭中挣扎，后续转型会更加困难。因此，城投公司转型需要把握时代窗口期，在自身能力、业务方向、政策环境都恰当的情况下，及时地启动转型。

## （三）城投公司转型后仍需合理负债，举债要与高质量发展相匹配

在城投公司转型过程中，既要杜绝违法违规新增隐性债务的行为，也要避免走向“谈债色变”的极端。在“严控地方政府债务增量，终身问责、倒查责任”、“遏制增量、化解存量”等一系列政策要求下，各地政府积极推动隐性债务清零工作。特别是对于仍然涉及隐性债务的城投公司而言，在监管日益趋严的背景下，化解隐性债务成为转型前不得不面临的挑战。根据监管要求，承担地方政府隐性债务的城投公司银行贷款、城投债等融资途径受到越来越多的限制，导致城投公司普遍对债务极度敏感和谨慎，甚至“谈债色变”。

但隐性债务是长时间积累起来的风险，其化解也需要一个相对漫长的过程，需要避免对城投融资一刀切而引发的系统性金融风险，需要在保障现有合理融资需要的同时同步推进。隐性债务化解的终点也不是“全部债务清零”，合理的负债是城投公司持续运作、开展转型的保障。债务本身是中性的，没有“好”与“坏”之分，关键看城投公司举债后投向的领域，是否可以形成优质的资产、是否产生稳定的现金流。债务本身并不是问题，问题的关键在于：债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配度，以及是否形成了优质的资产和充裕的现金流、是否产生期限错配的问题等。同时，合理负债融资也是现代化企业经营发展中不可或缺的一环，能够为企业日常经营、扩大投资、技



术创新等活动筹集资金。因此，债务只是一种工具，城投公司无需将债务视作洪水猛兽。在确保负债与资产、收益与风险的平衡后，制定合理的、与高质量发展相匹配的融资计划，是城投公司持续发展与成功转型的必要条件之一。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)