



宏观研究

【粤开宏观】城投公司转型的分类处置

2024年06月10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**研究助理：晁云霞**

邮箱：chaoyunxia@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】美国产能过剩：表现、原因及化解》2024-06-04

《【粤开宏观】中国“新三样”是否产能过剩？——“产能过剩”系列之二》2024-06-02

《【粤开宏观】中国走出产能过剩的历程、措施与经验》2024-05-30

《【粤开宏观】从房企年报看房地产风险：经营业绩与债务特征》2024-05-27

《【粤开宏观】新一轮房地产去库存：背景、政策、难点与展望》2024-05-20

摘要

城投公司转型是现有城投公司的发展方向之一，但推动城投公司转型的一个重要基础是明确哪些城投公司需要转型，这涉及到对现有城投公司的分类处置问题。对于目前所有城投公司可能处置方式包括：注销、重组整合、市场化转型、维持现状等。对现有城投公司的分类处置，首先要明确分类标准或分类依据，再针对不同类别的城投公司分别制定处置方案，并准确识别出需要转型发展的城投公司。本文将先介绍城投公司分类处置的现实原因，再给出城投公司分类处置方案。

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、城投公司分类处置的现实原因.....	3
二、城投公司分类处置方案.....	5
（一）城投公司分类处置的思路.....	5
（二）四大类城投公司的具体处置方案.....	6
1. 纯融资平台类城投公司.....	6
2. 市场化程度较低的城投公司.....	7
3. 市场化程度较高的城投公司.....	8
4. 已完成市场化转型的城投公司.....	8

图表目录

图表 1： 2023 年年末各业务类型城投公司数量占比.....	4
图表 2： 2023 年年末各业务类型城投公司公益性和准公益性业务收入占比均值.....	5
图表 3： 现有城投公司的分类处置方案.....	6
图表 4： 第二类城投公司的处置方案.....	7



一、城投公司分类处置的现实原因

经过多年的发展，城投公司数量依然较多、资产规模依旧庞大，在地区经济发展和金融市场中仍扮演重要角色。根据 Wind 统计口径，截至 2024 年 4 月底，全国城投公司共计 3562 家，若考虑未曾在资本市场上公开融资过的城投公司，城投公司数量可能超过一万家。已有城投公司在市场化经营能力、财务状况、业务构成、业务模式等方面呈现出较大差异，逐渐分化出不同的类型，转型发展阶段、市场化程度与转型方向也呈现多样化特征。这很大程度上取决于当地政府的支持力度，而政府的支持力度与当地的资源禀赋、城投公司的重要性和行政级别等因素密切相关。由于城投公司经过长期发展已深度参与城市建设与公共服务的各个领域，所涉及的行业较多，城投公司转型进程也与其主营业务所属行业的特性有直接关联。

第一，区域资源禀赋决定了地方政府支持城投公司转型发展的能力。区域资源禀赋包括城投公司所在区域的经济状况、所属地方政府的财政实力、所在区域的国有资源等。一方面，经济发展水平较高、地方政府财政实力较强、当地国有资源丰富的地区，能够支持城投公司转型发展的资源也较多，城投公司市场化转型程度或转型发展的可能性较高。其中，城投公司转型最重要的资源支持来源于当地的国有产业资源禀赋。从目前转型较为成功的城投公司来看，其业务构成大多数是在传统城投业务的基础上新增多元化经营业务，而新增产业类业务主要源于当地政府的产业资源整合。另一方面，城投公司所属的政府层级也会影响城投公司转型发展可获得的外部资源。城投公司所属的政府层级主要包括省级、地市级和区县级。通常所属区域政府层级越高的城投公司，可获得的转型发展资源也较多。在实践中，部分城投公司为取得较高主体评级，存在将股权上挂的情况。例如，区县政府将城投公司控股权转让给地市级城投公司或政府部门，表面上看其实际控制人为地市级政府，但综合考虑其业务开展的主要区域、业务指导关系等，可以判断其实际行政级别仍为区县级。

第二，城投公司的重要性决定了地方政府支持城投公司发展的意愿。城投公司重要性主要指城投公司在区域经济发展中的地位和作用。若城投公司对当地就业、政府公益性和准公益性项目的承接与实施、经济稳定发展等具有重要影响，则认为是重要性较高的城投公司。城投公司的重要性可结合其社会经济影响、规模、岗位人员数量、业务构成、区域排名等进行综合判断。一般而言，地方政府会优先支持重要性较高的城投公司转型发展。一方面，地方政府的前期资源更注重向重要的城投公司倾斜，优先支持其转型发展可以减少沉没成本损失。另一方面，优先支持重要的城投公司持续经营和稳定发展有利于当地社会经济稳定，降低处置风险。需要指出的是，城投公司重要性决定了地方政府支持城投公司继续转型发展的意愿，但是否支持以及以何种力度支持城投公司转型发展，最终取决于由区域资源禀赋决定的地方政府支持能力。

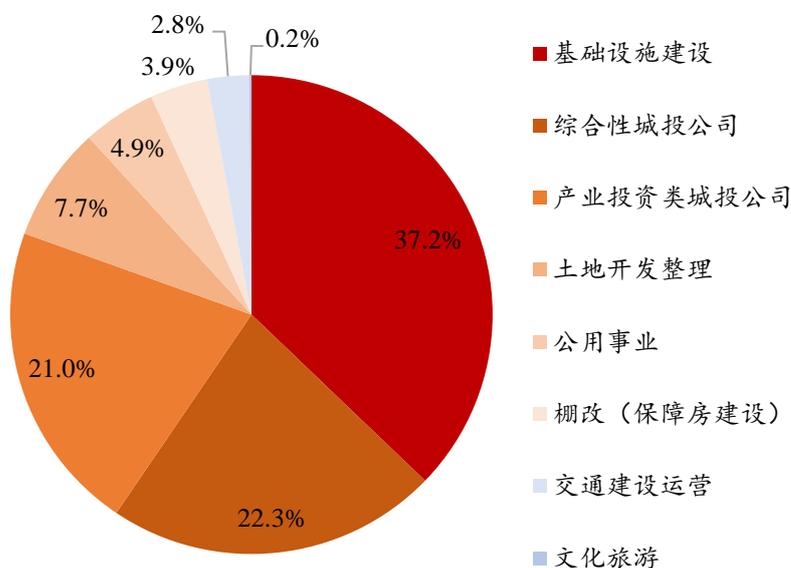
第三，城投公司的行业特性影响了城投公司的转型难度。城投公司的行业特性指城投公司的主营业务所属行业的特点。城投公司的业务类型包括：基础设施建设、土地开发整理、公用事业、棚户区改造（保障房建设）、交通建设运营、文化旅游等，还包括部分综合性城投公司和产业投资类城投公司。2023 年年末上述城投公司数量占比分别为 37.2%、7.7%、4.9%、3.9%、2.8%、0.2%、22.3%和 21.0%。主要从事基础设施建设、土地开发整理、棚户区改造（保障房建设）等业务的城投公司转型较慢，主要原有两个方面：一是此类行业的公益性属性较强，早期建设投入较多、累积的债务规模较大，有一定的历史包袱；二是此类行业的城投公司长期以来主要依赖政府资源和政策支持，市场化运营能力相对较弱。产业投资类和综合性城投公司的市场化转型难度最小，主要是这类城投公司投资领域或从事的业务较为多元化，经营性业务占比较高。主要从事公用事业、交通建设运营、文化旅游等业务的城投公司的核心资产是政府注入的特许经营权，一般具有比较稳定的收入，转型难度处于中间地带。从数据来看，产业投资类、文化旅



游和综合性城投公司的主营业务收入中,公益性或准公益性业务收入占比分别为 11.8%、47.8%和 48.3%。相较而言,其他类型城投公司五成以上的主营业务收入仍来自于公益性或准公益性业务,其中棚户区改造(保障房建设)类城投公司公益性或准公益性业务占比最高,达 81.5%。

综合来看,在城投公司自身经营情况千差万别、外部条件多样、转型进度各异的情况下,城投公司转型不存在放之四海而皆准的方案。城投公司的转型必须要基于城投公司自身条件和所在区域情况来讨论,以强化其作为城市公共资产的运营维护者和城市潜在价值的挖掘者角色。我们认为,结合当前债务风险化解需要以及城投公司发展现状,有必要对现有城投公司先进行分类,针对不同类别的城投公司分别制定处置方案,再逐步推进有转型潜力的城投公司转型发展,以降低城投公司处置、转型对经济和社会的负面影响。

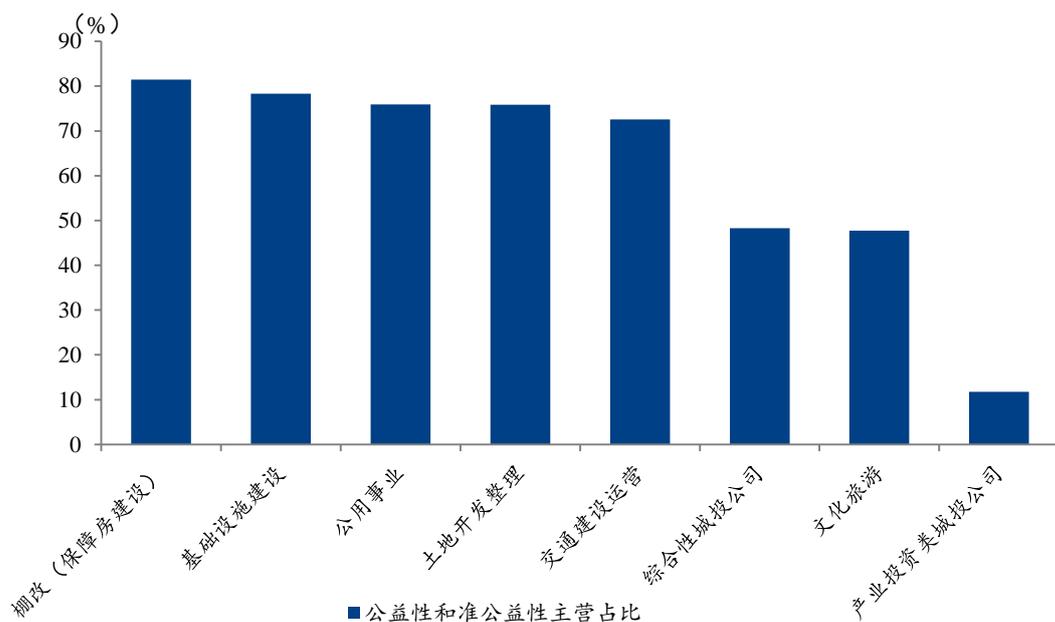
图表1: 2023 年年末各业务类型城投公司数量占比



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院



图表2：2023 年年末各业务类型城投公司公益性和准公益性业务收入占比均值



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

二、城投公司分类处置方案

(一) 城投公司分类处置的思路

总体上，我们根据城投公司的业务实质和市场化程度两个关键因素，将现有城投公司划分为四大类，按照“注销”“重组整合”“转型”“维持现状”的方式进行处置。业务实质主要是判断城投公司是否属于纯融资平台，即判断是否主要承担公益性融资功能、并无实质性业务；市场化程度主要是判断城投公司在业务开展活动中是否是独立的市场主体，还是受到政府的高度干预，可根据城投公司的业务构成、盈利能力、其与政府的财务往来、业务承接模式等进行综合判断，具体可通过经营性资产占总资产比重、经营性收入占营业收入比重、财政补贴占净利润等财务指标辅助判断。一般认为，公益性业务或准公益性业务资产、收入占比高的城投公司，市场化程度可能偏低；但是需要指出的是，判断的核心标准是业务承接模式而非业务性质本身；若采取市场化方式承接公益性业务，也应当视为市场化程度较高。

第一类是从业务实质上看主要承担公益性项目融资功能、没有实质性经营活动的城投公司，在处理好历史债务问题、合理安置相关人员、妥善处置资产后，逐步进行注销，但要给予一定周期，该类城投公司债务全部转为政府债务。

第二类是市场化程度较低的城投公司，如部分建设投资公司、建设开发公司、交通投资公司等。这类城投兼有政府融资和公益性项目建设运营职能，需在彻底剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，根据城投公司的重要性和区域资源禀赋情况进行分类处置，优先以重组整合为手段提升规模效应，视其后续发展情况决定是否继续推动其市场化转型，但对于无力实现市场化运作的城投公司，应坚决注销，做到“不留尾巴”。

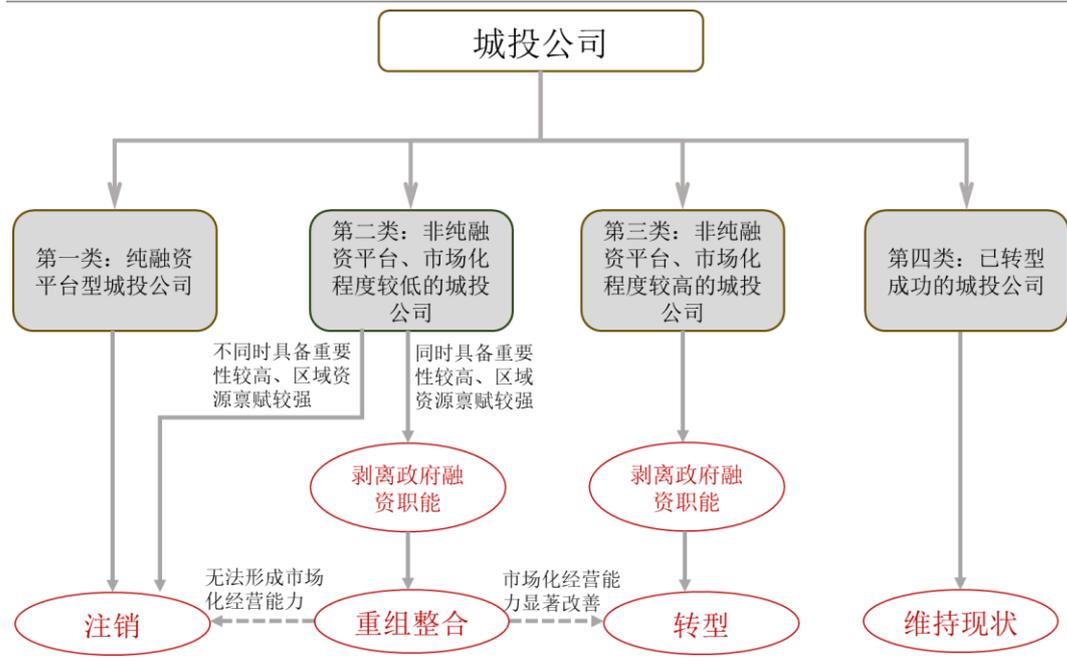
第三类是市场化程度较高但尚未转变为独立市场化经营主体的城投公司，如部分文



化旅游类城投公司、部分公用事业类城投公司等。这类城投公司是现阶段国有资产运营维护能力和城市潜在价值挖掘能力较强的城投公司，在全面剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，推动其市场化转型。

第四类是已经成功转型为独立市场化经营主体的城投公司，此类城投公司已经完全剥离了政府融资职能，并可以实现自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展，应视为一般的国有企业，不需要特别的处置措施，在市场公平竞争机制下独立发展、继续优化提升资源配置能力即可，我们称之为“维持现状”。

图表3：现有城投公司的分类处置方案



资料来源：粤开证券研究院

（二）四大类城投公司的具体处置方案

1. 纯融资平台类城投公司

对于纯融资平台类的城投公司，在处理好历史债务问题、合理安置相关人员、妥善处置资产后，逐步进行注销，但要给予一定周期，该类城投公司债务全部转为政府债务。识别纯政府融资平台的主要依据是城投公司的业务实质。若城投公司业务实质是“三代”，即代政府融资、代政府投资、代政府出纳，没有实质性经营业务，基本上可断定为纯政府融资平台。其典型特征包括：主营业务收入有限，基本不盈利，与政府之间的往来款规模较大，资产负债率较高等。需要指出的是，部分城投公司控股多个具有实际业务的子公司，实际是为了美化财务报表、提升融资能力，但子公司本身可能并不受该母公司实际控制（例如控股由国资委监管的一级企业），剔除非实控子公司后其业务实质仍然是纯融资平台。自2014年政府融资平台清理整顿以来，纯融资平台类城投公司数量已经有所减少。



2. 市场化程度较低的城投公司

对于介于纯政府融资平台与市场化程度较高的城投公司之间的城投企业，需在彻底剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，根据城投公司的重要性和区域资源禀赋情况进行分类处置。此类城投公司具有实质性的经营业务，有一定规模的主营业务收入，但公益性与准公益性业务占据较高比例，导致整体盈利水平不高，短期内难以完成市场化转型，但仍具备挖掘潜力的价值，例如部分基础设施建设投资公司、棚户区改造（保障房建设）公司、建设开发公司等。

此类城投公司也须先彻底剥离政府融资职能，对于其历史上因承担公益性或准公益性项目产生的债务，甄别确认后转为政府债务，再结合此类城投公司的重要性和区域资源禀赋等因素进一步分类处置。区域资源禀赋决定了地方政府支持城投公司进行市场化转型的能力，而城投公司的重要性决定了地方政府支持城投公司继续转型发展的意愿。只有地方政府有能力且有意愿的情况下，城投公司才能得到强有力的外部支持，继续转型发展的可能性也较大。因此，第二类城投公司具体可分为两种情况分别进行处置。

图表4：第二类城投公司的处置方案

		区域资源禀赋	
		（地区经济发展水平、政府财力、行政级别等）	
		较强	较弱
城投公司的重要性 （在区域经济发展中的地位 和作用）	较高	重组整合	注销
	较低	注销	注销

资料来源：粤开证券研究院

第一种情况是区域资源禀赋较强且重要性较高的城投公司，地方政府可先通过重组整合压降城投公司数量、提升其规模效益，并在必要时通过注入资源等方式改善其市场化经营能力。重组整合后，给予其一定的过渡期和观察期，若其市场化经营能力得到明显提升，则可进一步推动其转型；若改善不明显，则在妥善处理存量业务后注销主体。需要指出的是，地方政府推动城投公司重组整合也是有成本的，现实中地方国有资源的整合或划转非常复杂，牵涉到的利益相关方也较多，在实际进行重组整合或划转资源之前，需要当地政府谨慎研判。若通过严谨的事前分析能够判断出重组整合对该城投公司的市场化经营能力改善有限，则可以在妥善处理存量业务后，直接注销主体，无需经过实际注入资产后再观察的过程。

例如，东部地区某区县级城投公司，主营业务为基础设施工程建设和代建管理，2021年公益性与准公益性业务占比 70.8%，净资产收益率为-0.26%，市场化程度相对较低。该城投公司所属县为全国百强县前十名，资源禀赋相对较好。当地政府若研判该城投公司重要性较高，且通过重组整合、注入资源等方式能够改善其市场化经营能力，则可以选择在彻底剥离政府融资职能后，对区域内城投公司的业务与资产的重组整合，并给予一定过渡期，视发展情况再考虑进一步处置措施。

第二种情况是不能同时满足区域资源禀赋较强、重要性较高两个条件的城投公司，通过移交、划转等方式妥善处理存量业务后，逐步注销主体。例如，中部地区某区县级城投公司，主营业务为代建市政基础设施建设工程。2022年，该城投公司公益性与准公益业务收入占比为 87.8%，净资产收益率仅为 0.34%，整体盈利水平较低。该城投公司虽然为当地重要城投公司，但所属政府层级较低、区域资源禀赋较差。此类城投公司可在处理好历史债务问题和存量业务、合理安置相关人员、妥善处置资产后逐步注销主体。



3. 市场化程度较高的城投公司

对于市场化程度较高但尚未转变为独立市场化经营主体的城投公司，在全面剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，逐步推动其向独立市场化经营主体转型。对于其历史上因承担公益性或准公益性项目产生的债务，甄别确认后转为政府债务后，彻底剥离其政府融资职能。从转型阶段上看，此类城投公司可能已处于转型过程之中、但尚未完全转型为独立自主经营的市场化主体；也可能虽然尚未开始转型，但具备一定的转型基础，未来转型的难度较低、转型成功的可能性较大。例如，部分综合性城投公司、部分公用事业类城投公司、部分产业投资类城投公司、部分文化旅游类城投公司等。针对这类城投公司，地方政府应减少不必要的行政干预，规范各类业务的市场化合作机制，在必要时给予资产、资源支持，持续推动其转型发展，直至完全转型为可自负盈亏的独立市场化经营主体。

4. 已完成市场化转型的城投公司

对于已经成功转型为独立市场化经营主体的城投公司，应视为一般的国有企业，无需政府的特别干预和处置措施。当地政府应不断优化营商环境，鼓励和支持其在市场公平竞争机制下独立发展。当然，目前完成了市场化转型的城投公司，也不应原地踏步，而是要持续地完善市场化经营机制、优化资源配置、提升运营效率，集中资源发展具有市场竞争力的核心业务，不断增强自身的盈利能力。



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。

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