

特别评论

2024年8月

它们如何突破监管审核并实现债券首发？

——2024年1-7月首发产业化主体特征观察及延伸思考

目录

要点	1
主要关注因素	2
实现首发的产业化主体特征观察	2
案例分析	7
延伸思考	9
结论	11

联络人

作者

政府公共评级一部

张敏 027-87339208-623
mzhang@ccxi.com.cn

郑远航 027-87339208-606
yhzhang@ccxi.com.cn

要点

- **主要关注因素：**本文基于2024年1月1日至2024年7月31日新推出的产业化主体数据，剔除资料及数据缺失等无效样本，着重梳理52家新增主体的定位、业务结构、核心资源、财务数据以及债券发行情况等，以此总结分析其实现融资新增的原因及底部逻辑，以期为后续城投公司产业化转型提供借鉴。
- **首发的产业化主体特征观察：**按区域看，实现新增首发的主体所在区域实力较强且近两年没有发生过负面舆情，此外12个重点省份仅重庆市实现一家新增融资；同时，首发主体的行政级别中枢较高，市级主体占比超过60%。按发行情况看，首发主体的交易所市场债券只数及金额均大幅超过银行间市场发行债券，发行主体及债项级别均以AA⁺及以上为主。按定位来看，产业投资/国有资本运营主体占比最高，收入结构则根据其职能定位有所差异，但部分企业传统城投收入亦为其构成板块。从持有的核心资源来看，其主要含有优质企业股权及金融牌照、矿产等自然资源、公用事业类，厂房、房地产、城市空间资源以及文旅类资源等。按财务来看，各主体总资产及净资产规模整体偏小，相较于城投企业，财务杠杆率偏低且盈利能力相对较好。
- **案例分析及延伸思考：**从产业化主体构建来看，城投企业转型首先需明确支持型和资源型企业的业务定位，再结合区域的资源禀赋、城市发展空间等综合考虑具体方向。其次，资源整合是关键，可先从现有城投企业中梳理出可供利用的经营性资源，再结合当地资源禀赋以及围绕企业自身有能力开展的业务构建核心竞争力。从相关关注点来看，相关区域应注意对信用债的动态管控及对当地金融信用生态的维护；从自身来看，监管要求真转型，但并非对传统类城建业务“一刀切”，“城投+产业”的主体亦可新增；财务数据方面，产业化主体可弱化对规模效应的追求，侧重收入结构、盈利和现金流及相关指标。此外，债券申报上应多运用创新品种赋能债券发行。

主要关注因素

近年来，在地方财政收支矛盾凸显的背景下，城投企业作为隐性债务的主要载体，在内生现金流不足、政府补助及回款承压、融资渠道整体收紧等约束下，风险持续暴露。加强城投企业风险防范并推动其市场化转型，成为当前防范化解地方政府隐性债务风险的重中之重。同时，自 2023 年 7 月一揽子化债方案实施以来，城投企业流动性压力得以阶段性缓释，但新增融资渠道仍处于收紧状态，利息偿付压力仍较大。在此背景下，城投企业转型的迫切性进一步加剧，部分城投企业积极寻求途径转型为产业化主体，从而实现融资上的新增突破。本文基于 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 7 月 31 日新推出的产业化主体数据，剔除资料及数据缺失等无效样本后，着重梳理 52 家新增发行主体样本的定位、业务结构、核心资源、财务数据以及债券发行情况等，以此总结分析其实现融资新增的原因及深层逻辑，以期为后续城投公司产业化转型提供借鉴。

一、2024 年 1-7 月实现首发的产业化主体¹特征观察

2024 年 1~7 月实现新增首发的主体主要分布于东部发达省份，西部省份新增较少，此外 12 个重点省份仅重庆市实现一家新增首发；新增首发主体的行政级别中枢较高，市级主体占比超过 60%；若以一般预算收入作为考量指标，除个别区域外，各主体所在地市及区县 2023 年的一般预算收入均分别位于 90 亿元及 50 亿元以上，整体区域实力较强且近两年未发生过负面舆情。

按区域划分，2024 年 1~7 月实现新增首发的主体主要位于广东省、山东省及江苏省等东部发达省份，主体数量均超过 7 家；中部省份中湖北省及江西省新增首发主体最多，分别为 4 家和 3 家；西部省份新增首发主体最少，其中四川省新增数量最多，为 4 家；此外，12 个重点省份仅重庆市实现一家新增首发。按所在政府及股权层级划分，首发主体的行政级别中枢较高，其中市级主体 32 家，占比高达 61.54%；区县级主体其次，为 12 家，占比为 23.08%，其中东部省份的区县级主体占比超过 70%，中西部省份中仅河南省、江西省及陕西省各有一例区县级主体新增。股权层级在一级、二级及以上的主体数量总体相近，其中省市级主体的股权层级主要在二级及以上，属于在原有体系内整合推出的产业化主体，且部分主体的股东属于名单内的城投企业，而区县级产业化主体则主要为所在政府下属的一级企业。按所属区域实力划分，若以一般预算收入作为考量指标，除个别区域外，各主体所在地市及区县 2023 年的一般预算收入普遍分别位于 90 亿元及 50 亿元以上，整体区域实力较强；此外，新增首发主体所在的区域近两年均未发生过负面舆情²，区域整体再融资环境较好。

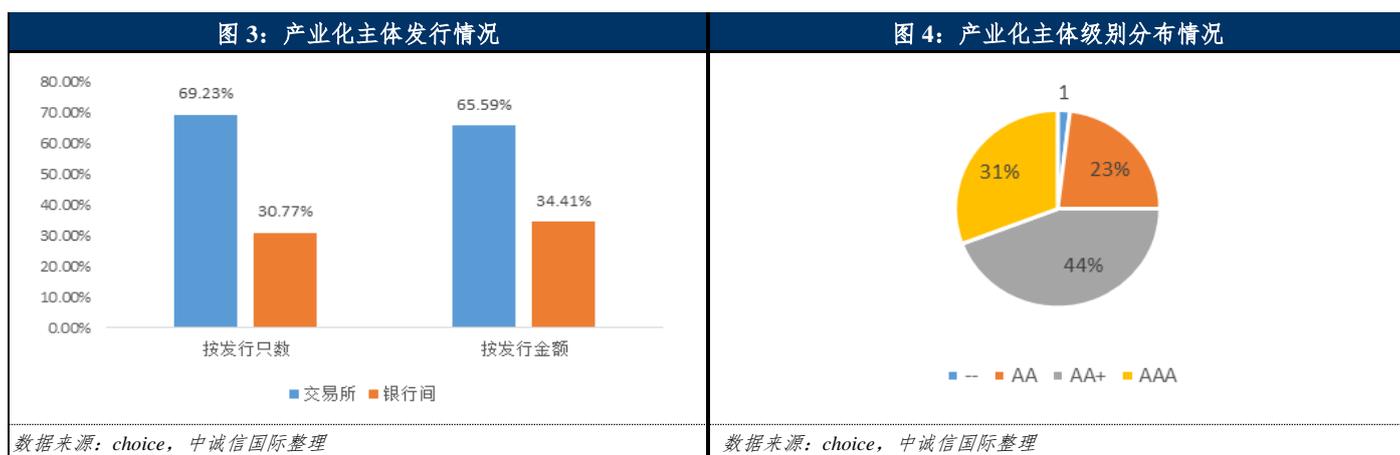
¹本文产业化主体特指从募集资金用途上已实现债券额度新增，以及从资产、收入、利润、现金流相关指标上等判断大概率符合交易所及银行间产业主体认定标准的城投产业化主体，不包括一般的强产业类主体。同时，以上判断标准仅为中诚信国际用于研究的口径，因数据原因或与实际情况存在偏差，不代表对其性质做出认定。

²本文统计的负面舆情口径，仅包括是否存在公开债及非标逾期。



按发行情况看，首发的交易所市场债券只数及金额均大幅超过银行间市场发行债券；目前新增首发主体及债项级别还是以 AA+及以上为主，75%的 AA 主体发债选择增加 AA+或 AAA 的担保措施；各级别的首发产业化主体发行利差偏低，反映出市场对目前新增发行的产业化主体认可度尚可；此外，仅约 3 成债券募集资金只用于偿还有息债务，约 7 成债券募集资金则兼有补充流动资金、项目或其他类型投资等用途。

按发行情况看，发行只数及金额方面，交易所市场发行债券占比分别为 67.31%和 61.25%，均大幅超过银行间市场发行债券；债券种类方面，交易所市场发行债券主要为公司债（企业债），银行间市场发行债券则包括中期票据、短期融资券及 PPN。发行主体的级别方面，AA+、AAA 及 AA 级别占比分别为 44.23%、30.77%及 23.08%，目前新增首发主体以级别 AA+及以上的主体为主，同时债券级别分布与主体级别分布情况相近，AA+及以上的债项占比超过 70%，但值得注意的是，75%的 AA 主体发债选择增加 AA+或 AAA 的担保措施。发行利差方面，AA、AA+及 AAA 级别的首发产业化主体发行利差分别为 84.81Bp、73.85Bp、42.26Bp，反映出市场对目前新增首发的产业化主体认可度尚可。此外，募集资金方面，仅 36.54%的债券募集资金只用于偿还有息债务，63.46%的债券募集资金则兼有补充流动资金、项目或其他类型投资等用途。



按定位来看，2024 年 1~7 月实现新增首发的主体中产业投资/国有资本运营主体占比最高，其次为城市综合服务/公用事业运营商主体；收入结构则根据其职能定位有所差异，但主要包括实体业务收入、城市功能建设及运营收入、文旅类收入、租赁收入等，值得注意的是，部分企业传统城投收

入亦为其构成板块；从持有的核心资源来看，主要含有优质企业股权及金融牌照、矿产等自然资源、公用事业类，厂房、房地产、城市空间资源以及文旅类资源等，其中产业投资/国有资本运营主体持有的核心资源类型较多。

按定位划分，2024年1~7月实现新增首发的主体可主要分为六类，一是以股权或基金方式促进当地产业孵化及发展及国有资本运营的产业投资/国有资本运营主体，该类别占比最高，为60.38%，主要分布于山东、广东、江苏、四川及湖北等省份，所在地级市为省会城市或省内经济实力较强区域。同时，行政层别上省级和市级企业占比75%，股权层级上以二级及以上偏多，占比58%。信用等级方面，AA+及以上主体占比为78%；二是致力于城市服务以及供水、燃气等公共事业，对促进社会民生和改善营商环境具有显著的正外部性的城市综合服务/公用事业运营商主体，该类别占比次之，为15.09%。该类主体均分布于广东、浙江、江苏和北京，地级市和区县级企业各占比一半，无省级企业。股权层级上以所属政府一级企业为主，占比63%。同时，信用等级分布上AA+及以上占比为87.5%；三是整合区域内文化旅游类资源进行自营建设及运营的文旅类主体，占比居于第三位，为7.55%；四是依托园区建设运营的园区产业投资建设及运营主体；五是主要开展银行、证券以及租赁、保理、担保、小贷、信托等类金融业务的金控主体，以上第四类至第五类的主体占比均为5.66%；六是仍然负责传统土地整理和基础设施代建业务的基础设施建设主体，占比最低，为3.77%，第六类实现新增的客户为西安未来产业城投资发展集团有限公司和瑞金市国控建设投资有限公司（以下简称“瑞金国控”），其中西安未来产业城投资发展集团有限公司实现新增首发或因其募投资项目叠加“一带一路”+“科技创新”双重标签并由外部机构担保所致；瑞金国控发行的企业债系2023年4月23日经证监会核发的首批企业债注册批文，注册金额不超过12亿元，本期债券两个品种分别由第三方信用担保公司提供AAA担保，募投资金用于棚改安置房项目。该企业从可查询信息来看利润对政府补贴的依赖度高³，或不满足335要求，或因其批文在335文之前且募投资项目符合国家政策而实现顺利发行。

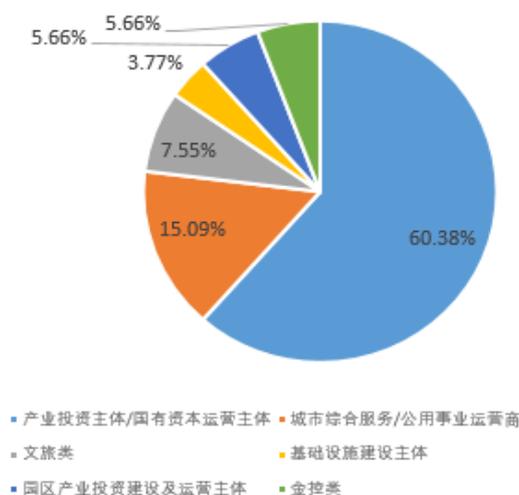


图 5：2024 年以来实现债券融资新增的首发主体定位分布情况

来源：choice，中诚信国际整理

³ 根据中证鹏元国际于 2023 年 2 月 20 日披露的公告，“瑞金国控公司从事瑞金市政府指派的建设类项目”，“如不计入政府补贴，公司的利润率很低”。

从收入结构来看，产业投资/国有资本运营主体收入类型较为多样，但整体可以划分为 PCB 销售及服务、电子器件销售及服务，制造业的等**实体类产业收入**，砂石矿业、文化旅游、教育业务、国有资产运营等**资源类运营及盘活收入**，以及供应链服务、贸易等其他服务收入等，值得注意的是，工程建设、土地整理、交通综合开发等传统城市基础设施建设收入亦是其构成板块。城市综合服务/公用事业运营商收入主要围绕城市功能建设、城市公共服务以及商品销售、检测收入、劳务业务等服务类业务展开。文旅类主体则围绕景区旅游开展餐饮住宿、培训、演出等相关业务并获得收入。园区产业投资建设及运营主体主要包括其依托园区开展资产运营、产业投资以及房地产业务开发等产生的相关收入。金控类主体收入相对较为集中，主要包括持牌金融机构相关金融服务收入。

表 1：各不同类型产业化主体收入结构梳理

类型	收入类别
产业投资主体/国有资本运营主体	PCB 销售及服务、电子器件销售及服务、工程建设、供应链服务、贸易、农业、投资业务、砂石矿业、文化旅游、资产管理业务、医疗收入、教育业务、酒类销售、砂石销售、基金运营收入、制造业、光伏发电、国有资产运营、交通综合开发、土地整理、职能设备集团业务等
城市综合服务/公用事业运营商	租赁及物业服务、城市功能建设、公用事业、城市管养、历史街区保护建设、房地产开发、城市公共服务、产业园区投资运营、商品销售、检测收入、劳务业务、停车费、安保服务等
文旅类	餐饮住宿收入、景区旅游、门票、工程施工、演出收入、培训、旅游运营、活动服务等
园区产业投资建设及运营主体	园区运营收入、房地产收入、产业投资收入、租赁收入、投资性房地产处置收入
金控类	供应链服务、金融服务等

资料来源：choice，中诚信国际整理

从各不同类型主体持有的**核心资源**来看，产业投资/国有资本运营主体持有的核心资源类型较多，主要包括上市公司及实体企业股权、土地使用权、房产等传统城投公司资源、采矿经营权等特许经营权、旅游资源等；城市综合服务/公用事业运营商主体持有的核心资源主要包括公用事业类，厂房、房地产、城市空间资源以及股权、金融牌照等；文旅类则以著名景区及相关资源为主；园区产业投资建设及运营主体则围绕园区资源开展业务；金控类股权主要体现为股权、金融牌照等。

表 2：各不同类型产业化主体持有的核心资源梳理

类型	核心资源
产业投资主体/国有资本运营主体	上市公司及实体企业股权、土地使用权、商业广场、旅游资源及特许经营权等
城市综合服务/公用事业运营商	公用事业类；厂房、房地产、城市空间资源；股权、金融牌照等
文旅类	AAAA 以上著名景区、演艺类资源、酒店等
园区产业投资建设及运营主体	厂房、房地产、城市空间资源；股权、金融牌照等
金控类	股权、金融牌照等

资料来源：choice，中诚信国际整理

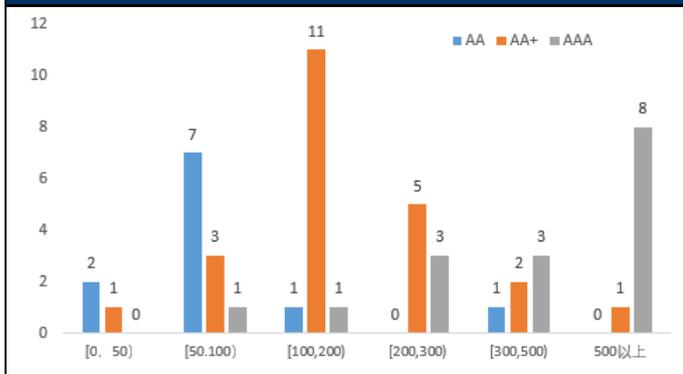
从财务来看，各信用等级产业化主体总资产均位于 40 亿元以上，其中 AA 和 AA+主体总资产分别集中分布于 50~100 亿元区和于 100~200 亿元区间；样本净资产规模整体偏小，其中 AA 信用等级的净资产大部分低于 60 亿元；各信用等级资产负债率基本低于 70%，总资本化比率则基本低于 60%，且接近 1/3 比例低于 30%；盈利能力方面，超过 85%的产业化主体净利润均在 5000 万元以上，其中接近 55%比例的 AA 信用等级主体净利润位于 1~2 亿元之间，同时超过 90%比例的

EBITDA 利息覆盖倍数指标指超过 1 倍，产业化主体盈利能力相对较好。

财务角度方面，本文主要选择总资产、净资产、资产负债率、总资本化比率⁴、营业收入、净利润以及 EBITDA 利息覆盖倍数七个指标，前 5 个指标的有效样本数据均为 50 个，EBITDA 利息覆盖倍数⁵样本数据为 34 个。

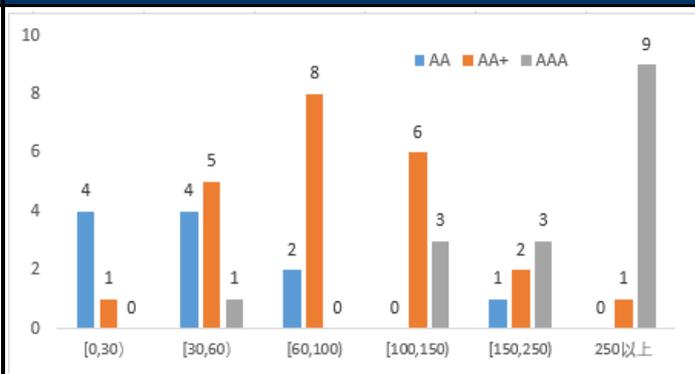
2024 年 1~7 月新增首发的产业化主体样本数据中，AA 信用等级主体总资产集中分布于 50~100 亿元区间，最低总资产高于 40 亿元；AA+信用等级的主体总资产集中分布于 100~200 亿元区间，且基本高于 50 亿元；AAA 信用等级的主体总资产在 500 亿元及以上的占比一半，且基本高于 200 亿元。从净资产分布来看，AA 信用等级主体净资产规模偏小，低于 60 亿元的占比超过 70%，且其中一半低于 30 亿元；AA+信用等级的主体净资产主要分布于 50~150 亿元区间；AAA 信用等级的主体净资产基本超过 100 亿元，且在 250 亿元以上的比例超过 56%。从资产负债率来看，各信用等级基本低于 70%，其中 AA 信用等级资产负债率基本低于 60%，且接近一半低于 40%；AA+信用等级基本低于 70%，其中 AA+信用等级资产负债率基本低于 70%，且超过 80%的比例低于 50%；AAA 信用等级资产负债率分布无明显规律，其中接近一半低于 50%，25%则在 60%以上。从总资本化比率来看，AA 信用等级基本低于 50%，且其中约 36%低于 20%；接近 80%的 AA+信用等级总资本化比率均在 30%以下；AAA 信用等级主体则超过 60%的总资本化比率低于 30%，但也有约 19%位于 60%以上。

图 6：各等级产业化主体总资产分布（亿元）



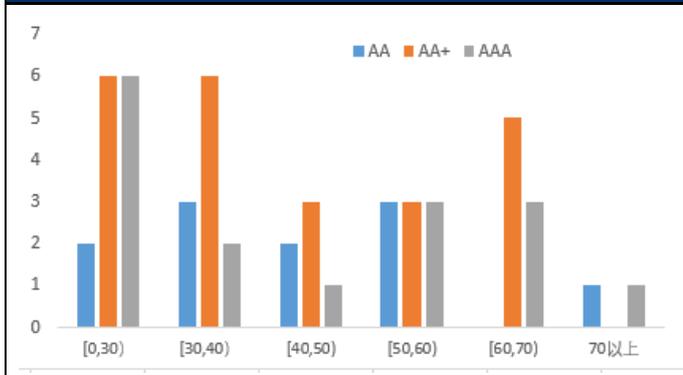
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 7：各等级产业化主体净资产分布（亿元）



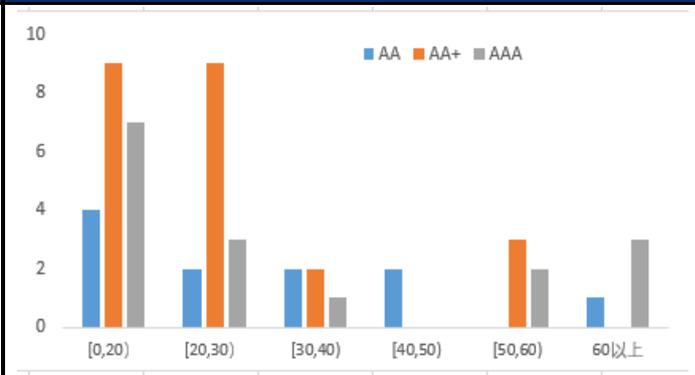
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 8：各等级产业化主体资产负债率分布（%）



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 9：各等级产业化主体总资本化比率分布（%）

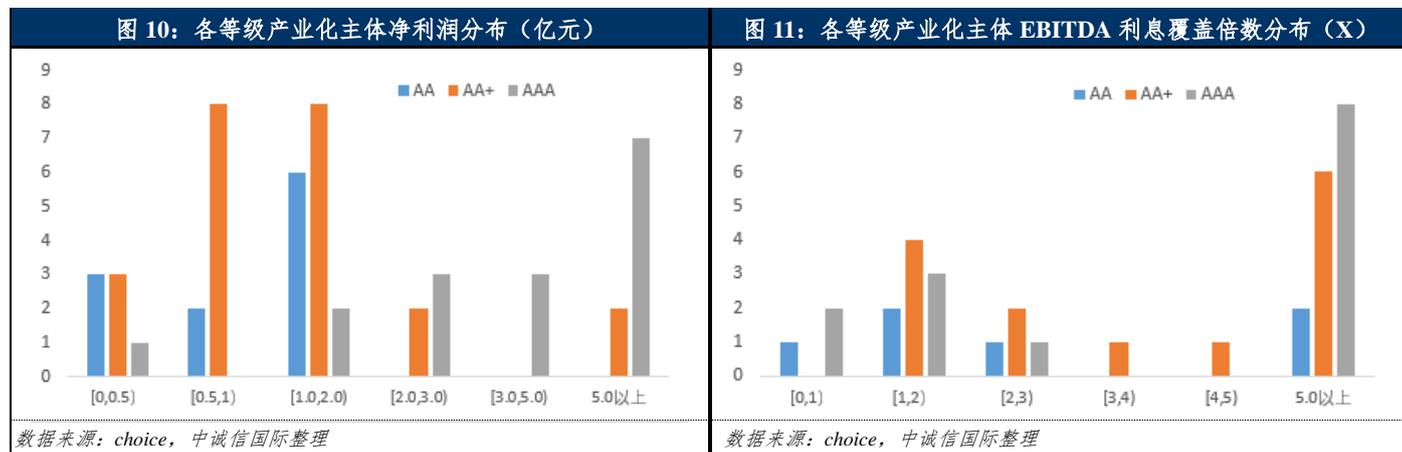


数据来源：choice，中诚信国际整理

⁴ 总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益)

⁵ EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出

从盈利能力来看，超过 85%的产业化主体净利润均在 5000 万元以上，其中 AA 信用等级的主体净利润基本超过 1000 万元，且接近 55%比例的主体净利润位于 1~2 亿元之间；AA+信用等级中接近 87%比例的主体净利润超过 5000 万元；AAA 信用等级净利润则基本在 1 亿元以上，且在 5 亿元以上的占比超过 43%。从 EBITDA 利息覆盖倍数来看，样本数据集中分布区间为 1~3 亿元和 5 亿元以上，占比分别 38%和 47%，超过 90%比例该指标指超过 1 倍。



二、案例及启示

案例（一）：厦门国有资本运营有限责任公司（以下简称“厦门国资”）

1、基本情况：2024 年 3 月 18 日，厦门国有资本运营有限责任公司 2024 年面向专业投资者非公开发行科技创新公司债券(专精特新)(第一期)发行成功，起息日 3 月 19 日，规模 5 亿元，3+2 年期，票面利率 2.75%，资金用途为补充流动资金、偿还有息债务及支持科技创新公司发展。厦门国资控股股东为厦门火炬集团有限公司，为厦门市国资委下属二级子公司。根据公开市场信息，其作为厦门市属国有资本运营公司，经营管理厦门市国资委授权所属的国有资产，主营业务围绕资产管理服务、文化旅游、体育及科普教育开展，其中资产管理服务业务包含债权投资、股权投资和基金管理，厦门国资持有优质上市公司股权（厦门银行）及基金投资资源，能获得较为稳定的投资收益，且在盘活存量资产、做大资本增量及培育新兴产业等方面做出贡献；文化旅游板块对厦门国资营业收入贡献最大，其主要围绕酒店运营、智慧文旅、旅游社服务及旅游资源投资业务开展，同时与体育及科普教育板块有一定联动，在当地展业具有较强的竞争力。

2、启示：1) 厦门国资这类产业投资主体/国有资本运营主体在实现新增首发的主体中占比最高，也是市场关注度较高的类型，究其原因，该类主体持有的核心资源类型较多且资源禀赋较强，从转型的底层逻辑及实际体现的财务指标均满足监管政策要求；2) 在明晰企业业务定位和业务条线的基础上，注入“股权投资类资源+实体运营类资源”的模式值得借鉴；3) 文旅类资源为城投公司转型的重要方向之一，同时各经营性业务从布局上可形成联动。

案例（二）：北京市东城区国有资本运营有限公司（以下简称“东城国资”）

1、基本情况：2024 年 6 月 19 日，北京市东城区国有资本运营有限公司 2024 年第一期中期票据发行成功，

起息日 6 月 24 日，规模 20 亿元，3+2 年期，票面利率 2.2%，资金用途为偿还有息债务。东城国资控股股东为北京市东城区人民政府国有资产监督管理委员会，**2023 年东城区一般公共预算收入为 200.50 亿元，整体经济实力强。**根据公开市场信息，其是东城区唯一的国有资本投资运营主体。东城国资主要开展历史街区保护建设、保障房建设等业务，在东城区文物古迹保护、城市风貌提升、人居环境改善等方面发挥重要作用，同时从事商业服务及房产运营业务。从收入结构来看，历史街区保护建设、房产运营及商业服务业为前三大主营业务。其中**历史街区保护建设主要为历史街区开发的配套项目**，以购地、开发建设和销售为主，业务模式为自主开发模式，资金来源于自筹，建设完毕之后将可销售的部分按照政策予以对外销售，部分商业进行出租。综合其财务情况，该企业基本符合“3353”指标。

2、启示：1) 东城区有大量历史街区文物资源，东城国资职能定位重要，承担其中多个重点项目保护建设职责，该业务属于政策支持性业务，城投公司产业化转型应符合资源型和支持性定位；2) 东城国资承担较多城市基础设施建设业务，但较多以自营模式开展，相关措施亦对中西部区域城投产业化转型提供借鉴。

案例（三）：深圳市光明科学城产业发展集团有限公司（以下简称“光明科发”）

1、基本情况：2024 年 1 月 23 日，深圳市光明科学城产业发展集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行粤港澳大湾区专项公司债券(第一期)在深交所成功发行，起息日 1 月 24 日，规模 3 亿元，3+2 年期，票面利率 2.8%，资金用途为偿还有息债务利息及对子公司增加实缴资本。光明科发控股股东为深圳市光明区国有资产监督管理局，系区属一级子公司，**2023 年光明区一般公共预算收入为 109.21 亿元，整体经济财政实力强。**根据公开市场信息，光明科发作为光明区重要的国有资产运营主体，具体开展光明区范围内工业园区及光明科学城的开发及运营业务，在服务光明区产业升级和科技创新方面发挥重要作用。光明科发核心业务为园区开发及运营，持有光明区工业园区的厂房、商铺、办公楼宇等物业租赁型资产，来源于政府无偿划转及自行开发建设，承租方主要为符合区域产业导向的入驻企业，同时以自建自营模式开展光明科学城大科学装置集群核心片区的配套设施建设及运营，业务具有很强的区域专营性。目前**收入主要来源于以自有物业租赁为主的园区开发运营收入**，且营业毛利率保持在较高水平。综合其财务情况，该企业基本符合“3353”指标。

2、启示：1) 光明科发持有的物业资产以生产型产业用房为主，承租方业态丰富，该业务服务于区域产业发展及招商，符合产业化平台是服务地方经济发展及产业转型升级的要求，属于政策认可的产业化业务。众所周知，产业园区（包括经开区、高新区等各类功能区）作为区域发展产业的主承载区，往往是带动地区经济发展的重要抓手及主要助力，而**园区开发及运营主体在所属园区开展业务具有很强的区域专营性**，在服务当地产业发展及利用区域产业资源助力自身转型发展方面具有先天优势，该案例可对中西部区域园区开发及运营主体产业化转型提供借鉴；2) 光明科发承担较多园区基础设施建设业务，但是通过自营的“大平衡”片区开发模式开展，以园区资源为基础实现资产的有效积累和业务的有效延伸，且具备真实的现金流回款，亦符合政策支持的产业化主体应转变经营模式和经营理念的方向。3) 需要注意的是，以自营模式开发园区往往会面临较大的资本支出及资金平衡压力，需解决短期成本平衡和长期盈利模式的问题；同时部分园区开发主体若主要以商业地产思维开发园区，在当前严格的地产调整政策下，一方面地价短时间难以快速提升，另一方面也有可能造成园区产业空心化及离散化，不利于开发主体长远发展，亦不符合政策支持的产业转型

方向。

三、延伸思考

从产业化主体构建来看，城投企业转型首先需明确业务定位，整体应当定位于支持型和资源型企业，具体转型方向可结合区域的资源禀赋、城市发展空间、区域产业布局规划以及资源调配等方面的因素来综合考虑，一般包括产业投资主体/国有资本运营主体、城市综合服务/公用事业运营商、园区产业投资建设及运营主体、文化旅游类以及金融控股类五大类型。

按照 2024 年 4 月 25 日召开的上海证券交易所城投产业化转型会议，地方国有企业发展的初心其实是支持地方经济发展，因此城投企业转型后应当定位于支持型和资源型企业，即不应当从事垄断性行业去与民争利，而应当充分发挥与地方政府联系密切，在公共事业运营方面更有经验的比较优势，为地方产业转型升级和改善营商环境做好服务。结合政府公开可查询关于国企改革方向、城投公司规划方向等文件，以及 2024 年 1~7 月首发的产业化主体案例，城投企业后续转型方向可包括产业投资主体/国有资本运营主体、城市综合服务/公用事业运营商、园区产业投资建设及运营主体、文化旅游类以及金融控股类五大类型，而具体选择哪种类型，需要城投公司结合区域的资源禀赋、城市发展空间、区域产业布局规划以及资源调配等方面的因素来综合考虑。

表 3：城投企业转型产业化主体的转型方向及职能定位梳理

职能定位	优势	可拓展业务	业务板块
产业投资主体/国有资本运营主体	配合区域产业升级、招商引资、科技创新发展战略以及其他重点支持领域	主要以股权或基金方式促进当地产业孵化及发展	实体类产业、砂石矿业、文化旅游、教育业务、国有资产运营等资源类运营及盘活收入，以及供应链服务、贸易等其他服务收入等；
城市综合服务/公用事业运营商	积累了丰富的城市建设和运营经验，并掌握了较多的城市资源；积聚区域内特许经营的资源向城市公共产品服务商方向转型	城市功能建设、城市公共服务以及商品销售、检测收入、劳务业务等其他业务	租赁及物业服务、公用事业、城市管养、历史街区保护建设、房地产开发、城市公共服务、产业园区投资运营、商品销售、检测收入、劳务业务、停车费、安保服务等；
文化旅游类	运营较成熟的景区可贡献可观的现金流入，资源垄断性助于关联业务的开展	围绕区域内著名旅游景区及教育培等垄断资源开展关联业务	餐饮住宿收入、景区旅游、门票、工程施工、演出收入、培训、旅游运营、活动服务等
园区产业投资建设及运营主体	随着园区开发建设的逐步完善，后续园区的任务由建设转变为管理具有便利性	通过厂房出租产生租金收入、通过金融投资产生投资收益外，还可园区企业提供譬如政策咨询、上下游产业的搭建桥梁、能源集中化（供水、污水处理、供热、燃气等）、物业管理等服务，同时可利用自身成熟的经营，形成品牌输出和园区异地拓展业务，通过复制形成新的收入来源	园区运营收入、房地产收入、产业投资收入、租赁收入、资产处置收入，以及招商引资服务类收入
金融控股类	层级高，且牌照具有稀缺性，一般集中于省或省会城市	控制银行、证券以及租赁、保理、担保、小贷、信托等不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理	金融服务、供应链服务等

资料来源：中诚信国际整理

其次资源整合是城投企业转型产业化主体的关键，主要分为资源梳理和构建核心竞争力两个步骤。资源整合可先从现有城投企业中梳理可供利用的经营性资源，再结合当地情况进一步集聚资源；构建核心竞争力则应在明晰企业业务定位和业务条线的基础上，结合当地资源禀赋以及围绕企业自身有能力开展的业务并注入相应的资产。

资源整合是城投企业转型产业化主体的关键，主要分为资源梳理和构建核心竞争力两个步骤。资源梳理步骤中，可先从现有城投企业中梳理可供利用的经营性资源，具体参考下图，再结合当地情况进一步整合资源。从2024年1~7月成功发行的案例来看，相关产业化主体更加倾向于并入获现能力以及收益较好的资产，如上市公司、优质实体企业股权、著名景区资产以及公用事业等资产，传统的房产、门面等资产亦为重要构成，但特许经营权及数字资产相对偏少，该类资产尚需一定时间来培育。构建资产步骤中，城投企业开展的经营性业务不宜过于分散，对于并入的经营性资产，应当是企业有控制力的资产，也在明晰企业业务定位和业务条线的基础上，结合当地资源禀赋以及围绕企业自身有能力开展的业务装入相应的资产。如某地煤炭资源丰富，城投便进行煤炭贸易，并从事固废处理、矿山生态环境修复等业务；同时也可寻找合适的投资标的介入产业运营，如经营不善但所处行业仍具有发展前景，发展较好但需要增资的小型科创型企业。此外，常见的城投转型业务仍可结合地方实际情况参与，虽然房地产、工程施工、贸易等普遍的转型方向在当下已有各类局限性，但这些业务对城投企业而言具备有优势且容易介入，这类业务仍可结合当下的政策导向适时介入，如8月2日国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》并举行政策例行吹风会，“推进城镇老旧小区改造，加快保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造”仍有项目机会。



图 12: 传统城投企业可供利用的经营性资产梳理

来源：中诚信国际整理

从相关关注点来看，监管政策对重点省份新增发行的审批放量相对谨慎，“强区域”的产业化主体或更受监管政策青睐，但也并不绝对，从区域到地方企业，更应注意对信用债的动态管控及对当地金融信用生态的维护；产业化主体自身方面，其所在的政府及股权层级或对其新增发行影响不大，关键点在于是否为实际的产业化转型，此外产业化主体并非需要对传统类城建业务“一刀切”，“城投+产业”的主体亦可新增；在自身财务数据方面，产业化主体可弱化对资产及权益规模效应的追求，应更侧重收入结构、盈利和现金流及相关指标；此外，在债券申报选择方面，交易所市场对于新增首发主体的审批严格程度或放量标准相对宽松于银行间市场，新产业化主体或可多尝试申报交易所市场的债券，同时并多运用创新品种赋能债券发行。

在区域方面，通过前述对实现首发的产业化主体特征观察，监管政策对重点省份新增发行的审批放量相对谨慎，“强区域”的产业化主体或更受监管政策青睐，其中区域一般预算收入是否超过 50 亿元或为监管重要的审查指标之一，但并不绝对，例如区域信用债余额与一般预算收入的比值等动态指标亦可作为监管政策的参

考；此外，区域内近两年是否有重大负面舆情亦为重要参考标准。所以从区域到地方企业，更应注意对信用债的动态管控及对当地金融信用生态的维护。从产业化主体自身来看，除了满足不在“借新还旧名单”和财政部隐债名单内等基本要求外，产业化主体所在的政府及股权层级或对其新增发行影响不大，关键点在于是否为实际的产业化转型，此外产业化主体并非需要对传统类城建业务“一刀切”，“城投+产业”的主体亦可新增，但传统城投业务体量不宜过大，且应转变经营模式和经营理念，比如以自营模式开展基础设施建设业务等。在自身财务数据方面，前文已归纳总结首发产业化主体的数据特征及区间，总体来看，产业化主体资产及权益规模相对偏小，盈利能力则相对较好，所以产业化主体可弱化对资产及权益规模效应的追求，应更侧重收入结构、盈利和现金流及相关指标。在债券申报选择方面，通过目前的增量发行情况分析，交易所市场对于新增首发主体的审批严格程度或放量标准相对宽松于银行间市场，新产业化主体或可多尝试申报交易所市场的债券，同时可叠加“革命老区”、“一带一路”、“科技创新”等标签。

结论

如何转型为产业化主体并实现融资新增，是当期城投企业面临的重要课题。本文梳理了2024年1~7月新推出的产业化主体的定位、业务结构、核心资源、财务数据以及债券发行情况等，发现其具有如下特征：按区域看，实现新增首发的主体所在区域实力较强且近两年没有发生过负面舆情，此外12个重点省份仅重庆市实现一家新增首发；首发主体的行政级别中枢较高，其中市级主体占比最高；按发行情况看，首发的交易所市场债券只数及金额均大幅超过银行间市场发行债券，且新增主体及债项还是以级别AA⁺及以上为主；按定位来看，产业投资/国有资本运营主体占比最高，收入结构则根据其职能定位有所差异，但部分企业传统城投收入亦为其构成板块；按财务来看，各主体净资产规模整体偏小，财务杠杆率相对偏低，且盈利能力较好。

同时，结合相关案例分析，我们认为，在转型产业化主体方面，首先应结合区域的资源禀赋、城市发展空间、区域产业布局规划以及资源调配等方面的因素来综合考虑其定位，其次资源整合是城投企业转型产业化主体的关键，主要分为资源梳理和构建核心竞争力两个步骤；在相关关注点上，监管更加注重信用债的动态管控及对当地金融信用生态的维护，区域应注重负面舆情的管理，落实到企业层面，产业化主体并非需要对传统类城建业务“一刀切”，财务上可弱化对规模效应的追求，更侧重收入结构、盈利和现金流及相关指标。

从评级角度来看，城投公司转型实际上是其信用支撑架构的重新整合，从而考量其主体等级在个体信用和外部支持之间的分布。城投公司在转型中，最终的信用影响将取决于基础信用提升幅度和政府支持弱化程度的相对变化，在转型中占有更多经营性资源和业务、有更好的自我造血能力以及保持转型方向与政府产业政策目标的协同性从而持续获得政府支持将是提升其信用水平的两个关键。

附：2024年1~7月首发产业化主体部分样本梳理

主体名称	省份	政府层级	股权层级	发行场所	品种	主体级别	募集资金用途	定位类别	核心资源禀赋
北京市东城区国有资本运营有限公司	北京市	区县级	一级	银行间	中期票据	AAA（中诚信国际）	偿还有息负债	城市综合服务/公用事业运营商	厂房、房地产、城市空间资源
黄石产投控股集团有限公司	湖北省	市级	二级及以上	交易所及银行间	PPN、公司债	AA+（中证鹏元）	补充的流动资金及偿还有息债务	--	--
芜湖远大创业投资有限公司	安徽省	市级	二级及以上	交易所	公司债	AA+（东方金诚）	补充的流动资金及股权出资	--	--
河南红旗渠(集团)有限责任公司	河南省	区县级	二级及以上	交易所	公司债	AA（联合）	偿还到期债务	--	--
杭州市拱墅区国有资本控股集团有限公司	浙江省	区县级	一级	交易所	公司债	AAA（东方金诚、新世纪）	偿还到期债务	城市综合服务/公用事业运营商	厂房、房地产、城市空间资源、股权及基金投资资源
江苏龙城国有控股集团有限公司	江苏省	市级	一级	交易所及银行间	中期票据、PPN、超短券、公司债	AA+（中诚信国际、中证鹏元）	主要为偿还有息负债	城市综合服务/公用事业运营商	文旅类资源、厂房、房地产、城市空间资源
武当山文化旅游发展集团有限公司	湖北省	市级	二级及以上	交易所	公司债	AA（中证鹏元）	用于乡村振兴领域项目建设运营	--	--
鄂州市昌达投资控股集团有限公司	湖北省	市级	一级	交易所	公司债	AA+（联合）	偿还到期债务及基金出资	--	--
西安未来产业城投资发展集团有限公司	陕西省	区县级	二级及以上	交易所	公司债	AA+（中证鹏元）	用于“一带一路”项目建设运营以及偿还“一带一路”项目借款	--	--
泸州发展控股集团有限公司	四川省	市级	一级	银行间	中期票据	AA+（联合）	补充的流动资金及偿还有息债务	产业投资主体/国有资本运营主体	控股酒业、医疗、化工等实体企业
厦门国有资本运营有限责任公司	福建省	市级	二级及以上	交易所及银行间	中期票据、公司债	AA+（新世纪）	补充流动资金、偿还有息债务及支持科技创新公司发展	产业投资主体/国有资本运营主体	基金投资资源、金融牌照、文旅类资源等
深圳市光明科学城产业发展集团有限公司	广东省	区县级	一级	交易所	公司债	AA+（东方金诚）	偿还有息债务利息、对子公司增加实缴资本	园区产业投资建设及运营主体	厂房、房地产、城市空间资源
漳州市国有资本运营集团有限公司	福建省	市级	一级	交易所及银行间	中期票据、公司债	AA+（东方金诚）	偿还有息债务	金融控股类	控股金融牌照
镇江产业投资控股集团有限公司	江苏省	市级	一级	银行间	中期票据	AAA（联合）	偿还有息债务	产业投资主体/国有资本运营主体	控股食品业、汽车等实体企业
重庆两江新区产业发展集团有限公司	重庆市	省级	一级	银行间	中期票据	AAA（新世纪）	偿还金融机构借款及项目建设	园区产业投资建设及运营主体	厂房、房地产、城市空间资源、基金投资资源
珠海华发科技产业集团有限公司	广东省	市级	二级及以上	银行间	中期票据	AAA（联合）	用于基金出资及华发现代农业(梅州)示范基地项目	产业投资主体/国有资本运营主体	基金投资资源、控股电子信息实体公司

注：以上样本为中诚信国际根据募集资金用途、资产、收入、利润、现金流相关指标，判断大概率符合交易所及银行间产业主体认定标准的城投产业化主体，不包括一般的强产业类主体。同时，以上判断标准仅为中诚信国际用于研究的口径，因数据原因或与实际情况存在偏差，不代表对其性质做出认定，此外其中“--”表示不适用或数据未公开。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
张敏	政府公共评级一部	首席分析师
郑远航	政府公共评级一部	高级分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>