

专题研究

2024年12月

中诚信国际
基础设施投融资行业

砥砺前行：城投公司如何参与存量资产盘活

目录

存量资产盘活的背景	2
三大类资产盘活路径	3
四大类典型资产盘活方式	16
启示	23

要点

- **存量资产盘活的背景：**日益凸显的还本付息债务压力、城投转型加速推进以及配套政策体系日益完善导致城投公司存量资产盘活的进程加快。
- **基于实践经验的三大类资产盘活路径：**
 - **处置型盘活：**适用于剥离非主责主业资产，以及为缓解短期流动性压力而处置部分优质资产，其本质是“一次性”盘活，具体盘活手段包括产权交易所、协议转让、以物抵债等；除外部处置外，在省府债务化解负总则背景下，省属国有资本投资运营公司亦通过资产收购、资金拆借等形式参与地州存量资产处置。
 - **重整型盘活：**适用于有一定现金流但盈利不及预期的存量资产，如运营不及预期的厂房、商业，闲置的房屋，存在“烂尾”风险的在建工程等，其本质是通过资源整合、改扩建、功能再开发、PPP、混改、AMC等方式丰富存量资产的业务属性，提升其盈利能力。
 - **融资型盘活：**适用于有稳定现金流入的优质资产，其本质是利用存量资产进行二次融资，具体盘活手段包括REITs、资产证券化等，主要集中于东部发达地区，以行政层级较高的省级平台为主；其中交通投资和产业园区业务凭借其稳定的现金流表现，市场青睐度最高；公用事业、保障房租赁业务的底层资产具有很强的区域专营性，盈利稳定性强，但准公益性特征导致资产盈利能力偏弱，属于第二梯队；而文旅业务或新能源、物流、仓储等新兴产业的市场化属性较强或起步较晚，市场认可度相对一般。
- **基于实践经验的四大类典型资产盘活方式：**土地资产盘活路径包括政府收回、自主或联营开发、改变土地用途三类；经营性房产包括提高出租率，统一运营以形成规模效应以及对外出售、以物抵债等盘活方式；经营权的盘活手段包括直接授权、市政公用资源有偿使用和特许经营三种，其中特许经营权转让使用较为频繁；股权盘活以减持套现和质押融资为主，其中上市公司股权盘活难度较小，但考虑到资源稀缺性，难以广泛复制。
- **启示：**存量资产盘活的核心是寻找并培育优质资产，是个循环往复的过程；存量资产盘活与城投转型相辅相成，资源整合可助力资产盘活；盘活过程中应警惕虚假盘活、新增隐性债务和估值不合理；同时，产权不清、专业人员缺乏、投资回报率的限制、国有资产流失的界定等“非技术障碍”仍需更为细致的配套政策出台，以为城投公司加快盘活存量资产保驾护航。

联络人

作者

政府公共评级一部

李昊 hli@ccxi.com.cn

主要关注要素

2023年下半年以来，依托“中央一揽子化债政策”支持，城投公司债务成本和期限结构显著优化，但新增融资受限导致其流动性压力仍较为突出；同时，城投公司在参与地方基础设施建设过程中已形成大规模存量资产，且随着转型推进，城投公司亦由单纯的投融资主体演化为具有多种业务形态的地方国有企业，进而形成多种类型的资产构成，为盘活的推行提供了资产基础；此外，以《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（以下简称“19号文”）为纲领性文件，不断完善配套政策进一步强化了盘活的可行性，城投公司参与存量资产盘活的进程显著加快。在此背景下，本文拟进一步分析城投公司参与盘活存量资产的具体路径，与资产特征的匹配性和盘活过程的主要风险点，以期为各方参与存量资产盘活提供一定的参考价值。

一、存量资产盘活提速的背景

新增融资受限叠加凸显的还本付息压力使得城投公司盘活存量资产的迫切性提高

城投公司是我国特有投融资体制下的产物，其举债投资形成的资产回报周期与债务还本付息安排存在期限错配，随着土地市场景气度下滑导致地方财力收支紧张，该错配所导致的债务风险持续暴露。2023年下半年以来，依托“中央一揽子化债政策”支持，城投公司债务风险化解取得阶段性成效，但本轮化债无论是特殊再融资置换债发行，还是协调银行等金融机构开展经营性债务置换，以及统贷统还的创新尝试，均系债务结构的调整，如将城投债务转为地方政府债务，将债券、非标融资转为银行借款，以及延长债务期限结构或降低融资成本，但区域债务总量并未消减，还本付息压力仍很大；此外，“名单制管理”以及“335”指标要求导致新增融资受限，使得城投公司的流动性压力日益凸显。而利息偿付等资金缺口的解决，根本上仍需依靠地方税收效应和基金收入的落地，以及盘活自身存量资产以增强筹资和造血功能来实现。

城投公司已形成大规模存量资产，且随着转型推进，多种类型的资产构成为盘活的推行提供了资产基础

城投公司在参与地方基础设施建设过程中已形成大规模存量资产，但早期主要承担土地整治、基础设施代建等传统城投业务，以承担投融资职能和服务地方公共政策目标为主要职责，资产属性以公益性为主，现金流入取决于地方政府结算安排，资产盘活的可控性差，难度大。但随着城投公司与政府关系的理清规范以及加快向市场化经营主体转型推进，城投公司也由单纯的投融资主体演化为具有多种业务的地方国有企业，进而形成多种类型的资产构成，为存量资产盘活的推行提供了资产基础。从现阶段来看，城投公司转型方向主要包括产业投资/国有资本运营平台、城市综合运营商、公共产品服务商、园区开发运营商、文化旅游平台以及金融控股平台六大类，其中城市综合运营商侧重于城市资源和资产进行整合和系统性运作，常见业务类型包括自营性项目投资、工程施工、市政维护、停车场运营等，核心经营性资产系经营性房产、施工资质等；公共产品服务商主要依托水务、燃气、收费公路等特许经营权提供公共产品服务，核心经营性资产系各类特许经营权；

园区开发运营商立足于原开发建设的园区，并逐渐由建设职能调整为管理职能，拓展物业服务、股权投资等经营性业务，核心经营性资产系厂房、土地使用权等；产业投资/国有资本运营平台侧重于整合区域内上市公司和实体产业资源，以及配合区域产业升级等战略，核心经营性资产系上市公司及实体企业股权、经营设备房产等；文旅类平台侧重于围绕文、旅、体、展进行转型，常见业务类型包括景区运营、酒店、演艺、旅行社、场馆租赁等；金控类平台侧重于整合区域内金融资源，提供银行、证券、保理、担保、小贷、信托等类金融业务，核心经营性资产系金融牌照。

表 1: 城投公司常见转型路径、业务类型和核心经营性资产

定位	转型方向	常见市场化业务类型	核心经营性资产
城市综合运营商	对城市资源和资产进行整合和系统性运作	资产管理、自营性项目投资、工程施工、保障房、市政维护、住宅及商业开发、停车场运营等	经营性房产、特许经营权等
公共产品服务商	积聚区域内特许经营的资源，提供城市公共产品服务	水务、燃气、环卫、收费公路等特许经营业务	特许经营权等
园区开发运营商	立足于原开发建设的园区，并逐渐由建设职能调整为管理职能	厂房租赁、物业服务、供应链、股权投资等	厂房、土地使用权等
产业投资/国有资本运营平台	整合区域内产业资源，配合区域产业升级等战略	实体业务、股权投资	上市公司及实体企业股权等
文旅类平台	文、旅、体、展	景区运营、酒店、演艺、旅行社、场馆租赁	特许经营权、房产
金控类	整合区域内金融资源	银行、证券、保理、担保、小贷、信托等类金融业务	金融牌照

资料来源：中诚信整理

不断完善的配套政策进一步强化了存量资产盘活的可性

2022 年系存量资产盘活的政策元年，其中 2022 年 5 月国务院办公厅印发的 19 号文是国家层面首次出台关于存量资产盘活的专项文件，作为存量资产盘活的纲领性政策，明确了盘活存量资产的重点领域、重点区域、重点企业及主要方式。以 19 号文为纲领，各部委及地方政府相继发布了具体配套文件及区域内盘活政策，如 2022 年 10 月，财政部发布《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》（以下简称“124 号文”），要求行政事业单位系统梳理资产使用情况，形成待盘活资产清单，逐项研究并有针对性地制定盘活方案。2023 年 1 月，国家发改委发布《关于印发盘活存量资产扩大有效投资典型案例的通知》，要求充分发挥典型案例示范带动作用。中央层面之外，地方政府也陆续出台存量资产盘活的相关细则，为城投公司盘活存量资产提供具体的指导和考核目标。如 2023 年 8 月，南京市人民政府发布《南京市盘活存量资产资源行动方案（2023—2025 年）》，将资产盘活涵盖范围分为土地资源、固定资产、无形资产三大类，目标到 2025 年底，低效用地再开发取得较大进展，市国资监管企业力争发行 2~3 单 REITs，国有可供出租房产出租率提升至 95%。

二、处置型、重整型和融资型三大资产盘活路径

19 号文明确提出了基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）、产权交易所、国有资本投资运营、社会资本盘活改扩建、闲置低效资产盘活和兼并重组七大存量资产盘活方式。除此之外，实践中还有资产支持证券（ABS）、资产管理、私募股权基金等盘活手段，为存量资产盘活提供了丰富的路径选择。

基于实践经验，本文将存量资产盘活路径分为融资型、处置型和重整型三大类，不同盘活路径适用的资产类型存在较大差异。其中处置型盘活通常适用于剥离无效资产或非主责主业资产，以及

为缓解短期流动性压力而处置部分优质资产，其本质是“一次性”盘活，具体盘活手段包括产权交易所、协议转让、以物抵债等，而不同类型资产的处置方式又存在较大差异，如土地使用权以政府收回为主，特许经营权以TOT、OM转让为主，上市公司股权以减持套现和质押融资为主，而经营性房产和非上市公司股权则以产权交易所和协议转让为主；**重整型盘活**通常适用于有一定现金流但盈利不及预期的存量资产，如运营不及预期的厂房、商业，闲置的房屋，存在“烂尾”风险的在建工程等，通过资源整合、改扩建、功能再开发、PPP、混改、AMC等方式以丰富存量资产业务属性，进而提升其盈利能力；**融资型盘活**的本质是二次融资，通常针对有一定现金流入的优质资产，具体盘活手段包括REITs、ABS及其衍生产品。

表 2：常见存量资产盘活路径及其特征

盘活路径		特征
处置型	产权交易所	包括拍卖、转让、承包等方式，程序正规，要约对象可不局限于当地
	协议转让	所适资产范围最广，对资产类型、收益情况的要求较低
	以物抵债	适用范围较小，多应用于工程款抵减等领域
重整型	资源整合	主责主业相似企业通过兼并重组、参资入股等方式加强存量资产优化整合，从而形成规范管理和规模效应
	改扩建	对存量资产进行改建、扩建、改变资产使用功能、规划调整与定位转型，使得存量资产的使用功能得以提升，常见类型包括工业企业退城进园、厂房功能改造等
	功能再开发	依托存量资产拓展业务范围，从而挖掘新的盈利空间，通常适用于厂房、仓库、文化体育场馆、酒店、餐饮、疗养院等
	PPP	可通过TOT（移交-经营-移交）、ROT（改建-经营-移交）、OM（委托运营）、股权合作等多种方式盘活存量资产
	混改	通过股权合作等形式引入外部战略投资者，一方面可实现部分领域内国有股权的退出，另一方面还可以引入外部投资人的技术、运营、管理等先进经验
	AMC	通过不良资产收购处置、实质性重组、资产证券化等形式盘活闲置低效资产
融资型	REITs	本质上属于权益型融资产品，项目资产真实出售，公募REITs投资者取得底层资产的所有权，无固定期限，不需要增信，投资者取得收益的方式是分红和获得资本升值，对资产合规性、评估价值和盈利能力的要求高
	ABS	本质上属于债务融资工具，以项目收益作为偿债来源，产品有固定的偿还期限，有债券产品特有的增信方式，投资者取得收益的方式是取得利息，通常无最低评估净值要求，对项目收益的要求是现金流能够覆盖本息

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

处置型盘活路径适用于剥离非主责主业资产，以及为缓解短期流动性压力而处置部分优质资产，其本质是“一次性”盘活，具体盘活手段包括产权交易所、协议转让、以物抵债等；除外部处置外，在省政府债务化解负总则背景下，省属国有资本投资运营公司亦通过资产收购、资金拆借等形式参与地州存量资产处置

处置型盘活路径多适用于剥离非主责主业资产和化解短期流动性压力，本质是“一次性”盘活，具体盘活手段包括产权交易所、协议转让、以物抵债等。具体来看，产权交易所包括拍卖、转让、承包等方式，程序较为正规，且城投公司通过在地方产权交易所公开发布资产拍卖公告，要约对象

可不局限于当地。如 2021 年广西北部湾国际港务集团有限公司下属子公司广西北港物流有限公司（以下简称“北港物流”）通过广西宏桂集团北部湾产权交易所集团（简称“北部湾产权交易所”），以公开挂牌转让钦州北港物流有限公司 99% 股权的形式转让广西钦州港大榄坪作业区 12#、13#泊位工程产权，最终由湖南省民营企业湖南锦峰建设集团有限公司摘牌，实现了 29.37 公顷海域使用权及存量钢结构厂房等在建工程的资产盘活；再如昆明滇池水务股份有限公司 2023 年 12 月通过昆明联合产权交易所将所持浏阳市宏宇热电有限公司 100% 股权进行转让，受让方为湖南志鸿纸业有限公司。相较于产权交易所，协议转让模式的灵活性更强，对资产类型、收益情况的门槛要求较低，在城投公司中广泛应用，如云南省信用增进有限公司 2022 年 5 月与中国中铁股份有限公司签订股权转让协议，以 110 亿元对价将云南省滇中引水工程有限公司（简称“滇中引水公司”）33.54% 股权转让给中国中铁。此外，以物抵债亦是处置型资产盘活的手段之一，如银川市永宁县 2024 年 7 月 25 日发布的《永宁县安置房闲置房产处置方案》提出债务抵债的闲置房产盘活方案，即以房产直接抵掉部分债务和工程款。

处置型资产盘活的核心是寻找买受人，除传统意义的社会投资人外，在省政府对地方债务风险化解负总责的背景下，部分省属国有资本投资运营公司亦积极通过资产收购、资金拆借等形式向地州城投公司提供化债资金和流动性支持，亦为处置型资产盘活提供了路径选择，常见形式包括三类：**第一，资产收购的形式**，考虑到省属国有资本运营公司和地州城投公司分属于不同层级的管理机构，实践中的资产收购更多采取市场化方式开展，即收购资产标的多为能产生现金流入的优质资产或变现能力强的股权，如重庆市本级平台重庆发展资产经营有限公司 2023 年 12 月通过大宗交易方式收购重庆某区县持有的三峡水利上市公司股票，成交额 6.53 亿元，较当日收盘价的折价率约 10%。**第二，资金拆借的形式**，即省国有资本运营公司向地州城投公司拆借资金，同时地州城投公司以持有的经营性房产、股权等提供抵质押，如 2023 年 7 月，贵阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“贵阳城投”）发布重大资产抵质押公告，将其持有的贵阳市建设投资控股有限公司（以下简称“贵阳建控”）46.74% 股权质押给贵州省国有资本运营有限责任公司（简称“贵州国资公司”），从而向其新增借款 20.00 亿元；2024 年 3 月，贵阳城投再次向贵州国资公司新增借款 38 亿元，抵押物包括贵阳建控 46.47% 股权、贵阳银行 3,203,700 股股票和 304 项实物资产（账面价值 31.01 亿元）。**第三，项目合作的形式**，针对地州存量项目，省国有资本运营公司通过设立专项基金等形式介入，为存量项目接续和盘活提供资金支持。如贵州金融控股集团有限责任公司 2021 年成立新型工业化发展股权投资基金、新型城镇化投资基金、农业农村现代化发展基金、文化旅游产业投资基金（以下简称“四化基金”）和生态环保发展基金，以解决基层项目落地配套建设资金困难的问题，如新型城镇化基金投资 3.30 亿元支持贵安科创城项目，盘活了 6.42 亿元闲置资产，推进贵州大数据、区块链等新兴数字产业配套设施的建设；旅游产业化基金投资 2.34 亿元帮助解决黄果树假日酒店的资金缺口。

值得关注的是，虽然省属国有资本投资运营公司为地州盘活存量资产提供了路径选择，但目前公开案例并不多，一方面，纯市场化收购行为往往涉及省本级和地州之间的博弈，优质资产是否愿意拿出，以及转让资产如何定价，实践过程中往往存在较大阻碍；另一方面，以提供应急资金拆借

为主要目标的非市场化收购行为，随着部分资金拆解的地市级城投公司陆续出险，省属国有资本投资运营公司面临的坏账风险持续上升，造成债务风险由下（地州）向上（省级）蔓延。以上文贵州国资公司为例，公开资料显示，截至 2024 年 3 月末，贵州国资公司部分被增信对象存在非标风险事件等负面信息，涉及到的企业主要包括遵义道桥建设（集团）有限公司、贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司等，已累计计提风险准备金 7.36 亿元。

重组型盘活路径适用于有一定现金流但盈利不及预期的存量资产，如运营不及预期的厂房、商业，闲置的房屋，存在“烂尾”风险的在建工程等，其本质是通过资源整合、改扩建、功能再开发、PPP、混改、AMC 等方式丰富存量资产的业务属性，提升其盈利能力

传统城投公司业务开展的区域专营性强，不同行政层级之间的城投公司业务范围鲜有交叉，同一行政层级内部亦更多按照区域进行分工，如城市开发和园区开发往往由不同的城投公司负责，甚至在园区内部又按照各组团打造若干小的片区开发运营主体，彼此之间运营相对独立，造成城投公司可用于盘活的经营性资产普遍存在体量小、范围窄、同质性强等问题。随着城投公司产业化转型的推进，未来的方向将不再是按区域进行分工，而是围绕区域的优势产业资源确定若干主责主业界定清晰的产业化平台，进而整合区域内同类别的经营性资产。通过资源整合一方面可避免不同城投公司之间的同质化竞争，如在均涉及存量厂房、门面房盘活的背景下，可能造成内部“低价”竞争；另一方面，更有利发挥规模效应，如通过扩展业务覆盖来降低单位成本、提升资产盘活负责人员的专业度、增加对上下游的溢价能力，进而提升资产的整体盈利水平。如文旅产业定位为新疆自治区九大支柱产业之一，而伊犁州旅游资源丰富，有 2 个 5A 级景区（那拉提、喀拉峻），26 个 4A 级景区，致力于打造成为“世界级旅游目的地”；但州内文旅资源分布较为分散，各区县独立经营，单体体量小，难以形成合力。在此背景下，2020 年 5 月伊犁文化旅游产业集团有限公司成立，先后整合了那拉提景区、喀拉峻景区两个 5A 级景区，通过内部资源聚集获得 1+1>2 的效果。但在实践过程中，经营性资产的整合可能存在一些制约，如部分经营性资产处于抵质押融资状态，城投公司有公开存续债，大规模资产划转可能触及投资人会议甚至有“逃废债”嫌疑，此外，无直接股权关系的兄弟单位之间以及不同层级的城投公司之间的资源整合往往涉及利益博弈，平衡各方利益的难度较大，以上述伊犁州文旅资源整合为例，目前夏塔、库尔德宁、喀赞其等景区仍由昭苏县全域旅游投资发展有限责任公司、巩留县库尔德宁旅游有限责任公司、伊宁市文旅投资(集团)有限责任公司等所属区县文旅平台负责经营，单一体量偏小，且难以与伊犁文化旅游产业集团有限公司形成合力。

部分地区探索通过作价入股、合作经营、委托经营等形式推进同类资源整合，以中新建电力集团有限责任公司（以下简称“中新建电力”）为例，其成立于 2023 年 9 月，致力于整合新疆生产建设兵团体系内的电力资源，打造兵团新能源建设主力军，系兵团管理的第一家新一类企业；但兵团内部电力和新能源资源较为分散，其中下属第七师、第八师的电力资源优势突出，在此背景下，中新建电力由兵团国资委、第六师控股的新疆天富集团有限责任公司（以下简称“天富集团”）、第七

师国有资本投资运营集团有限公司共同出资组建，其中兵团国资委以新疆生产建设兵团电力集团有限责任公司股权出资，占中新建电力注册资本的 47.39%，天富集团以其持有的新疆天富能源股份有限公司（600509.SH）出资，占比 33.71%，第七师国有资本投资运营集团有限公司以其持有的新疆锦龙电力集团有限责任公司股权出资，占比 18.90%。同时，考虑到天富集团为公开发债主体，且上市公司天富能源占比较大，兵团国资委将持有的 47.39% 股权对应的表决权以及提名权、提案权委托天富集团行使，中新建电力成为天富集团的并表子公司。整体来看，通过作价入股、表决权委托等形式协调兵团本级与下属各师的利益关系，从而实现整合兵团电力资源的目的。

改扩建是指通过对存量资产进行改建、扩建、改变资产使用功能、规划调整与定位转型，使得存量资产的使用功能得以提升，从而帮助存量资产焕发“第二春”，常见类型包括工业企业退城进园、厂房功能改造，如旧厂房改造成创意产业园区，存量商业综合体改造成商旅文融合街区等。2022 年 3 月，南京市政府发布《南京市城市更新试点实施方案》，鼓励利用旧厂房、旧仓库、老商业、老校区、老旧楼宇改造建设现代公共服务和创新创业载体，建成一批引领未来产业的城市硅巷，其中秦淮区集中改造南京无线电厂、5311 厂等存量载体，以城市更新推动一批老工业厂房转型为科创空间。

改扩建在实践中的案例较多，国家发改委 2023 年 1 月公布的 24 个盘活存量资产扩大有效投资典型案例中，有 9 个案例涉及存量资产改扩建和挖掘闲置低效资产，如北京市西城区新动力金融科技中心改造升级项目、天津港保税区海港区域城市更新项目、广东省佛山市佛山创意产业园项目等。以北京市西城区新动力金融科技中心改造升级项目为例，该项目盘活的存量资产为北京动物园服装批发市场-四达大厦，总建筑面积 95,057.54 平方米，原主导产业以服装贸易批发为主。2015 年以来，该项目采用先疏解、后引进的方式，将低端产业服装批发市场进行升级改造，打造成为集合金融科技产业承载空间、专业服务展示平台、智慧楼宇示范基地和城市交通转换枢纽中心等功能的“新一代智慧城市综合体”，提升了存量资产的价值。

功能再开发是指依托存量资产拓展业务范围，从而挖掘新的盈利空间，通常适用于厂房、仓库、文化体育场馆、酒店、餐饮、疗养院等，如依托存量经营性资产开展物业管理等附属业务，从而扩大营收范围，以西安经发物业股份有限公司（以下简称“经发物业”）为例，其作为隶属于西安经开区管委会旗下西安经发控股（集团）有限责任公司的国有综合城市服务及物业管理服务提供商，依托集团体系内的房地产开发项目和产业园区开展物业服务，服务类型涵盖教育机构、商业写字楼、行政办公、产业园区、住宅、医院及环卫、餐饮等多元业态。截至 2024 年 6 月末，经发物业总合约建筑面积为 16.35 百万平方米，在管建筑面积为 15.53 百万平方米，2021~2023 年分别实现营业收入 5.94 亿元、7.07 亿元和 8.62 亿元，实现净利润 3,115.5 万元、3,743.9 万元和 5,101.8 万元。2024 年 7 月 3 日，经发物业在港交所主板挂牌上市（01354.HK），成为物管行业领域西北地区首家上市企业。

PPP 模式作为早期城投公司参与地方基础设施建设的重要投融资手段之一，已形成大量存量资产，近年来围绕该部分资产的盘活政策亦陆续出台，最早可追溯到国家发改委 2017 年 7 月发布的

《国家发展改革委关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》，对拟采取 PPP 模式的存量基础设施项目，可通过 TOT（移交-经营-移交）、ROT（改建-经营-移交）、OM（委托运营）、股权合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本运营；对已经采取 PPP 模式且政府方在项目公司中占有股份的存量基础设施项目，可通过股权转让等方式，将政府方持有的股权部分或全部转让给项目的社会资本方或其他投资人。此外，地方政府也陆续发文鼓励采取 PPP 模式盘活存量基础设施资产，如四川省发文鼓励在轨道交通、高速公路、供水、污水处理、垃圾处理、停车场、水库、体育馆等重点领域采用 TOT 方式盘活存量资产，山西省强调鼓励采用委托运营（OM）方式盘活市政公用基础设施，提升运营效率和服务水平。

表 3：PPP 模式参与存量资产盘活的相关政策

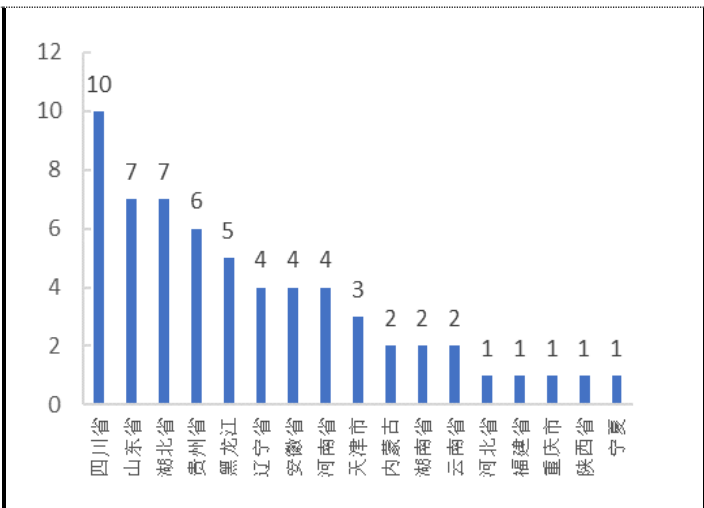
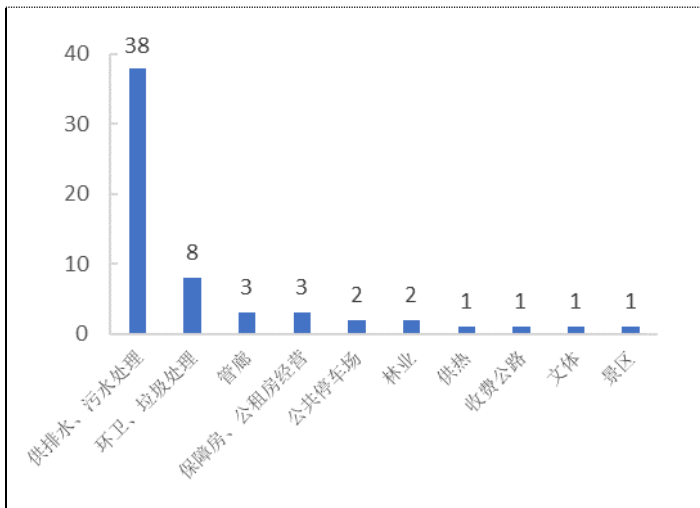
时间	发布机构	文件名称	主要内容
2017 年 7 月	国家发改委	《国家发展改革委关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》	对拟采取 PPP 模式的存量基础设施项目可通过 TOT、ROT、TOO、委托运营、股权合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本；对已经采取 PPP 模式且政府方在项目公司中占有股份的存量基础设施项目，可通过股权转让等方式，将政府方持有的股权部分或全部转让给项目的社会资本方或其他投资人
2021 年 2 月	国家发改委	《引导社会资本参与盘活国有存量资产中央预算内投资示范专项管理办法》	加强引导社会资本参与盘活国有存量资产，提高资金使用效益
2022 年 11 月	财政部	《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》	鼓励具备长期稳定经营性收益的存量项目采用 PPP 模式盘活存量资产，明确了合规 TOT 项目的做法，但 TOT 项目不得由本级政府实际控制的国有企业作为社会资本方搞“自我循环”
2023 年 11 月	国务院	《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》	明确政府和社会资本合作应全部采取特许经营模式实施，TOT 作为特许经营新机制的一种子模式，允许地方政府向转让对象支付不超过运营部分的补贴
2024 年 3 月	国家发改委	《政府和社会资本合作项目特许经营方案编写大纲（2024 年试行版）》	明确特许经营模式的具体实施方式，其中新建项目可采用 BOT、BOOT、DBFOT、BOO 等，改扩建项目可采用 ROT，存量资产盘活可采用 TOT 等

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

根据全国投资项目在线审批监管平台 PPP 项目信息系统，截至 2024 年 12 月 5 日，国家发改委已公开的特许经营项目共有 166 个，其中 TOT 模式项目有 60 个，占比 36.14%，仅次于 BOT 模式（占比 40.96%）。分行业来看，水库、供排水、污水处理等水利行业比重最高，占比高达 63.33%，环卫、垃圾处理行业其次，共有 8 个项目占比 13.33%，而管廊运营和保障房、公租房经营各有 3 个项目，公共停车场和林业各有 2 个项目，其余行业均为 1 个项目；分省份来看，四川省涉及的 TOT 项目最多，其次为山东省、湖南省、湖北省、黑龙江省，分别位居 2~5 位。

图 1：发改委已公开的特许经营项目类别占比

图 2：发改委已公开的特许经营项目各省占比



数据来源：PPP 项目信息系统，中诚信整理

数据来源：PPP 项目信息系统，中诚信整理

TOT 已成为地方政府盘活存量资产的重要路径，如 2018 年 9 月，合肥市政府通过 TOT 方式将十五里河污水处理厂转让给社会资本方北京首创股份，实现了首次盘活，随后于 2021 年 6 月，首创股份发行了国内首个水务类 REITs 项目，从而实现了二次盘活；再如哈尔滨市政府 2024 年 9 月将持有的公租房、保租房特许经营权采取 TOT 模式出售给社会资本方，盘活存量资产超 8 亿元，运营期为 40 年，不存在政府运营补贴，其中社会资本方为哈尔滨市城投润众房产经营管理有限公司和哈尔滨房开置业有限责任公司，均由哈尔滨市城市建设投资集团有限公司 100% 控股，实际控制人为哈尔滨市人民政府。**ROT 盘活方面**，目前发改委 PPP 项目信息系统中涉及的 ROT 项目有 3 个，分别为天津市河西区体西体育公园项目、博爱县丹东灌区改造提升（盘活存量资产）特许经营项目和拉萨市林周县城区清洁能源集中供暖试点项目，以博爱县丹东灌区改造提升（盘活存量资产）特许经营项目为例，2023 年 11 月，焦作市博爱县水利局针对丹东灌区提升改造项目发布招标公告，采取模式为 ROT（改建-运营-移交），特许经营期限为 30 年，其中建设期 1 年，运营期 29 年，不存在政府运营补贴。同月，焦作青天河旅游发展有限公司（控股股东为博爱县投资集团有限公司，实际控制人为博爱县财政局）竞得该项目，出资金额为 57,419 万元，其中银行贷款等债务融资金额 45,800 万元，银行贷款等债务融资比例为 79.7%。

城投公司已积累大量基础设施存量资产，且在土地资源、特许经营权等资源获取和地方政策支持等方面具有先天优势，加之随着政府融资职能剥离、企业管理制度逐渐完善，以及市场化转型进程加快，城投公司业务体系逐步由单一的基础设施融资代建业务向房地产、市政公用事业、文化旅游等多类型业务拓展，上述因素导致城投公司混改的基础日益成熟。

通过股权合作等形式引入外部战略投资者，一方面可实现部分领域内国有股权的退出，间接盘活国有经营性资产，另一方面还可以引入外部投资人的技术、运营、管理等先进经验，实现公司与投资者优势互补，进一步提升国有资产运营效率。如山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”）2019 年 12 月通过引入战略投资者和市场化债转股的方式盘活了济青高铁项目，共引进战略股权资金 30 亿元，其中农银 AIC 和中银 AIC 合计出资 16.14 亿元购买济青高速铁路有限公司股权，并定向用于偿还山东铁投的存量债务，通过债转股缓解了山东铁投的债务压力和资产负债率下降；同时，山东铁投还成功引入科威特投资局 13.86 亿元的战略投资，是中国高铁第一次成功引入

国外知名机构投资者，引进的战略投资人委派董事及监事，对提升济青高铁项目运营、结算及委托运输管理等方面起到积极作用。再如天津渤海国有资产经营管理有限公司 2020 年 9 月通过在天津产权交易中心转让天津市医药集团有限公司（以下简称“天津医药集团”）67% 股权的形式引入了上海上实（集团）有限公司（实际控制人为上海市国资委），股权转让款为 115.50 亿元，大额股权转让款不仅缓解了天津市的短期债务压力，还通过混改实现了天津、上海两市国有医药资源的整合，其中上海上实（集团）有限公司旗下拥有上海医药（601607），天津医药集团旗下拥有中新药业（600329）和天药股份（600488），引入外部投资人为天津医药集团后续发展提供资金和技术支持。2020~2023 年，天津医药集团净利润分别为 3.79 亿元、10.11 亿元、11.76 亿元和 17.75 亿元，混改后其盈利能力呈逐年增强趋势。

资产管理公司（AMC）有着丰富的资产处置能力和各类资源，而 19 号文明确提出 AMC 可通过不良资产收购处置、实质性重组、资产证券化等形式盘活闲置低效资产，为资产管理范围的外延提供了政策支撑。目前，AMC 机构已成为地方城投公司开展债务化解、盘活存量资产的重要抓手，其中资产盘活主要通过资产证券化、实质性重组等路径实现。资产证券化方面，对于符合条件的重组资产可开展资产证券化以实现资产变现，一般由 AMC 作为原始权益人主导发起，筛选出有较强变现能力的不良资产形成资源包，并设立 SPV，然后进行证券发行，通常 AMC 持有不良资产的劣后部分，并提供差额补足等服务，以促进外部投资者认购优先级份额。实质性重组方面，AMC 从城投公司资产和负债两端同步入手，单独或引入产业投资人，对其低效资产进行实质性重组盘活，包括但不限于剥离融资平台“两非”（非主业、非优势）、“两资”（低效、无效）资产，重构新的生产及管理模式，利用低效或闲置资产重组盘活的收益偿付相关债务。

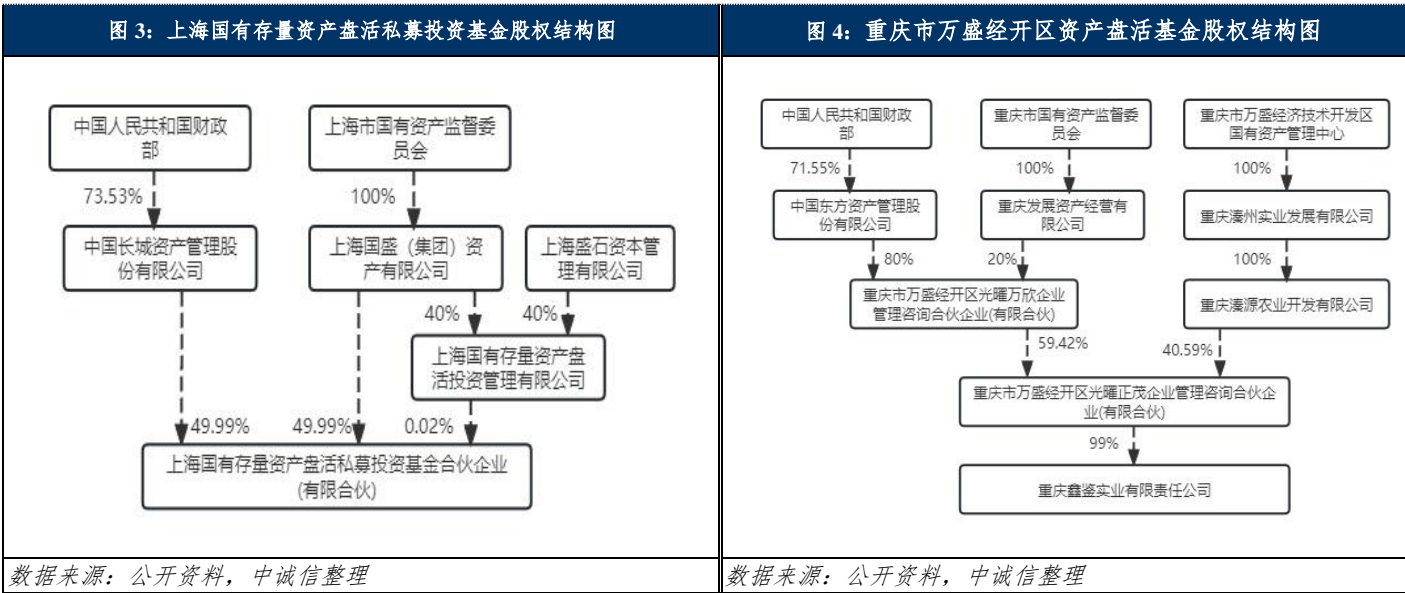
表 4: AMC 机构参与地方债务化解和资产盘活的主要手段

时间	措施
化债基金、应急周转金	与地方政府合作设立信用保障基金或债务平滑基金，定向用于收购或偿付问题平台存量债务
债务置换	由 AMC 收购债权后成为融资平台新的债权人，就债务还款时间、还款方式、利率、担保方式等款项重新协定，债务人根据重组协议向 AMC 偿还到期债务
债转股	AMC 通过收购城投公司的债权，并将其转换为股权，从而成为城投公司的股东，即将融资平台与银行等金融机构之间原来的债务债权关系转变为 AMC 与融资平台之间的股权关系
资产重组	AMC 与城投公司共同对不良资产进行重组，通过引入战略投资者、优化业务结构等方式提升资产价值
资产证券化	一般由 AMC 作为原始权益人主导发起，筛选出有较强变现能力的不良资产形成资源包，并设立 SPV，然后进行证券发行，AMC 持有不良资产的劣后部分，并提供差额补足等服务

资料来源：公开资料、中诚信国际整理

2023 年 9 月，天津轨道交通集团有限公司与中国华融资产管理股份有限公司共同设立有限合伙企业，通过盘活集团存量股权资产形式，成功融资 20 亿元，是天津国有企业与四大 AMC 首次成功开展融资合作。2023 年 5 月，中国长城资产管理股份有限公司与上海国盛（集团）资产有限公司合作搭建上海国有存量资产盘活私募投资基金合伙企业（有限合伙），初始注册资本 60.01 亿元，该基金将专职盘活上海市工业园区、基础设施收益权、保障性租赁房等国有存量资产。此外，根据 2024 年 10 月发布的《重庆市区县委书记和部门一把手例会发言摘登》，重庆万盛经开区通过引进中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资产公司”）、重庆发展资产经营有限公司，与当地国企联动盘活低效资产，目前首批基金已到位。据查询，重庆市万盛经开区光曜万欣企业管理咨询合伙

企业（有限合伙）（以下简称“光曜万欣合伙企业”）2024年9月28日成立，注册资本为20亿元，其中东方资产公司出资16亿元，持股80%，重庆发展资产经营有限公司出资4亿元，持股20%。光曜合伙企业的投资标的为重庆市万盛经开区光曜正茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“光曜正茂合伙企业”），持有其59.42%股权，而重庆溱源农业开发有限公司（以下简称“溱源农业”）持有光曜正茂合伙企业40.58%股权；溱源农业唯一股东为重庆溱州实业发展有限公司，实际控制人为重庆市万盛经济技术开发区国有资产管理中心，光曜正茂合伙企业投资标的为重庆鑫鉴实业有限责任公司，持有其99%股权。



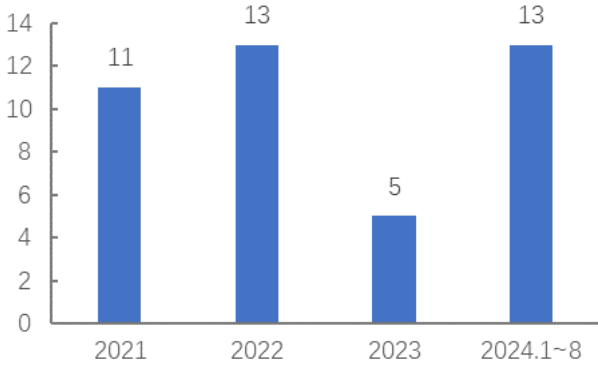
融资性盘活路径的本质是利用存量资产进行二次融资，适用于有稳定现金流入的优质资产，具体盘活手段包括 REITs、资产证券化等，主要集中于东部发达地区，以行政层级较高的省级平台为主；其中交通投资和产业园区板块凭借其稳定的现金流表现，市场青睐度最高；公用事业、保障房租赁业务的底层资产具有很强的区域专营性，盈利稳定性强，但准公益性特征导致资产盈利能力偏弱，属于第二梯队；而文旅板块或新能源、物流、仓储等新兴产业的市场化属性较强或起步较晚，市场认可度相对一般

融资性盘活的本质是利用存量资产进行二次融资，盘活手段包括 REITs、资产证券化等。具体来看，公募 REITs 本质上是一种权益型融资产品，但不同于股票，公募 REITs 主要投资于成熟不动产，投资者取得底层资产的所有权，收入来源于不动产的现金流及资产增值收益；同时，公募 REITs 具有强制分红特征，要求 90% 以上高比例现金分红；此外，由于公募 REITs 是对资产的真实出售，可以降低发行人或原始权益人资产负债率，优化财务报表。公募 REITs 无固定期限，也不需要增信，投资者取得收益的方式是分红和获得资本升值。

2020年4月，证监会和发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试

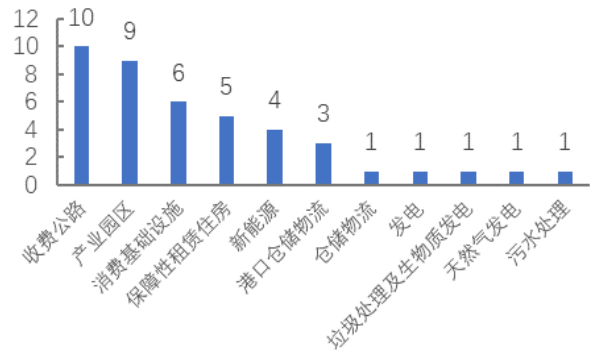
点相关工作的通知》，公募 REITs 国内试点工作启动。2021 年 6 月，首批 9 只基础设施公募 REITs 在沪深交易所上市。截至 2024 年 8 月末，我国已有 42 只基础设施公募 REITs 完成首发募资，涵盖资产类型由最初的收费公路、产业园、仓储物流和污水处理四大主流产品扩容至水利设施、保障性租赁住房、消费基础设施、新能源发电等领域。

图 5：近年来公募 REITs 项目上市数量



数据来源：Choice 数据库，中诚信国际整理

图 6：截至 2024 年 8 月末公募 REITs 项目类型数量



数据来源：Choice 数据库，中诚信国际整理

由于公募 REITs 对资产合规性、评估价值和盈利能力的要求高，比如首次发行的项目资产评估净值原则上不低于 10 亿元，近三年项目总体保持盈利或经营性净现金流为正，并要求预计未来 3 年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%，因此公募 REITs 主要适用于资产规模大，地理位置较优，产权清晰、运营良好且现金流稳定的优质项目。而城投公司短期内优质项目普遍不足，自身运营管理水平较弱，加之配售要求及退出时间限制反而对城投公司造成短期现金流压力，导致城投公司参与公募 REITs 的积极性相对不高，已参与城投公司主要集中于东部发达地区，以行政层级较高的省级平台或地市级平台为主。

表 5：公募 REITs 发行条件

类别	具体要求
资产合规性	持有项目所有权、特许经营权或经营收益权，可转让，项目无质量、纠纷等问题；土地使用权合规无异议；项目前期立项、投资、建设、竣工到后期运营的所有手续齐全
资产规模	首次发行底层资产项目评估净值不低于 10 亿元，且可储备发行 REITs 的各类项目总资产不低于 20 亿元
盈利能力	项目运营时间原则上不低于 3 年，收益持续且稳定盈利，符合市场化原则，不依赖第三方补贴等非经常性收入，预计未来 3 年净现金流分派率不低于 4%
配售比例	原始权益人或其同一控制下的关联方战略配售的比例不得低于总额的 20%，其中 20% 部分的持有期不低于 60 个月，超过部分持有时间不低于 36 个月，持有期间不允许质押

数据来源：中诚信国际整理

结合城投公司的具体业务类型，公募 REITs 选择可大致分为三大梯队。具体来看，交通投资和产业园区运营业务凭借其稳定的现金流表现，市场青睐度较高，其中交通投资业务的收入来源以使用者付费为主，由政府统一定价，价格和现金流相对稳定，但新建路网的投入使用或将造成使用者分流；产业园区运营的核心影响因素是租金标准和出租率，受地理位置、招商引资等因素的影响较大，并面临运营管理风险和租约集中到期风险。公用事业、保障房租赁业务作为第二梯队，其底层资产具有很强的区域专营性，盈利稳定性强，但价格受政府控制，且准公益性特征导致资产盈利能力偏弱，目前发行的公募 REITs 主要集中于核心城市的核心区域，如深圳市人才安居集团（简称

“安居集团”）2022年8月在深交所发行的红土深圳安居REITs是全国首批保障性租赁住房REITs，底层资产为百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆4个保障性租赁住房项目，涵盖1,830套保障性租赁住房及其配套；由于深圳市人口呈持续净流入状态，保障性住房租赁需求旺盛，上述4个底层项目整体出租率约为99%，租户结构稳定，为项目提供了持续稳定的现金流入。文化旅游板块在REITs中的认可度较弱，一方面，其市场化属性强，盈利稳定性受景区知名度、相关配套服务、宣传、管理水平等多种因素影响，收入稳定性一般；另一方面，部分景区采取授权经营模式，未取得相关特许经营权入账，门票收入原则上归属当地财政，资产确权、土地性质、收入来源等问题亦有待解决。此外，新能源、物流、仓储等新型基础设施运营业务是城投公司未来投资方向，盈利空间较大，但大多数尚处于培育期，且市场化属性较强，未来资金平衡状况仍有待检验，当前市场认可度一般。

表6：城投公司部分市场化业务的盈利模式及现金流特征

业务类型	盈利模式	现金流特征
交通投资	高速公路、城市轨道交通、铁路、机场、港口的车辆通行费、车票、物流收入等	发行主体拥有相关特许经营权或所有权，收入来源以使用者付费为主，由政府统一定价，价格和现金流相对稳定；但新建路网的投入使用或将造成使用者分流，进而影响现金流稳定性
产业园区运营	市场化租赁、物业、配套服务收入、入园企业股权等	租金收入核心影响因素是租金标准和出租率，收入稳定性受地理位置、当地招商引资情况较大，并面临运营管理风险和租约集中到期风险；同时，部分园区运营承担政府招商引资职能，提供价格或期限补贴，导致盈利能力偏弱
保障房投资	市场化租赁、物业收入等	保障性租赁住房具有准公益性，出租率较为稳定，但定价通常低于同地段同品质的市场化租金水平，普遍存在盈利能力不足，收益率偏低的特征
公共事业运营	供水、供电、供热、天然气销售、污水及垃圾处理、停车场收费等	底层资产具有很强的区域专营性，盈利稳定性强，但价格受政府控制，准公益性特征导致资产盈利能力偏弱；此外，项目前期投入普遍采取特许经营模式，需考虑资产手续的合规性
文化旅游	门票、区间车、索道等景区经营收入等	市场化属性强，盈利稳定性受景区知名度、相关配套服务、宣传、管理水平等多种因素影响，收入稳定性一般；此外，部分景区采取授权经营模式，未取得相关特许经营权入账，门票收入原则上归属当地财政，资产确权、土地性质、收入来源等问题有待关注
新型基础设施投资	新能源、物流费、仓储费等	未来盈利空间较大，但大多数尚处于培育期，且市场化属性较强，未来资金平衡状况尚未得以检验

数据来源：中诚信国际整理

与公募REITs相对应，传统ABS产品本质上属于债务融资工具，其以项目收益作为偿债来源，有固定的偿还期限，有债券产品特有的增信方式，投资者取得收益的方式是取得利息；发行门槛相对要低，如对底层资产的合规性要求略低，无最低评估净值要求，对项目收益的要求主要是项目产生的现金流能够覆盖本息，因此应用范围更广。值得关注的是，资产支持证券虽然属于债务融资工具，但也可以实现资产出表，从而降低原始权益人的资产负债率。

表7：公募REITs和传统ABS的要点对比

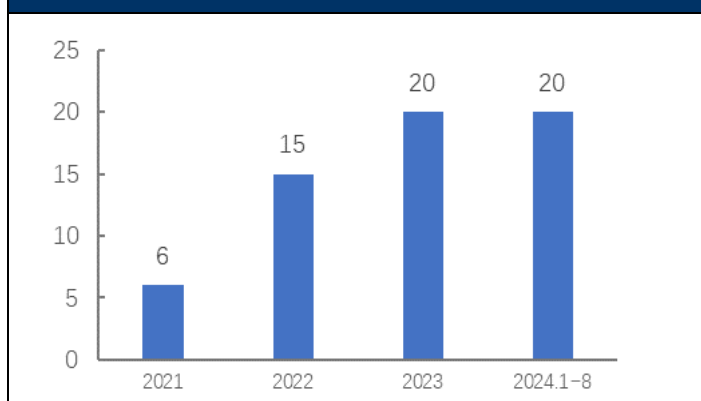
	公募REITs	传统ABS
本质	权益融资产品	债务融资工具
期限	无固定期限或与项目周期相匹配，周期较长	固定的偿还期限，一般3~5年有置换要求
偿债来源	底层资产收益	项目收益

收益形式	强制高比例分息派红和资本升值收益	利息
项目收益要求	对项目收益的要求更为严格	项目产生的现金流能够覆盖债务本息
权益要求	高，首次发行项目资产评估净值原则上不低于 10 亿元	无最低评估净值
基础资产所有权	项目资产出售出表，投资者对底层资产拥有所有权	完全出表、部分出表和不出表多种可能
增信	不涉及	通常提供增信，担保或回购承诺等方式，对原始权益人的信用资质有一定要求
应用领域	交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、租赁住房、水利、文化旅游、消费、养老设施等 13 个领域	应用范围更广
退出方式	二级市场交易	到期还本付息
产品规模	接近资产估值	规模相对较小，一般为资产估值的 50~80%

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

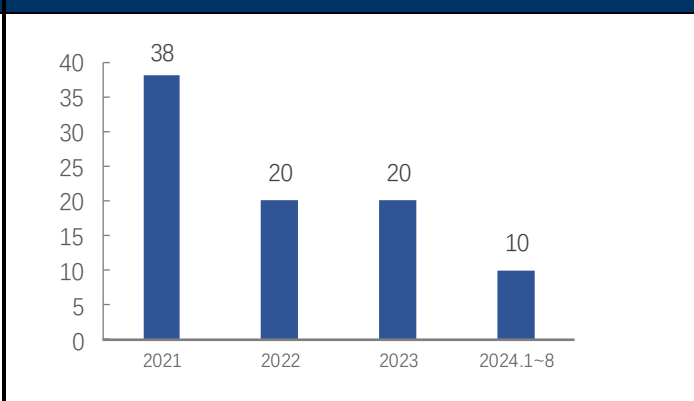
城投公司参与较多的 ABS 产品主要是收费收益权 ABS 和商业房地产抵押贷款支持证券 (CMBS)，其中收费收益权 ABS 的具体资产类型包括燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康、养老等公共服务等，如成都交通投资集团有限公司子公司成都交投智慧停车产业发展有限公司作为原始权益人在上交所发行的“成都交投停车费收益权资产支持专项计划”是全国首单以占道停车泊位收费收益权作为基础资产的 ABS 产品，发行规模 8.64 亿元，通过构建未来占道停车收费收入模型，进行还本付息现金流匹配。收费收益权 ABS 通常具有投资运营周期长、初始投资金额大、外部性明显、收益回报见效慢等特点，资产盘活过程中应关注是否持有相关特许经营权、相关业务运营稳定、资产合规手续齐备、运营端能够准确获取经营及财务数据等。CMBS 的底层资产主要针对基础设施（产业园区、仓储物流），商业不动产（酒店、零售等），保障性租赁住房等，如杭州余杭创新投资有限公司（已更名为杭州余杭城市发展投资集团有限公司，以下简称“余杭城发”）2020 年 5 月作为原始权益人在上交所发行“中金-余杭创新海创园资产支持专项计划”，基础资产类型为办公物业，发行总额 13.01 亿元，产品期限为 18 年（每 3 年开放退出），采取分层发行，同时原始权益人余杭城发通过差额补足、流动性支持等方式提供增信。值得关注的是，为吸引海外高层次人才入驻杭州未来科技城，未来科技城管委会对于符合标准入驻未来科技城的企业和人才给与租赁补助，2020 年前减免的房租由公司承担，未来科技城管委会未对此进行专门补助；2020 年及以后，未来科技城管委会每年年末安排财政拨款作为公司免租部分的补助，公司将此计入租赁收入。

图 7：近年来城投公司 CMBS/CMBN 项目发行情况



数据来源：Choice 数据库，中诚信国际整理

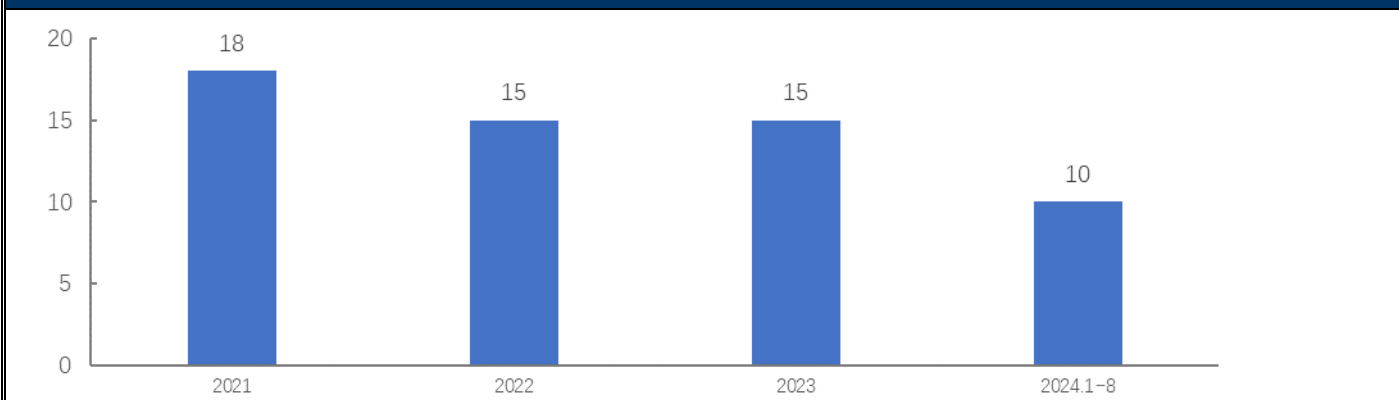
图 8：城投公司基础设施收费收益权 ABS 项目发行情况



数据来源：Choice 数据库，中诚信国际整理

除公募 REITs 和传统 ABS 产品外，类 REITs、持有型不动产 ABS 等创新型产品亦在融资型资产盘活中扮演着重要角色。具体来看，类 REITs 在发行方式、投资者构成、底层资产、收益来源等方面与公募 REITs 存在较多不同，其本质上更具有债权融资的特征，通常约定预期利息，期限一般为 3~5 年，以不动产项目未来运营收入提供质押担保并作为偿债资金来源，基础资产所有权通常不转移，而是采取抵押型融资方式，以及原始权益人回租、提供差补、提供优先回购权等方式提供担保，多存在于基础设施（交通、水利、水电气热、生态环保、产业园区、仓储物流）、商业不动产和保障性租赁住房等领域。如浙江省交通投资集团有限公司子公司浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2022 年 11 月作为原始权益人在上交所发行“中金-浙江沪杭甬-申嘉湖杭高速公路资产支持专项计划”，系类 REITs 产品，项目规模 63.17 亿元，其中优先级 60.67 亿元，期限 3+3+3+3 年，每 3 年设置优先收购退出及开放退出期，以底层资产的高速公路通行费作为现金流来源。

图 9：近年来城投公司类 REITs 项目发行情况



数据来源：Choice 数据库，中诚信国际整理

持有型不动产 ABS 的模式与类 REITs 相似，区别在于持有型不动产 ABS 不设置票面利率，更具有权益属性，一般采用平层结构，不通过结构化设计增厚优先级收益。持有型不动产 ABS 以底层资产运营产生的现金流向投资人分红，同时摒弃了传统的优先劣后增级安排，也不再通过主体信用增进和资产回购等方式来为产品增信，更突出资产信用。持有型不动产 ABS 期限可覆盖整个不动产期限，以及定期开放退出来实现部分投资人的流动性需求；持有型不动产不强制要求自持及配售比例，且允许项目公司配备一定比例杠杆（50%左右）以提高产品收益水平。目前市场上代表性持有型不动产 ABS 案例有 2 个，分别为建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划和华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划，以建信住租 ABS 为例，其是全国首单住房租赁持有型不动产 ABS 产品，发行规模 11.7 亿元，其中建信住房租赁基金认购 51% 资产支持证券，产品总期限为 66 年，设置前 8 年每半年开放退出安排，基础资产为上海城邨、上海天旻、杭州正盛及武汉建万 4 家项目公司 100% 股权，资产总估值为 16.91 亿元，业态为保障性租赁住房、配套商业、地下车位等，分别位于上海市闵行区、杭州市上城区和武汉市汉阳区，整体出租率在 90% 以上。建信住租 ABS 每半年进行现金流归集和分配，分配比例不低于可供分配金额的 90%。此外，贷款银行向项目公司发放 5.85 亿元贷款，不超过资产总估值 50%，可提高项目投资收益。

表 8：公募 REITs、持有型不动产 ABS 和类 REITs 的要点对比

公募 REITs	持有型不动产 ABS	传统 ABS
----------	------------	--------

还款来源	以锚定底层资产产生的经营现金流作为资本金和收益分配的第一或唯一来源		
本质	权益融资产品	权益融资产品	债务融资工具
产品设计	平层	平层	结构化分层
主体增信	不涉及	或有，如期间收益对赌	主体增信
产品规模	接近资产估值（含外部负债）	接近资产估值	资产估值 80~100%
外部负债率	不超过 28.57%	一般为 50%	无
资产合规性	无任何瑕疵	对实质经营无影响	对实质经营无影响
融资期限	与项目周期匹配	与项目周期匹配	一般每 3 年存在置换需求
融资成本	收益分配+管理费	收益分配+管理费	同期限信用债发行利率上浮一定比例
降负债效果	永久性降负债	永久性降负债	阶段性降负债

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

三、土地使用权、经营性房产、特许经营权、股权四大类资产盘活形式

资产盘点是盘活的前提，在资产盘活过程中，首先要把现有资产梳理和盘点清晰，通过实地盘查，权证核对，建立各类业态资产的档案，进而进行资产分等定级和价值分析，实现摸清家底的目的。如 19 号文将存量资产划分为重点盘活、统筹盘活和有序盘活三类，要求重点盘活收益能力高、现金流量好或存在较大获益空间的资产，统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产。

基于资产价值属性，城投公司资产可分为公益类资产、低效类资产和经营性资产三大类。具体来看，公益性资产主要系早期为做大城投公司资本规模和融资能力，政府注入的市政道路、水库等无效资产，土地整治、基础设施代建等传统业务形成的代结算工程款和往来款，以及无变现能力的股权资产，上述资产盘活难度大；低效类资产主要系城投公司以市场化方式开展相关业务形成的资产，但受区域状况、运营水平、准公益性属性等因素影响，该部分资产的盈利能力有限，如园区开发形成的空置厂房、运营不及预期的文化旅游项目和 PPP 项目等。经营性资产的市场化经营属性强，资金平衡对地方政府的依赖度很低，能够带来稳定的现金流，盈利水平较高，如高速公路运营、实体产业经营、住宅及商业开发等。

基于资产表现形式，城投公司资产可分类现金类资产、金融类资产、实物类资产和经营权资产四大类。具体来看，现金类资产流动性极强，盘活难度小；金融类资产又细分为债权类资产和股权类资产，其中城投公司债权类资产主要系应收当地政府的代建工程款以及与当地国有企业间的往来款，该部分应收类款项的回款进度受地方政府财力和结算安排的影响较大，城投公司自主盘活的可控性差，但对于贸易货款、工程施工款、市场化拆借资金等其他应收类款项，可通过加大催收力度等方式来实现资产盘活。**股权类资产**方面，上市公司股权、金融机构股权的变现能力较强，而非上市公司股权往往缺乏一定的流动性，且部分股权仅是城投公司代政府持有，现实中往往缺乏实际处理权限；此外，部分产业引导基金退出机制仍不完善，此类股权的盘活难度较大。**实物类资产**包括房产、设备、工程投入等，资产盘活与其依托的相关业务的运营情况密切相关。**经营权资产**包括土地、采矿、采砂、林草地、水资源、矿产资源等自然资源有偿使用权，景区经营、停车收费、交通收费等公共资源有偿使用权，以及数字资源等。

基于实践经验，目前城投公司参与存量资产盘活的常见资产类别主要系土地使用权、经营性房产、经营权、股权四大类，其中土地资产盘活路径包括政府收回、自主或联营开发、改变土地用途三类；经营性房产包括提高出租率，统一运营以形成规模效应以及对外出售、以物抵债等盘活方式；经营权的盘活手段包括直接授权、市政公共资源有偿使用和特许经营三种，其中特许经营权转让使用较为频繁，是存量资产盘活的重点领域；股权盘活以减持套现和质押融资为主，其中上市公司股权盘活难度较小，但考虑到资源稀缺性，难以广泛复制。

表 9：参与存量资产盘活的常见资产类别及其盘活形式

盘活路径	盘活形式
土地使用权	包括政府收回、自主或联营开发、改变土地用途三类
经营性房产	加大招商引资力度，提高存量房产的出租率，统一运营，从而形成规范管理和规模效应，对外出售、以物抵债等
经营权	特许经营、市政公共资源有偿使用和直接授权三种，其中特许经营权转让使用较为频繁
股权	上市公司股权盘活难度较小，但考虑到资源稀缺性，难以广泛复制

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

土地使用权盘活路径包括政府收回、自主或联营开发、改变土地用途三类

在房地产市场上行阶段，土地使用权具有评估价值高、增值空间大、流动性强等优势，因此，在城投公司发展的早期阶段，为快速增强城投公司的资本实力和融资能力，地方政府向其注入了大量土地使用权，性质以出让地和储备地为主，用途主要为商住用地或工业用地。此外，随着土地市场景气度下降，部分城投公司承担了“托底”土地市场的责任，亦新增部分土地使用权。但城投公司对上述土地资产的利用以抵、押融资为主，实际开工率不高，且存在土地产权证不全，土地出让金未完全缴足等问题。

为缓解日益突出的债务压力，加之土地长期闲置存在被收回的风险，部分城投公司积极探索除抵质押融资外的盘活路径。2022年11月，自然资源部、国资委发布《关于推进国有企业盘活利用存量土地有关问题的通知》，鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地，包括优化存量土地利用方式，推进存量土地再开发等，在符合国土空间规划的前提下，国有企业可以通过自主、联营、转让等多种方式推进存量土地的改造开发；2024年6月，自然资源部、国家发改委印发《关于实施妥善处置闲置存量土地若干政策措施的通知》，针对当前盘活房地产存量土地存在的利用难、转让难、收回难等问题，具体出台了18条政策措施。

表 10：近年来中央层面关于盘活土地资产的相关政策

时间	发布机构
2022年11月	自然资源部、国资委发布《关于推进国有企业盘活利用存量土地有关问题的通知》，鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地，包括优化存量土地利用方式，如工业用地在不改变用途的前提下，因扩大生产、增加产能等改造开发提高容积率的，可不再增收土地价款；推进存量土地再开发，在符合国土空间规划的前提下，国有企业可以通过自主、联营、转让等多种方式推进存量土地的改造开发
2023年9月	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》，决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点
2024年6月	自然资源部、国家发改委印发《关于实施妥善处置闲置存量土地若干政策措施的通知》，针对当前盘活房地产存量土地存在的利用难、转让难、收回难等问题，出台了三个方面18条政策措施，其中在“鼓励开发”方面，适当放宽分期开发和价款缴纳时间，合理调整开竣工日期；“促进转让”方面，充分发挥二级市场转让盘活的作用，支持预告登记转让，优化分割开发程序，支持合作开发；“规范收购收回”方面，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保

障性住房的，可通过专项债券等资金予以支持

自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，提出运用专项债券资金收回收购存量闲置土地，其中优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未开工的住宅用地和商服用地，其他用途的土地，如因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购范围。同时，使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

基于实践经验，目前城投公司盘活存量土地资产的路径主要包括收回转让、自主或联营开发、改变土地用途三类。在土地市场下行的市场环境下，自主或联营开发的进度有所放缓，而改变土地用途涉及性质调规、容积率调整等，程序较为复杂，实践案例亦不多，因此收回转让的盘活路径使用频率相对较高。

自主或联营开发方面，考虑到土地资产项目盘活周期较长，目前普遍采用基金投资的形式推进存量土地资产开发，如四川华西集团有限公司 2022 年 12 月与华能能源交通控股有限公司合作成立母基金推动火电站土地资源盘活项目，截至目前该母基金已设立 5 支专项子基金并进一步引入四大资管公司、银行等金融资本。此外，部分央企亦陆续启动存量土地盘活试点，如中国诚通控股集团有限公司 2024 年 6 月联合东方资产共同发起设立国有企业土地资产盘活专项基金，总规模 300 亿元，其中东方资产出资 70%，中国诚通出资 30%，存续期限为 10+2 年，通过项目直投和设立子基金方式开展投资，操作路径为“政府出政策+国企出资源+基金出资金”的合作范式。

收回盘活对手方主要系地方政府，如云南城投置业股份有限公司下属公司云南城投天堂岛置业有限公司持有的 7 宗土地 2021 年 3 月被昆明市呈贡区政府有偿收回，收取补偿款 30.49 亿元。值得关注的是，2024 年 11 月 11 日，自然资源部发布《运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（以下简称“242 号文”），支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地。考虑到当前各地闲置未开发的土地相对较多，同时地方政府财力较为紧张，而支持地方政府使用专项债券收回土地解决了回收资金来源的问题，有利于短期内大范围推广；同时，为城投公司盘活存量土地资产提供了通道，虽然不会带来利润，但对缓解城投公司流动性压力以及为转型发展提供资金支持起到积极作用。但 242 号文对存量土地资产盘活的效果仍有待观察，一方面，房地产市场前景仍不明朗，仍存在一定的下跌预期，加之专项债资金存在本息偿还压力，或将影响收储部门的积极性以及拟收回土地如何合理定价的问题；另一方面，城投公司存量闲置土地大多数已经用于抵押融资，债权关系的解决是土地收回的前置条件。

值得关注的是，部分地方政府在盘活存量土地资产的过程中，存在向城投公司大规模无偿收回早期注入土地资产的行为，从而对城投公司资本实力和财务杠杆造成一定冲击。如 2022 年 5 月，柳州市龙建投资发展有限责任公司发布公告称“拟注销 5 宗作价出资土地，账面价值合计 24.31 亿元，占公司 2020 年净资产的 10.44%”；无独有偶，柳州东通投资发展有限公司以及广西柳州市投资控股集团有限公司亦陆续公告注销土地使用权，虽然上述公司在公告中称“柳州市财政及柳州市国资委将通过现金资产和实物资产注入的方式增资”，但仍引发了市场对柳州市城投平台整体资产质量的担忧。

经营性房产盘活路径包括提高出租率，统一运营以形成规模效应以及对外出售、以物抵债

城投公司在业务开展过程中还形成部分经营性房产，如安置房建设过程中形成的配套底商、公租房等，园区开发过程中配套建设的写字楼、人才公寓、酒店等，加之行政机关、事业单位梳理注入的闲置房产，上述经营性房产能产生一定的运营收益，但持有分散，单一体量较小，难以形成规范管理和规模效应。

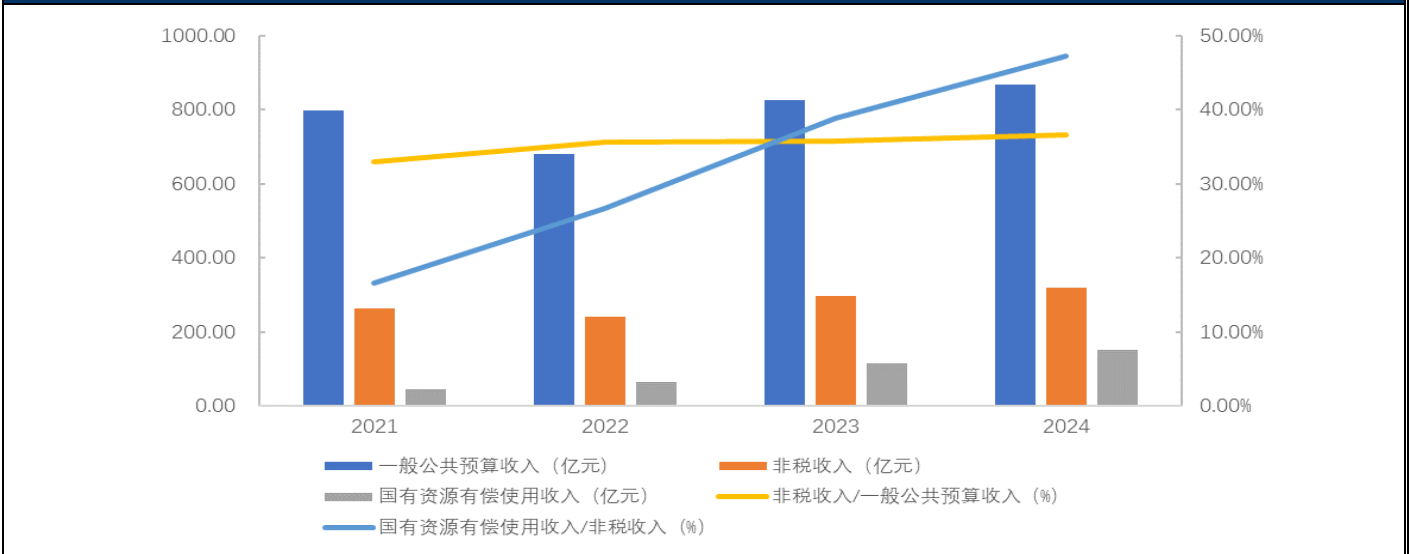
基于实践经验，上述经营性房产的盘活思路主要有三：第一，通过对外出售、以物抵债等方式快速回笼资金，以缓解短期流动性压力；第二，加大招商引资力度，提高存量房产的出租率，该种路径在实践中最为常用，其中部分地方政府已将存量房产的出租率、闲置率纳入城投公司的考核指标，亦取得了一定的成效，如西宁（国家级）经济技术开发区管委会 2024 年 11 月发布消息称 2024 年新盘活闲置国有资产 3.07 亿元，其中西宁市甘河工业园区开发公司下属公寓的盘活率达到 72%，商铺的盘活率达到 96%。但该种模式的盘活效果受区域整体经济环境的影响较大，此外，部分闲置房产受限于位置、产品设计等因素，正常招商引资难度较大，能否降低项目投资回报率预期，或者在保证项目整体回报率的情况下，允许局部资产降低回报率要求，则成为实践过程中能否盘活该类资产的关键。第三，将区域内的经营性房产归集统一运营，从而形成规范管理和规模效应，如 2019 年起重庆市启动市级公租房配套商业资产转让工作，其中重庆发展置业管理有限公司（以下简称“重发置业”）作为资产管理、盘活的承接主体，陆续向重庆市城市建设投资（集团）有限公司、重庆市地产集团有限公司等兄弟单位收购其持有的公租房配套商业资产，收购资金主要来源于自有资金和外部融资。重庆市市本级建设的公租房项目主要有 21 个，形成住宅约 37.4 万套，配套商业约 227 万平方米。公开资料显示，截至 2024 年 3 月末，重发置业持有的公租房配套商业资产可供出租面积为 201.39 万平方米，主要位于重庆市主城区，2023 年确认营业收入 4.08 亿元，营业毛利率高达 73.78%，通过对市本级同类资产的统一运营，提升了运营效率。

经营权的盘活手段包括特许经营、市政公共资源有偿使用和直接授权三种，其中特许经营权转让使用较为频繁，但应避免“特许经营权”滥用风险，主要体现在程序不合规、新增隐债和估值不合理三方面

除土地使用权和经营性房产外，政府和城投公司还拥有或控制大量经营权，其中部分经营权存在闲置、低效利用等情况。目前，各地普遍将经营权视为重要的盘活路径，一方面，经营权盘活可以增加非税收入，缓解地方财政收支压力；另一方面，地方城投公司参与经营权竞拍，有助于整合地方产业资源，提高经营性资产占比，推动“城投”向“产投”加快转型升级。以重庆市为例，作为存量资产盘活较为活跃的省份，根据其披露的 2024 年市级预算调整方案的报告，2024 年市本级预计实现一般公共预算收入 868 亿元，其中非税收入 318 亿元，占比提升至 36.64%，而国有资源有偿使用收入预计 150.45 亿元，同比大幅增长 30.63%，占非税收入的比重提高至 47.31%，已成为非税

收入的最主要来源。

图 10：近年来重庆市国有资源有偿使用收入及其占比变化



数据来源：重庆市人民政府，中诚信国际整理

经营权可大致分为基础设施和公用事业类特许经营权、矿产资源经营权、数字资产经营权等，其中基础设施和公用事业类特许经营权与城投公司的业务匹配性较高。根据国家发改委 2024 年 4 月发布的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（以下简称“《特许经营办法》”），其范围涉及交通运输、市政工程、生态保护、环境治理、水利、能源、体育、旅游等多项特许经营活动。此外，经营权管理机构较多，如地下综合管廊建设运营权通常由交通部门管理，垃圾处置特许经营权通常由环保部门管理。

表 11：经营权盘活的相关政策

时间	发布机构
2016 年 11 月	财政部、发展改革委和住房城乡建设部联合发布《市政公共资源有偿使用收入管理办法》，明确市政公共资源有偿使用的主要类别、收缴管理等。
2023 年 12 月	财政部颁布了《关于加强数据资产管理的指导意见》，围绕数据资产会计核算的全过程，提出“数据资产确认——数据资产评估——数据资产计量——数据资产披露”四个环节
2024 年 4 月	国家发改委发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，其中第七条规定“可以在一定期限内，政府将已经建成的基础设施和公用事业项目转让特许经营经营者运营，期限届满移交政府”
2024 年 8 月	财政部等六部委联合发布了《市政基础设施资产管理办法（试行）》，严禁为收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，规范领域主要包括特许经营新机制的交通、供排水、环卫、公共停车场等违规高发的市政设施领域；可以采取政府购买服务的方式，购买市政基础设施资产日常养护等服务事项

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

基于实践经验，经营权的盘活手段主要有特许经营、市政公共资源有偿使用和直接授权三种，其中直接授权通常由地方政府与城投公司签订授权经营协议，其本质是国有公司代替政府部门行使经营、管理资产的权力，多为无偿的形式，如宁国市人民政府 2021 年 12 月将东津河、中津河、西津河和小型水库砂石资源的开采权评估作价 17.98 亿元无偿注资给宁国市宁阳控股集团有限公司，城投公司在获得砂石经营权后，通过收储、运输、第三方代加工、销售砂石成品等环节获得合理的市场化利润，2021~2023 年分别确认砂石销售收入 2.51 亿元、3.08 亿元和 1.61 亿元。

直接授权模式操作简单，但难以撬动金融资金，而特许经营和市政公共资源有偿使用两种模式通常采用公开竞价和有偿转让的方式，城投公司可通过并购贷等形式撬动外部资金。其中特许经营模式具有排他性权力，加之超长的特许经营期（最高可达 40 年），使得资产评估价值更高，外部资金撬动力度更强，因此更受地方政府和城投公司青睐。如湘阴县青草湖水环境综合治理项目特许经营权项目 2022 年 12 月在岳阳市公共资源交易中心招标，项目总投资 37,956.44 万元，系对青草湖周边水域约 6.31 平方公里范围内的砂石尾堆进行清障疏挖，特许经营期限为 6 年，湖南省南洞庭砂石经营有限公司（以下简称“南砂石公司”）中标，其控股股东为湖南洞庭资源控股集团有限公司，实控人为湘阴县财政局。资金来源方面，农发行湘阴县支行采用“砂石处置特许经营权模式”对南砂石公司审批 2.98 亿元贷款，第一还款来源为项目清淤疏浚形成的砂石出让收入。

表 12：经营权常见盘活路径比较

	特许经营	市政公共资源有偿使用	直接授权
含义	基于 PPP 模式，在一定期限内，政府将已经建成的基础设施和公用事业项目转让给特许经营者运营，期限届满移交政府	政府通过出让或者以其他有偿方式（出租、出借等）转让市政公共资源的占有权、使用权、收益权、经营权及其相关权益所取得的收入，强调的是部分相对稀缺、难以充分普遍提供的市政公用设施资源	本质是由国有资本代替政府部门行使经营、管理的权力，以提高资源使用效率
公益属性	有偿	有偿	无偿
期限	最长可达 40 年	最长可达 20 年	相对较短
转让手段	招标等公开竞争方式	招标、拍卖等公平竞争方式	签订授权经营协议
流程	较为复杂	较为简单	最为简单

数据来源：公开资料，中诚信国际整理

在实践中，部分地方政府和城投公司或因化债压力和完成上级任务需要而滥用特许经营资产盘活，主要体现在程序不合规、新增隐债和估值不合理三方面。具体来看，程序不合规主要表现为两方面，一方面，“挂羊头卖狗肉”，特许经营模式的收费对象为社会公众，而非政府付费，但在实践中，部分地方政府将本属于委托运营（O&M）或政府购买服务的业务包装成特许经营项目，其本质是地方政府利用特许经营模式为中标者锁定了超过 3 年的超长期服务合同，而中标者支付一定金额的“存量资产使用费”以帮助地方政府达成盘活存量资产的目标。另一方面，“流程简化”，《特许经营办法》要求特许经营转让应涉及“地方政府授权实施机构-编制特许经营方案-特许经营可行性论证-审批特许经营方案-通过公开竞争选择特许经营者-签订特许协议（授予特许经营权）”等多个实施步骤，流程相对复杂，但在实践中，部分地方政府仅根据一份政府会议纪要便将某特许经营权授予给区域内的城投公司，存在程序合规的风险。如根据国家发改委 2024 年 10 月 28 日通报的第七批违背市场准入负面清单典型案例，案例 5 指出：“云南省楚雄州禄丰市、楚雄高新区先后于 2021 年 1 月和 2023 年 6 月将新能源汽车充电桩授予相关国有企业经营管理，相关行为违规设置特许经营权准入壁垒，妨碍其他经营主体平等准入。”考虑到特许经营模式较为复杂，在实践中也存在部分特许经营模式转为市政公共资源有偿使用模式的案例，如五华县政府 2022 年 12 月发布“屋顶光伏资源特许经营项目招标公告”后，因项目与特许经营新规的适用性引起关注，于是在 2024 年 1 月重新发布征求意见稿，将运作模式由特许经营改为市政公共资源有偿使用。再如，贵阳市息烽县 2024 年 7 月发布《关于变更贵阳市息烽县充电桩建设项目特许经营权模式向社会公开征求意见的公告》，将“息烽县充电桩特许经营项目”由特许经营模式变更为公共资源有偿使

用模式，该项目已于 2023 年 12 月 25 日完成招标，涉及息烽县 1,287 个充电桩未来 30 年的经营权，特许经营权转让费为 1.01 亿元。

新增隐债方面，2024 年 9 月 19 日，财政部发布《关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，其中银川市永宁县国有企业以农村人饮及农业灌溉特许经营权质押融资新增隐性债务 3.2 亿元。《特许经营办法》第二十二明确规定，政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本，即不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式使用财政资金弥补项目建设投资和运营成本，而永宁县案例将本应属于使用者付费收入的水费支出纳入预算，不符合项目收益能够覆盖建设成本的最基本要求，导致新增隐性债务。2024 年 8 月，财政部等六部委联合发布《市政基础设施资产管理办法（试行）》，严禁为收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，规范领域主要包括采取特许经营新机制的交通、供排水、环卫、公共停车场等违规高发的市政设施领域，对 TOT 模式盘活特许经营权“打补丁”。

估值不合理方面，地方政府尤其是区县级政府，可用于盘活的优质经营权较为匮乏，可能要求当地城投公司“托底”购买，收购资金主要系城投公司自有资金和外部融资。同时，为最大化撬动外部金融资金以及加快市场化转型和突破“335”融资限制，地方政府和城投公司存在做大经营权评估价值的动机，如 2023 年 8 月，江苏省溧阳市发改局发布《溧阳市光伏新能源投资建设特许经营项目》招标公告，高达 18 亿元的“天价”特许经营权转让费一度引起市场热议，最终地方国企江苏平陵电动汽车服务有限公司竞得该特许经营权，其控股股东为江苏平陵建设投资集团有限公司，实际控制人为溧阳市人民政府；再如近期济南平阴县“卖空”事件，亦引起市场关于其估值合理性、流程合规性和是否变相新增区域债务的质疑。12 月 14 日，平阴县政府发布公告称该低空经济特许经营权转让招标事项已终止。此外，为做大经营权估值，公共产品服务价格往往需相应提高，但考虑到特许经营模式的收费对象为社会公众，可能引起社会矛盾。2023 年 5 月，“天价”停车费将南宁市政府推上风口浪尖，涉及的城投公司南宁慧泊停车场服务有限责任公司（以下简称“慧泊公司”）是南宁公共交通集团有限公司的全资子公司，实际控制人为南宁市国资委。根据南宁市审计局发布的《南宁市道路停车泊位经营管理情况专项审计调查结果》，慧泊公司 2022 年 7 月将南宁市道路机动车停车泊位经营权（一期）使用收入的评估值，作质押向相关银行贷款 20 亿元，并作为道路机动车停车泊位经营权（一期）的转让价款上缴市财政，随后市财政利用该笔资金用于城市水域水质治理、污水及排水设施服务、垃圾处理、地下综合管廊建设等方面。

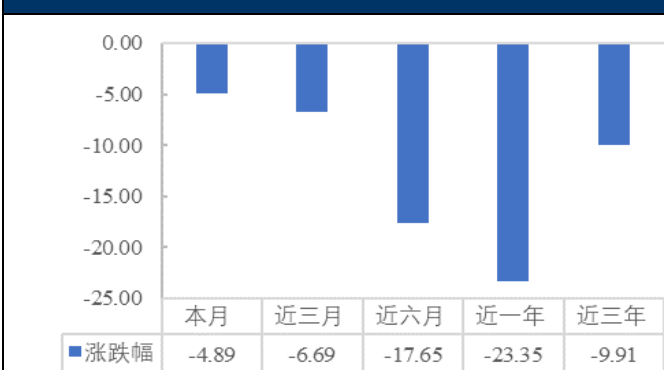
股权盘活以减持套现和质押融资为主，其中上市公司股权盘活难度较小，但考虑到资源稀缺性，难以广泛复制

城投公司亦通过直投、基金等方式开展对外投资业务，账面形成一定规模的股权类资产，其中上市公司、金融机构等变现能力较强的股权资产，可供选取的盘活方式多样，如减持套现、质押融资等；而对于非上市公司股权，其往往缺乏一定的流动性，可考虑通过产权交易所、协议转让等方式进行盘活。此外，部分债务压力较为突出的区域亦依托当地上市公司资源开展化债工作，如“茅

台化债”、“白药化债”等，上市公司股权盘活的路径通常包括两步：第一步，将上市公司股权无偿划转至城投公司，如 2019 年 12 月和 2020 年 12 月，茅台集团分两次合计无偿划入茅台股份 8% 的股权给贵州省国有资本运营有限责任公司（简称“贵州国资”）；2021 年 12 月，云南省国资委将云南省国有股权运营管理有限公司（以下简称“国有股权公司”）100% 股权全部划转注入云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”），本次股权划转注入后，云投集团间接持有云南白药 25.04% 股权，并列为云南白药的第一大股东。第二步，以城投公司为具体实施主体，通过股权变现、质押融资、资产收购等方式盘活股权资产，如贵州国资 2020 年下半年减持套现近 700 亿元，云南国有股权公司将云南白药的大部分股权用于质押融资；此外，2020 年 6 月，贵州茅台发布公告称，将通过子公司贵州茅台集团财务有限公司开展固定收益类有价证券投资业务议案，投资规模不超过其资本总额的 70%；2020 年 9 月，茅台集团发行 150 亿元债券，其中部分募集资金用于收购贵州高速公路集团有限公司的股权。

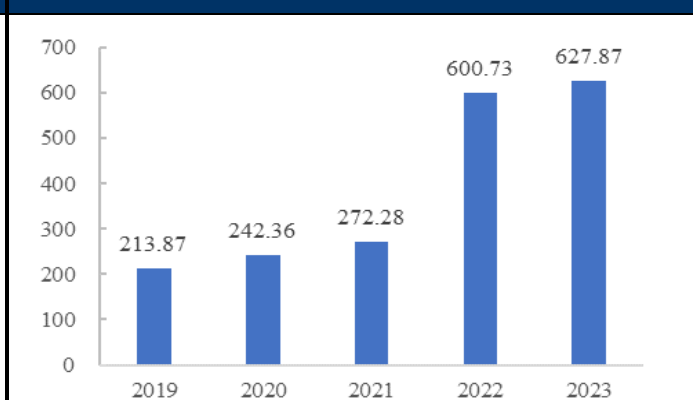
但考虑到优质上市公司股权的稀缺性，该种资产盘活的模式难以在地州尤其是区县层面推广，且上市公司股权盘活亦存在一定的局限性。以“茅台化债”为例，2021 年以来，关于茅台股权盘活的力度有所减弱，具体原因可能包括：1) 减持套现空间存在上限制约，茅台集团和贵州国资分别持有贵州茅台 54.07% 和 4.54% 股权，若贵州省要维持绝对控股地位，理论上的减持空间不得超过 8.61%，因此除 2020 年下半年减持 3,817 万股外，贵州省并无大规模减持行动；2) 减持套现是把双刃剑，虽然短期可获取大量资金以缓解流动性压力，但却以牺牲长期稳定收益为代价，如下图所示，贵州茅台每年现金分红体量较大，若按照贵州国资 2020 年下半年 3.5% 左右的减持比例计算，则 2021~2023 年的现金分红机会成本超 50 亿元；3) 股票质押理论上可以实现加杠杆融资，但该种盘活方式受股价波动影响较大。2021 年 2 月以来，贵州茅台股价呈持续下行趋势，股票质押盘活路径的效果大打折扣；4) 茅台集团通过资产收购、权益投资等形式参与地方国有企业债务化解，可能导致城投债务风险向产业风险转移，比如贵州茅台收购贵州高速股权之后，投资者关于贵州茅台“跨界修路”的质疑不断，对茅台股份资产质量和经营的稳定性或有负面影响。

图 11：截至 2024 年 9 月 24 日贵州茅台涨跌幅情况（%）



数据来源：Choice 数据库，中诚信整理

图 12：近年来贵州茅台现金分红金额情况（亿元）



数据来源：Choice 数据库，中诚信整理

四、启示

（一）存量资产盘活的核心是寻找并培育优质资产，是个循环往复的过程

存量资产盘活的核心是寻找并培育优质资产，城投公司应根据存量资产的现金流特征来选择相适用的盘活路径。参照波士顿矩阵模型，对于盈利能力强、现金流入稳定的“金牛型”资产，如高速公路收费、一、二线核心区域的产业园区和保障房租赁、知名景区等，往往存在较大的溢价空间，可考虑通过 REITs、资产证券化等融资型路径进行资产盘活；对于尚处于前期培育阶段但未来盈利空间较大的“明星型”资产，如仓储物流、固废处理、新能源等新兴产业资产、核心区域老旧厂房等，可考虑通过 PPP、混改、股权基金等路径加快优质资产变现落地；对于仍能贡献一定的现金流，但稳定性差、盈利能力弱的“瘦狗型”资产，如旧厂房、热度衰减的景区，可考虑通过改扩建、功能再开发、资源整合等方式挖掘新的盈利点；针对盘活难度较大的“问题型”资产，如闲置房产、土地、缺乏退出路径的股权和基金投资，可考虑通过 AMC、兼并重组、国有资本投资运营等方式来实现业务剥离和资产盘活，或通过产权交易所、协议出让等方式攫取最后的现金流。

考虑到存量资产的变现周期存在差异，因此盘活存量资产是个循环往复的过程。城投公司可基于成熟期、培育期和投入期的不同阶段而对资产分类管理，投入期阶段的资产非盘活重点，待建成进入培育期后，可通过提升运营水平、业务整合等方式推动存量资产价值提升，使之尽快进入成熟期；最后，再将已成熟资产盘活所获得的资金用于反哺培育期和投入期的资产，从而实现“资产-资金-资产”的正循环过程。

（二）存量资产盘活与城投转型相辅相成，资源整合可助力资产盘活

考虑到城投转型尚处于初始阶段，大部分城投公司的存量资产仍以土地使用权、基础设施建设投入等城建类资产为主，加之传统城投公司的业务范围更多按照区域进行分工，彼此之间运营相对独立，造成城投公司可用于盘活的经营性资产普遍存在体量小、范围窄、同质性强等问题。随着城投公司产业化转型的推进，未来的方向将不再是按区域进行分工，而是围绕区域的优势产业资源确定若干主责主业界定清晰的产业化平台，进而整合区域内同类别的经营性资产。在此背景下，**存量资产盘活与城投转型相辅相成**，通过整合同类资源一方面避免了不同城投公司之间的同质化竞争，另一方面更有利发挥规模效应，提升资产盘活负责人员的专业度、增加对上下游的溢价能力，进而提升整体现金流水平，助力资产盘活。在实践中，经营性资产的整合可能存在一些制约，如部分经营性资产处于抵质押融资状态，城投公司有公开存续债，大规模资产划转可能触及投资人会议甚至有“逃废债”嫌疑，此外，无直接股权关系的兄弟单位之间以及不同层级的城投公司之间的资源整合往往涉及利益博弈，平衡各方利益的难度较大，部分地区亦在探索**通过作价入股、合作经营、委托经营等形式推进同类资源整合**。

（三）盘活过程中应警惕虚假盘活、新增隐性债务和估值不合理

124 号文强调“严禁借盘活资产名义，对无需处置的行政事业单位国有资产进行处置或者虚假交易，以变相虚增财政收入”。但在实践过程中，部分地方政府和城投公司或因化债压力和完成上级任务需要而“虚假盘活”，进而致使盘活过程存在违规风险，甚至触碰新增“隐性债务”的红线，

目前尤为突出的是特许经营模式的“滥用”和存量资产的“售后回购”。考虑到地方城投公司存量资产收益水平普遍不高，部分 AMC 等金融机构在参与地方存量资产盘活过程中可能约定了固定收益和回购期限，假“盘活”之名而行“放贷”之实。而特许经营模式得“滥用”主要体现在程序不合规、新增隐债和估值不合理三方面，其中程序不合规主要体现为将本属于委托运营（O&M）或政府购买服务的业务包装成特许经营项目以及未按照《特许经营办法》的流程要求进行特许经营权转让，存在“流程简化”；新增隐债的关键红线为政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本，即不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式使用财政资金弥补项目建设投资和运营成本；估值不合理主要体现为城投公司在“托底”购买特许经营权过程中，为最大化撬动外部金融资金而存在做大估值的动机，甚至可能引起社会矛盾。

（四）资产盘活的“非技术障碍”仍需更为细致的配套政策出台

如前文所述，存量资产盘活路径可大致分为融资型、处置型和重整型三大类，且土地使用权、经营性房产、特许经营权、股权等不同类型资产的盘活方式亦存在较大差异，城投公司应根据存量资产的现金流特征选择相适应的具体盘活手段。但在实践过程中，除了技术层面考量之外，城投公司在盘活过程中还面临较多“非技术”的现实障碍，如产权不清，一些行政事业单位资产和城投公司管理意识薄弱，导致存在资产权属不明、底数不清，会计核算和实物管理相脱节等问题，进而导致资产无法销售或者出租。再如资产价值评估的要求和国有资产流失的界定，根据《企业国有资产交易监督管理办法》第四十八条的规定，企业一定金额以上的生产设备、房产、在建工程以及土地使用权、债权、知识产权等资产对外转让，应当按照企业内部管理制度履行相应决策程序后，在产权交易机构公开进行，但关于“一定金额”的界定标准以及是否需要进行评估或估值则未给予明确说明；同时，城投公司对存量资产运作往往存在最低投资回报率的要求，但随着市场环境变化，如经营性门面房租赁，按照正常市场价格已难以满足当时制定的回报率要求，定价过低可能面临国有资产流失的风险，而正常定价又满意实现市场化盘活的目的。此外，专业性人员缺失亦是制约存量资产盘活的重要因素。总体来看，虽然 19 号文、124 号文等中央文件为存量资产盘活提供了顶层设计，但上述“非技术障碍”的解决还需要地方政府更为细致的配套政策出台，以为城投公司存量资产盘活的加快推进“保驾护航”。

附一：中央及地方政府关于存量资产盘活的相关政策

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2022年5月	国务院办公厅	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	将存量资产划分为重点盘活、统筹盘活和有序盘活三类，要求重点盘活收益能力高、现金流量好或存在较大获益空间的资产，多集中于交通、水利等领域；统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括工业企业退城进园等；有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮等非主业资产
2022年6月	上交所	《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》	支持企业将生产经营过程中形成的基础设施不动产以及基础设施项目收益等收益权，作为基础资产发行持有型不动产资产证券化产品
2022年10月	财政部	《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》	要求行政事业单位要系统梳理资产使用情况，形成待盘活资产清单，逐项研究并有针对性地制定盘活方案
2022年11月	自然资源部	《关于推进国有企业盘活利用存量土地有关问题的通知》	鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地
2023年1月	国家发改委	《关于印发盘活存量资产扩大有效投资典型案例的通知》	要求充分发挥典型案例示范带动作用，推动有关方面加大工作力度，采取多种方式盘活存量资产
2022年8月	辽宁省人民政府	《辽宁省推进重点领域盘活存量资产扩大有效投资实施方案》	全面梳理重点领域拟盘活存量资产台账；采取灵活多样方式做实做细做优盘活工作，包括REITs, PPP, 发挥产权交易平台功能作用，发挥好国有资本投资、运营公司以及资产管理公司功能作用
2023年1月	新疆自治区财政厅	《全区行政事业单位开展盘活国有资产工作的通知》	要求加强财政资源资产统筹管理，对全区行政事业单位国有资产实现“全覆盖”，明确提出六种盘活方式等
2023年2月	常州市财政局	《关于印发常州市市级行政事业单位盘活国有资产实施办法的通知》	在市级层面成立盘活资产工作小组，出台部门内部资产调剂和共享共用办法，形成闲置资产盘活利用清单，研究制定盘活利用计划方案、计划完成进度等
2023年8月	南京市人民政府	南京市盘活存量资产资源行动方案（2023—2025年）	资产盘活涵盖范围包括土地资源、固定资产、无形资产三大类，目标到2025年底，低效用地再开发取得较大进展，市国资监管企业力争发行2~3单REITs，国有可供出租房产出租率提升至95%等

数据来源：公开信息，中诚信国际整理

附二：存量资产盘活的相关案例

案例名称	概述
广西钦州北港集团通过产权交易所公开挂牌转让钦州北港物流 99% 股权	2021 年广西北部湾国际港务集团有限公司下属子公司广西北港物流有限公司通过广西宏桂集团北部湾产权交易所集团，以公开挂牌转让钦州北港物流有限公司 99% 股权的形式转让广西钦州港大榄坪作业区 12#、13# 泊位工程产权，最终由湖南省民营企业湖南锦峰建设集团有限公司摘牌，实现了 29.37 公顷海域使用权及存量钢结构厂房等在建工程的资产盘活。
滇中引水公司股权转让	2022 年 5 月，中国中铁股份有限公司以 110 亿元为对价收购云南省信用增进有限公司持有的云南省滇中引水工程有限公司 33.54% 股权。交易完成后，中国中铁将持有 53.37% 股权，滇中引水公司纳入中国中铁合并报表范围。滇中引水公司成立于 2019 年 1 月，主要从事滇中引水工程（一期）的建设管理。
重发资产公司折价收购区县股权资产	重庆发展资产经营有限公司成立于 2023 年 11 月 6 日，注册资本 50 亿元，主营业务主要涉及自有资金投资的资产管理服务、以自有资金从事投资活动等。2023 年 12 月 4 日，重发资产公司通过上海证券交易所交易系统以大宗交易方式购买三峡水利股份 95,607,200 股，占三峡水利总股本的 5.00000287%，成交额 6.53 亿元，成交单价为 6.83 元/股，较市场收盘价折价 9.89%，对手方为重庆市某区县。
贵阳城投以资产抵质押方式向贵州国资公司拆借资金	2023 年 7 月，贵阳城投发布重大资产抵质押公告，将其持有的贵阳市建设投资控股有限公司 46.74% 股权质押给贵州国资公司，从而向其新增借款 20.00 亿元；2024 年 3 月，贵阳城投再次向贵州国资公司新增借款 38 亿元，抵押物包括贵阳建控 46.47% 股权、贵阳银行 3,203,700 股股票和 304 项实物资产（账面价值 31.01 亿元）。
贵州金控牵头成立“四化”基金助力地州存量项目盘活	2021 年，贵州金控牵头成立新型工业化发展股权投资基金、新型城镇化投资基金、农业农村现代化发展基金、文化旅游产业投资基金和生态环保发展基金，以解决基层项目落地配套建设资金困难的问题，如新型城镇化基金投资 3.30 亿元支持贵安科创城项目，盘活了 6.42 亿元闲置资产，推进贵州大数据等新兴数字产业配套设施的建设；旅游产业化基金投资 2.34 亿元帮助黄果树假日酒店解决建设资金缺口问题。
伊犁文旅集团整合州内文旅资源	文旅产业定位为新疆自治区九大支柱产业之一，而伊犁州旅游资源丰富，有 2 个 5A 级景区（那拉提、喀拉峻），26 个 4A 级景区，致力于打造成为“世界级旅游目的地”；但州内文旅资源分布较为分散，各县区独立经营，单体体量小，难以形成合力。在此背景下，2020 年 5 月伊犁文化旅游产业集团有限公司成立，先后整合了那拉提景区、喀拉峻景区两个 5A 级景区，通过内部资源聚集获得 1+1>2 的效果。
中新建电力集团有限责任公司通过作价入股的形式整合兵团电力资源	2023 年 9 月 1 日，中新建电力集团有限责任公司成立，定位为新疆生产建设兵团电力资产的整合者。兵团内部电力较为分散，除兵团本部外，下属的第七师、第八师的电力资源亦较为突出。在此背景下，兵团本部和下属地师通过作价入股的形式协调各方利益，其中兵团国资委以新疆生产建设兵团电力集团有限责任公司股权出资，占中新建电力注册资本的 47.39%，第八师国资委控股的新疆天富集团有限责任公司以其持有的上市公司新疆天富能源股份有限公司(600509.SH)出资，占中新建电力注册资本的 33.71%；新疆生产建设兵团第七师国有资本投资运营集团有限公司以其持有的新疆锦龙电力集团有限公司 68.76% 的股权向中新建电力出资，转为对中新建电力 18.90% 的股权投资。同时，考虑到天富能源占天富集团的资产比重较大，且天富集团是公开发债主体，兵团国资委将其持有的 47.39% 股权对应的表决权以及提名权、提案权委托天富集团行使，从而中新建电力成为天富集团的并表子公司。
北京市西城区新动力金融科技中心改造升级项目	该项目盘活的存量资产为北京动物园服装批发市场-四达大厦，总建筑面积 95,057.54 平方米，原主导产业以服装贸易批发为主。2015 年以来，该项目采用先疏解、后引进的方式，将低端产业服装批发市场进行升级改造，打造成为集合金融科技产业承载空间、专业服务展示平台、智慧楼宇示范基地和城市交通转换枢纽中心等功能的“新一代智慧城市综合体”。
天津港保税区海港区域城市更新项目	该项目盘活的存量资产为天津港保税区海港区域 6.5 平方公里的工业园区。2022 年，天津港保税区城市更新投资建设集团有限公司作为实施主体，将园区内闲置和生产低效的资产进行分批收购、统一规划管理，有效提高了盘活存量资产的效率。此外，在盘活过程中，天津港保税区城市更新投资建设集团有限公司完成以国开行为牵头行的 85 亿元银团贷款协议签订，并积极引入战略投资机构、产业发展基金。
广东省佛山市佛山创意产业园项目	该项目盘活的存量资产为广东奇正电气公司的旧厂房，原建筑面积约 8 万平方米，空置率高达 80%。2007 年，佛山创意产业园成立后，以低效资产提升价值为主、改扩建相结合的方式对原旧工厂、旧物业资产进行系统盘活，具体模式包括委托运营、工程总承包+运营（EPC+O）等。盘活后，园区建筑面积扩大了

	<p>接近3倍，园区入驻企业增长了8倍。</p>
<p>西安经发物业港股上市</p>	<p>西安经发物业股份有限公司作为隶属于西安经开区管委会旗下西安经发控股（集团）有限责任公司的国有综合城市服务及物业管理服务提供商，依托集团体系内的房地产开发项目和产业园区开展物业服务，服务类型涵盖教育机构、商业写字楼、行政办公、产业园区、住宅、医院及环卫、餐饮等多元业态。截至2024年6月末，经发物业总合约建筑面积为16.35百万平方米，在管建筑面积为15.53百万平方米。2021~2023年，经发物业分别实现营业收入5.94亿元、7.07亿元和8.62亿元，净利润分别为3,115.5万元、3,743.9万元和5,101.8万元。2024年7月3日，经发物业在港交所主板挂牌上市。</p>
<p>博爱县丹东灌区改造提升（盘活存量资产）ROT项目</p>	<p>2023年11月11日，焦作市博爱县水利局发布公开招标公告，该项目主要涉及对焦作市博爱县丹东灌区进行提升改造，包含丹东灌区改造提升（管理用房修缮、引水渠修复等）工程；丹东灌区改造提升（水电站改造）工程，主要包括升压站改造：主厂房设备、开关柜自动化改造、更换监控安全设施等，采取模式为ROT（改建-运营-移交），特许经营期限为30年，其中建设期1年，运营期29年，不存在政府运营补贴。2023年11月12日，焦作青天河旅游发展有限公司竞得该项目，预计出资金额为57419万元，其中银行贷款等债务融资金额45,800万元，银行贷款等债务融资比例为79.7%。中标人焦作青天河旅游发展有限公司控股股东为博爱县投资集团有限公司，实际控制人为博爱县财政局。</p>
<p>哈尔滨市2024年公租房和保租房特许经营权转让TOT项目</p>	<p>2024年9月13日，哈尔滨市住房和城乡建设局公开招标2024年公租房和保租房特许经营权转让项目，将政府持有的6,488套公租房和7,577保租房采取TOT特许经营模式，预计盘活存量资产超8亿元。2024年10月17日，哈尔滨市城投润众房产经营管理有限公司中标该项目第一标段，中标价为2.80亿元，哈尔滨房开置业有限责任公司中标该项目第二标段，中标价为5.23亿元，运营期均为40年，不存在政府运营补贴。哈尔滨市城投润众房产经营管理有限公司和哈尔滨房开置业有限责任公司均由哈尔滨市城市建设投资集团有限公司100%控股，实际控制人为哈尔滨市人民政府。</p>
<p>山东铁投集团通过市场化债转股方式盘活济青高铁项目</p>	<p>山东铁路投资控股集团有限公司2019年12月通过引入战略投资者和市场化债转股的方式盘活了济青高铁项目，共引进战略股权资金30亿元，其中农银AIC和中银AIC合计出资16.14亿元购买济青高速铁路有限公司股权，并定向用于偿还山东铁投的存量债务，通过债转股缓解了山东铁投的债务压力和资产负债率下降；同时，山东铁投还成功引入科威特投资局13.86亿元的战略投资，是中国高铁第一次成功引入国外知名机构投资者，引进的战略投资人委派董事及监事，对提升济青高铁项目运营、结算及委托运输管理等方面起到积极作用。</p>
<p>天津医药集团混改引入上海国资</p>	<p>天津渤海国有资产经营管理有限公司2020年9月通过在天津产权交易中心转让天津市医药集团有限公司67%股权的形式引入了上海上实（集团）有限公司（实际控制人为上海市国资委），股权转让款为115.50亿元，大额股权转让款不仅缓解了天津市的短期债务压力，还通过混改实现了天津、上海两市国有医药资源的整合，其中上海上实（集团）有限公司旗下拥有上海医药（601607），天津医药集团旗下拥有中新药业（600329）和天药股份（600488），引入外部投资人为天津医药集团后续发展提供资金和技术支持。2020~2023年，天津医药集团净利润分别为3.79亿元、10.11亿元、11.76亿元和17.75亿元，混改后其盈利能力呈逐年增强趋势。</p>
<p>中国华融通过“双LP+双GP”模式助力天津轨交资产盘活</p>	<p>2023年9月，天津轨道交通集团有限公司与中国华融资产管理股份有限公司共同设立有限合伙企业，通过盘活集团存量股权资产形式，成功融资20亿元，该融资项目是天津国有企业与四大AMC首次成功开展融资合作。本次项目的交易结构设置为“双LP+双GP”模式，项目存续期间，天津轨交将借助SPV企业市场资管团队专业资源，共同推动标的企业股权、资产盘活处置业务。</p>
<p>中国长城与上海国盛合作成立国有存量资产盘活基金</p>	<p>2023年5月，中国长城资产管理股份有限公司与上海国盛（集团）资产管理有限公司合作搭建上海国有存量资产盘活私募投资基金合伙企业（有限合伙），初始注册资本60.01亿元，该基金将专职盘活上海市工业园区、基础设施收益权、保障性租赁住房等国有存量资产，上海国有存量资产盘活投资管理有限公司持股0.02%，其中中国长城作为LP利用自身专业资源协助基金底层资产进行盘活整合。</p>
<p>东方资产公司通过基金形式联动万盛经开区盘活低效资产</p>	<p>根据2024年10月发布的《重庆市区县委书记和部门一把手例会发言摘登》，重庆万盛经开区通过引进中国东方资产管理股份有限公司、重发资产公司与当地国企联动盘活低效资产，目前首批基金已到位。据查询，2024年9月28日，重庆市万盛经开区光耀万欣企业管理咨询合伙企业（有限合伙）成立，注册资本为20亿元，其中中国东方资产管理股份有限公司出资16亿元，持股80%，重发资产公司出资4亿</p>

元，持股 20%。光曜合伙企业的投资标的为重庆市万盛经开区光曜正茂企业管理咨询合伙企业（有限合伙），持有其 59.42% 股权，而重庆溱源农业开发有限公司持有光曜正茂合伙企业 40.58% 股权；溱源农业唯一股东为重庆溱州实业发展有限公司，实际控制人为重庆市万盛经济技术开发区国有资产管理中心，光曜正茂合伙企业投资标的为重庆鑫鉴实业有限责任公司，持有其 99% 股权。

苏州资管助力常熟辛庄工业载体提升改造

苏州资产管理有限公司作为地方 AMC 机构，2020 年与常熟市辛庄镇人民政府签署了战略合作协议，共同开发“常熟辛庄工业载体提升改造项目”，该项目占地面积约 160 亩，总投资 20 亿元，拟建设高标准厂房、研发办公、众创空间等各类建筑 18 万平方米，打造信息和数字经济产业集聚的高端特色产业园区，预计整个项目建成后，可实现销售超 10 亿元，上缴税收 1 亿元。苏州资管“常熟辛庄工业载体提升改造项目”对进一步盘活辛庄镇低效存量资产，加快产业升级和城市更新发挥出重要的推动作用，成为存量资源提升改造标杆示范项目。

深圳安居保障性租赁住房 REITs 项目

深圳市人才安居集团 2022 年 8 月在深交所发行的红土深圳安居 REITs 是全国首批保障性租赁住房 REITs，底层资产为百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆 4 个保障性租赁住房项目，涵盖 1,830 套保障性租赁住房及其配套；由于深圳市人口呈持续净流入状态，保障性住房租赁需求旺盛，上述 4 个底层项目整体出租率约为 99%，租户结构稳定，为项目提供了持续稳定的现金流入。

成都交投停车费收益权资产支持专项计划

2019 年 10 月，成都交通投资集团有限公司子公司成都交投智慧停车产业发展有限公司在上交所发行“成都交投停车费收益权资产支持专项计划”，是全国首单以占道停车泊位收费收益权作为基础资产的 ABS 产品，发行规模 8.64 亿元，将其运营的成都市中心城区“5+1 区域”（锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区和高新区）内特定停车场在特定期限（2019 年 10 月 1 日~2028 年 9 月 30 日）内的机动车临时占道停车场点收取占道停车费的收益权及相关从权利作为基础资产。该专项计划基础资产系使用者付费的公共设施服务收入，虽然回款现金流中间由财政拨付，但由于实行收支两条线管理，专款专用，约定了明确的费用返还安排，因此不属于“以地方政府为直接或间接债务人的基础资产”的情形。

中金-余杭创新海创园资产支持专项计划

杭州余杭创新投资有限公司 2020 年 5 月作为原始权益人在上交所发行“中金-余杭创新海创园资产支持专项计划”，基础资产类型为办公物业，发行总额 13.01 亿元，产品期限为 18 年（每 3 年开放退出），采取分层发行，同时原始权益人余杭城发通过差额补足、流动性支持等方式提供增信。为吸引海外高层次人才入驻杭州未来科技城，未来科技城管委会对于符合标准入驻未来科技城的企业和人才给与租赁补助，2020 年前减免的房租由公司承担，未来科技城管委会未对此进行专门补助；2020 年及以后，未来科技城管委会每年年末安排财政拨款作为公司免租部分的补助，公司将此计入租赁收入。

中金-浙江沪杭甬-申嘉湖杭高速公路资产支持专项计划

浙江省交通投资集团有限公司子公司浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 2022 年 11 月作为原始权益人在上交所发行“中金-浙江沪杭甬-申嘉湖杭高速公路资产支持专项计划”，系类 REITs 产品，项目规模 63.17 亿元，其中优先级 60.67 亿元，期限 3+3+3+3 年，每 3 年设置优先收购退出及开放退出期，以底层资产的高速公路通行费作为现金流来源。

建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划

是全国首单住房租赁持有型不动产 ABS 产品，发行规模 11.7 亿元，其中建信住房租赁基金认购 51% 资产支持证券，产品总期限为 66 年，设置前 8 年每半年开放退出安排，基础资产为上海城邨、上海天旻、杭州正盛及武汉建万 4 家项目公司 100% 股权，资产总估值为 16.91 亿元，业态为保障性租赁住房、配套商业、地下车位等，分别位于上海市闵行区、杭州市上城区和武汉市汉阳区，整体出租率在 90% 以上。建信住租 ABS 每半年进行现金流归集和分配，分配比例不低于可供分配金额的 90%。此外，贷款银行向项目公司发放 5.85 亿元贷款，不超过资产总估值 50%，可提高项目投资收益。

重发置业承接市级公租房配套商业资产转让运营工作

为提高国有资本运营效率，2019 年起重庆市启动市级公租房配套商业资产转让工作，其中重庆发展置业管理有限公司作为资产管理、盘活的承接主体，陆续向重庆市城市建设投资（集团）有限公司、重庆市地产集团有限公司等兄弟单位收购其持有的公租房配套商业资产，收购资金主要来源于自有资金和外部融资。重庆市市本级建设的公租房项目主要有 21 个，形成住宅约 37.4 万套，配套商业约 227 万平方米。公开资料显示，截至 2024 年 3 月末，重发置业持有的公租房配套商业资产可供出租面积为 201.39 万平方米，主要位于重庆市主城区，2023 年确认营业收入 4.08 亿元，营业毛利率高达 73.78%。

湘阴县青草湖水环境综合治理项目特

2022 年 12 月，湘阴县青草湖水环境综合治理项目特许经营权项目在岳阳市公共资源交易中心招标，项目总投资 37,956.44 万元，对青草湖周边水域约 6.31 平方公里范围内的砂石尾堆进行清障疏挖，特许经

<p>许经营权项目</p>	<p>营期限为 6 年，湖南省南洞庭砂石经营有限公司中标，其控股股东为湖南洞庭资源控股集团有限公司，实控人为湘阴县财政局。资金来源方面，农发行湘阴县支行采用“砂石处置特许经营权模式”对南砂石公司审批 2.98 亿元贷款，第一还款来源为项目清淤疏浚形成的砂石出让收入。</p>
<p>宁国市砂石资源授权经营</p>	<p>2019 年 8 月 16 日，宁国市人民政府印发《关于加强全市砂石资源管理的实施意见》，按照“政府主导、国企运作、多元参与”原则，采取“政府授权国有企业运营”模式进行全市砂石经营的管理，授权全市范围内所有河道疏浚、市政建设、房地产建设工程等项目在建设过程中产生的砂石资源均由宁国市国有资本控股集团有限公司负责统一收储运营，其中宁国国控为宁国市最重要的基础设施建设投资运营主体。2021 年 12 月，宁国市人民政府将东津河、中津河、西津河和小型水库砂石资源开采权评估作价 17.98 亿元无偿注入宁国国控；宁国国控获得砂石经营权后，通过收储、运输、第三方代加工环节，再通过销售砂石成品获得合理的市场化利润，2021~2023 年分别确认砂石销售收入 2.51 亿元、3.08 亿元和 1.61 亿元。</p>
<p>永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目资产转让</p>	<p>2023 年 3 月，依据永宁县政府常务会议审议通过的《永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目实施方案》，永宁县财政局与永宁县丰源农业发展有限公司签订《永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目资产转让协议》及《永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目特许经营协议》，将永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营权转让给该公司。永宁县丰源农业发展有限公司与中国农业发展银行永宁县支行签订《权利质押合同》，借款 3.2 亿元，期限 20 年，用于永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目，《权利质押合同》附件资料中包含出质权利债务人永宁县财政局出具的《关于永宁县农村人饮及农业灌溉特许经营项目相关预算资金的说明》，承诺在特许经营期间将农业灌溉向干渠缴纳的水费及农村人饮和农业灌溉设备的更新及维修费用全额列入预算，形成新增隐性债务 3.2 亿元。</p>
<p>济南平阴县低空经济特许经营权转让事件</p>	<p>2024 年 11 月 26 日，济南公共资源交易中心官网发布《平阴县低空经济特许经营权出让项目中标公告》，项目招标人为平阴县发展和改革委员会，项目为出让平阴县低空经济 30 年特许经营权，特许经营者在特许经营期内负责低空经济的运营和维护，提供飞行执照驾培等服务，合同履行期限为 30 年，估算投资 9.24 亿元，中标人为山东金宇通用航空有限公司。金宇航空由平阴县财政局 100% 持股，成立日期为 2024 年 11 月 5 日，即平阴县发改委发布招标公告当天。12 月 14 日，平阴县政府发布公告称该低空经济特许经营权转让招标事项已终止。</p>
<p>南宁慧泊停车场服务有限责任公司“天价”停车费事件</p>	<p>2023 年 5 月，南宁市青秀区人民法院与南宁慧泊停车场服务有限责任公司签订《合作备忘录》一事，引发社会对南宁市道路停车收费有关问题的广泛关注，“天价”停车费将南宁市政府推上风口浪尖。慧泊公司是南宁公共交通集团有限公司的全资子公司，实际控制人为南宁市国资委。根据南宁市审计局发布的《南宁市道路停车泊位经营管理情况专项审计调查结果》，慧泊公司 2022 年 7 月将南宁市道路机动车停车泊位经营权（一期）使用收入的评估值，作质押向相关银行贷款 20 亿元，并作为道路机动车停车泊位经营权（一期）的转让价款上缴市财政，随后市财政利用该笔资金用于城市水域水质治理、污水及排水设施服务、垃圾处理、地下综合管廊建设等方面。</p>

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
李昊	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>