

## “城投”转“产投”进程中，如何提升市场化收入占比？

2024年6月12日

中证鹏元资信评估股份有限公司

袁荃荃

[yuanqq@cspengyuan.com](mailto:yuanqq@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

#### 1. 如何界定“市场化收入”？

市场化收入未必一定来源于非城投领域的业务，城投领域的业务所产生的收入也未必都不是市场化收入。城投不必为了达到相关指标而大面积退出传统城投业务领域，实际上需要做的是重塑业务模式，使其满足市场化运作的基本标准，重点是在确保不新增隐债的前提下，做到责权清晰、独立性、具备合理可行的商业模式、不依赖政府补贴。

#### 2. 如何从传统城投业务领域挖掘市场化收入？

(1) 土地整理开发：目前，城投开展土地整理开发业务的模式受到严格的监管限制，类似一二级联动及其变种模式均存在较大合规风险，很难落地执行，所以无法通过业务模式重塑从此类业务中取得市场化收入；(2) 市政工程、基建项目的建设投资运营：建议城投在自身具备相应条件和能力的前提下，可将工程代建业务的范围拓展至所辖区域之外；同时可按PPP新机制要求参与更多非本级政府的特许经营项目；(3) 棚改、安置房建设：城投在确保业务模式合法合规、不新增隐债的基础上，除了要继续做好纳入国家相关计划名单的项目盘子，还要更多地尝试以更为市场化的方式去承接一些“泛棚改项目”，如商业化色彩更浓的城市更新改造类项目；(4) 园区开发运营：建议围绕特定产业及其上下游，有计划、有针对性地引进入驻企业，逐渐形成运营特色并树立运营品牌，同时应突破“开发建设+收租”的思维定式，可聚焦产业发展、技术支撑、生活配套等重点为入驻企业提供相应的有偿服务；还可对园区内的高成长性企业进行财务投资，取得投资收益；(5) 旧改、综合整治等城市更新：在条件允许的情况下，应更多参与政企合作类的城市更新项目，或者是通过城市更新基金的设立运作，增厚来自于该领域的市场化收入；(6) 公用事业：建议地方政府在充分考虑公共产品/服务质量、运营成本、公众接受度等因素的基础上，通过合法合规的程序适度调高定价，帮助相关业务实现盈利并带来市场化收入增量。

#### 3. 是否可以通过“瘦身”提升市场化收入占比？

为了构建符合要求的收入结构，城投可考虑将部分城投类资产及其运营收益划出，操作的关键点在于“瘦身”但不“弱体”，也即虽然在规模层面出现一定缩水，但其信用资质不仅不会变差反而可能会因资产质量更好、运营效率更高、盈利水平更高而有所改善。

目前，以“35号文”、“47号文”、“3899名单”、“335指标”等为代表的城投融资监管政策依然持续发挥威力。受此影响，城投公司实现债务新增的难度大幅提升，资金紧张加剧，甚至有很多高级别城投主体也为利息偿付问题所困。这种情况下，几乎各地均尝试通过整合、重组、并购等多种方式，大力推动当地城投的产业化转型，以期重新打造符合监管要求的产投类主体，并打通新增融资的“任督二脉”。在笔者3月份撰写的《城投公司如何实现“335”指标并成为产业类主体？》中，已经较为详细地探讨了如何才能让城投的资产、收入、政府补贴满足监管要求，同时通过研究也可看到，在城投转产投的过程中，最关键、最具挑战的任务是“城投类收入占比低于30%”（也即市场化收入占比 $\geq 70\%$ ）。鉴于此，本文将着重探讨“城投类收入”与“市场化收入”之间的边界，以及如何通过项目类别筛选、项目开展模式调整等来实现市场化收入占比的提升，以期能为拟转型及转型中的城投公司提供参考。

## 一、如何界定“市场化收入”？

城投要实现“城投类收入占比 $< 30\%$ ”，首选路径是做大经营性业务，比如房地产销售开发、资产租赁、工程施工、贸易等，切实扩大市场化收入规模。不过，实践中城投的产业化转型面临较多客观限制，比如优质经营性资产匮乏、适合收购的上市公司难觅等，同时从介入相关产业到实现盈利也需要过程，甚至这个过程还比较长，这决定了城投很难在短时间内真正做大市场化收入并突破借新还旧。这种情况下，我们就必须重新审视“城投类收入占比 $< 30\%$ ”的内涵，也即在合法合规的前提下尽最大可能去拓宽市场化收入的边界，方能寻找更容易走得通的破题之路。那么，到底该如何界定“市场化收入”呢？

本文认为：市场化收入未必一定来源于非城投领域的业务，城投领域的业务所产生的收入也未必都不是市场化收入。换言之，**城投公司不必为了达到相关指标而在业务层面大面积退出传统城投业务领域，实际上需要做的是重塑业务模式，使其满足市场化运作的基本标准。**那么，市场化运作的标准是什么呢？

《关于深化国有企业改革的指导意见》（中发[2015]22号）提出，要遵循市场经济规律和企业发展规律，坚持政企分开、政资分开、所有权与经营权分离，坚持权利、义务、责任相统一，坚持激励机制和约束机制相结合，促使国有企业真正成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体。据此，本文进行延伸推理后总结出市场化运作应至少满足以下几个条件：**（1）责权清晰。**在一项交易活动中，无论城投的对手方是否为政府部门，都应该明确双方的责权分配，并确保责权分配不违背自由、平等、公平和诚实信用的原则。**（2）独立性。**对于城投而言，独立性主要体现在“自主经营、自负盈亏、自担风险”，这要求其具备独立作出决策的权限，还要构建起保障决策科学性及其执行效果的管理体

制与内控机制。具体到业务层面，城投在承接政府性业务时切忌不能为了完成地方政府下达的指令而罔顾法律法规，尤其不能出现替政府融资的行为。**（3）具备合理可行的商业模式。**目前发债城投在募集说明书中往往会强调土地整理开发、棚户区改造、保障性住房建设等业务的开展及收入取得均来自于与政府有关的市场化安排，有明确的回款计划，比如相关费用分年度纳入财政预算并按年度向城投支付，或是由政府按照协议约定进行回购并定期向城投支付回购款等，不过这种“市场化安排”显然无法改变相关收入的城建类属性，因此还需要探索更具市场化特性的经营模式。**（4）不依赖政府补贴。**城投在开展业务的过程中，补贴在收入中的占比越高，该项业务会被判定为城建类业务的概率就越大。比如城市停车服务业务，若能够通过科学的空间运用、高效的智能服务、合理的收费实现盈利，则很有可能被认定为非城投类收入；相反，若依赖政府补贴才能实现盈亏平衡，则会被认定为城投类收入。需要强调一点，城投的市场化运作在满足以上几个条件之前，首先必须满足**“不新增隐债”**的监管要求。对于城投来说，这是开展任何经济活动（包括经营、融资、投资等）都必须坚守的底线，具体到业务层面更是如此。实操中，判断是否造成隐债新增的标准是：除了地方政府债券等法定债务外，无论出于何种目的、通过何种方式，只要提前锁定、固化了未来的地方财政支出责任，都被认为是新增隐债。因此，城投在业务开展过程中若造成隐债新增，取得的收入首先会被认为是违法违规所得，根本到不了属性认定的阶段。

综上，本文认为：为了压降城投类收入占比，城投公司要切实做大经营性业务，取得更多市场化收入，同时也要在传统城投业务领域积极探索市场化经营模式，大力推动传统城投业务实现市场化运作，增强其创造市场化收入的能力。

## 二、如何从传统城投业务领域挖掘市场化收入？

从第一小节的阐述可知，从传统城投业务领域挖掘市场化收入是实现“城投类收入占比 $\leq 30\%$ ”的重要路径，尤其是对那些已经难以通过进一步扩容经营性业务做大市场化收入的城投而言。鉴于此，本小节将针对主要的几大类传统城投业务进行逐一分析，探究从中挖掘市场化收入的方法。

哪些业务属于传统城投业务？结合相关监管文件、市场共识以及经验判断，传统城投业务大体包括以下几大类：（1）土地开发整理；（2）市政工程/基建项目的建设投资运营，包括市政道路、公共停车场、综合管廊、河道改造、学校、医院、文体场馆等；（3）棚户区改造和安置房/保障房建设；（4）园区开发运营，包括产业园、创新孵化基地、物流园等；（5）旧改/综合整治等城市更新；（6）公用事业，包括公共交通（如公共汽车、轨道交通、客运轮渡）、供排水、供热、供气、污水处理、垃圾清运等。同时，监

管部门主要是通过收入来源对业务属性进行判断：若一项业务的收入直接来源于或穿透后实质上来源于财政性资金，则会被认定为城投类业务。需要提醒的是，若一项业务的收入来源于同一辖区内其他国企，也很可能会被认定为城投类业务，除非能够提供充分的证据证明上述国企的支付价款系通过市场化手段取得。

接下来，笔者将针对如何从上述六大城投类业务领域中挖掘市场化收入进行逐一探讨。为便于理解，每类业务都将由案例引入，再作具体分析，最终提出建议。

### 1、土地整理开发

莆田市某城投公司经市政府授权开展涵江区、荔城区等区域内的土地一级开发业务。相关拆迁、整治及开发用地范围内的基础设施建设投资等资金由公司先行垫支，整理完成后移交市土地储备中心进行公开招拍挂后，再由市财政局拨付，回款情况很大程度上取决于当地财政状况。截至 2023 年 3 月末，相关开发项目已累计确认收入 69.21 亿元，累计回款 8.12 亿元，回款情况不理想，资金占压严重。

从案例可知，该城投从事土地整理开发业务的收入来源为财政性资金，因此必然被认定为城投类业务。根据“财综[2016]4 号文”的要求，城投公司若作为项目承接主体开展储备宗地的一级开发，应当严格履行合同义务，按合同约定数额获取报酬，不得与土地使用权出让收入挂钩，也不得以项目所涉及的土地名义融资或者变相融资。因此，案例中的城投在相关土地业务的收入构建上规避了以土地出让金返还的违规情形，不过这只能保证收入的合法合规性，却不能改变收入的城投属性，原因在于其并未改变收入来源于财政性资金的本质。目前，城投开展土地整理开发业务的模式受到严格的监管限制，类似一二级联动及其变种模式如毛地摘牌、勾地（指将规划用途不同或多个地块组合出让以阻止潜在竞争者）、资源补偿等模式均存在较大合规风险，很难落地执行，所以目前无法通过业务模式重塑从土地整理开发业务中取得市场化收入。

### 2、市政工程、基建项目的建设投资运营

上饶某城投公司与经开区管委会签订《委托代建协议》，承担返乡科技创业园、滨江商务核心区支路网等项目的建设，建设资金来源为自有资金和财政拨付，收入确认方式是经开区管委会按照工程进度结算，结算款的金额由开发成本加成一定比例的代建管理费用而得出，城投据此确认收入。

如皋市某城投公司与市政府、市国资办某实控公司签订《工程项目建设协议书》，由公司自筹资金进行项目建设。市政府和市国资办某实控公司按照公司完成的项目建设成本加成一定比例的管理费确定结算金额，自 2020 年起管理费的比例为 15%~20%，公司据此确认工程建设收入。

请务必阅读正文之后的免责声明

从案例可知，上述城投均以委托代建的模式从事相关项目的建设投资，建设阶段均有垫资情形，收入的金额均以建设开发成本加成一定比例的管理费来确认，多由政府或地方国企按照工程进度进行结算。据笔者了解，城投受政府部门委托从事工程代建，虽然在收入确认上非常顺利，但回款却往往成为“老大难”，长期挂在应收款，因此对城投造成严重的资金占压，进而削弱了其偿债能力。考虑到上述工程代建的收入来源于政府且回款较慢，故被认定为城投类业务。不过，并非所有的工程代建都被一刀切地认定为城投类业务。相关监管文件提到“跨所在城市项目”不属于其所划定的市政基础设施项目范畴，实际上为工程代建的市场化收入挖掘提供了思路，也即城投在具备相关专业资质、充足项目经验和较强市场开拓能力的情况下，可将工程代建业务的范围拓展至所辖区域之外，让其他地方政府部门成为自己的客户，这种情况下收取的代建管理费将被认定为市场化收入。

此外，还需要提示的是，委托代建只是城投承接市政工程、基建项目的模式之一，实操中还有自建自营、PPP、特许经营、ABO等多种模式，因此可以尝试通过对工程建设相关业务进行实施模式的重塑，进而从中找到挖掘市场化收入的机会。自建自营的模式下，城投会通过建设运营一些具备科学合理的商业模式、预期收益能够覆盖投资运营成本、盈利能力较好的工程项目取得收入，在收入并非来源于政府部门或当地国企的情况下，大概率会被认定为市场化收入。除自建自营外，是否还可以通过其他模式来取得市场化收入呢？ABO模式下，由于目前该模式仍处在探索阶段，使用领域及前期论证、推进手续、审批程序等均并未有明确规定，且收益来源很大程度上仍依赖财政支出（如产业导入带来的税收增加、土地增值收益等），所以本文认为以此种模式开展项目取得的收入难以改变城投属性。PPP模式下，我们看到相关监管文件提到“符合规定的PPP项目”不属于其所划定的市政基础设施项目范畴，所以理论上城投通过合法合规的方式参与相关项目取得的收入不会被列入城投类收入，实践中是不是真的可行呢？

要回答这个问题，首先必须搞清楚何为“符合规定的PPP项目”以及何为“合法合规”的方式。从公开披露的信息看，目前确实有不少城投或其子公司以中标社会资本方的身份参与PPP项目，而项目收益来源通常为来自政府付费或政府的可行性缺口补助，这种模式曾经高歌猛进但最终被畸化并滥用，加剧了很多地方的隐债风险，已经被全面叫停，所以目前城投参与新的PPP项目一定不能用旧模式，同时其从存量PPP项目中取得的收入也因来源于政府而无法被认定为市场化收入。进一步地探讨，PPP新机制下，要求相关项目全部采用特许经营模式实施，城投是否可通过参与此类项目取得市场化收入呢？按照“国办函115号文”、“17号令”、《特许经营方案编写大纲（2024年试行版）》等的要求，城投合法合规参与实施PPP新机制下特许经营项目应满足以下条件：一是项目层面：一定是具有一定公益性且存在经营收入的请务必阅读正文之后的免责声明

项目，不能是市场化程度高的商业和产业项目或者是没有经营收入的纯公益项目。实操中，重点是要求相关项目在盈利能力上具备可行性。若是通过合理确定特许经营期限、政府在建设期提供投资支持、依法依规合理调整土地规划用途和开发强度、提供与项目合理相关的资源补偿等多种方式后，盈利能力仍不足，则不应采用特许经营模式；二是参与项目时的角色定位层面：由于城投属于地方本级国有独资或国有控股企业（含其独资或控股的子公司），按规定仅可作为政府出资人代表参与地方政府通过资本金注入方式给予投资支持的特许经营项目，且原则上不能控股项目公司。除此之外，不能以任何方式作为本级政府和社会资本合作新建（含改扩建）项目的投标方、联合投标方或项目公司股东；三是实施方式层面：新建项目可采用 BOT、BOOT、DBFOT、BOO 等方式，改扩建项目可采用 ROT 方式，存量资产盘活可采用 TOT 等方式，总之必须有运营，不能以任何理由、任何方式去逃避运营义务；四是政府支持层面：政府可在建设期对项目采用资本金注入方式给予投资支持；政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本；除以上情形外，不能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和运营成本。综上可知，当前的监管框架旨在从项目质素、特许经营主体资格、项目实施方式、政府支持的形式与范围等多个角度入手，全面“扼杀”城投在参与特许经营项目的过程中新增隐债的可能性。

严监管之下，城投参与特许经营项目大体有两种情形。一是对于本级政府和社会资本合作新建及改扩建项目，无法以特许经营者的身份参与，原则上只能作为政府出资人代表参与本级政府通过资本金注入方式给予投资支持的项目，且不能成为相关项目公司的控股股东；二是对于非本级政府的相关项目，城投理论上可以成为特许经营者，独资或控股项目公司，不过出于防风险的考虑，其应该满足无隐债、公告不承担政府融资职能、与政府脱钩实现健全公司治理和市场化运营等条件。第一种情形下，参股项目公司本质上是城投的联营企业投资，项目公司实现净利润时计入城投的“投资收益”科目，对压降城投类收入占比是没有效果的；第二种情形下，独资或控股项目公司本质上是城投的对子公司投资，也即项目公司是纳入城投合并报表范围的，其取得的收入全额计入城投的“营业收入”科目，加之交易所目前并未将“符合规定的 PPP 项目”视为市政基础设施项目，城投参与此类项目取得的收入不被视为城投类收入，故此种情形对压降城投类收入占比是有积极作用的。因此，建议城投公司能在自身具备相应条件和能力的前提下，按照上述 PPP 新机制的要求去参与更多非本级政府的特许经营项目，以帮助构建符合监管要求的收入结构。

### 3、棚户区改造和安置房/保障房建设

巴中市某城投公司承担市政府委托的公租房及安置房建设项目，具体模式是由其负责相关业务板块的子公司和市政府签订委托代建合同，建设完工后由巴中市财政局安排财政资金支付已投入成本并按照项目进度给予一定比例的管理费，公司将收益部分确认为项目代建管理费收入。

上饶市某城投公司承担了经开区 2018 年棚户区改造项目，具体模式是由其负责相关业务板块的子公司与市房管局经开区直属分局签订《政府购买服务合同》，总投资 16.72 亿元，协议总价款为 25.94 亿元，服务期限至 2043 年 12 月，政府购买方逐年支付服务费用。

从案例中可知，城投在承接棚改、安置房建设等相关项目时，可能会采用委托代建、政府购买服务等多种模式，虽然收入确认方式有所不同但其收入来源均为财政性资金。相关监管文件提到“保障性住房、棚户区改造等国家支持的项目”不属于其所划定的市政基础设施项目范畴，这意味着即便承接相关项目取得的收入带有较强城建属性，也有可能不被定性为城投类收入。不过要提醒的是，根据住房城乡建设部等六部门《关于申报 2019 年棚户区改造计划任务的通知》（建办保〔2018〕55 号），新开工的棚改项目不得以政府购买服务名义实施建设工程或变相举债，旨在通过取消棚改政府购买服务模式以避免隐债新增；根据财政部 2020 年 1 月颁布的《政府购买服务管理办法》<sup>1</sup>，政府购买服务项目所需资金应以中期财政规划为界，合同期限最长不得超过三年，再次强调政府购买服务应遵循预算约束，换言之不能造成隐债新增。综上可知：**现阶段，严禁新增隐债是城投承接棚改、安置房建设等项目时不可突破的红线。实操中，判断是否造成隐债新增的重点是对比政府偿付期限和城投提供棚改服务期限之间的关系，若政府偿付期限（如 25 年）大于城投提供服务期限（如 5 年），则相当于提前锁定并固化了未来的地方财政支出责任，即可判定其导致了隐债新增。**因此，对棚改、安置房建设等业务产生的收入属性进行判断之前，首先要排除上述业务新增隐债的可能性；只有在确保不新增隐债的基础上，才能进一步判定其收入属性。

具体来看，2018 年及之前，对于列入棚改计划名单且已经确定采用政府购买服务模式或已列入本级政府购买服务目录的存量项目，监管尚允许其在不扩大建设规模和防范风险的前提下维持原有模式，除此之外的所有项目，无论是否列入相关名单，均应自查并及时整改项目实施模式，以确保项目建设投资不会新增隐债，进而确保项目收入的合法性、合规性。进入 2019 年之后，依据监管规定相关项目坚决不能采用政府购买服务的模式，依然采取这一违规模式被认为造成隐债新增，收入的合法性、合规性随之不成立，

<sup>1</sup> 第十六条 政府购买服务项目所需资金应当在相关部门预算中统筹安排，并与中期财政规划相衔接，未列入预算的项目不得实施；第二十四条 政府购买服务合同履行期限一般不超过 1 年；在预算保障的前提下，对于购买内容相对固定、连续性强、经费来源稳定、价格变化幅度小的政府购买服务项目，可以签订履行期限不超过 3 年的政府购买服务合同。

根本到不了收入属性判定的阶段。总之，在确定项目所采取的模式不会造成隐债新增的基础上，要进一步考察项目是否列入国家相关计划名单，名单内项目产生的收入可不认定为城投类收入；名单外项目产生的收入则需要结合更多信息去进行属性判定，主要看两点：一是看结算的对手方。若与政府部门结算，则相关收入为城投属性，反之则可能是市场化属性；二是看安置房的定价自主性。若存在政府限价，相关收入大概率被认定为城投属性；若自主定价、自负盈亏且实现一定盈利，则相关收入可能被认定为市场化属性。综上，本文建议：城投在开展棚改、安置房建设等业务时，首先应确保业务模式合法合规，不造成隐债新增，在此基础上除了要继续做好纳入国家相关计划名单的项目盘子，还要更多地尝试以更为市场化的方式去承接一些“泛棚改项目”，比如商业化色彩更浓的城市更新改造类项目，此类项目不与政府结算，同时定价更自主、运营更独立，因此所实现的收入大概率被认定为市场化收入，不过需要注意的是一定要合理构建项目收入、规避新增隐债风险。

#### 4、园区开发运营

重庆市某城投公司承担国际物流枢纽园区开发及运营招商的任务，园区租赁服务业务是其主营业务之一。具体来看，用于租赁的资产主要包括口岸贸易服务大厦、自贸大厦 1#楼塔楼、黄金湾智谷办公楼等，可供租赁的物业面积超过 110 万平方米，但综合出租率较低，尚不足六成，而且大多数入园企业均享受一定租金优惠减免，故物业相关收入规模较小，2021-2023 年分别实现相关收入 0.44 亿元、0.85 亿元、1.27 亿元，在总收入中的占比较低。2023 年，其租赁业务的大客户主要有赛力斯集团、西南药业、山西锦华天成汽车销售公司、吉芯科技有限公司、中电光谷科技产业发展公司、海世达建设工程公司、庆长风商贸有限公司、沙坪坝区机关事务管理局、奥雪汽车销售公司、云海供应链管理公司等，除少量政府机关单位外，客户企业性质上较多集中于民企，因此该板块的大部分收入可被认定为市场化收入。

正如上述案例所示，园区开发运营的收入在很大程度上体现为租金、物业管理费等。在确定收入属性时，主要看承租人的企业性质。若承租人为当地政府部门、机关单位或国企，相关收入大概率被认定为城投类收入；若承租人为民企、外企、合资企业等市场化主体，相关收入则可被认定为市场化收入。对于城投公司来说，从园区开发运营中挖掘市场化收入的途径主要包括以下几点：一是强化产业培育发展的意识，围绕特定产业及其上下游，有计划、有针对性地引进入驻企业，逐渐形成运营特色并树立运营品牌；二是突破“开发建设+收租”的思维定式，力争为入驻企业提供更多延伸的服务，可以聚焦产业发展、技术支撑、生活配套等重点提供相应的有偿服务并收取相应费用；三是自身拥有专业投资团队的城投公司还可以对园区内的高成长性企业进行财务投资，取得投资收益；或者是与政府、知名产业研究机构等合作成  
请务必阅读正文之后的免责声明



立自己的产业研究机构，确保招商、运营、投资、投后管理等各环节的科学、合理、高效，在培育自身产业的同时还能取得一定的投资项目收益、股权增值收益。

**图 1 园区运营的模式进阶**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 5、旧改/综合整治等城市更新

厦门某城投公司被市政府明确为市级城市更新项目投资主体，根据相关政府文件与市土地发展中心签署合同，承担市级新城和重大片区、岛内旧城旧村改造等投资建设职责。目前，该城投主要的在建城市更新项目包括马銮湾片区一期/二期、集美新城片区一期、新机场片区一期、两岸区域性金融中心片区一期、东部体育会展新城片区一期、环东海域新城片区一期等。项目建设资金主要来源于自筹，收入确认方法是：按照实际投资额的一定比例，根据城市更新项目开发进度计提管理费，确认为业务收入。2022年，该城投从事城市更新项目取得的收入规模为4.42亿元，在总收入中的占比为3.23%。由于案例中城投开展城市更新项目所得的收入本质上是由相关政府部门支付的管理费，故应被认定为城投类收入。那么，该如何从城市更新项目中挖掘市场化收入呢？

目前，围绕城市更新的顶层设计、监管制度及配套等均已非常清晰、完善。受发展实态、产业特色、空间内容、人口分布等存在差异的影响，各地在城市更新的范畴、对象、内容及实施路径/模式等方面不尽相同，甚至差异巨大，但均须遵循“留改拆”并举、杜绝大拆大建、无体检不项目、无体检不更新等原则，均需根据国家级、地方级、项目级三大维度的要求，设计出合理的更新策略，构建出可行的更新模式，并实现项目的持续化、精细化运营，最终达到资源统筹和利益平衡的目标成果。对城投公司而言，参与政府主导投资的公益性项目（如河道整治等综合整治类项目），收入寥寥且难以与市场化属性沾边；参

请务必阅读正文之后的免责声明

与政企合作的兼具公益性和收益性的项目（如历史文化特色街区等有机更新类项目），可采用 PPP+特许经营、投资人+EPC 等模式，由项目运营贡献的收益部分可被认定为市场化收入，因此需要在项目设计阶段尽最大努力挖掘项目的经营属性，比如配套停车场、充电桩、能源站等公共设施的运营收入，再比如引入餐饮、会展、酒店等商业业态等，同时还应下大功夫提高招商营销、运营管理等专业层面的能力，并通过业务模式的创新突破，实现更多的运营收入增量；对于社会资本主导的经营性项目，城投公司虽然不能直接参与到具体的项目运作中，但可通过发起设立城市更新基金，并将基金投向规划明确、投资回报机制清晰、收益水平较高的项目上，以谋求一定的项目利润分成。总之，城投公司在条件允许的情况下，应更多地参与政企合作类的城市更新项目，或者是通过城市更新基金的设立运作，增厚来自于该领域的市场化收入。

## 6、公用事业

公用事业领域涵盖的业务类型很丰富，但本质上都具备公益性要求高、收益回报机制可能会依赖政府补贴的共同特征，因此本文仅对部分业务类型提供案例分析。

长沙市某城投公司承担城市轨道交通建设和运营任务。业务模式方面，票价执行市物价局核定标准，按里程分段计价，起步价为 2 元，超过 6 公里采用“递远递减”的计价原则；由于政府定价较多考虑公益性因素，公司地铁运营业务持续亏损，2020-2022 年毛利率分别为-59.09%、-87.88%、-134.73%，因此依赖市政府拨付的运营专项补贴来弥补亏损。补贴主要分为两部分，其中一部分为市财政按客流量给予的乘客票价补贴，计入营业收入，2020-2022 年补贴收入分别为 10.89 亿元、26.85 亿元、25.54 亿元，而 2020-2022 年的地铁运营票价收入分别为 6.53 亿元、8.77 亿元、8.12 亿元，远低于票价补贴收入；另一部分为其他与运营相关的成本费用补贴，作为营运补贴计入其他收益。总之，地铁运营业务板块高度依赖政府补贴。

安阳市某城投公司负责区域内的供热业务，其下游用水客户包括市区范围内的居民和非居民单位。定价方面，根据市政府统一定价收取供热费用，其中居民采暖用热按建筑面积计费的价格为 21.60 元/季/平方米（按建筑面积 90%计，下同），非居民采暖用热按建筑面积计费的价格为 38.40 元/季/平方米；采用热值计量收费的小区统一按“三七”比例实行两部制热价，即固定部分为 6.48 元/季/平方米，计量部分为 0.13 元/千瓦时。2020-2022 年及 2023 年上半年，供热收入分别为 5.82 亿元、6.14 亿元、6.84 亿元和 5.54 亿元；毛利率分别为 25.56%、29.20%、27.23%和 22.78%。总体来看，供热业务能为城投带来稳定的现金流入，且能贡献一定规模的利润。

请务必阅读正文之后的免责声明

以上两个案例中，共同点是均实施政府统一定价，不同点是前者高度依赖政府补贴，而后者不依赖政府补贴，自身能够实现盈利。在判定公用事业收入的属性时，目前监管采取“一事一议”制，也即根据业务对补贴的依赖程度、运作（主要是定价）的市场化程度等进行判断。不过，还存在一定争议：是否一定同时要求满足不依赖政府补贴和市场化定价的双重条件？本文倾向于认为：只要是不依赖政府补贴，哪怕是存在政府限价，也可将其认定为市场化收入/现金流；原因在于，城投公司从事公用事业领域相关业务，对公众提供的是公共产品/服务；存在政府限价的目的是帮助实现公共产品/服务提供方与社会公众之间的利益均衡，而且多数时候更倾向于保障公众利益；不过，当政府限价调整到一定水平，能保证公共产品/服务提供方不再依赖政府补贴、自身就能实现较好盈利且并不会致使社会公众利益受损时，政府限价可以被认为是接近或等同于市场公允价格，因此不应因存在政府限价而将其运营所得判定为非市场化收入。鉴于此，本文建议：地方政府应重新审视公共产品/服务定价的合理性，不能为了满足公众对于低价的期望而始终维持多年前制定的收费标准，而是要在充分考虑公共产品/服务质量、运营成本、同行业平均价格水平、当地消费水平、公众接受度等多方面因素的基础上，通过合法合规的程序对定价进行酌情调整，适度调高后若能帮助相关业务实现盈利则有望带来市场化收入增量。

### 三、是否可以通过“瘦身”提升市场化收入占比？

从前面两个小节可知，从城投类业务中挖掘市场化收入是压降城投类收入占比的重要路径。不过，在实践中仍然存在这样的可能性：虽然已经尽最大努力挖掘市场化收入，但仍然无法达到符合要求的收入结构。这种情况下，城投公司该如何应对呢？本文认为：仍然可以考虑将部分城投类资产及其运营收益划出，操作的关键点在于“瘦身”但不“弱体”，也即虽然城投公司在规模层面出现一定缩水，资产、收入可能都有所变少，但其信用资质不仅不会变差反而可能会因资产质量更好、运营效率更高、盈利水平更高而有所改善。

当然，目前多数市场参与方还是会担忧，规模缩水更有可能加大城投的信用风险，弱化城投的信用资质。不过，本文认为不必过于担忧，原因在于：一是，在“一揽子化债”的大背景下，特殊再融资债发行重启很大程度上修复了弱区域的信用环境，同时“35号文”、“14号文”等释放不少利好，比如2025年之前标债保刚兑、央行通过设立SPV支持城投偿付标债、高风险区域可在年度债券发行额度内“统借统贷”、非重点省份可自主选报辖区内高债务风险市县纳入化债试点等，上述政策实际上已经合力为城投信仰“充值”；二是，目前监管对城投产业化转型的重视程度上升到了空前高度，是否具备产业化转型实质

直接决定了其能否在债券市场上实现新增融资。在推动转型的质效层面，监管明确提出仅服务于融资目标的“数字转型”、“形转神不转”等均须避免，也就说一定要“真转型”，这实际上已经改变了转型城投的平台地位，其不再被视为在所属区域内被边缘化的平台，而是被视为当地政府全力打造的新承债主体，未来将得到持续的、大力的政府支持；三是，“城投”变“产投”后，一方面延续了“瘦身”前的部分特征，比如信用资质仍然与区域经济发展水平、区域融资环境等紧密相关，生存发展仍然有赖于地方政府的资源倾斜和协调等；另一方面也出现了部分新特征，比如市场化运营程度更高，而区域财政债务状况对其经营层面不直接产生影响，导致其信用资质与区域财政债务状况的关系有所弱化。鉴于此，在对“产投”进行信用评价时，不能完全照搬“城投”模型，而是要对部分指标、权重进行必要调整（实践中不少机构已经推出或拟推出与“产投”匹配度更高的评价模型）。新的评价体系下，可能会产生一个现象：一些区县财力很弱，公共财政收入可能不足 10 亿元，但其下辖产投公司的信用级别比同等体量的城投公司要高，这让部分投资者感到疑惑。其实，这一点并不难理解，出现这种现象的原因在于产投是城投和产业国企之间的“中间态”，其信用资质不再像城投那样与区域财政债务状况高度挂钩，因此进行信用评价时不必像城投那样特别重视区域公共财政收入的规模，但这绝不代表产投在信用资质上会显著低于同样级别的城投。实际上，产投除了在资产层面保留了城投属性，在经营层面还比城投更为市场化，取得的收入更真实，回款可能更快，这有利于提高偿债能力，降低信用风险，这也是产投债广受市场追捧的重要原因之一。

综上所述，本文建议：为了构建符合要求的收入结构，城投公司应多措并举，不仅要在条件允许的情况下，积极拓展经营性业务，而且还要通过业务模式重塑从城投类业务中挖掘出更多的市场化收入增量，此外还可以在确保信用资质不受负面影响的前提下，采取主动“瘦身”策略，舍弃掉部分城投类资产/收入，真正推动自身向“产投”转变。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。
-

---

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南 路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140