

多省产投平台整合加速：突破与借鉴

2024年5月17日

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

李爱文

liaw@cspengyuan.com

董斌

dongb@cspengyuan.com



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。

目前各地积极谋划打造产投平台，谋求地方平台转型高质量发展的同时突破融资限制。部分省份产投平台整合进展领先，其产投平台整合的特点、趋势以及面临的问题如何？有哪些经验可供借鉴？

1、部分区域产投平台整合进展较快，整合方案持续优化。“35号文”以来各地产投平台整合步伐加快，但整合进展差异较大，进展较快的部分省份已有较多的地级市和区县加速推进产投平台整合。2024年以来监管通过多种形式释放其对城投转型的政策导向，部分整合进展较快区域已向交易所提交产投平台发债申报文件，通过问询反馈等方式，持续调整优化整合方案。

2、产投平台整合方式多样，资产质量和业务竞争力与属地资源禀赋密切相关，预计多数盈利能力偏弱。各地主要以发债城投内部整合、发债城投外打造全新产投平台等多种方式打造产投平台。较多地区依托区域资源、区位和产业基础优势，整合收费路桥、砂石开采等优质产业资源和污水处理等区域专营业务，产投平台的业务竞争力、现金生成能力尚可，且这与监管对产投平台支持性、资源性的企业定位较契合，有助于获得监管和市场认可。但部分区域在整合过程中存在以下一个或多个现象：（1）因区域优质产业资源有限，特许经营权、数据资产等评估价值可能偏高、经营收益性低的资产被整合入账；（2）资产与收入缺乏对应关系，未来发展方向尚待探索；（3）继续以贸易等轻资产业务为主营，盈利能力较弱且缺乏竞争力；（4）继续保留一定的公用事业等类城投资产及业务，因交易所对城建类资产/业务的认定标准尚不明确，这可能会影响“335指标”的达成。

3、产投平台负债率较低，历史债务包袱轻，但预计多数净资产规模不大。产投平台多数资产来自无偿划入，通过负债购置或建设的资产较少，债务包袱较轻，多数负债率显著低于当地核心城投。但因各地产业类资产有限，

叠加产投平台主营业务多数为轻资产模式,预计大多数产投平台净资产规模不大。

4、部分产投平台的整合现状与政策导向存在一定差距,能否新增发债面临不确定性。目前较多区域未通过整合全域产业类资源打造产投平台。多数产投平台定位为核心城投的产业类子公司,财务、资金、人员不独立,在建立与市场化经营相匹配的激励约束机制等方面有待突破,与城投实质转型尚存在差距,能否突破融资限制并新增发债面临不确定性。即使部分产投平台成功突破融资限制,预计其融资能力将明显弱于城投过往。

一、产投平台整合进展情况

监管对产投平台整合较为重视，近期持续释放整合政策导向；目前各地产投平台整合进展差异较大，进展较快区域通过窗口指导等方式，持续优化整合方案

“35号文”出台后，为突破融资瓶颈，各地按照“335”指标积极谋划整合产投平台。目前监管认定产投平台最关键的定量标准是“335”指标，即非经营性资产（城建类资产）占总资产比重、非经营性收入（城建类收入）占总收入比重均不超过30%，财政补贴占净利润比重不超过50%。

各地产投平台整合进展差异较大，其中进展领先省份整合涉及的范围较广，地市和区县均较为积极。进展较快的省份已有较多地市和区县加速推进产投平台整合，且部分地市拟整合2个及以上的市级产投平台。从拟整合产投平台的行政层级看，市级和区县产投平台占比基本相当，拟整合区县级产投平台的区域集中在区域内经济财政实力较强的地市。在城投平台转型前期，预计交易所将优选若干符合转型要求的地级市作为试点，市级产投平台或将早于区县进入资本市场。目前产投平台整合进展较缓的区域主要有两类，一是对发债融资依赖较低、债务压力相对较小的区域，二是产业类资源较少且分布在不同城投集团、整合难度较大的区域。

产投平台整合获得监管重视及支持，整合方案持续优化。2024年以来上交所在官方公众号介绍唐山控股集团、青岛经开区投控集团、杭州拱墅区国投等多家传统城投转型并成功发债案例，剖析其对城投平台转型的看法。2024年4月上交所开展《城投企业产业化转型专场》专场培训，就目前市场关心的城投企业产业化转型热点问题进行交流。前述动态，释放了监管对新产投平台的整合导向，不仅仅是简单的“335”指标闯关，更重要的是要推动地方国有企业真正实现发展目标和路径的转变；不仅仅是单个公司合并范围内的产业资源打包，而倾向于全市范围内的资源整合。此外，部分产投平台整合进展较快的区域已向交易所提交产投平台债券申报发行材料，交易所通过债券问询反馈等形式，向各产投平台传递整合方案优化的指导意见。

二、产投平台整合方案分析

产投平台整合方式多样，部分地区将未进入资本市场的优质资源注入产投平台，有效提升平台实力并将负债率控制在较低水平；但产投平台资产质量及业务竞争力分化明显，多数净资产规模不大

各地以发债城投内部整合、发债城投外打造全新产投平台等方式打造产投平台，整合效率及效果差异较大。目前各地产投平台整合方式主要有三种（见表1），路径相对灵活。因前期“单50%”的发债要求，较多区域的核心市级城投多数已涉足大量市场化业务，以某省份为例，其多个地级市的原有核心城投市场化收入占比超过50%，因而核心城投通过整合集团内产业类资产打造产投平台的方式在该省成为主流。同请务必阅读正文之后的免责声明

时，此前未进入资本市场的业务和资产，在本轮平台整合中被部分地区打造为区域重要产投平台，这些产投平台持有包括地方城商行、上市公司、地方产业龙头的股权等优质资产，资产、收入及利润结构均满足“335”指标要求。但因过往各地为提升城投信用资质，已将区域重要资产注入发债城投，该类产投平台资产规模整体偏小。

表 1 产投平台主要整合方式比对

整合方式	优点	缺点
核心发债城投打造产业类子公司	与集团为一套人马，资产、业务均在集团内整合，效率较高且可避免资产划出对老城投产生影响	核心城投平台较大概率为名单内平台或涉隐主体，新整合的产投平台是否满足新增发债条件存在不确定性
国资委牵头整合尚未进入资本市场的产投平台及产业类资产	满足当前监管导向，预计不受名单制影响	当地需拥有较丰富的产业类资源储备；整合的产投平台规模可能偏小
国资委牵头将各发债城投的产业类资产整合至新的产投平台	预计不受名单制影响；对产业类资源相对有限区域，有助于打造规模相对较大的产投平台	资产划出可能对发债城投的信用资质等造成不利影响，资产划转流程较长，且可能面临税费负担

资料来源：中证鹏元整理

若各地由政府主导整合全域范围内的产业类资源，预计将可有效打造资本实力相对更强的产投平台。但因已发债老城投资产划出的操作难度相对较大，各地采用该方式整合产投平台的区域较少，且部分地级市拟在各个核心城投名下整合 2 个以上市级产投平台。该等区域需要关注上交所对地级市整合的市级产投平台数量不超过 3 家的政策导向，以及产投平台因资本实力有限而带来的市场认可度问题。

产投平台所获得的资源与属地资源禀赋高度相关，资产质量分化明显。多数地方政府控制的产业资源与自身区位优势或资源禀赋相关，临靠江河而形成的砂石开采权，资源型地区的矿产、森林资源，区位独特区域的收费大桥、高速公路，以及产业基础较好区域的基金投资、成熟产业园区及厂房等区域性优质产业资源为当地产投平台整合提供了较好的资产和业务支撑。以某省份为例，其部分地级市临靠江河，砂石开采、收费大桥成为区域内多数产投平台的核心资产和业务来源。此外，在本轮产投平台整合中，部分区域将此前未进入资本市场的地方银行、上市公司、基金出资份额等优质资产注入产投平台，一定程度提升了资产质量。但部分地区仍面临产业类资产规模有限困境，特许经营权、数据资产等被加快评估入账，该类资产可能存在评估价值偏高、开发经营所需投资较大且收益性较低的问题。为扩大资产规模，部分产投平台保留了存在一定城投属性的应收款、在建工程、投资性房地产等资产。目前交易所对城建类资产的认定标准尚不明确，当发行人城建类资产占比接近30%时，交易所可能要求发行人提供各重要资产科目的明细，逐项从严从紧认定城建类资产。届时，应收对象为政府部门或城投平台的应收款，具有保障性住房属性的投资性房地

产，可研测算可实现项目收益自平衡但建设内容包含部分公益性基础设施的在建项目，项目收益主要来自财政资金的资产或项目（如非使用者付费模式的PPP项目），由属于名单内企业的股东统一归集的货币资金等，均存在被认定为城建类资产的可能。

表 2 产投平台的主要资产构成情况

资产类型	资产构成	资产质量
特许经营权	河砂、弃砂碎石、污水处理、滩涂养殖、人文殡葬、停车场、充电桩、分布式光伏	评估入账价值可能虚高，部分砂石开采权质量较优，其余特许经营权收益性低，部分需投入较大开发资金，回报周期长
收费路桥	长江收费大桥、高速公路	可贡献稳定的收入、利润和现金流，资产附带的债务规模可控，且多为长期低息银行贷款
股权资产	地方银行、区域公用事业经营主体、上市公司的少数股权，基金出资份额	地方银行、上市公司股权流动性好，部分可获得现金分红
上市公司控股权	通过二级市场或纾困等方式，取得上市公司控股权	多数区域通过纾困控股的上市公司均存在一定经营困境，需警惕投资风险；控股比例普遍较低，产投参与上市公司治理或管理的能力需要观察
其他资产	在建工程、应收款项、土地、投资性房地产	部分具备一定的城投属性，部分投资性房地产为收益性较低的保障性住房

资料来源：公开资料，中证鹏元调研、整理

产投平台收入来源多样但盈利能力整体较弱，其中资源类业务竞争力较强，部分平台业务与资产关联性低。产投平台可能的收入来源主要包括三类（见下表），规模多数在10亿元以上。资源类、公用事业类业务具有较强的区域专营优势，市场竞争力较强，有助于提升产投平台的盈利能力和现金生成能力。市场类业务较为多样且收入规模较大，但多数为轻资产模式，业务与资产缺乏对应关系，显示该类产投平台的发展方向尚待探索。前期为满足“单50%”发债条件而开展的贸易业务成为多地产投平台最普遍的收入来源，主要承接区域内城投平台工程建设的工程施工业务、经济相对发达区域依托土地及信用优势而拓展的房地产开发业务也是产投平台的主要收入来源，该类市场化业务有助于在较短时间内扩大收入规模，但业务竞争力、盈利能力均较弱。另外值得注意的是，部分产投平台主要收入或利润来源于污水处理等公用事业业务，目前公共事业收入在协会仍被认定为市场化收入，但在交易所需对收入结构进行拆分，若收入来源中财政资金占比较大，或将被认定为城建类收入。

表 3 产投平台可能的收入构成情况

收入类型	收入构成	业务质量
资源类	收费路桥、砂石开采、租金收入	盈利、现金流表现好，租金业务规模小，业务规模稳定、不具备持续增长空间
公用事业类	污水处理、民生服务（水电气、环卫等）	收入、利润较稳定，但规模有限，且业务可能依赖财政补贴

请务必阅读正文之后的免责声明

市场类	商品贸易、房地产开发、工程施工、物流、 轻资产，对收入贡献大，但盈利能力较弱 人力资源服务、物业管理、文旅
-----	-------------------------------------------------------------

资料来源：公开资料，中证鹏元调研、整理

产投平台负债率较低，历史债务包袱较轻，但预计多数产投平台净资产规模有限。因特许经营权等资产来源于政府向城投集团或产投平台无偿划入，通过负债购置、建设的资产较少，因此在资产划转至产投平台时附带的债务规模可控，大多数产投平台资产负债率明显低于传统城投。但相对于传统城投，产投平台营运资金需求较大，应付款等经营性负债占比较大，有息债务以流贷、应付票据等短期债务为主，部分产投存在少量非标借款，这给产投平台在流动性管理方面提出了较高要求。此外，或因各地产业类资产有限，叠加产投平台主营的市场类业务主要为轻资产模式，多数产投平台净资产规模不大。

三、产投平台整合经验借鉴及前景

结合当地资源禀赋优势或跨平台整合全域产业类资源，有助于在短期内打造满足“335 指标”要求并具备一定竞争力的产投平台；但目前多数产投平台整合与城投实质性转型存在差距，能否顺利发债面临不确定性

结合当地资源禀赋整合区域内垄断性的产业类资产，有助于提升产投平台的资产质量业务竞争力。产投平台作为城投市场化转型之后的产业类主体，未来若进入债券市场发债，其平台自身业务的经营竞争力、盈利能力以及现金流创造能力将成为主要信用关注点。产投平台整合进展较快的区域均依托资源或产业禀赋优势，将政府控制的收费路桥、采矿权等优质产业资源整合至产投平台，为产投平台打造了收费路桥、砂石开采、持有并运营成熟的产业园区等具备区域专营优势且现金生成能力良好的业务，这与监管对产投平台从事支持型、资源型业务定位相契合。部分产投平台内生发展的房地产开发、商品贸易、产业基金投资等纯市场化业务，虽可有效丰富收入来源，但多数地方国企缺乏对该类业务的经营能力并可能引发经营风险。此外，通过突击方式评估入账的特许经营权、数据资产，虽可提升资产规模，但难以提升产投平台的经营竞争力，且市场或对该类资产的评估价值存在忧虑。

较多区域未实现全域产业类资源整合，或对产投平台发展定位处于探索过程中。目前，较多区域产投平台整合方式以发债城投内部整合为主，未实现全域范围内的产业类资源整合，与当前的监管导向存在差距。此外，多数产投平台整合仍以实现“335 指标”要求、突破融资限制为核心目标，平台定位为发债城投的产业类子公司，与发债城投为一套人马，人员、财务不独立，集团统一归集调配资金等管理模式仍较常见，但在建立与市场化经营相适应的激励约束机制等方面有待突破，这与城投实质性转型尚存在较大差距，能否顺利突破融资限制并发债存在不确定性。即使部分整合后的产投平台突破融资限制，但考虑到其净资产

请务必阅读正文之后的免责声明

规模有限，产投平台的融资能力预计弱于城投过往。

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

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

北京

地址：北京市朝阳区建国路甲 92
号世贸大厦 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

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：021-51035670

湖南

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

江苏

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

四川

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

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

陕西

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

香港

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