

# “226号文”后，城投如何突破“发展资本”瓶颈， 拓展生存发展空间？

2025年1月3日  
专题报告

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部  
袁荃荃  
[yuanqq@cspengyuan.com](mailto:yuanqq@cspengyuan.com)



## 主要内容：

### （1）如何理解资产、资源、资金的高度匮乏？

目前，绝大多数城投公司的留存收益较少，因此从内部渠道获取可观的“发展资本”几乎不可能。与内部渠道相比，城投从外部渠道获取发展资本的可行性相对更强，但实践中仍然面临不少障碍。外部筹资方面，城投融资监管难以实质性放松，造成新增债务融资的难度很大；受制于盈利能力偏弱、鲜有优质项目，很多城投公司被挡在股权融资门外。此外，城投能否获取到外部支持以及获取到多大力度的外部支持，受到多重因素的影响，存在比较大的不确定性。

### （2）如何突破“发展资本”瓶颈？

意识层面，明确四个认知：一是突破“发展资本”瓶颈应以地方政府为主导“自上而下”地去布局、部署、实施；二是只有区域整体形成合力才能实现向外突破；三是正确认知转型的本质，不要将转型等同于产业化转型；四是城投命运注定分化，部分城投的最终归宿只能是退出历史舞台。

执行层面，地方政府短期内想要突破“发展资本”瓶颈，最有效的方法是集中区域内资产/资源并将向某个特定主体重点倾斜，扶持下辖城投的“真转型”，着力打造实力强劲的国企平台公司，助力突破融资“枷锁”，进而为区域经济发展引入资金活水。

### （3）突破“发展资本”瓶颈有何新思路？

实践中，各地探索出了突破“发展资本”瓶颈的新思路，其中最典型的是“市区县联动”，本质是市区县三级抱团取暖，合力突破“发展资本”瓶颈，谋求更大的生存发展空间。此外，新思路还包括并购上市公司或优质的潜在能面向资本市场直接融资的公司进行混合所有制发展，但这种模式具备高度的专业性、复杂性，需要量力而行。

前段时间，“226 号文”广泛流传于市场，核心内容包括几点：一是进一步严肃化债纪律，强调金融机构应合规提供化债资金；二是要求金融机构落实“35 号文”“134 号文”的要求，积极参与非标债务化解；三是要求金融机构对退平台企业一视同仁提供融资，但不能依据政府信用，彰显了打破“城投信仰”的决心。由此可见，在当前监管框架下，目前城投债务“做减法”的主基调未有改变，融资监管继续从严从紧，城投实现新增融资的难度仍较大；同时，“150 号文”要求城投公司 2027 年 6 月末之前完成“退平台”，将加速城投转型进程，整合、重组等动作会更为频繁，而“退平台”后无论是否具备市场化转型实质，其体内的债务都将与地方政府之间进一步“脱钩”，尤其是经营性债务和“退平台”后的新增债务。总之，目前城投行业处在重大的变革期、机遇期，置身其中的多数城投公司都对未来充满疑惑：非隐债性质的存量金融债务如何处置？如何才能突破新增融资的“紧箍咒”？转型有方向、有思路但缺资产、缺资源，如何破解？实际上，令广大城投感到疑惑的远不止这些，但抛开现象看本质，从根本上困扰城投的是拓展生存发展空间的迫切需求与资产、资源、资金的高度匮乏之间的矛盾。鉴于此，本文试图从多个角度入手，逐一拆解问题并寻找问题的答案，以期市场提供参考。

## 一、如何理解资产、资源、资金的高度匮乏？

对城投公司来说，资产、资源、资金都是用于拓展生存发展空间，因此可将其简称为“发展资本”。在调研过程中，最常听到城投领导说两句话，一句是“巧妇难为无米之炊”，另一句是“僧多粥少”，总之都是在发愁能获得的“发展资本”太少。具体来看，城投“发展资本”的获得渠道包括两大类：一类是内部渠道，主要指以留存收益支持自身发展和应对风险；另一类是外部渠道，包括了外部筹资和外部支持（见表 1）。不过，依目前的形势，城投从内外部渠道获取“发展资本”都面临不少障碍。

表 1 城投公司“发展资本”的获得渠道

获得渠道		特点和局限
内部渠道	留存收益	资金成本低，自主性强，但资金规模相对有限，甚至为零
外部渠道	债务融资	不影响股权结构，操作简单高效，但增大财务风险，严监管下很难实现新增融资
	股权融资	资金规模大，或能带来资源整合，但流程复杂繁琐，时间周期较长，而且可能分散公司控制权，带来经营决策困难，进而加大管理风险和经营风险
外部支持	政府支持	获取成本较低或无偿取得，但受财政收支矛盾、资源禀赋等客观因素的制约较多，政府可提供的“发展资本”有限，且如何分配有诸多考量，不确定性较大

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

先来看内部渠道。目前，多数城投尚未培育出成熟稳定的造血机制，盈利能力普遍较弱，经营过程中获得的利润十分有限，甚至还可能处于亏损状态，很难通过经营收益形成较厚的内部积累。笔者对近两月发行

的新增类城投公募债券进行梳理发现，相关主体的留存收益普遍较为有限，甚至为负值，对有息债务的覆盖率处于极低的水平；假设有息债务的综合融资成本为年化利率 3%，据此粗略测算相关主体每年的利息支出，再进一步测算“利息支出/留存收益”可知，不同城投之间的分化十分显著，但总体上多数城投难以依靠留存收益应对每年的利息支出（见表 2）。以长春\*\*集团为例，截至 2023 年底的盈余公积为 0.28 亿元，未分配利润为 13.06 亿元，留存收益合计 13.34 亿元，有息债务余额为 917.81 亿元。经测算，其“留存收益/有息债务”的比值为 1.45%，“利息支出/留存收益”的比值为 2.06，显示留存收益难以对利息支出和债务本金形成有效覆盖。综上所述，**绝大多数城投公司的留存收益较少，无法对债务本息的偿付提供实质性支持，更遑论对城投的再投资和扩大发展有所助力，这反映出城投从内部渠道获取可观的“发展资本”几乎不可能。**

表 2 新增类城投公募债券发行人的留存收益与债务本息的对比情况

项目	留存收益/有息债务	利息支出/留存收益
平均值	0.56%	7.59
中位数	4.50%	0.38
最大值	11.41%	87.07
最小值	-36.19%	-1.41

注：数据截止日期均为 2023 年底

资料来源：wind，中证鹏元整理

与内部渠道相比，城投从外部渠道获取发展资本的可行性相对更强，但在目前的经济发展态势和政策环境下，实践中仍然面临不少障碍。外部筹资方面，目前城投公司更多运用的是债务融资，同时也积极探索股权融资。债务融资方面，主要包括银行贷款、发行债券（境内债、境外债）及融资租赁、信托计划等非标融资。化债攻坚大背景下，城投融资监管难以实质性放松，造成新增融资的难度很大。**以发债为例，若无法满足债券主管部门对产业化主体的判定标准，则大概率只能借新还旧；此外，政策层面对非标、境外债等高息融资持严控甚至严禁的态度，通过这些渠道实现新增更是难上加难。**股权融资方面，形式也比较多样，比如将部分股份转让给民企，从而将民营资本引入城投体内，比如出资成立产业基金，同时吸引社会资本参与，有效发挥乘数效应，为项目建设投资筹措更大规模的外部资金，再比如可以通过上市去募集资金，形式上包括公开发行股票、配股、增发等。不过，实现股权融资对城投的盈利能力有较高要求，或者至少要有高质量的项目，能产生持续稳定的现金流入并且有较好的收益预期。**考虑到城投公司在过往的大部分时间内都在从事公益性或准公益性领域的业务，而市场化转型仍在推进过程中，尚未在短期内收到显著效果，所以总体上城投的盈利能力偏弱，也鲜有较为优质的项目，这种情况将很多城投公司挡在了股权融资的门外。**

再来看外部支持。绝大多数城投公司的控股股东、实际控制人为地方政府或相关部门，部分城投公司引入了其他类型的股东，比如国开基金、农发基金等，但此类股东通常只限于财务投资，不参与具体的业务和项目，而且最终将按市场化方式退出，这意味着城投公司很难向此类股东争取到出资额度以外的其他支持。以乌鲁木齐\*\*集团为例，其曾获得国开基金共计 39 亿元增资，不过在 2015-2016 年度分批次签署的《国开

发展基金投资合同（协议）》和 2017 年、2018 年签署的《投资合同变更协议》中，均明确了当地国资委或相关地方国企对国开基金 39 亿元投资的回购义务，构成“名股实债”（如表 3），这种情况决定了作为股东的国开基金不可能在合同约定的范围之外对城投提供更多支持。由此可知：对城投公司而言，其能争取到的外部支持基本都来自于作为控股股东、实际控制人的地方政府或相关部门，也即政府支持和股东支持几乎完全交叠。诚然，政府支持的成本通常都比较低甚至是零成本，这对城投而言是重大利好，但问题在于政府支持不能只有意愿，关键得有实力。当地方政府缺乏足够的、有效的资产、资源、资金时，即便是对其所辖区域的核心一级城投，也无法输送切实的、有力的政府支持。**在经济增长动能不足、地方财政增收乏力的大背景下，多数地方政府都难以搜集、整合出充足的“发展资本”以支持辖区内所有城投，“心有余而力不足”是常态，这无疑会限制城投获取政府支持的可能性和力度。**

表 3 乌鲁木齐\*\*集团与国开基金的投资合同相关约定

约定项	约定内容
投资期限	20 年
投资金额	以现金 39 亿元对发行人增加注册资本 2.48 亿元，增加资本公积 36.52 亿元
投资收益率	最高不超过 1.2%（平均年化）
回购约定	在投资期限内及投资期限到期后，由当地国资委予以回购，后变更为由 WLMQCT、WLMUFC 按照 60%、40% 的比例分别承担回购义务
其他约定	国开基金不向发行人委派董事、监事和高级管理人员
合规说明	发行人存在“名股实债”的情况，在财金（2018）23 号文发布前，国开基金对发行人的增资并不存在违规，23 号文件发布后，发行人没有新增“名股实债”，符合相关法律法规的规定

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

此外，有限的资产、资源、资金如何分配，原则上主要是取决于相关城投与政府联系的紧密程度（与政府持有其股权比例、经营管理控制力、业务来源于政府的占比、历史支持记录等有关）及其对政府的重要性（与产品和提供服务的公益性强弱、可替代性、对政府贡献的大小、违约的社会影响等有关），但同时还不得不考虑区域内各家城投所面临的风险程度。换言之，**救“亲”是提供政府支持的主线逻辑，与政府越“亲”，政府对其提供支持的意愿就越强；而“救急”则是主线逻辑的必要补充，其重要性在某些情况下甚至会跃升至主线逻辑之上**（见表 4）。比如，当区域内一家城投出现公开债偿付困难，即便其并非核心一级平台，但鉴于其发生违约可能仍会对整个区域的信用造成冲击，进而拖累区域内所有国企的融资，故地方政府往往会临时协调必要的资源去对其进行“救急”。从调研中可知，城投渴望获得“发展资本”的热切程度远超想象，几乎都使出浑身解数，向政府层面反馈自身面临的债务风险很大，希望从地方政府手里争取到更多的资产、资源、资金，以拓宽自身的生存发展空间。综上可知，城投公司能否获取到外部支持，受到多重因素的影响，存在比较大的不确定性。



表 4 地方政府提供政府支持的逻辑和依据

提供政府支持的逻辑		救“急”				
补充逻辑 →						
主线逻辑 ↓						
救“亲” →		对政府的重要性				
↓		至关重要	非常重要	较为重要	一般重要	重要性低
与政府联系的 紧密程度	非常紧密	几乎肯定	极其强	非常强	强	中等
	中等的	极其强	非常强	强	中等	弱
	紧密度低	非常强	强	中等	弱	非常弱

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 二、如何突破“发展资本”瓶颈？

从第一小节的分析可知，目前城投公司确实面临着资产、资源、资金的高度匮乏。无论是内部渠道，还是外部渠道，城投从中获取“发展资本”都受到较多限制。而且，这种匮乏产生的根源并不在于城投自身，而是在于地方政府层面，甚至是在于整个经济、财政形势。那么，该如何突破“发展资本”瓶颈、助力城投拓展生存发展空间呢？本文认为，应首先树立正确的意识，之后再去实践，进而实现对窘迫现状的突破。具体来看，意识层面应明确四个认知：

### （1）确立“自上而下”的思路，以地方政府为主导开展工作

对于任何一家城投而言，为获取更多“发展资本”能做的事情主要是运营好已有的资产、运用好已有的资源、使用好已有的资金，让现有的“发展资本”发挥出最大的效益、创造出最大的价值，同时还要尽最大努力与地方政府相关领导沟通，说服其认可自身之于政府的重要性，并尽可能通过呈递书面材料+面谈的方式，让其对自身发生债务风险的可能性、破坏性有更为充分的认知，从而为争取更多“发展资本”做铺垫。除此之外，城投实际上也没有更多能做的事情。原因在于：“发展资本”的总盘子掌握在地方政府手里，如何配置并非取决于城投的意愿，而是取决于地方政府的全局把握和整体决断。在调研中，我们也发现多数时候确实是城投公司在寻找外脑支持，向各路专家问路取经，而不是地方政府去主导这件事情；过程中可以梳理出很多问题，但能在外脑支持下真正解决的只是其中的极少数。鉴于此，我们认为：意识层面一定要明确，当前城投单凭自身力量基本上无法突破“发展资本”瓶颈，要想真正解决问题必须让地方政府统筹和主导，自上而下、由内而外地去布局、部署、实施，同时也离不开其他各相关方的积极配合、协同推进。

### （2）只有区域整体形成合力，才能实现向外突破

在调研中了解到，**不少城投在转型中遇到的阻力源自于各政府部门之间的利益冲突，导致很多事情难以往下推进，严重影响发展质效，这种情况下必须由地方政府“一把手”深挖问题源头，理顺利益关系，强**

**力推动解决，避免因各部门“小利”而影响区域整体“大局”，**比如原则上同类业务最好不出现多主体交叉运营，而应该由某个主体实施区域专营，以提高规模效益；再比如优质的经营性资产不要过度分散地注入到非同一控制下的多个主体，而应该相对集中地注入到某个主体或同一控制下的多个主体，以扩大区域内平台的净资产规模、提升其综合实力。**操作层面，核心任务是坚决打破各部门“利益割据”，“全方位”“无死角”梳理国有资产/资源，在条件具备时还要撬动更多社会资本/资源，并将上述资产/资源有针对性地集中注入某个特定主体（可以直接注入某个主体的本部，也可以分别注入到某个主体的各子公司/孙公司），从而打造出具备更强综合实力、更高信用资质的国企平台公司，为区域的融资和发展提供有效助力。**

### （3）正确认知转型的本质，不要将转型等同于产业化转型

目前，市场上对于城投转型有很大分歧：部分观点认为转型是大势所趋，有必要也很迫切，城投应积极推动自身转型；也有部分观点认为转型是伪命题，城投根本不具备市场化运作的基因，应尽快停止呼吁城投转型。不同观点争执不下，归根结底是因为各方对于转型的实质并未达成一致的认知。实际上，**转型分广义和狭义，狭义的产业化转型或许并不适用于所有区域和所有城投，但广义的市场化转型则适用于所有区域和所有城投。**产业化转型往往需要依托区域的产业发展来推进。若区域已经培育和打造出较大产值规模的特色产业集群或完善成熟的产业链，则会大幅提升当地城投产业化转型的成功概率，否则短期内不具备可行性，因为前期论证、招引、孵化等需要非常长的时间周期，而且推进过程中还可能面临较多风险和挑战，这都会对城投的产业化转型构成阻力。相对而言，市场化转型对区域产业发展水平的要求不高，主要目标包括政府性业务的市场化改造、经营机制的市场化改革、市场化投融资模式的构建、公司治理体系和能力的现代化等，这或许不能带来业务结构的巨大改变，但对于多数城投而言，这才是转型的核心任务；而且，转型的效果也将是显著的，城投与政府之间将不再“暧昧不清”，内部管理、运营运作、融资举债等各方面都将走向正轨，在自身能力范围内依法合规开展政府性业务将是其主要职能。

### （4）城投命运注定分化，部分城投的最终归宿只能是退出历史舞台

在目前的监管背景之下，城投何去何从“身不由己”，本质上是由当地政府来酌定，这决定了不同城投的命运必然分化。受制于“发展资本”的匮乏现状，大概率只有部分城投有机会得到相应的政府支持，进而成功转型。对于任何一家城投而言，除非被认为在某一领域能继续承担主要责任或具备创造财富的能力，否则大概率会被边缘化甚至“被消失”；而“被留下”和“被重用”的城投将拥有属于自己的位置，并在地方政府的主导之下进行职能定位的重塑和未来发展方向的再确认，后续也会得到与自身所处位置相匹配的资源，进而获得相应的生存机会和发展空间。受此影响，各地的城投及“转型城投”的数量会趋于压缩，其中不乏有一些城投会被选择性“放弃”，无法得到资产/资源的倾斜，最终只能退出历史舞台，而部分城投则会在政府的指导和支持下实现不同程度的蜕变。总之，对地方政府而言，认知层面应明确“有舍才有得”，不可能以有限的“发展资本”去帮扶所有下辖城投，部分城投势必要在国资国企改革的浪潮中被“出局”。

综上所述，本文认为：从执行层面来看，地方政府短期内想要突破“发展资本”瓶颈，最有效的方法是扶持下辖城投的“真转型”（“基础版”——市场化转型；“升级版”——产业化转型），集中区域内资产/资源并将向某个特定主体重点倾斜，巧妙统筹经营性资产/资源和城投类资产/资源，着力打造实力强劲的国企平台公司，助力其提升信用资质，突破融资“枷锁”，进而为区域经济发展引入资金活水（见表5）。需要强调的是，对于任何一个地方政府而言，无论其所辖区域产业发展水平高低，也无论其所持“发展资本”多寡，上述突破“发展资本”瓶颈的方法都是适用的。目标层面：横向对比，不同区域通过转型打造出的国企平台公司会存在实力上的差异，比如有的地方能打造出 AAA 级的平台，而有的地方受制于各种客观因素，只能打造出 AA 级的平台；不过，纵向对比，各区域打造出的最强国企平台公司在实力上一定强于以往该区域的所有城投，这才是地方政府推动城投转型的核心目标。具体而言，新打造的国企平台公司的更强实力或许会直接体现在信用级别上，比如之前区域内城投最高级别为 AA，现在则达到了 AA+，但也有可能不会体现在信用级别上，也即新打造出的国企平台公司在评级上并未突破之前区域内城投的最高级别，但其财务健康程度更高、运营效率更高、内控管理更完善，投资者更认可，进而有效提升区域整体的融资可得性和便利性，本质上这也算是达成了目标。

表 5 突破“发展资本”瓶颈的路径

地方政府	
区域产业发展水平高 所持“发展资本”多	区域产业发展水平低 所持“发展资本”少
产业化转型	市场化转型
①	及时全面地摸清“家底”，梳理出其持有的全部国有资产/资源；
②	以“点石成金”“无中生有”的创新思路充分挖掘国有资产/资源增量；
③	在条件具备时，撬动更多社会资本/资源；
④	将上述资产/资源有针对性地集中注入某个特定主体；
⑤	打造具备更强综合实力、更高信用资质的国企平台公司。
新国企平台公司信用级别较原有城投有所提升 经营性业务占比显著提高，符合“产业化主体”相关要求	新国企平台公司信用级别与原有城投相同 经营性业务占比仍低，但内控、经营、财务等方面的表现更优
投资者更认可，有助于提升区域整体的融资可得性、便利性，同时降低融资成本，更好地助力区域经济社会发展	

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

综上，本文将如何突破“发展资本”瓶颈进行了剖析，但不免还是有一些疑点存在。按照现行的监管要求，城投想要实现新增融资，尤其是发行新增用途债券，需要满足债券主管部门对产业化主体的各项指标要求（比如交易所的“335”）。不过，对于区域产业发展水平低、所持“发展资本”少的地方政府而言，下辖城投难以开展更高阶的“产业化转型”，只能通过市场化转型去打造新的国企平台公司，但新平台在业务结

构上很可能不会有明显改变，仍是以政府性业务为主，无法获得债券主管部门认可的“产业化主体”身份，因而还是不能实现新增发债。这种情况下，很多人或许会认为市场化转型的用处不大，无法为突破新增融资限制提供实质性帮助，但这种观点有失偏颇。无法新增发债并不等同于无法新增融资，事实上新的国企平台公司完全可以从银行去实现新增融资的突破。**前段时间“226号文”传出，重申金融机构要积极参与非标债务化解，彰显了“催银行赶紧搞非标置换”的监管意图，银行在化债中的重要地位再次得到确认；同时提出金融机构对退平台企业一视同仁提供融资，但不能依据政府信用，这实际上给了新国企平台公司从银行申请新增信贷融资的依据。**综上，本文认为：相较原来的城投，通过市场化转型打造出新的国企平台公司更有机会实现新增融资的突破，从而获取更多“发展资本”，助力自身及区域的进一步发展。

### 三、突破“发展资本”瓶颈有何新思路？

通常，我们在探讨何以突破“发展资本”瓶颈时，会习惯性地范围限定在某一级地方政府辖内区域，比如某个区、某个县或某个市怎么运作才能打造出新的国企平台公司，从而实现新增融资，将外部资金活水引入区域内，助力区域经济社会发展。这种思路虽然正确但很常规，往往会因区域内资产\资源匮乏而难以达到理想效果，最突出的问题是打造出的新平台无法获得“产业化主体”身份，无法发行新增债券，只能尝试从银行申请新增信贷。那么，有没有什么办法可以帮助解决这个问题呢？在实践中，有些地方已经探索出了一些新思路、新模式，其中最典型的要属“市区县联动”。

具体来看，**“市区县联动”的核心是将区县级城投一定比例的股权划转给市级城投，划转比例通常为 51%，以实现市级城投对区县级城投的控股并表。**前段时间，市场上关注度较高的 NYCT 就是通过陆续持有主要区县城投公司 51% 股权的方式实现了资产规模的扩大和业务范围的拓展。从作用机制来看：其一，上述操作直接将 NYCT 获取“发展资本”的物理空间从市本级扩展到市区县，也为各区县城投的持续发展创造了更多资源空间；其二，上述操作显著提升了 NYCT 的综合实力和信用资质，提高了其融资的可得性和便利性，进而间接增加了其从外部获取“发展资本”的渠道；其三，对于区县城投而言，并入市级城投后将有望获得母公司在业务、管理、融资、担保等方面的更多支持，从而有利于助力其突破区县本级资源匮乏导致的“发展资本”瓶颈。总之，**其效果在于：之前市级、区县级城投可能都因客观条件限制而在拓展生存发展空间上举步维艰，但“抱团”之后则实现互相取暖、彼此赋能，进而合力突破“发展资本”瓶颈，得到更大的生存发展空间。**

从财务的角度来看：NYCT 的规模在近几年间快速增长，收益相关指标也大幅改善。截至 2023 年末，净资产达到 593.36 亿元，总资产达到 1079.57 亿元，营业收入实现翻番，净利润提升数倍；与此同时，筹资活动现金流净额更是从约 2 亿元大幅扩大至约 41 亿元；此外，控股并表多家区县级城投并未导致 NYCT 债务负担加剧，反而还一定程度上降低了资产负债率，为融资举债提供了更大的空间（见表 6）；从业务层面



来看：NYCT 的业务多元化程度达到较高水平，2023 年的业务范围涉及工程、建造项目、调控粮、纺织品销售、电力销售、电子配件、产品销售、砂石、农副产品等多个领域，依据已知信息可大体推断其业务结构基本符合“产业化主体”的标准，这相当于为其新增融资做好了必要的铺垫。综上可知，“市区县联动”对 NYCT 及其所属区域地方政府突破“发展资本”瓶颈起到了十分积极的作用；虽然没有充分的公开信息证明这一模式对于所涉区县级城投的积极作用，但不可否认这种积极作用一定是存在的。

**表 6 NYCT 近年来财务数据表现（单位：亿元）**

报表项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
总资产	278.48	449.04	562.63	1079.57
净资产	135.61	207.35	235.56	593.36
资产负债率	51.30%	53.82%	58.13%	45.04%
营业收入	30.16	39.78	63.28	60.84
净利润	1.13	1.4	3.9	4.33
筹资活动净现金流	2.08	22.25	47.38	41.04

资料来源：wind，中证鹏元整理

需要提示的是，作为突破“发展资本”瓶颈的新思路、新模式，“市区县联动”也可能会引发一些风险，需要充分警惕、积极应对。一是，对市级城投而言，短时间内增加多个并表子公司必然对其管理能力带来较大挑战，对子公司进行财务、业务、投融资、人事等层面的管理并非易事，很可能出现“控股不控权”的情况，进而诱发战略指导缺失、经营管理失控、国有资产流失、人才外逃等风险；二是，区县城投作为子公司，可能各自面临的发展难题有所不同，克服的难度也有差异，个别子公司发生严重风险事件并拖累母公司和其他兄弟公司的情况很难完全规避；三是，整合重组的过程中，确定的是规模能做大，资产、营业收入等实现大幅增加，但不确定的是利润能否随之增长。实践中出现过不少这种情况，合并后规模实现跃升但利润不增反降，原因是并表资产的运营收益很有限但每年要面临大额的折旧/摊销，从而对利润形成侵蚀；四是，“市县级联动”涉及到多个利益相关方的整合，极易诱发整合风险，其中最突出的风险是利益冲突——市级城投和区县级城投之间、各家区县级城投之间可能都会存在利益层面的矛盾，比如实现一定规模的新增融资（不对应任何项目）后，母公司及各子公司都想拿到更多的资金额度用于补充流动资金或改善债务结构，这种矛盾一旦处理不当可能影响资金使用效率、导致业务发展停滞，不利于母子公司的长期持续健康发展。

最后，本文还想补充说明一点：**突破“发展资本”瓶颈的新思路除了“市区县联动”，还包括并购上市公司或优质的潜在能面向资本市场直接融资的公司进行混合所有制发展。**这种思路落地执行得比较好的情况下，不仅可以在较短时间内帮助城投获取“产业化主体”身份，突破融资“枷锁”，中长期还可以提高城

投的经济效益和市场竞争能力，有利于其实现真正的高质量发展，并带动地方产业集聚和经济发展。目前，有不少地方政府尝试通过“混改”的方式去突破“发展资本”瓶颈，但并非都能大获成功，原因在于资本运作具备高度的专业性、复杂性，需要有足够的知识储备和操作经验，比如如何在收购协议中约定分期付款、业绩对赌、违约责任等以保护自身合法权益，比如跨省、跨界并购时如何将信息不对称风险、行业政策和市场风险等控制在合理范围内；与此同时，资本运作入门易、毕业难，将上市公司并表之后，如何对其进行恰到好处的治理是核心难点，必须要熟练运用国企改革政策，确保中国特色现代企业制度的落地实施，同时保证上市公司应有的活力和融资能力。在实践中，不少地方及相关国企缺乏足够的能力去识别和应对风险，不仅未能帮助自身突破“发展资本”瓶颈，还给国资国企带来巨大损失。鉴于此，本文认为：**突破“发展资本”瓶颈时，最保守的做法是运用区域内资产/资源，切实推动城投转型，打造新的国企平台公司；最冒险的做法是对外并购上市公司（或优质的潜在能面向资本市场直接融资的公司），且不限区域和行业；居中的做法是“市区县联动”；而采取何种策略必须量力而行，切勿盲目照搬他人经验，高估自身能力，将自身推向更糟糕的境地。**

## 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研发部，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。

## 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。

## 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 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
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 邮编：200120  
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 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
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：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 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：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140