联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

城投公司市场化转型专题研究

——向投资类企业转型的风险分析

2021.04

联合资信官方微信平台
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

城投公司市场化转型专题研究
——向投资类企业转型的风险分析

联合资信 姜泰钰 邹洁

一、城投公司市场化转型背景

城投公司指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体（引自国发〔2010〕19 号）。根据业务性质的不同，可将城投公司的业务分为公益性业务、准公益性业务和经营性业务。一般城投公司业务以公益性业务为主，但由于公益性业务收入大多来自地方政府，同时伴随着回款周期长、资金占用大等问题，城投公司需要通过大量融资维持公益性业务的开展。另外，随着城市建设的不断推进和城市化率的不断提高，城市基础设施建设业务空间的不断缩小，城投公司的公益性业务量也呈现不断减少的趋势。为更加健康地和持续地发展，城投公司有发展市场化业务以获取现金流和丰富自身业务结构的内在动力。在此大背景下，城投公司市场化转型已是大势所趋。

二、城投公司市场化转型方向

城投公司市场化转型大都基于其资源禀赋，主要转型方向主要包括以下几种：1、向城市运营商转型。通过所在地政府授予特许经营权的方式，让城投公司从事供水、供热、供气、交通等公用事业类业务，或者通过城投公司建设可对外产生租赁收入的厂房、停车场或可运营的酒店等，实现向城市服务类企业转型。2、向地产类企业转型。城投公司凭借保障房建设的经验和累积的大量土地资源，可以自主开发或者与知名地产开发商联合开发的模式，从事住宅或者商业地产的开发，实现市场化转型。3、向建筑施工类企业转型。城投公司凭借多年积累的道路桥梁等建设经验，对于拥有自己的或并购获取施工队伍的城投企业，在获取相应的资质后，可以从事建筑施工类业务，实现市场化转型。4、向金融服务商转

型。为了满足当地企业对于资金的需求，城投公司通过成立或参控股当地银行、小贷公司、保理公司、融资租赁公司等金融类公司，向金融服务商的角色转变，实现市场化转型。5、向投资类企业转型。城投公司为了满足政府的产业引导要求或满足当地区域发展需要，会对当地企业进行股权直接投资或者通过产业基金的方式进行投资，或者直接收购已经实现上市的公司，实现市场化转型。本文主要针对城投公司向投资类企业转型的情况及相应的风险进行分析。

三、城投公司向投资类企业转型的投资方式及方向

从投资方式来看，投资方式包括直接投资和间接投资两种。直接投资为城投公司直接对被投资企业（这里主要指非上市公司）进行股份投入，未来通过企业上市和原股东收购股份等方式退出。若直接投资上市公司，城投公司未来可通过股票卖出和股票质押等方式退出。间接投资为城投公司通过设立或参与产业投资基金的方式，对满足当地政府及城投公司自身要求或者满足基金管理人投资风格的企业进行投资，未来通过股份回购、股份转让和基金并购等方式退出。

（一）直接投资

直接投资的投资方向上主要包括：政府引导类项目和非政府引导类项目两种。对于政府引导类项目，当所在地政府招商引资来重大项目，一般会通过让当地有实力的城投公司对其投资的方式来满足重大项目落地的资金等方面的需求。城投公司对于重大项目投资的资金来源包括政府财政资金或者自身对外融资两种。对于来源于政府的财政资金，由于城投公司自身不承担融资职能，仅代表政府出资和获取投资收益，这一类的投资对于城投公司的信用水平影响较小。但是对于需要城投公司通过自身融资对外进行投资的项目，需要充分考虑两方面因素：投资合同内容和被投资企业自身情况。对于投资合同，需要重点关注双方的职责权利、对赌协议和退出方式等。通过分析对赌协议和退出方式，可以对未来城投公司投资收益保障情况及丧失被投资企业控制权的可能性进行判断，从而分析该笔投资的风险大小。另外，通过分析城投公司的融资期限与退出时间的对比，得出该笔投资是否存在融资期限错配从而导致城投公司存在偿债压力情况。对于被投资企业的自身，需要重点关注被投资企业所处行业的发展阶段、竞争优势、产业周期、

产品技术水平、收购价格的合理性、企业管理层管理能力和政府战略层级和政府支持等多个问题，从而得出该笔投资对城投公司目前的信用情况是否形成有利的支撑。

对于非政府引导类的项目投资。根据投资半径的大小可将非政府引导类的项目投资分为满足当地发展需要的投资项目（投资半径小）和地区外项目（投资半径大）两种情况。针对投资半径小的项目，需要结合当地的发展情况来具体分析，该类型投资以园区城投公司举例说明。当园区处于发展前期阶段，为了满足园区企业的落户基本需求，园区城投公司在除了从事道路、配套设施等基建外，还会通过参股供水、污水处理、供气、供热、物流和贸易 等企业，凭借城投公司在当地享有的政策、融资等多项资源优势，满足园区内落户企业对于生产基本要素的需求，并提供相应服务。针对于该类的投资，由于政府会给予城投公司特许经营权从而避免了竞争，同时下游客户相对分散，故风险相对可控。当园区发展到一定的阶段，城投公司会考虑直接对区域内企业直接进行股权投资，不仅可以获取投资收益，还可以进一步对当地重点企业支持，创造稳定的税源。但是针对该类投资，城投公司需要具备完善成熟的投资决定机制，并对满足政策倾斜的企业在技术水平和产品竞争力等方面和行业竞争状况有相当程度的了解，否则在充分市场竞争情况下容易形成失败的投资。

针对地区外投资项目，近年来城投公司呈现出了直接控股上市公司的趋势，本文此处主要分析城投公司并购上市公司的情况。城投公司并购上市公司主要包括横向并购和混合并购两种方式。横向并购主要是城投公司并购具有建筑施工业务或城镇化建设等业务的上市公司，上市公司主营业务与城投公司主营业务有相似处，可以使城投公司与被投资公司在业务、人员、资金等方面产生协同效应。混合并购主要是城投公司并购其他行业的上市公司，与城投公司主业产生较大差别，城投企业由于自身行业、项目经验和组织架构的限制，一般只能对被投资上市公司提供资金等方面的支持，对于被投资公司的业务开展、技术研发和人才储备等方面的帮助有限。当被投资单位出现产品销售困难、资金周转困难、技术水平亟需提升的情况下，城投公司的投资风险偏高，对城投公司的信用水平会产生不利影响。

（二）间接投资

针对于间接投资的方式，城投公司牵头成立或者参股已成立的公司制或合伙制基金。以合伙制基金为例，城投公司一般充当 LP 的角色，由基金管理公司负责基金的管理运作，基金管理公司获取管理费和超额收益的分成，城投公司可按持股比例获取基金的分红。该类投资与基金管理公司的投资风格有很大的关联度。对外投资的方向上，可以参考城投公司直接对外投资的方向分析。与直接投资相比，间接投资主要由投资经验更加丰富的基金管理公司负责运作，同时基金对外投资企业相对分散，有利于降低直接投资风险相对集中的风险，但是由于被投资对象的分散，在收益层面上可能会比直接投资风险低。

四、城投企业向投资类企业转型对其信用风险影响的分析

综上所述，城投公司在向投资类企业转型的过程中，通过分析城投公司对外投资的投资方式和方向等，可以看出：

1. 针对高层级政府引导项目同时投入资金来源为政府拨款的情况下，城投公司的该类投资项目仅代表当地政府出资和获取收益，城投公司自身无需承担资金等方面的风险，对于其自身的信用状况影响较小。

2. 针对投资半径小，被投资企业为满足当地企业落户需求同时被投资企业拥有特许经营权（如供水、供热和污水处理业务等）或者城投公司对外并购上市公司有协同效应的情况下，城投公司更容易发挥其自身在政策和融资等方面的先天优势，有助于对外投资项目业务的开展和资金的获取，在此情况下有利于提升城投公司自身的信用状况。

3. 针对需要通过自身融资去进行对外投资同时与被投资项目出现大额的期限错配、退出机制容易导致城投公司失去投资收益保障、政府引导项目的政府层级偏低同时政府对城投公司对外投资的支持力度很弱、被投资企业没有产品技术和市场份额优势或应用范围过窄、投资半径大且无法与城投公司自身业务产生协同效应的投资项目，这些投资项目无法充分发挥城投公司的自身优势，相反可能会因项目本身进一步加深对城投公司的资金占用甚至可能导致大幅拖累。在此情况下，对外投资项目会对城投公司自身偿债能力和现有的信用水平会带来较大不利影响。