

新常态下城投企业如何转型

报告日期

2024年6月

作者：王冉 于玺

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市丰台区丽泽金融商务区平安幸福中心A座45、46、47层

官网：

<http://www.dfratings.com>

城投企业如何进行转型升级？

做好自上而下的顶层设计，梳理多重关系及业务职能；利用“三资”先行，以放大地方资源、资产的经济效益；统筹合作对债务化存控增，借力政策窗口期轻装上阵进行转型；解放思想，主动融入国企改革，完善管理体制；聚焦国家战略，优化业务领域布局，重塑业务（投融资）模式。

城投企业常见的转型方向及路径？

城投企业基于业务布局领域的转型，在城市运营、金融控股和产业投资三大方向转型最有成功的可能。

- 以扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司为代表的城市运营型：依照城市的发展规划进行项目与资产的配置，将城市作为一个整体进行运营，以少量增量实现对存量的调节，以此来降低其经营风险；
- 以金华市金投集团有限公司为代表的金融控股型：作为金华市人民政府直属一类国有企业，发展金华市类金融产业，补充完善地方金融服务体系，提升金融服务实体经济能力，促进基金、创投、产业和资本集聚，支持金华市经济转型和社会发展；
- 以杭州市拱墅区国有投资集团有限公司为代表的产业投资型：承担原杭州市下城区南部的区块开发、商业及工业地产开发运营、医疗产品销售以及基金和股权投资业务，当下呈现出以经营性资产及业务为主、传统城投资产及业务为辅的过渡状态。

一、城投企业如何进行转型升级？

城投企业作为一类特殊的国有企业，自诞生至今的核心职能便是政府性项目投融资，从而弥补1994年以来分税制下地方政府财力的不足。城投企业脱胎于地方政府政府融资平台公司，近年来的快速发展也主要依托于地方政府的信用和支持。2014年国发[2014]43号文的发布以及新预算法的实施，从法理上确定了“剥离融资平台公司政府融资职能”的基本原则，要求明确划清政府和企业的界限。目前虽然绝大多数城投企业已经完成公司化改革，但行政化管理思维仍然十分典型，呈现出多政府性和半市场化的“多面特点”，在发展过程中习惯性的按照行政命令行事，尚未实现真正的市场化。

作为解决地方政府公益半公益性项目建设资金来源问题的重要抓手，城投企业在我国城镇化建设的历程里发挥了重要的作用，是地方经济社会发展的重要保障力量。在实现全面建设社会主义现代化国家的战略目标下，我国当下的经济正面临重大变革机遇期，经过多年的城镇化建设，城市的开发已由“增量时代”进入“存量时代”，以高质量为核心的经济发展已成为必须贯彻的新发展理念。其中的国有企业是国有经济的核心载体，也是国民经济的“顶梁柱”。2023年4月，二十届中央全面深化改革委员会第一次会议上明确了新时代国有企业的定位是服务构建新的发展格局，推动高质量发展，促进共同富裕，维护国家安全。在服务地方经济发展的过程中，城投的市场化转型步伐在逐步加快，也越来越从特殊国有企业向一般普通国有企业转变，地方政府在这个过程中也对转型的城投企业提出更高的要求。

由于国有企业呈现市场属性、经济属性和政治属性为一体的特点，为指导国有企业的改革，2015年8月，中共中央、国务院颁布了国企改革纲领性文件《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《国企改革意见》），并陆陆续续出台了若干个配套文件，构建了“1+N”的顶层政策体系¹。此外，国务院国资委在2020年6月、2023年6月依次发布了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》、《国企改革深化提升行动方案（2023-2025年）》（以下分别简称“老三年计划”、“新三年计划”），分别从八个层面提出了对国有企业改革的指导意见。继“新三年计划”提出后，安徽、上海、吉林、海南等多个省份已结合省内情况，制定印发了符合本省实际的《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》。对城投企业来说，其作为特殊的国有企业，围绕实现自身造血能力的转型升级显得尤为重要，但城投企业的转型升级是系统性工程，需要与地方政府协力并循序渐进的推进，其中既涉及到地方政府投融资管理体系的构建，需要新一轮国有企业改革深化提升行动有关政策的加持；也涉及到城投企业自身围绕现代企业制度的全方位重塑。为实现转型升级，地方政府及城投企业可以从以下六个方面入手。

第一，做好自上而下的顶层设计，梳理多重关系及业务职能。

城投企业自存在至今，多数被简单当做与地方政府同频共振的“命运共同体”，企业经营完全依附于地方政府：信用依靠政府背书，偿债依靠政府输血，在发展上呈现“举债投资建设，再举债投资建设”的滚雪球式路径，最终导致监管政策收缩的背景下的经营和再融资困局。

根据《国企改革意见》，国有企业改革要遵循市场经济规律和企业发展规律，坚持政企分开、

¹ N即分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件。

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；“老三年计划”和“新三年计划”分别提出要形成、健全以管资本为主的国资监管体制。

虽然近些年国资国企改革正不断深入，但较多地方政府对城投企业的管理理念尚未转变，在城投企业转型升级的关键时期，地方政府和国资监管机构应转变对城投企业的管理理念，回归抓大放小的出资人角色，管资本和适度授权相结合，明确二者之间的政企关系，实现政企分开、政资分开。地方政府在放权的过程中，需要在地方政府战略规划下根据经济发展的需要，明确下属不同（城投）企业的职能定位、主责主业，同时与加强监管相结合，在经营计划、重大事项等方面守好监督职责；并支持城投企业按照市场规律自主经营，完善公司治理结构、优化调整组织架构、管理体系，建立市场化的激励约束机制，从而激发城投企业的内生发展动力，打造地方政府强有力的“无形抓手”。未来“小政府，大城投”或将成为二者关系发展的必然趋势。

第二，利用“三资”先行，以放大地方资源、资产的经济效益。

在城投企业发展之初（2004年-2011年），地方政府为快速做大其资产规模获得银行等信贷机构资金，往往通过行政手段以公益性资产（土地、学校、医院、公园等）无偿划入的方式“拼装”城投企业，此时的城投企业可经营性资产非常少；后随着对城投企业的规范管理，国发[2010]19号文、财预[2012]463号和财预[2017]50号文陆续完善了地方政府不得将政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产、储备土地作为资本注入城投企业的要求，由此可延伸出来的公益性资产可包括储备土地、公立学校、公立医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施，以及其他不能带来经营性收入的基础设施。

在当下城投转型的关键时期，地方政府作为城投企业的出资人，应积极支持、统一协调将可整合注入的“三资”（资源、资产和资金）注入城投企业。由城投企业以国有市场化主体的角色发挥经营优势，提升地方资源的配置效率，放大资源、资产经济效益，最终实现资源有偿、资产盘活、资本升值、资金流动目标。

图表 1 地方政府可以注入城投企业的资源、资产情况

类别	内容
资源	土地、矿产、森林、草地、湿地、自然保护地（国家公园、自然保护区、风景名胜区、森林公园、地质公园、湿地公园）等，分别由各行业主管部门管理
资产	（现有城投企业的）资产、股权和行业部门监管的国有企业资产、股权。
	行政事业单位闲置或拟腾空的机关事业单位房产、边角地、闲置地、公租房、污水处理、物流仓储、酒店、停车场等能形成固定收益的经营性资产
	各类特许经营权、收费权等，特许经营权适用范围包括能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业领域的特许经营活动。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

第三，统筹合作对债务化存控增，借力政策窗口期轻装上阵进行转型。

城投企业因其存在的特殊性，自2008年四万亿刺激计划以来，在服务地方城镇化城市化建设过程中积累了大量的债务包袱，虽然历经2015年-2018年的“三年地方政府债务置换计划”、2018年的隐债控制，再到2023年的“一揽子化债”，但仍存在城投企业因为承担地方基础设施类投资而形成的债务与开展经营性投资而形成的债务较难区分的现实情况，也因此导致城投企业的“隐性债务”化解对中央和地方政府来说成为一项难题，对城投企业来说也左右其转型成功与否的难易。

2023年7月24日召开的中央政治局会议（以下简称“724中央政治局会议”）出于防范系统性金融风险的考虑，明确提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，这次会议后中央对于地方政府债务风险的化解正式从“严监管”走向“一揽子方案落地”。随即在8月28日，十四届全国人大常委会第五次会议审议了《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》（以下简称《国务院预算报告》），《国务院预算报告》中涉及内容暗含了一揽子化债方案的重点如下：一是基本原则即控增量、减存量，缩减隐性债务余额；二是以降成本、拉久期的方式进行债务置换；三是以盘活存量资产的方式提高经营收入；四是以跨部门联合监管、地方政府债务合并监管的方式，推动统一监管、高压监管的常态化。

在“一揽子化债”的窗口期内，对地方政府和城投企业来说的化存路径可分为4个：1、发行特殊再融资债券置换隐性债务，使得城投企业的隐性债务显性化；2、利用地方政府配置的“三资”偿还隐性债务，“三资”既包括地方政府“安排财政资金偿还”、“出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还”这类相对直接的方式，也包括通过地方资源资产盘活/处置形成可持续现金流的方式来偿还；3、积极对接银行、AMC等机构调整隐性债务结构，减成本、拉久期，尤其是资本实力雄厚的国股行、股份制商业银行，包括对城投企业存量债务进行展期/重组、或置换城投企业的原有高息非标债务的置换；4、通过设立化债基金等方式辅助化解城投企业的流动性问题。

第四，解放思想，主动融入国企改革，完善管理体制

城投企业作为一类特殊的国有企业，“行政化”管理思维固化，多数以完成政府任务为重要工作内容，在人员、资金、事务上受到政府多部门的交叉监管，从而在经营过程中忽视了企业的内部管理。但既然是国有企业，城投企业就应该抓住新一轮国有企业改革的政策机遇，解放思想，主动融入国企改革、完善管理体制，以谋划可持续发展。

城投企业历来的市场化经营管理能力较弱，因此在市场化转型过程中不能贪大求全，需要因地制宜。结合城投企业实际，可以在3个方面推动管理体制变革：1、按照现代企业制度的要求完善公司法人治理结构，规范党委会、董事会、监事会、经理层的权利和职责；2、优化组织架构，科学优化部门和岗位，严格定岗定编，合理设立管理层级，以降低运营成本、提高管理效率；3、建立健全组织管控体系与制度流程规范，实施分层运作、分业经营、分类管控，系统完善企业制度流程规范，提升企业运作效率；4、强化人才战略，并完善薪酬绩效制度改革，例如通过引入职业经理人，招聘管理、财务、法律、金融、投资等专业人才的方式搭建“高效队伍”，同时建立以岗位为核心的绩效考核制度，实现“收入能增能减”的良性机制。

第五，聚焦国家战略，优化业务领域布局，重塑业务（投融资）模式

对城投企业来说，其转型的核心应该围绕业务来展开，而不能只局限于当下金融监管环境的融资视角，业务转型的重点又在于业务领域的布局以及业务模式的重塑。作为地方性的国有企业，城投企业的业务转型需要在服务国家战略和服务地方政府经济社会发展两条主线上，综合考虑区域资源禀赋以及产业发展两个维度的内容。

作为地方国企的城投企业总体上应该以服务国家战略、优化国有资本布局、提升产业竞争力为目标，以资本为纽带、以产权为基础进行业务转型，可转型布局的业务领域十分丰富（详见本文第三部分）。其转型关键在于根据地方政府明确的职能定位、主责主业，确定自身的长远战略规划，并以此为框架制定好短、中、长期的发展方向和路径。在业务转型过程中重塑业务（投融资）模式

是城投企业的难点，其中既包括传统城投类业务的业务（投融资）模式调整（详见本文第三部分），亦包括市场化业务的机制创新，即城投企业在围绕主责主业开展市场化项目前期，就应该以市场化视角审视项目建设的必要性，以专业的市场化决策机制、运作机制为基础充分论证项目盈利性及可行性问题，并严格管控项目融资风险。

二、城投企业常见的转型方向及路径？

2.1. 基于业务布局领域的转型

根据全国各省份在过去转型方向的探索来看，城投公司在城市运营、金融控股和产业投资三大方向转型最有成功的可能。

2.1.1 城市运营

城市运营包含的概念较为广泛，包括利用优质的土地资产、地产物业（保障房、商业地产、产业地产等）以及投资建设的其他类似项目、盘活过去十几年开展城投业务而形成的资产等方式开展城市运营，利用供电、供水、污水处理、供气、供热、环卫、固废处理、消防、殡葬、公共管网管理等资产为城市提供公共日常服务，也包括涵盖了交通基础设施建设、城市公交、轨道交通、高速、铁路、港口、机场运营，及与之相关的如高铁站、高速服务区、停车场、充电桩、加油站等交通服务设施运营的业务。目前，城市运营是城投公司转型最为常见的方向，其中又包括运营城市和运营产业园两个具体的内容。

（1）运营城市

在传统城投公司业务范围内，形成了大量的非经营性和准经营性项目资产，其中非经营性项目缺乏盈利来源，是形成城投隐性债务的主体，而准经营性项目则高度依赖于政府补助，具有一定的不确定性。虽然这两类项目都具备一定的正外部性，但是却依然给城投公司带来了一定的经营风险。城投公司可以依照城市的发展规划进行项目与资产的配置，将城市作为一个整体进行运营，以少量增量实现对存量的调节，以此来降低其经营风险。

这种模式具有三种优点：首先，城市的整体运营中，以增量促活存量，可以实现增量的边际效益更大化；其次，城投公司可以将准经营与非经营性项目的正外部性转化为资产增值的驱动力，以实现更强的内生造血能力；再次，有益于提高基础设施运营与公共服务质量、促进城市的整体性繁荣，进而提高居民的幸福感和获得感，实现城市的整体性存量增值。

从具体案例来看，随着城市的发展，扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州城建”），在扬州市政府的主导下，经历了2012年和2019年进行了两次重大资产重组，业务和职能定位已初步从传统的投融资主体转变为城市运营集团。受益于历次资产整合，扬州城控主营业务不断拓展，目前已形成以水务、燃气、交通运输、基础设施建设、房地产开发、建筑施工为主体，同时涵盖电力投资、金融投资、商贸流通、旅游服务等多个领域的业务运营体系。其中，经营性业务板块的不断充实，特别是由江苏华建负责经营的建筑施工业务和扬子江投资负责经营的酒店运营等业务的增加，使得公司业务市场化多元经营程度进一步提高。近年来，扬州城建投入200亿元，承担了50个重大城建项目和公用事业设施建设任务，而由其投资建设的城市快速路、新万福路等项目，打通了其持有的商贸城、文昌百汇商业街、壹位商业广场、大王庙商业广场等商业地产，带来了更多的人流车马，资产进一步增值。截至2022年末，扬州城建资产总额达到1875亿、净资产608亿。

(2) 运营产业园

产业园区是城市建设的重要载体和依托，是城市发展的“基础设施”，城投企业历来也都在围绕产业园区进行开发与盘活，但多数产业园区内的城投企业的投资重点主要以开发建设为主，债务偿还也主要依赖于地方财政资金或补贴。在经济结构发生重大变化的当下，产业园区是产城融合发展的重点区域，也是地方引领区域经济高质量发展的主阵地，区域内城投企业的市场化转型显得迫在眉睫，需要更加关注企业效益、创造利润，不能一直指着补贴来打平做园区的经济账。所以新时代下的城投企业，业务能力不能只停留在开发建设层面，而是要与本土产业链的发展进程保持更紧密的关系，完成从“建产业园”到“做产业”的转变，通过推动产业发展、运营产业，在各类园区资产中获取效益和利润。

目前大部分园区类城投企业还停留在传统营运模式，重点在如何把企业引入，后续的支持发展服务却掉链子。根据成功的产业园区发展经验，产业服务将会成为强劲的盈利点，提高服务的针对性和差异性将打造企业的核心竞争力，另外企业的成长空间和园区品质，都在于“服务”两字。其中最基础的就是为企业提供工商、财税、人力等相关服务的链接，最大化降低企业的行政办事成本。把服务做好，把品牌擦亮，才能聚集更多人气，提升资产价值。而在产业园区高质量发展的道路上，盈利模式不仅限于租金或售出收入，多方面的获利能力也会形成园区发展的良性循环。优化自身运营管理及服务模式，争取投资入股园区企业的机会，与园区企业共同成长。

从具体案例来看，佛山市三水区国资局要求下属企业的首要任务是打造营销环境，其中暗含了城投企业运营产业园的路径。其打造营商环境的路径包括：1、综合考虑佛山市产业发展规划及本地的生产要素供给，配套建设好园区的基础设施；2、改变招商模式，脱离以土地吸引企业入驻的老路，可通过租售结合的方式进行运作，充分利用园区内生活配套的业务经营盘活资产；3、考虑到园区投资大、真实收益小的现实问题，利用股权投资方式来运作，包括成立金融控股类企业，最终实现股权分红反哺产业园运营的互动路径；4、充分利用国资条线内的优质资产，支持下属企业做强。

产业园区促经济发展这几年越来越面临激烈的竞争，各地的产业招商也早已陷入混战，各方主体都在加速“抢商”、“挖角”，这让一些中小城市和园区城投感到十分被动。一线城市的产业园招商范围很广，因为各类发展资源高度集中，产业导入成功率较高。但非一线城市的产业园区，在招商上一定要有清醒的认知。与其和发达城市争抢高精尖产业，不如与本土优势产业深度绑定，谋求传统产业转型升级带来的红利。

比如川渝两地，会各自选取几个优势产业来打包做整合推介，以两地一体的亮相来强化资源体量和招商声量。同时川渝也通过对自身开展产业梳理的契机，分析了两地产业链的薄弱、互补与缺失环节，进一步提升了招商的针对性和精准性。

举例来说，结合园区产业发展方向进行市场化转型方面：成都空港兴城投资集团有限公司下属的成都空港产业兴城投资发展有限公司（以下简称“空港产投”），2022年新增空中客车飞机全生命周期服务项目。该项目建设背景为国家发改委与空客公司在2017年3月第八届航空航天产业合作发展峰会上签订《关于进一步加强在航空航天领域合作的备忘录》，明确双方将共同评估在中国开展飞机拆解业务的可能性，探索启动飞机全生命周期服务。经四川省、成都市及双流区政府多次积极争取，空客项目最终选址落地双流区，空港产投为项目建设主体。空客项目于2022年7月开工，项目建成后通过厂房、办公楼、停机坪等资产的出租及成立合资公司运营飞机拆借业务等方式获取收益。

结合区域产业发展方向进行市场化转型：重庆长寿投资发展集团有限公司系长寿经济技术开发区（国家级经济技术开发区）的主要平台企业。长寿经开区重点发展综合化工、新材料新能源、钢铁冶金等产业，是长寿区主要的产业聚集区和工业经济承载地。长寿经开区的主要工业类资源业务均纳入该企业：如子公司重庆飞华环保科技有限公司主要负责化工材料销售，其主要客户为园区内的巴斯夫聚氨酯（重庆）有限公司；子公司重庆兴寿供应链管理有限公司依托长寿经开区的企业资源开展钢材、建筑材料和成品油贸易业务。

城投企业基于区域或园区优势（重点）产业基础拓展产业类业务经营，可以充分利用所在区域自身资源禀赋、共享供应链上下游客户，加强当地产业或园区产业集聚效应，市场化转型成功的可能性往往比较大。

2.1.2 金融控股

金融控股集团通常是整合了银行、证券、保险、AMC、担保、小额贷款、融资租赁、创投等多样化业务，组建的多牌照区域性金融集团。

金融控股集团转型的必要条件是地方政府有较为充沛的资源基础，并非所有地市均具备条件。金控集团通常收入集中在金融行业非常高，而金融行业又是个极易受经济环境及政策影响的行业，因此金控集团还需更加重视收入、盈利、现金流的稳定性。同时，金控集团控股、参股子公司较多，涉及行业广泛，各个细分行业专业和独立性很高，集团作为控股存在管理难度大的问题，一定程度上加大了公司的投资管理难度。浙江省金华市在 35 号文出台前，已根据地区产业发展方向及规划，结合资源禀赋的基础，完成了自下而上的部分城投公司转型，取得了良好的效果，未受到 35 号文的影响。

金华市根据“打造国际枢纽城，奋进现代都市区”的理念，于 2020 年起实施国企改革，成立金华市国有资本运营有限公司，统筹全市范围内各类基础设施项目的投资建设及运营、土地开发整理、水务、交通运输、安保等城市服务类业务；同时，金华市国资委单独控股金华市金投集团有限公司，作为金华市市政府直属一类国有企业，发展金华市类金融产业，补充完善地方金融服务体系，提升金融服务实体经济能力，促进基金、创投、产业和资本集聚，支持金华市经济转型和社会发展。同时，在智慧谷产业园开发、商业物业经营、金华火腿品牌运营等非金融业务，金华市金投集团有限公司也有涉猎。金华市金投集团有限公司不在 3899 名单内，也不涉及隐性债务，被认定为普通地方国企，债券融资不受限制。

2.1.3 产业投资

产业投资更多是为帮助地方政府解决产业和经济发展问题而存在，即以地方财政引导并撬动社会资本，产投集团投资于经济社会发展的重点领域和薄弱环节，达到促进创新创业、推动产业结构优化升级。产投集团通常以股权、债权、母基金、私募基金等方式投资实体产业，同时拥有类金融、地产开发、园区开发运营等业务，通过资金支持、金融服务、物业租赁、政策人才服务等方式对产业项目进行全方位的培育和扶持。

从转型的具体路径看，经济发达、有产业基础的地区，地方政府仍有可支配的经营性资产，完成上述方向的转型成功率较高。在城市建设达到较高水平之后，地方政府势必将更多的精力投入到产业发展；此时，地方政府对于城投公司的要求不再单纯的围绕“城市”建设和运营，有进一步的要求，即要求城投公司在产业投资、产业扶持、产业整合方向上做出更多贡献。

城投公司转型产业投资则是为帮助地方政府解决产业和经济发展问题而存在，即以地方财政引导并撬动社会资本，投资于经济社会发展的重点领域和薄弱环节，达到促进创新创业、推动产业结

构优化升级。

通常，产业投资需拥有专业的投资团队，以股权、债权、母基金、私募基金等方式投资实体产业，通过资金支持、金融服务、物业租赁、政策人才服务等方式对产业项目进行全方位的培育和扶持。从收益来源看，一般是待产业项目成熟后通过出让形式收回成本和投资收益；对于政府来说，产业投资公司对产业项目的全方位培育和扶持，带动当地经济和财政增长，经济社会获得发展。

以杭州市拱墅区国有投资集团有限公司（以下简称“拱墅国投”或“公司”）为例，2022年6月，拱墅区政府启动拱墅区域内的国有企业整合，并下发《国企改革实施意见》。根据该意见，拱墅区将成立两大平台，杭州市拱墅区城市建设发展控股集团有限公司和杭州市拱墅区国有资本控股集团有限公司，分别承担“基建+实业+市政”的职能以及“产业+资本+运营”职能，实现了城投类业务和产业类业务的彻底分离。杭州市拱墅区国有资本控股集团有限公司核心子公司杭州市拱墅区国有投资集团有限公司是拱墅区产业化转型整合的主要平台，承担原杭州市下城区南部的区块开发、商业及工业地产开发运营、医疗产品销售以及基金和股权投资业务，其发行的“24拱投K1”是35号文出台之后“2024年首单城投转型科创债”。杭州市拱墅区国有投资集团有限公司主要通过收购上市公司“润达医疗”进行市场化转型，医疗产品销售和房屋租赁业务收入占比近90%，代建业务采用只收取代建管理费的模式使得收入占比在1%以下，从盈利情况来看，盈利主要来自于医疗产品销售、房屋租赁和基金管理费等毛利率较高的市场化经营性业务，代建业务几乎不贡献利润。资产方面来看，资产构成仍然保留了曾经进行城市基础设施建设的特征，存货是占比最高的科目（但23年6月末占资产的比例为28.39%，低于30%），其中以项目开发成本为主，主要因土地开发整理及原下城区南部区域的开发建设而形成。其次，虽然应收账款及其他应收款等体现传统城投财务特点的科目规模较大，但内部结构已发生根本改变，特别是应收账款，主要是医疗产品销售业务应收终端医院及经销商的货款（22年末为59.21亿元，占应收账款的比为97.35%），而非应收政府的委托代建款。

此外，非流动资产主要由长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、投资性房地产、固定资产、商誉和其他非流动资产构成：长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产主要为对参股企业股权投资和基金投资，投资性房地产、固定资产主要是通过外购和无偿划拨取得的经营性房产，商誉为收购医疗产品销售公司形成了溢价，其他非流动资产主要为新增预付四宗土地购置款。上述资产与产业投资和城市资产运营的定位相匹配，且近年来相关资产持续增长（23年6月末占资产的比例为40.63%），体现了业务转型的轨迹。

在拱墅国投的案例中，可以清楚地看到，上市公司的产业和资本属性，为国有资本运营提供了产业平台，也为地方产业发展提供了资本运营平台。近年来，特别是2018年以来，随着宏观与周期因素的变化，国资国企改革的深入推进，地方国资企业也成为上市公司控股权交易的重要参与者，活跃在资本市场。城投公司成为上市公司控股权收购的重要参与者，也有不少不成功的案例。根据不完全统计，2023年全国至少31起地方国有企业控股收购上市公司完成交割的交易，占全年实施控股权变更的上市公司数的近1/3。其中，披露交易金额逾351亿元，宗均交易额逾11亿元。从地区情况而言，浙江省市区县国资委（局）拔得头筹，合计交割了8宗上市公司控股权收购，而山东省市区县国资委（局）居于第二，合计交割了5宗上市公司控股权收购，湖北省市区县国资委则以4宗上市公司控股权收购交易居于第三。31宗交易中，7宗交易标的为设备制造与制造业，5宗交易为集成电路和信息技术，5宗交易涉及新能源材料和材料领域。并购交易主要发生在战略新兴产业和制造业。

总体来看，虽然当前资本市场处于较低位置，但从上述数据来看，地方国资参与上市公司收购的单宗交易额不低，估值倍数也不低，这意味着投后整合运营需要更多的努力。如何不为收购而收购，需要从并购战略、并购风控、交易执行和整合运营等层面进行立体规划、全程把控，尊重市场和专业，实现控而能活、控而有用、控而有效，真正实现上市公司本身高质量发展，从而让上市公司控股收购成为助力地方产业发展和资本运营的重要手段，服务地方经济高质量发展。

2.2.基于业务（投融资）模式的转型

从存续至国发[2014]43号文发布之前，城投企业主要承担政府投融资职能，即意味着其主要承担以公益性半公益性基础设施类项目为主的业务，所采用的业务模式历经了BT模式、委托代建模式、PPP模式、政府购买服务模式等的演变，但上述业务模式的共性本质都是通过城投企业前期垫资的方式进行建设，后续主要依靠地方财政资金回款的方式实现自身的资金平衡，由于公益性半公益性的基础设施类项目都存在投资规模大、投资周期长的特点，叠加财政资金回款周期的强不确定性，从而引发了城投企业债务的快速攀升。财预[2017]50号、财预[2017]87号、财办金[2017]92号、财金[2018]23号等文件也陆续对PPP、政府购买服务、政府投资基金等进行了规范，强调地方政府严格规范举债行为，切断地方政府与平台公司隐性融资担保关系。

对于仍然承担公益性半公益性基础设施类项目为主的城投企业来说，转型应该聚焦投融资模式调整，可采取的调整方式包括两大类。

一是利用财政预算内资金或地方政府债资金参与公益性项目建设。不再承担公益性项目的垫资融资职责，仅负责项目过程管理，对应的项目建设资金由地方政府通过财政预算内资金或地方政府债资金等来安排，城投企业每年按照一定比例收取项目管理费以覆盖前期的人力等相关支出。

二是以特许经营模式参与半公益性项目建设。国务院在2016年《中共中央 国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“《意见》”）中便首次明确了投融资体制改革的顶层设计，提出“鼓励政府和社会资本合作。各地区各部门可以根据需要和财力状况，通过特许经营、政府购买服务等方式，在交通、环保、医疗、养老等领域采取单个项目、组合项目、连片开发等多种形式，扩大公共产品和服务供给。”尽管《意见》中鼓励的社会资本为民营企业，但实践中有大量的城投企业参与其中，多数采用的是PPP模式，城投企业既可以作为政府出资方代表也可以作为社会投资人，城投企业参与的PPP模式项目多数表现出假PPP的特点：即PPP项目的回款依然过渡依赖于地方财政补贴回款。为规范PPP模式，2023年11月3日，国务院发布了国办函[2023]115号《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，该意见进一步规范了政府和社会资本合作（PPP）的模式，即且全部采取特许经营模式实施，具体实施方式包括BOT、TOT、ROT、BOOT、DBFOT等；同时，也对适用项目进行了约定，要求聚焦使用者付费项目，即“限定于有经营性收益的项目，主要包括公路、铁路、民航基础设施和交通枢纽等交通项目，物流枢纽、物流园区项目，城镇供水、供气、供热、停车场等市政项目，城镇污水垃圾收集处理及资源化利用等生态保护和环境治理项目，具有发电功能的水利项目，体育、旅游公共服务等社会项目，智慧城市、智慧交通、智慧农业等新型基础设施项目，城市更新、综合交通枢纽改造等盘活存量和改扩建有机结合的项目。”上述项目多数表现出半公益性质，为城投企业参与半公益性项目建设提供了业务（投融资）模式调整的路径。