



城投公司股权投资及其对信用风险的影响初探

联合资信 公用评级一部 | 姚 玥 郑 重 沙恩鹏 符 蓉

近年来，在政府相关政策要求和城投公司自身发展需求等综合因素影响下，城投公司谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务。作为城投公司谋求转型的重要方向之一，城投公司通过参股投资、收购股权、基金出资以及无偿划入股权等方式参与的股权投资规模持续增长。作为承担区域发展的重要载体，城投公司参与股权投资或更侧重于其带来的地区长期经济效益，而非股权投资带来的短期投资收益，以配合当地政府招商引资、推动区域资源优化配置、吸引资本对地区产业转型升级提供资金支持为主要目标。同时，城投公司参与股权投资形成的经济外部性也远大于股权投资本身产生的收益，对其信用风险也将产生一定影响。



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



一、城投公司参与股权投资背景分析

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。

近年来，国家陆续出台了相关涉及城投公司转型的政策文件，如《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）提出“进一步规范融资平台公司融资行为管理，推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资”；国家发展改革委《关于实施2018年推进新型城镇化建设重点任务的通知》指出“分类稳步推进地方融资平台公司市场化转型，剥离政府融资职能，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目”。除上述政策因素推动影响外，随着城市建设的不断推进和城市化率的不断提高，部分区域城市基础设施建设业务空间不断缩小，城投公司的公益性业务量也呈现不断下降趋势。因此，在上述政策要求和城投公司自身发展需求的综合影响下，城投公司谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务。

作为城投公司谋求转型的重要方向之一，近年来，城投公司通过参股投资、收购股权、基金出资以及无偿划入股权等方式参与的股权投资规模持续增长。本文主要从城投公司参与股权投资形成的经济外部性看股权投资对城投公司信用风险的影响。

城投公司参与股权投资主要包括以下三方面的动机：

一是拓展业务领域，增强自身造血功能。城投公司通过股权投资的方式去参与到更多的行业，并借此推动“集团化”“实体化”“市场化”转型改革。基于此类目标，城投公司往往通过推动自身业务结构优化，构建多元化业务体系，拓展新业务边界，打造为城市的运营商等方式，进而增强自身造血功能，逐步提高经济效益并创造新的利润增长点。

二是为配合当地政府招商引资、吸引社会资本，促进地方产业经济转型升级。作为地方政府发展经济、推动产业转型升级的有力抓手，城投公司的股权投资致力于配合当地政府招商引资，培育产业，推动地方产业升级，促进地方经济转型。基于此类目标，城投公司一般通过股权投资方式来配置资本，优化国有资本布局，或者通过成立产业投资基金，发挥产业投资基金杠杆作用，进而吸引并带动社会资本投资，促进地方产业经济转型升级。

三是作为区域国有资产运营平台，承担区域内国有资产运营管理职能，以此推动实体化发展。在城投公司重组整合与市场化发展趋势愈发明显的背景下，不少地区成立或整合区域国有资产运营平台，将所在区域内的竞争性业务或公用事业类业务，例如将区域内金融性产业、地方资源性产业或公用事业类产业等优质资源进行归并，以股权形式注入平台公司，使其成为拥有多个专业化子公司的运营管理平台，以此推动实体化发展。

二、城投公司参与股权投资现状

（一）城投公司参与股权投资类型

从投资类型来看，城投公司参与股权投资类型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进行股权投入，未来通过企业上市和原股东收购股份等方式退出；**间接投资**为城投公司通过成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，其中产业基金的投向主要包含公益性项目和市场化竞争性项目，未来通过股份回购、股份转让和基金并购等方式退出。

1. 直接投资

直接投资的投资方向上主要包括政府主导类项目和非政府主导类项目两种。

对于**政府主导类项目的投资**，当地方政府招商引资来重大项目，一般会通过让所在地资质较好的城投公司对其投资来满足重大项目落地等方面的需求。资金来源方面，城投公司对于重大项目投资的资金来源包括政府出资和城投公司自身对外融资两种。对于政府出资，以财政补贴或出资的形式表现，城投公司仅代表政府出资并获取投资收益；对于需要城投公司通过自身对外融资进行投资的项目，需要对未来城投公司投资收益保障情况以及被投资产业自身存在的市场风险进行判断，从而分析该项目的投资风险大小。

对于**非政府主导类的项目投资**，根据被投资行业与城投公司业务相关性可分为强相关性和弱相关性两种情况。**针对强相关性的项目**，目的是为了当地经济的发展和增大城投公司公共投资，例如交通运输、公用事业资源，被投资企业具有特许经营权（如供水、供热和污水处理业务等）等，城投公司可凭借其在当地享有的政策、税收、融资、土地等多项资源优势，在一定程度上满足被投资企业对于生产基本要素的需求，并提供相应服务。**针对弱相关性的项目**，城投公司投资于相对陌生行业，投资

领域无法与自身业务产生直接协同效应的，此类投资或主要出于拓展业务领域目的，但在参与股权投资的过程中要对被投资行业和产业有深刻的了解，避免因行业陌生造成投资失败或者退出没有保障。

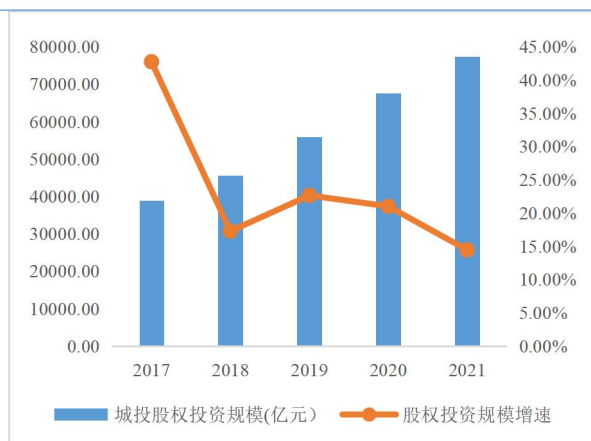
2. 间接投资

间接投资的投资方向主要为城投公司牵头或参与成立的公司制、有限合伙制和契约制基金。城投公司参与产业投资基金，不仅可以完成政府交办的任务，增加投资收益，还可以借助产业投资基金规避一定的风险，推动自身的转型。以有限合伙制基金为例，在合伙制基金里，城投公司一般充当有限合伙人的角色，由基金管理公司负责基金的筹集、管理和运作，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。由于被投资对象的分散，在收益层面上可能会比直接投资低。同时，由于投资基金具有一定债务杠杆作用，此类投资可能会在风险发生时加倍放大风险。

（二）全国城投公司股权投资概况

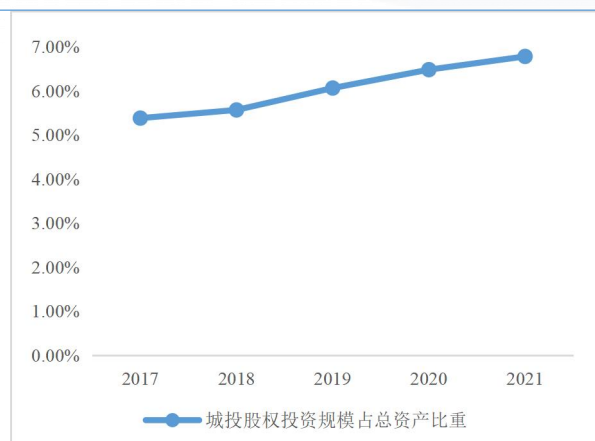
总量方面，全国城投公司股权投资规模¹持续增长且占总资产比重不断提升。2017年以来，全国城投公司股权投资规模快速增长（见图1），年均复合增长19.02%，其中截至2021年底，全国城投公司的股权投资总规模较上年底增长14.44%至7.74万亿元；近5年增速总体呈现下降趋势，其中，2018年增速下降较快，主要系2017年开始，多项政策出台限制融资，城投公司融资渠道相对收窄，或无法获得更多的资金参与对外投资所致。股权投资规模占总资产的比例方面，近两年随着依法合规开展市场化融资相关政策文件的出台，城投公司转型步伐加快，全国城投公司股权投资规模占总资产的比例呈现持续增长的趋势，由2017年底的5.38%逐年增加至2021年底的6.78%。

¹ 本文城投公司样本为有存量城投债的平台2200余家；股权投资规模主要包括长期股权投资、其他权益工具投资、交易性金融资产和其他非流动金融资产；未去除因母子公司导致的重叠值；未考虑直接形成控股子公司并纳入合并范围内的投资。



资料来源：Wind，联合资信整理

图1 近五年全国城投公司股权投资规模及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 近五年全国城投公司股权投资规模占总资产的比重

股权投资收益方面，2017年以来，全国城投公司对合营、联营企业的投资收益²规模及其占利润总额的比重总体均呈上升趋势，截至2021年底分别为1016.18亿元和10.19%，对城投公司盈利水平可形成一定补充。从长期股权投资角度来看，收益率总体虽呈上升趋势，从2017年底的0.35%增至2021年底的2.97%，但收益水平整体仍偏低，低于城投公司整体的资金成本。



资料来源：Wind，联合资信整理

图3 近五年全国城投公司股权投资收益及占利润总额比重



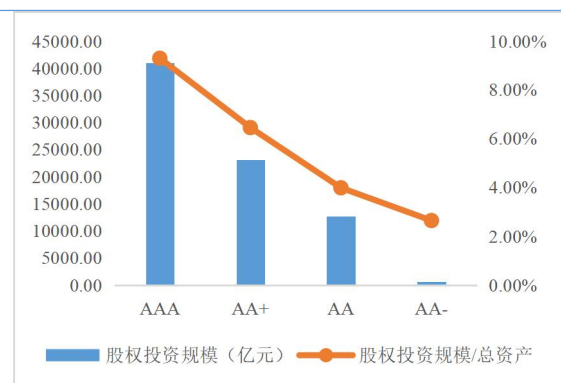
资料来源：Wind，联合资信整理

图4 近五年全国城投公司股权投资收益占前一年长期股权投资比重

从行政级别看，截至2021年底，行政级别为地市级和区县级的城投公司股权投资总规模为4.38万亿元，占全国城投公司股权投资总规模的56.54%，其中地市级城

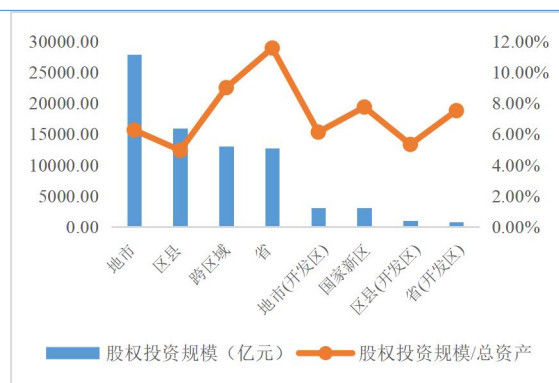
² 从城投公司股权投资对企业利润影响角度出发，本文以城投公司资产负债表中“长期股权投资”和利润表中“投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益”为例，以此测算城投公司股权投资收益对企业利润总额的贡献程度，即收益率，下文同。

投公司占比最高，为 35.96%，区县级次之，为 20.58%；分主体级别看，截至 2021 年底，主体评级为 AAA、AA+和 AA 的城投公司股权投资总规模为 7.68 万亿元，其中 AAA 级别城投公司股权投资总规模最大，超 4.00 万亿元。股权投资规模占总资产的比重分别为 9.29%、6.45%和 3.98%。整体看，AAA 级城投公司通常为区域内主要平台，或由于可接触的资源更多，市场化转型较早，并在区域内承担了更多的投融资职能及国有资产运营管理职能，因此在股权投资规模及占总资产比重方面远大于其他级别城投公司。



资料来源：Wind，联合资信整理

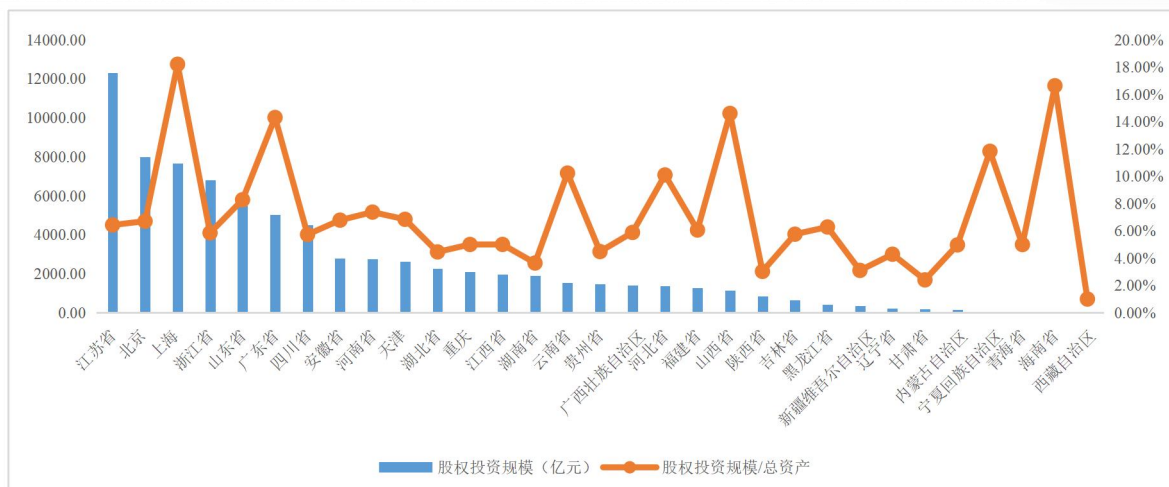
图 5 截至 2021 年底全国城投股权投资主体级别分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 6 截至 2021 年底全国城投股权投资行政级别分布情况

区域分布方面，全国城投公司股权投资规模分化较为明显，主要分布在经济相对发达的东部区域，西部区域规模较小。其中江苏省、北京市、上海市、浙江省、山东省和广东省区域内城投公司股权投资规模较大，均超过 5000.00 亿元。占总资产比重方面，上海市、广东省等东部省份占比较高，在全国亦处于领先地位。整体看，东部区域经济水平发达，区域资源禀赋优势更为突出，城投公司参与市场化转型或相对较早，因此在投资规模上处于相对领先水平。

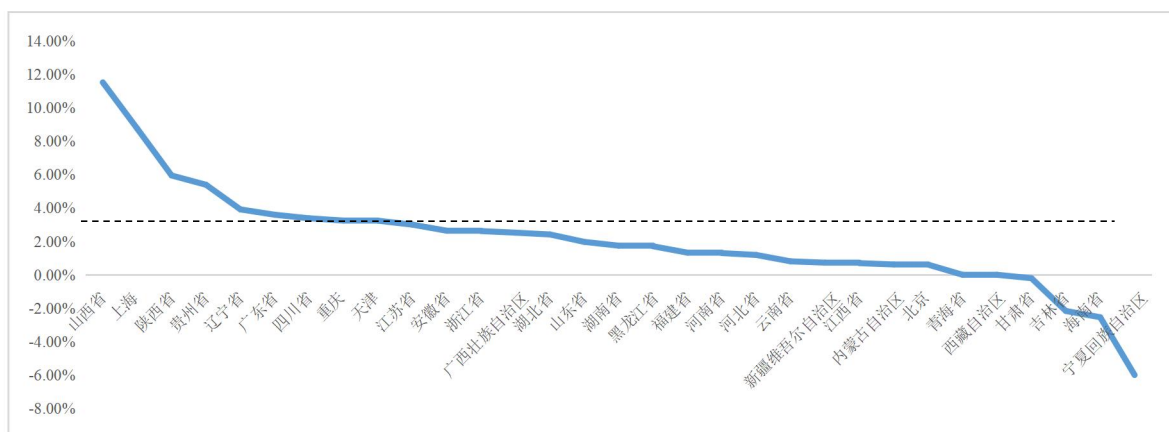


资料来源：Wind，联合资信整理

注：图中宁夏回族自治区和海南省股权投资规模/总资产较高系由于样本量基数较小，云南省、河北省和山西省股权投资规模/总资产系由于其城投公司样本中对于交运等重资产行业股权投资规模较大

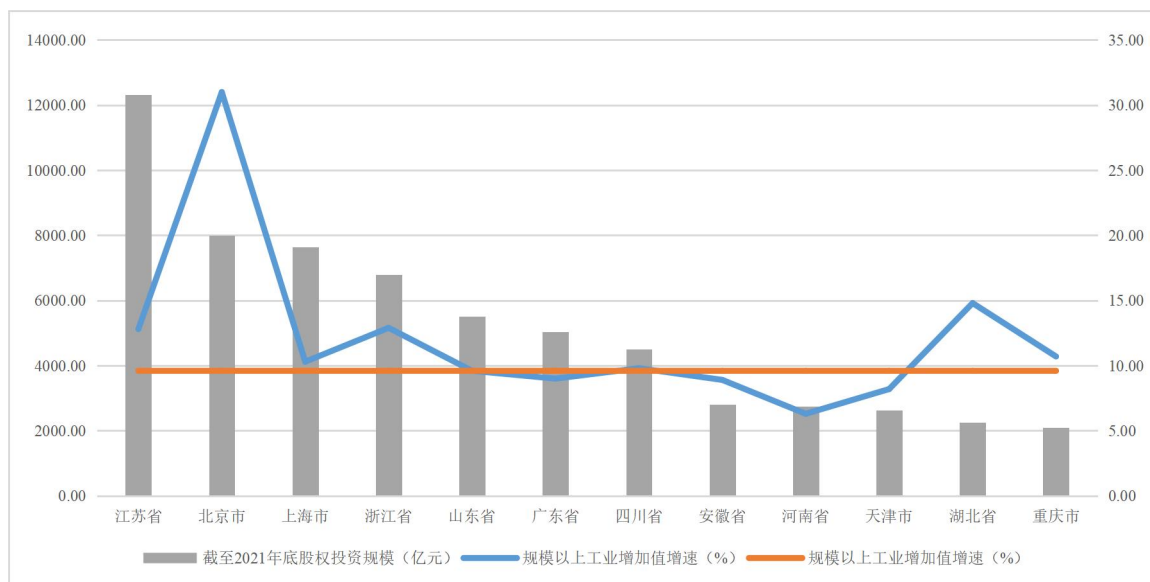
图7 截至2021年底全国城投公司股权投资区域分布情况

收益率方面，全国大多省份收益率在4.00%以下，收益整体水平偏低。股权投资规模前十的省（直辖市）中，上海市、广东省、江苏省、四川省、天津市等高于全国收益率均值2.91%；安徽省、山东省和浙江省介于1.97%~2.64%，河南省和北京市低于1.00%。一方面反映出城投公司或由于从事市场化转型业务的时间尚短，在投资效益方面的表现并不突出，对利润的贡献度并不高。另一方面，或由于城投公司目前参与股权投资的动因并非完全以追求投资收益为最终目标，主要仍以配合当地政府招商引资、促进地方产业转型升级等为主要目标，更关注通过股权投资方式来配置资本，培育地方产业和由此带来的经济外部性。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 8 截至 2021 年底全国城投公司股权投资收益率区域分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 9 截至 2021 年底全国部分省（直辖市）规上工业增加值增速情况

股权投资规模较大的省（直辖市），规上工业增加值增速亦较快，区域经济景气程度较高，或由于股权投资对区域整体产业发展也具有一定促进作用。根据图 7，股权投资规模在 2000.00 亿元以上的 12 个省（直辖市）中，北京市、湖北省、浙江省、江苏省、重庆市和上海市规上工业增加值增速超过全国平均水平（9.60%），增速较快，例如北京市的股权投资规模约 8000.00 亿元，居全国前列，其规上工业增加值增速位列第一，亦远超全国平均水平（31.00%），反映出区域经济景气程度较高，积极的股权投资或对其规上工业增加值的增长也具有一定的拉动作用；四川和山东两省规上工业增加值增速与全国平均水平持平；广东省、安徽省、天津市和河南省股权投资规模尚可，低于其他几个省（直辖市），从规上工业增加值增速来看，略低于全国平均水平，但仍保持较高增速。

三、城投公司参与股权投资信用风险展望

综上，作为承担区域发展的重要载体，城投公司参与股权投资或更侧重于其带来的地区长期经济效益，而非股权投资带来的短期投资收益，仍以配合当地政府招商引资、推动区域资源优化配置、吸引资本对地区产业转型升级提供资金支持为主要目标。城投公司参与股权投资形成的经济外部性也远大于股权投资本身产生的收益，对其信

用风险也将产生一定影响。

由于城投公司的特殊性与复杂性，区域经济实力和地方财政实力对于城投公司有重大影响，系信用评级重点关注的要素。区域经济是城投公司发展的重要基础，也是地方财政的基础。地方财政收入规模越大，结构越合理，财政实力越强，则相关地方城投公司发展的机会越大，得到的支持也越强。

在股权投资过程中，城投公司需重点围绕地区主导产业及优势产业进行投资，了解区域优势，加强对招商引资项目的布局规划与管理，以便吸引招商引资和产业落地，构建产业集群，进而形成相应产业规模的经济发展空间，对区域经济发展、人口集聚、土地增值、财政收入增长起到长期促进作用。而其产生的经济外部性也为城投公司提供了更为良好的外部发展环境，形成良性循环。例如随着产业发展繁荣，当地经济发展及财政收入水平增长，区域内的城投公司发展的机会更大。城投公司拥有的土地资产得以增值，并获得更可持续和更有力的政府支持，财政对其基建项目的回款能力得以增强，城投公司的资金流动性得以提升，财务结构也更趋于稳健，信用水平获得支撑或提升。

在城投公司参与股权投资对区域内产业运营和经济发展带来积极作用的同时，也需警惕其带来的自身投资风险，及持有股权过程中的各种不确定性。

从直接投资看，若城投公司需通过自有资金或对外融资进行投资，被投资企业产业同当地优势产业或重点发展产业相关联，投资本身带有一定产业引导和扶持作用的，该类产业在区域内往往具有一定发展基础和竞争优势，更易获得政策倾斜和资金支持，被投资标的一般具有更良好的发展环境，且在投资的带动下有助于招商引资和相关产业进一步发展，对区域经济发展形成正面外部效应，考虑长期的经济效益，该类投资面临的投资风险本身相对可控。但若投资于初创阶段的新兴产业，该类产业处于行业发展的初期，产生投资效益的周期往往较长，能否引入产业链形成产业集群，以及对企业落户、人口集聚、区域经济发展、财政收入增长的促进作用有待关注，此类投资产生经济外部性的不确定性较高，面临的投资风险也较大，若投资失败将对城投公司自身盈利水平甚至信用水平产生冲击。

从间接投资看，目前城投公司参与基金投资通常在发起该基金的区域范围内，基金投资项目的投向较为重要，需关注其主要投向的行业同区域内新兴培育产业、重点发展产业是否具有协同性，带动性作用等，并进而评估由其产生的经济外部性。此外，由于产业基金的存续期普遍较长，城投公司或无法短期内获得收益，若出现“短贷长投”现象，将加重投融资期限错配风险。同时，由于投资基金具有一定债务杠杆作用，若投资失败可能会加倍放大风险。

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。