



2022年5月19日

县城城镇化之下，区县级城投融资难能否破解？

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴志武

wuzhw@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



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。

主要内容：

1、5月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》（以下简称“《意见》”），提出到2025年以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展。城投企业作为区域内城镇化建设的重要抓手，政策上推动以县城为载体的城镇化，对区域内城投从外部环境、增量业务和转型升级等方面形成了重大利好。

2、推进县城城镇化建设，对资金来源提出了重大的挑战。作为县城城镇化建设的重要抓手，区县级城投面临着融资难的困境，原因是多方面的：首先，区域财政实力较弱，城投企业融资受政府支持有限；其次，有效资产规模小、负债较重，区县级平台实力弱；再者，严监管之下，区县级城投融资政策合规风险高。

3、对于外部融资支持模式，《意见》提到了地方政府专项债、新型城镇化建设专项企业债券、PPP模式、公募REITs和银行贷款等几种，但城投在选择这些工具时面临一定的局限性。具体来看：地方政府专项债，很可能出现即使项目符合专项债资金支持条件，但未必能获得资金额度。新型城镇化建设专项企业债券，在目前对城投企业发债审核较严背景下，一些债务负担较重的县级城投未必能顺利获得债券资金支持。PPP模式，在PPP财政支出责任占比不得超过10%“红线”约束下，部分地方政府做PPP项目的空间比较小。公募REITs对基础资产和原始权益人的要求均很高，具备条件的基础资产较少，加上符合条件的原始权益人则更少。银行贷款门槛高，审批流程长，手续较为繁杂，贷款面临的不确定性因素较多，需要补充有担保能力的公司担保或提供其他资产抵押。

4、对于区县级城投面临融资难的问题，我们建议：一是，充分利用政策机遇，因地制宜地选择各种融资支持工具；二是，优化区域内城投资产，做强做大城投；三是，打造优质项目，创新投融资模式；四是，注意融资合规性，化解债务风险。

5月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》（以下简称“《意见》”），提出到2025年以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展。近年来，县城城镇化受到高度重视，在国家的“十四五”规划和2035远景目标纲要中，要求推进新型城镇化，突出强调“推进以县城为重要载体的城镇化建设”。这区别于过去以中心城市为引领，发展城市群、都市圈的城镇化道路，将县城城镇化单独拎出来，以县城作为重要载体推进城镇化建设，是基于对我国城镇化现状和城乡统筹发展的深刻认识。截至2021年底，我国城镇常住人口为9.1亿人。其中，1472个县的县城常住人口为1.6亿人左右，394个县级市的城区常住人口为0.9亿人左右，县城及县级市城区人口占全国城镇常住人口的近30%，县及县级市数量占县级行政区划数量的约65%。推进县城建设，有利于引导农业转移人口就近城镇化，完善大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间布局。

城投企业作为县城城镇化建设的重要抓手，随着县城城镇化建设的推进，区域内城投平台的重要性将会上升。面对县城城镇化的有利机遇，区域内城投平台需要积极参与县城城镇化的建设，充分利用这一历史机遇，通过化解城投发展过程中的“痛点”，尤其是突破融资难的瓶颈，来推动县城城镇化建设和城投平台转型发展。

一、县城城镇化拓展了区县级城投发展空间

城投企业作为区域内城镇化建设的重要抓手，政策上推动以县城为载体的城镇化，对区域内城投形成了重大利好。

1. 县城城镇化扩内需为城投提供了良好外部环境

县城建设是扩大内需、促进区域经济发展的重要引擎。自去年下半年以来，我国经济下行压力加大，面临需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力，同时，今年以来新冠疫情的持续爆发，给国内经济复苏造成了重大的冲击，叠加欧美发达经济体货币政策收紧以及俄乌地缘政治冲击，也给国内经济造成重大负面影响。以县城为载体推动县城城镇化建设，有利于扩大当期有效投资和居民消费，开拓新的巨大投资消费空间。现阶段，我国县城投资消费与城市的差距很大，人均市政公用设施固定资产投资仅为地级及以上城市城区的1/2左右，人均消费支出仅为地级及以上城市城区的2/3左右。推进县城建设，既可以补强县城基础设施短板，带动有效投资，还有利于促进就业，增加当地居民收入，促进居民消费，从而发挥宏观稳增长和促进区域经济协调发展的重要作用，这也为区域内城投企业可持续性、高质量发展提供了良好的外部经济环境。

2. 补强短板，为城投拓展了增量发展空间

过去以中心城市、城市群、都市圈的城镇化发展道路，虽然有力地推动了我国城镇化进程，促进了经济

的发展和社会的进步，但也忽略了县城城镇化的发展，导致县城基础设施和公共服务与中心城市相比有较大的差距，也导致地区间发展的不平衡。具体来看，县城发展存在短板：一是基础设施建设不完善，包括市政交通设施、对外连接通道、防洪排涝设施、老化管网改、老旧小区改造等；二是公共服务供给短缺，包括医疗卫生体系、教育资源供给、养老托育服务、文化体育设施、社会福利设施等。在推进县城城镇化之下，政策要求各地区因地制宜制定县城补短板强弱项方案，根据县城补短板强弱项“1+N+X”系列政策性文件，提出要在基础设施和公共服务领域补强短板，而这些补短板领域是城投企业多年来从事的领域，城投具有丰富的建设经验，因而，随着县城城镇化补短板的推进，县城城镇化建设将会为城投企业未来发展带来了较多的增量建设任务。

3. 发展特色产业，为城投拓展了转型发展空间

县城城镇化强调因地制宜地发展，尤其提到要积极培育专业功能县城，支持具有资源、交通等优势县城发挥专业特长，发展成为先进制造、商贸流通、文化旅游等专业功能县城，合理发展农产品主产区县城，有序发展重点生态功能区县城。《意见》还提到，要培育发展特色优势产业，重点发展比较优势明显、带动农业农村能力强、就业容量大的产业，统筹培育本地产业和承接外部产业转移，促进产业转型升级，引导县域产业集中集聚发展。因而，未来将会出现更多的功能型县城和特色产业型县城。而在县城城镇化朝着功能型县城规划和推进特色产业发展过程中，包括城投企业在内的各类市场主体均有了积极参与的机会，这对推动城投转型升级提供了广阔的发展空间。

二、如何看待区县级城投融资难？

推进县城城镇化建设，对资金来源提出了重大的挑战。作为县城城镇化建设的重要抓手，区县级城投面临着融资难的困境，构成了城投推进城镇化建设的瓶颈，这背后反映了多层次的现实因素。

1. 区域财政实力较弱，城投企业融资受政府支持有限

城投企业的发展离不开地方政府的支持，而受到政府支持较多的城投其发展也较快，实力也更强一些，融资能力也较强一些，但由于我国区县级财政实力较弱，区县级城投企业来自地方政府的支持便明显偏弱，进而影响到区域内城投企业融资能力。

以经济较为发达的浙江省为例，根据 wind 数据，2020 年能找到数据的 57 个区县级行政单位其公共财政收入少于 15 亿元的共有 13 个，占比 22.81%，财政自给率低于 50%的共有 27 个，占比 47.37%，虽然浙江整体财政实力较强，但省内部分区县级财政实力仍然较弱。再以经济处于中部地区前列的河南省为例，根据 wind 数据，2020 年能找到数据的 109 个区县级行政单位其公共财政收入少于 15 亿元的共有 69 个，占比 63.30%，财政自给率低于 50%的共有 67 个，占能找到完备数据的 85 个区县级之比为 78.82%。据不完全统计

计，全国范围内财政自给率低于 50% 的区县级行政单位超过 60%。

区县级财政实力较弱，不仅难以对区域内城投企业给予大力支持，相反还可能会拖累城投企业发展。以城投企业财务指标为例，城投企业应收账款主要是应收地方政府款项，应收账款融资是城投以应收账款向银行抵押的借款，存货中部分是待政府回购的资产，我们将这三个指标之和占总资产之比大体能反映城投企业与地方政府往来情况，如果这个占比较小，反映出地方政府对城投企业提供的服务能够及时回购、及时结账，侧面反映出地方政府对城投支持力度较大，相反，则反之，且由于政府不能及时回购、回款，还将拖累城投企业发展。笔者通过对截止到今年 4 月底存量区县级城投债筛选后得到 680 家区县级城投企业样本，根据 2021 年年报上述三个指标之和占总资产之比超过 30% 的城投企业家数为 565 家，占比为 83.09%，占比超过 50% 的城投家数为 384 家，占比为 56.47%，反映出绝大多数城投企业提供服务后，地方政府不能及时回购和回款。

2. 有效资产规模小、负债较重，区县级平台实力弱

区县级城投自身实力较弱，构成其融资能力较弱的根源，主要表现在有效资产规模较小，业务结构较为单一，负债较重。从有效资产来看，过去区县级平台大多是地方政府将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产打包装入城投，以壮大城投规模方便发债和融资，但这些公益性资产难于变现，在债务偿还中起不到偿债作用。尽管后来监管层出台了系列文件要求地方政府不得将纯公益性资产、储备土地等不合规资产注入城投公司，但区县级城投公司也因此而导致家底较薄，同时，由于其业务主要是从事基础设施等公益性项目，业务结构单一，很少涉足具备较好现金流生成能力的市场化业务，因而也难以积累起较大的经营性资产，从而导致有效资产规模较小。

从债务层面来看，区县级城投企业负债普遍较高、偿债压力较大。根据对 680 家区县级城投企业样本进行统计，通过对资产负债率、全部债务/EBITDA、货币资金/短期债务三个指标进行分析，其中资产负债率超过 50% 的城投家数占总样本之比为 63.24%，这反映出样本企业长期债务负担普遍较重，全部债务/EBITDA 均在 1.9 之上，最高达到了 206.23，反映出样本企业偿债压力普遍较大，货币资金/短期债务小于 1 的城投企业占比为 74.26%，反映出样本企业短期流动性压力较大，由于货币资金小于短期债务，需要从外部融资方能偿还短期债务。

3. 严监管之下，区县级城投融资政策合规风险高

自 2014 年 43 号文出台以及新《预算法》实施后，我国地方财政投融资模式经历了深刻的变化，城投公司政府融资职能正式被剥离，被推向了市场化转型道路。但 2014 年后城投公司仍未完全地转型，城投平台

成为地方政府违法违规举债的重要途径，导致地方政府隐性债务风险不断加大，从而引起中央高度的关注，到 2017 年 7 月召开的中央政治局会议首次提出了“地方政府隐性债务”的概念：“积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量”。之后，对包括城投平台在内的各种隐性债务进行了清理整顿和规范。2020 年 12 月召开的中央经济工作会议在部署 2021 年财政政策时，再次提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，为了遏制隐性债务新增，城投平台也进入新一轮严监管阶段。

近年来监管机构接连出台规范约束城投企业举债融资，比如交易所对城投平台债券融资实行“红橙黄绿”分类管控，出台《公司债券发行上市审核规则适用指引——审核重点关注事项》，银保监会出台了 15 号文，这些意味着城投平台举债融资受到了严格约束，面临较大的政策合规风险。而由于区县级城投自身实力较差，信用资质较弱，面临的风险也更大，因此其面临的政策约束更为强烈，比如政策上要求总资产规模小于 100 亿元或主体评级低于 AA（含）的城投，以及指标不符合要求的发债主体将限制发债规模或用途，这对于区县级城投影响更大，同时，政策上还限制县级城投新增债、借新还旧额度打折、控制城投债在交易所市场的占比等，这些措施对区县平台更是构成了重大的政策影响。

三、县城城镇化政策之下，区县级城投融资支持工具选择

推进县城城镇化建设，《意见》提出要建立多元可持续的投融资机制。对于外部融资支持模式，《意见》提到了地方政府专项债、新型城镇化建设专项企业债券、PPP 模式、公募 REITS 和银行贷款等几种，这些举措有利于保障县城城镇化建设获得多渠道的资金支持。

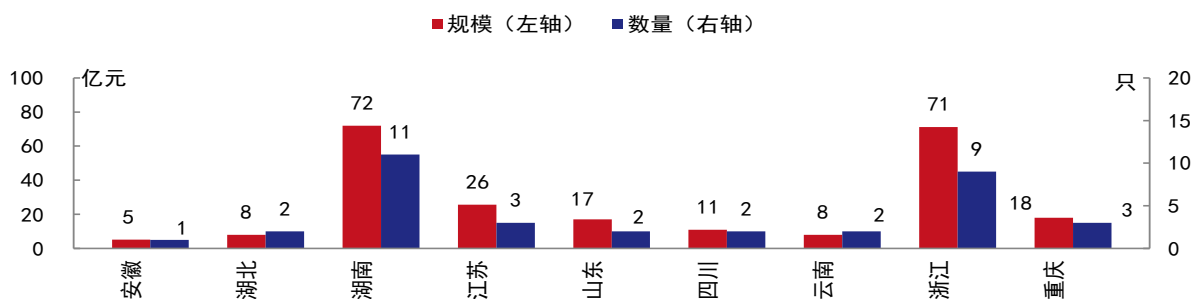
1. 县城城镇化各项融资支持工具发展状况

（1）地方政府专项债。对于有一定收益的公益性县城城镇化项目，可以对接地方政府专项债，获得地方政府专项债资金支持。近年来，地方专项债资金主要投向交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等九大方面，以及优先支持纳入国家“十四五”规划纲要的项目和纳入国家重大区域发展战略的重点项目。以 2021 年新增专项债券投向为例，市政及产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程、社会事业、乡村振兴及农林水利、能源及城乡冷链物流基础设施、生态环保分别占比为 30.23%、17.92%、17.42%、17.39%、7.03%、5.61%、4.08%，这些领域与县城城镇化补短板和发展特色农业领域有较高的吻合度。

（2）新型城镇化建设专项企业债券。2020 年 8 月发改委出台《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》（发改办财金规〔2020〕613 号），允许符合《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》（发改规划〔2020〕831 号）、市场化自主经营、具有稳定持续经营性现金流的单体项目或

综合性项目可以申请发行县城新型城镇化建设专项企业债券。同时，发行主体需具备健全且运行良好的组织机构，具有合理的资产负债结构和正常的现金流量，最近三年平均可分配利润足以支付债券一年的利息。对于县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券会获得重点支持。债券资金主要投向县城产业平台公共配套设施和基础设施建设，允许使用不超过 50% 的债券募集资金用于补充营运资金。截止到 2022 年 5 月 18 日，县城新型城镇化建设专项企业债券共发行 35 只，金额 235.9 亿元，共有 25 家发行主体发行了债券，其中 23 家为区县级平台，1 家为国家级经开区平台，另一家为地市级平台。

图 1 截止 2022 年 5 月 18 日新型城镇化建设专项企业债券地域分布情况



资料来源：wind 资讯 中证鹏元整理

表 1 新型城镇化建设专项企业债券主体和债项级别情况

主体级别	家数	规模 (亿元)	债项级别	只数	规模
-	-	-	AAA	21	143.7
AA+	5	53.6	AA+	8	57.7
AA	20	182.3	AA	6	34.5

资料来源：鹏元整理

注：数据截止到 2022 年 5 月 18 日

(3) PPP 模式。引入社会资本参与公益性项目建设，可以弥补财政资金不足，降低项目风险。PPP 模式在我国公益性项目建设过程中出现时间较长，而自 2014 年得到推广后短期内发展迅猛，但 2017 年底针对 PPP 领域出现的风险，监管层着手进行规范整顿，之后 PPP 项目开始出现急剧下降，到 2019 年 3 月，财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》后，PPP 模式开始进入规范化发展新阶段。近年来，受到各级财政部门严把项目入库关以及地方政府债券大规模发行的影响，PPP 入库项目出现下降。根据财政部 PPP 中心数据，2020 年和 2021 年两年入库 PPP 项目投资额均出现两位数降幅。以 2021 年为例，2021 年入库项目 659 个、投资额 13,254 亿元，同比减少 3,954 亿元、下降 23.0%，2021 年签约落地项目 592 个、投资额 13,163 亿元，同比减少 2,773 亿元、下降 17.4%。但不可忽视的是，PPP 模式近年来发挥了稳增长、稳投资的作用，数据显示，2021 年开工建设项目 534 个、投资额 10,429 亿元，同比增加 209 亿

元、增长 2.0%，投资转化为实物工作量保持增势。

(4) 公募 REITs。REITs，也即房地产信托投资基金，与国外 REITs 主要投资于房地产领域不同，我国公募 REITs 的底层资产主要是基础设施。2020 年 4 月，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确要求在基础设施领域推进不动产投资信托基金试点工作，2021 年 6 月我国首批 9 只基础设施领域公募 REITs 产品发行上市，标志着国内公募 REITs 市场正式启动。随后，国家发改委发布了《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》，明确要在交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、新型基础设施、保障性租赁住房以及探索在水利设施、旅游等基础设施领域开展试点。截至 2022 年 5 月 13 日，公募 REITs 共发行 12 只，募集资金 458.12 亿元，主要投向生态环保、交通基础设施、园区基础设施、仓储物流等领域。

(5) 银行贷款。银行贷款是我国固定资产投资重要的资金来源之一，数据显示¹，2013-2017 年间，银行贷款在全社会固定资产投资资金来源中占比分别为 19.65%、18.41%、14.96%、15.47%、15.65%，2018 年-2020 年三年间，全社会固定资产投资国内贷款同比增长分别为-5.4%、2%和 0，由此可见，虽然银行贷款在固定资产投资资金来源中占比呈现下降趋势，但仍是固定资产投资和基建投资重要的资金来源。银行贷款主要包括政策性银行和商业银行贷款，政策性银行贷款具有一定的政策导向性，政策性银行在执行国家重大经济决策时，会发放带有明显政策导向的特殊贷款，商业银行贷款则主要凭借信用资质贷款，虽然个别贷款项目有一定的政策导向性，但更多的是基于商业目的。在推进县城城镇化政策背景下，银行贷款特别是政策性银行贷款仍将会成为县城城镇化建设的重要资金来源。

2. 区县级城投选择各项融资支持工具局限性分析

虽然县城城镇化建设融资支持工具较多，但城投在选择这些工具时面临一定的局限性，具体来看：

(1) 地方政府专项债。地方政府专项债券由于有省级政府信用支持，融资成本较低，是县城城镇化建设理想的资金来源，但该债券发行主体是地方政府，虽然城投企业可以以从事的项目去对接专项债资金，但这些项目不能是经营性项目，只能是公益性项目，需要具有一定的收益，因而，城投从事的项目未必都会符合条件。更重要的是，地方政府专项债资金僧多粥少，分到县级政府手中的额度可能更小，尤其是政府性基金收入较小的县级政府分到额度的规模将会很小，因而很可能出现即使项目符合专项债资金支持条件，但未必能获得资金额度。

(2) 新型城镇化建设专项企业债券。相比一般企业债券，新型城镇化建设专项企业债券在发行条件上有所放松，比如对发行人没有提出具体指标约束，没有要求债项评级需要达到 AA+级以上，但总体来看，

¹ 2017 年后统计局未再公布固定资产投资各项资金来源具体金额

该债券对项目的发行条件仍有较高的要求，比如，对于县城新型城镇化建设示范地区的项目仍予以重点支持，该名单包括 120 个县，而不在县城新型城镇化建设示范地区的城投，虽然可以发行，但需要增信，尽管《意见》出台后预计未来可能会出现一定的变化，但目前还没有细则出台，只能照旧。再比如，债券支持项目主要是基础设施领域，对于城投企业发展特色产业，则未必能获得该种债券资金支持。此外，在目前对城投企业发债审核较严背景下，一些债务负担较重的县级城投未必能顺利获得债券资金支持。

(3) PPP 模式。PPP 模式在经历近年来的清理整顿后，今年政策上出现了放松迹象，2022 年 4 月 26 日召开的中央财经委员会第十一次会议在提及强化基础设施建设支撑保障时称，要推动政府和社会资本合作模式规范发展、阳光运行，引导社会资本参与市政设施投资运营。而此次《意见》更是提到要引导社会资本参与县城建设，规范推广政府和社会资本合作模式。尽管政策环境有所放松，但城投企业作为政府方代表引入社会资本参与县城建设，未必会很顺利。一方面，由于 PPP 项目建设运营期较长，需要社会资本垫资，PPP 退出途径也仍不很畅通，社会资本面临较大的风险，尤其是近年来 PPP 项目经历了清理整顿，部分社会资本特别是民间资本面临的风险明显增大，部分民间资本甚至面临经营不畅，发生破产重组事件，典型例子便是东方园林，基于此，民间资本特别是有实力的民间资本参与积极性未必很高。另外，在 PPP 财政支出责任占比不得超过 10%“红线”约束下，部分地方政府做 PPP 项目的空间比较小，导致城投企业利用 PPP 模式的空间也较小。

(4) 公募 REITS。公募 REITS 对基础资产和原始权益人的要求均很高，比如，政策要求 REITS 基础资产权属清晰，资产范围明确，发起人依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权，不存在法定或约定的限制转让或限制抵押、质押的情形，项目运营时间原则上应不低于 3 年，近 3 年项目经营收入持续、稳定，未出现异常波动，发起人需要具有较强扩募能力，以控股或相对控股方式持有、按有关规定可发行基础设施 REITs 的各类资产规模原则上不低于拟首次发行基础设施 REITs 资产规模的 2 倍，也即不低于 20 亿元，等等。因而，具备条件的基础资产较少，加上符合条件的原始权益人则更少。另外，对于优质资产，城投企业也没有太多动力去开展公募 REITS，因为公募 REITS 相当于出售相关资产。

(5) 银行贷款。根据《意见》，为了推动县城城镇化建设，对银行业金融机构特别是开发性政策性金融机构增加中长期贷款投放实行鼓励，但银行贷款的缺点是门槛高，大部分银行信贷产品对城市更新的融资主体都设有过高的门槛；同时，贷款审批流程长，手续较为繁杂，贷款面临的不确定性因素较多，需要补充有担保能力的公司担保或提供其他资产抵押。

四、县城城镇化政策下，区县级城投融资难破解建议

针对区县级城投在推进县城城镇化过程中面临的融资难问题，我们提出以下建议：

1. 充分利用政策机遇，因地制宜地选择各种融资支持工具

推进县城城镇化，《意见》从政策层面提供了多方面的资金保障，以政策性银行贷款为例，在目前推进县城城镇化政策大背景下，获得这种贷款可能相对较为容易。因而，对于区县级城投，在目前县城城镇化的政策机遇下，需要充分利用政策赋予的各种融资支持工具，来支持县城城镇化的发展。对于有收益的公益性项目，可以对接地方政府专项债券或者发行新型城镇化建设专项企业债券。对于准公益性项目，可以充分利用 PPP 模式或者银行贷款。对于经营性项目，可以综合利用新型城镇化建设专项企业债券和银行贷款。对于符合条件的项目，可以利用公募 REITS 扩募，从而推动相关领域的建设。

具体来看，地方政府专项债方面，城投企业对接专项债资金后要尽快推动项目建设，形成实物工作量，补齐县城基础设施建设短板。新型城镇化建设专项企业债券方面，相较一般企业债其发行条件有所放宽，且鼓励采用“债贷组合”增信方式，适合实力相对较弱的县级城投。PPP 模式方面，可以根据区县政府可支配财力的承受能力，分年度规划符合条件的 PPP 项目，逐步合理扩大社会资本方在县城城镇化建设中的作用。银行贷款方面，考虑到县城基础设施项目周期长且收益不高，商业银行根据市场利率定价较难满足城镇化建设需求，而政策性银行贷款利率较低，有政策性导向，在目前县城城镇化政策背景下可为县城基础设施建设提供大量长期、稳定且低成本的资金。

2. 优化区域内城投资产，做强做大城投

区县级城投实力较弱，优质资产缺乏，业务收入模式较为单一，导致其融资能力较弱。因而，优化城投企业资产，实现做大做强，可以增强城投企业融资能力，化解融资难问题。

具体路径：一是，可以由地方政府剥离城投企业公益性资产同时注入优质资产或者整合区域内城投资产。剥离公益性资产主要是对纯公益性资产、储备土地等不合规资产进行剥离。注入优质资产主要是注入地方有收益、有现金流入的国有企业股权或者资产，可事实上有很多县级政府可能拿不出可直接注入城投的有效资产，但由于部分县级政府其下属城市管理职能机构掌控了一定的经营性资产，也可以将这部分资产进行市场化改造后再注入城投公司，可以构成城投企业优质资产。由于部分区县级政府国有资产分布较为分散，掌握在不同的城投企业手中，区县级政府可以将区域内城投企业进行整合，同时加强被整合城投在人事、资产、业务和债务风险等方面的协同，在融资上则可能会发挥一加一大二的效果。

二是，由上级政府城投对区县级城投进行整合，或者引入央企整合。由上级政府城投对区县级城投进行整合目前在国内部分地区有推行，这有利于充分整合当地国有资产、做大做强城投企业、充分发挥城投企业的建设作用，但弊端是可能整合后资源并非用于区县级城镇化建设。《意见》提到引入鼓励中央企业等参与县城建设，因而也可以由央企对地方城投企业进行吸收整合，特别是对从事水务、垃圾焚烧等准公益性事业

的城投企业，如果有央企进入，既可以带来央企资金，增强技术实力，还能借助央企资质，提升融资能力，从而推动城镇化建设。

3. 打造优质项目，创新投融资模式

城投企业实力较弱，以主体信用融资面临较多的困难，但却可以通过打造一批有收益的优质项目，通过项目融资的方式拓宽融资渠道。相对银行贷款、债券融资等传统融资更关注项目主体的资信和资产情况，项目融资更关注项目未来现金流产生能力和项目资产的价值，项目融资模式包括 BOT、PPP、ABS、PFI 等，公募 REITS 也是其中的一种。虽然目前《意见》中重点列举了 PPP 模式、公募 REITS 两种项目融资模式，但城投企业还可以创新投融资模式，为城镇化项目开展融资。比如借助县城城镇化发展特色产业机遇，打造一批有比较优势的特色产业项目，通过 ABS 等开展项目融资，拓宽融资渠道，不断推进特色产业的发展。另外，对于优质县城城镇化建设项目，城投企业还可以通过引入新型城镇化基金以股权融资的方式解决项目融资难题。

打造优质项目的过程中，加强对项目的经营和管理较为关键，过去城投企业因为疏于项目管理导致项目经营失败的情况不在少数。因而，首先，在项目投入前，要加强可行性及成本效益分析，不能单凭领导拍脑袋决策，切实做到收益可期，经营风险可控。其次，项目建设中要加强监督约束机制，项目结束后要对项目进行绩效评估。再者，在项目投融资过程中加强“投、融、管、还”的闭环管理，防止建设运营过程中资金断档和违约风险。

4. 注意融资合规性，化解债务风险

城投企业破解融资难问题，还需注意融资合规性，防范新增隐性债务。最近财政部通报了 8 起涉及安徽、河南、贵州、江西、湖南、浙江等地地方政府隐性债务问责案例，除了安徽安庆市一例属于地市级外，其他案例均为区县级，且大多与当地城投企业有关，反映出监管层对隐性债务保持高压态势。防范新增隐性债务新增风险，首先要注意项目的合规性，从事公益性项目需要项目具有一定的收益性，项目能够实现收益融资自平衡。对于以委托代建模式接受政府公益性项目，城投企业可以为项目开展前期准备、投融资管理和代建管理等方面的服务，并收取一定的代建管理费，但项目所需资金应该纳入财政预算安排，由业主单位负责落实到位，城投企业不能通过延期付款进行融资，不能先建设后付款，不能做项目借债融资。对于以 PPP 模式开展的项目，需要认真开展财政可承受能力论证，严格筛选具有投融资能力、建设运营能力的社会资本方，同时，还需注意 PPP 协议中不能存在政府兜底、回购资本金、固定回报等条款。

由于城投企业债务负担较重，尤其是区县级城投，收入来源较为单一，偿债压力较大，同时，筹资渠道较窄，融资较为困难，因而，化解债务压力，防范违约风险，是区县级破解融资难的重要前提，否则，一旦

发生信用风险事故，城投企业融资将会雪上加霜。有鉴于此，城投企业需要加强债务管理，做好债务到期时点的资金安排，重要的是，由于城投企业所负担的债务大部分是替地方政府从事项目所举借的，因而要争取地方政府债务化解的支持，争取财政资金安排化债、争取地方政府再融资债券化债、出售资产化债，或者通过展期、借新还旧等方式偿债，从而消除债务违约隐患。



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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
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	地址：北京市朝阳区建国路世贸 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	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：021-51917360
湖南	江苏	四川
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	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	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	吉林	陕西
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	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 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		