



2022年6月17日

城投企业股权上下划转及其对信用风险的影响

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、近年来，随着城投企业推进市场化转型和加快国企改革，股权变动较为频繁，其中城投企业因股权划转后控股股东行政级别出现上升或下沉，或者城投自身地位出现上升或下降的划转案例也明显增多。从目前大部分实例来看，城投企业股权上下划转，大多是由行政手段推动，以无偿划转的方式居多。

2、城投股权上下划转主要发生在政府与政府之间或者政府与企业之间，股权在不同行政级别企业之间的股权划转却并不常见。推动城投企业股权上下划转的动因，一是由于地方行政管理体制改革、国企改革等因素的推动；二是为了加强区域开发和建设，推动国资优化布局；三是为了化解城投债务风险，提高融资能力。

3、城投股权上下划转可能会对城投企业经营业务、资产质量、外部支持、融资能力等信用质量因素产生重要影响，但是否具有实质性影响，还需考察划转后城投企业在这些方面的具体变化。从信用等级调整来看，无论是股权在上下级政府之间的划转，还是在政府与企业之间的划转，均存在调整和未调整的情形，因而股权划转对信用的影响，还需看股权划转对企业信用质量的实质性影响大小。

一、城投股权上下划转的特点及动因

1. 城投股权上下划转的特点

近年来，随着城投企业推进市场化转型和加快国企改革，股权变动较为频繁，其中城投企业因控股权划转后控股股东行政级别出现上升或下沉，或者城投自身地位出现上升或下降的划转案例也明显增多。据统计¹，自 2020 年以来债券市场存量城投企业从 2018 年开始发生控股权实质性变动的企业约为 601 家，其中超过 60%的企业出现过上下划转，控股权出现上划的企业占股权变动企业之比为 14.14%，控股权下划的企业占比 45.92%。此外，即使控股股东发生变更，但实控人却并不一定发生变化²，统计显示实控人发生变更的企业占股权变动的企业之比仅为 15.81%，低于控股权发生上下划转的比例。

从目前大部分实例来看，城投企业股权上下划转，大多是由行政手段推动。由于城投企业资产所有权主要属于地方政府，地方政府在推动城投企业股权划转时，体现的是一种政府行为或者政府意志，因而，在此背景下，城投企业股权变动大多也以无偿划转的方式居多。

但也有个别城投企业发生控股权变更的股权转让更多是通过支付交易对价方式获取的，这种情况一般只有在股权结构较为复杂的情况下才可能发生。以青岛海创开发建设投资有限公司为例，该公司是为了贯彻青岛市实施“环湾保护，拥湾发展”战略，负责青岛交通商务区开发建设，由青岛李沧开发投资有限公司（以下简称青岛李沧）、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称青岛城建）、青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司（以下简称青岛华通），和青岛国信发展（集团）有限责任公司（以下简称青岛国信）共同出资于 2009 年设立的有限责任公司。成立时公司注册资本为 42,500 万元整，全部为货币出资。股权结构为：青岛李沧出资 12,500 万元，占注册资本的 29.41%，其余三家股东各出资 10,000 万元，占注册资本的比例均为 23.53%。除了青岛李沧控股股东为青岛市李沧区政府外，其他三家均为青岛市属国有企业，公司实控人为青岛市国资委。2017 年，公司实行股权改革，青岛国信、青岛华通约定分别以 29,090.84 万元和 28,869.00 万元的价格将所持有的公司股权全部转让给青岛李沧，后者再将所持股权转让给李沧区国资委，公司实控人由此也变为青岛市李沧区国资委。

2. 城投股权上下划转的类型

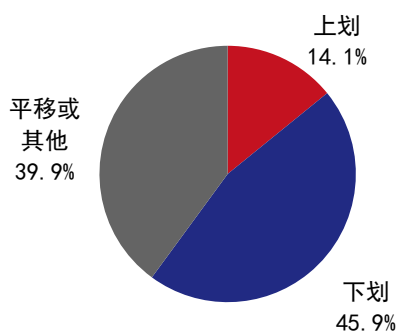
城投股权上下划转将会带来城投实控人行政级别以及平台地位的重大变化，这种划转主要发生在政府与政府之间或者政府与企业之间，分别占比 88.9%和 11.1%。另外，股权在企业之间的上下划转包括股权在企业内部不同层级的划转和股权在不同行政级别企业之间的股权划转，前者比如由二级子公司下划为三级

¹ 统计中对 2018 年以来多次发生股权变更的城投企业，按照最近一次发生股权变更时的情形统计。

² 实控人变更是指实控人在上下级政府之间、属地政府与开发区管委会之间，政府与企业之间以及不同的企业之间发生的变化。

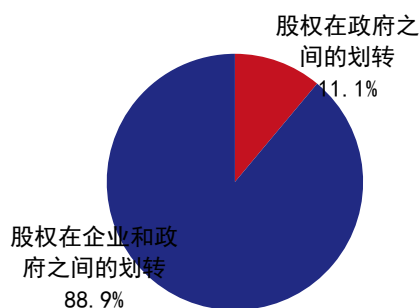
子公司，但这种划转对企业行政级别和平台地位不构成太大实质性影响，因而主要考察股权在不同行政级别企业之间的股权划转，不过自 2020 以来债券市场存量城投企业没有发生控股权在不同行政级别平台之间划转的情形。

图 1 城投企业股权划转类型分布



注：按企业划转类型统计
资料来源：wind 资讯 中证鹏元整理

图 2 城投企业股权划转类型分布



注：按企业划转主体统计
资料来源：wind 资讯 中证鹏元整理

(1) 股权在政府之间的划转

股权在政府之间的划转涉及到人民政府、国资委、财政局、管委会、甚至土储机构这类事业单位，股权在上下级政府或者上下级政府部门之间的划转较为常见，方式或者是股权从下级政府或政府部门上划到上级政府或者政府部门，或者是从上级政府或政府部门下划到下级政府或政府部门。以泰州东部新城发展集团有限公司为例，该公司经过多次股权变动后，2019 年 6 月经泰州市海陵区人民政府批准，股东变更为泰州市海陵区国资委。到 2020 年 7 月，经泰州市人民政府批准，公司股东又变更为泰州市国资委，成为泰州市国资委全资控股企业。城投企业股权在上下级政府之间的划转，将可能导致城投企业在行政级别和平台地位等方面发生重大变化。

另外，由于经济开发区管委会只是地方政府的派出机构，不属于行政机构，土地储备机构属于事业单位，如果城投企业股权由经济开发区管委会或者土储机构划转到当地政府部门，可以从政府部门获得更广阔的资源，这对于城投企业行政级别和平台地位是一种增强，相反则有所削弱。以重庆西永微电子产业园区开发有限公司为例，该公司 2020 年 1 月发布公告声称，该公司控股股东由重庆市国资委变更为重庆高新技术产业开发区管委会。

(2) 股权在企业和政府之间的划转

城投股权在企业和政府之间的划转，近年来常见于区域内城投资产的整合。比较常见的方式是，地方政府组成一家较大的城投平台，将下一级地方政府手中的城投企业股权划入到大平台名下。也有区县级政府

为了化解债务风险，提高区域企业融资能力，将下属城投企业股权上挂到上一级政府下属平台。以毕节市德溪建设开发投资有限公司为例，公司 2019 年 7 月发布公告称，该公司收到控股股东毕节市七星关区人民政府的通知，将毕节市七星关区人民政府持有的全部股权无偿划转到毕节市开源建设投资（集团）有限公司，后者控股股东为毕节市人民政府。

另外的方式是，城投企业本是当地一级平台，但出于整合区域内资源的考虑，地方政府将其股权划入另一平台，成为另一平台子公司，或者是城投企业由城投子公司变更为当地政府直接控股的平台。股权在当地政府和同一政府下属城投企业之间的划转，往往反映出城投企业地位的变化。以常德市为例，整合前常德市的平台架构较为扁平，大部分发债平台均有国资委/财政局直接持股，为了推动整合，新成立了常德城市发展集团有限公司（以下称城发集团）作为集团母公司，常德市文化旅游投资开发集团有限公司（以下称文旅集团）被划转至常德市城市建设投资集团有限公司旗下作为城发集团子公司，常德市交通建设投资集团有限公司（以下称交投集团）和常德市城市公用资产经营管理有限公司（以下称城市公用集团）也被划入城发集团，因而，无论是文旅集团还是交投集团、城市公用集团在常德市城投平台序列中均有一定下移。

（3）股权在不同行政级别企业之间的划转

城投企业股权在不同行政级别企业之间的划转较少见，城投企业控股权由低行政级别平台划转到高行政级别平台，一般是高行政级别平台看中了该企业的资源或者区位优势，尤其是在一些功能性平台像水务、燃气、文旅、交通、港口等领域更容易发生，由于这种划转更多的是企业与企业之间，因而在股权上上级平台虽作为控股股东但并非全资持股下属平台，个别企业还可能会有交易对价支付的情形。以福建省港口集团³为例，2020 年 8 月 15 日，福建省政府出具《福建省人民政府关于组建省港口集团有限责任公司批复》，同意组建福建省港口集团有限责任公司（福建省港口集团），将福建省国资委、各地市等涉及港口和航运业务的国有资产整合到福建省港口集团，例如宁德交投旗下的宁德港、泉州交投旗下的泉州港、福建交运集团的福州港和莆田港。新设立的福建省港口集团由省国资委、沿海各地市国资委（局）或指定持股单位及省能源集团共同持股。但高行政级别城投企业子公司被划到低行政级别城投企业一般较难发生。

3. 城投股权划转动因

（1）顺应政企改革的需要

近年来，随着地方行政管理体制改革、国企改革等的推进，城投企业在不断地进行转型，在此背景下，城投股权容易发生变更。行政管理体制改革方面，由于撤县设区、撤市设区、新设园区、区划合并等发生，平台公司的股东和实际控制人发生变化。国企改革方面，2015 年以来，在国企改革持续深入、国资监管体

³ 该公司非 2020 年以来债券市场存量城投企业

制大调整背景下，地方政府为了理顺区域国有企业管理机制，推动对城投企业的资产整合，从而引起城投公司股权的调整和变更也较频繁。

城投企业整合有综合性整合和功能型整合两种方式。综合性整合是对区域内城投平台不分具体类型进行整合，目的是将区域内同质化严重的城投企业整合，打造一家规模实力较强的平台，而功能型整合则是根据不同的业务类型，将相同资源集中于一家平台，从而发挥这家平台的专业优势。无论哪一种整合方式，都有利于扩大城投资产规模，提升业务能力。

为了推动区域内城投企业整合，地方政府往往对城投企业股权进行上下划转。以陕西省为例，据 2020 年提出的陕西省县城投整合升级方案，其中提到积极推行“以市带县”模式，由市级平台通过参股、业务整合等方式带动县级平台；鼓励将县级平台并入市级平台，向县级平台多渠道增信，探索通过市级统贷、县级用款模式扩大融资规模。

（2）加强区域建设，优化国资布局

目前城投企业仍然是地方基础设施建设的主体，地方政府推动区域开发和建设，离不开城投企业，因而，地方政府对城投企业股权的上下划转，也有出于加强区域开发和建设的目的，通过股权划转优化国资布局，集中区域资源，统筹区域内投融资，从而有利于加强区域开发和建设。以望城经济开发区的开发建设为例，为了加强望城经济开发区的开发建设，推动园区优化整合，地方政府对经开区内建设主体望城经开区建设开发公司的实力进行了加强，2020 年望城区财政局将其持有的长沙望源开发建设有限公司股权划转给望城经开区建设开发公司。

（3）化解城投风险

近年来对城投隐性债务风险管控趋严，导致城投企业融资较为困难，尤其是区县级城投由于实力较弱，融资更为困难。城投企业融资困难也产生了债务偿还压力，导致企业风险上升，尤其是区县级城投近年来非标违约增多。城投企业发生债务违约，对地方经济发展造成了负面影响，为了化解城投债务风险，提高融资能力，城投企业需要更多的外部支持，通过城投企业股权划转，优化国资布局，促进资源整合，有利于提升融资能力，起到增强外部支持的作用。

二、城投股权上下划转对信用风险的影响

1. 对城投企业信用质量的影响

城投股权上下划转对城投企业信用质量是否具有实质性影响，还需考察划转后城投企业在经营业务、资产质量等方面的变化，具体来看：

经营业务：由于城投企业股权划转可能会引起城投企业职能定位、业务范围等的相应变化，从而对城投

企业经营状况产生重大影响。目前城投企业仍然承担着地方基础设施建设的重任，地方政府对城投企业股权进行划转，或是出于加强区域开发建设的目的，需要关注城投企业股权划转后，地方政府是否通过给予资产划拨、资金注入等手段增强企业实力，从而导致企业经营业务范围和经营能力出现了重大变化。以扬州市运和城市建设投资集团有限公司为例，2019年，扬州广陵区国资办将持有的公司100%股权无偿转让给扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司，后者为扬州市下属企业。股权划转后，公司股东先后将广陵城投、扬州新绿资产管理投资发展有限公司、扬州市金扬建筑安装工程有限公司、扬州市广陵古城建设有限公司等国有企业股权无偿划拨至公司，导致公司经营范围出现了扩大。

资产质量：城投企业股权划转对资产质量并没有直接的影响，但需要关注股权划转是否伴随资金的注入或资产的划出划入，是否进行了债务置换等，以及股权划转后企业管理上是否更为畅通等。如果股权划转后控股股东增加了注册资本或者划入了优质资产或者对企业进行了债务置换等，则能有效增强企业的资产质量。比如上文提到长沙望源开发建设有限公司，股权虽然由财政局划到了管委会，但管委会给予了公司管网资产注入、股东给予了增资等，从而增强了公司资产质量和实力。如果股权划转后控股股东对所属企业整合乏力，管理质量不升反降，则资产质量将可能会变差。另外，值得注意的是，由于股权划转大多是出于整合区域内城投资源的目的，因而整合后，同质化城投数量减少，城投企业地位将更为突出，竞争压力也将会减少，这对城投企业资产质量是一种变相利好。

外部支持：城投企业股权上下划转，将可能引起政府行政级别、区域资源调动能力、控股股东实力等外部支持方面的相应变化，从而导致城投企业获得外部支持能力的变化。一般而言，上级政府相比下级政府在财政资源、区域资源调动能力等方面均较强，与之类似，地方政府比下面的经济开发区管委会在财政资源、区域资源调动能力方面则更强，而相比企业，地方政府能提供的支持资源可能会更多。除了能获得的外部支持能力外，还需考察外部支持意愿，由于平台地位的不同，地方政府对城投企业的支持意愿也不一样，比如对于地方政府核心平台以及平台下面子公司，政府的支持意愿是不同的，对于与政府关系紧密、承担核心政府职能的平台和与之相反的平台，获得政府的支持意愿也是不同的。因而，对于城投企业股权上下划转对外部支持方面的考察，既要关注城投企业股权划转后作为出资人的地方政府经济财政债务负担等信用质量方面的变化、控股股东实力的变化，以及由此而获得地方政府、控股股东包括获得资金、资产注入等方面的支持程度，同时，还要结合划转后城投企业所处地位的相应变化，比如城投企业股权上划到上级政府后，是作为区域核心平台还是平台子公司，股权划转后城投企业在区域开发建设中的地位是否发生变化、承担的政府核心职能是否发生变化等，进而判断其重要性是否有质的变化等，从而判断城投企业获得外部支持的强弱。

融资能力：城投企业上下股权划转对融资能力也会施加重要影响，从而影响到企业的信用风险状况。目前一些区县级城投上划到所属地级市市本级政府或者市级平台，其中一个重要出发点是为了获得更多的支持，便于开展后续融资，由于市级政府或平台拥有更广阔的资源，区县级平台可以从其获得支持，从而有利于化解债务风险。当然，股权下划未必会引起城投企业融资能力的下降，还需关注城投企业股权划转后在经营业务、资产质量、政府支持等方面的具体变化。

2. 对信用等级的影响

虽然城投企业股权上下划转可能会对城投信用质量造成影响，但能否影响到信用等级的变化，还需看股权划转后对信用质量造成的实质性影响有多大。

从股权在不同级别政府之间的划转来看，股权划转对城投主体信用等级造成了影响的例子，像文山城市建设投资（集团）有限公司，该公司原是云南文山州国资委下属企业，2020年实控人变更为文山市国资委，公司行政层级出现下沉，且经营业务范围也发生了重大变化，信用等级也由AA下调到AA-级。再以盐城东方投资开发集团有限公司为例，该公司原为盐城经济技术开发区管理委员会下属企业，2019年股权划转到盐城市人民政府，由于股权变更，公司地位进一步提升，以及股东增资，公司信用等级由AA级上调到AA+级。当然，也有股权划转后信用等级未发生变化的情形，像泰州市姜堰城市建设投资发展有限公司，该公司股权由泰州市姜堰区人民政府上划到泰州市人民政府，但信用等级并未发生变化。

从股权在政府和企业之间的划转来看，同样存在信用等级发生调整和未调整的情形。发生调整的例子，像广西新发展交通集团有限公司，该公司原是广西国资委下属企业，2018年与北投集团发生战略性重组后，成为后者一级子公司，该公司股权划转后经营业务发生了重大变化、资产被剥离等情形表明平台地位出现下降，信用等级也由AA+下调到AA级。未发生调整的例子，像西峡县财和产业集聚区投资有限公司（以下简称西峡财和）、广西铁路投资集团有限公司（以下简称桂铁投）、徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称广弘交建）等，西峡财和控股权由西峡县财政局变更为南阳市财政局市属企业南阳交通建设投资有限公司，桂铁投控股权由广西国资委变更为广西交通投资集团有限公司，广弘交建由徐州市交通运输局下属一级子公司变更为徐州市国资委下属二级子公司，这些公司股权划转后，股权层级均有所下沉，但均未出现信用等级调整。

三、小结

1. 近年来，城投企业股权变动较为频繁，其中城投企业因股权划转后控股股东行政级别出现上升或下沉，或者城投自身地位出现上升或下降的划转案例也明显增多。城投股权上下划转将可能会引起城投公司控股股东、实控人、平台地位乃至业务范围、融资能力等的重大变化。从目前大部分实例来看，城投企业股

权上下划转，大多是由行政手段推动，以无偿划转的方式居多。

2. 城投股权上下划转主要发生在政府与政府之间或者政府与企业之间，股权在不同行政级别企业之间的股权划转并不常见。推动城投企业股权上下划转的动因，一是由于地方行政管理体制改革、国企改革等因素的推动，二是为了加强区域开发和建设，推动国资优化布局，三是为了化解城投债务风险，提高融资能力。

3. 城投股权上下划转可能会对城投企业经营业务、资产质量、外部支持、融资能力等信用质量因素产生重要影响，但是否具有实质性影响，还需考察划转后城投企业在这些方面的具体变化。从信用等级调整来看，无论是股权在上下级政府之间的划转，还是在政府与企业之间的划转，均存在调整和未调整的情形，因而股权划转对信用等级的影响，还需看股权划转对企业信用质量的实质性影响大小。



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茂 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		