城投转型专题(13):城投转型成效的资产端观察：经营性资产质量判断

公用一部| 羊汝鸣

2026 年 11 月 25 日

摘要：

城投资产中有相当比例沉淀于基础设施与土地开发领域，城投转型需要推动其中具备条件的资产逐步转化为能够持续产生稳定现金流的经营性资产。然而，经营性资产在城投报表中的实际质量差异较大，占比达标并不等同于质量达标。本报告构建城投经营性资产质量的分类评估框架，以收益真实性为门槛、可预测性和可变现性为排序维度，将经营性资产区分为不同质量状态，探讨不同质量状态资产在信用评级中的处理方式与关注要点。城投经营性资产占比达标和资产盘活完成均不构成信用质量改善的充分条件。信用分析中对经营性资产的处理，应建立在对收益来源性质与契约基础可执行性的甄别之上，即区分不同质量状态的经营性资产在偿债来源分析、资产质量评述和减值与处置判断中的不同处理方式，为评级中更精细地评估资产端的信用价值提供方法参考。

关键词：城投转型；经营性资产；资产质量；信用分析

正文：

一、经营性资产的内涵与质量分化

城投语境中的“经营性资产”通常指能够为公司带来经营性收入、以产生现金流为目的持有的资产，在信用分析层面，经营性资产的现实形态可归纳为收益可验证、依赖政府或关联方、过渡状态三类，三者作为偿债来源的可靠性存在实质差异。

（一）经营性资产的界定

城投语境中的“经营性资产”，与主要承担公益性功能、不以自身收益为目的的资产相对，通常指能够为公司带来经营性收入，能够以收费、租金、运营服务等形式为公司带来现金流入的资产。从上述界定出发，经营性资产与非经营性资产的边界，在

报表上通常通过区分资产是否以自身收益为目的来划定。

经营性资产的覆盖范围在实践中不断扩展。从最初的商品住宅、商铺、写字楼、厂房等可对外销售或租赁的不动产，到上市公司股权、产业基金份额、探矿权、水域使用权及各类特许经营权、景区门票等未来收益权，再到近年来被纳入探索范围的数据资产，经营性资产所容纳的资产类型在持续增加。与此同时，可用于形成经营收入的业务类型也在扩展：房地产销售收入、资产租赁收入、景区门票收入、工程施工收入、贸易收入，以及通过收购上市公司股权、划入产业类企业股权等方式丰富的收入来源。

然而，以持有目的和收益形式为核心的界定，无法回答资产的收益是否真实、可持续、可验证。一项资产或一类收入被归入经营性一侧，依据的是它的持有目的和收益形式，而不是它已经在市场上形成了可持续的收费能力。

（二）经营性资产标签识别与质量错位

经营性资产的概念在报表层面有明确界定方式，但在信用分析层面缺乏质量区分。经营性资产这一标签在报表层面是相对清晰的，但在信用分析层面，经营性资产内部哪些资产可以被视为有效偿债来源、哪些不能，尚且不够清晰。这一问题具体表现为以下几类：

资产规模与偿债能力之间的脱节。一家公司可以通过划入更多经营性资产来改善资产结构，报表上的结构指标随之改善；但被划入的资产是否产生了可验证的现金流、现金流是否独立于财政或关联方，难以进行考察。资产规模的扩大可以由质量完全不同的经营性资产贡献，其虽在“资产规模”这一指标上贡献相近，在偿债能力上作用迥异。

收入占比与收益来源之间的脱节。贸易收入、政府购买服务收入和资产租赁收入在“经营性收入占比”这一指标上都可以做出贡献，但其背后的现金流来源完全不同：贸易收入可能来自不掌握渠道、不承担存货风险的中间商角色；政府购买服务收入的最终支付方是财政预算；资产租赁收入可能依赖关联方承租。占比指标可以确认这些收入进入了经营性收入口径，但无法区分它们作为偿债来源的可靠性是否处于同一个量级。

收现指标与收益性质之间的脱节。现有财务分析中常用的收现指标并不能解释现金流的性质与持续性差异。一笔来自政府购买服务合同的回款和一笔来自第三方市场客户的回款，在收现指标上可以完全相同；但前者的持续性取决于财政预算安排，后

者的持续性取决于市场竞争力和客户需求。收现指标确认了现金流的存在，但无法确认现金流的来源性质。

经营性资产报表层面的标签区分相对清晰，信用层面的质量区分尚且不足，这一错位难以因资产规模的扩大或占比的达标而自动消解，反而可能随着资产盘活等动作的推进而变得更加隐蔽，因为资产盘活等倾向于将更多类型的资源以经营性资产的名义送入报表，而其中相当一部分的收益实现条件尚不成熟。

二、现实背景与分析局限

受监管约束、化债压力与盘活导向三条线索的影响，区分经营性资产的质量问题具有现实意义，而现有工具在这一细分领域的识别能力尚不充分。

（一）三条线索的交汇

监管对“形式达标”的容忍度正在系统性收窄。“335”指标等标准的核心逻辑是以资产结构等指标推进城投转型，但如果仅依赖结构调整而非真实经营改善，容易形成旧债未解、新债再生的问题。2026 年 4 月底，沪深交易所窗口指导新增“三道红线”，ROA 高于 1%、最近一个完整年度经营活动现金流量净额为正、申报前 12 个月内未发生重大资产重组，监管对城投转型的要求已从形式转型转向到实质转型。

化债重心从隐性债务向经营性债务延伸。2025 年以来，隐性债务大规模置换取得阶段性成效后，政策重心开始向平台经营性债务风险化解延伸，要求城投增强自我造血能力。中央经济工作会议明确提出“多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”，并指向资产处置、优质资产注入、资产证券化等市场化盘活工具。隐性债务靠置换，经营性债务只能靠资产自身产生的现金流来化解。

盘活被确立为城投提升资产运营效率的重要路径。“十五五”规划将“盘活存量资产、优化资产负债结构”纳入要素市场化配置的政策框架，资产盘活从地方自选动作上升为顶层设计的一部分。这一路径的有效性取决于盘活形成的收入是否真实可持续、是否真正提升了资产的运营效率、是否形成了可持续的经营性现金流，取决于盘活之后资产的质量层级。

（二）现有分析工具的局限

现有城投评级体系中已经设置了资产质量维度，其操作化主要落在收现类指标上，同时辅以存货流动性、应收类款项占比等辅助判断。这些指标能够判断收入的收现程度和资产的可变现能力，但难以判断现金流的来源性质与契约基础。

这一量化困难不是现有体系的错误，而是这一细分领域的固有复杂性所致，收益来源的性质是定性信息，契约基础的可执行性是法律信息，现金流对财政预算的依赖程度是制度信息。这些信息难以被压缩为单一的财务比率，也难以在现有打分卡结构中找到对应的位置。本报告提出的分层框架和关注要点，试图在这一定性信息难以量化的环节上，提供一套介于纯定性判断和纯量化打分之间的分析方向。

三、经营性资产的分类评估框架

城投的资产质量核心取决于经营性资产的质量，而非总资产规模；若质量较低的资产占比高，即使总资产规模大，实际偿债支撑力也较差。可根据真实性、可预测性、可变现性三个维度对资产质量进行分类评估。

（一）真实性：资格成立的门槛条件

真实性回答的是该项资产作为“经营性资产”的资格是否成立，需关注权利基础是否成立以及收益来源是否具备商业实质。

2026 年 6 月，上交所对两家城投的书面警示明确指出，部分景区经营权在“尚未与相关政府部门就建设旅游度假区签订协议，未形成一项法定权利”的情况下即被确认为无形资产，评估预测中部分参数选取不合理。这意味着，一项被计入“经营性资产”的经营权，可能在权利基础和收益来源层面就不成立。如果权利本身不存在或确权依据不充分，讨论其“可预测性”和“可变现性”便没有分析意义。

权利基础的检验聚焦于确权文件的法律效力。部分城投存在对水库资产、停车位经营权、海域使用权等进行评估并按评估价值入账，但评估所依据的权利本身是否成立，在入账环节并不总是被追问。部分经营权的权利依据停留在会议纪要或政府抄告单层面，未形成法律上可执行的权利，这类资产在报表上可以计入无形资产，但它在信用分析中并不构成一项可靠的偿债资源。

收益来源的检验则区分收入是来自独立于发行人的市场付费，还是来自关联方安排或一次性资源出让。一项收入可以在报表上确认为营业收入，在占比指标上做出贡献，但如果它的对手方是受同一政府控制的主体、定价缺乏独立的市场参照，或者它本身是一次性的砂石或土地出让所得，那么它的“经营性”属性就是名义上的。

（二）可预测性：现金流的稳定性

可预测性判断的是在资格成立的前提下，该项资产的现金流在时间维度上有多稳定以及在多大程度上可以被前瞻性地判断。

城投资产在可预测性上的分化是系统性的。有收益且现金流状况较好的经营性资产、没有收益及现金流的公益性资产，以及介于两者之间有一定现金流的准公益性资产，在现金流的时间稳定性上处于不同的位置。可预测性的排序可以从三个层面观察：历史现金流的可观察性，即是否有足够长度的历史序列来检验稳定性，而非仅依赖评估报告中的预测；契约对现金流的约束力，即收入是否受明确的调价机制或长期合同保障，且该机制在历史上是否实际触发过；现金流对单一来源的依赖程度，即是否高度集中于单一客户、单一财政预算或单一政策条件。

依据这三个层面，可预测性较强的资产包括：收费路桥的通行费受定价机制约束且交通流量有历史数据可循，成熟景区的门票收入有连续经营记录，标准化厂房的租金有市场租金作为参照。可预测性较弱的资产包括：政府购买服务或关联交易安排的回款，取决于财政预算的年度安排和区域财政状况，而不是一个独立于财政周期的经营逻辑。

（三）可变现性：退出维度的可靠性

可变现性判断的是在资格成立的前提下，该项资产在需要转化为偿债现金时，退出路径的可靠程度如何。它与可预测性共同构成判断依据，但两者不必然同向：一项特许经营资产可能具有较高的现金流可预测性，但其经营权在制度上被限制转让或质押，可变现性反而受限。判断可变现性，需要区分三条退出路径，并分别考察其制度约束。

第一条路径是资产本身或经营权整体转让。这条路径最彻底，但制度约束也最直接。特许经营权通常受协议约定和适用规则约束，除非另有约定或事先获得授权方同意，经营方可能不得将特许经营权转让、出租、抵押或质押给第三方；收费公路领域还设有“收费期超过三分之二的，收费权不得转让”的期限限制。资产本身可出售，不等于经营权可转让；经营权可转让，不等于转让价格可覆盖账面价值。

第二条路径是经营权或收益权质押融资。这条路径提供了以资产为锚的流动性。它在城投中并不罕见，但需关注质押融资的还款来源。2024 年财政部发布《关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》中，某城投经营权质押借款的还款来源被财政预算安排所覆盖，被认定为新增隐性债务，对于“无真实运营主体、无使用者付费闭环、还款依靠财政统筹”的经营权质押，实践中易被纳入变相举债关注范围。

第三条路径是证券化。这条路径对底层资产的要求较为严格，筛选功能也相对较强。资产证券化通常要求底层资产权属清晰、现金流可预测、可独立于原始权益人。

一项能够进入证券化通道的资产，至少说明它在权属清晰、现金流可稳定产生、可独立于原始权益人这几个维度上较为完备，其退出路径的可靠性相对更高。但需要说明的是，证券化筛选的是权属和现金流的独立性，不筛选收益来源是否独立于政府。一项底层现金流来自财政的收益权，在权属和现金流形式上也可能满足证券化要求。因此，通过证券化筛选可以作为可变现性较强的参考依据，但不能替代对收益来源性质的判断。

三条路径的共同逻辑是：可变现性的强弱，不取决于“是否存在变现工具”，而取决于退出路径在制度层面是否通畅、是否合规、是否可独立于政府信用。转让路径通畅、质押合规、证券化可行的资产，可变现性较强；退出依赖授权方同意、质押可能触及隐性债务红线或难以通过证券化筛选的资产，可变现性受限；变现实质上依赖政府回购或政策性资产重组的资产，可变现性弱，缺乏市场化的退出路径。

四、从质量判断到信用分析中的关注要点

将经营性资产的质量状态对应到信用分析中，需要明确针对不同质量状态的经营性资产应当如何评估其信用质量，即其在多大程度上可以被视为偿债来源，以及其价值波动对平台偿债能力可能产生何种影响。

信用分析中，需要对经营性资产的信用质量加以区分，即其在多大程度上可以被视为偿债来源，以及其价值波动对平台偿债能力可能产生何种影响。不同质量状态的经营性资产，在信用分析中的处理方式和关注要点如下。

对于真实性成立、收益可验证的资产，关注重点是验证市场化是否真实，防止集中的客户依赖或隐性关联安排被市场化表象所掩盖。需要核查的问题包括：前五大客户中是否存在与发行人受同一政府控制的主体？最大客户流失后该项收入是否有可替代的业务基础？定价机制的调整是否有历史记录可循？如果收入高度集中于与发行人存在控制或关联关系的少数客户，其市场化属性应被重新审视。在资产质量评估时可视为正面因素，但需关注压力情景下现金流的持续性；在减值与处置判断中，需关注处置价格是否覆盖账面价值、处置回款是否进入偿债安排。

对于真实性成立、收益依赖政府或关联方的资产，关注重点不是质疑真假，而是确认其信用质量是否应与传统城投的相关资产区别对待。需要核查的问题包括：政府购买服务合同是否已纳入中期财政规划？应收账款回收期限是否持续拉长？定价是否与同类市场化服务存在可观察的偏离？其对手方是否为政府或受同一政府控制的关联方？如果是，占比指标的改善不构成信用质量的改善。在上述判断基础上，该类

资产在资产质量评估中需作中性描述，不因归入经营性资产而获得额外的信用支撑；在减值与处置判断中，需关注财政及关联方回款能力。

对于真实性不成立的资产，关注重点是确认其在权利基础或商业实质层面是否成立。需要核查的问题包括：确权文件是具备法律效力的正式协议、出让合同或授权文件，还是内部批复？评估核心参数是否有独立于发行人的可验证来源，评估方法是否与资产实际使用情况相匹配？收入对手方与发行人之间是否存在股权、人员或控制关系上的关联，定价是否完全缺乏独立的市场参照？该笔收入是否为一次性资源出让或资产处置所得？如果上述任一问题的答案指向否定，该项资产通常应进入排除或显著折价处理。在上述判断基础上，在对该类资产的偿债能力评估时，需作为提示性事项重点关注；在减值与处置判断中，关注是否存在评估价值虚高、处置收益被计入经常性收入等情形。

五、结论与方法参考

经营性资产的质量比数量更重要，信用分析中对经营性资产的关注应当建立在对收益来源性质与契约基础的甄别之上；以真实性为门槛、以可预测性和可变现性为排序维度的分层判断，能够将同一标签下质量差异显著的经营性资产区分开来，并将这种区分转化为信用分析中的处理方式与关注要点。

从经营性资产的质量分析看，第一，真实性应当作为排除性门槛。当一项资产在权利基础或商业实质层面不成立时，它在信用分析中通常应被排除在资产端信用支撑之外，而不仅仅是在质量评估中获得一个较低的分数。第二，占比达标和盘活完成不构成信用质量改善的充分条件。依赖政府的资产不因进入经营性口径而获得独立的信用支撑加分。第三，本报告提出的关注要点集中在分析流程中的判断规则层面。现有评级模型在收现程度和资产流动性层面已经具备有效的操作化指标，本报告补充的是这些指标难以覆盖的层面，即考量收益来源的性质与契约基础的可执行性。

城投经营性资产的质量判断，逐步成为信用分析中一项重要的分析内容。对应到具体的信用分析中，当占比达标不再足以证明转型成效、当盘活动作不再自动等同于现金流改善时，信用分析需要把注意力从有多少经营性资产转向这些经营性资产的质量如何。在具体的信用判断中，应重点关注：资产收益是否来自独立于政府的第三方付费，而非政府购买服务或关联交易；确权文件是否具备法律效力，评估参数是否可独立验证；特许经营协议中的调价与排他条款是否在历史上实际执行过；盘活形成的收入是否属于经常性业务，而非一次性处置收益；以及平台经营性资产的质量结构，

而非仅仅看其占比或规模。经营性资产的质量比数量更重要，信用分析中对经营性资产的处理，应当建立在对收益来源性质与契约基础的甄别之上，而非建立在对占比指标的简单认可之上。需要说明的是，本报告提出的处理规则与关注要点提供的是判断方向和核查依据，不是精确的量化分值；不同分析人员对同一组关注要点的答案可能给出略有差异的质量状态判断。本报告的意义是减少占比达标即视为质量改善的粗放判断，而非替代分析中的专业判断。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。