城投转型专题（10）：城投整合重组的协同效应与潜在风险点

公用二部|王思颖

2026 年 11 月 25 日

摘要：

在地方政府债务治理深化与国资国企改革推进的背景下，城投平台整合重组已成为地方优化国有资本布局、理顺政府投融资体系、化解区域债务风险的重要抓手之一。当前实践中主要形成三类路径：以业务属性为界的专业化行业归并、以产权层级为轴的纵向层级上收、以空间范围为域的跨区域横向整合。三类模式在资源归集、管理重塑、债务统筹方面各有侧重，具备差异化的协同潜力；但协同效应并不因整合完成而自动实现，其兑现高度依赖管理体系实质融合、业务重叠有效清理、债务结构统筹安排等前提条件。同时，整合重组过程本身也伴生资产权属瑕疵、流动性压力、市场预期与实际进展错配等多重隐患。本文依次梳理三类整合模式的运作逻辑，评估其协同效应的实现条件，提出整合成效的评判标准，识别重组过程中的关键风险，并从治理与管控、业务运营、债务与现金流统筹三个维度归纳评级实践中的关注要点，以期为整合重组类事件的评级分析提供分析框架。

关键词：城投平台；整合重组；协同效应；风险识别；评级分析

正文：

较长一段时期以来，国内城投平台呈现“数量众多、层级分散、业务庞杂、债务分散”的特征，省、市、区（县）多级平台并存，同一层级亦有多家平台并行，同类业务分散于不同主体，由此带来投融资职能碎片化、管理成本高、融资主体信用分化、债务期限错配等问题。随着地方债务管控持续强化，多地陆续启动城投平台整合重组，本质是国有资本布局调整，而非单一的财务合并。

这一进程的刚性政策导向，集中体现在2024年一系列部署中：2024年3月6日，财政部部长在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上提出分类推进融资平台改革转型，持续压减融资平台数量；2024年7月，党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，要求加快地方融资平台改革转型，进一步明确严禁新设融资平台公司、防范地方国有企事业单位“平台化”；2024年8月27日，中国人民银行、财政部、国家发展改革委、证监会联合印发《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发〔2024〕150号，简称“150号文”），要求2027年6月底前完成融资平台退出和市场化转型；2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议审议通过《关于批准<国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案>的决议》，与专项债券化债安排、存量债务按原合同偿还等共同构成"6+4+2"一揽子化债方案。

从各地融资平台整合实践看，模式大体可分为三类：按行业归并的专业化整合、按层级上收的纵向整合、按区域布局的跨区域横向整合。无论采用哪种模式，协同效应都体现为管理、业务、财务三维度的共振；整合须以“同业归并、产业关联”为原则，严禁借整合重组变相新设融资平台或异化产生新平台。研判整合成效，不应局限于资产规模、并表范围等表层指标，而应穿透核查管理是否真融合、业务是否真归并、债务是否真统筹。

一、整合重组的主要模式及运作逻辑

（一）专业化整合：按行业归并，业务条线集中

专业化整合，是将分散于各级城投平台中的同类业务及其相关资产剥离归集，组建专业化运营主体的整合方式。例如，将分散于多个平台的市政供水、污水处理、城市燃气等业务归集组建为公用事业集团；将道路基础设施建设、城市更新、保障性住房开发等业务整合组建城市建设集团；将园区开发与产业载体运营业务单独组建园区发展集团。

该模式的核心思路是打破原有行政隶属关系与层级归属的约束，以业务属性为划分标准，将同类业务集中到单一专业化主体，实现“一个行业、一个主体”；原有多家平台退出同类基建与公用业务的交叉经营，剥离非主业资产，聚焦各自功能定位。

通过专业化整合，有助于业务集中度及项目运营效率的提升，形成稳定的经营性现金流；同时，由单一主体统一对接资本市场，有利于打造细分领域信用主体，统筹项目投融资。实现条件主要包括以下几个方面：

管理体系融合：建立统一的项目管理、成本管控、人事考核体系。若仅划转资产，各板块仍沿用原有管理机制，容易出现部门壁垒，难以形成管理协同。

业务重叠消化：重点清理同类项目重复立项、多家平台同时承接同类工程的历史遗留问题，统一业务承接规则，明确项目归属，避免内部竞争、互相压价。

债务统筹安排：区分经营性公用债务与公益性基建债务，对同类型项目贷款或债券统一梳理，优化债务期限结构；对经营性现金流较好的板块，以稳定现金流覆盖存量债务，避免优质现金流被低效项目占用。

综上，若仅完成资产股权划转，但业务、管理、现金流、债务、信用均无实质变化，则属于整合无效。

（二）纵向整合：按层级上收，市县（区）平台向上归集

纵向整合，是将下级区县平台股权、资产划转至上级市级平台，将分散于区县一级的城投资源上收至市级国资/市级城投集团，由市级主体统筹区域基建投资、项目管理与融资。常见形式：区县平台成为市级城投下属子公司，保留法人主体，但投融资决策权、重大资产处置权上移至集团总部。

该模式的核心思路是解决区县平台体量小、信用弱、融资成本高、抗风险能力不足的痛点，依托市级主体更高的市场信用等级与融资议价能力，压降整体融资成本，统筹全市域项目规划与债务管理。

通过纵向整合，有助于市级层面统筹全市项目盘子，避免各区县各自举债、无序投资；集团统一授信，可降低整体融资利率；同时便于跨区县调度现金流，在区域内平衡项目回款与债务兑付；便于市级政府统一管控隐性债务。实现条件主要包括以下几个方面：

管理体系融合：理顺市、区县两级权责边界。市级集团需要建立穿透式管控体系，但也要兼顾区县属地项目落地的灵活性。若权责划分不清，容易出现市级管控过度、区县缺乏积极性，或者名义上收、实际仍由区县自主运营的形式整合。人事、财务、风控体系必须自上而下统一。

业务重叠消化：梳理市、区县两级重复的基建业务，重新划分项目承接范围。市级侧重重大市域工程，区县平台聚焦属地小微配套项目，厘清业务边界，防止母子公司业务冲突。

债务统筹安排：是纵向整合最核心难点。区县原有存量债务，需要在市级层面统

一摸底分类，制定分年度兑付方案。市级集团需要平衡信用托底和债务责任划分，不能简单将区县债务全部并表，避免劣质债务大量并入市级主体，拉低集团整体信用。债务责任、偿债资金来源必须书面厘清，防范债务责任模糊化。

总体来看，仅完成股权划转、工商纳入合并范围，但权责未理顺、业务仍重叠、债务责任模糊、融资和风险管控没有实质改善，属于形式化整合；只有实现权责匹配、业务分层分工、债务分类管控、融资成本优化、市域债务风险统筹可控，才是有效的纵向整合。

（三）横向整合：跨区域重组，毗邻区域平台合并

横向整合，是将地理相邻的多个同级行政区（如相邻区县、同都市圈下相邻地市）城投主体合并重组，打破行政区边界，将多个独立区域的城投资产、业务整合为跨区域大型城投集团。多见于都市圈、城市群一体化推进过程，服务跨区域交通、产业园区联动等一体化项目。

该模式的核心思路是依托一体化发展契机，整合多个区域的国有资产，做大平台资产规模，承接跨区域重大基建项目，实现资源跨行政区调配。

通过横向整合，资产规模可快速做大，主体资本实力提升；有利于统筹跨区域重大项目，解决单一区域财力不足以支撑大型基建的问题；同时便于跨区域盘活存量资产，打通资产证券化、REITs 等资本运作渠道。实现条件主要包括以下几个方面：

管理体系融合：跨行政区主体整合，行政协调成本最高。不同地区原有国资管理规则、薪酬考核、内控体系差异大，需要建立跨区域统一的治理架构。地方行政利益博弈是最大阻碍，若各地仍保留独立诉求，极易出现治理碎片化。

业务重叠消化：不同区域往往都有市政、基建业务，需要重新规划业务布局，明确各区域板块分工，避免跨区域内部竞争；同时统一项目标准，平衡不同区域项目收益水平差异。

债务统筹安排：不同区域财政实力、债务压力差异较大。强区域资产与弱区域债务合并，会出现优质现金流补贴高负债区域的情况。必须对各区域存量债务进行隔离、分类，明确各板块偿债责任，防止风险由高负债区域传导至财政稳健区域。

总而言之，整合后的集团做到了任一区县单独做不到的事，且没有把强区域的信用与现金流变成弱区域的兜底工具，才算横向整合真正有效。

二、整合重组模式的协同效应对比

总体来看，城投平台整合中的协同效应可归为三类：管理协同、业务协同、财务（债务）协同。无论采取何种整合模式，协同效应都不会随股权划转自动实现，而是须同时满足三个基础条件：一是管理体系实质性融合，而非停留在名义合并层面；二

是有效清理业务重叠，消除内部竞争，聚焦主业；三是统筹安排债务结构，做到债务责任清晰、现金流与债务期限相匹配。三项条件缺一不可。

从有效性标准来看，三类整合模式的判断要点则各有侧重。**专业化整合**，关键看是否建立了统一的业务管控标准、明确的非主业资产清理时间表，以及规范的内部交易规则。若仅有资产划转而缺乏配套的专业化整合方案，专业化整合效果会大打折扣。**纵向整合**，关键看是否在整合前置就明确了债务承接补偿机制、收益上缴规则和重大项目审批权限。只有权责清单同步落地、资金池实现统一调度，市级平台的信用优势才能转化为区县级平台真实的偿债缓冲。**横向整合**，关键看是否提前约定了收益分享与风险共担机制，并搭建起独立于属地行政体系的治理与风控架构。若缺乏固化的利益分配协议，仅依靠行政指令推动整合，后期极易陷入治理僵局，市场对整合成果的认可度也会偏低。

从协同兑现难度程度来看，三类模式由易到难依次为：专业化整合、纵向整合、横向整合。专业化整合的协同主要发生在集团内部，可控性最强；纵向整合虽可依托市级信用，但涉及权责与利益的纵向再分配，协调成本更高；横向整合则需在彼此独立的行政主体之间建立利益平衡机制，不确定性最大，对制度设计的要求也最高。

表 1 城投三类整合模式协同逻辑、难点、评判标准及适用场景对比

整合模式	协同逻辑	实现难点	有效性判断标准	适用场景
专业化整合	同类业务集中	业务边界重塑、非主业资产剥离	业务协同度、板块分工清晰度、同类资源集约化水平	城投业务门类繁杂、同业竞争突出的地区
纵向整合	强信用控债务	市县区权责划分、存量债务责任厘清	权责划分、管控链条、财权事权匹配、债务统筹能力	区县平台分散、信用偏弱，市级财政具备一定统筹能力的区域
横向整合	跨区域做大资产	跨行政区利益协调、债务风险跨区域传导	资源互补性、跨区域治理机制、统一融资与偿债安排	都市圈一体化程度高、跨区域利益协调机制成熟的少数地区

三、整合重组过程中的潜在风险点

城投整合重组能否兑现协同效应，取决于三大基础条件是否同步落地：管理体系实质性融合、业务重叠有效清理、债务结构统筹匹配。整合过程中的各类风险，本质上都是协同条件未能落地所衍生的结果：管理融合不到位易引发资产权属不清、治理虚化等问题；业务重塑不彻底将持续存在同业竞争、资产质量分化与市场预期落差；债务统筹失当则带来偿债责任模糊、流动性压力上升、乃至风险跨层级、跨区域传导等隐患。具体来看：

（一）资产划转环节：权属不清与合规瑕疵风险

资产划转是城投重组第一步，也是风险高发环节。城投存量资产普遍存在历史遗

留问题：土地使用权证不全、划拨用地违规用于融资、在建工程已设定抵押、资产存在查封冻结、部分公益类资产不具备市场化融资条件以及资产账面价值与实际可变现价值偏差大。若在未完成权属核查、抵押解除和资产评估的情况下开展无偿划转，将产生三类后果：一是瑕疵资产无法正常确权，不能作为有效融资抵押物；二是低效或无效资产并入新主体，形成账面资产虚增；三是划拨程序不符合国资管理规定，埋下合规隐患。此外，部分资产附带隐性担保或连带负债，划转时若未一并披露与承接，将转化为新主体的表外风险。值得注意的是，资产划转并不等于资产价值转移，权属瑕疵资产纳入重组范围，会直接削弱新平台资产质量。

（二）债务管理环节：集中到期、权责错配与再融资衔接风险

期限错配引发流动性压力。存量债务集中并入后，集团债务规模显著扩大，而不同区域、不同平台的原有债务到期时间各异，容易形成债务集中兑付窗口，造成阶段性流动性压力。

债务责任边界模糊。纵向整合、横向整合中，常出现资产上收、债务留在原属地或者债务一并并入但偿债仍依赖属地财政的权责不对等情况。一旦属地财政承压，集团合并报表将面临刚性兑付压力上升而对应现金流不足的困境。

新旧融资衔接不畅。整合初期，金融机构与债券投资者对新主体的信用需要时间重新认知，部分机构会重新授信、压缩额度。若新旧融资衔接不畅，容易出现再融资断档，导致短期流动性收紧。

（三）市场预期环节：整合预期过高与信用修复不及预期的落差

市场往往将城投整合等同于信用增强，预期整合后平台融资能力提升、债务风险下降。但现实中存在预期差：其一，账面资产规模做大，但经营性现金流未同步改善，且资产以公益性土地、在建工程为主，变现能力弱；其二，整合仅停留在股权层面划转，管理、业务、债务仍相互分离，属于“整而不合”；其三，区域财力约束并未因整合而改变，财政可动用资源并未实质性增加，整合仅是债务主体变更。一旦市场确认信用改善不及预期，债券估值收益率将上行、利差走阔，融资成本随之反弹。

除上述整合过程中需要防范的潜在风险点以外，还应关注的其他风险包括因多家平台合并后组织架构调整，人员冗杂、薪酬体系冲突、核心人才流失，内控机制磨合周期较长导致的治理与人员风险及无偿划转、资产评估、交易程序不合规引发的合规风险等。

四、整合有效性评估与评级实践中的关注要点

长期看，城投整合的最终目标是推动平台剥离政府融资职能、回归市场化转型，按照 150 号文相关要求，2027 年 6 月底前完成融资平台市场化转型清零，2026 年为

攻坚年。城投整合着力构建政府项目规范承接、经营性业务自主运营、债务风险闭环管控的新机制，如果仅追求做大资产规模、短期抬升融资能力，而忽视治理融合与债务统筹，整合反而会将分散的风险集中为集团化风险，放大后续处置难度，因此对城投整合重组开展有效性评估具有现实必要性，三类模式整合后实际效果评估要点如下：

（一）专业化整合有效性评估

判断专业化整合效果的核心是区分资产形式划转与实质协同，效果评估可以从业务格局、管理体系、运营管理、债务管控及信用融资五个维度进行核验。

业务格局方面，是否落实“一个行业、一个主体”，同类业务归集到位、清理历史重复立项项目，消除内部同业竞争与交叉经营，资产跟着业务走，经营权、收益权、权证同步划转，不存在业务划入、核心资产留在原单位的情况，若仅划转账面资产，业务仍分散多头承接，则整合流于形式。

管理体系方面，是否建成统一的项目、成本、人事考核机制，打破原有行政隶属带来的部门壁垒，实现一体化管控，如果只是简单合并资产，各板块管理制度保持不变、各自为政，难以释放管理协同效应。

运营管理方面，专业化运营效率提升，同类型项目建设成本、运维成本同比下降，项目工期、运维效率优于整合前分散运营阶段，闲置资产、低效资产得到集中统筹盘活，资产周转率稳步提升，经营性业务收入占比持续提高，形成稳定持续的经营性现金流，财政补贴依赖度持续下降，优质现金流不被低效项目占用。

债务管控方面，区分经营性债务与公益性基建债务，经营性债务依托项目经营收益自求平衡，公益性债务依规纳入化债统筹安排，统筹优化债务期限结构，实现现金流与债务匹配，平滑集中到期压力，分类施策化解存量债务风险。

信用融资方面，打造细分领域独立信用主体，降低对接成本、融资条件得到改善，市场认可度提升。

（二）纵向整合有效性评估

判断城投纵向整合是否有效，关键是区分股权上收的形式动作和市域统筹的实质成效，不能仅以区县平台股权划转、纳入市级集团合并报表作为有效标准，重点从权责管控、业务分工、债务统筹、资源协同、风险管控五个维度综合评估。

权责管控方面，有效整合应当理顺市、区县两级权责边界，建立自上而下统一的人事、财务、风控、投融资审批体系，重大投融资、资产处置决策权按要求上收至市级集团；同时保留区县属地小微项目实施的合理灵活性，避免市级管控过度，压制区县项目落地积极性或区县平台依旧自主决策、独立举债，管控流于表面。

业务分工方面，有效整合要重新划分市域项目承接边界，市级主体重点承担跨区

县重大市域基建工程，区县平台聚焦属地配套、小微项目，形成上下分工有序的业务格局，不再出现市、区县平台争抢同类项目、重复投资建设的问题。若业务范围未重新划定，母子公司业务交叉竞争，则难以发挥纵向统筹价值。

债务统筹方面，有效整合即市级要完成区县存量债务全面摸底、分类处置，制定分年度兑付计划，明确债务归属、偿债资金来源并形成书面约定，厘清责任边界，不简单由市级无条件兜底区县债务。

资源协同方面，市级实现全市项目统一谋划，统筹集团统一授信，压降整体融资成本；可在市域范围内跨区县调度现金流，调剂资金平衡项目回款和到期债务兑付，改变过去各区县各自举债、资金分散的局面，即为有效整合。如果融资条件、资金调度能力没有改善，协同潜力没有释放，则整合效果不足。

风险管控方面，依托市级集团统一管控权限，做到统一管控举债行为、杜绝区县新增无序举债，债务风险由分散管控转向市域一体化统筹。

（三）横向整合有效性评估

横向整合的有效性，不能只看合并后的资产规模和是否挂牌成立了集团。整合是否有效可从治理能否统一、业务能否真正重组、债务风险能否隔离、是否产生协同增量几个方面综合判断。

治理统一方面，是否形成统一的集团治理结构，跨区域统一的决策授权、薪酬考核、内控制度是否落地，考核是否由区县单体考核转为集团＋板块考核；地方政府间是否签署资产划转、税收分成、债务分担等具有约束力的协议。总部空心化、子公司仍由原区县独立管控，即为无效整合。

业务重组方面，市政、基建、水务、交通、园区是否按板块明确分工、形成一板块一主体；内部同业竞争是否消除，项目是否由集团统一调度、标准统一；跨区域交通与园区联动项目是否实际开工并形成投资额。若整合数年仍无一个跨区域项目落地，则协同效应落空，整合无效。

债务隔离方面，存量债务是否按区域分类建账、资产与债务是否对应、偿债主体是否明确；各板块、各子公司的偿债责任与现金流归集路径是否清晰；资金归集与内部调度规则（含内部借款定价、资金占用计息）是否建立；集团是否对弱区债务交叉担保、统借统还，造成高负债区域风险向稳健区域传导。

协同增量方面，总资产、净资产增长应来自真实资产注入，而非评估增值或无效资产划入，市场化收入占比、净资产收益率、经营性现金流对债务覆盖倍数、政府补助占利润总额比重等是否改善；REITs、证券化等资本运作是否实际落地。

（四）评级实践中的关注要点

从评级实践角度，评级机构对城投整合重组事项的持续关注，核心是围绕管理协同、业务协同、财务（债务）协同三大实现条件开展穿透核查，区分账面形式划转与实质性整合，不能简单依据资产规模扩张判定信用改善。

治理与管控维度：核查管理体系是否实现实质性融合。一是核查资产权属变更的完备性。可审阅资产划转批复文件，核实不动产、特许经营权、股权等过户变更登记手续办理情况，排查标的资产是否存在抵押、查封、冻结等权利负担，重点区分账面划转与法律权属的实质转移，关注是否存在“只并报表、不办过户”的情形。二是针对横向整合，额外核查各参与地方政府对注入资产的内部决策程序及资产评估依据。三是关注集团统一治理、权责清单、资金管控机制是否落地，并核查整合过程中是否存在隐性担保、交叉担保新增。

业务运营维度：核查业务重叠清理与主业重塑成效。重点关注业务边界梳理、同业竞争清理以及非主业低效资产剥离的进度；甄别报表合并带来的规模增量与运营优化形成的经营性现金流内生增量，警惕营收因并表而做大、经营性现金流却未同步改善的情形；横向整合还需重点核实注入资产现金流的可持续性；同时持续关注资本市场和金融机构对整合事项的反馈。

债务与现金流统筹维度：核查债务统筹安排与流动性安全。一是核对资产、债务划转清单，明确存量债务承接主体与偿债资金来源，核查或有负债、隐性债务是否同步纳入整合范围。二是核查整合后主体的债务到期时间表，评估债务归集后是否出现集中到期压力。三是核查集团资金池与统一融资调度机制是否落地，测算可自由动用货币资金、经营性现金流及外部支持资金对短期债务的覆盖能力，评估流动性缓冲空间变化。四是分模式监测风险传导，纵向整合关注区县风险向上迁移，评估区县财政波动对市级合并平台的冲击；横向整合重点监测单一成员区域的财政或项目风险向整个合并平台传导的可能性，并核查风险共担机制是否可执行。五是警惕依托整合后规模与信用提升的预期盲目新增融资，核查新增资金的投向与项目收益测算，判断是否存在信用透支。

综合来看，三类模式下关注侧重点有所差异，专业化整合重点关注主业归集与现金流结构优化，纵向整合重点核验债务承接与收益权划转是否同步，横向整合需重点研判跨区域收益共享、风险共担协议的约束力。需要注意的是，城投整合有效性评估并非一次性工作，而是一项贯穿整合全过程、需要持续跟踪、复核与优化的常态化管理工作。唯有严格区分形式划转与实质协同，才能避免简单依据资产规模扩张判定信用改善，使得整合在化解城投平台存量债务风险、推动城投平台市场化转型方面真正发挥作用。

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。