城投转型专题（9）：区域产业基础与城投转型路径的适配性观察

公用二部|严贞贞

2026 年 11 月 20 日

摘要：

城投转型是化解地方债务、重塑地方国企功能的重要方向，但转型成效与信用影响存在显著的区域异质性。本文以区域产业基础为核心视角，结合资源、能力、资金、风险四维适配框架，按照五类产业禀赋场景辨析城投差异化转型路径、能力边界及其信用内涵。产业集聚区域适配园区运营与合规产业投资、文旅生态特色资源区域适配 EOD 与存量文旅轻资产运营、商贸交通枢纽区域适配仓储口岸资产运维、中心城市多元产业区域适配存量科创载体与保障性租赁住房盘活、产业薄弱区域可依托本地公用事业保底与跨区域能力输出两条路径实现突围。城投转型不存在普适最优方案，转型可行性受区域产业禀赋约束，安全边界受城投自身资源与能力约束；适配产业基础的转型能够培育可持续经营性现金流，改善主体信用基本面，转型错配则会通过资源失配、能力失配、资金失配、风险失配等渠道形成低效资产，推升偿债风险。对信用分析而言，不应将转型业务本身默认为利好信号，而应检验转型路径与区域产业基础、主体能力的适配性及其动态匹配过程。本文以分析框架构建与案例归纳为主，旨在为城投转型的适配性判断提供参考。

关键词：城投转型；区域产业基础；转型错配；城投信用分化；经营性现金流

正文：

一、引言

城投公司长期承担地方基础设施建设职能，业务循环高度依托土地增值与政府委托代建，自身市场化造血能力不足。随着隐性债务治理持续推进，国发【2014】43 号划定政企边界、推动剥离融资平台政府融资职能；国办发【2022】19 号为城投盘活存量资产、拓展经营性收入提供政策通道；2024 年 8 月，中国人民银行、财政部、国家发展改革委和证监会联合发布《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发【2024】150 号），要求所有城投公司在 2027 年 6 月底前退出地方政府融资平台，退出需同时满足

隐性债务清零、剥离政府融资职能、经营性金融债务清零或取得占三分之二以上份额的金融债权人同意三项条件。政策导向从笼统鼓励市场化转型转向因地制宜、分类施策，城投公司转型进入加速阶段。

在隐性债务管控、存量资产盘活的政策主线之下，城投公司转型的现实结果却出现明显分化。产业集聚区域部分国有企业依托园区载体运营、产业配套服务，形成相对稳定的经营性现金流，对财政补助的依赖有所下降；而不少产业基础薄弱地区城投公司盲目复制发达地区转型路径，跟风建设标准化厂房、科创孵化器、文旅项目，最终载体空置，项目现金流难以覆盖融资成本，转型流于形式，甚至新增刚性资本开支，加剧债务风险。这一现实差异表明，区域产业基础是约束城投转型成效的核心硬条件，单纯依靠政策推动、行政划转资产、更换企业名称，并不构成真正意义上的转型，脱离本地产业承载力、要素禀赋、市场需求的转型方案，存在较大的错配风险。

基于此，本文聚焦产业基础与城投转型路径之间的适配关系，构建产业基础—城投转型适配分析框架，分析不同产业基础条件下城投转型的适配路径、能力要求和风险特征，识别哪些转型方向具备较好的本地支撑条件，同时关注部分城投公司在本地产业基础相对薄弱阶段所采取的务实策略，并分析不同策略的适用条件与信用含义，最后对城投企业和市场机构提出差异化建议。

二、产业基础约束城投转型的内在机制与适配性

（一）产业基础约束城投转型的内在机制

产业基础是产业形成和发展的基本支撑，既包括提供基本生产资料的产业部门，也包括提供产业底层结构的产业要素。本文所指的区域产业基础是指区域内产业活动的存量规模、结构特征、组织形态与演进趋势的总和，既包括区域主导产业类型、产业链完整程度、规上企业集聚密度，也覆盖区域创新投入强度、研发载体、人才供给、资本活跃度，同时包含人口流动趋势、经济增长预期、土地与资源供给等外部环境。

区域产业基础并非从单一维度影响城投转型，而是从需求生成到运营培育再到价值实现的不同环节依次施加约束，具体内在机制如下：

第一，需求生成环节：区域产业生态成熟度与资源禀赋约束经营性业务的原生市场空间。城投公司绝大多数经营性业务，本质是面向本地市场提供载体、配套、服务，比如标准厂房租赁、园区蒸汽与污水处理、仓储场站、科创孵化服务等。产业链完备、企业密度高的区域，存在持续稳定的付费主体，业务需求具备内生性；产业稀疏、企业零散、主导产业链缺失的区域，缺少稳定付费客户，即便建成载体，也容易出现空

置。园区类城投公司是典型例证：依托区域内已有的制造业集群，园区厂房、仓储物流设施、产业服务平台等资产天然具有可租赁性和可收费性，其资产收益率与现金流入稳定性显著优于纯公益性资产。此外，对于生态、文旅、矿产等特色资源型区域，在生态治理、文旅配套、资源管护类服务方面具有先发优势。由此可见，产业集聚带来产业服务需求，特色资源带来资源型服务需求，特定区域的产业存量结构在一定程度上构成对可配置资产的质量与规模的约束，进而影响城投转型的起点选择空间。

第二，运营培育环节：人才与资本集聚水平影响现金流的培育难度与周期长短。不同类型转型业务对专业要素依赖差异显著：供水、环卫等标准化运维业务要素门槛较低；而园区产业服务、科创孵化、产业基金投管、EOD 综合运营等业务，高度依赖产业研究、招商运营、资本风控人才以及本地创投、产业资本协同。在人才资本富集区域，城投公司可以快速搭建运营团队、联动外部机构，把潜在企业需求转化为常态化租金与服务费，培育周期短、试错成本可控；要素持续外流、本地资本活跃度不足的区域，即便本地有一定企业需求，城投公司也容易出现招商低效、运营能力不足，项目长期处于亏损培育期，持续承担利息和折旧压力。

第三，价值实现环节：区域经济增长态势与人口流向影响市场化收益的可持续性、资产估值环境与退出通道的畅通性。一方面，对城投持续运营的市场化业务而言，区域经济增长、人口流动的长期趋势影响着本地付费需求的增长韧性，进而影响经营性收益的稳定性与增长空间。另一方面，城投转型过程中形成的经营性资产，尤其是产业载体、不动产、产业股权，其估值、流动性、退出渠道与区域增长预期深度绑定。人口净流入、产业持续扩张的区域，园区物业、保障性租赁住房、科创楼宇资产的估值具备支撑，资产转让、REITs 发行、股权转让退出渠道相对通畅；反之，则资产处置折价风险上升，股权类投资很难实现市场化退出，长期沉淀为低效资产。需要补充的是，退出通道的畅通程度本身是分层的：REITs 发行对资产收益率、现金流分派率、权属合规性设有硬性门槛，多数弱区域的存量资产并不满足这些条件，因此即便区域增长预期改善，退出渠道也未必对等开放。

（二）产业基础与城投转型的四维适配性

产业基础与城投转型的适配性是指区域产业基础能否持续支撑城投公司产生经营性现金流，降低对财政兜底的依赖。不同产业基础条件催生了不同的转型方向，同时又受到城投公司自身禀赋、业务特征等影响，细化为具体的转型路径，并呈现出不同的效果。适配性的实质，是区域产业演进方向与城投公司自身资质的动态匹配。本

文从四个匹配维度构建适配性判断标准，即资源匹配、能力匹配、资金匹配、风险匹配。四维之间相互不可替代，原因在于各维对应不同的失败机制——资源关乎是否存在可经营的标的，能力关乎是否具有把标的转化为现金流的运营实力，资金关乎现金流节奏与债务期限能否相容，风险关乎主体是否具备承受培育期亏损的空间；缺少任一维度，其余维度均无法独立支撑适配结论。资源、能力、资金、风险四维是适配的前置必要条件，而非适配本身，四维同时达到基本要求时，适配性才作为结果成立。

1、资源匹配：城投公司自身可盘活资产的规模、权属与功能属性是否满足转型业务要求，例如拥有水、气、停车、园区、物业、数据、特许经营权等可经营性资产。而从外部需求端来看，城投公司拟盘活投资的经营性资产，是否能够对接本地产业的真实需求，资产功能、区位、规模是否适配本地产业发展阶段。

2、能力匹配：城投公司现有管理团队、组织架构、市场化激励机制，能否支撑新业务运营。公用事业、环卫运维属于标准化运营业务，能力门槛较低；产业基金、科创孵化、大宗供应链、EOD 综合开发对产业研判、招商、风控能力要求很高。能力不匹配的情况下，即便有产业场景，业务也容易运营失当，无法兑现预期收益。

3、资金匹配：业务现金流节奏、投资回收期，与城投公司现有债务结构、融资期限、融资成本是否匹配。园区开发、产业股权投资、城市更新项目回报周期普遍在 8－15 年甚至更长；而很多城投公司融资以 3－5 年期银行贷款、短期债券为主。长周期项目叠加短久期债务，天然形成期限错配，一旦融资环境收紧，流动性风险易快速暴露。同时，业务稳定现金流能否覆盖新增项目利息支出，是资金匹配的核心底线。

4、风险匹配：城投公司存量债务规模、债务率、融资成本等，决定主体能够承受的试错空间。债务负担较重、财政收入高度依赖转移支付的欠发达区域城投主体，对产业股权投资、长周期产业孵化类业务的风险耐受空间极低，产业基础完善、地方财政自给能力较强区域的城投公司，可以在严格限额、设置退出机制的前提下适度开展产业配套投资，承担有限、可控的试错风险。

从信用评级视角看，四维匹配程度直接影响转型业务现金流的质量与可持续性，是评估城投转型信用价值的基础。资源匹配与否，对应资产有效性与经营性现金流失真风险；能力匹配与否，对应运营失当、收益不及预期的风险；资金匹配与否，对应期限错配与流动性压力；风险匹配与否，对应偿债安全垫与试错空间的大小。转型只有在四维边界内形成可持续经营性现金流、切实改善利息覆盖与偿债能力，才构成信用改善的实质证据；突破边界的转型错配，则可能演化为评级负面因素。四维适配的观测指标与风险映射见下表。

表 1　四维适配的观测指标与风险映射

维度	观测指标	参考阈值（经验值）	映射的风险
资源	经营性资产占比、资产出租率、特许经营权数量与剩余期限	经营性资产占总资产比重不低于 30%；资产出租率不低于 70%；特许经营权≥2 个且剩余期限≥10 年	资产有效性不足、经营性现金流真实性存疑
能力	市场化业务人员占比、关键业务专业资质	市场化业务人员占比不低于 30%；关键业务资质齐备	运营失当、招商能力不足导致“建成即空置”、收益不及预期
资金	项目投资回收期与新增债务久期之比、利息保障倍数、资产收益率与综合融资成本利差	项目回收期与债务久期之比不高于 1.5（长周期项目≤2.0 且须专项长期资金）；利息保障倍数不低于 1.5 倍；利差为正	期限错配、流动性压力、收益无法覆盖融资成本
风险	广义债务率、财政自给率、非标融资占有息负债比重	广义债务率不高于 100%（弱财力区域≤80%）；财政自给率不低于 60%（弱区域≥40% 且转移支付稳定）；非标占比不高于 20%	偿债安全垫不足、试错空间受限、培育期亏损直接侵蚀资本

注：上述参考阈值为经验值，仅用于方向性判断，实际应用需结合区域财力、主体债务结构与业务属性调整。

数据来源：大公国际整理

同时需要强调，适配性并非城投被动接受区域产业基础约束的静态结果，而是城投在认清资源、能力、资金、风险四维边界的前提下，主动做出的战略选择。同样处于产业薄弱地区，有的城投盲目建厂导致发生债务违约，形成转型错配；少数具备资质与业绩条件的主体通过跨区域轻资产输出实现经营性造血。由此可见，适配性是一个动态匹配的过程，按年度跟踪区域产业指标与主体经营指标的同向变化，而非区域产业基础的固定输出结果；四维匹配不是孤立判断，需要结合产业基础和城投自身资质综合研判，一条转型路径只有同时满足资源、能力、资金、风险的基本匹配，才具备可持续条件，单一维度严重错配，则会带来较高的转型风险。

三、差异化产业生态下城投转型的适配路径、支撑条件与风险特征

基于前述产业基础的内涵与机制分析，产业基础可从产业结构、企业密度、创新投入、人口流向四个观测维度加以识别；据此，本文将区域产业基础划分为五类典型类型：①产业集聚区域；②文旅生态特色资源区域；③商贸交通枢纽区域；④中心城市多元产业区域；⑤产业薄弱区域。五类区域的产业生态特征、要素条件、增长预期存在系统性差异，对应适配转型路径完全不同。需要说明的是，五类划分是基于产业基础的分析性类型，而非互斥的统计分类，同一城市可能兼具多重属性；实际归类按主导属性判定，比如先看是否已形成成体系的制造业集群（产业集聚区域），再看是否以流通枢纽功能为主导（商贸交通枢纽区域），再看城市能级与产业多元程度（中心城

市多元产业区域），再看是否以特色资源为产业生态核心（文旅生态特色资源区域），上述特征均不突出且产业基础薄弱时可归入产业薄弱区域。

本章将依次分析每一类区域的产业生态特征，讨论与之适配的转型路径，以及路径对城投公司四项匹配条件提出的能力要求，结合典型案例说明落地方式，并识别能力边界之外的风险方向。

（一）产业集聚区域

这类区域以经开区、高新区、工业强市、产业集群县域为代表，产业结构以制造业、战略性新兴产业为主，规上企业密度高，产业链配套完善；创新投入强度较高，拥有高校、科研院所、创投机构，人才资本持续流入，人口保持净流入。产业生态成熟，经营性业务的原生市场空间充足，要素供给充分，资产退出通道相对顺畅。

适配路径：园区综合运营商+产业配套服务商，可适度开展合规产业资本业务。典型业务抓手包括存量标准厂房、孵化器、产业社区盘活运营，园区蒸汽、污水、分布式能源等公用配套，产业招商与企业服务，可以在建立清晰退出机制的前提下参与产业引导基金、跟投本地优质科创项目。

能力边界与四维匹配：

资源层面，存量厂房、孵化器、中试载体、园区公用配套资产可对接产业链企业的生产、研发、配套需求。

能力层面，城投公司需要建立产业招商、企业服务、园区物业、能源环保运维团队，具备产业认知能力。

资金层面，厂房租赁、配套服务费属于持续稳定现金流，适合匹配中长期项目贷款、REITs 等长期融资工具。

风险层面，经济发达区域财政自给率较高，债务压力相对可控，存在有限的试错空间，四维条件同时满足时，可以有限度开展产业链跟投、产业引导基金业务。

典型案例：某东部市级公司以产业投资为核心转型引擎，紧扣当地“465”现代产业集群建设，构建“1+4+X”产业布局，深耕集成电路、先进制造、物联网、绿色低碳四大主导产业，前瞻布局人工智能、商业航天等未来产业。区域制造业基础扎实、产业体系完备、配套能力强，该公司沿着本地优势产业方向做投资，能够更快打通产业链资源、放大集群效应。“十四五”期间，该公司累计完成项目投资总额约 330 亿元，其中符合“465”产业体系的投资占比超过 92%，意味着城投的资本配置与区域产业规

划之间保持了高度的一致性。以某半导体封测企业为例，2024 年底该半导体公司面临核心战略股东缺失与产能扩张资金紧缺的双重困境，城投公司通过旗下基金领投超 22 亿元成为其第一大股东，参与其上市前融资，体现了产业集聚区域赋予城投的独特优势。从适配性框架审视，产业集聚的厚度，首先为城投提供了高质量的项目源与信息环境，继而通过长期深耕使城投的组织能力从融资协调能力进化为产业研判能力，最终以可循环的投资退出与产业贡献来验证转型的真实性。该案例为“制造业强市型”城投转型提供了重要参照。

风险特征：该路径的风险，往往出现在城投突破能力边界。一是直接介入生产制造环节，脱离配套定位承担产业周期波动风险；二是超前大规模批量新建厂房，超出企业落地节奏，造成大面积空置；三是重仓单一高波动赛道股权，缺少分散机制与强制退出安排，用短期债务支撑长期股权投资。即使产业基础较好，以上行为依然会形成错配。

（二）文旅生态特色资源区域

这类区域拥有突出自然景观、生态资源、矿产资源，文旅资源辨识度高；但短板十分突出：制造业企业密度偏低，产业链短，本地产业付费主体不足；创新投入弱，高端运营人才稀缺，资本流入有限；客流、资源收益季节性、周期性波动强，人口往往净流出或者低速增长。产业生态的核心优势是资源，短板是产业要素供给不足。

适配路径：生态治理服务商+存量文旅资产轻资产运营主体，可优先采用 EOD 模式。优先开展矿山生态修复、水环境综合治理等生态工程业务；对存量景区、配套停车场、文旅物业等资产实施托管运营，依托 EOD 机制将生态公益性项目与资源配套运营收益打包，实现现金流平衡，原则上避免新建大规模文旅重资产项目。

能力边界与四维匹配：

资源层面，资产选择必须锚定已有生态、文旅存量资源，优先盘活而非新建，业务收益依托资源配套而非产业客户付费。

能力层面，城投公司重点需要具备生态项目统筹、工程管理、存量资产托管、收益方案测算能力，对产业招商、股权投资等高阶能力要求低。

资金层面，生态治理、EOD 项目回报周期长、前期现金流偏弱，适合对接政策性长期低息资金，严控短期高息融资。

风险层面，区域财政对资源出让、门票收入依赖度高，收入波动大，试错空间有限，不适合大型文旅重资产项目投入。

典型案例：某皖南区县城投公司所处区域拥有成熟文旅资源，但工业基础薄弱、常住人口持续外流。该公司主动放弃新建大型文旅小镇、主题乐园的计划，转型定位为区域生态治理与存量文旅配套运营商，主要承接全域矿山修复、水环境治理项目，同时受托运营政府已建成的景区停车场、配套民宿物业、游客服务中心，以工程服务费、托管运营费形成稳定现金流。项目收益方案严格区分公益部分与经营性配套收益，不依靠土地出让预期平衡资金，不新增大规模土建投入。从适配性框架审视，区域资源禀赋提供了业务场景，但缺少产业要素支撑，因此转型只能走轻资产托管、生态工程服务路线，回避重资产培育、产业投资等模式，该案例提供了资源禀赋突出、产业薄弱地区城投转型的样本。

风险特征：该路径的风险集中体现为对资源红利的高估、对要素短板的忽视。一是举债新建大型文旅综合体、主题乐园、文旅小镇，重资产投入，寄希望于客流长期培育；二是将 EOD 包装为融资工具，收益方案虚设，经营性配套收益不足以覆盖本息，实质依靠财政补贴兜底；三是盲目引入商业文旅业态，自身缺乏文旅运营团队，项目运营失能、资产闲置，持续产生刚性利息支出。整体来看，资源型区域城投适合做资源的运营者，而不适合做大规模文旅地产的开发者。

（三）商贸交通枢纽区域

这类区域依托港口、空港、铁路枢纽、口岸、物流园区形成，主导产业为跨境商贸、仓储冷链、货运流通；货流周转具备持续性，但生产制造企业密度一般，产业链集中在流通环节，行业整体毛利水平偏低；仓储、冷链、货运场站属于标准化不动产，具备 REITs 盘活的基础条件，基础物业、场站运维人才供给充足，但科创孵化、产业投资类要素集聚水平偏弱。产业生态的核心约束是业务盈利空间薄、需求跟随外贸与大宗商品周期波动。

适配路径：口岸、物流配套资产运营商。典型业务抓手为保税仓、普通仓储、冷链场站、货运配套物业、口岸配套设施的租赁与运维，配套场站保洁、设施维保、仓储配套服务；坚守载体服务商定位，不承担大宗商品货值、信用风险。

能力边界与四维匹配：

资源层面，盘活存量仓储、冷链、场站资产，对接贸易、物流企业的仓储、场地租赁需求，业务需求来源于货流而非制造产业链。

能力层面，城投公司需要具备租户管理、仓储物业运维、成本管控、标准化资产改造能力；若开展 REITs 盘活，还需要补充资本运作、现金流持续监测能力等。

资金层面，租赁现金流稳定但毛利薄，对融资成本高度敏感，优先匹配长期低成本资金；REITs 可实现资本金回笼、优化债务结构。

风险层面，外贸周期、跨境政策会带来需求波动，容错空间中等；REITs 对资产收益率、现金流分派率与权属合规性设有硬性门槛，实际能够通过 REITs 实现融资的标的数量有限，是否申报应以资产达标为前提，不宜作为转型成效的默认验证；若无贸易风控团队，不适合开展自营大宗商品贸易业务。

典型案例：北部湾某口岸城投公司，依托港口存量保税仓储、货运堆场资产开展转型，定位为口岸物流配套资产运营商。区域口岸货流稳定、跨境贸易持续增长，但本地制造业产业链较短，缺少大量工业企业。该公司不涉足大宗商品购销、供应链垫资业务，核心收入来自仓储租金、场站运维服务费，配套提供基础物业、装卸配套服务，同时利用对通道货物流向与品类信息的掌握，反向切入具体的加工制造环节，使原本只是在港口停留的货物，有一部分在本地获得增值。2022 至 2025 年，该公司连续入围中国服务业企业 500 强，2025 年排名第 301 位，较上年上升 24 位，这一排名反映出该公司在商贸服务领域的规模化运营能力，而非传统城投的资产扩张逻辑。从适配性框架审视，区域货流禀赋提供了稳定租赁需求，但商贸流通赛道毛利薄、周期敏感，因此城投公司的能力建设聚焦物业运营、资产标准化管理，避开贸易信用风险；依托标准化资产打通 REITs 退出通道，完成资本闭环。

风险特征：该路径的风险主要来自业务边界的越位与投资节奏错配。一是脱离货流增长节奏超前新建大规模物流地产，仓储供给过剩、空置率抬升；二是为做大营收开展自营大宗商品贸易、供应链垫资业务，承担货价波动、应收账款、对手方信用风险，营收虚增但无法增厚净经营性现金流；三是融资成本偏高，微薄的租金毛利难以覆盖利息，侵蚀项目收益。

（四）中心城市多元产业区域

这类区域以省会、核心城区为代表，产业结构多元，科创、现代服务业、总部经济集聚，人口持续净流入，人才、资本要素富集；存量国有低效楼宇、老旧厂区、闲置机关物业、老城更新资源丰富，资产价值较高；但存量债务规模较大，城市更新项目收益往往和土地市场预期深度绑定，易受地产周期扰动。资产价值闭环的优势在于要素充足、存量资产供给丰富，核心风险点集中在价值退出环节对土地预期高度敏感。

适配路径：城市存量资产运营商、科创载体服务商。典型业务抓手为闲置国有楼宇、老旧厂房改造，保障性租赁住房、科创办公载体运营，城市更新配套运营、地下

管网运维、智慧城市配套服务；以存量盘活为主，控制新增土地开发规模。

能力边界与四维匹配：

资源层面，依托城市存量低效不动产、片区更新资源，对接科创企业、城市新市民、服务业主体的办公、居住需求。

能力层面，城投需要具备不动产招商、物业运营、存量改造管理能力；承接综合性片区更新项目，还需要具备多方协调、土地收益测算、周期压力测试能力。

资金层面，更新、改造项目周期较长，适合匹配城市更新专项长期融资，警惕短贷长投。

风险层面，城市基本面韧性较强，但土地收益波动风险突出；四维条件同时满足时，方可承接片区综合更新项目；不具备周期研判能力的主体，不宜重仓高度依赖土地出让回款的项目。

典型案例：某省会市级城投改变以往大拆大建的开发模式，转向存量资产盘活运营。区域内科创资源丰富、人口持续流入，但土地市场波动加大，片区开发回款不确定性上升。该公司梳理辖区内机关闲置办公楼、关停老旧厂房，改造打造自主长租公寓品牌与科创楼宇，收入以租金、物业服务费为主，减少对土地出让回款的依赖；少量承接城市更新配套工程，更新方案设置收益压力测试，降低土地联动收益占比。从适配性框架审视，中心城市多元产业基础提供了科创、租赁等持续需求，但土地周期是重要变量；城投转型能否成立，在很大程度上取决于能否跳出传统土地开发逻辑，依靠存量不动产运营形成不依赖土地行情的经营性现金流。

风险特征：风险来源于对土地收益的过度乐观以及管理半径的无序扩张。一是高估土地市场景气度，更新项目收益测算过度绑定土地出让回款，在土地预期下行阶段回款不及预期；二是脱离城市禀赋跨区域布局产业投资、重资产开发项目，管理链条拉长、风控失效；三是更新项目周期长，叠加短期债务融资，形成持续期限错配，流动性压力上升。

（五）产业薄弱区域

产业薄弱区域缺少成体系的主导产业链，产业场景稀缺；研发投入极低，人才持续外流，外部产业资本流入不足；财政自给率低，高度依靠上级转移支付，土地出让收入低迷，存量债务压力普遍偏高。资产价值闭环的先天短板集中在前端：缺少内生的产业付费需求，产业类业务从源头上难以形成可持续现金流。

适配路径：以公用事业为基础，以跨区域协作和能力输出为突围方向。具体业务上，可以供水、污水、垃圾焚烧特许经营、环卫一体化、市政管护、老旧小区运维等公用业务筑牢基本盘；在此基础上，依托本地基建、生态治理中积累的工程管理与运维能力，通过联合体投标、轻资产代管等方式，向都市圈、城市群等高能级区域输出能力、承接业务，借外部市场弥补本地产业短板。跨区域业务应坚持轻资产模式，尽量避免持有异地资产或投入重资产。

能力边界与四维匹配：

资源层面，业务需求来自城市基础公共刚需，而非本地产业客户，公用业务具备刚性需求底座。

能力层面，城投公司优先搭建标准化运维、特许经营管理、项目合同管理、回款跟踪团队；跨区域能力输出须以持有相应资质、具备可查证跨区域业绩、形成标准化作业体系为前提，并配套独立风控与风险隔离机制，但多数弱区域城投并不具备上述条件。

资金层面，公用业务现金流稳定可预测，适合匹配公用类长期低成本融资，用于逐步压降存量债务。

风险层面，区域财政底盘弱、债务包袱重，试错空间极小；四维条件同时满足时，可依托轻资产模式开展跨区域能力输出，但不具备产业载体建设、产业基金投资的容错条件。

典型案例：

某区县城投成立于 2015 年，最初是政府融资平台，仅承担县域基建项目的融资职能，没有市场化业务。区域以农牧业、生态功能保护为主，工业基础薄弱、人口外流、财政高度依赖转移支付，不存在稳定的产业载体租赁需求。转型以来，该公司探索“小而精、稳而优”差异化发展模式，定位为县域公用运维服务商，覆盖建材、水务、文旅、牧业等业务板块。其转型方向是从当地已有需求和资源入手，建材服务县域工程，水务承接公共供水与污水处理，文旅依托本地自然景观，牧业依托农牧业基础，业务共同点是能找到具体的使用者和付费场景。对于产业基础同样薄弱但缺乏可辨识文旅资源、或国企机制改革推进乏力的区域，其经验更多是方向性的—先识别真实付费场景，再决定配置什么资产。

某区县农林城投所处县域工业体量偏小、财政自给能力有限，本地难以支撑大规模产业开发项目。该公司立足自身生态修复、林业管护的成熟运维能力，走跨区域协

同路径，主动对接成渝地区双城经济圈生态治理项目，联合区域内国企组建联合体，中标某国家储备林建设项目。项目模式为轻资产运维服务输出，公司负责林地抚育、植被修复、管护运营，不参与土地开发、不持有异地资产、不承担重资产投入，按照服务合同分期收取运维服务费，项目资金独立闭环、与本部债务严格隔离。从适配性框架审视，该公司并不试图在本地创造不存在的产业需求，而是将自身已经积累的生态运维能力外溢到产业、资本条件更好的邻域项目中，借助跨区域生态类项目的成熟收益机制创造增量现金流。

风险特征：该类区域转型错配风险最高，集中表现为盲目复制发达地区转型模式。一是盲目上马产业园、标准厂房、科创孵化器、产业基金，载体建成后缺少企业入驻，持续产生折旧与利息支出；二是跨区域协作失控，在不具备资质与业绩条件的情况下承接异地项目，进而演变为异地拿地、重资产开发、股权投资；三是在公用业务之外无序扩张，持续新增刚性资本开支，进一步抬升债务压力、放大隐性债务反弹风险。需要强调的是，跨区域能力输出需要具备可外溢的能力，比如持有相应专业资质与安全生产许可，具备可查证的跨区域项目业绩，形成可复制的标准化作业体系与报价能力等；但多数弱区域城投并不具备这些条件，人才、资质与业绩短板恰恰是其面临的主要约束，不具备条件的主体不宜将跨区域输出作为主路径，而应优先收敛至本地公用事业。

四、总结与建议

（一）总结：城投转型策略与信用含义

城投转型不存在普适模式，转型的适配性，是产业生态、要素集聚、增长预期、城投公司自身资源能力与债务底盘多重条件共同匹配的结果。资源、能力、资金、风险四维匹配，是判断转型方案是否可行的核心标尺。

产业集聚区域城投适合打造园区综合运营与产业配套服务能力，在完善风控退出机制的前提下适度开展产业链跟投；文旅生态资源型区域城投优先走生态治理、存量文旅资产轻资产托管路线，依托 EOD 平衡收益，严控大型文旅重资产投入；商贸枢纽型城投聚焦仓储、口岸配套资产租赁运维，用好 REITs 盘活标准化资产，规避自营贸易风险；省会及中心城市城投重点盘活存量低效物业，打造科创载体与保租房运营，降低对土地出让收益的依赖；产业薄弱、高转移支付依赖区县城投以公用事业保底、跨区域能力输出突围，先以供水、环卫等刚需公用业务筑牢现金流基本盘，再依托本地基建、生态治理中积累的工程管理与运维能力，承接跨区域协作项目、拓展外部市

场，同时防控额外治理与回款风险。

从信用含义来看，城投转型对主体信用的影响并非单向利好，其信用价值取决于转型路径和区域产业基础、城投公司自身能力边界是否匹配。当前转型错配的典型表现往往体现为资源、能力、资金、风险的失配，此外，还有一类不属于错配的情形，即禀赋闲置：具备良好产业基础的城投公司固守传统代建业务，没有挖掘配套运营、资产盘活的价值，属于“该转未转”。

综上，城投转型不存在普适的最优方案，区域产业基础约束转型的可行空间，城投公司自身资源与能力边界划定转型安全底线。对于信用研判而言，不能简单将“开展产业投资、盘活资产、布局 EOD”等转型动作视为信用利好信号，而需要结合区域产业禀赋、四维适配条件、业务风控与退出安排综合判断。脱离要素条件、忽视退出约束的盲目转型，容易累积债务风险。不同产业基础条件下城投转型的适配方向与主要错配风险汇总见下表。

表 2　不同产业基础条件下城投转型适配方向与错配风险

区域类型	产业基础 核心特征	适配定位	转型方向	主要错配风险
产业集聚地区	产业链完善、工业企业集中、产业场景充足	园区与产业配套服务商	厂房、孵化器、园区能源环保配套，适度产业基金跟投	直接生产制造、超前建设空置载体、重仓股权
文旅生态地区	资源禀赋突出、产业周期波动大、产业链短	生态修复+轻资产文旅运营主体	EOD 项目、存量文旅资产托管运营、生态治理	自建大型重资产文旅项目、依赖补贴包装自平衡、盲目引入商业文旅业态、运营失能
商贸枢纽地区	流通为主、毛利薄、流量驱动	口岸物流配套运营商	仓储、冷链、场站存量资产运营	脱离货流节奏超前新建物流地产，空置抬升；开展自营大宗商品贸易、供应链垫资，承担价格与信用风险
中心多元城市	产业多元、土地价值高、要素富集、存量资产丰富	城市存量资产运营商	城市更新、科创楼宇、闲置国资盘活，配套运营、管网运维等	过度依赖土地回款、跨区域盲目产业投资、期限错配带来流动性压力
产业薄弱地区	无主导产业链、产业场景不足、税源薄弱、存量债务压力大	公用事业保底+跨区域协同/能力输出	供水污水、环卫、市政管护特许经营；轻资产区域协作拓展，融入城市群/流域协同	跟风建设产业园、孵化器、设立产业基金；跨区域合作突破轻资产底线，演变为异地拿地、重资产开发

数据来源：大公国际整理

（二）政策建议

基于适配性逻辑，本文对城投企业和市场机构提出参考建议。

第一，城投企业层面，转型宜立足本地资源禀赋选择赛道，优先盘活与主导产业协同的存量资产，量力匹配自身能力边界。进入长培育周期、高要素依赖业务之前，宜开展现金流压力测试与期限匹配评估，设置投资限额、止损条款和退出机制；产业薄弱区域城投可采取公用事业保底与跨区域能力输出相结合的策略，夯实刚需现金流的同时，以轻资产方式承接高能级区域业务，但需严控异地重资产资本开支。

第二，评级机构、债券投资者等信用市场机构层面，可将产业生态适配性纳入城投主体信用研判框架。判断转型价值不宜简单依据“是否开展市场化业务”，而应穿透业务场景来源、培育周期与资产退出条件，区分真实产业协同现金流与财政补贴、一次性资产处置收益；对高错配转型主体，充分识别项目空置、补贴退坡、期限错配带来的尾部风险，推动市场定价更好反映转型质量差异。

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。