城投转型专题（3）：城投转型成效的财务观察方法与评级应用

公用二部|宋玉丽|010-67413300

2026 年 11 月 5 日

摘要：

当前，城投公司运行逻辑正在发生深刻变化，市场化可持续经营是城投转型的核心方向。本文结合评级实务，针对城投公司转型期财务报表呈现的经营实质滞后、结构优化常态化、核算调整频繁等特征，构建收入、资产、负债三维财务分析框架，收入端穿透政府相关收入占比、财政补贴依赖、市场化毛利质量与营收现金流匹配度；资产端甄别有效资产占比、资产盈利能力与长期股权投资真实回报；负债端校验有息债务结构与经营性现金流对债务本息的覆盖能力。针对收并购或股权划转调整业务构成、拓展贸易业务提高收入规模、历史资产重估壮大权益体量等城投转型期的财务特征，提示注意事项，并建立转型进度—财务特征—评级观点的映射分析框架，建议穿透识别业务实质，实施差异化评级逻辑；财务报表分析去虚存实，建立多年度趋势跟踪与风险预警机制，客观看待报表调整动因，避免低估或高估转型成效，为城投信用评级实务应用提供参考。

关键词：城投转型；财务观察指标；干扰因素；评级判断；实务应用

正文：

一、城投转型的核心逻辑与财务特征

城投公司市场化转型目标是脱离政府融资平台定位，构建经营性现金流自平衡的能力；转型期城投公司财务报表具有经营实质滞后于报表表现、账面结构性优化常态化、财务核算调整频繁等特征，评级需穿透实质，多维度研判转型成效。

（一）城投转型的核心本质

传统城投公司核心定位为地方政府基础设施建设与融资载体，业务以公益性、准公益性项目为主，收入高度依赖财政拨付，现金流自我平衡能力弱，债务偿付

依赖持续外部融资与政府支持。

城投市场化转型的本质是实现三大核心转变：一是职能的转变，从政府融资工具转向市场化经营主体，弱化融资属性、强化产业运营与城市服务属性；二是收入的转变，从财政主导的被动收入，转向自主经营、市场化定价、可持续积累的经营性收入；三是现金流的转变，从依赖融资性现金流偿债，转向经营性现金流可覆盖债务本息的自我平衡。

（二）转型期城投公司财务报表典型特征

一是经营实质滞后于报表表现，多数城投公司市场化业务仍处于培育期，盈利稳定性偏弱、现金流质量偏低，财政依赖度并未实质性下降；二是报表结构性优化常态化，城投公司通过资产整合、股权划转、业务重分类、土地盘活等方式，实现资产体量增大、负债率优化、营收规模扩张，账面指标持续改善；三是财务核算调整频繁，合并范围变动、资产重估、收入确认口径调整、政府款项科目重分类等因素，导致报表可比性下降，传统指标分析失真。上述核算调整在转型过程中具有普遍性，其动因既包括应对考核要求、满足融资条件，也涉及配合区域资产整合等现实需要，评级分析的目的并非否定这些操作，而是在理解其动因的基础上，还原城投公司的真实经营表现及财务状况。因此，城投转型研判须跳出单一财务指标，建立多维度、穿透式、趋势化的财务观察框架。

二、城投转型三维财务观察框架

本部分从企业经营的核心财务循环——收入创造、资产支撑、债务匹配出发，搭建城投转型评价分析框架，衡量转型进度与市场化成效。

（一）收入端：穿透收入结构，识别市场化造血真实性

收入结构是城投转型最直观、最核心的观测维度，直接反映城投业务模式的迭代程度。核心分析逻辑为弱化财政依赖、强化经营自主、甄别盈利质量。

1. 政府相关收入及财政补贴占比及变动趋势

政府相关收入包括基础设施、保障房建设、土地整理收入等。该类收入占比高低及逐年变化趋势，是判断转型阶段的基础标准。

城投转型中对收入、利润构成的核心指标体现为上交所公司债发行审核重点关注事项中对城建类收入占比、净利润中财政补贴的要求[1]。若政府相关收入占比

[1] 主要基于国办发【2023】35 号文的政策导向，以及 2025 年 3 月 28 日上交所发布的《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》，将拟开发土地、待结算的基础设施代建项目等资产占比、市政基础设施建设和土地开发整理、公益性住房建设等业务收入占比、净利润构成中地方政府补贴占比纳入披露要求。

超过 50%、政府补助在净利润中占比超过 70%，营收和利润高度绑定财政预算，业务无自主定价权、无市场选择权，本质仍为政府平台，属于转型初期特征。若政府相关收入占比下行至 20%～50%、政府补助在净利润中占比下行至 40%～70%，市场化贸易、服务、运营业务逐步落地，收入结构开始多元化、利润对财政的依赖降低，表示进入转型推进期。若政府相关收入占比低于 20%、政府补助在净利润占比低于 40%，经营性收入和利润成为核心支撑，业务具备独立市场化运营能力，代表转型进入成熟期。但单一年度结构性改善不代表转型落地，连续 3～5 年占比稳步回落，才具备实质转型意义。

2. 经营性业务毛利质量与盈利持续性

营收规模可通过低毛利贸易、流水型业务快速做大，但毛利结构与盈利稳定性决定城投公司真实造血能力。观察方法一是区分业务类型，剔除无实质利润的通道业务、代收代付业务、一次性业务；二是观测市场化核心业务毛利率水平及波动情况，成熟经营性业务应具备稳定且合理的毛利空间；三是甄别利润来源，区分主业经营利润、资产处置收益、政府补助收益，依靠持续经营利润积累是转型成功的核心标志。

3. 营收现金流匹配度

部分城投公司账面营收增长良好，但经营性现金流持续偏弱，本质是应收政府款项挂账、收入确认与资金回流脱节。通过“营业收入—经营性现金流入—应收账款变动”交叉验证，判断收入的落地质量。

（二）资产端：甄别有效资产，衡量转型资源支撑能力

资产是城投公司开展市场化经营、产生持续现金流、抵御债务风险的核心基础。传统城投普遍存在有效资产不足、周转效率低等问题，资产端分析核心是去虚存实、盘活存量、衡量运营效率。

1. 有效资产占比

参照城投市场化转型中“公益性/经营性”的区分逻辑，以及国有资产盘活中对“闲置低效”、“待处置”状态的关注，在实务操作中可将总资产按问题导向归集为四类：公益性资产、闲置沉淀资产、待处置资产、市场化有效资产。市场化有效资产主要包括可运营物业、经营性土地、权属清晰的可收费资产、优质股权投资等，可直接产生持续经营现金流。有效资产占比越高，代表城投公司市场化经营资源越充足，转型具备坚实资产基础；有效资产占比越低，即便资产规模庞大，也无法支撑市场化持续经营。但该指标仅为资产结构层面观测指标，判断实质转型可结合收入端政府相关收入占比、经营性毛利质量、经营性现金流对债务本息覆盖水平进行综合研判。若有效资产通过一次性资产划转、资产评估增

值形成，但无持续稳定经营现金流支撑，此类变化仅属于报表层面结构优化，不能认定为实质性转型。

2. 资产盈利能力

转型过程中，城投需逐步摆脱“重资产、低周转、弱收益”的传统特征。核心观测指标包括总资产报酬率等。

传统城投公司普遍存在大量服务于政府公共职能、难以市场化定价的公益性资产长期沉淀、无周转、无收益的问题。转型成效显著的城投公司，随着经营性业务落地、存量资产盘活，资产周转效率将持续改善，资产获利能力显著提升。据公开报道，2026 年 4 月底，沪深交易所针对地方城投及产投类企业公司债券发行出台新一轮窗口指导，配套设置“三道红线”，其中之一为剔除非经常性损益后平均总资产报酬率需高于 1%，其关键约束在于财政补贴、卖地收入、股权处置所得等非经常性收益不计入息税前利润口径。

3. 长期股权投资真实回报水平

近年来，城投公司普遍通过对外参股、产业投资、园区投资、国企股权布局等方式拓展其市场化业务，财务报表中长期股权投资规模快速增长。实务中，可重点穿透核查两点：一是账面收益真实性，区分权益法计提账面收益与实际分红现金流；二是投资战略实质性，甄别财务性投资、理财类投资与实体产业投资。若能够持续获得现金分红、绑定区域产业资源的股权投资，则可作为优质转型资产；若仅为账面浮盈、无实际现金流回报的投资，则可能无法形成真实偿债与经营支撑。

（三）负债端：校验债务结构，匹配市场化现金流能力

债务结构与现金流的适配性，是衡量城投公司能否摆脱“融资依赖、借新还旧”传统模式、实现市场化稳健经营的标准之一。

1. 有息债务结构优化程度

债务结构持续优化，代表主体市场化融资能力增强，是转型的重要佐证，可重点分析债务期限结构、融资工具结构。优质转型主体的长期债务占比高、标准化债券占比高、非标债务持续压降，融资结构市场化、规范化程度高；弱转型主体的短期债务集中、非标占比高、融资渠道依赖间接融资，债务滚动压力大。

2. 经营性现金流与债务规模匹配度

传统城投公司经营性现金流净额偏低甚至为负，债务本息偿付较高程度地依赖筹资现金流。经营性现金流净额稳步提升，可持续覆盖部分或全部利息支出乃至到期债务本金，是转型实质落地的核心财务特征之一。可通过重点观测经营性

现金流/有息债务、经营性现金流/利息支出、年度经营性现金流稳定性等指标，以此判断主体是否逐步脱离财政与融资依赖，形成自我偿债能力。

三、基于实务的转型城投财务特征梳理

本部分系统梳理评级实务中常见的城投转型期的财务特征，并配套注意事项，可开展报表还原、指标重算、风险分层、评级逻辑修正等工作，基于调整后数据得到趋于真实的可偿债指标。

（一）收并购或股权划转调整业务构成

具体表现：通过并入优质经营性子公司、国有市场化股权、园区运营公司等方式，增大营收、利润、资产规模，改善报表数据，但本部自身转型可能并未实质推进；考虑到城投公司大量债务集中在本部，子公司利润、资产存在划转及分红限制，相关资源可能无法自由调用用于偿还本部债务，因此需进一步判断合并范围调整对本部转型进度及偿债能力提升的实质性作用。

注意事项：一是区分本部经营能力与合并报表经营能力，单独分析本部营收、现金流、债务情况；二是核查新增合并主体是否为持续性经营资产、是否具备长期造血能力；三是现金流与资金调拨限制核查，核查子公司分红政策、国资监管、资金归集、对外担保、股权质押情况，子公司盈利能否自由上划至本部用于偿债，若存在资金锁定，子公司利润不能全额视作本部偿债资源。

修正方法：一是本部报表和合并报表并行分析，不能只看合并报表，可单独做本部偿债能力测算；二是拆分新增子公司贡献的营收、利润、资产，区分内生增长和并表带来的外生增长；三是剔除一次性合并带来的短期数据扰动，以持续年度趋势作为判断依据。

（二）拓展贸易业务提高收入规模

具体表现：通过开展大宗商品贸易、供应链业务等，增加营收体量，降低政府相关收入占比，优化收入结构，但无法形成真实利润与现金流积累。

注意事项：一是拆分各板块毛利率，贸易板块毛利率显著低于主业、接近盈亏平衡甚至亏损，可判断为流水业务；二是对比营收增速与毛利增速，若营收大幅增长、毛利小幅增长，则明显存在贸易收入产生的影响；三是重点关注核心经营性业务占比的变化情况。

修正方法：一是营收质量调整，构建核心经营性收入口径，将纯周转贸易收入从核心经营性收入中剔除（保留在账面，但单独区分），只使用主业收入计算收入结构、业务成长性；二是拆分板块毛利，重新计算主业毛利率、主业 EBITDA、

主业经营性现金流，若账面收入大幅增长，但主业盈利、现金流基本停滞，说明基本面没有改善；三是业务持续性风险判断，低毛利贸易业务易受上下游对手方信用资质、资金周转、合同期限等因素影响，业务稳定性不强，不考虑认定为可持续核心业务。

（三）历史资产重估壮大权益体量

具体表现：通过土地、房产、存量资产公允价值重估等方法壮大资产、优化资产负债率、提升净资产体量，优化资产端指标，但资产实际运营能力、现金流创造能力可能并未发生实质变化。

注意事项：一是拆分净资产变动结构，区分经营积累净利润与资产重估其他综合收益；二是重估增值资产，若为公益性土地、不可流转资产，无法变现、无法产生收益，可在有效资产测算中予以剔除；三是对比资产重估前后营收、毛利、现金流变化，若无经营改善，则为资产重估增值以达到账面优化的目的。

修正方法：一是将净资产拆分，构建有效资产口径，即净资产中剔除公益性资产、闲置沉淀资产等；二是测算偿债能力时，剔除不可变现、无持续收益的公益性资产重估增值部分，计算调整后有效净资产、有效资产负债率；三是强化压力测试，设置资产价值回撤情景，假设资产重估增值部分全部归零，模拟极端情况下净资产、偿债空间变化。

（四）其他表现

具体表现：通过调整会计核算口径，将原本属于政府补助、基建回款的财政性资金，重分类为市场化服务费、运营收入、管理收入，增加经营性收入占比。

注意事项：一是穿透业务实质，判断业务是否具备自主定价、自主运营、市场竞争属性；二是穿透交易对手，核查前五大客户是否仍以财政局、事业单位、其他城投公司为主；三是穿透资金来源，核实资金最终拨付主体为财政资金还是市场化经营回款。

修正方法：一是通过收入还原重分类，将识别出的财政性质资金从营业收入调出，还原为政府补助，经营性收入、经营性现金流同步调减；二是重新测算市场化收入占比、经营性现金流/利息保障倍数、EBITDA 等关键性指标；三是偿债来源定性修正，不再将这部分资金认定为持续性经营性回款，现金流中下调该部分资金的可持续性假设，或增设财政压力情景测试。

四、财务表现与转型判断的映射关系

本部分结合三维财务观察框架与报表穿透识别规则，建立城投转型进度—财务特征—评级观点的映射分析框架，适配评级实务工作。

本部分将第二部分三维框架中的核心观测指标，逐项赋予初级、中级、深度转型的阈值区间，并叠加评级定性判断，形成可用于评级实务的映射分析框架。需要指出的是，下列阈值仅作为评级实务参考值，在实务分析中遵循实质重于形式的原则；涉及的指标可穿透调整，剔除资产重估、一次性资产划转、低毛利贸易流水、一次性财政补贴等干扰因素。

表 1 城投转型进度—财务特征—评级观点的映射分析框架

一、收入端			
判断维度	**初级转型（弱市场化）**	**中级转型（稳步市场化）**	**深度转型（实质市场化）**
政府相关收入占营业总收入	≥50%	20%～50%	≤20%
财政补贴/当期净利润	≥70%	40%～70%	≤40%
市场化业务毛利率	偏低且波动，市场化业务毛利贡献极小	具备稳定毛利，市场化毛利占利润总额比重逐步抬升	市场化主业毛利为利润核心来源，毛利率稳定合理
营收现金流匹配性	应收政府款项高增，经营性现金流入持续弱于账面营收	经营性现金流入逐步跟上营收增长，应收增速放缓	营收与经营性现金流入匹配度高，无大额政府应收沉淀
二、资产端			
判断维度	**初级转型（弱市场化）**	**中级转型（稳步市场化）**	**深度转型（实质市场化）**
城建类资产占总资产	≥50%	20%～50%	≤20%
剔除非经常性损益后平均总资产报酬率（ROA）	≤0.5%	0.5%～1.0%	＞1.0%
经营性资产周转率	极低，资产沉淀闲置明显	逐年小幅改善，周转效率持续提升	周转稳定，资产利用效率接近地方产业国企
长期股权投资现金分红回报	以账面权益法收益为主，几乎无现金分红	部分投资可产生持续分红，分红规模逐步扩大	股权投资具备稳定现金分红，服务主业产业布局
三、负债端			
判断维度	**初级转型（弱市场化）**	**中级转型（稳步市场化）**	**深度转型（实质市场化）**
经营性现金流净额/利息支出	＜0.5 倍，经常为负，利息偿付高度依赖筹资现金流	0.5～1.0 倍，可部分覆盖利息，波动较大	＞1.0 倍，可稳定覆盖利息；优质主体可覆盖部分到期本金
有息债务结构	短期债务占比高、非标占比较高，融资渠道受限	长期债、标准化债券占比提升，非标持续压降	以标准化长期债务为主，融资渠道市场化，非标占比极低

四、评级定性判断			
判断维度	初级转型（弱市场化）	中级转型（稳步市场化）	深度转型（实质市场化）
-	转型处于起步阶段，公益属性强，偿债依托区域财政与融资滚动；个体信用贡献相对较弱	稳步市场化阶段，个体经营能力持续改善；信用支撑由单一区域背书向“区域+主体经营”双支撑过渡	基本完成市场化转型，具备独立经营造血能力；信用逻辑趋近地方产业国企，财政依赖显著弱化

五、结论与实务应用建议

随着地方投融资体制改革持续深化，城投市场化、实体化、产业化是长期发展方向，后续城投信用研究与评级，将逐步淡化财政背书的思路，重心转向主体本身资产质量、经营水平、现金流生成能力和长期可持续运营实力。面对现阶段转型期城投财务报表存在的典型特征，评级分析穿透业务实质、去虚存实，侧重长期趋势而非单期数据，对评级实务应用提出以下建议。

（一）穿透识别业务实质，区分名义转型和实质转型

一是对不同转型阶段的城投实施差异化评级逻辑，精准区分形式转型与实质转型，相应调整评级要素权重，避免简单归类，以提升评级结果的准确性与前瞻性。二是考察业务协同性，判断新增产业业务是否依托既有资产、区域资源与产业链基础，是否具备开展新业务所需人才、技术与管理经验，跨界业务是否导致资本开支扩张、负债增长、资金沉淀或关联占用，警惕盲目跨界投资带来的新增经营风险。

（二）财务报表分析去虚存实，修正转型期报表失真问题

一是区分账面指标与经营实质，对收入重分类、资产重估、贸易业务增加收入规模、合并范围调整等干扰项常态化剔除调整；二是将经营性现金流覆盖能力、有效资产占比、市场化毛利质量作为核心刚性研判指标，优先于传统资产负债率、营收规模等表面指标；三是重新评估债务结构，区分债务资金用于经营性项目还是纯公益性基建项目，关注债务期限结构，测算短期刚性偿债压力。

（三）建立风险预警与跟踪机制

一是建立城投连续多年度财务趋势跟踪台账，避免单一年度扰动误判转型进度，重点跟踪经营性业务收入占比、经营性现金流持续改善情况等指标，侧重长期趋势，动态跟踪转型成效；二是设置转型风险预警指标，如经营性现金流持续恶化、大规模跨界高风险投资、项目停工、资产大规模抵押等预警信号出现，启动专项尽调与不定期跟踪评级；三是动态评估转型成效，区分转型阵痛与实质恶

化，转型期前期资本投入大，短期现金流承压属于转型阵痛；但如果多年培育经营性业务始终无法实现正向现金流，则可能存在业务空心化。

值得注意的是，财务报表并不能完全代表城投转型成功与否，评级实践中还需关注城投企业在资产整合、业务培育、机制改革等方面的实质性努力，对于报表调整，应在理解其动因的基础上客观分析，避免因会计口径变化而低估或高估转型成效。

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。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，需注明出处为大公资信，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。