

政府融资与资本市场

相关研究

报告要点

■ 当前扩大基础设施建设投资具有特殊意义

工业化的推进和城市化的扩展，都离不开社会先行资本的形成，基础设施的建设是社会先行资本的主要体现。加大对基础设施建设的投资在当前有着特殊的意义。从中长期看，加大基础设施投入，可以助推工业化和城市化；从短期来看，扩大基础设施投入可以通过投资的拉动迅速提振 GDP 的增长。

■ “四万亿”下地方政府面临巨大的资金缺口

在“四万亿”投资规划中，中央财政只会承担“四万亿”当中的 1.18 万亿，而剩余的 2.82 万亿则要由地方财政承担。由于预算内财政收入和支出具有一定的刚性，因此，大规模投资中的增量资金需求是无法完全通过预算内财政收入来实现的。在银行贷款并不能解决项目资本金缺口的情况下，预算外收入，特别是土地出让金和国有资产收益将是增量资金的重要源泉。

■ 社会融资模式是地方政府融资的新方向

对于巨大的资金缺口，单纯从某个融资渠道来解决问题也是不现实的，况且非预算收入本身也充满着不确定性。因此，地方政府还应该开拓新的融资渠道。随着中国经济的不断增长，整个社会也积累了巨大的财富和资金。吸引这部分资金参与基础设施建设是地方政府融资的新方向。

■ 政府融资引致三条投资主线

通过梳理政府融资模式下给资本市场带来的机会，我们找到了三大投资主线：能够参与到政府财政融资的城投公司和背景实力雄厚的资源开发性企业，在基础设施项目运营上有着一套成熟模式的公司，与基础设施投融资联系紧密的信托业。

■ 政府融资模式下城投公司价值凸现

对于在股票市场如何对这类公司进行投资，我们认为城投类公司是首先可以关注的品种，云南城投和中天城投的模式成功之后会引起效仿，会有其他城投类公司采取这种模式，尤其是那些比较缺钱的地方政府，所以我们建议关注此类公司。

分析师：

张凡

021-68751691

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：

陈开伟

8621- 63217917

正文目录

绪论.....	4
工业化和城市化进程下的基础设施建设.....	4
“四万亿”投资下的资金缺口.....	5
预算内收入难挑重担.....	6
银行贷款无法解决资本金缺口.....	7
预算外收入：增量资金的“活水源”.....	8
社会融资模式：地方政府融资新选择.....	9
地方政府的主要社会融资方式.....	9
政府投融资平台融资.....	9
政府产权融资.....	9
PPP 的公私合作模式.....	9
其他方式.....	10
政府融资与资本市场.....	10
预算外收入模式.....	10
地方政府投融资平台模式.....	11
公私合作模式.....	12
政府融资与信托业.....	15
总结.....	17
分析师介绍.....	20
对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部.....	20
投资评级说明.....	20

图表目录

图 1: 四万亿投资规划构成比重	5
图 2: 中央和地方政府预算内收入构成	6
图 3: 我国主要财政支出项目比重趋势图	7
图 4: 中央和地方政府预算外收入比重	8
图 5: 地方政府预算外收入来源构成	8
图 6: 城乡居民储蓄存款增长情况	12
图 7: 云南城投和中天城投的股价表现	17

表 1: 部分地区计划投资金额及方向	5
表 2: 垃圾发电项目投资成本收入分析	14
表 3: 2008 年中国主要信托公司排名情况	15
表 4: 2009 年一季度信托资金主要投向	16
表 5: 城投类上市公司一览表	18

绪论

全球金融危机导致了世界范围内的经济萧条，中国也不能独善其身。然而中国独特的经济环境和所处的经济发展阶段使得中国能够在全球经济整体低迷的情况下率先走出低迷。而引领中国经济增长的将是工业化和城市化。

对于工业化的推进和城市化的扩展，它们都离不开一个必备条件，即社会先行资本的形成，基础设施的建设是社会先行资本的主要体现。当前加大对基础设施建设的投入具有特殊的意义。从中长期看，加大基础设施投入，可以助推工业化和城市化；从短期来看，扩大基础设施投入可以通过投资的拉动迅速提振 GDP 的增长。当前，对基础设施的固定资产投资并不会产生过剩的风险，因为目前，国内的基础设施建设仍然有很大的空间。东部是对原有的基础设施如交通、能源设施的更新改造和升级，而中西部则亟需改善运输、通讯等条件。2008 年 11 月提出的“四万亿”振兴投资规划将主要投资于基础设施建设，应当说这种方向性的选择既能解决当前的突出矛盾，也能为长远发展打下坚实的基础。

由于承担了“四万亿”投资规划下的绝大部分，地方政府的资金缺口在所难免。在地方政府的融资模式中，传统的资金来源——财政收入和债务融资并不能完全解决巨大的资金缺口。通过其他方式向社会融资，成为地方政府融资的新方向。我们觉得通过政府的投融资平台融资，引入社会资金参与基础设施项目建设，将会是一种不可避免的趋势。这也将给政府的投融资平台——城投公司，公用事业运营型企业带来了众多的机会。作为传统的基础设施建设资金重要来源的信托业也会受益于大规模的建设投资，混业经营的信托业或许会迎来发展的有一个春天。

工业化和城市化进程下的基础设施建设

在我们以前的报告中也提到，工业化和城市化将是中国经济未来增长的动力源。而对于工业化的推进和城市化的扩展，它们都离不开一个必备条件，即社会先行资本的形成，基础设施建设是社会先行资本的主要体现。工业化的推进导致产业之间的更替和重新组合，进而使得生产要素和产品在不同部门和不同地区之间的流动。而要实现各种生产要素，如劳动力、资本、原材料等和各种中间品和最终品的顺畅流动，交通、通信等基础设施必不可少，这也是社会先行资本的价值体现。我国的国情是资源分布极为不均，矿产、能源等生产要素主要分布在西部，农业主要在中部，先进的制造业主要在东部和南部沿海地区。完善基础设施建设，特别是加大对中西部落后地区像湖南、重庆、四川、贵州、云南、广西等地方的基础设施投入，对于整合整体国内资源，推进工业化水平的提升，意义重大。

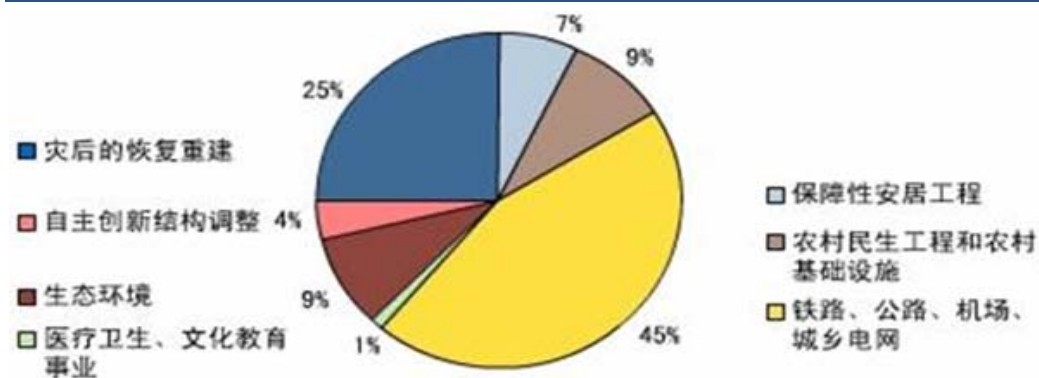
城市化的扩展则对城市基础设施的建设提出了更高的要求。在 1995 年到 2008 年间，平均每年新增城镇人口 1900 万，预计在未来的十年内，每年仍然可以保持新增 1200-1500 万左右。城镇新增人口对住房、供水供气、环境卫生等基础设施会产生巨大的需求，这也将城市的规划和建设中得到体现。

从中长期看，加大基础设施投入，可以助推工业化和城市化；从短期来看，扩大基础设施投入可以通过投资的拉动迅速提振 GDP 的增长。当前，对基础设施的固定资产投资并不会产生过剩的风险，因为目前，国内的基础设施建设仍然有很大的空间。东部是对原有的基础设施如交通、能源设施的更新改造和升级，而中西部则亟需改善运输、通讯等条件。2008 年 11 月提出的“四万亿”振兴投资规划将主要投资于基础设施建设，应当说这种方向性的选择既能解决当前的突出矛盾，也能为长远发展打下坚实的基础。

“四万亿”投资下的资金缺口

巨额的投资固然能够振奋人心，但很现实的一个问题就是，如此巨大的投资，其资金来源于何处呢？在规划中，中央财政只会承担四万亿当中的 1.18 万亿，而剩余的 2.82 万亿则要由地方财政承担。除了中央的计划，地方政府也有各自的计划。粗略计算，在地方政府提出的投资计划中，投资总额已经远远超过了四万亿，甚至达到了十万亿。不考虑地方政府的计划，

图 1：四万亿投资规划构成比重



资料来源：国家发改委，长江证券研究部

表 1：部分地区计划投资金额及方向

地区	投资金额	计划时间	主要方向
北京	1200-1500 亿	2009-2010	轨道交通、高速公路网、城市热电中心、输气项目、南水北调配套工程
上海	1600 亿	2009-2013	轨道交通、跨区域主次干线、世博筹办等
广东	2.3 万亿	2009-2013	珠三角轨道交通和武广客运线等
云南	3 万亿	2009-2013	中缅油气管道和石油炼化工程、新建云桂、丽香铁路等大型项目
辽宁	1.3 万亿	2009	在建重大基础设施项目、发展服务业、县城经济
浙江	3500 亿	2009-2010	沿海铁路建设、钱塘江中下游航运开发等
吉林	4000 亿	今后几年	加快建设哈大客运专线、长吉城际铁路、东部铁路通道、机场改扩建等
重庆	3000 亿	2009-2013	住房保障、改善生态环境、提升服务功能等
江苏	3000 亿	2009	保障性安居工程、农村民生工程、重大基础设施建设、生态环境和社会建设等
山东	8000 亿	今后几年	交通、能源、农林水利、先进制造业、高技术、服务业和社会事业、节能环保、城市基础设施等 8 个领域

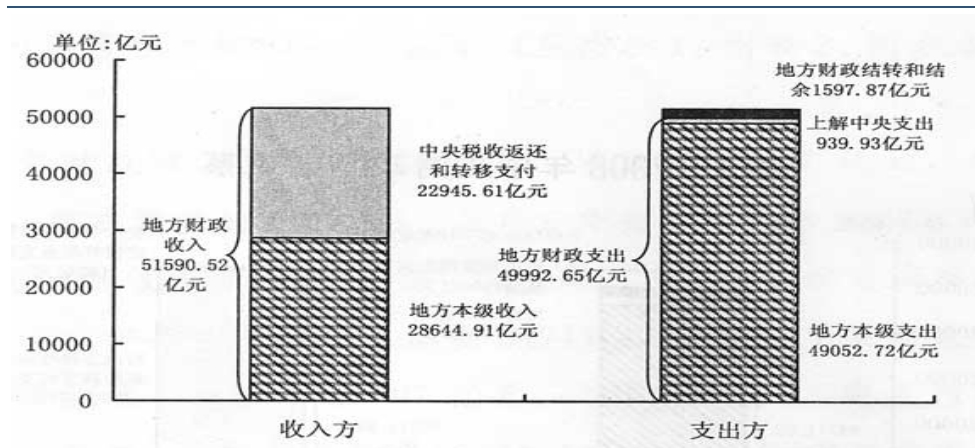
数据来源：互联网，长江证券研究部

仅考虑中央计划下的 2.82 万亿，地方政府在资金上能够解决问题吗？我们来看看地方政府的资金来源都有哪些。

预算内收入难挑重担

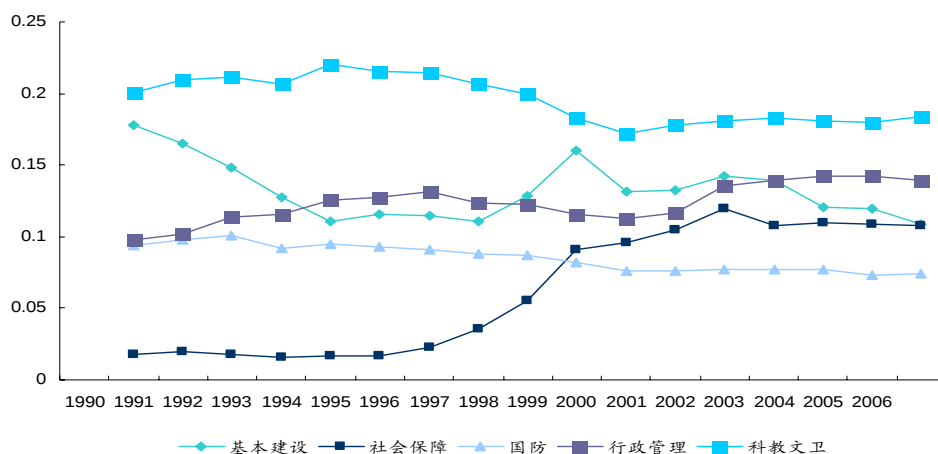
2008 年，全国实现财政收入 61330.35 亿元，地方政府财政收入 28644.91 亿元；全国财政支出 62472.03 亿元，地方政府财政支出 49052.72 亿元。地方政府支出缺口主要由中央税收返还和转移支付来补充。在图 2 中，我们可以看到，2008 年地方政府财政结转和结余有 1600 亿。由于财政结转和结余的自身性质（相当一部分有专项用途或需继续安排使用），这种资金作为项目投资的资金来源并不可靠。另外，由于以前的发展模式是通过挤压教育、医疗、社会保障等公共支出来扩大基础设施建设、城市维护等支出，财政在教育、医疗、社会保障等方面的公共支出已经欠下了很大的帐。这种欠账在今后的公共支出中要逐步偿还。在最近几年的支出中，经济建设费用所占的比重正逐渐下滑，而用于社会文教、行政管理等方面的支出比重不断上升。可以预见的是，在未来，公共财政中用于民生相关的支出所占的比重将进一步上升，尤其是科教文卫事业方面的支出。这种基本建设支出所占比重降低的格局将在一定时期内将得以延续。由于预算内财政收入和支出具有一定的刚性，因此，我们可以下这样的结论，大规模投资计划中的增量资金需求是无法完全通过预算内财政收入来实现的。

图 2：中央和地方政府预算内收入构成



资料来源：财政部，长江证券研究部

图 3: 我国主要财政支出项目比重趋势图



数据来源: CEIC, 长江证券研究部

银行贷款无法解决资本金缺口

无论是国外还是国内, 债务融资都是政府融资的最主要方式, 其中主要包括获得信贷和发行债券。在获取信贷方面, 地方政府可以通过获得国内银行(银团)贷款、国际银行(银团)贷款, 外国政府贷款和国际金融机构贷款(世界银行, 亚洲开发银行等)。在这些贷款方式中, 最主要的还是国内的银行贷款。在过去的基础设施建设中, 银行信贷也起到了巨大的作用。在一般的基础设施投资中, 银行信贷占了总投资金额的 50%-70% 左右。毫无疑问, 四万亿投资计划中基础设施投资的最为重要的融资渠道也会是银行信贷。在地方政府需要的投资的 2.82 万亿中, 按平均水平 60% 从银行信贷融资的话, 将会解决 1.7 万亿的资金来源。

银行信贷是重要的资金来源, 但是投资项目的资本金呢? 固定资产的投资有自有资本金比例的要求, 资本金的到位是获取银行信贷并获得项目实施的先决条件。在“四万亿”投资计划出台之后, 很多投资项目未能上马, 原因也在于地方政府对于项目资本金的缺乏。为了解决这个问题, 国务院调整了固定资产投资项目资本金比例。在 2009 年 5 月 27 日公布的调整结果中, 将城市基础设施投资的最低资本金下调到 25%, 保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金下调为 20%。这对于四万亿的投资项目来说, 很大程度上舒缓了压力。按照加权平均算, 这 2.82 万亿投资中的平均项目资本金比例约为 23%。这就是说, 对项目资本金的需求保守估计大约为 6500 亿左右。

6500 亿的资本金不是一个小数目, 尤其是作为一种增量资金需求, 地方政府只能寻找新的渠道。在国外, 地方政府可以通过发行市政债券来弥补财力的不足; 但是在现今的我国, 《预算法》中有明确规定: 地方政府不能发债。但财政部还是以代发的形式避开《预算法》的约束为地方政府发行地方债 2000 亿。这 2000 亿将主要作为投资项目资本金。如果 2010 年也能发行 2000 亿的地方债的话, 那么可以解决 4000 亿的项目资本金。

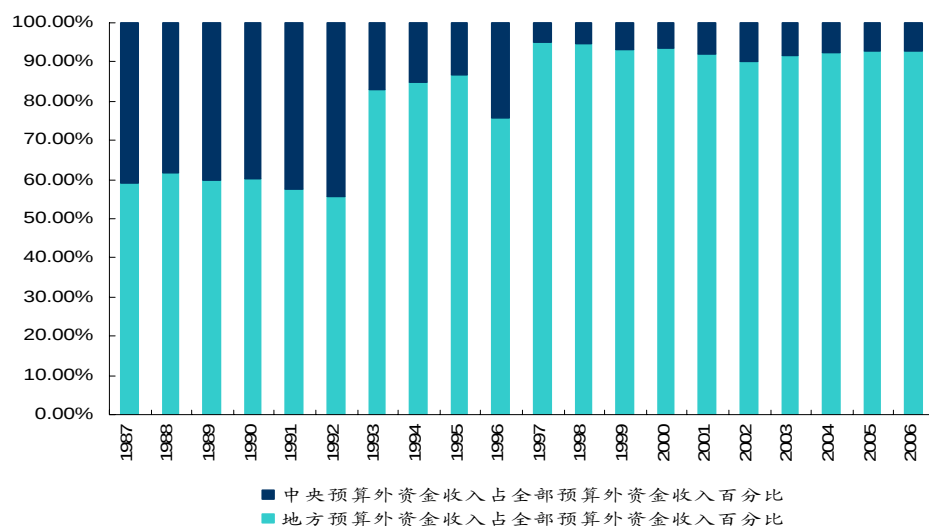
除却上述的融资渠道外, 大约还有 7200 亿的资金缺口, 其中项目资本金约 2500 亿。而且这也只是保守的估计(并没有考虑地方政府其它的计划投资)。这部分资金将来源于何处呢? 这也将是本报告所要揭示的重点。

预算外收入：增量资金的“活水源”

地方政府的收入可以分为预算内收入和预算外收入。预算内收入由于其固有的刚性，在增量资金的供给上并不存在着多大的弹性，因此地方政府弥补投资缺口的一个收入来源应当是预算外收入。在政府的预算外收入构成中，地方政府的预算外收入占了全国预算外收入的 90% 以上。而在预算外收入的来源构成上，其他收入所占的比重逐步上升，而传统的行政事业收费项目所占的比重则逐步下降。这是一个事实，也是一个趋势。

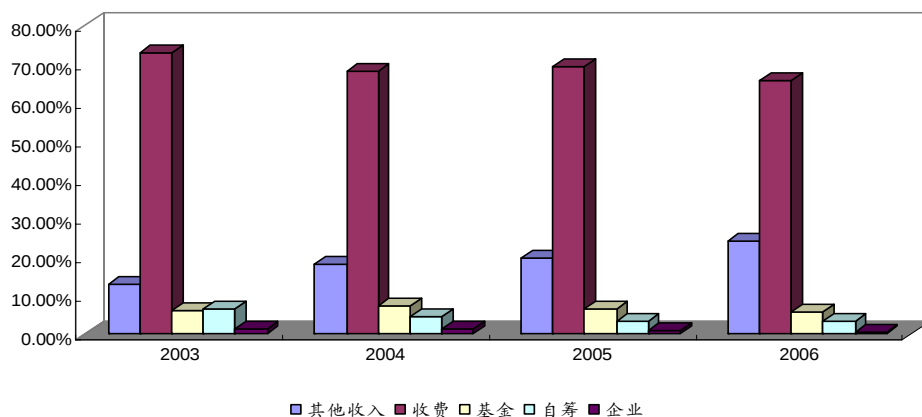
预算外收入不像预算内收入那样缺乏弹性，我们认为地方政府对增量资金需求的满足，很大一部分要通过预算外收入的增长得以实现。而在预算外收入中，土地出让金收入和国有资源收益（探矿权采矿权等）将成为获得增量资金的重要渠道。

图 4：中央和地方政府预算外收入比重



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 5：地方政府预算外收入来源构成



数据来源：CEIC，长江证券研究部

注：收费指行政事业收费，基金指政府性基金，自筹指乡镇自筹统筹经费，企业指国有企业和政府主管部门

社会融资模式：地方政府融资新选择

然而，对于 7200 亿的资金缺口，单纯从某个融资渠道来解决问题也是不现实的，况且非预算收入本身也充满着不确定性。因此，地方政府还应该开拓新的融资渠道。随着中国经济的不断增长，整个社会也积累了巨大的财富和资金。如何吸引这部分资金参与到基础设施建设当中来，成为地方政府所面临的新问题。

在过去的发展中，我们也发现地方政府也在尝试着用各种方法去吸纳社会资金参与到基础设施建设当中。在未来，我们觉得将会有更多的社会资金参与到地方政府基础设施建设项目当中。

地方政府的主要社会融资方式

政府投融资平台融资

上世纪 90 年代中期，地方政府为了解决城市基础设施建设资金来源不足的问题，组建了一些政府投融资平台，通过政府与市场的结合，广泛的吸收社会资金，在很大程度上支持了城市基础设施建设。而政府融资平台最主要的体现则是城投公司。

城投公司是在政府资金短缺而又融资无门的情况下的产物。地方政府通过组建各种城投公司，以城投公司为平台向社会融资，如发行公司债、企业债、股票上市等方式，这在很大程度上解决了地方政府基础设施建设资金不足的问题，像上海城投、武汉城投等公司通过发行公司债，有力的支持了当地的水务、燃气等基础设施项目建设。目前，设立城投公司的城市超过 300 个，其中有相当部分是二三线城市。城投公司作为城市基础设施投融资的平台和资金运作的渠道，与地方政府有着浓厚的关系，这使得城投公司在参与城市开发建设时具有独特的优势。

政府产权融资

在上面我们也提到了，政府对增量资金需求的满足，国有资产的经营运作也是一个渠道。

地方政府所拥有非公司制企业的全部产权和部分产权，有限责任公司、非上市股份有限公司和上市公司的股权，它们的流动都可以成为地方政府资金的重要来源。通过市场化的各种交易手段，如拍卖、竞投、招标、分散报价集中撮合交易等来促进产权交易，能够很好的发现价格并实现价值。福建省 2006 年通过福建产权交易中心转让雪津啤酒 39.48% 的国有股权，通过两轮的竞价，卖出了 58.86 亿元的高价，溢价率达到 1000%。通过固有股权转让获得的资金也有力的支持了福建省的基础设施建设。

PPP 的公私合作模式

PPP（Public-Private-Partnership）模式，是指政府、营利性企业 and 非营利性企业给予某个项目而形成相互合作关系的一种财政投融资模式。PPP 模式最早在英国提出，20 世纪 90 年代开始在西方流行，目前已经在全球范围内得到认可并广泛运用到通信、交通、能源以及垃圾回收等领域，日益成为各国各级政府实现经济目标、提升公共服务水平的核心理念和措施。具体的，PPP 有多种操作方式，如 BOT，BOOT，BT 等，其中最典型的也是运用得最多的则是 BOT 方式。

BOT 是指 Build—Operate—Transfer（建设—经营—转移）的简称。BOT 是典型的公私合作模式，政府将一个基础设施项目的特许权授予承包商，由承包商在特许期内负责项目设计、投资、建设、运营，并收回成本、偿还债务、赚取利润，特许权期结束后将项目所有权移交政府。这种融资在国际上已经很普遍了，如英法海底隧道、马来西亚高速公路、香港东区海底隧道等都是以这种方式投资建设的。在国内，很多地方政府也开始在运用这种方式来解决建设资金不足的问题，如深圳沙角 B 火力发电厂，泉州刺桐大桥，自贡污水处理厂等都是采用 BOT 模式投资建设的。

其他方式

除了上述融资方式以外，地方政府还可以通过 ABS（Assets Backed Securities），产业投资基金的等方式融资。但这些方式在国内还并没有获得很大的关注，而且这些方式需要一个发达而成熟的金融市场。

政府融资与资本市场

上面我们分析了地方政府在基础设施建设过程中所面临的巨大的资金缺口，而为了弥补这种缺口，融资不可避免。预算外的增收和引入社会资金参与基础设施建设应当是地方政府的融资方向。地方政府的这种融资方向会对资本市场产生什么样的影响呢？隐藏在各种融资方式当中的投资机会又有哪些？这些融资方式所面临的突出问题又有哪些呢？这将是下文所要揭示的重点。

预算外收入模式

在地方政府的预算外收入中，土地出让金收入占了很大的比重。据国土资源部的统计显示，2005 年，在国家收紧“地根”的情况下，土地出让金总额有 5505 亿元；2006 年增加到 7676.89 亿元；到 2007 年近 1.3 万亿元，其中招拍挂出让土地收入超过 9000 亿元；受房地产市场低迷影响，2008 年全国土地出让收入缩水，但仍然维持在 9600 亿元的高位。在很多地方政府的财政收入中，土地出让金收入占到整个财政收入的 50% 以上。正是由于土地出让金收入在地方财政中的特殊地位，通过土地融资成为了地方政府基础设施建设资金来源的重要渠道。在地方政府通过土地融资的背景下，能够参与到这种模式中去的公司则会受益。而参与地方政府土地融资的最直接方式则是进行土地一级开发。在所有的上市公司中，我们发现大股东具有政府背景而自身又具有地产开发业务，能够广泛参与到土地一级市场的房地产开发商是我们重点关注的对象，最为典型的则是具有城投背景的公司，如城头控股、中天城投和云南城投。这类公司，我们觉得在未来的成长性会更大。

目前，城投公司参与土地一级开发的盈利模式有固定收益和收益分成两种模式。固定收益模式是指政府与开发商合作，由城投公司行使土地开发的代建职能，做好“三通一平”、“五通一平”或者“七通一平”，然后政府再给予土地开发商一定的固定收益，其余部分则作为政府的财政收入。东部地区的土地一级开发大多采用这种模式。

在中西部地区，很多地方政府也给予城投公司土地一级开发一定的收益分成，即从土地转让收入中拿出一定比例的收益与城投公司分成，像云南城投、中天城投都是以这种方式参与土地一级市场开发的。如中天城投拟收购的华润贵阳与贵阳市云岩区所签订的协议中显示，土地出让收入在支付了投资成本之后，华润贵阳与云岩区政府的分成比例为 30%：70%。而云南城投与昆明市政府所签订的环湖东路土地一级开发协议中规定：云南城投以自筹资金的方式进行环湖东路地块的一级开发；环湖东路土地全部地块通过招标、拍卖、挂牌方式进行出

让,全部可出让土地出让总价款在扣除全部土地一级开发总成本及按国家有关政策提取各项基金后的土地出让纯收益乙方按 50%的比例获得收益。但若云南城投按以上方式所提取的收益不足全部土地的一级开发总成本的 5%时,昆明市人民政府将保证向乙方另行支付差价款,以确保乙方的收益不低于本合同项下的全部土地一级开发总成本的 5%。

基于对城市化进程的判断,土地资源愈发成为稀缺资源,其升值空间巨大。由于“四万亿”投资计划下地方政府存在着不小的资金缺口,土地的一级开发将迎来又一个春天,城投公司将直接受益。另外,城投公司也可以进行土地的二级开发,这样,采取一级土地开发与二级房地产开发相结合的模式寻求发展,避免了其他房地产类公司“等米下锅”、抢拍“天价地”的被动局面,极大降低了公司的经营风险和成本,城投公司所拥有的优势将会愈发显示出来。

另外,国家对于自然资源的市场化改革也会成为地方政府资金的来源。2006 年 10 月,财政部和国土资源部联合下发了《关于深化探矿权采矿权有偿取得制度改革有关问题的通知》,其中规定:国家出让新设探矿权、采矿权,除按规定允许以申请在先方式或以协议方式出让的以外,一律以招标、拍卖、挂牌等市场竞争方式出让。然而,这种市场化的改革并没能在全国范围内迅速推行。在地方政府财政收入大幅缩水的情况下,通过转让探矿权采矿权获取收入或许会成为继土地融资模式之后的又一种方式。以内蒙古为例,今年以来,内蒙古财政收入增幅位居全国首位,达到了 25.6%,这其中非税收入增长了 99.8%。在非税收入中,一季度采矿权和探矿权价款收入增长了 510%。内蒙古在矿产资源的市场化运作中走在了前列,这对其他资源丰富的省市也具有很大的昭示作用。特别像山西、江西这种矿产资源丰富的大省,加速矿产资源的市场化改革成为一种共识。江西省在 2009 年 5 月 6 日下发了《江西省探矿权采矿权管理实施办法》,矿产资源的市场化改革提速。在这个过程中,所涉及的上市公司主要是采掘业公司,我们的目标主要是那些有国资背景的或者有突出实力,在获取探矿权采矿权方面有优势的公司。

地方政府投融资平台模式

在上面的各种融资方式中,通过地方政府的投融资平台(主要是城投公司)进行融资,将愈发凸显其地位。其原因在于,通过这种投融资平台,可以采用多种融资方式(企业债券、中期票据、资产证券化、登陆资本市场、信托基金等),从而可以广泛吸引社会资金。

然而,目前存在的这些所谓的政府投融资平台并没能发挥其应有的作用,现在,其发展也遇到了很大的困难。总结起来,原因主要有三个方面:

(1) 政府性角色太浓。这种投融资平台,主要是城投公司,具有很深的政府背景。因此,在经营上很难做到“政企分开”,从而在决策和经营机制上效率比较低下,从而影响企业的整体业绩。

(2) 整合力度不够。目前,很多地方政府都组建了自己的投融资平台,然而这些平台有一个很大的缺陷,就是整合力度不够。有相当一部分的城投公司是地方政府(这其中有很多的县级政府)为了承接贷款而设立的,并没有从全局和长远的角度去整合辖区内资源。城投公司的发展也往往局限于地方政府辖区的小范围之内,在经营上,业务也比较单一。因此,大部分的城投公司不能形成规模经济,其资产盈利能力和持续经营能力也存在很大的问题。

(3) 投融资平台本身的投融资存在问题。现在的城投公司普遍存在一个问题就是融资渠道单一。城投公司的主要资金来源是债务融资:银行信贷和公司债券。这种长期依靠债务融资的方式使得城投公司的资产负债率过高,甚至超过财务风险警戒线,部分已经出现了偿债困难。因此开拓新的融资渠道成为了必然。另外,城投公司的很多业务都是原来由政府提供的

公共性产品，包括非经营性的和经营性的，这其中的各种业务的盈利能力也是参差不起的，这也影响了城投公司的盈利能力。

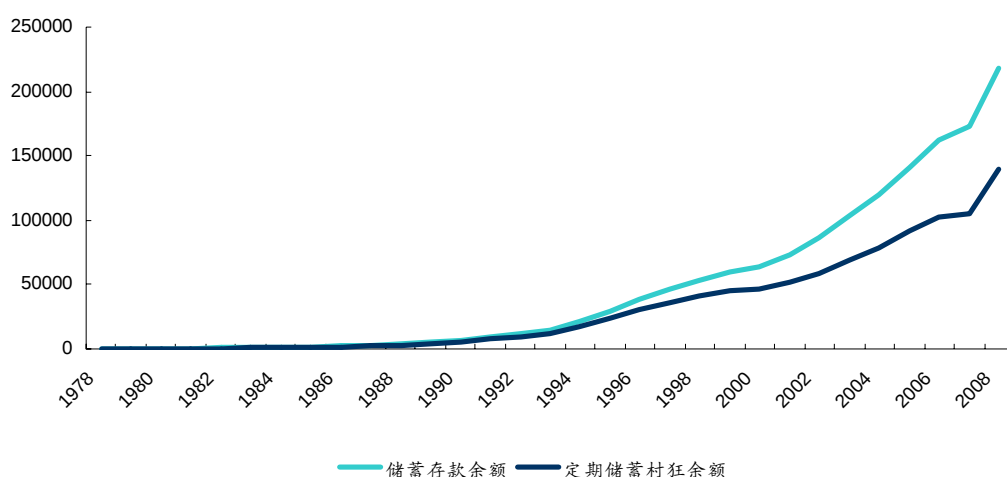
从上面三个方面我们可以看到，正是因为目前的城投公司盈利能力较弱、资产质量较差，进而影响到了其作为融资平台的功能。在“四万亿”投资计划背景下，地方政府有着强烈的融资冲动，通过自己的投融资平台向社会融资也是一个必然的选择。要想真正发挥地方政府融资平台的作用，各地方政府必须围绕着上述三个方面进行变革：通过转换企业经营机制，形成合理的公司治理结构，融入更多的市场化经营；大力整合地方资源，让城投公司形成规模经济，有条件一定要向外扩展；通过剥离非经营性资产，注入优质经营性资产，提高城投公司的资产质量和盈利能力。一旦城投公司等融资平台的自身质量得到提升，得到了市场认可，他们就可以更大的发挥其作用了。

而现在，我们也看到各地方政府也正在通过资产注入（如地产开发）等方式大力改善旗下城投公司。资本运作和资产重组将是城投类上市公司的又一个看点。2008 年，上海城投将旗下环境集团和置地集团注入上市公司原水股份，后者也更名为城投控股，其自身的盈利能力也得到大幅度提升。同类上市公司，如背靠重庆城投的渝开发，其是否存在着资产重组的机会也是市场所关注的热点。

公私合作模式

随着中国经济的不断增长，整个社会也积累的大量的资金。然而，大量的资金不是躺在银行里面睡大觉就是苦于找不到投资出路。在前，进入股市和楼市成为众多民间资本的选择。采取公司合作模式，吸引社会资金参与基础设施建设，不仅能够解决地方政府的融资问题，也能在某种程度上化解经济的系统性风险。在国外，发达国家和很多发展中国家在基础设施建设上都广泛采用了以 BOT 为代表的公私合作模式。目前，英国已有 700 多个公共服务项目

图 6： 城乡居民储蓄存款增长情况



数据来源：CEIC，长江证券研究部

签署了 PPP 协议，涉及金额超过 450 亿英镑，主要涉及交通、教育、医疗卫生、国防工程。巴西在 2004 年 12 月通过了“公司合营（PPP）模式”法案，该法对国家管理部门执行 PPP 模式下的工程招投标和签订工程合同做出了具体规定。在 2004~2007 年间，巴西共有 23 项公路、铁路、港口和灌溉工程以 PPP 模式进行招标，总投资超过 130 亿雷亚尔。

中国第一次使用 BOT 方式修建的基础设施项目是 1984 年开始兴建的深圳沙角电厂 B 火力发电站。在 20 多年的发展中，BOT 等项目融资方式在基础设施建设中发挥了巨大的作用，但其运作的范围还是比较狭窄，主要集中在道路建设上，并没有广泛的运用到水务、燃气、轨道交通、垃圾处理等领域。鉴于 PPP 模式的突出优势，我们认为，在“四万亿”投资计划下，地方政府的众多大型项目将采取这种方式进行，其范围也将扩展到更多的领域。近几年来，采用 BOT 方式进行基础设施建设有提速的迹象，北京的地铁四号线，上海地铁五号线，上海竹园污水处理厂（民营资本），南阳污水处理厂，成都垃圾焚烧发电项目等等都采用了这种方式。

BOT 项目的一个特点是，前期投资较大，后期运营成本小，能够提供的稳定的现金流，兼具政策性、垄断性和长期稳定性。在很多人看来，这种项目的后期运营中没有自主定价权，其收益不具有吸引力。事实上，BOT 项目的收益还是比较可观的。以西安的高架快速干道二期 BOT 项目为例，据评估，该项目建成后的财务内部收益率（FIRR）为 8.66%，财务回收期（FN）为 15.53 年。以一般的特许经营期 25~30 年计算，该项目还是具有很大的吸引力的。

国内基础设施项目运营现在也是国外运营商抢滩的目标。全球最大的水务公司法国的威立雅早在 2002 年就开始投资中国的水务市场，至今已投资了包括深圳水务在内的至少 15 个项目。2009 年 8 月 4 日，美国固废处理公司 WMI 收购城投控股旗下环境集团 40% 的股权，正式进军中国垃圾处理行业。国外投资者对国内公共事业经营的看好也激发了国内企业的热情。我们认为，基础设施建设的公私合作模式也给基础设施类的上市公司带来了机会。

在基础设施类上市公司中，有设备供给型、工程建造型以及项目运营型公司，BOT 方式对项目运营型公司的影响最大。因此，那些自身实力雄厚，能够完全承担 BOT 项目前期成本的，且在项目运营上有着一套成熟模式的上市公司将会直接受益。

水务行业和垃圾处理行业，在我们看来所面临的公私合作机会是最多的。燃气供应、轨道交通等领域也存在着一定的机会，如经营地铁的申通地铁，供应燃气的陕天然气、长春燃气。目前，他们还主要局限于地域内的经营内，其扩张动机还不明显。另外，像上海等很多地方已经取消了公路的收费项目，经营公路的现金流将主要来自于政府补贴，这对于经营公司而言，并不会产生实质性的影响，同样能够保证收益率。因此高速公路类的上市公司如四川成渝、赣粤高速等也是值得关注的。

水务行业

水务行业主要包括原水生产和供应、自来水生产和供应、自来水销售和污水处理。在城投控股置出原水资源之后，A 股已经没有涉及原水的上市公司了。水务上市公司的主营主要是自来水生产、供应和销售以及污水处理。这其中首创股份和创业环保值得我们关注。

首创股份：主营基础设施的投资及运营，专注于城市供水和污水处理两大领域。目前，首创股份已在北京、深圳、马鞍山、青岛、余姚等地进行了水务投资，已初步完成对国内重点城市的战略布局，参股控股的水务项目遍布国内 8 个省区和 13 个城市，服务人口超过 1500 万，发展潜力相当可观。此外，首创股份还拥有京通快速路 30 年的收费经营权，能为公司带来稳定的现金流。首创股份作为国内水务行业的龙头，对于 BOT 等方式的特许经营有着一套成熟的模式。随着各地方政府加大对城市供水、污水处理的治理建设，通过获取特许经营权将成为公司扩张的新模式。2009 年 7 月，首创股份获得河南南阳污水处理厂二期工程特许经营权，经营期限为 30 年，股本金内部收益率为 9.63%。

创业环保: 公司主营以污水处理为主, 拥有多家污水处理厂和国内最好的污水处理研究中心, 以形成了从研究设计到工程施工再到运营的污水处理行业的完整产业链。公司目前也正在极力向全国扩张, 已在杭州、武汉、贵阳、曲靖等多地拥有项目经营权, 并开始涉足供水领域。

垃圾处理行业

垃圾处理行业中, 我们极力看好垃圾焚烧发电项目的前景。中国投资咨询网产业研究中心不久前发布的《2009-2012 年中国垃圾发电行业投资分析及前景预测报告》称: 垃圾焚烧发电厂收益稳定、运营成本低廉并享有一定的税收优惠政策, 能给投资者带来可预期的合理回报, 目前已吸引国内大批民间资本及国际资本参与其中, 预计明年全国垃圾发电行业年投资额将高达 800 亿元, 到 2020 年, 全国将新增垃圾发电装机容量约 330 万千瓦。6 月 1 日, 新修订的《生活垃圾焚烧炉及余热锅炉》国家标准正式颁布实施, 这对垃圾焚烧发电行业将形成有力的刺激。综合考虑经济成本与环境成本, 垃圾焚烧发电逐渐成为我国城市生活垃圾处理方式的首选具备其必然性。垃圾发电在经济上具备可行性, 上海、天津、重庆、温州等地都已建有垃圾发电厂投入运营, 既产生了环境效益, 又给投资者带来经济回报。在地方政府层面, 采用焚烧方法处理垃圾, 不仅可以发电, 还可以节约城市空间, 腾出堆埋垃圾土地, 不仅具有巨大的环境价值, 也具有巨大的经济价值。

目前国内垃圾发电项目多采用 BOT 模式, 服务期限大多为 25 年左右, 其收益也是可观的。以重庆钢铁旗下的三峰卡万塔的同兴垃圾发电厂为例: 每天可处理 1700 吨生活垃圾, 每吨市政补贴 70 元, 日发电 45 万度, 两项合计年收入约 800 万~900 万元, 加上设备折旧费用, 10 年左右能收回建厂投资。而一般垃圾发电厂 BOT 特许经营期为 25~27 年。

表 2: 垃圾发电项目投资成本收入分析

收 入	1) 垃圾处理补贴: 由项目所在地政府支付, 金额与地域经济相关, 东部较高、中西部地区较低; 如上海环境旗下江桥项目为 207 元/吨, 但成都项目为 70 元/吨。
	2) 上网售电: 垃圾发电项目享受优惠电价、优先上网; 上网电价为投资时与当地政府定好, 以上海江桥项目为例, 其上网电价为 0.5 元/度。
	3) CDM 减排费收入: 由于垃圾焚烧发电一方面减少了填埋方式产生的 CH ₄ , 另一方面又代替了一定额度的火电减少了 CO ₂ 的排放, 可以申请 CDM; 目前天津泰达环保下属一个日处理 1000 吨项目 (年温室气体减排量 12 万吨) 正在申请 CDM, 若成功, 垃圾发电将增加一个收入来源。
成 本	1) 投资成本: 目前国内垃圾焚烧电厂吨投资成本稳定在 45-50 万元, 各家企业间差别不大。
	2) 运营成本: 垃圾焚烧电厂运营成本不高, 主要构成有能源 (发电量 20% 自用)、助燃剂 (主要成分为重油)、配件材料、人工等。

资料来源: 互联网, 长江证券研究部

目前, 涉足垃圾焚烧发电项目的上市公司主要有: 城投控股, 南海发展, 泰达股份, 宁波富达。这其中, 城投控股旗下的环境集团较早涉入这一领域, 在技术和运营相对比较成熟。环境集团在成都、浙江、广东、山西等地都拥有垃圾发电的特许经营权, 俨然已成为国内垃圾

发电行业中的老大。目前，环境集团正在跟踪、接触全国 50 多个垃圾处置项目。除此之外，环境集团还计划进军全国垃圾收运市场，力争在 5~10 年发展成为中国垃圾产业中的“巨无霸”。在引入战略投资者美国 WMI 之后，环境集团可以借助全球最先进的垃圾焚烧处理技术和管理经验来提升盈利空间。

市场化改革所带来的机会

水务行业的市场化改革将是未来驱动行业发展的最重要力量。“低价”+“亏损”+“财政补贴”是水务行业的过去的盈利模式，在市场化改革的目标下，其盈利模式将是“成本”+“合理利润率”。建设部（现住房和城乡建设部）要求在十一五期间污水处理费提高到 0.8 元/吨，但是这一水平远远没有达到，在十一五的最后两年这种提升的概率大大增加。水资源的价格上涨是一种定势，而不确定只是时机问题。上海已经出台了水价上涨的方案，各地也在跃跃欲试，水资源价格的上涨一旦成为现实，其所涉及的相关上市公司将会受益匪浅。

与水资源价格所处状况类似的则是城市燃气价格，以及电力供应体制的改革，我们同样要关注他们的改革给资本市场带来的机会。

政府融资与信托业

地方政府要融资，少不了金融服务。而无论是贷款、发行债券，还是结算，银行成了当前政府金融服务的主要提供者。然而，银行除了大规模的信贷供给获取利息收入之外，我们还不能评估这种金融服务对于庞大的银行业能带来多大的提振作用。在审视了整个金融市场，我们发现有一类金融中介可能会在政府融资过程中扮演重要的角色，那就是金融信托。

信托业在中国起步较早，1979 年以中国国际信托投资公司的成立为标志，中国的信托业开始了其历程。在三十年的发展历程中，中国信托业有过辉煌，也有过低谷。由于对信托业的理解存在偏差，信托业始终没有找准自己的发展道路，其发展历程也是充满了曲折。从 1982 年至今，中国的信托业一共经历了六次行业整顿。2000 年，中国的信托公司共有 239 家，而目前所存的信托公司只有 60 家左右，行业集中度得到大幅度提高。

表 3：2008 年中国主要信托公司排名情况

2008年信托公司净利润排名情况 (母公司)			2008年信托公司信托资产总额排名情况		
单位:万元			单位:万元		
序号	公司名称	净利润	序号	公司名称	信托资产总额
1	平安信托投资有限责任公司	120719.00	1	中信信托有限责任公司	16077930.25
2	中信信托有限责任公司	93310.00	2	英大国际信托投资有限责任公司	10406642.17
3	华润深国投信托有限公司	82267.00	3	中诚信托有限责任公司	9256248.86
4	中诚信托有限责任公司	66765.00	4	中海信托股份有限公司	7589795.00
5	华宝信托有限责任公司	63716.35	5	中融国际信托有限公司	7032331.00
6	中海信托股份有限公司	59277.00	6	北京国际信托有限公司	6257983.00
7	重庆国际信托有限公司	51066.00	7	中国对外经济贸易信托有限公司	5721755.15
8	北京国际信托有限公司	47812.00	8	华润深国投信托有限公司	4952100.00
9	中国对外经济贸易信托有限公司	35684.04	9	平安信托投资有限责任公司	4864381.00
10	上海国际信托有限公司	30440.66	10	金港信托有限责任公司	3873634.09

资料来源：中国信托业协会，长江证券研究部

信托资金的主要投资方向是证券市场、房地产市场和基础设施建设领域。在过去的基础设施建设中，信托方式筹资发挥了巨大的作用。上海外环隧道项目、四川高速公路项目、上海港项目以及京沪高速公路等众多大型项目都采用了信托方式融资。与银行信贷相比，信托融资

方式的一个突出优势是信托资金可以直接作为项目资本金参与项目的建设,这对于解决当前地方政府项目资本金缺乏问题具有重大的意义。

国务院出台的“4万亿”经济刺激计划为信托公司最为拿手和最传统的基础设施信托业务提供了巨大的发展机遇,利用信托平台为地方基础设施项目融资将是2009年信托公司的一个亮点。对于基础设施建设中的优质项目,其竞争相当激烈,信托优势难以体现;转向地县级政府基础设施建设成为信托资金的新选择。从第1季度的产品中发现投向地县级的基础设施信托数量明显增多。一季度投向基础设施建设的项目共有26个,投向区域分别为直辖市2个、地级市7个、县级市11个、县区6个。

表 4: 2009 年一季度信托资金主要投向

投资领域	个数
金融	57
房地产	27
基础设施	26
工矿企业	16
商贸流通	7
商业企业	4
能源	4
成熟物业	6
信息技术	1
科教文卫	1
文化创意	1
旅游餐助	1
其他	1

资料来源:中国信托业协会,长江证券研究部

民间资本参与基础设施建设的热情很高,但由于单个资本体力量有限而很难参与大型项目中去。通过信托计划可以积少成多,能够有效的调动民间资本参与到收益稳定的基础设施项目中。

保险资金的投向目前受到了诸多的限制,主要投向为债券。保险资金投向基础设施建设领域不仅能解决基建项目的资金来源问题,还能给保险资金提供稳定和客观的收益。基于此,2006年3月,保监会下发了《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》,允许保险机构将保险资金委托给受托人,采取债权、股权等方式间接投资国家级重点基础设施项目。目前,共有4家保险资产管理公司参与试点,发行了7笔基础设施领域的债权计划。最近保监会又下发了《保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》,允许所有符合条件的保险公司参与基础设施债权投资。在具体运作的时候,大的保险公司将会借助于自己的资产管理公司,而那些中小型的保险公司将不得不借助于信托这种方式。这毫无疑问也是信托公司的一个发展机遇。

上半年在股市繁荣,楼市复苏和基建信托大举推进的环境下,信托业的景气度不断回升。另外,信托公司具有混业经营的特征将越来越体现其优势。目前,各中外金融机构、实业集团都看好中国信托业的发展,纷纷参股控股信托公司。我们认为,我国信托业未来的发展趋势是和大型金融机构、实业集团逐渐融合。具有大型金融集团股东背景的信托公司将在市场竞争中占据先机,从而获得更快发展。目前,A股上正宗的信托公司只有安信信托和陕国投。这两家公司都存在着资产整合的预期。中信信托借壳安信信托何时一锤定音是市场一直所期待的;而关于陕国投重组的传闻则更是激发了市场的猜想。

信托业一直以来似乎已经淡出了人们的视线，在行业景气度不断回升、政策面不断支持的环境下，其混业经营的特点是否能充分发挥优势，从而引爆资本市场的有一次炒作热情，这是值得期待的。

总结

通过梳理政府融资模式下给资本市场带来的机会，我们找到了三大投资主线：能够参与到政府财政融资的城投公司和背景实力雄厚的资源开发性企业，在基础设施项目运营上有着一套成熟模式的公用事业公司，与基础设施投融资联系紧密的信托业。

工业化和城市化仍然是未来中国经济增长的主要动力，而在这个持续推进的过程中，作为第一层次的生产要素开发企业来说也会迎来持续增长。特别是像城投类的房地产开发公司也得到了市场的认可，在二级市场上的表现也是可圈可点。我们认为随着房地产市场的进一步转暖，它们的机会也会凸显出来。

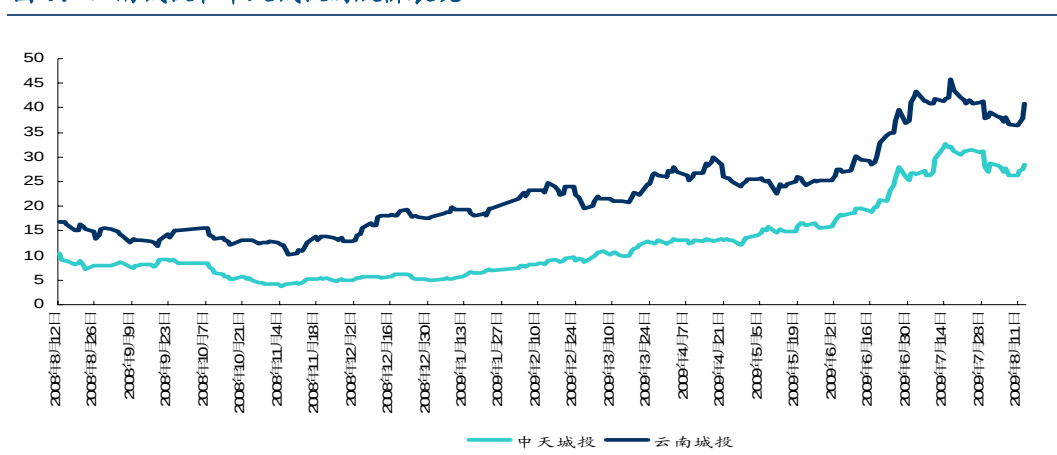
进一步的市场化改革将是中国下一步改革的方向，其领域也将延伸到生产要素领域和公用事业领域。对于公用事业领域，像其中的污水处理、垃圾处理等，我们可以将其纳入环保产业链中。我们认为环保产业不仅关乎当前人民生活水平，更是关乎中国在国际舞台上定位的战略性新兴产业。澳大利亚在 2007 年签署了《京都议定书》，奥巴马政府也在环保政策上出现了重大的转向。澳大利亚和美国是《京都议定书》最大的两个障碍，他们的这种转变也代表了在全球范围内的一种趋势。环境保护问题一直让中国政府在国际社会饱受争议，如果中国不能赶上这种趋势变化，那么在未来的国际舞台上，中国将面临更大的压力。所以，我们认为中国在未来对于环保产业的重视力度和投入力度都将加大，这也将对环保产业链中的公用事业上市公司带来长期的刺激。

以基础设施建设为自己一个重要投资方向的信托业，在大规模的刺激计划中，其受益是毫无疑问的。随着中国金融市场的进一步发展，混业经营的优势将会进一步体现出来。

上述三个方向的上市公司可能在中长期内，其价值才会愈发显现，但也不排除资本市场在短期刺激下的追捧，毕竟市场化的改革和金融市场的再发现在这个阶段是很能给人惊喜的。

对于在股票市场如何对这类公司进行投资，我们认为城投类公司是首先可以关注的品种，云南城投和中天城投的模式成功之后会引起效仿，会有其他城投类公司采取这种模式，尤其是那些比较缺钱的地方政府，所以我们建议关注此类公司。

图 7：云南城投和中天城投的股价表现



数据来源：长江证券研究部，Wind 资讯

表 5：城投类上市公司一览表

地区	名称	主营业务	大股东
上海	城投控股	房地产开发，自来水供应，污水处理，工程建设，环境保护	上海城市建设投资开发总公司
	张江高科	房地产开发，房地产租赁，通讯服务	上海张江（集团）有限公司
	浦东金桥	房地产开发，房地产租赁，酒店公寓服务	上海金桥（集团）有限公司
	外高桥	房地产开发，进出口贸易，物流服务，制造业，酒店餐饮	上海国际集团投资管理有限公司
	陆家嘴	房地产开发，土地批租，酒店业	上海陆家嘴（集团）有限公司
天津	津滨发展	房地产开发，房屋租赁，钢材销售，投资服务中心租赁	天津泰达建设集团有限公司
	泰达股份	房地产开发，公共设施管理，环境管理，建筑业，化工产品	天津泰达集团有限公司
	海泰发展	租赁业务，技术及集成业务，孵化业务	天津海泰控股集团集团有限公司
北京	北京城建	房地产开发，房屋租赁	北京城建集团有限责任公司
重庆	渝开发	房地产开发，隧道经营，会展经营	重庆市城市建设投资公司
成都	锦世股份	土地一级开发，房地产综合开发与经营	北京中北能源科技有限责任公司
武汉	武汉控股	房地产开发，自来水供应	武汉水务集团有限公司
深圳	深天健	房地产开发，工程施工，代建管理费，运输	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
湖南	湖南投资	房地产开发，路桥建设，酒店	长沙市环路建设开发有限公司
新疆	新疆城建	房地产开发，房建工程，道路建设工程	乌鲁木齐市国有资产经营有限公司
云南	云南城投	房地产开发，物业管理	云南省城市建设投资有限公司
贵州	中天城投	房地产开发，矿产开发	金世旗国际控股股份有限公司
长春	长春经开	城市供热，基础设施承建，安装，会展经营	长春市经济技术开发区创业投资控股有限公司
常州	黑牡丹	纺织服装	常州市高新区发展（集团）总公司
宁波	宁波富达	房地产开发，水泥制造，自来水供应	宁波城建投资控股有限公司
合肥	合肥城建	房地产开发，不动产销售	合肥市国有资产控股有限公司

资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

至于其他二条主线，受益程度暂时还不会很明显，不过能拿到政府订单做 BOT 的公司将会直接受益，比如江苏的太平洋建设等等。信托业最早的主要业务来源就是发行基础设施建设信托产品，政府融资模式里信托业也是不可缺少的一环，虽然目前 A 股上市公司中信托公司仅有安信信托、陕国投等几家标的，但这些品种都可以长期关注。综上所述，城投公司是我们关注的重点，因为城投公司当年因为需要为政府融资而走上了历史舞台，今天政府同样需要它们发挥融资平台的作用，成功的模式容易在这个群体中复制从而大大改善这类标的的基本面，我们的地方政府应该借鉴成功经验从资本市场入手来使得城投公司更好的为政府服务。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。