



杭州城投
HANG ZHOU CHENG TOU

《投资与资本运营》智库研发论文汇编（2014年度）



一 研 集



杭州市城市建设投资集团有限公司投资建设部
杭州市城市建设投资集团有限公司发展研究部
杭州城投投资有限公司

序

又到岁末，回顾 2014 年感慨良多。在市城投集团和兄弟单位的指导与支持下，我们一如既往地扣紧政策与经济的脉搏，在扑朔迷离的表象下努力探寻经济发展的趋势，遵循宏观经济、行业产业以及公司经营三个维度层层推进的研究方式，以期在变革中找到新的发展模式，发现新的投资机会，希望以千虑之功求一得之益，对读者有所裨益。

从宏观来看，中国经济步入“新常态”之后，无论客观经济环境还是国家的执政理念、经济政策都发生了根本性的变化，国家终于下定决心牺牲经济发展速度以换得经济结构调整、创新驱动的经济增长方式。突出表现就是房地产市场持续走低、国企改革、金融改革、以及地方债终极解决方案 43 号文的推出，这些与城投集团业务紧密相关的政策形势变化，我们都联系集团实际情况作了较为全面的分析。

在国家经济结构调整的大背景下，智库平台继续开展产融结合探索研究、基于城投现实基础探讨新的业务发展模式，并对其中定向增发基金、资产证券化以及 O2O 商业模式等做了研究与探讨。

行业产业方面，对于市城投集团现有固废、热

电、节能等具备良好发展前景的业务，我们从技术应用、市场等多角度进行了分析和阐述，以期为公司系统内企业提供数据支持和决策参考。

经济变革的过程中，同业者之中往往会涌现出出色的弄潮儿，了解他们的经营方式、决策机制，对于市城投集团的发展有重要的借鉴意义。2014年我们精选了华夏幸福、泛华建设集团、瀚蓝环境、启迪控股等行业内标杆企业，本着研以致用的方针对于他们的发展和经营做了详尽的案例剖析。

与此同时，智库平台积极探索智库研发产业化，2014年政府课题研究成果斐然，智库平台承接市发展和改革委员会《杭州城镇化投融资体系研究》与市住房和城乡建设委员会《杭州市房地产开发企业诚信体系建设研究》课题均已圆满结题，其研究成果在《浙江经济》等省市核心期刊上发表，智库平台影响力进一步提升。

值此《投资与资本运营》发行三周年之际，我们将2014年全年《投资与资本运营》期刊中的智库研发文章结集出版以飨读者，文中疏漏或观点不妥之处，敬请读者批评指正。回首过去：风雨砥砺，岁月如歌；展望未来：雄关漫道，笃志前行。展望2015年，我们将继续提高《投资与资本运营》的办刊质量，力求在经济变革中预判形势、发现机遇，以体现前瞻性、科学性、时效性、针对性的特点，更好地发挥智囊参谋作用，为城投集团转型升级、创新发展、推进产融结合贡献自己的绵薄之力！

《一得集》编委会

2014年12月

目录

【一】宏观聚焦

2014 上半年宏观经济形势分析与展望 // 10

2014 年下半年杭州主城区房地产形势分析 // 27

新股发行注册制解析 // 36

金融改革对资本市场影响以及投资机会分析 // 47

【二】业务探索

定向增发基金业务模式分析 // 57

参与 O2O 商业模式，决胜互联网时代 // 74

资产证券化初窥 // 105

【三】国企改革

又面国企改革 // 114

混合所有制怎么混合 // 125

国企改革之股权激励 // 135

43 号文政策下城投公司转型思考 // 151

【四】 行业研究

生活垃圾焚烧飞灰市场分析 // 164

填埋场沼气发电市场分析 // 170

发展热电联产集中供热，中国雾霾治理的一条经济适用途径 // 174

节能服务产业概述及其发展趋势浅析 // 184

餐厨垃圾处理浅析 // 200

【五】 案例分析

顺势而为，逆市增长——华夏幸福产业新城模式初探 // 208

城市运营建设的“新思维”——泛华建设集团经营模式研究 // 220

立足区域，布局全国——瀚蓝环境发展战略分析与借鉴 // 237

把握机会，整合资源，引领创新——启迪控股创新服务体系 // 247

【六】 课题研究

中心镇建设如何解决好“钱从哪里来” // 262

杭州市房地产开发主体诚信体系建设研究 // 270



【一】

宏观聚焦

2014 上半年宏观经济形势分析与展望

城投投资公司 王昊博

一、2014 年上半年宏观经济形势分析

(一) 宏观经济暂时企稳，失速风险仍在

今年上半年，面对错综复杂的国内外形势，中国经济承受着较大的下行压力。在一季度经济增速创下 6 个季度新低之后，关于中国经济增长会否“失速”的问题成为国内外关注的一大热点。国家统计局 7 月 16 日发布的数据显示，经初步核算，上半年国内生产总值 269044 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，上半年全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.8%，其中一季度同比增长 8.7%。表明在经历一季度经济增速创 6 个季度新低的情况下，我国经济增速开始暂时“企稳”，但其趋势并不稳固，经济增长失速风险仍在。

主要原因在于本次经济企稳主要依赖于国家从 3 月开始实施一系列“微刺激”经济政策，包括推动开发性金融支持棚户区改造、深化铁路投融资改造以加快铁路建设、面向小微企业的定向降准等，从数据来看“微刺

【一】宏观聚焦

“刺激”政策阻止了经济增速的下滑趋势，但“刺激”政策只能是为稳增长不得已而使用，目前我国经济政策表现出总体微刺激、局部强刺激的态度：6月M2增长14.7%，财政支出高达26%，固投和基建投资当月增速达17.6%和25.4%。1-6月财政支出中的保障房、交通运输增速高达30%、22.1%，而1-5月仅8.5%、16.5%。此外，6月份我国出口增长由7%上升至7.2%，1-6月固定资产投资增速从前五月的17.2%触底反弹至17.3%，而1-6月消费增速则平稳于12.1%。表明二季度经济短期企稳，主要靠保障房和交通运输等基建投资劲升，以及欧美市场趋暖导致的出口增加，拖累因素来自房市萧条，经济的内生增长动力仍然不足。

（二）经济结构调整初见成效，但仍任重道远

从经济结构看，上半年第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.6%，比上年同期提高1.3个百分点，高于第二产业0.6个百分点。从投资结构看，第三产业投资增长19.5%，比第二产业高出5.2个百分点。在投资降速的新常态下，投资结构面临着转型，需要将资金配置到回报率更高、可以提升资本回报率的产业上。关于三大需求对GDP增长的贡献率，上半年最终消费对GDP增长的贡献率是54.4%，拉动GDP增长4个百分点，资本形成总额对GDP增长的贡献率是48.5%，拉动GDP增长3.6个百分点。货物及服务净出口对GDP增长的贡献率是-2.9%，负拉动GDP增长0.2个百分点。相对于去年的最终消费对GDP增长的贡献率50%，资本形成总额的贡献率54.4%，货物和服务净出口贡献率-4.4%。变化分别为4.4%，-5.9%，1.5%。表明在外部环境持续错综疲弱的情况下，我国上半年经济增长消费及出口带动作用增加，由消费和投资构成的内需继续成为推动中国

一得集

经济增长的主动力，上半年对 GDP 增幅的贡献高达 102.9%。

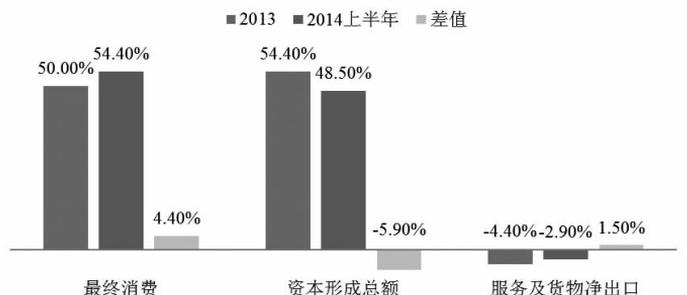


图 1 2013 年与 2014 年上半年消费、投资、出口对 GDP 增长贡献率对比 (%)

但同时也要看到，受体制机制以及政府对企业运行的干预影响，国内资本依然在源源不断投向产能过剩行业，以水泥为首的非金属矿物制品业上半年仍有 14.7% 的投资增长，以电解铝为首的有色金属冶炼和延压加工业也有 7.4% 的投资增长。不过目前情况已较过去几年有了明显改变，一些高库存与产能过剩行业，比如煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业以及黑色金属冶炼和压延加工业，上半年投资同比出现负增长，显示经济结构调整正在深化，但显然还远未调整到位。

(三) 地方财政对土地依赖与地产遇冷的矛盾突出

今年上半年，地方政府财税收入为 4 万亿，卖地收入为 2.1 万亿，比值为 52.4%，较去年略有下降，但仍然表现出非常明显的土地财政依赖性。近年产业层面我国经济呈国进民退的态势，大量民资涌入楼市避险，导致了 2013 年楼市火爆，至 2014 年上半年由于民资积累消耗完全，再无更多的资金进入楼市，因此上半年楼市遭遇价量齐跌的寒冬。1-6 月份，全国商品

【一】宏观聚焦

住宅销售面积 42487 万平方米，同比下降 7.8%，相与去年全年的 17.5% 下滑 25.3 个百分点；住宅销售额 25632 亿元，同比下降 9.2%，降幅与去年全年增长 26.6% 相比，下滑 35.8 个百分点。

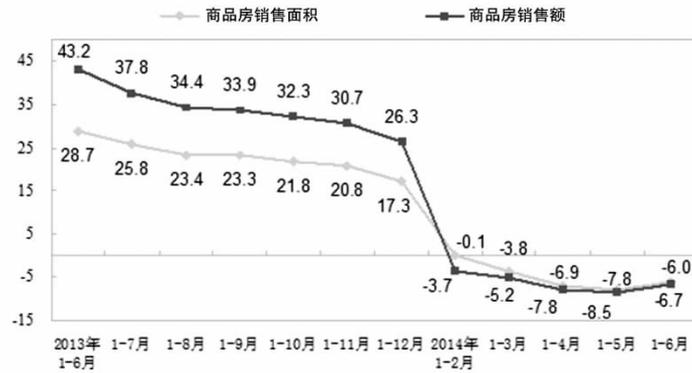


图 2 全国商品房销售面积及销售额增速 (%)

杭州为上半年 45 个楼市限购城市中土地财政依赖度最高的城市，土地财政依赖度高达 156.4%，杭州市政府性基金预算（草案）显示，2014 年市本级政府性基金收入预期为 629.33 亿元，其中，土地出让收入 600 亿元，占预算收入比重 95%。而与之对应的是，2014 年杭州市区一季度商品房成交量为 12383 套，环比 2013 年四季度减少 47.38%；二季度成交量为 10525 套，环比 2013 年四季度减少 55.28%。在楼市明显下行的关口，去年以来到今年初十分火爆的土地市场逐渐冷却，今年年 1-5 月，杭州市区共计挂牌出让 82 宗土地，其中实际成交土地 70 宗，延期出让或流拍土地数量达到 10 宗。在已经成交的 70 宗土地中，以直接成交为主，并未进行激烈竞价，出让土地市场陷入低迷期。

一得集

(四) 债务信用违约风险加大，企业互保危机显现

2014 年地方债务危机持续发酵，今明两年到期地方债达 4.2 万亿，其中 2014 年和 2015 年分别为 2.4 万亿和 1.8 万亿。根据国家审计署 2013 年 6 月数据，地方政府负有偿还责任的债务 10.8 万亿元，2014 年、2015 年到期的政府负有偿还责任债务分别占 21.89%和 17.06%。显而易见，随着整个地方偿债周期到来，今明两年地方政府将承受空前的偿债压力。根据标准普尔统计数据，2014 年初中国企业借款 14.2 万亿美元，超过了美国企业的 13.1 万亿美元，预计未来 5 年中国企业债市场将占全球三分之一。随着美联储缩减 QE，热钱开始逐步离开中国，国内流动性日渐紧张，企业融资成本逐渐升高，这也增加了企业借新债还旧债的难度，违约风险加大。2014 年初中诚信托旗下“诚至金开 1 号”信托计划 30 亿兑付风波虽然有惊无险，但 2014 年 3 月 4 日，2011 超日债发行人公告无法按期全额支付债券第二期利息，宣告中国债券市场信用元年的开始。

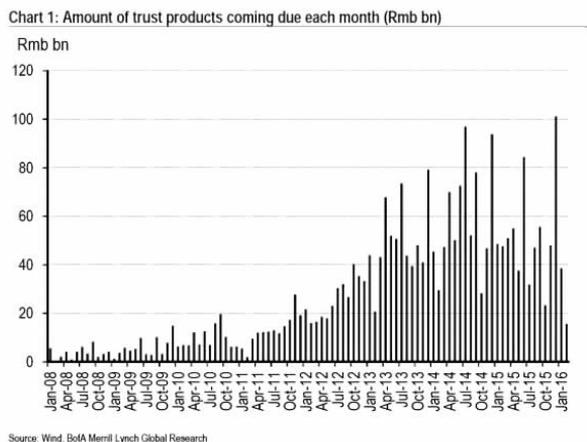


图 3 2008—2016 年中国到期信托金额月度分布图（单位：十亿元人民币）

同时在经济下行压力下，长三角地区互保联保问题频现，不少地区集中爆发的担保公司跑路案，让众多投资者面临着巨大的风险，也让担保行业隐藏的危机和风险暴露了出来。根据浙江省统计数据，互保、联保模式约占浙江企业融资比例的 40%，央行金融研究所的估算则是至少 50%~60%，出现互保危机的不仅局限于以往的中小企业，更多的涉及当地的大企业、百强企业。

（五）IPO 停滞不前，定增与并购火爆

尽管十八届三中全会所发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出健全多层次资本市场体系，推进股票注册制改革，多渠道推进股权融资，但该政府文件仍是一个纲领性的文件，资本市场改革仍然会是一个长期、漫长的过程。尽管 2013 年《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》出台 IPO 重启，但之前形成的 IPO 堰塞湖短期仍然难以消解，2014 年上半年在审企业规模仍多达 700 多家。同时新股发行注册制仍然步履缓慢，6 月 27 日证监会新闻发言人张晓军在例行召开的新闻发布会上称目前证监会正在研究，计划年底提出具体方案，同时表示注册制改革还需以《证券法》修订为前提，因此注册制的真正实施仍然至少需要 2 年左右。

在 IPO 上市渠道阻塞，新股发行注册制遥遥无期的大环境下，定向增发与并购市场成为今年上半年资本市场最火的金矿，不少公募基金纷纷参与到定增中来。2014 年上市公司定增需求井喷，公开数据显示，截至今年 6 月底，已披露定增方案但尚未实施的定增项目数量超过 406 家。今年以来浮盈达到 10 亿以上的公募基金达到六家，分别为工银瑞信、汇添富、博时

一得集

基金、财通基金、华安基金、天弘基金，锁定股票浮动盈亏分别为 22.6 亿、19.5 亿、18.7 亿、1.4 亿、13.9 亿、11.7 亿。截至 6 月 30 日，2014 年上市公司发生并购案例 2007 起，涉及交易金额 1.27 万亿，相当于 2013 年全年并购重组交易涉及金额的总额。与 2013 年类似，工业和金融行业交易总金额位居 2014 年并购重组行业前列。

(六) 国企改革进展缓慢，民营持观望态度

2014 年上半年召开的“两会”重申了十八届三中全会关于加快发展混合所有制经济以及国企改革的内容，同时地方政府、国资委和一些垄断央企都开始混合所有制改革。如中石化将加油站资产中的便利店平台用于混合制改革；国资委开始推动不同类型的国企改革试点，每一样改革搞几家试点。但本次国有企业改革目前主要仍以探索国企内部员工持股为主，同时作为本次国企改革另一参与方的社会资本，出于对本次国企改革落实不确定性的顾虑参与热情有限。

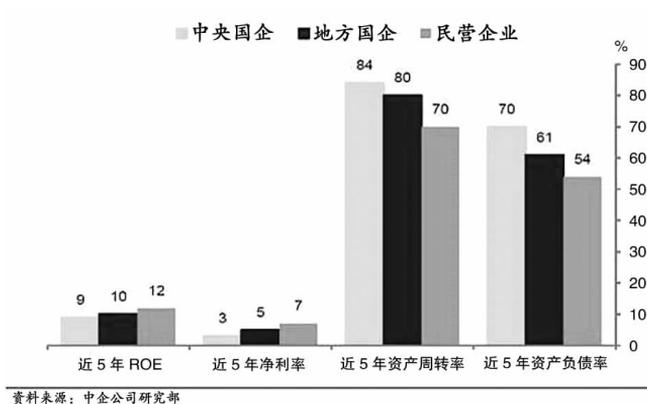


图 4 国企与民营企业财务数据对比 (%)

【一】宏观聚焦

国企控制权和控股权，以及民资投入的安全和收益保证，仍然是国企和社会资本参与国企改革需要优先解决的问题。尽管社会资本不乏参与国企改革的意愿，但除非中国政府坚定地推动市场化改革，在市场增量领域里完全放开，同时积极推动存量领域的改革，否则民间资本仍将以观望为主。目前《深化国企改革指导意见》、《国有经济布局调整方案》两份文件已经进入征求意见阶段，最终方案的确定与公布成为各方关注的焦点。

二、2014年下半年宏观经济形势展望

7月15日，李克强在与专家学者的座谈会上提出定向精准发力这一宏观调控新思路，以及重申坚持“微刺激”政策。这表明政府下半年的宏观调控思路和路径仍然会延续上半年政策，继续进行有针对性的行业细分，从财政、货币、投资政策等各个方面向部分行业或企业进行倾斜。预计政府将在货币和财政政策等方面继续进行定向“微刺激”，支持中小微企业、农业、服务业发展；推进市场化改革和简政放权的改革；促进收入分配、养老保障体制、社保制度的优化与完善，释放消费需求。结合上半年宏观经济形势以及中央调控政策，下半年经济形势可以从以下几个方面进行预判：

（一）以调结构、稳增长为主的定向宽松政策成常态

从政府最新表态来看，下半年国家经济刺激政策不会有太大变化，下半年政府会延续“微刺激托底经济”的思路。中国政府在强化“微刺激”的同时，也要达成经济转型的目标，采取强刺激而导致经济虚热的情况不大会出现。在稳增长的同时，还希望兼顾调结构，制定政策不会一步放松到位，而是根据经济形势变化动态微调。在此基础上，物价指数可能会轻

一得集

微上扬，但不足以引发通胀担忧。由于经济结构调整是一个长期的过程，因此实体经济的生存与发展环境，短期内仍不可能出现显著改善。

在货币政策上，央行会继续利用“定向降准”等灵活的政策来维持货币宽松局面。货币政策仍然以配合财政刺激为主，通过定向和结构性的操作引导资金流向，预计会同时交叉使用多种货币政策工具达成目标。然而无论是采用何种方式，最后的落脚点仍然是降低实体经济的融资成本。尽管不太可能出台全面降准或降息之类的大力度放松政策，但以稳增长为目标的“微刺激”政策将会维持力度。从货币政策的思路来看，最为理想的状况是在收紧流向软预算约束平台的融资渠道后在进行大范围的宽松，同业治理以及启动地方政府自主发债都可以视作这一方向的努力。然而这一目标短期内显然难以实现，隐性担保下平台融资仍然是商业银行最为优质的资金流向。退而求其次，央行只能寄希望于定向宽松和结构性调控政策，上半年的定向降准和再贷款即反映了这一思路。

下半年以再贷款和定向降准为代表的结构性调整政策仍将发酵，挤牙膏式的定向宽松将成为常态。除了上半年已经确定的棚户区改造、支农支小等政策领域仍然会受到倾斜以外，下半年定向调控仍然有三点值得关注：

- 1、首先是在棚户区改造中提出的国开行发行住宅金融专项债已经提上日程，考虑到单独为国开行定向降准的可行度不高，这可能是再贷款拓宽量级和使用范围的一个重要机遇。

- 2、其次近期有报道称央行试图推行商业银行信贷评级办法，将再贷款数量与评级挂钩。尽管目前不清楚具体内容和细则，但是这无疑有助于鼓励引导商业银行的资金流向，从边际上改善贷款结构。同时偏低的再贷款

利率也有助于降低相关领域的融资成本。

3、最后是差别准备金率参数调整。上半年两次定向降准反映了央行对差别准备金率在结构调整上的效果寄予重望，因此下半年央行有可能继续推出并扩大差异化降准措施来引导资金流向。

（二）消费与出口复苏，房地产增加经济下行风险

下半年支持消费平稳增长的基础性因素继续向好。一是上半年，农村居民人均现金收入实际增长 9.8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 7.1%，增幅同比均加快 0.6 个百分点。收入提高为消费保持稳定提供良好基础。社保、医疗等体制日益完善，有利于增强居民消费信心；二是国家大力支持的信息消费、休闲娱乐、养老服务、社区消费等消费新业态与新模式发展有利于释放消费潜力，尤其是以网络消费为代表的新增长点蓬勃发展，增速达到 48.3%，为消费增长注入活力；三是新型城镇化战略加速推进，京津冀、长三角等区域性规划出台，农村人口向城市转移速度加快，有望带动相关消费增长。但是房地产市场分化调整将影响到家电、家具及装修建材等商品消费；此外，严格公务消费、反对奢侈浪费政策将继续抑制餐饮娱乐等领域消费。

在基数影响减弱，世界经济温和复苏等因素作用下，下半年外需有望企稳回升。上半年外贸数据明显下滑，主要受累于去年同期国际资本入境推高贸易增速的影响。下半年在前期有关部门规范管理使同期数据回归正常的影响下，我国进出口数据将更好的反映即期贸易情况，由于基数引发的干扰将消除。美国下半年在就业和房地产回暖驱动下有望加速复苏；欧洲货币政策支持力度加大，欧元区将延续复苏势头；日本将在国内消费和

一得集

投资推动下继续温和复苏；新兴经济体在经历年初美联储退出量化宽松政策引发的金融动荡后，经济形势趋于稳定。IMF 与世界银行最新预测，均认为今年世界经济将增长 3.4%，虽低于年初预期，但仍较去年加快 0.2 个百分点。随着世界经济增长的恢复，全球贸易将缓慢回升。据 OECD 预测，今年全球贸易量将增长 4.4%，增速比上年回升 1.4 个百分点。因此我国出口环境有所改善，国家出台支持外贸稳定增长的政策措施也将减轻贸易企业负担，外贸出口有望保持回升走势。但是从整体来看全球经济复苏程度有限，地缘政治风险增强，国际市场争夺激烈、各类贸易保护层出不穷、人民币升值滞后影响等因素仍将给我国对外贸易带来变数。

同时下半年全社会固定资产投资保持基本稳定的条件仍然较多，一是货币政策方面，央行两次定向降准，支持“三农”与小微企业发展，有利于增强市场活力，激发社会投资热情；二是铁路等基础建设投资规模加大，近期 14 条铁路重大干线新开工项目陆续投入建设，投资规模达到 3273 亿元，有利于带动下半年基建投资增长；三是新型城镇化战略加速推进，棚户区改造工作深化落实，对房地产投资形成一定支撑；四是国务院近期部署多项措施缓解企业融资成本高问题，实体经济投资意愿有望提高，此外简政放权、财政支出力度加大等因素均将促进投资维稳。

但处于投资项下的房地产业仍然对投资构成最大下行风险。年初以来，在高库存和融资紧的打击下，房屋销售和新开工数据持续恶化，房地产市场调整，销售呈现负增长，价格明显回落，新开工面积大幅放缓，将导致下半年房地产投资继续下滑，当前我国房地产投资增速较新一轮房地产改革以来（2000 以来）的平均增速减慢 9.8 个百分点左右。房地产投资显著回

【一】宏观聚焦

落将成为带动整体投资减速的重要原因。此外，地方政府受制于债务规模高企，集中还债压力较大影响，对相关固定资产投资项目与工程配套资金供给严重不足；同时国家集中清理银行违规表外业务，加强对影子银行监管也将导致投资资金来源受到限制；美国退出 QE 打击外部资金来源，销售疲软减少按揭和定金的资金来源，房地产企业的融资渠道将进一步收紧，房地产投资的下滑压力将进一步增加。尽管近期地方限购政策有所松动，但从全年来看，房地产投资下行趋势已经确定，不确定的只是下行速度。

（三）金融“去杠杆”更加温和，市场化改革仍是长期的过程

上半年国家金融监管机构相继出台了一系列办法和意见，意在抑制银行表外业务，为金融市场“去杠杆”，如《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》、《关于信托公司风险监管的指导意见》、《商业银行同业融资管理办法》下半年金融市场将延续这一政策趋势，所不同的是结合宏观经济形势与政策调控需要，去杠杆的力度会更加温和。因此预计下半年相对于去年同期，经济增速有所下降，对资金的需求量也相应下降，新增的债务的需求也会继续减少。

从证券市场来看，下半年证券市场的制度改革将在兼顾效率提升和风险控制间取得平衡，有望在以下几方面寻求突破：首先，我国市场建设的重心预计将从公募市场切换至私募市场，经过两年的深度盘整的创业投资、私募股权投资将在募资、投资和退出策略方面逐渐趋于成熟，私募证券投资则将在阳光化的道路下迅速壮大。其次，借助《证券法》修改，基础制度的市场化改革预计将在激活并购市场、探索新股发行注册制、完善退市体制等方面有所突破。再次，作为我国资本市场对外开放的重要内容，沪港

一得集

通值得期待，对于加强两地联系、倒逼内地资本市场改革影响深远。此外，处于金融混业初期的泛资产管理行业虽然面临监管趋严的环境改变，但机构间的合作和创新仍将深化；证券公司的并购重组浪潮值得关注，行业生态有望优化；网络金融也有望在风控与监管逐步填空的过程中继续突围。最后，优先股、可交换债、ETF 期权等新品种将有效盘活市场存量。

但也要认识到上半年开始推进的金融市场化改革，如利率市场化、股票发行注册制等，在下半年仍然难以全面实现，按照近期央行行长周小川表态，存款利率放开有可能在最近一两年实现，并表示存款保险制度应先于存款利率放开，因此比较可能的是下半年推出存款保险制度；此外新股发行注册制推出仍然步履缓慢，6月27日证监会新闻发言人张晓军在例行召开的新闻发布会上称目前证监会正在研究，计划年底提出具体方案，同时表示注册制改革还需以《证券法》修订为前提，因此注册制的真正实施仍然至少需要2年左右。

(四) 国企改革加速落实，具体效果仍需时间检验

下半年国企改革加速落实，其中上海贵州广东安徽四省市是重点。“两会”之后国企改革进入新阶段，沪黔粤皖四省正在出台详细配套措施，预计下半年会取得新的突破。积极发展混合所有制经济；建立国资流动平台，深化完善国资监管体系；以加强分类监管为核心，深化公司治理结构改革；建立长效激励约束机制；不断优化布局结构，积极支持优势企业加快发展等措施成为各改革省市的共识。其中广东和贵州还在此基础上，在产权制度改革和国资持股比例等方面进行新尝试，但以上国企改革举措仍需要配套政策的明朗化以进一步增强在实践层面的可操作性。目前上海国

盛集团、文广集团以及贵州盘江集团整合已经开始，开启了地方国企改革方案的落实期。

下半年在国企改革的三个方面：混合所有制、兼并重组以及国企分类改革方面，比较容易取得进步与成果的是国企兼并重组以及根据地区以及类别不同的的国企分类改革，兼并重组在国企改革过程中除了传统的整合资源或进行战略布局外，更注重产能过剩行业的消化及辅助地方政府降低地方债务压力。其措施基本延续了中央整合重组资源、收缩布局的初衷，不同的是此轮改革强调了国有资本管理思维的转换，即更加强调国有资本的管理，而非直接管理国企本身。国企的分类监管与改革是新一轮改革在指导原则上的一大进步，诸如上海出台的“国资国企改革 20 条”等地方政策基本都确立了分类改革的思想。国企的功能定位直接决定了其潜在的改革方式和途径，下半年新一轮国有企业改革将按照竞争性、公益性和特定功能性进行分类改革。

同时也要看到，我国国有企业最大的问题是管理者权力太大，之前建立董事会的初衷是分离一把手的决策权和执行权，解决国有企业管理者权力太大的问题，但由于缺乏市场化的人才引进与监督机制，其实际作用有限。本次国企改革力求改变以往以行政手段配置外部董事人选的方式，构建职业化外部董事队伍，同时引进非国有资本的战略投资者，以适应企业在市场竞争中的需要，并通过市场化的薪酬奖励与考核评价机制。但由于国企改革涉及各方面的利益，积极推进国企市场化改革要面对国企控制权、民企利益及话语权的保证等多方面棘手的问题，而这些问题的解决需要多方面的制度保障，短期内难以实现。基于以上判断，下半年国家就国企改革

一得集

革仍会不断出台相关文件以规范国企改革，但考虑到我国中央、地方、国企、民企的错综复杂的关系，下半年乃至长期来看，国企改革具体效果仍需时间检验。

三、下半年主要投资机会分析

长期以来，中国政府经济政策更多地依靠货币投放以及增加基础设施建设投资等方式来刺激经济，从目前情况来看，这种发展模式到了难以为继的地步，可以说中国目前的经济也正在为过去的“粗狂”还债，很多产业和问题正处于破解和重塑的关键性节点上，目前政府是采取一种涅槃的心态去换取更为稳健的发展路径，如果已经运行了将近一年的改革能顺利推进，经济未来的回落力度和不稳定性将会减弱，趋于平衡化的发展将会逐步凸显出来。从目前政府稳增长、调结构，培育新经济增长点的经济政策来看，未来投资机会主要集中在政策、创新、转型三个主题方面：

（一）政策主题

目前中国经济在稳增长和调结构中艰难前行，从目前看来，中国政府下半年不会重走大规模刺激的老路，但在经济增长放缓，就业压力增大和金融风险凸显的情况下，继续采取“微刺激”政策成为必然。其中棚户区改造、铁路建设投资、面向中小微企业的定向降准等都蕴藏着一定的投资机会。

根据《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》，要求多管齐下加快棚户区改造，增加资金筹措渠道，加大政府补助力度。要采取增加财政补助、加大银行信贷支持、吸引民间资本参与、扩大债券融资、企业和群众自筹

【一】宏观聚焦

等办法筹集资金。中央加大对棚户区改造的补助，对财政困难地区予以倾斜。鼓励企业与民间资本参与改造，鼓励和引导民间资本根据保障性安居工程任务安排，通过直接投资、间接投资、参股、委托代建等多种方式参与棚户区改造。对企业用于符合规定条件的支出，准予在企业所得税前扣除。要充分调动企业职工积极性，积极参与改造，合理承担安置住房建设资金。以上政策为企业、民资通过多种方式（如 PPP 模式）参与棚户区改造提供了政策保障。

国家加大中西部铁路建设投资，铁路基础投资规划从 2014 年初的 6300 亿增加到目前的 8000 亿，预计 2014 年下半年累计将超万亿元。同时 7 月 8 日《铁路发展基金管理办法》由发改委下发给中国铁路总公司，以保证保证民资等社会资本获得收益。铁路投资加码、铁路投融资体制改革、运价改革、铁路城镇综合体模式等将带动下半年社会资本投资铁路建设的热潮；从资本市场上来看与铁路建设相关的装备制造、基建、运营等板块相对于以往会业绩预期看好，其中铁路交通设备制造子行业将持续受益于铁路投资增加，新投运线路设备需求，既有线路班次加密设备需求及未来动车组维修需求，未来将迎来高速增长期。

（二）转型主题

虽然目前稳增长是国家经济最重要的目标，中国经济的长期重点仍然是围绕经济结构调整展开，与政策面相比，经济结构转型方面带来的是长期、持续的投资机会，经济结构调整的主要方向是增加服务业的对国民经济的贡献率，扩大消费，发展战略新兴产业。因此下半年的经济结构调整会继续激活部分需求环境，如环保、医疗、公共服务、信息安全、文化传

一得集

媒等领域。

环保、农村农业等行业是国家经济结构调整所培育的长期经济增长点，从长远来看有不错的投资机会，从上半年宏观经济数据来看，国内消费对GDP拉动作用提升，下半年在医疗改革的推动下，健康产业既是国民消费的重点行业、又是经济结构调整长期建设的重点，目前的投资起点非常低，提供了非常好的投资环境，预计下半年行业将持续向好；劳动力成本越来越高和劳动红利越来越小将推动机器人、机械化、信息化相关产业的快速发展；此外，随着今年以来国家对国防战略、信息安全越来越重视，军工技术、芯片软件之类的产业正加大力度向国内转移，安全信息化软件投入加大，也都将持续成为下半年投资热点。

（三）创新主题

高成长的产业对全球经济复苏的贡献有目共睹，在我国在房地产疲软，经济下行压力仍然较大的情况下，依赖与培育高新技术产业推动国家经济发展已成为国家的基本国策。与2000年互联网经济泡沫相比，本次科技创新具备更加坚实的基础，首先计算机芯片越来越廉价，智能化的成本越来越低；另外是联网成本越来越低，因此智能、智慧两大主题将贯彻始终。智能穿戴设备、智能家居、以智能控制系统为基础的新能源汽车、3D打印技术等都会成为下半年乃至中长期的投资热点。

此外建立在移动互联网、大数据云服务基础上的新型营运模式仍将持续对传统服务业、商业模式进行改变，期间转型服务业（手机游戏、影视）、O2O等新商业模式、新兴消费品等都是未来看好的发展方向，蕴藏中长期的投资机会。

2014年下半年杭州主城区房地产形势分析

杭州城杉资产管理有限公司 牛国光

过去十年间，中国每隔几年就会经历一次房地产周期。2008年由于受到金融危机影响，商品房市场极度低迷；2009年由于2008年国家4万亿投资的实施，房地产市场极度火热，投资客蜂拥；2010-2011年由于国家实施房地产调控，限购限贷政策出台，房地产市场陷入谷底；2012年，在市场压抑很久后，市场开始逐渐回暖，至2013年，成交大涨；2014年上半年房地产市场又一次进入低迷时期，但与前几轮不同，此次房地产下滑的触发因素并非调控政策收紧，事实上，2014年以来住房内在供求格局正在发生变化，房地产市场正在从行政调控向市场调节转变，房价已由“普涨时代”进入“分化时代”。

一、杭州主城区土地市场现状

土地市场进入低谷期：从2008年-2014年上半年杭州主城区历年土地成交来看，土地市场经历了4个阶段，第一个阶段：2008年1季度至2009年2季度为出让低谷期；第二个阶段：2009年3季度至2010年4季度为出

一得集

让高峰期；第三个阶段：2011年1季度至2012年3季度为出让低谷期；第四个阶段：2012年4季度至2014年1季度为出让高峰期。进入2014年2季度，杭州主城区土地市场又一次陷入低谷期：据统计，2014年1季度成交27宗土地，出让用地面积为1705.72亩，出让建筑面积为362.23万平方米，成交金额373.85亿元。2季度成交8宗土地，环比下降70.37%；出让用地面积为214.65亩，环比下降87.42%；出让建筑面积为58.59万方，环比下降83.82%；成交金额为30.83亿元，环比下降91.75%。

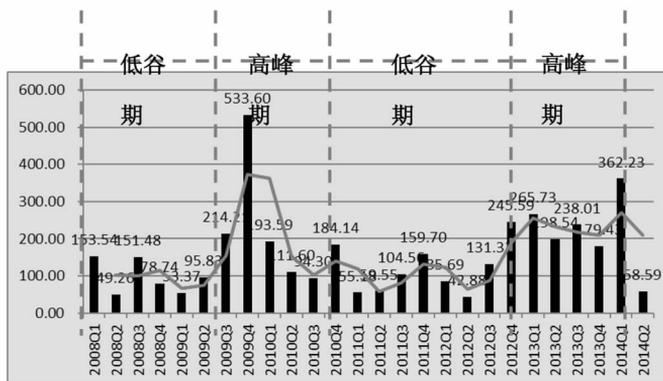


图1 2008-2014年6月杭州主城区经营性用地就出让建筑面积(万方)

二、杭州主城区商品房市场现状

(一) 商品房成交量进入低谷期

从2008年-2014年上半年杭州主城区历年商品房成交量对比来看，商品房市场也经历了4个阶段，第一个阶段：2008年1季度至2009年1季度为低谷期；第二个阶段：2009年2季度至2009年4季度为高峰期；第三个

【一】宏观聚焦

阶段：2011年1季度至2012年1季度为低谷期；第四个阶段：2012年2季度至2013年4季度为高峰期。进入2014年，杭州房地产市场再次进入下行通道，据统计，2014年杭州主城区上半年商品房共计成交12662套，同比2013年上半年减少44.31%，同比2012年上半年减少40.33%；其中上半年商品住宅共计成交8599套，同比2013年上半年减少49.80%，同比2012年上半年减少49.40%。

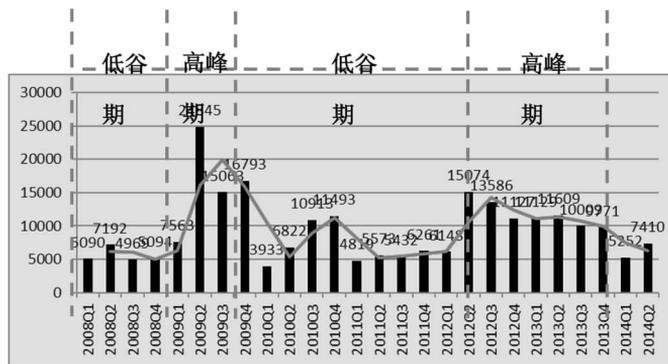


图2 2008—2014年6月杭州主城区商品房成交套数(套)

(二) 商品住宅成交价格按区域有不同程度跌幅

一是主城区各区商品住宅成交价格有不同程度降幅：据统计，从2014年上半年主城区商品住宅成交价格对比来看，除上城区外，其他各区都有不同程度跌幅，其中跌幅超过5%的城区为西湖区、江干区和滨江区，分别降幅为5.1%、5.5%和7.0%。二是主城区边缘板块商品住宅成交价格明显松动：进入2014年春节过后，开发商纷纷降价促销，共有五波降价潮，第一波由德信北海公园开启，降价幅度12%，随后天鸿香榭里降价19%；第二

一得集

波西溪晴雪降价 18%，开元名都降价 17%；第三波中大普升降价 7%；第四波中国铁建青秀城降价 12%；第五波为滨江金色江南以 12560 元/平方米起价开盘，成交均价 16160 元/平米，打破了钱江世纪城板块成交均价 20000 元/平方米左右的格局。从这五波的降价潮来看，主要集中在城北、闲林、城东新城及萧山等主城边缘地带。由于受到促销楼盘影响，降幅相对较大的区域为之江开发区、萧山区和余杭区，环比降幅为 15.3%、17.1%和 7.8%。

表 1 2008 年-2014 年二季度杭州各区商品住宅成交价格对比

单位：元/平方米

成交均价	上城区	下城区	西湖区	江干区	拱墅区	滨江区	下沙开发区	之江开发区	萧山区	余杭区
2008 年	23415	11210	17669	16723	13412	11655	8068	13203	7751	7526
2009 年	26234	16321	17775	14086	15771	12748	9355	14681	8902	9169
2010 年	45862	21265	25299	22131	28800	20367	15488	20207	11675	12372
2011 年	42898	28489	22964	19122	23526	22780	14318	24719	13813	11748
2012 年	45133	21024	21403	16223	20180	19555	12080	20581	15018	10007
2013 年	53876	27817	23962	19145	25208	24100	13093	22647	15398	11185
2014 年	55608	27381	22735	18086	24467	22420	12741	19184	12770	10310

(三) 商品房库存量达到历史高点，区域性和结构性失衡

1、商品房与商品住宅库存量进入历史高点：2008 年至今，杭州主城区商品房与商品住宅存量呈持续走高态势，截止到 2014 年 6 月 30 日商品房可售房源达到历史最高点：6.24 万套，相比历史最低点 2009 年末可售房源

【一】宏观聚焦

1.28 万套增长了近 5 倍。其中截止 2014 年 6 月 30 日主城区商品住宅可售房源达到历史最高点：3.60 万套，相比历史最低点 2009 年末可售房源 0.59 万套增长了近 6 倍。

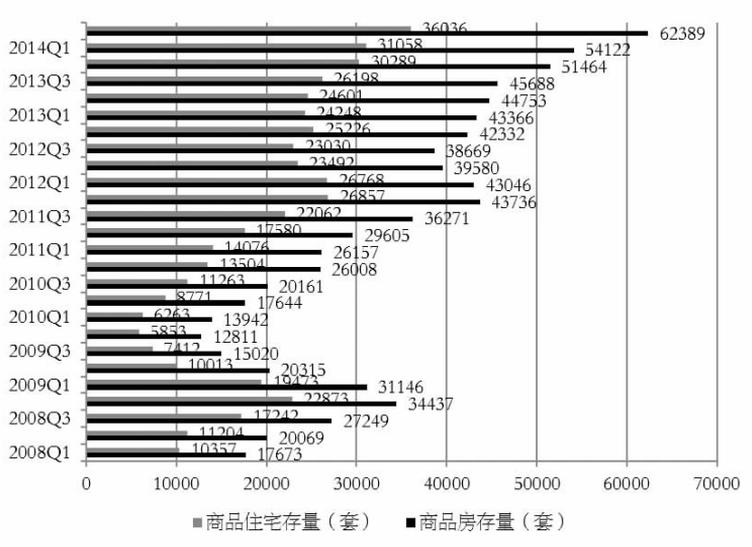


图 3 2008—2014 年 6 月 30 日杭州主城区商品房与商品住宅存量变化(套)

2、商品住宅库存区域性失衡：一是杭州主城区商品住宅库存主要集中在江干区和拱墅区，截止到 2014 年 6 月 30 日，主城区商品住宅存量达到 3.6 万套，其中江干区和拱墅区两区商品住宅可售房源分别达到 10397 套和 8437 套，两区的库存量占到整个主城区的 52.53%；二是从整个市区来看商品住宅存量主要集中在余杭区和萧山区，截止到 2014 年 6 月 30 日，市区商品住宅库存量达到 9.24 万套，其中余杭区达到 41989 套，占比达 45.46%；萧山区达到 14529 套，占比达到 15.73%；两区商品住宅库存量占

一得集

整个市区库存量的 61.19%。

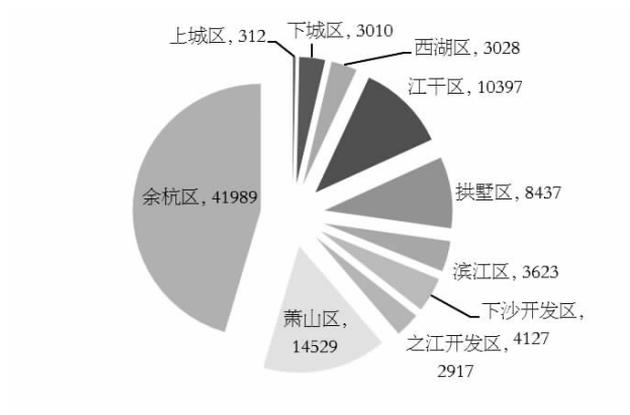


图 4 截止到 2014 年 6 月 30 日杭州各城区商品住宅库存量比较 (套)

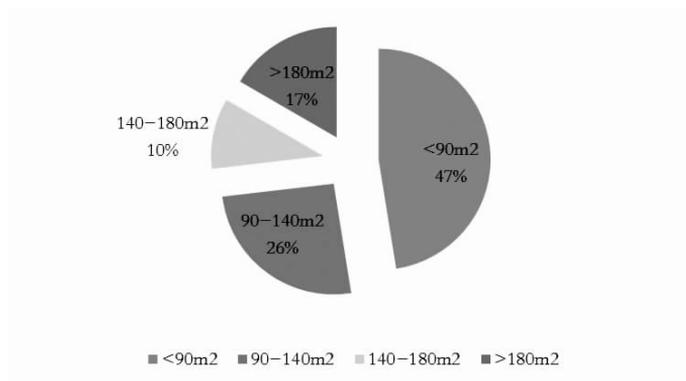


图 5 截止 2014 年 6 月 30 日杭州主城区商品住宅各户型可售房源 (套)

3、商品住宅库存量结构性失衡:刚需与改善性户型成为库存高点:自 2011 年 2 月 28 日杭州正式实施“限购限贷”政策以来,开发商纷纷转战刚

需盘，小户型的供应量持续加大，截止到 2014 年 6 月 30 日主城区商品住宅可售房源中，90 方以下的商品住宅存量达到近 16909 套，占比达到 47%；90-140 方的商品住宅存量达到 9135 套，占比达到 26%。

三、杭州主城区房地产市场发展形势初判

从杭州主城区当前房地产市场现状来看，房地产市场呈现出以下几个特点：一是从房地产发展周期来看，杭州主城区房地产市场将进入低谷期进行调整，但本次调整主要是以市场调节为主；二是房地产市场量价齐跌，成交低迷；三是当前房地产市场的主要矛盾是供求失衡，库存高企。基于当前现状，在杭州“限购”政策已经放开的形势下，杭州主城区下半年房地产市场将会如何发展？

（一）供求失衡是当前市场主要矛盾，“以价换量”仍是大趋势

杭州主城区房地产市场供求失衡，购房需求在前两年被过度收割，现在处于一种需求“断档期”。一是商品住宅库存量高企，去化周期长，从近三年杭州主城区商品住宅的存销比来看，商品住宅的去化周期在不断上升，其中 90 方以下的刚需户型去化周期从 2012 年的 6 个月上升到 2014 年上半年末的 18 个月；90-140 方的刚改户型从 2012 年的 8 个月上升到 2014 年上半年的 30 个月；而 140 方以上的大户型存销比更是高企，2014 年上半年存销比超过 30 个月。二是土地潜在供应量大，2012 年和 2013 年主城区新增住宅用地量达到 4415.71 亩，建筑面积为 754.65 万方，这两年的土地将在 2014 年集中形成供应量，这或将在下半年带来一波供应潮，库存局面还将恶化，房地产下行压力巨大。

一得集

表 2 近三年杭州主城区商品住宅各户型存销比变化

户型结构	<90m ²	90-140m ²	140-180m ²	>180m ²
2012 年末库存量 (套)	10376	5742	3984	4993
2012 年成交量 (套)	22230	8545	2564	2172
2012 年存销比 (月)	6	8	19	28
2013 年库存量 (套)	13265	7636	3789	5651
2013 年成交量 (套)	20254	6489	2520	2321
2013 年存销比 (月)	8	14	18	29
2014 年上半年库存量 (套)	16909	9135	3668	5897
2014 年上半年成交量 (套)	5600	1819	612	551
2014 年存销比 (月)	18	30	36	64

(二) “限购” 放开作用有限，房地产市场回暖仍然很难

杭州楼市 7 月 29 日零时起正式放开限购，购买本市萧山区、余杭区住房（含商品住房、二手住房）不需提供住房情况查询记录；购买主城区 140 平方米及以上住房（含商品住房、二手住房）不需提供住房情况查询记录。本次松绑限购，主要针对地域性结构性的库存压力较大，而随着限购放开，房价下行，在一定程度上会刺激楼市成交量回暖。但下半年房地产市场回暖仍然很难，原因在于：一是“限贷”不放松，资金杠杆效应不改善，房地产市场并不会有大的改观，当前真正束缚购房者手脚的并非“限购”，而是“限贷”，尤其是对于二套及以上的购房者来说，七成乃至全款的购房首付比例直接关闭了资金杠杆的使用窗口，导致了投资客群、刚改客群的压抑；即使对于首套来说，由于刚需人群是对价格最为敏感的一群人，在首付三成，房贷利率没有优惠的形势下，刚需成交仍然会受到影响。二是房

【一】宏观聚焦

地产政策调控具有长期性、深耕性的特点，无法在短期内缓解楼市当前胶着的局面。三是目前买方看空氛围浓厚，市场信心空前低下，信心重塑需要一个累积过程，而短期内寄希望于政策是无法撼动当前楼市低谷态势的。四是“快进快出”是当前房地产企业主要法则，加快操盘节奏，让企业财务风险保持在可控范围内，因此将会有更多房企在下半年继续实行“以价换量”。

（三）土地市场将会持续走冷

土地市场将会持续走冷，原因为一是大多开发商手头上尚有大量的存货，他们首要考虑的是如何将手中的存量进行转化，而不是加仓；二是开发商普遍资金紧缺，拿地更加趋于谨慎；三是政府部门也会适当考虑到市场去化压力，有意控制土地的出让量，这种控制节奏预计下半年还会持续。

说明：

- 1、本报告中所使用数据均来自于住在杭州网。
- 2、本报告中主城区范围为：上城区、下城区、西湖区、江干区、拱墅区、滨江区、下沙经济开发区以及之江开发区，市区是指主城区各区加上萧山区和余杭区。
- 3、本报告商品房包含了商品住宅、酒店式公寓、商业以及写字楼四类物业类型；商品住宅是指70年产权的物业类型，并不包含酒店式公寓。

新股发行注册制解析

城投投资公司 潘昇夫

2013年11月15日，中共中央发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。11月30日，中国证监会发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，迈开了股票发行从审批制向注册制过渡的步伐。因此，就股票发行注册制进行较为深入地解析，并探索性的研究其对资本市场的各方面影响，就显得十分必要。

一、注册制的前世今生

(一) 什么是注册制

注册制又称备案制，主要是指发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，而将发行公司的实质性审查即投资价值判断留给市场投资者。注册制的特点是新股发行

【一】宏观聚焦

以发行人信息披露为中心，中介机构对发行人信息披露的真实性、准确性、完整性进行把关，监管部门对发行人和中介机构的申请文件进行合规性审核，不判断企业盈利能力，在充分信息披露的基础上，由投资者自行判断企业价值和风险，自主做出投资决策。

注册制源于美国，美国公司发行上市的“注册制”包含了两个层面，即联邦层面以信息披露为基础的注册制和州层面以实质审核为基础的注册制。前者的背景是美国 1929 年经济危机导致股市奔溃后于 1933 年建立的联邦《证券法》，并由 1934 年成立的美国证券交易监督委员会执行，作为州证券法的补充，弥补州证券法相互分割、无力相互支持的困境；后者则先于联邦证券监管机构存在——1911 年由美国堪萨斯州首先建立，后由美国各州效仿，至今已有超过 100 年的历史了。

美国 1933 年证券法也称为完全信息披露法、新股发行法等，它试图通过完全披露与新发行证券公司相关的所有重要信息来保护投资者。

（二）注册制的真正面貌

我们通过对一家美国公司新发行股份的完整流程描述，来展示美国新股发行“注册制”的面貌。

1、提交注册报告

1933 年证券法的完全披露条款部分规定发行人必须填写一个注册报告，提交给美国证交会。注册报告是由新发行股票的公司委托的律师和会计师经过仔细准备、精心制作的注册登记文件（或称注册登记说明书）。它要求详尽地陈述公司首次公开发行的所有相关信息：公司业务产品/服务/市场；公司信息；风险因素；募资用途；高管及董事会成员；关联交易；发起人

一得集

身份证明；财务审计报告。注册报告大体由两个部分构成：初步招股书及注册说明书。在注册环节使用的初步招股书是非正式招股书，用红墨印刷，俗称“红鲱鱼”，以此提醒投资者这是非正式招股书版本。初步招股书是由承销商制作提供给未来可能的投资者的一个初始文件，不过，初步招股书尚未确定发行价和发行规模，并且它在“正式招股书”发布前还可能要进行大量修订。正式招股书一般要求注明注册生效的时间、发行时间、发行价和其他相关信息。

红鲱鱼招股书主要包括以下内容：

- (1) 公司业务概要、发行目的（募资用途及投向）及分红政策；
- (2) 市值及预期的发行价区间；
- (3) 证券介绍及股权摊薄或稀释；
- (4) 任何相关合同的披露；
- (5) 承销商的佣金与折扣、股票发行促销费用及发行人净募资；
- (6) 资产负债表及近三年收益表；
- (7) 管理团队构成，以及所有高管、董事、承销商及持股 10% 的股东的姓名及住址；
- (8) 承销协议副本、公司涉及的法律诉讼、有关股票发行的律师函，以及发行人的公司章程副本。
- (9) 总结

2、美国证交会对新发行股票公司的审核

美国证交会将注册报告审核的任务分配给公司融资部等对口审核小组，这个审核小组通常由律师、会计师、分析师以及公司所在行业的行业专家

【一】宏观聚焦

组成。美国证交会的公司融资部配备 300 多名审核人员，其中包括会计、法律和行业专家，分成 12 个行业办公室进行审核，其中最富有“技术含量”的工作，无疑就是对持续盈利能力及相关风险因素的审核。证交会有很多行业方面的专家，他们审查各自擅长的领域中的公司递交的注册报告。一个审核小组设有一名主审员。如果公司属于新兴行业，或高新技术行业，或技术较为复杂的行业，证交会往往会对注册登记书作广泛的调查，相应地，审核时间就长了。比较而言，中国证监会的首发预审中，审核人员全部由法律与财务人士组成，暂没有行业人士。甚至到了 2009 年，创业板的首发预审仍然没有行业人士，仅在发审委中增设了五名来自中科院、科技部与大学的行业专家。

根据 1933 年《证券法》第 8 (b) 节，美国证交会有权对注册申请发出拒绝令，阻止注册的生效。美国证交会偏好于依赖意见信、延迟修正等非正式方式，特别是证交会工作人员与发行人律师之间的书面反馈与电话沟通，直到发行人纠正证监会识别出来的所有缺陷，尽管这种方式可能消耗很长的时间。实践中，美国证交会第一轮提出 80 来个问题，第二轮减少到 30 来个。但是在随后的几轮中，美国证交会对公司上市前私募和雇员股权期权的会计处理和披露穷追不舍，每一轮都提出 20 多个问题。因此，尽管只是形式上的审查，也反映出美国证监会 IPO 审核非常严厉。相比而言，中国证监会 IPO 预审第一轮一般来说提出三十个问题，相比美国证交会第一轮提出七八十一个问题，高低立现。

3、美国各州对公司新股发行的实质审查

总的来说，美国各州对证券发行的实质审核原则是证券发行对投资者

一得集

必须“公平、公正与平等”。在一些严格证券实质监管的州，当内部人或发起人对发行人投资的比例相对于公众投资者非常少时，或者内部人以明显低价拿到股权，州证券监管机关将拒绝注册或者附加条件（例如将内部交易的收益由第三方托管一段时间，或者直到某些条件满足）。甚至，如果发行人提议的发行价格被州证券监管机关认为过高（比如，发行人的盈利历史并不能支撑它提议的发行价格），或者发行给公众的投票权不平等，或者承销费不合理地高，这些都有可能导导致证券发行被州证券监管机关否决。

当美国本土公司境内 IPO 既不符合 1996 年《资本市场改善法》的联邦优先管辖范围，又不符合相关州的注册豁免，那么，证券发行必须向州证券监管机关注册。若是州际的证券发行，则还触发联邦证券的管辖。一般来说州证券法提供三种不同的注册方式：通知注册、协调注册与资质注册。

以通知的方式完成州证券法所要求的注册，只要求提交一份短的表格式的注册。这种简便的注册方式只适用于发行人及前身有至少五年的成熟经营史（例如没有违约，公司的平均净收益）。

联邦与州的协调方式注册，适用于那些已经在联邦根据 1933 年《证券法》注册的公司证券。这些发行人只需要向州证券监管机关提交三份在联邦注册的招股说明书，再加上州额外要求的信息。

资质注册不仅要求完全的实质披露，并且授权州监管机关对证券发行进行实质审核。在实质审核的指导下，州证券监管机关有权以未达到“公平、公正与平等”为理由，阻止该项不合格的发行在本州进行或者涉及本州居民。

综上所述，有两点需要特别注意。

第一，当前中国国内对于美国新股发行注册制的理解——“披露即合规”只说对了其中一半，在美国新股发行双重注册制的整个过程中充满了实质性审查，只是在联邦层面和州层面各有侧重。美国联邦证交会在贯彻完全的信息披露时，在判断哪些信息是实质信息、哪些信息不是实质信息的基础上，部分再开展着实质审核；更重要的是，州层面的证券实质监管，是联邦证券法披露监管的基础。从历史上看，美国 1933 年《证券法》是作为各州证券法的一个补充，在州的实质审核的基础上，联邦证券法才确立了披露监管的哲学。这种双重注册制，背后的监管哲学是“保护小投资者的唯一办法是控制股份进入市场”（道格拉斯法官，1934 年）。2008 年美国金融危机之后，美国国内开始出现非主流的呼声，提出美国 1933 年联邦证券立法“没有走的道路”——蓝天法，建议增加联邦证券法的实质审核。

我们需要全面了解美国的注册制全貌。注册制是对 Registration 的直译，其实，美国式的注册制在运作过程中也充满了实质审核。

第二，为基础的美国的注册制是以多层次强力监管和强大的后续执法能力为前提的。在 IPO 注册过程中，尽管证监会只监管公司信息披露的形式合规性，然而这一切却都是建立在“信息的真实性完全由公司承担法律责任”的基础之上。因此，美国公司新股发行注册制推行的基本前提有两个：一是监管机构的高效监管能力与手段；二是发行人及证券中介的诚信意识及法制意识。前者是他律，后者是自律，两者缺一不可。对于发行新股的公司，注册制带来的“自由”是有代价和前提的。一旦发现公司欺诈上市，或信息披露造假，则所有在文件上签字的公司高管及证券中介责任

一得集

人均需坐牢，一般为 20 年左右或更长的有期徒刑，当然，还有经济制裁也是必不可少的，很显然，这种犯罪代价是明显高于犯罪收益的。

二、当前中国新股发行施行注册制的障碍及前提条件

(一) 市场环境

1992 年我国股票市场开场的时候，很多公司想上市，政府担心公司作假，投资者受损失。怎么保护投资人的利益？美国注册制依靠的是其强大的后续执法能力，但我国当时没有这种后续执法能力，所以只能采用“先法制人”的方式——以法律框架控制市场准入，让质量相对好的公司上市从而控制局势。当时的做法就把一级市场与二级市场的审批放在一起，实际批准股票在一级市场发行的时候已经让它挂牌上市交易了。审批制也有政策的需求，审批机关只批准他们认为值得上市的公司并主导发行的条件与方法。

具体而言，当前中国尚不能完全施行注册制的主要原因有：

(1) 市场诚信意识和约束机制薄弱，造假、违规等乱象遍地，尚没有形成自律的市场环境；

(2) 证券交易所本身未实现公司化运作，是否能担当起对上市公司客观、独立、市场化的实质审核角色，值得探讨；

(3) 退市机制尚没有建立起来，“不死鸟”依然横行市场；

(4) 公募、私募基金等大型投资者尚未形成理性投资和为股东利益着想的正常功能，老鼠仓、内幕交易泛滥、公募与私募吃里扒外，证券资产管理行业环境污染；

(5) 集团诉讼、做空机制、和解机制等投资者维权渠道尚不畅通。

(二) 前提条件

首先，修改现行《证券法》。《证券法》第十条明确规定股票现行阶段的发行为核准制，因此，要是实行注册制，首要前提必须是修改《证券法》。其次，注册制度需要对应的退市制度完善，注册制与退市制度为股票流通的进口和出口，必须相辅相成。第三，培养有素质及成熟的投资者群。只有投资者群有能力客观分析判断 IPO 实质投资价值以及进行理性投资，放弃行政上的干预和保护才有可能。第四，应加强有关 IPO 的法律责任追偿体系的建设。必须加强有关法律和规章体系的建设，完善有关司法程序的建设及与有关行政程序的衔接，使投资者有一整套行之有效的法律手段和程序来保护自己并追偿任何损失，从而逐渐代替我国现行的以行政手段为主的保护机制。第五，加强证券公司的相关业务能力建设，包括加强相关从业人员的相关专业能力培养，使我国进一步深化 IPO 制度市场化改革成为可能。

三、新股发行注册制对市场参与者的影响及应对策略

(一) 对于证券公司的影响及应对策略

第一，企业能否上市，注册材料上报之后短时间内就能知道答案。如此，企业新股发行的总体周期缩短了，过去那种长时间排队等待并且要不停地补中报、年报的局面将不再盛行，投行人员的预期更为明朗。

第二，由于地方股权市场、新三板的存在，多层次资本市场真正出现，使得早期的企业也有机会参与适合自己的资本市场，企业必须有审计、必

一得集

须按规矩交税、必须缴足社保的时间提前，一方面会大大减轻投行人员以往在企业历史沿革、规范性方面的大量精力消耗，另一方面也会给投行人员提供更多的项目资源。以后的局面可能是：大大小小的企业不上家门口的地方股权交易所就上条件宽松的新三板，稍微好一点的企业只要满足真实性要求就可以上主板、创业板；想继续逃点税、想继续藏起来不跟公众透露信息的企业会越来越成为少数派、越来越被边缘化。相应地，投行人员必然会面临更多挑选、培育优秀企业的机会。

第三，注册制下，对于发行人信息的真实性要求将压倒一切，投行人员更要有大局观和长远意识，否则将面临一系列严峻惩罚。因此，单个项目组和业务团队，对于自己的项目，如果在内部审核现场核查后还不达标、内核会议评议了还不能通过，也就不要再内部“公关”了。如果强行上报，出了问题不但自己在业内无法立足，也会累及整个投行部门和公司、拖累其他投行同事的职业发展。

第四，投行人员未来的职业定位，基本可分三类人群：一类是业务承揽开拓型人才，他们有一定资源和社会关系，或者在个人性格、与人交往方面有“粘”人或招人喜欢的特长，会根据不同客户的特点采取灵活多样的开拓手段。这类人员是客户资源拥有者、客户关系维护者、市场机会发现者，是重要的投行人员。第二类是市场销售专才，是会“卖”产品的人，包括会组织整合销售资源，会根据不同客户类型设计买方认同的产品。注册制以后，同样的企业发行，不同的人卖、不同的方法去卖，价格和结果就会不一样的。第三类是“制造”投行产品的专才，他们善于引导培育企业往“正”路上走，长于组织协调中介机构高效工作，精于发现问题、核

查疑点、解决难题，并能轻松驾驭企业亮点挖掘和材料制作工作。他们既是解决和确保 IPO 企业“真实性”的一线主力，也是推动企业逐步规范甚至是业务经营由“不好”变“好”的一流专家。注册制了并不意味着企业不需要好好解决现场问题了，不需要好好做材料、只需要考虑怎么卖出去的问题了，仍然需要既拥有能与会计师律师“PK”专业知识、又有强大组织协调及解决问题能力的产品制造型专家人才。这一类人员的工作，虽可比拟为“产品制造”，但绝非按招股书准则填空或简单加工，也不是分包给会计师律师可以完成的。注册制下，在解决真实性的基础上，相信未来的招股书可以不再是千篇一律的“八股文”，那些条理清晰、详略得当、重点突出、逻辑严谨并有适当文采的招股书，会更多地受到监管部门的肯定和市场的欢迎。注册制下，上述市场开拓、产品制造、产品销售三类人才都不可或缺。投行人员均可根据自己的知识结构、性格特点及爱好特长，定位好做哪一类专家专才，或成为任何一类均出色的综合型高端专才，相信注册制下都会有着美好的前程！

（二）对 PE/VC 等投资机构的影响及应对策略

第一，投资期限缩短，回报周期加快。允许老股转让时卖一部分提前套现，PE 比以前先获取投资回报的时间提前。以后 PE 在投资时，如果投资对象很好、上市希望很大，PE 也可以直接按所持股份工商登记完成之日起满 3 年一部分资金即可回收来测算投资回报率和资金使用、资金募集的节奏问题。

第二，品牌及专业性要求更高。首先是拼品牌。如果有条件，自然优先拼品牌、规模、影响力。多数企业还是希望引进知名 PE，尤其是有资

一得集

源、有背景、成功案例多的专业机构，以期之后寻求政府支持、跟客户和供应商谈判、超越竞争对手等方面能体现一定的帮助。近些年来，那些在业内排名靠前的 PE 机构，尤其是有资源、有能力带动和引导一个行业成长、成熟、发展的 PE 机构，因为获得市场高度认可而一直拥有更多的投资机会和谈判地位。其次是专业性。投资机构需要做得更专业、更精细，聚焦在某些自身特别擅长和资源广泛的行业产业领域，这样可以跟相应领域的企业有深入沟通和专业对话的机会。

第三，投资对象的成熟度需要适度前移。在企业还未发展成熟成型时就开始介入，让企业感受到投资机构进入以后在公司经营发展各方面的有力帮助与提升，待企业成熟一步就再续投一次，不断增大影响力，跟企业共同成长进步。一旦企业具备上市条件了，再投资时也容易继续跟进一份。同时，早期投资因为价格不高，也可以不等上市就转让退出。这种方式的考验，一在于资金需要承受更长的投资回报期限，二在于投资更考验 PE 机构的判断力，三在于强大的增值服务能力和资源整合能力。

第四，打通一二级市场。目前 PE 机构一种是继续专做 PE 一级市场投资，不看二级市场；一种是打通一二级市场，除了 PE 投资，还积极参与二级市场的定向增发、并购重组、新股配售以及证券投资，朝综合资管集团的方向发展。两种模式各有利弊、具体看各机构的定位和自身能力。总体上还是做成资管大平台的机会更多。

总之，注册制后，PE 投资市场分化加剧、强者恒强的趋势越发明显。要么“强”、要么“专，要么“大资管”、要么“有特色”，优秀的 PE 应该都有自己的一番好天地、好风景！

金融改革对资本市场影响以及投资机会分析

城投投资公司 王昊博

中国现代意义的金融改革始于改革开放，不但是我国“经济改革”关键词的一部分，而且还是它的核心。2013年十八届三中全会以及刚刚闭幕的“两会”所发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）和政府工作报告都对我国金融改革方向作出了明确的说明，其中包括允许民营资本进入银行业，推进利率、汇率市场化改革，推行注册制发行股票等。虽然政府文件是一个纲领性的文件，并未对金融改革的具体措施以及时间作出界定，但由于其表述中涉及金融业的关键点，因此备受各方的关注。

一、金融市场的分类

我国金融改革主要目的是完善金融市场体系。金融市场是指资金供应者和资金需求者双方通过信用工具进行交易而融通资金的市场，广而言之，是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价证券交易活动的市场。按照国际通用标准划分，金融市场可分为四部份：

一得集

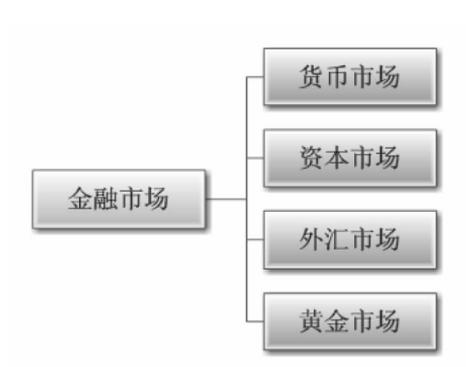


图 1 金融市场分类

货币市场：货币市场是短期资金市场，是指融资期限在一年以下的金融市场，是金融市场的重要组成部分。由于该市场所容纳的金融工具，主要是政府、银行及工商企业发行的短期信用工具，具有期限短、流动性强和风险小的特点。

资本市场：是长期资金市场。是指证券融资和经营一年以上的资金借贷和证券交易的场所，也称中长期资金市场。以金融工具基本性质分类，资本市场分为股权市场与债券市场。

外汇市场：外汇市场，是指在国际间从事外汇买卖，调剂外汇供求的交易场所。它的职能是经营货币商品，即不同国家的货币。

黄金市场：集中进行黄金买卖的交易场所，一般为各地的黄金交易中心。

其中与企业和个人联系比较紧密的就是货币市场与资本市场，企业及个人参与货币市场与资本市场的方式主要包括直接融资与间接融资，其相互区别与联系见下图：

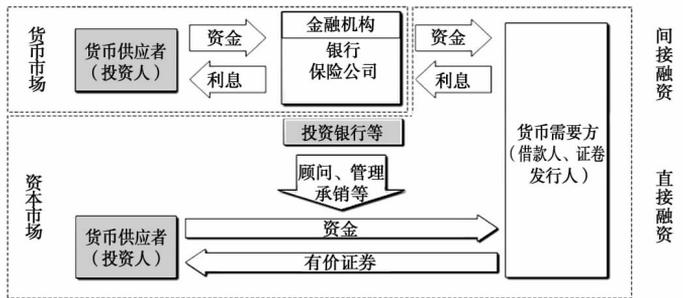


图2 货币市场、资本市场与直接融资、间接融资的关系

二、金融改革内容及涉及领域

十八届三中全会《决定》以及“两会”政府工作报告中提出的金融改革内容主要围绕完善金融体系，推进金融市场化展开，其主要内容包括利率市场化、民营资本发起设立中小银行、多渠道推动股权融资、推进股票发行注册制等，具体内容及涉及领域见下图：



图3 金融改革内容及涉及领域

一得集

实际上金融改革各项措施是彼此相关、相互联系，对金融市场的影响也是多方面的，为了分析简单明了，本文做了以上归类。其影响往往不止限于资本市场和货币市场，在对金融体系进行深刻影响的同时，也创造了潜在的投资机会。

三、金融改革的影响以及投资机会分析

金融改革的主要目的就是促进我国金融体系的市场化，提高资源的配置效率，因此从长远来看，对整个金融行业都是一个利好。具体来看，本次金融改革对资本市场的影响主要有：

1. 股票发行注册制凸显市场决定作用，破解“IPO 堰塞湖”的同时，力助“价值投资”的回归。

长期以来，我国新股发行一直采取的是核准制，经过多年发展其弊端逐渐显现：一是实质审查内容在实施过程中只能简化为标准，因而所谓实质审核就演化为对照标准的“形式审核”，相应地迎合监管要求成为市场流行做法；二是风险揭示弱化、形式化。企业、投行等在路演中，高估企业前景的“诚实预期”问题普遍存在，推高了发行定价，而上市后业绩竞相变脸；三是严格的发行审核使市场一直处于供给不足状态，扭曲了市场定价，不仅使中介机构专业技能得不到发挥，而且导致人情掮客大行于市；四是发行人、投行、中介与发审会等绑在了一条生产线上，针对发行后发现的问题，束缚了监管者手脚，事后监管与违法处置投鼠忌器。这些问题的存在不仅弱化了 A 股的直接融资功能，也使得市场定价不能真实反映其内在价值，结果不仅造成了企业的“融资恐惧症”“IPO 堰塞湖”，也造成

了投资者炒小、炒差、炒重组、炒没听说过等恶习。

注册制改革的核心就是确立股票发行以信息披露为中心，证监会对发行人信息披露的全面性要进行审核，但并不对公司的投资价值和持续盈利能力做出判断，将股票定价以及风险预估的主导权交给市场，由投资者自行判断，同时将企业高管们对于“过会”的渴望，或将转变为对信息披露的重视。注册制将真正使市场在股市中起到决定性作用，企业能否上市、融资，将在作出真实信息披露的基础上由市场中的买方投资者说了算，因此投资者的分析研究与判断能力成为决定股市的主要因素，这对于拥有专业行业研究经验的 PE/VC 等机构投资这来说可以充分发挥自己的优势，投资机构也将逐步放弃之前的 Pre-IPO 模式，投资阶段将向早期甚至种子期转移，回归价值投资的本质。注册制也将加快新股发行节奏，符合条件的企业上市时间将大大缩短，新股发行数量有望大幅增加，这就在一定程度上拓宽了 PE/VC 机构的退出渠道。

2. 多渠道推动股权融资，“新三板”扩容缓解中小企业融资压力，也提供了新的投资热点。

资本市场是连接投资者与融资者的重要场所，投资者与融资者是资本市场最重要的两大参与主体。在资本市场上，不同的投资者与融资者都有不同的规模大小与主体特征，存在着对资本市场金融服务的不同需求，因此投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。此外，由于经济生活中存在强劲的内在投融资需求，这就极易产生非法的证券发行与交易活动。这种多层次的资本市场能够对不同风险特征的筹资者和不同风险偏好的投资者进行分层分类管理，

一得集

以满足不同性质的投资者与融资者的金融需求，并最大限度地提高市场效率与风险控制能力。我国多层次资本市场的结构虽已完整，但发展却极不平衡，股权投资市场结构失衡和落后层次单一，与国外相比，如美国有纽交所、纳斯达克、场外报价市场、粉单市场和灰色市场等几个层次，呈金字塔状。而我国市场的主板、中小板、创业板和代办转让系统正好呈现“倒金字塔”形。股权融资平台门槛高、结构不合理，造成中小企业股权融资难，“贫血”现象严重，同时投资者投资渠道狭窄，大量资金涌入结构单一的股权市场，造成股市投机、炒作之风横行，阻碍了股市价值发现功能的实现。

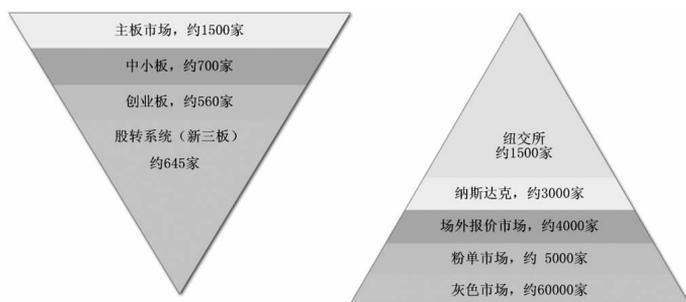


图 4 中国与美国股权市场结构对比

新三板起源于2001年“股权代办转让系统”，2006年，中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统进行股份报价转让，称为“新三板”，为实现十八届三中全会提出的“多渠道推动股权融资”的要求，2013年12月14日国务院发布的《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》明确新三板正式扩容至全国，同时对其服务对象、准入条件、投资群体等

方面进行了界定：

(1) 从服务对象来看，明确新三板全国股份转让系统的定位主要是为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务为企业发展、资本投入与退出服务，不是以交易为主要目的；

(2) 从准入条件来看，不设财务门槛，申请挂牌的公司可以尚未盈利，只要股权结构清晰、经营合法规范、公司治理健全、业务明确并履行信息披露义务的股份公司均可以经主办券商推荐申请在“新三板”系统挂牌；

(3) 从投资群体来看，系统实行了较为严格的投资者适当性制度，未来的发展方向将是一个以机构投资者为主的市场，这类投资者普遍具有较强的风险识别与承受能力。

对于投资投资者来说，新三板扩容主要有以下影响：

(1) 为价值投资提供平台。新三板的存在，使得价值投资成为可能。无论是个人还是机构投资者，投入新三板公司的资金在短期内不可能收回，即便收回，投资回报率也不会太高。因此对新三板公司的投资更适合以价值投资的方式，

(2) 通过监管降低股权投资风险。新三板制度的确立，使得挂牌公司的股权投融资行为被纳入交易系统，同时受到主办券商的督导和证券业协会的监管，自然比投资者单方力量更能抵御风险。

(3) 成为私募股权基金退出的新方式。股份报价转让系统的搭建，对于投资新三板挂牌公司的私募股权基金来说，成为了一种资本退出的新方式，挂牌企业也因此成为了私募股权基金的另一投资热点。

3. 利率市场化促进我国经济增长方式转型，加速国企改革并提升竞争

一得集

力，推动债权融资的发展。

2月26日，人民银行上海总部宣布从3月1日起放开上海自贸区小额外币存款利率上限，这标志着上海自贸区外币利率市场完全放开，是中国利率市场化改革又一重要的一步，标志着在中国境内某些币种的存款贷款业务已经完全市场化。从中不难体会到人民银行确定的“先贷款后存款，先外币后本币”的四步走战略。而近期的改革，恰恰是完成外币存款利率完全放开的关键一步。

随着利率市场化深入，作为贷款方的银行的业务和行为也在改变，而作为借款方的国有企业（包括目前难以通过银行体系进行融资的广大中小企业）融资活动和融资成本也会发生深刻的变化——更透明、更高效、更公平配置资源的直接融资体系，自然会逐渐对过去以银行体系为核心的间接融资体系形成重要补充。在融资环境的变革前提下，原先受到倾斜性低廉利率支持的大中型国有企业，将不得不面对更加市场化的利率所带来的新竞争。国有企业不仅不能再依赖资金优势通过提供资金中介业务而获得高额利润，甚至可能因为利率市场化而面临比过去更高的贷款条件。贷款条件的从严和贷款成本的提升，将迫使国有企业重新认真审视其业务的利润水平和可持续发展的潜力。这一市场化的进程，将有助于国有企业更好地识别行政与市场的边界，进一步提升管理效率，以达到和国内外企业竞争的实力和底气。

与此同时，伴随着银行间同业大额存单业务的进一步发展，机构投资者和广大企业对于资金成本将有更准确的判断。随着大额存贷款业务利率的进一步市场化，关于大额存单利率的二级市场很可能会应运而生。这一

市场的产生和发展，不但会对银行间市场形成有力补充，中国企业主要通过股票市场进行融资的融资方式和资本结构也会面临冲击。伴随着债权融资的发展，困扰中国资本市场多年的千军万马挤 IPO 独木桥的融资方式，和新股发行过程中“高发行价”、“高发行市盈率”、“超高募集资金”的三高现象，都会得以相应的减缓和化解。

四、小结

以上就金融改革对资本市场的直接影响做了分析，金融市场是一个相互连接的有机整体，任何一个方面的变动都会对整个金融体系产生深远影响。金融改革其它的重要方面，如民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构，以及汇率市场化，推进人民币资本项目可兑换，鼓励金融创新推动互联网金融健康发展等，从不同方面推动我国资本市场对内对外开放程度，有助于改变市场结构破除市场垄断，减少了国有金融机构的市场集中度，不仅有利于提高金融资源的配置效率，打破国有金融机构的寡头垄断地位，而且也为国内资本拓宽投资渠道与提供了新的投资方向，如允许民营资本涉足银行业，为已经布局小贷公司的 PE/VC 参股村镇银行提供了可能；扩大 QDII、QFII 主体资格与取消额度审批，为国内资本海外并购提供更广阔的空间。虽然政府对金融改革方向的表述仍旧是纲领性的，但从中也可以看到，我国金融体系市场化改革方向不可逆转，对各个金融机构而言机遇与挑战并存。

【二】 业务探索



定向增发基金业务模式分析

城投投资公司 王昊博

一、定向增发介绍

定向增发是上市公司再融资的一种方式，具体指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份，用来收购资产或补充营运资金；而对

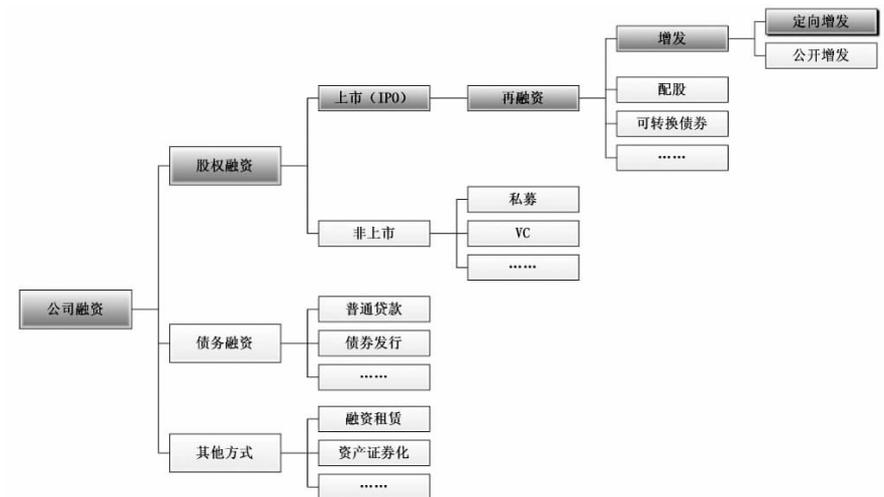


图 1 股权再融资方式

一得集

投资者而言，是借机购买优质上市公司股权的较好的一种投资方式。定向增发的发行对象通常不超过 10 人，发行底价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%，参与上市公司定向增发的投资人所获得的相应股份在发行股份 1 年内不得转让，而对于上市公司大股东认购的情况下其所持有股票的锁定期为 3 年。

（一）定向增发的优点

定向增发本身具备多重投资优势，如增发过程处于证监会监督之下，通常是折价发行，是较好的一种投资标的，其主要优点包括：

1、质地优良：上市公司增发股票必须获得证监会发审会的审批通过，能获得审批通过的上市公司通常是质地较优良的公司。

2、规范透明：投资者参与定向增发一般都是通过竞价的方式，上市公司按照价格优先、满足发行数量的原则决定发行价格与投资方，相对于 PE/VC 等投资方式更加规范透明。

3、折价收益：定增参与价格较二级市场有 10%–30%的折价，即使股价波动也能发挥一定的“安全垫”作用。

4、类新股效应：定增募资后投资新项目或用于并购重组，促进基本面的改善，业务模式、管理运营能力再次接受市场检验。

5、大股东增持效应：定向增发中有 50%以上案例有大股东或其关联方参与，锁定期长达 3 年，体现了股东对其未来价格的信心。

通过以上分析，定向增发本身的特点使其具备较好投资价值，相对于其他投资方式如公募/阳光私募、PE/VC 等也具有收益稳定、风险性小、透明度高的优点，其对比见下表：

表 1 定向增发与其他投资方式的对比

项目	定向增发	公募/阳光私募	PE/VC
收益	由于折扣和长期投资，复利增长，收益放大	市场平均收益率或随投资风格大幅波动	潜在收益率高
风险	有折扣，形成安全垫，风险低	无折扣，市场影响大，风险较大	最终收益的实现主要靠收购、兼并和上市，变数多，波动大，风险高
流动性	1年或3年的锁定期	随时可申购赎回，流动性好。普通阳光私募也有6-12月的锁定期	产品周期长，一般是5+2年，流动性差

(二) 定向增发的流程

定向增发流程主要包括董事会决议→股东大会通过→发审委审核通过→证监会核准→询价等过程，从董事会决议到增发完成一般要经历将近一年的时间。1年期和3年期定增项目在流程方面稍有不同。1年期项目有询价阶段，3年期项目的增发价和增发对象在董事会决议预案公告时就已经确定。

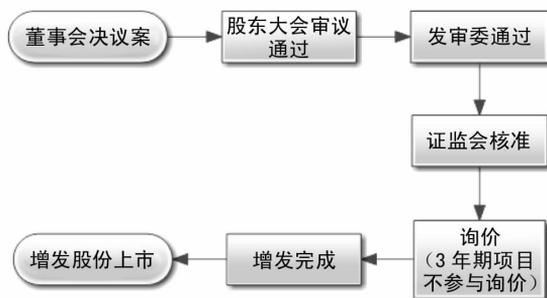


图 2 定向增发流程

一得集

(三) 投资者参与定向增发的方式

投资者参与定向增发的流程主要包括：

1、建立联系渠道，一般投行在参与项目后，会将信息传递给主要的潜在机构投资者；

2、在公司发布董事会预案后，可积极与公司沟通、调研，对项目 and 增发对公司的影响进行分析；

3、拿到证监会批文后，投行一般会在六个月内组织增发，上市公司向主要股东和机构发送竞价邀请函，机构参与竞标，上市公司按照价格优先、满足发行数量（荷兰式招标）的原则，确定最终的发行价格。

在整个项目参与的过程中，投行起着比较大的作用，例如在董事会预案时，投行一般就会提前参与预案讨论进程，对项目的发行底价、发行对象等都起着显著的影响。

二、定向增发历史数据统计分析

自2006年《上市公司证券发行管理办法》颁布后，从2006年到2014年2月份我国A股完成定向增发企业1220家，总募资金额22106.28亿元，同期A股IPO总募资金额为17983.18亿元。从历年数据来看，定向增发筹资数额与IPO募资数额比较长期处于较高水平，历年定增与IPO融资额的平均比值为1.23，即使在2008年的大熊市，A股市场定向增发再融资额依然达到1600多亿元，自2012年以来定向增发融资额约3倍于IPO融资额。

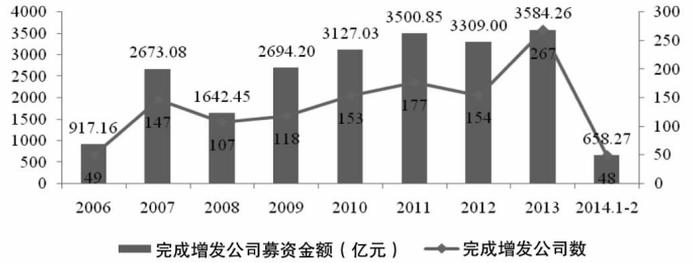


图3 2006-2014年2月A股完成定向增发企业与募资金额

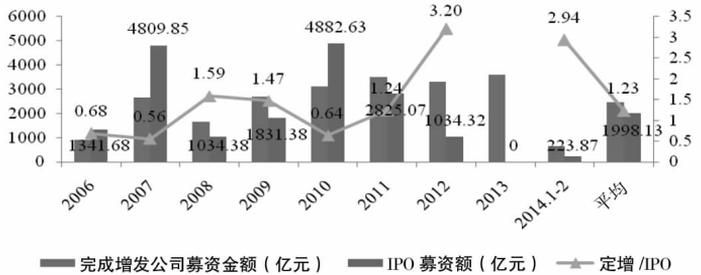


图4 2006年-2014年2月A股定向增发与IPO募资金额比较

分行业来看，2006年至2014年3月28日有15个证监会行业大类企业参与定向增发，其中参与定向增发企业最多的分别为制造业、房地产业、批发零售业、电力、热力、燃气及水生产和供应业以及采矿业，融资总额前三位的是制造业、金融业、房地产业，单个企业平均融资额前三位的是金融业、交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水生产和供应业，具体数据见下表：

一得集

表 2 定向增发分行业（证监会行业大类）统计数据

证监会行业大类	企业数量	融资额 (亿元)	数量占比	融资额 占比	平均融资 额 (亿元)
农、林、牧、渔业	17	145.93	1.38%	0.66%	8.58
采矿业	49	1058.85	3.97%	4.76%	21.61
制造业	735	9667.36	59.51%	43.48%	13.15
电力、热力、燃气及水 生产和供应业	63	1748.53	5.10%	7.87%	27.75
建筑业	33	407.59	2.67%	1.83%	12.35
批发和零售业	67	1008.60	5.43%	4.54%	15.05
交通运输、仓储和邮政业	49	1450.46	3.97%	6.52%	29.60
住宿和餐饮业	4	14.86	0.32%	0.07%	3.71
软件和信息技术服务业	42	343.20	3.40%	1.54%	8.17
金融业	35	3719.93	2.83%	16.73%	106.28
房地产业	84	1806.00	6.80%	8.12%	21.50
租赁和商务服务业	18	309.08	1.46%	1.39%	17.17
科学研究和技术服务业	2	7.05	0.16%	0.03%	3.52
水利环境和公共设施管 理业	16	180.29	1.30%	0.81%	11.27
文化、体育和娱乐业	15	269.87	1.21%	1.21%	17.99
综合	6	93.89	0.49%	0.42%	15.65
合计	1235	22231.49	——	——	18.00

从行业小类来看，2006年以来定向增发企业数排前三位的是计算机、通信和其他电子设备制造业、房地产业、化学原料和化学制品制造业，这与我国近年通信与电子、房地产行业的火热相吻合。融资额排前三位的分别是货币金融服务、房地产业、电力、热力生产和供应业，凸显出这几个行业的“吸金”能力。

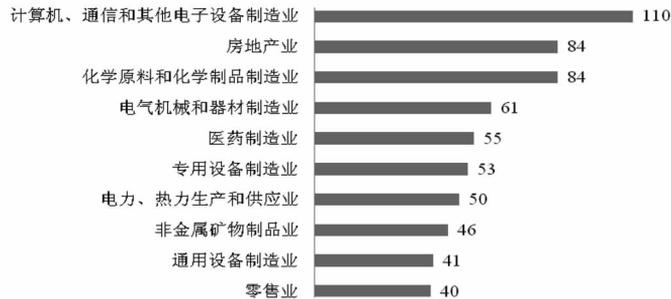


图 5 2006 至今前十位定向增发企业数行业排名

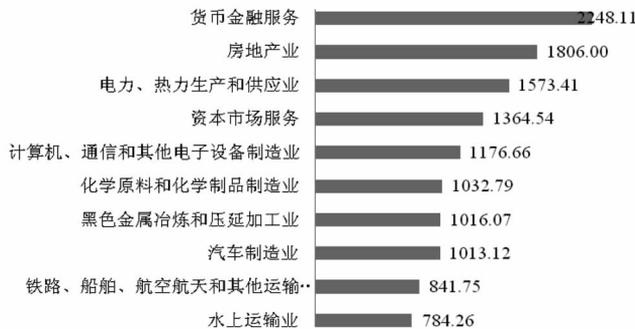


图 6 2006 至今前十位定向增发募资额行业排名 (单位: 亿元)

三、定向增发收益分析

(一) 定向增发收益来源

定向增发收益构成主要有折价、系统性收益、超额收益，除系统性收益外，折价收益主要来源于增发股票的价格折扣，超额收益的来源有多方面，主要体现在定向增发公司的质地、增发募资后公司基本面的改善、优

一得集

质资产注入等。

1、折扣收益

定向增发上市公司为了吸引定向增发投资者，会给予折扣优惠，一般定向增发价格为增发前股票价格九成左右（不得低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%）。相对于二级市场拥有 10% 的天生安全垫。定增方案从决策到公布实施，中间过程股价仍有波动，实际计算折扣可能会低于或高于 9 折。一般来说，定增方案会刺激股价上涨，因此，最后实际折扣率时常会超过 10%。从 2006 年以来数据看，定向增发股票平均折扣率约 19.52%，2007 年折扣率最高为 34.52%，2012 年折扣率最低为 5.73%。

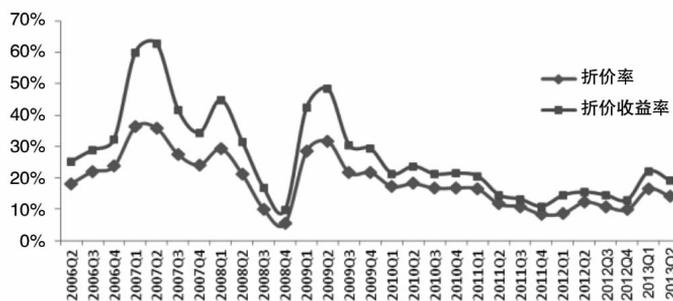


图 7 历年定增季度平均折价率 & 折价收益率

2、系统性收益

系统性收益来源主要在于对参与时机的把握，在市场低估值的情况下进入，以相对低廉的竞价获得标的股票，待市场估值提高股价整体上扬后获得与大盘接近的收益。

3、超额收益

定向增发投资的超额收益来源于：

(1) 上市公司增发股票必须获得证监会发审会的审批通过，能获得审批通过的上市公司通常是质地较优良的公司；

(2) 增发后，上市公司的净资产增加，内在价值提升，同时增发取得的资金将用于企业扩张或新项目的投产，这样企业在未来的一到二年内，将能保持较高的增长率，上市公司盈利能力的提高直接影响股价的上升，从而使投资者获得收益；

(3) 参与定向增发的一般以大投行、公司大股东、保险机构、投资基金等，这些机构对股票有较大的影响力；另外，为了吸引这些机构客户，保证增发的成功，上市公司常常会对这些机构抛出一些未来的利好题材，如重组、并购、高比例送股等；

(4) 牛市当中，定向增发股票一年的锁定期，反而能帮助投资人一路持有牛股，从而获得牛市巨大收益。

实际上，定向增发股票收益率表现优于二级市场股票，主要是折扣率加增发利好带动的超额收益造成的，这也是 2006 以来定增股票相对于沪深 300 指数能够实现较高超额收益的原因。

(二) 定向增发历史市场收益率分析

通过对 2006—2013 年 431 个机构可参与上市公司定向增发股票收益率进行统计分析，计算出其中可信的 420 家公司定增股票年化收益率（假定抛售期为 3 个月）为 26.94%。计算方式如下：

1、2006—2013 年 431 个机构参与上市公司定增股票收益率样本 (x_1 、 x_2

一得集

…… x_{431}) 取算数平均值 $\bar{x} = (\sum_{i=1}^n x_i) / n$, ($n=431$);

2、计算各样本的绝对误差 $\Delta x_i = x_i - \bar{x}$, ($i=1、2、\dots、431$);

3、按照贝塞尔公式测得值的标准误差 $\bar{\sigma} = [\sum \Delta x_i^2 / (n-1)]^{\frac{1}{2}}$, $n=431$;

4、按照 $|\Delta x_i| < 3\bar{\sigma}$ 的标准, 依次检验每个样本是否是含有粗大误差的异常值, 如满足以上条件则将该样本值剔除。

通过以上方式, 在 431 个样本中剔除了属于异常值的 11 个样本, 其余 420 计算算数平均值为 26.94%, 因此基于历史的统计分析, 可以确定解禁抛售后年化投资收益率 26.94%。

四、定增基金业务模式

目前参与定向增发业务模式多种多样。作为首次参与定向增发的投资者, 限于其投资经验不足, 需要较长的时间来建立投资渠道, 以及风险控制因素等, 一般都是以自有资金参与定向增发。而后再采用与其他投资人合作成立有限合伙公司等方式参与, 待投资经验成熟、品牌建立后, 再发展到发行信托资管计划等产品参与基金, 或在设计不同的基金产品如平行架构、引入优先、劣后等进行投资。直至最终发展到采取主动投资管理, 利用积累的投资经验和渠道资源成为基金管理和投资顾问, 收取超额收益的浮动管理费的运作方式等。各业务模式具体实施如下:

(一) 拼盘式定增基金

以自有资金和与其他投资人合作的方式参与定向增发, 涉及费用由投

【二】业务探索

资人单独或共同承担；收益归单一投资人所有或与其他投资人分成。一般此阶段以公司自有资金投资定向增发，通过尽职调查和详细分析，投资于与本公司业务相关性较大的行业，以利用本公司在行业内的商誉与资源，这个阶段强调精益投资，重点在于对所投项目前景和效益的把握，不强调高收益，在控制风险的前提下获得稳定收益。

(二) 结构化定增基金

在拼盘式定增基金业务模式的基础上，可进一步对基金产品依据风险承担及收益分配进行分级，约定优先与劣后份额。劣后份额在市场下跌到一定程度有承担亏损并补充资金的义务，在市场上升时分享较大份额的收益。优先份额最后承担亏损，但在市场上升是拥有较少固定份额的收益。结构化基金最为主要的目的是劣后投资者通过财务杠杆最大化享受定向增发项目带来的投资收益。目前市场上投资者较常采用的是二级结构化定增基金和夹层结构化定增基金，以夹层结构化定增基金为例，假定 A (优先)、

投资人类别	A类投资人 (优先)	B类投资人 (中间)	C类投资人 (劣后)
资金来源	银行募集	自有	其他机构
出资比例	60%	20%	20%
资金风险	最小	适中	最大
清算分配顺序	最先	中间	最后
超额收益分配比例	无	30%	70%
补仓线	C类投资人：0.85元 B类投资人：0.68元		

图 8 夹层结构化定增基金具体模式 (6:2:2 为例)

一得集

B (次级)、C (劣后) 的层级架构认购额占比为 6:2:2，具体运作机制见下图：

(三) 过桥式定增基金模式

在以上业务模式的基础上，如果渠道建立成熟，还可以进一步采取先利用自有资金垫付，后发行基金募资的方式。这种方式适用于当定增资金需要交纳而投资者资金还未完全到位的情况，待募资完成后再将项目转移给投资人。在基金募足的情况下投资方赚取的是管理费和投资顾问费，基金未募足投资人保留部分份额，还包括持有份额的收益。

(四) 主动管理型定增基金模式

在基金品牌建立、投资经验丰富、以及渠道积累的基础上，可以采取主动投资的管理方式，即作为基金发起方，除负责基金管理与投资决策外，不以自有资金认购基金产品，仅通过基金管理和投资顾问的方式赚取管理费和超额收益的管理费，实现无出资成本收益、完全规避风险的收入。

五、目前投资定向增发的有利条件

(一) 经济结构调整的有利条件

目前我国宏观经济调整进入全面深化阶段，告别过去单纯依靠投资拉动与基础设施建设的粗放型发展方式，逐步转变为调整经济结构，依靠创新驱动的经济发展方式上来，同时提高“三驾马车”中消费拉动的作用。从长远来看，政府促内需、保增长的信心不变，调整经济发展结构、促进资源配置市场化、向实体经济倾斜的方向也会一直贯彻下去。因此定向增发项目以符合经济结构调整导向、保证新注入资产质地优良、实现产业链整合为主要目的，定增项目的“质量”相对于过去以地产、金融等资本运

【二】业务探索

作型的行业有所提升。相关受益行业如制造业、IT 等等都具有良好的发展预期，这也在股权再融资领域有明显的体现。从行业来看，2014 年定向融资企业一改以往货币金融、房地产、等“吸金”大户占据榜首的情况，电子设备制造、非金属矿物、专用、通用设备制造、医药等融资企业数量、融资额都都有大幅提升，与国家政策导向相吻合。

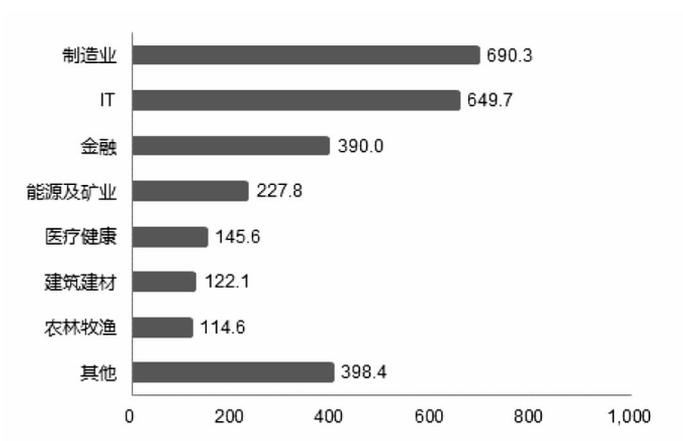


图 9 2014 年上半年 A 股完成定增规模行业分布 (单位: 亿元)

(二) 低市场估值的有利条件

定向增发的投资风险主要表现在解禁后股票市场价低于其增发竞价，即破发风险，从这一点上来说，除却锁定期的限制，定向增发的风险与二级市场买卖股票的风险是一致的，因此如何在市场估值偏低的时候进入，以相对低廉的竞价获得标的股票就显得尤为重要。目前我国股市估值处于相对低点，偏低的市场估值提供了安全保障，在此时进入未来整体市场下行概率较低，降低了系统性风险。以沪深 300 指数为例，近期在 2300 点左

一得集

右震荡，从历史记录来看 2007 年以来沪深 300 指数低于 2300 点的时段屈指可数，以目前的点位参与定增，承受系统性风险导致大盘下跌的可能性较小，加上定增本身的折扣“安全垫”，具备较高的抗风险能力。

(三) 未来定增项目丰富的有利条件

尽管进入近年来我国经济增长放缓，国家经济面临保增长和促就业的双重压力，但国家经济“转型阵痛”，并没有改变上市公司对经济总体的乐观预期，反而是“调结构”的政策利好促进了制造业、IT、医药等结构板块定增融资企业增加，同时金融改革加快多层次资本市场建设导致“新三板”扩容也增加了参与定增的公司数量。进入 2014 年定向增发仍然呈井喷之势，2014 年上半年，我国 A 股共有 157 家上市公司完成定向增发方案，总融资额达到 2738.37 亿元，截止 2014 年 7 月 5 日，已经公布预案将要实施定向增发的上市企业多达 300 多家，总融资需求近超过 4000 亿元，因此未来定向增发投资标的充足，选择余地较大。

六、定增基金的风险及控制措施

定向增发投资的风险主要表现在锁定期解禁后二级市场市场价格低于其增发价。由于定向增发投资锁定期长达一年，锁定期内定增发行的股票是无法卖出套现的，锁定期内市场的短期上涨和下跌对投资者无实质影响，因此在投资定向增发股票时主要考虑的是解禁后的破发的概率。

破发概率与投资者进入时股市高低和选择投资的行业有较大关系，在股市处于高点增发的股票，未来 1-3 年股市下行概率较大，因此其破发概率相对较高，市场的强弱与当年实施定增一年后破发率的高低呈明显的正

【二】业务探索

相关关系。从行业来看，轻资本、非周期行业的破发率较低，其中的代表性行业为医药生物、信息服务、食品饮料和农林牧渔等。而重资本、周期性行业的破发率较高，其中以综合行业、黑色金属等为代表。鉴于不同行业、不同公司定向增发的其破发率有很大差别，做好基本面研究，选择好的行业投资标的是获利的根本条件。此外，即便同一行业，不同公司的经营状况、募资金额、定增折扣都会对定向增发破发率产生影响，因此对公司的尽职调查与研究也显得尤为重要。

综合以上分析，控制破发风险可以从四方面进行考虑：

1. 选择参与时机

从以上分析可以看出，控制定增系统风险在于选时，即对未来一年市场大势的判断。一般来说，市场大幅走高、行业景气程度高涨、增发折扣大的股票最终收益率往往未必是最理想的，甚至会出现亏损（如 07 年参与的定向增发），收益最高的反而是在市场底部区域左右买入的定增，市场低迷时往往是参与定增的较好时机。因为股指持续走低，市场系统性风险的充分释放，表明参与时机较为成熟，目前市场处于低位徘徊阶段，沪深 300 指数相对于 2013 年底的 2700 点已经大幅降到 2150 点左右，其下行空间已经有限，参照 2009 年的数据，其参与定增的破发概率已经降到 20% 以下，现在进入相对来说具备较高的安全性。

2. 做好基本面研究，选择具备良好发展前景的行业

考察行业属性、当前景气水平、估值水平和未来的成长性；回避当前处在周期高点、估值水平明显偏高的行业；偏好代表经济转型方向的具备长期成长性的节能环保、移动互联网和金融创新等行业。

一得集

3. 做好投资标的的尽职调查，与定增公司和主承销商保持良好的沟通和合作

从统计来说，内部人参与、境外投资者参与、市场预期适度的项目收益性和安全性更好，主要原因在于大股东参与定增会对上市公司定增后的运营和发展有较强的监督作用，公司在定增推介时作出的承诺也更有保障。此外，大股东参与的定增在发行时定价也会倾向于更低一些。与定增公司和主承销商保持良好的沟通关系在获得快速全面的信息的同时，也有利于增强竞价环节的竞争力。

4. 采用概率化思维，通过构建投资组合防范风险

将投资资金分散于不同行业、不同时期上市公司的定增项目上，构建投资项目组合，以分散因行业政策波动，市场变化造成的风险，以达到分散风险，保证收益稳定的目的。

七、总结

综合以上分析可以得到看到，上市公司定向增发股票具备质地优良、折扣收益等多重优势，是较好的投资标的，虽然有锁定期限制，但从历史统计数据来看，定向增发投资收益率相对较高，与 PE 基金等相比安全性好、投资周期短。从外部条件来看，我国股权市场整体估值偏低，投资定向增发未来增长是大概率事件，系统性风险小，而且从 2013 年以来完成向增发的公司近 400 家，未来上市公司采取定向增发方式再融资会成为常态化的融资方式，项目源数量会维持在一个较高水平，投资标的持续且数量有保证。

【二】业务探索

从城投集团自身条件来看，公司正处于深化国企改革，丰富产业基金业务，推进类金融平台建设的新阶段，同时国内房地产市场不景气，国家地方的房地产调控政策频出，房地产业务的不稳定性加大，继续投资房地产项目需要承担较大风险；此外上半年 PE 基金面临 IPO 堰塞湖导致的上市渠道阻塞，同时新股发行注册制遥遥无期的困境。有鉴于以上情况，开展定向增发投资对集团及时转变投资方向，寻找新的利润来源，完成国有资产保值增值目标，不失为一个合理的选择。

参与 O2O 商业模式, 决胜互联网时代

城投投资公司 王昊博

一、O2O 商业模式定义

O2O 的意义是 Online 和 Offline, 即指在互联网时代, 生活消费领域通过线上 (Online, 如网站和移动 app) 和线下 (Offline, 实体经济) 互动的一种新型商业模式。狭义的 O2O 是指线上交易、线下体验消费的商业模式。主要包括两种场景: 一是 Online to Offline (线上到线下), 典型应用场景有: 用户在线上购买或预定服务, 然后再到线下商户实地享受服务, 如之前火爆的团购网、打车软件等, 目前这种业务在国内运用得较为广泛; 二是 Offline to Online (线下到线上), 应用场景有: 用户通过线下实体店体验并选好商品, 然后通过线上下单来预定商品。

从广义的角度来看, O2O 商业模式带来了互联网虚拟世界与现实世界的相互影响, 是互联网思维与传统产业的融合。未来, O2O 的发展将突破线上和线下的界限, 实现线上线下、虚拟与现实之间的深度融合, 其模式的核心是基于平等、开放、互动、迭代等。

二、产生背景

O2O 商业模式的产生，是电子商务模式对传统产业和商业模式渗透直至颠覆的必然结果。随着互联网的快速发展，电子商务模式逐步介入企业之间、企业与消费者、个人买卖双方等的商业活动中，诞生出 B2B (Business-to-Business, 企业对企业), B2C (Business-to-Customer, 企业对个人), C2C (Customer-to-Customer, 个人对个人) 等商业模式。在 B2C, B2C 商业模式中，买家在线拍下商品，卖家打包商品，找物流企业把订单发出，由物流快递人员把商品派送到买家手上，完成整个交易过程。这种消费模式已经发展的飞航成熟，也被人们普遍接受，但对于线下的服务由于需要消费者亲身体验，以上电子商务模式难以满足消费者的这类需要。

正是由于消费者大部分的消费仍然是在实体店中实现，线上购买和下单线下体验和提货的模式有很大的发展空间，所以有商家开始了 O2O 消费模式的推广。但 O2O 有非常明显的本地化特征，即与地理信息位置联系极为密切，需要用户有随身携带的设备实时提供自身所处位置的店铺和服务的信息，因此在 PC 时代 O2O 并没有发展起来。

而随着 3G 和 WiFi 技术的突破，移动设备成为国内上网的第一大终端。移动互联网的覆盖和智能终端的普及使世界进入移动互联时代，移动智能终端的大规模普及则为 O2O 的爆发提供了基础。智能移动终端成为通信、娱乐、社交、购物、理财等活动的重要渠道，高效的信息传播整合了用户的“碎片化”时间，网络购物、线上支付等网络消费生态体系业已形成，移动网络消费是网络应用中增长最为迅速的领域。此外未来智能终端的多元化，如智能穿戴设备、智能家居等将进一步加速线上与线下的信息

一得集

融合，加速了 O2O 商业模式的发展。

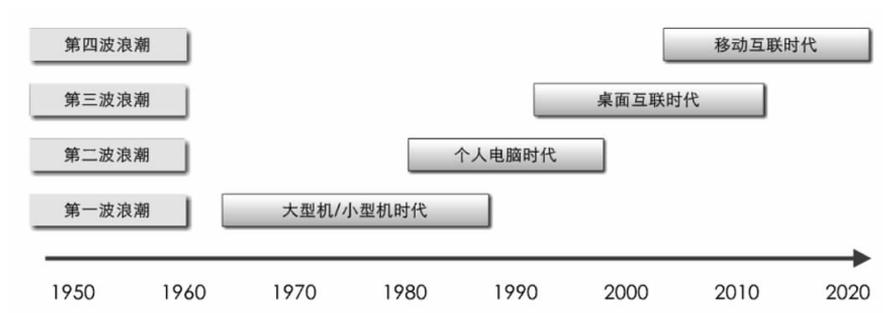


图 1 互联网的四个变革

在这场由移动互联引起的信息革命中，2010 年-2013 年是 O2O 的孕育期：理念层面，O2O 的概念在 2010 年 8 月被美国 trialpay 公司的 CEO Alex Rampell 提出，2011 年 11 月引入中国并掀起了实践和讨论的热潮；应用层面，O2O 典型的团购模式崛起，2011 年中国团购网站成交量达到 237 亿；技术层面，智能手机超越 PC 端成为中国第一大网络终端，智能手机的移动支付、LBS（Location-Business-Service，基于位置服务）等功能进一步支持了 O2O 本地、社交和移动（SoLoMo, Social-Location-Mobile）的特征。在这其中互联网思维与传统产业的融合，颠覆了传统的商业模式，O2O 商业模式首先对用户分散、渠道成本高、重资产且库存风险大、以及市场竞争激烈的服务和消费品行业快速渗透，具体包括商贸、金融、旅游、教育、娱乐、物流、家居、服饰、食品饮料等。而未来智能汽车、智能家电、可穿戴设备作为新的移动终端入口，也将成为传统行业积极抢占的 O2O 领域。

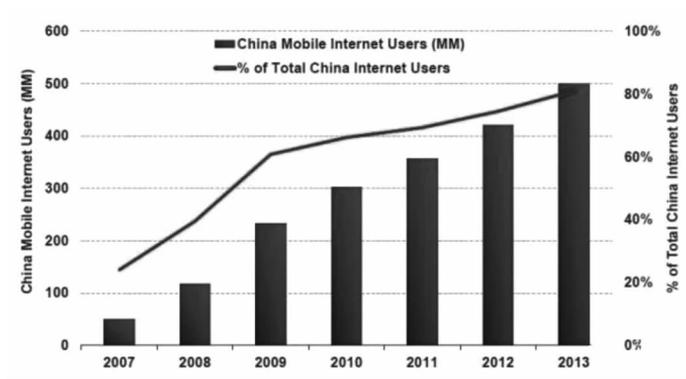


图 2 2007—2013 年中国移动互联网用户及占比

从目前 O2O 商业模式的发展来看，主要体现在互联网工具对营销和渠道环节的重构，如微信、支付宝等平台入口等实现精准营销，而从现有趋势来看将来 O2O 商业模式将加速与传统行业的融合，不仅提升渠道效率、实现精准营销，更会借助大数据、云服务形成以用户为中心的供应链，进而实现对产业价值链的重构。因此未来将迎来 O2O 的颠覆性发展期，引导新的经济变局。

三、O2O 商业模式与其他电商模式的区别

从狭义上来说，虽然 O2O 模式与 B2C、C2C 一样，均包含在线支付的过程，但不同的是，通过 B2C、C2C 购买的商品是被装箱快递至消费者手中，而 O2O 则是消费者在线上购买商品与服务后，需去线下享受服务，B2B 主要是针对企业内部以及企业（B）与上下游协力厂商（B）之间的资讯整合，并在互联网上进行的企业与企业间交易。其交易双方均是企业。

一得集

简单概括各商务模式为：

- (一) B2B：企业与企业之间的电子商务；
- (二) B2C：企业与个人之间的电子商务；
- (三) C2C：个人与个人之间的电子商务；
- (四) O2O：网上（线上）支付实地（线下）享受的电子商务。

从以上概括来看，实际上 O2O 与其他三者定义方式不同，B2B、B2C、C2C 都是以电子商务参与双方来定义的，而 O2O 是以参与的方式、地点来定义的，实际上 O2O 涵盖的内容更加丰富和广泛，从 B2B、B2C 到 C2C，再到 O2O 反映的是互联网技术从 PC 端到发展到移动互联对传统产业和商业模式的不断渗透和颠覆，电子商务发展到 O2O 阶段，表明互联网重心从 PC 端转移到移动通信端，并深入到生活的方方面面。

四、O2O 商务模式的类型

O2O 模式发展至今，早已不只有线上平台与线下商户各司其职这一种经营模式。由于行业自身的差异，线上公司与线下企业均探索最适合自己的 O2O 模式。目前，市场上主要有以下三种 O2O 经营模式：

(一) 线下企业借助第三方平台联合开展 O2O 模式

借助第三方平台的加盟商户大多为规模较小，无法自身建立线上平台，或者建立后无法达到规模经济的商户，如各类餐饮企业。平台多为社交媒介、分类信息平台。这类平台并不直接参与交易过程，而是充当线下商户与消费者之间交易的中介。其优势是拥有大量用户群体，能够让零散的线下商户信息得到整合，使其更易得到推广。之前的团购网站、以及百度地

图推送、淘宝、微信在移动客户端的推送均属于该种模式。

（二）线下企业自建官方平台及仓储物流系统开展 O2O 模式

有能力建立独立的线上平台并能够藉此盈利的商户一般拥有一定的规模和品牌效应、较为完善的线下销售网络。通过自己建立线上销售平台、仓储物流管理体系来实现 O2O 转型，打通全渠道流程，完成自身产品、经营的线上线下一体化。这类垂直型商户基于原本的品牌效应和销售网络，利用线上平台拓宽销售渠道，再全方位提升垂直型经营管理模式，取得协同效应。京东直营店、苏宁云商、汽车 4s 点开展云服务均属于该种模式。

（三）线上公司由线上辐射线下体验消费店开展 O2O 模式

垂直平台通过建立线下体验店，与线上销售平台互相促进。但这类模式现阶段还大都处于“铺路”阶段：建立线下体验店势必需要较高成本，而目前这种体验店所带来的直观收益还不明显。采取这种模式的电商试图在行业发展格局尚未明朗之际，利用快速发展占领先机，试图藉此获得长期收益。小米手机从最初的网络销售发展到全国实体店网点的铺设，就属此例。

目前来看，作为入口平台和垂直平台的代表如腾讯、阿里巴巴、百度、京东已经积极展开线下的布局，这将倒逼传统行业利用互联网改造传统商业流程中的低效率。对于传统产业的改造，最开始由互联网推动，此后传统行业中也出现越来越多具有互联网思维的公司和企业家，他们将逐步适应并主导行业的改造，这其中就以苏宁、国美为代表，未来“手机”+“水泥”的移动互联网时代将来临，与互联网深度融合的新商业模式将淘汰旧有的商业模式。

一得集

五、O2O 商务模式的特点

以当前发展阶段来看，O2O 商务模式主要是通过移动互联的形式深入到消费者所在区域的周边企业，尤其是数量庞大地域性强的快消产品与服务性行业，将消费者必须“亲自”体验或挑选的产品和服务如生鲜食品、餐饮、健身、电影、加油站、水电工、干洗店、美容美发等通过移动互联网联系起来，订单在线上产生，每笔交易可追踪，展开推广效果透明度高，让消费者在线上选择心仪的商品和服务再到线下享受服务。从消费者、商家、和 O2O 三个角度来看，其特点主要体现在：

（一）对于消费者：1、不用出门，可以在线便捷的了解商家的信息及所提供服务的全面介绍，还有已消费客户的评价可以借鉴；2、能够通过网络直接在线咨询交流，减少消费者的沟通成本；3、通过在线购买服务，客户能获得比线下消费更便宜的价格。

（二）对于商家：1、能够获得更多的宣传、展示机会吸引更多新客户到店消费；2、推广效果可查、每笔交易可跟踪；3、掌握用户数据，大大提升对老客户的维护与营销效果；4、通过用户的沟通、释疑更好了解用户心理；5、通过在线有效预订等方式、合理安排经营节约成本；6、对拉动新品、新店的消费更加快捷；7、降低线下实体对黄金地段旺铺的依赖，大大减少租金支出。

（三）对于 O2O 平台本身：1、与用户日常生活息息相关，并能给用户带来便捷、优惠、消费保障等作用，能吸引大量高粘性用户；2、对商家有强大的推广作用及其可衡量的推广效果，可吸引大量线下生活服务商家加入；3、巨大的广告收入空间及形成规模后更多的盈利模式。

可以说，O2O 商务模式是支付模式和为店主创造客流量的一种结合,也为消费者提供了新的服务与商品发现渠道。

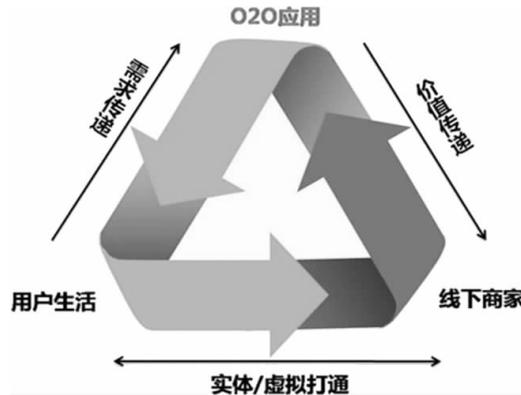


图3 O2O 商务模式图解

六、O2O 商业模式的优势

O2O 商业模式是互联网尤其是移动互联对传统企业的深入融合与改变的体现，其主要优势体现在以下几个方面：

(一) 提升渠道效率

对于传统消费品及服务业，供应商生产的产品与服务需要经过多个批发零售渠道到达消费手中，效率低下，对于消费者来说由于信息来源单一，难以对相同产品与服务做出对比和选择；对于供应商来说，同样由于信息沟通渠道不畅，难以对市场需求做出及时的反应，造成渠道效率低下。而通过 O2O 平台，统一将线下信息在线上进行反映，使供应商和消费者有了直接沟通的媒介，大大提升了渠道供应效率。

一得集

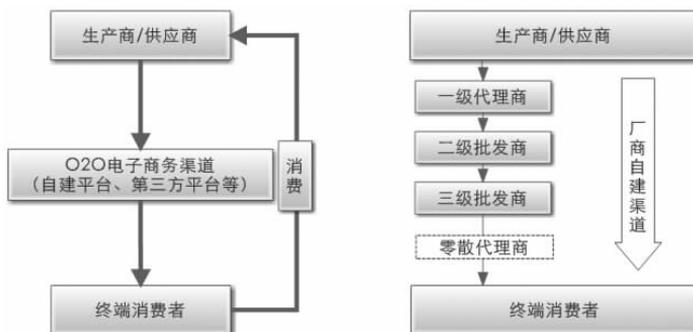


图 4 O2O 模式与传统商业模式对比

(二) 实现精准营销

移动互联网使得消费者能够利用工作生活中的“碎片化”时间进行信息浏览和商品选择，因此也带动了“碎片化”的消费决策，因而进一步放大了社交网络营销的优势，通过微信、微博、支付宝、百度地图等线上 O2O 平台，实现了多元化的互动营销策略，有效降低企业的营销成本，实现了目标用户的精准营销、以及双向互动的用户需求沟通。

表 1 传统营销与社交营销对比

对比项目	传统市场营销	社交网络营销
市场营销心态	通过单一、单向的方式宣传品牌	更为自然的对话和关系 更为自然的对话和关系更加透明，赢得信任，建立信誉
品牌价值	品牌回想率 (Brandrecall) 很高	品牌价值由客户来决定 如何才能让客户对商品或服务给出很高的评价
市场细分	根据人口统计数据对客户进行划分	根据客户行为、意见和爱好对客户进行划分

【二】业务探索

市场定位	根据人口统计数据进行定位，尤其是媒体购物时	根据客户行为进行定位
交流	广播模式 制造信息并将信息强加于客户进行吸收	数字环境下的互动交流 通过搜索和查询、客户提意见、给出个人的评语，或者直接对话
内容	由市场营销人员制造和控制的专业咨询	包含了专业的和用户生成的内容，可视性更强
病毒式营销	一个好用的功能，但其受欢迎也往往因为华而不实的介绍，而不是内容	病毒式营销是基于产品或服务的固定内容，这些产品或服务是值得关注的，可以引发人们的谈论或转发电子邮件
评论	专家的比重很大	客户的评论和投票决定一切
广告商和发行商的角色	发行商建立频道，并且控制内容，来为频道或者节目的广告赞助商聚集客户群体	建立关系，主要通过赞助（而不是控制）内容和互动，在客户需要的时候和地方，以恰当的形式展现出来
策略	自上面下的策略，由高级主管推动	自下而上的策略，由客户输入和固定测试挑选出来的成功想法
信息的层次	信息被组织成频道、文件夹及目录，满足广告商	信息根据关键字的需求进行设置，满足客户
支出	每千人成本（CPM）：强调成本，重视成本支出 广告商带着以下想法进行广告投资，声音份额=心态份额=市场份额	投资回报率（ROI）：对未来增长和赢利进行的投资，基于可以衡量的回报率

（三）通过大数据放大商业价值

通过移动互联积累的海量数据以及“大数据”的分析技术，O2O 商业模式可以实时跟踪消费者的需求，并可以对细分业务成本进行高效的统计；此外通过用户行为数据进行分析，可以有针对性地转递信息，实现以消费者为中心的点对点营销，实现以用户中心的供应链、价值链的重构。

一得集

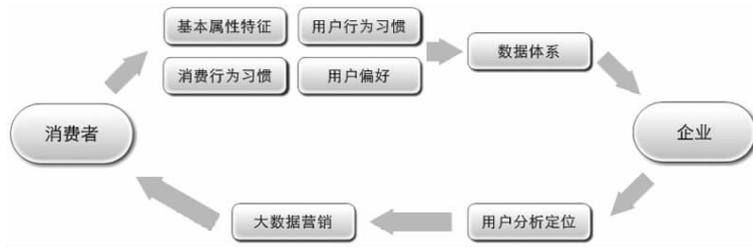


图 5 移动互联网时代下的大数据闭环

(四) 形成以用户为中心 (C2B) 的供应链

随着经济发展，商品在无限地细分，用户的取向除了具备一些共性之外，越来越追求个性化的需求，所以对各种商品都有存在需求的可能。之前商业活动中信息不对称的情况在 O2O 商业模式下得到了极大改善，并使得供需匹配得以高效完成，也使得传统的供应链发生了改变，消费者的需求在产品的设计阶段以及市场销售前阶段就会通过线上平台得以反映，并能够更好地为生产者所用，使其在供应链的生产中更精确、更有针对性地

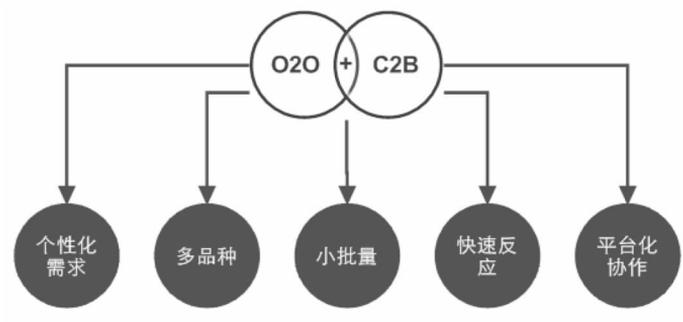


图 6 O2O+C2B 模式的优势

【二】业务探索

体现消费者的个性化需求，并指导生产者的产品设计以及后续的产品市场投放。同时线上部分的消费者购买决策也能够引流产品的线下分销渠道，避免出现区域性的缺货或库存堆积。供应链的改革还将进一步延伸至上游的原材料供给和下游的服务提供者或分销商、零售商，O2O 引发的高效的供给匹配将最终带来一个以消费者为中心的市场形态，传统商业模式由 B2C 向以用户为中心的 C2B (Customer to Business) 模式转型。

(五) 实现对企业价值链的重构

企业的价值创造是通过一系列活动构成的。这些互不相同但又相互关联的生产经营活动，构成了一个创造价值的动态过程，即价值链。而企业的核心竞争优势，是企业在价值链某些特定的战略价值环节上的优势，如有些企业在研发处于行业内领先地位，有些企业成本控制较强，有些企业销售和市场推广做的好等。互联网思维对工业化思维的替代，将促使企业站在消费者的角度，重新审视其价值链和核心价值环节，以互联网的方式改造、革新、甚至摒弃某些价值环节，进而提升整个价值链的竞争力。同时，以用户需求和用户体验为中心的互联网思维将贯穿价值链的始终。如当下火热的小米手机，从品牌创立之初，用户体验和极致设计就成为其发

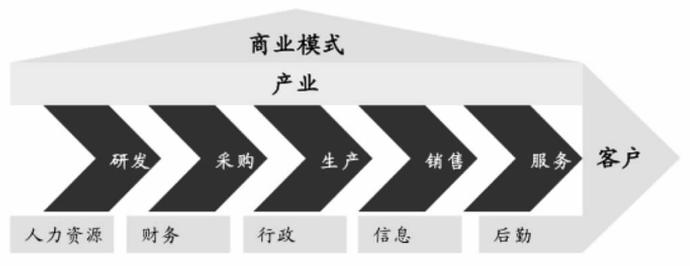


图 7.1 工业化思维中的价值链

一得集

展的核心，通过互联网的粉丝营销迅速扩大其市场份额，而传统企业所重视的硬件研发、采购和生产则交给专业代工厂完成，公司只通过品控来保证其质量。

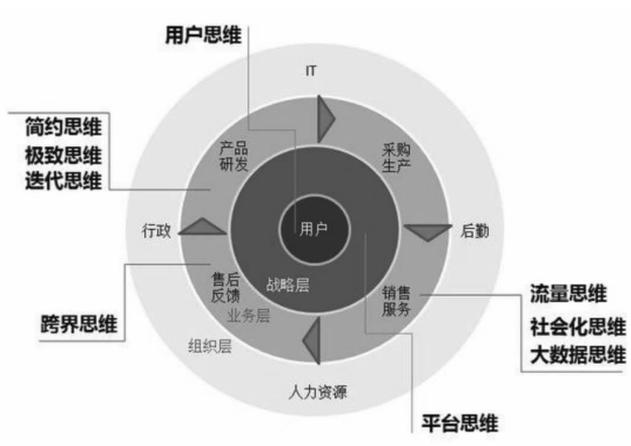


图 7.2 互联网思维中的价值链

从以上分析可以看出，O2O 商业模式通过创新实现企业利润率、资产周转率的增长，而这些优势将成为转型 O2O 企业的核心竞争力。具体而言：一是通过拓宽营销渠道和精准营销，整合销售渠道环节、提升销售渠道效率；二是通过提升供应链信息传递效率、降低信息成本，实现高效供需匹配、提升供应链效率；三是通过互联网思维再造价值链，提升用户效用、加速收入增长、扩大市场份额。总体而言，上述路径将强化转型企业的收入规模、周转优势和品牌价值，进而为企业带来价值重估的机会。

七、O2O 商务模式的市场现状

2013 年，中国 O2O 市场整体规模（以线上线下品类重合以及支付、仓储、物流等后台打通部分的销售额为统计目标）达 4623 亿元，与 2012 年相比增长 69%，行业发展方兴未艾。从品类份额看，汽车、服装服饰、家电、餐饮、食品/日百等占比依次以 29.5%、21.4%、15.7%、12.6%、4.2% 居于前列。

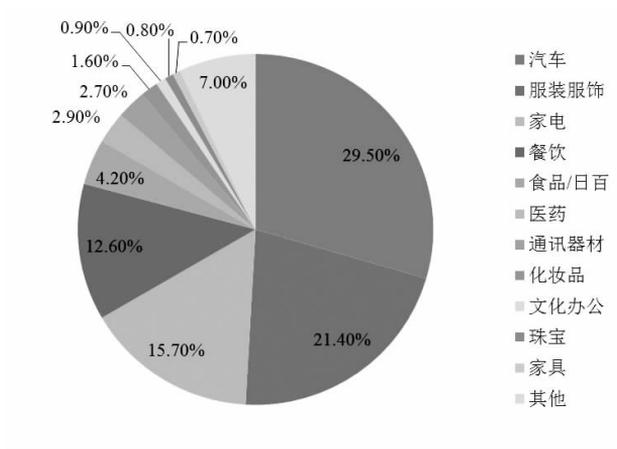


图 8 2013 年中国 O2O 整体市场份额

（一）汽车

汽车存在单品价格高、车型配置多样、车源多等特点，是典型的现下交易市场。随着互联网的不断普及，出现了不少汽车电商。而汽车电商是典型的 O2O 模式：线上提供车辆展示、预定和信息发布服务，车辆的交易和提车均在线下完成。

以 273 中国二手车交易网为例，其凭借二手车检测体系“车况宝”，提

一得集

供专业的二手车检测服务，凭借分布在全国一百多个城市的五百多家门店，实现线上看车，线下交易、提车的全套二手车交易中介服务。卖车人将车辆交由公司专业人士对车辆进行检测、评定，网站提供卖车信息展示。

(二) 食品/日用百货

粮油、食品、饮料、烟酒、日用品作为特殊的大众消费品，与民生紧密相关，其行业模式固化严重。在互联网浪潮冲击下，这些品类虽然触电较早，但与 3C 数码等标准化产品不同，一直处于不温不火的境地。一方面由于其特殊产品属性，在安全性上的更高标准要求，另一方面也是由于其消费市场巨大，传统渠道覆盖下沉成熟，消费者购买需求应激性很难与 PC 端的电商体系形成无缝对接。但是随着移动应用技术成熟，利用移动端串通线上线下的 O2O 模式却为该品类产品带来了电商发展的爆发点。利用线上对品类与信息流的整合优势结合线下厂商渠道覆盖与服务接口资源，即时性满足消费者应激购买、食用需求。

中酒网作为是中国酒类 O2O 模式的代表，采取“电子商务+线下连锁店配送中心+移动终端+400 电话销售平台”四位一体的立体经营模式，达到全国主要城市一小时内送酒到位的快捷配送服务，一方面，酒厂可以一站式迅速进入“中酒网综合销售平台”，包括中酒官网、中酒连锁店、天猫、淘宝、京东、苏宁及数百家分销店铺，帮助酒厂迅速建立“全网全渠道”的销售体系；另一方面，消费者来可以以中酒的“唯一会员识别系统”在上述各大渠道享受优惠与各种会员福利及统一的客户关怀服务。

电商企业对食品饮料和日用百货的力度加大也促使其 O2O 程度加大，京东、1 号店等电商企业一方面利用其线下完善物流网络布局来拉动 O2O，

另一方面也与线下便利店结合来进行落地。

（三）餐饮

餐饮业是目前服务行业当中最早接触互联网渠道搭建的传统行业。餐饮业的互联网化的方式是依托互联网平台线上交易，线下消费的模式进行，是 O2O 最为典型的场景之一。目前餐饮业的 O2O 以团购形式为主体，逐渐衍生出线上点菜、订座等更深层次的服务。

在团购模式当中，美团网作为目前团购市场领头羊，在引流能力、商铺的聚合能力方面都有突出表现。美团依托强大的商铺后台管理能力，帮助以餐饮为代表的传统服务业提升信息化水平。同时利用 O2O 模式，拓展其他诸如电影、酒店、娱乐等服务业细分市场的过程当中，能够把握市场趋势，顺应消费者需求开拓市场。

（四）家电

随着消费电子产品在互联网销售的兴起，以苏宁云商为代表的家电连锁销售企业，以海尔为首的家电生产企业，都积极布局互联网平台，凭借其遍布全国的销售网点，积极开展 O2O 业务。家电存在单价较高、用户重实际使用体验、对安装配送有较高要求等特点，一方面，单纯利用线上渠道，用户无法从再购买中确定产品能否真实满足其使用体验需求，另一方面用户无法即时对安装配送进行有效控制从而产生担忧，并担心出现售后维护等相关问题，无法通过有效渠道及时反馈。虽然目前 B2C 的发展已经逐渐解决以上问题，但是在中国大多数的三四五线甚至二线城市仍然有大部分的人处于在线购买过程中遇到的上述问题而无法充分的利用线上渠道进行购买，因此 O2O 对于整体家电电商发展，其价值不言而喻。

一得集

以苏宁云商为例，经过两年多的探索，苏宁积极推进落实各项工作，并取得了显著成效。首先，苏宁将原来独立于线上线下两个渠道的商品采购、仓储配送、营销规划等职能完全融合，实现组织融合；第二，苏宁实体店设置了虚拟货架、苏宁易购直销区等，让门店可以展示的商品 SKU 数量从几万提升到几百万，实现商品陈列融合；第三，苏宁率先在全国实施双线同价，实现商品价格融合；第四，消费者可以在门店下单、网上支付，也可以网上下单、门店自提，购物的全流程在线上线下渠道间可以自由切换，购物流程融合；第五，苏宁打通线上线下的会员体系，实现会员管理、物流、支付等服务融合。

（五）服装服饰

服装品类利用 O2O 使线上、线下流量共享，形成紧密闭环，弱化渠道博弈。线下提供完善的体验场景，将用户体验落实。线上利用高效的信息处理能力，为线下提供产品品类、数量的支撑；利用互联网实现商品与活动信息高效传播；优化陈列、仓储、人员配置，降低运营成本。

以上品折扣的微信体验店为例，其借助微信平台开设线上体系，打通线上支付环节，提高服务效率；微信的强关系社交体系有为上品折扣提供了天然更高质量的营销平台。其还充分利用线下电子屏展示商品，优化陈列、仓储资源，使用户拥有高效的线下体验。微信在线上为上品折扣带来的高流量的同时也将线下体验的用户固化下来，快速强化其电商品台体系，实现线上线下双赢的成果。

（六）医药

医药的 O2O 是医药市场和产品特征所决定的。第一，医药属于特殊消

【二】业务探索

费品，功能使用性保障、仓储配送等要求都有其特殊性；第二，从销售、购买和运送都必须符合国家相关法规与标准；第三，单纯线上购买无法在一些特殊药品中无法对用户的使用及是否合规进行监管；第四，网购渠道追责较难，出现事故，纠纷不易得到解决。因此联系线下医药网点形成的 O2O 是解决医药电商发展目前最妥当的方式。

例如商康医药，采取 O2O 模式，线上线下相结合解决物流“最后一公里”难题，使平台服务纵深化，以用户为中心挖掘医药电商市场价值最大化。金象网，特别是面对 C 端客户，O2O 模式体现的更为明显，线上更多的为连锁药店会员服务，线下连锁药店的执业医师为用户诊断，可以线上线下同时购买。

八、O2O 市场发展趋势

O2O 消费可以分为以下几个过程：通过入口来获取信息、进行消费和享受服务、支付、完成后进行点评与分享。但其中决定性的因素仍然是线上支付与线下配送。未来参与 O2O 的企业会在两个关键点上产生激烈的竞争，一个是用户流量入口的抢占，另一个是线下服务及配送环节的建设。

把用户成功的引导到线下消费的前提是有大量的用户流量（用户访问量）。所以，流量入口（访问量大的网络平台）就显得尤为重要。尤其在移动互联网时代，流量入口成为了众多企业争夺的焦点。BAT 三大互联网巨头即通过大量的收购和资本运作事件来布局 O2O 业务，如百度收购糯米网，阿里巴巴收购高德地图，腾讯入股大众点评。其目的都是希望打造移

一得集

动互联网入口，抢占用户规模，然后将更多的用户从线上引导到线下。在目前激烈的入口争夺战中，BAT 三家都有自己的格局和分布，以百度地图和高德地图为代表的地图生活服务类应用，以及以阿里支付宝为代表的大众金融服务类应用，还有微信朋友圈类的社交应用，都将有可能成为移动互联网上的一个超级入口。

表 2 百度、阿里巴巴、腾讯 (BAT) 的 O2O 布局

	腾讯	阿里巴巴	百度
本地生活服务平台	腾讯微生活、QQ 票务	淘宝本地生活	百度身边、爱乐活
团购	高朋网、QQ 团购	聚划算	——
地图入口	搜搜地图	淘宝地图	百度地图
线下与移动终端对接工具	微信+微信二维码	支付宝 APP、来往	——
支付工具	财付通	支付宝	百付宝
在线交易预订	QQ 票务、QQ 团购、微信	聚划算	爱乐活
投资布局	高朋网	美团网、丁丁网	爱乐活
后台系统	微信、通卡	——	——

O2O 用户的大部分的体验是在线下完成的，线下服务及配送的服务质量将直接影响到用户体验，因此体验店和即时物流调配体系建设将成为互联网和移动互联网企业未来几年的重点布局领域。参与 O2O 的企业将逐步告别互联网的“轻”时代，进入“重”模式。例如对于食品及日用百货等零售行业来说，将逐步形成以社区为单位的标准化操作的体验店和仓储点。以社区为配送单位的好处在于相对正式门面店可以使产品成本大大降低，

【二】业务探索

同时可以整合已有的超市、零食店、水果店、快餐店。同时社区仓储化的 O2O 要求很深的本地资源，进行招商，物流配送以及运营宣传。所以 O2O 的第二个 O 比第一个要更加厚重的多。未来的 O2O 属于深耕本地的本土企业。

综合以上分析，未来 O2O 发展趋势可以总结为以下几点：

（一）线上线下共同发展，以线下建设为重点。O2O 未来发展的核心关键是线上线下共同发展，线上指导下改善服务，线下帮助线上了解用户需求，把用户在线上线下的体验统一起来。

（二）区域性 O2O 企业代表出现。O2O 线下业务具有区域性，每家企业在每个区域的能力不同，要想做一个覆盖全中国市场的 O2O 企业并非易事，深耕于部分区域则更容易做出成绩，未来很有可能会先出现一批部分区域代表性的 O2O 企业。

（三）O2O 将改变传统行业格局。在 O2O 的大势下，会出现一批新兴的企业，拥有快速学习能力，利用 O2O 的特点来开拓业务。而一些传统企业，依然停留在传统的经营思维模式上，或未找到适合自己的改革方式，最终在此次浪潮中被淘汰，传统行业格局被改变。

九、社区 O2O 市场背景

社区 O2O 是以消费者生活的社区为市场区域的一种 O2O 商务模式，其消费主体是社区居民，社区居民通过在线上订购相关产品和服务，到靠近社区的实体店进行体验、消费，或者由附近的服务站点提供送货上门或者是上门服务的一种商业模式。

一得集



图 9 社区 O2O 服务示例

社区 O2O 是电商发展过程中渠道不断下沉的结果。消费由人产生，尤其是 O2O 更突出地域化的特点，而社区是与人的衣食住行最接近，也是人停留时间最长的生活单元，更是网络购物环节中的物流配送最小单元。社区具有非常大的平台价值，社区服务则是最有可能成为 O2O 平台的市场切入点。移动互联网和电子商务普及时代，通过线上到线下资源的整合，完成产品或服务“最后 100 米”的配送，其核心正是以社区生活场景为中心，构建用户与商家、上门服务提供者之间连接的平台，社区便利店、水果店、干洗以及线下家政、快递、租车、外卖等便民服务均被纳入 O2O 平台之中。

但目前世界乃至我国社区 O2O 业务仍然处于起步阶段，各个商家仍然在摸索社区 O2O 的经营方法，这是由于社区 O2O 具有鲜明的区域服务特征，不同地域、不同社区的居民其居住情况千差万别，在大的需求门类相

【二】业务探索

似的情况下，其侧重点各不相同，此外，由社区 O2O 服务特点决定，其服务内容紧贴居民需求，无论是居民的家政服务还是生鲜预定都要服务和产品能够及时准确地送达，因此覆盖面较广的线下实体店的建设与经营也成为各个商家的重中之重，其投资也不在少数，此外消费者消费习惯的培育，便利店等现有线下资源的整合都成为了各个商家不得不面对的问题，因此目前各个商家开展的社区 O2O 服务都处在初期的探索阶段。各个商家都从自身实际出发，希望能够找到合适的切入点以最大限度地利用自身优势。

当前物业公司、物流公司、电商创业者等都在尝试社区 O2O 电子商务。其中，阿里巴巴、苏宁、拉卡拉等这些已具有一定市场规模的电商平台正抢滩这一领域，主要有自行采销、整合周边零售业态、大型 B2C 代购

表 3 近年来典型的社区 O2O 电商

	类别	下单渠道	盈利方式	服务范围
社区 001	超市代购	PC 网页、微信公众号、电话订购	商超联营、与商超进行分账	北京、上海、杭州等全国 14 个城市
e 家洁	房屋清洁	e 家洁网页、e 家洁 APP、e 家洁微信公众号	服务费收取	北京、上海、广州等全国 6 个城市
e 袋洗	洗衣服务	e 袋洗网页、e 袋洗 APP、e 袋洗微信公众号	服务费收取	北京、上海、深圳
生活半径	家庭送餐	微信公众号 网页端 APP 客户端	与餐馆合作、推荐餐馆、上门送餐与餐馆分账	北京、杭州等全国 7 城市
顺丰优选	生鲜、副食等配送	PC 网页、移动客户端	产品销售	北京、上海、杭州等全国 30 多个城市

一得集

等模式。从现在市场所具有的产品上看，社区 O2O 服务主要可以分为电商和整合服务两种类别，电商类由京东、顺风、一号店等传统电商和社区 001 为首的新型社区电商为代表；整合服务类包括家政服务类、社交类、分类信息类等服务，以 e 家洁、云家政等为代表。

从长远来看，由于社区 O2O 围绕社区，社区居民的需求多种多样，未来平台发展的趋势必然是综合化服务平台。虽然目前商家以单一业务切入社区 O2O 服务，以期培养居民的消费习惯，打开业务入口，但随着平台发展的完善和商家竞争的激烈，未来各个商家必定会在相互竞争中不断地推出新的服务项目来吸引社区消费者，因此社区 O2O 最终会发展为综合服务平台。但在起步阶段，提供个性化服务，通过吸引力强且顺应消费习惯的特色业务，引导消费者习惯使用社区 O2O 平台，仍是社区 O2O 起步发展的必然道路。如何从自身实际出发，寻找优势切入点，待平台运作成熟后，实现平台业务的综合性扩展成为各个布局社区 O2O 企业的共同选择。

十、开展社区 O2O 业务的关键

(一) 寻找切入点

“为社区居民提供什么样的服务以进入社区 O2O 这个行业”是商家首先要思考的问题。首先，商家要有提供相关业务的能力或者有提供相关服务的渠道，如物业服务、零售服务、生鲜代购、家政服务等；其次，该项服务必须易于通过线上平台如移动互联应用，网站等进行推广和订购，即能够与线上平台进行良好的对接；最后，商家要有该项服务良好的运营经验或有渠道引入较好的经营管理团队来进行运营。

【二】业务探索

以上是寻找切入点前必须注意的几点，不少商家都是从自己传统的业务出发来选择切入点的，很少有商家会从陌生的领域进入。如传统物流公司顺丰，利用其物流配送站点形成的网络和配送优势，成立了顺风嘿客网购服务社区店，目前在全国开通了 518 家线下店面，现有服务包括：商品预购、体验实物商品、金融服务，以及机票预订、快件寄取等。反面的例子来源于叮咚小区，在对市场没有充分了解的情况下，叮咚小区以小区居民的社交软件作为切入点，一方面受制于微信、QQ、微博的挤压，另一面其线下服务能力的欠缺和快速扩张的策略，导致其出现资金链断裂的危机。

（二）线下网点的建设与经营

选择好切入点，社区 O2O 线下网点建设和布局就成为了重中之重。电子商务进入到了 O2O 时代，早已告别了最初的只做渠道和媒介的“轻”时代，消费者对线下服务和产品的体验成为了各个商家能否吸引社区消费者、形成客户粘性的关键因素。一方面要求商家有强大的网点布局能力，能够建设覆盖各个社区的服务网点；此外要求网点建设要符合各个社区消费者的需要，由于不同社区居民其年龄、收入、生活习惯的不同，其需求千差万别，如何在经营过程中总结客户需求，做到服务有所侧重，也是考验商家经营能力的一大难点；对于零售和生鲜电商类社区服务，线下物流、冷链配送与仓储，与厂家和原产地的对接更会使很多商家望而却步。

因此线下网点的建设与经营，既要求商家有雄厚的资金与资源以支持其进行终端网点、仓储、物流建设的“硬”实力，也要求其拥有经营、分析、资源整合的“软”实力，这对于有志于进入社区 O2O 领域的各方来说，都是不小的挑战，也是社区 O2O 发展到如今，仍然处于起步阶段的重

一得集

要原因。

(三) 居民消费习惯的培育

社区 O2O 发展的初期，都会遇到一个显著的问题——用户不足。一方面社区 O2O 服务是利用网络平台对社区居民传统消费习惯进行强行切入，如代缴煤气、水电费；生鲜网上下单，网下自提；超市商品代购等，这些以往消费者需要“亲历亲为”的服务通过 O2O 来解决，消费者仍然需要一个习惯和适应的过程，此外该环节仍然会产生一定的服务费用，对于过惯了“紧”日子的传统消费者，从心理上有一种排斥，因此相对于老年人等传统消费者，以年轻人为主的社区其 O2O 服务更易推广。此外，各个社区的物业公司仍然是社区 O2O 服务必须面对的对象，相对于外来的 O2O 商家，社区物业公司对于小区居民的存在感更强，作为社区居民有事找物业已经成为了一个习惯，如何摆正自身与小区物业的关系，是合作还是竞争？都成为了开展社区 O2O 业务必须面对的问题。

针对以上问题，聪明的商家都采取了“高频单点突破”的业务发展模式，即在发展初期，某个业务吸引力强且顺应消费习惯，高频率使用，引导消费者习惯使用社区 O2O 平台，待消费者消费习惯建立之后，再进行业务扩展，以避免贪大求全、全线铺开业务模式造成的资源浪费。如爱鲜蜂、一号店等都是选择居民生活必须的生鲜商品作为 O2O 的重点切入点同时兼顾其他的发展方向，以线上订单线下自提的方式打开市场，整合自身物流、生鲜渠道优势资源，以求在生鲜电商方向做精做透，培养客户粘性，再向其他方向发展。

(四) 资源整合

【二】业务探索

如前面所提示的，社区 O2O 涉及平台建设、运营、开发、客服、仓储、物流等多个环节，如果每个环节都由商家自己完成的话就成了一个重资产公司，作为单个商家，很难精通以上每个环节，且兼顾环节越多，所承担的风险越大。因此在商家能力有限的前提下，如何巧妙整合社会资源，把专业的事交给专业的人来做，最大化发挥社会效率才是正确的方式。从这点上来看社区 O2O 不是只要做好产品和服务本身那么简单，准确来说是一个全体系建设和资源整合的过程。

例如亚马逊中国与上海全家 (familymart) 便利店的合作，由全家负责线下收货自提业务；爱鲜蜂生鲜电商不设自己的全职配送队伍，利用了社区便利店的闲置资源来完成最后一百米的配送。但在目前社区 O2O 发展的初期，各个商家尚处在摸索阶段，对于社区周边的零售资源质量参差不齐，因此仍然面对社区服务难以标准化的难题。除却零售资源外，不同的社区服务内容需要不同的渠道建设，如超市代购需要与社区附近各大超市和卖场做好对接工作，生鲜电商需要与物流、冷链配送、原产地做好对接等，不同的服务意味着不同的社区产业链整合，这些都需要商家依据自身的发展计划进行梳理。

(五) 市场推广

互联网思维下，平台的评价和口碑体系成为社区 O2O 服务推广要素，社区 O2O 需要以成熟和良好的用户体验来赢得客户的信赖，以往传统商家“强加”性的宣传，或是烧钱邀请客户体验的行为都不会有良好的效果，能被小便宜买来的用户是毫无价值和忠诚度的用户，只是可以给投资方提供一个光鲜亮丽的数据。健康的互联网增长模式是口碑式增长，用户体验过

一得集

程收获了价值，自然会通过线上和线下的渠道推荐给亲朋好友来使用，因此社区 O2O 平台用户要想逐步取得增长，平台本身应该具备一定成熟条件。

社区 O2O 并不像之前电子商务那样具备短期爆炸式增长的条件，尽管社区 O2O 是一片具备广阔市场潜力的蓝海，但正是由于其根植于居民生活，涉及社区生活的方方面面，因此更需要线下服务的“精耕细作”，用户体验和口碑是其最好的广告宣传和推动力，而这个过程是一个潜移默化、逐步递进的过程，任何急功近利、大干快上的推广措施都会起到适得其反的效果。

十一、社区 O2O 新进入者的发展策略

从以上分析可以看到，社区 O2O 是一个天然重资产的行业，并且服务门类多，不同服务门类其经营策略、产业链打造都有不同之处，因此作为有意进入社区 O2O 的商家，应当对自身条件和外部环境做一个审慎的评估，看到自己的优劣势，并找到适合自身的切入口。在此基础上就如何完成线下布局，发展自身的服务团队还是与人合作，如何培育消费者的消费习惯和客户粘性，如何进行线下线上的市场推广，都是需要商家考虑和解决的问题。尽管采取不同业务切入其发展策略会有所不同，但其中仍有一些共性的因素可以作为考量：

（一）新进入者在发展前景不明朗的情况下，与有经验的商家进行合作不失为一种稳妥的方式。

前面提到，社区 O2O 发展的关键之一就是资源的整合能力，因此对于

【二】业务探索

O2O 服务各个环节的参与者都可以做为合作方参与其中。如对于手握物业、网点、渠道的企业，由于其运营经验与整合能力的匮乏，以自有资源作为资本与成熟商家进行合作是最稳妥的方式，并且可以选择将手中的资源按照合作效果分批、有计划的投入，可以减少运营的风险，并在这个过程中积累社区 O2O 的运营经验和资源整合能力。

(二) 重点社区的精耕细作，以点带面再进行全区域扩展的策略较为实际。

社区 O2O 服务是一个“精细活”，需要参与商家结合自身实际，充分调研不同社区用户的年龄、阶层、消费习惯而提供差异化的服务，因此切忌贪大求全，盲目投资跟风。可以选择区域内对商家提供服务具备较好接受和适应能力的社区，进行重点的培育，并在此基础上以优良的服务体验耐心培育客户的消费习惯，待用户口碑和满意度上升后以此为基础进行社区与社区间的扩张，实施以点带面、区域扩展的方式。

(三) 与开发商和物业公司的合作会起到事半功倍的效果。

开展社区 O2O 业务，开发商和物业公司成为商家必须面对的群体，从很多方面来说社区 O2O 提供的服务是开发商和物业公司有直接的竞争关系。不过从另一方面看，这也为商家与其合作提供了基础，O2O 商家提供的服务很多不是小区物业管理不愿做就是其不能做的，如包裹收寄、票务预订、生鲜购买、洗衣等家政服务。与其待开发商和物业成立独立的部门开展相关 O2O 业务，不如抢先一步与其达成战略合作，将这些服务“外包”过来，进行经营。因此与开发商和物业合作对于 O2O 商家的区域扩展意义重大。

一得集

(四) 产品和服务的标准化，可评价化，对于消费者口碑积累和市场拓展至关重要。

尽管在目前情况下，社区很多服务和产品在做到标准化方面仍存在一定的难度，如家政服务的质量由于服务人员的素质和能力，或多或少会存在差别；如生鲜食品，由于其在品相、个体重量方面的差异，标准化也存在一定难度。但这是社区 O2O 商家必须完成的工作，这是因为社区 O2O 产品和服务依托于线上订单销售和口碑统计推广，其产品和服务标准化之后才能用统一客观的标准去衡量，不同消费者才会对其有可比较的评价，才会对其产生有利于统计分析的反馈，才利于商家进行有针对性的改进和市场推广。

十二、城投集团开展社区 O2O 的可行性分析

通过以上分析可以看到，城投开展社区 O2O 的优势在于其“硬”的方面，包括线下物业与商业网点的优势，集团公交、供水、燃气等公众服务业务在杭州长期经营积累起来的布局和影响力，以及集团雄厚的资金支持。但在业务经营、消费习惯培育、供应链的建设、市场推广等“软”的方面，集团存在严重的不足，因此以城投现有物业和公共服务资源作为基础，寻找有行业资深背景的运营商进行合作，以自身大型国企的平台吸引众多合作者的加入实现强强联合，逐步成为资源的整合和管理者，是最现实和稳妥的发展方式。

本次城投集团与佑康集团的就合作就是该发展方式的一次重要尝试。尽管目前仅仅就合作达成了共识和一致，城投集团仅仅是准备进入该领域

的一个“初学者”，更谈不上资源整合和调配，但随着项目的落地和逐步深入，相信以城投集团的平台和实力，加之项目运营经验和人才的积累，将逐步弥补其“软实力”的不足，未来集团在社区 O2O 方面有扩展到杭州整个区域甚至是全省的潜力。

十三、小结

进入 2014 年国家宏观经济进入了产业优化升级、从要素驱动、投资驱动转向创新驱动的经济新常态，而创新驱动既包括了科学技术创新、也包括企业治理与商业模式的创新，在这其中 O2O 等电子商务引领的互联网经济变革方兴未艾，成为国家经济创新驱动的重要力量。信息技术和信息网络的发展形成的互联网思维对工业化思维、对传统产业和商业模式渗透直至颠覆是经济发展的必然。正是看到这点，上至中央下至地方政府都在不遗余力地推动电子商务的创新应用，如《商务部关于促进电子商务应用的实施意见》明确提出要“支持城市社区电子商务应用体系建设”，杭州市政府、市委在《关于加快发展信息经济的若干意见》也提出推进“社会民生智慧应用”、“物联网进家庭”等计划，可以说是国家政策的地方版本。

在互联网思维盛行的今天，作为身处于互联网经济发展中的各个企业，不管主动还是被动，都会被这样的大趋势所裹挟，与其被动接受冒着被市场淘汰的风险，不如主动求变，积极进行新型商务模式的试水，为自身在未来的发展中占得先机。社区 O2O 商业模式还处在早期发展阶段，但其发展前景仍然吸引国内大量的企业参与其中，其中不乏腾讯、阿里巴巴、百度这些巨头的身影，但 O2O 商业模式发展的重点仍然在于线下资源的“落

一得集

地”，因为不管平台如何搭建，最终仍然要消费者到实体店中进行消费和体验，因此线下网点的建设与运营成为 O2O 成败的关键。在这方面城投集团不仅拥有遍布杭州可以利用的物业资源，而且也具有多年在公用事业服务领域的影响力和布局积累，这些都成为其参与 O2O 商业模式天然的优势，通过外部合作的方式可以使集团迅速切入社区 O2O 业务的机会，并实现人才和运营经验的积累，同时也是实行国有企业混合所有制改革的重要实践。

资产证券化初窥

城投投资公司 邹晶晶

资产证券化作为西方资本市场近 30 年来出现的一种革命性的金融工具，是指把缺乏流动性、但具有未来现金收入流的资产汇集起来，通过结构性重组，将其转变为可以在金融市场上出售和流通的资产支持证券（Asset-backed security，下称“ABS”）据以融通资金的过程。20 世纪 70 年代以来，资产证券化打破了传统的金融中介局限，迅速成为国际资本市场发展最快、最具活力的金融工作，形成了一套比较完整的运行机制。

一、资产证券化的原理

（一）核心原理

资产证券化的核心原理是指被证券化资产（或基础资产）的现金流分析原理。资产证券化是以可预期的现金流为支持而发行证券进行融资的过程。证券化表面上是以资产为支持，但实际上是以资产所产生的现金流为支持的。换句话说，资产证券化所“证券化”的不是资产本身，而是资产所产生的现金流。

一得集

(二) 基本原理

1、资产重组原理

在资产证券化中，资产重组原理的核心思想是通过资产的重新组合实现资产收益的重新分割和重组，它是从资产收益的角度来进一步对现金流进行分析。资产重组原理的最重要内容是资产的选择，一般来说，构造资产组合应遵循同质性、分散性、规模性三个原则。

2、风险隔离原理

风险隔离机制是资产证券化交易所特有的技术，它使基础资产原始所有人的其他资产风险、破产风险等与证券化交易隔离开来，风险也不会“传染”给资产支持证券持有者，资产的卖方对已出售资产没有追索权，在卖方与证券发行人和投资者之间构筑一道坚实的“防火墙”。

3、信用增级原理

信用增级是通过各种有效的手段和金融工具等信用提升方式来保证和提高整个资产证券的信用级别，确保发行人按时支付本息，它是从信用的角度来进一步考察现金流。

二、资产证券化的参与主体

资产证券化的参与主体主要分为两类：一类是资产证券化的核心主体，即发起人、特殊目的载体和投资者；另外一类是延伸主体，即信用增级机构、信用评级机构、服务人和受托管理人。

发起人，也叫原始权益人，是拥有原始权益资产的人，是要通过资产证券化进行融资的企业或金融机构。特殊目的载体 (Special Purpose Vehi-

cle, 下称“SPV”) 也叫发行人或特殊目的机构, 是资产证券化中极为重要的机构, 主要是将基础资产进行设计, 发行资产支持证券的机构。投资者也就是购买资产支持证券的机构或个人。

信用增级机构是减少证券发行风险的媒介, 目的是为了提高资产的信用质量, 从而提高定价和上市的能力。信用评级机构是对信用风险评估的机构, 评级机构进行信用评级有利于缓解信息不对称, 也为发行人节约了发行成本。受托管理人主要由商业银行或信托机构担任, 受 SPV 的委托, 管理发起人和投资者的账户, 向投资者支付本息和对未来分配款项进行投资等业务。服务人受 SPV 的委托对证券化资产进行管理, 收取到期权益、提供资产价值回收服务。

三、资产证券化的操作流程

资产证券化的基本运作程序主要有以下几个步骤:

(一) 确定资产证券化目标, 组成资产池。发起人根据自身的融资需求, 确定资产证券化目标; 然后对自己拥有的能够产生未来现金流的信贷资产进行清理、估算和考核, 根据证券化目标确定待证券化的资产池。

(二) 组建特殊目的载体 (SPV), 实现“真实销售” (True sale)。SPV 有时由发起人设立, 也可单独成立, 但它是一个以资产证券化为唯一目的的、独立的实体, 其经营有严格的法律限制。SPV 成立后, 与发起人签订买卖合同。发起人将资产池中的资产出售 (或让渡) 给 SPV。

(三) 完善交易结构, 进行内部评级。SPV 与发起人指定的服务公司签

一得集

订贷款服务合同，与发起人一起确定一家托管银行并签订托管合同，与银行达成必要时提供流动性支持的周转协议，与证券商达成承销协议，完善资产证券化的交易结构。然后请信用评级机构对该交易结构及设计好的资产支持证券进行评级。

(四) 信用提高 (credit enhancement)。资产证券的投资利益能否得到有效的保护主要取决于证券化资产的信用保证。信用提高可以由发起人进行，也可由第三方进行。

(五) 进行发行评级，安排证券销售。信用提高后，SPV 再次聘请信用评级机构对资产支持证券进行正式的发行评级，将评估结果向投资者公告。然后由证券商负责向投资者销售资产支持证券。

(六) 获取证券发行收入，向发起人支付购买价格。SPV 从证券承销商那里获取证券发行收入，再按资产买卖合同中规定的购买价格，把发行收入的大部分支付给发起人。

(七) 证券挂牌上市交易。

(八) 实施资产管理，建立投资者应收积累金。发起人指定一个资产池管理公司（受托管理人）或亲自对资产池进行管理，负责收取、记录由资产池产生的现金收入，并将这些收款全部转入托管行的收款专户。托管行按约定建立积累金，交给 SPV，由其对积累金进行资产管理，以便到期对投资者还本付息。

(九) 按期还本付息，对聘用机构付费。到了规定期限，受托管理人将积累金拨入付款账户，对投资者还本付息。待资产支持证券到期后，还要向聘用机构支付专业服务费。

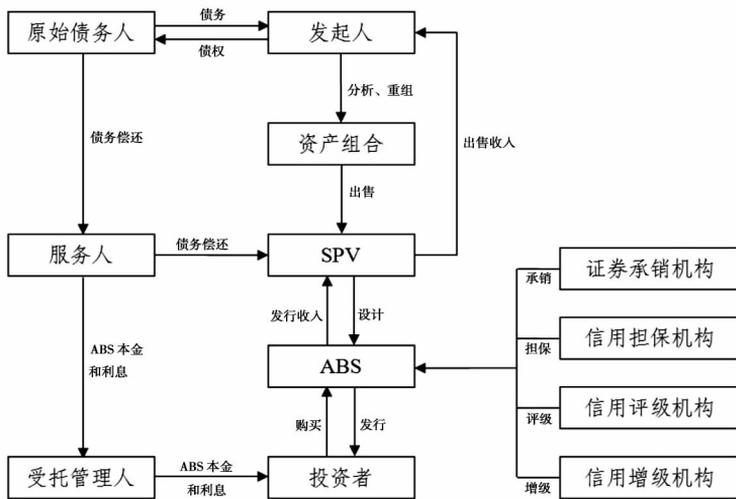


图 1 资产证券化流程图

四、国有资产证券化

（一）国有资产资本运营存在的问题

国有资产经营在经历了几十年的发展之后，已从以往单一的资产经营逐步演变到现在的国有资产资本化运作，即金融资本运营和产权资本运营。但在目前，我国国有企业资产运营中还存在着不少问题，主要表现在以下若干方面：一是产权流动性差。一些国有企业资本质量较低，主要为企业资本收益率低；闲置大量优质资产，使企业的生产能力退化；应收账款数额较大、周转时间长。二是企业片面追求规模，盲目重组。一些企业对并购对象缺乏理性分析和客观评估，盲目重组，背上沉重的负担。三是互相攀比。一些企业在没有对各种运营模式充分了解和掌握的情况下，为了显

一得集

示其经营模式的多样性，盲目地使用一些不适合自身企业的经营手段，反使企业经营状况每况愈下。

(二) 现行国有资本流动渠道分析

1、在深沪交易所上市交易

目前在沪深交易所上市的国有控股公司尚未达到全部国有企业的 1/3。这主要是因为长期以来我国对企业资本市场上发行股票债券实行审批制，导致大量国有企业被卡在资本市场之外，难以通过资本市场筹集资金，实现资本结构的调整。与此同时，由于我国资本市场发育不良，部分企业将上市融资视为目的，一些企业为获得短期利益，通过过度包装、制造和发布虚假信息，违背市场原则，损害了投资者的利益。

2、通过产权交易中心实现产权流通

2003 年国务院国有资产监督管理委员会成立，采取一系列措施，在规范国有企业改制和推动国有产权有序流动方面取得了明显成效。例如创建了规范的产权交易市场，在不断加大对产权交易市场的监督力度的同时，完善进场交易制度，有效推动了国有产权的重组，较好地实现了国有产权流动方式从“政府主导型”向“政府引导和市场调节相结合”转变。产权交易市场在深化国有企业改革、促进企业发展方面发挥了积极作用，但是由于国有资产资本运营存在的诸多问题，且由于产权标的的特殊性，导致交易决策时间较长、交易费用较高，在难以满足大量国有资产流通、重组和置换的需求的同时，也加大了企业负担。

(三) 国有资产证券化的优势

1、在更大规模上实现国有产权流通

【二】业务探索

资产证券化通过增强资产的流动性，扩大资金融资渠道，提高国有资产的利用效率，从而提高国有资产的整体质量。通过国有资产证券化，不仅可以使市场化手段给予国有资产合理定价，也能够满足证券市场的融资需求，实现国有资产的保值增值。

2、降低国有资产融资成本

资产证券化通过真实出售实现了风险的转嫁，满足严格的规章制度的要求，实现部分管制的突破，减少管制成本。通过破产隔离，是的 SPV 发行的证券的偿付与发起人的经营风险彻底分开，在很大程度上减少了发起人财务状况必须受到监督的必要性，降低了发起人内外部财务监督成本。通过信用增级可以使发起人和证券发行单位的信用评级提升，降低证券利率，减少融资成本。

3、有利于缓解国有企业负债压力

国有资产证券化可以促使企业使用新的融资方式取得资金，归还银行贷款，既缓解了企业过度负债的问题，改善资本结构，又能实现投资主体的多元化。此外，还有助于资源的合理流动，使社会资源得到有效配置。

4、有利于国有企业融资渠道的拓展和资产的壮大

国有资产证券化不仅可以使国有企业进行融资，而且通过其运作，还可以使国有企业流动性差的资产置换出流动性强的资产，在改善国有企业自身现金流入的同时壮大国有资产。

综上所述，资产证券化通过盘活非流动资产和风险隔离等多种手段，降低了发行主体的融资成本，增加了金融资本的流动性，也提高了资本市场风险的动态匹配效率。它不仅仅是金融机构进行信贷资产流动性与风险

一得集

管理的工具，也为广大国有企业进行融资提供了一条现实的可行途径。积极引入资产证券化并运用这一金融创新工具进行企业融资创新，不但具有现实可行性，而且对企业的发展有着重要的现实意义。

【三】
国企改革



又面国企改革

城投投资公司 倪 武

没有什么灵丹妙药能一剂就解决改革问题的。30 多年来，作为经济体制改革重要领域的国企改革一直在进行，从未了结。市场化、国有化、私有化多种观点一直在指导国有企业改革，政府试图找出突破口，但效果并不理想。新一届政府上台，十八届三中全会的《决定》一出对国企改革的关注点又达到顶峰，国有企业何去何从。

国有企业被称为国企并不仅仅因为它的组成结构是国有资本为支撑，还因为它在一定程度上是社会公有组织，具有社会属性，承担公共品的供给和调控市场经济的责任。所以对于国企的改革常常会陷于定位的混乱中，到底是强调她的经济属性追求利润最大化，还是以社会属性为主不用经济尺度衡量，两者的平衡点没有找到，改革就不会停止。

一、国有企业的改革之路

我国国有企业从 1949 年建国以后开始出现，但在计划经济时期初期，国有企业只是社会主义公有制的一种表现形式，不是真正的企业，所以国

【三】国企改革

家对它是完全掌控式的直接管理。国有企业只是一个“加工厂”。1978年改革开放，国家寻求经济体制改革。从此开始了探索改革之路，出现利改税、承包经营责任制以及股份制改造等多种形式。1988年国家开始探索向市场经济过渡，提倡扩大企业自主权。成立国有资产管理局，想解决政府机关多头干预企业的问题，但并未能够形成有其主导的独立于政府的国有资产管理体制。90年代后期国资局并入财政局，国家各级行政机关又掌握了国有企业的经营控制权。此时国有企业的实际经营者是由行政机关指派的，国有企业仅仅是行政机关的附属产物。值得一提的是期间深圳和上海做了国企改革先行兵，探索建立了“三个层次”的“沪深模式”，其实质就是“政企分开”的现代企业制度。最主要的特点是建立了专门监管国有资产的机构，统一替政府行使所有权职能的同时将行政职能隔离在外。1993年中央政府采纳这个思路，十四届三中全会明确提出建立现代企业制度是我国国有企业改革方向。1997年的十五大要求从战略上调整国有经济布局“国有经济比重减少一点不影响我国的社会主义性质”。在政策的不断鼓舞下，国企改革如火如荼的进行。

2003年国有资产监督管理委员会成立，代表全民履行出资人职责。它看上去是一个独立的委员会。这是国有资产管理体制市场化的象征，真正想将政府行政职能和国有资产经营分开，改革进入新阶段。这次改革的核心依然是旨在把政府公共管理职能和国有资产所有者代表职能分开，推进国有企业的现代制度建设，完善公司治理结构。但2006年国资委出台《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见的通知》明确的提出军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、煤炭、航运等七大行业将由国有经济

一得集

控制，另外对基础性和支柱产业领域的重要骨干企业要保持较强控制力。这无疑使得国有企业的垄断地位又得到强化。国家政策的支持使国有企业在垄断行业内大肆盈利，“再国有化”浪潮涌现。中国经济“国进民退”的现象加剧。但在现代企业制度建设上的成果比较明显，股份制改革大力推进，全国90%以上的国有企业完成了公司制股份制改革，多数企业建立了股东会、董事会、经理层和监事会等机构，公司治理结构逐步规范。一大批国有企业实现了股权多元化，形成了混合所有制的股份有限公司。

新一届政府上台后，特别是十八届三中全会的《决定》一出对国企改革关注点又达到顶峰，国企改革又提上日程并且强调发展混合所有制。新阶段明确提出混合所有制经济的特点为国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合。

二、国企现状促改革

长期的探索和实践下，国企改革得到不断的深入。目前国有企业又存在那些问题亟需解决的呢？

（一）现代企业制度建设仍不完善

首先是企业治理结构并不完善，没有形成规范的董事会建设制度，国资委、董事会、经营层三者的定位有偏颇，企业内部平衡能力不高。自然而然就容易出现有碍企业发展的决策，例如企业规模过于庞大、资产负债率过高等。其次就是职业经理人制度一直未能被有效采用，经营者大多都是行政任命的，可能会导致需求和供给的不匹从而会阻碍企业发展。对经营者的激励约束机制没有市场化。最后是企业的自主决策权太小，政府行

【三】国企改革

政干预命令过强，国企实际经营者根据对企业本身情况了解而提出的经营方案与行政命令不一致，缺少自主决策权，事项需要层层审批不可避免地打击了企业的积极性。

（二）配套改革有待跟进

我们国家没有一个高效而独立的司法系统或监管机构。其实东亚和东南亚除香港和新加坡（在某种程度上）具有完善而独立的司法和监管体系之外，大多数国家的司法和监管体系相对薄弱，被政府的行政部门所操纵。主动干预型政府行业政策和薄弱的司法体系这两方面的因素共同作用，直接制约了中国实现有意义的公司治理改革。

三、国有企业改革模式

（一）私有化的英国

英国是老牌资本主义国家，国企改革起步也是最早的，始于撒切尔夫人执政以后。改革前的英国国有企业普遍生产效益低下，资源不能有效利用等问题，已经严重制约英国经济。撒切尔夫人在竞选宣言中就称：“在过去的5年里，凡是生活在这个国家的人都意识到这一点，即社会的平衡已日益倾向于重视国家的作用而同时牺牲了个人的自由。”所以英国国企的改革方向是股份制改革。原国有企业股份被大量一次或多次全部出售，国有企业转化为私有企业。英国政府还推行全民股份所有制，鼓励私人直接认购股票。千方百计减弱国有资本，减弱国家干预程度，使自由市场作用最大化。私有化无禁区，航空、电信、船运、煤气等领域的国有经济所占比例大幅下降，到2005年国有企业产值从改革前占国民生产总值的10%下

一得集

降到不到 1%。而私有化了的企业千方百计提高经济效益，提升产品、服务质量，更重要的是技术装备的不断创新。而在政府应该发挥作用的地方，英国政府毫不推却，他们建立了对商品价格、服务质量和投资水平的严格监管制度，每个被私有化的企业都有独立于企业的监管员，按照法律行事监管权。对于剩下的国有企业则是运用市场经济法则间接调节，例如约束财政资金、扩大董事会权限等。

(二) 淡马锡模式

新加坡淡马锡控股公司是全球国有企业“模范生”，他作为国有企业切实落实执行政府的政策，同时作为一家企业又保持较高的净资产收益率，同时解决了国企难于管理和效率低下的全球性难题。淡马锡创建宗旨是：遵循并以投资来支持政府的经济政策，关注、追求投资项目的回报率，代表政府作为国连公司的股东，维护股东权益，从不需要政府介入的领域中撤回资金，投向私营部门不愿意投资经营的领域。所以他把控着电信、电力、航空等重要行业，经营着新加坡几乎所有的重要企业。2004 年首次公布财报的时候，自成立的 30 年来，公司的总体投资报酬率为 18%。它的总资产达到 900 亿美元，企业规模与美国通用电气相当。据不完全披露他的投资对象集中在亚洲和欧美发达国家，投资行业主要是金融业，他对中信证券、建行、工行都持有 10%左右的股份。在 2003 年公司的投资报酬率就高达 46%。

淡马锡的董事会制度是他成功不可或缺的因素。董事会是由政府官员、下属企业领袖、民间人士三方组成的。政府官员来自不同的政府部门，实现了政府通过董事会制度对淡马锡进行监控；下属企业领袖一般是优秀的

【三】国企改革

企管人士；民间人士则有专家学者等。值得一提的是作为董事的政府官员不从淡马锡领取任何物质薪酬，而是将经营状况与其政治仕途挂钩，一定程度上隔断了与公司的利益关系，保证公正独立，多元化平衡的董事会。

淡马锡明确界定了新加坡政府与淡马锡的责权。新加坡政府的企业所有权由财政部行使，任命董事会的主席和董事。但是财政部只是负责定期财务报表的审阅检查以及淡马锡在管理下属公司的时候遵守“投资入股，按股份比例收取收益承担风险”的原则。下属公司独立行使经营权。作为“积极股东”不插手微观层面经营运转，只是积极参与董事会组建，健全董事会运作机制。

（三）法国的 APE

法国是西方发达国家中国企数量和国资比例最高梯队中的一员。2004年法国国家参股局（APE）成立，类似于中国国资委，履行出资人职责，把控经济命脉，经营国有资产使之保值增值。

法国的经济体制改革从1945年起步也经历了漫长岁月。一开始法国政府采取主动干预市场经济的措施，企业国有化运动也大规模的展开，煤矿、汽车、航空、银行等领域的大企业都收归国有。到了70年代中期，法国经济开始继续下滑，政府开始转变政策，寻求自由竞争经济，减少了宏观计划。但是80年代初，新政府上台又继续推行国家干预政策，企业国有化的节奏延续。90年代政府缺乏资金，国家控股企业的股权得以对非国有资本开放，国企数量从开始的约200家国企，3000余家子公司，已下降到今天的约70家国家直接控股或参股的企业。但是长期的国有化使国民经济占据的比重仍不小，国有企业的经营管理十分重要。

一得集

APE 类似国资委作为战略性股东在董事会层面影响企业经营，不再纠结于微观层面的日常运营决策管理。在经营层人选任命方面，除了国有股份占 90%以上的国企的董事长和总理由政府主管部门提名，议会任命外，别的国企都是由股东大会和董事会选举产生。董事会治理结构也采用“三方代表制”。

严格的硬预算约束，是法国国资管理的另一个特点。法国预算法的要求具有近乎宪法的效力。如果出现 APE 持股的国企资不抵债、持续亏损的情况，APE 将需要评估其整个持股组合，只有出售一些所持有的其他国企股份，才能为这一问题国企注资或者直接出售或清算问题国企。

根据 APE2012 年年报，法国国有企业资产总规模为 6561 亿欧元。2012 年，APE 管理的国有上市企业总市值达 686 亿欧元，同比增长 14%。持有的国企以公共服务类和战略类企业为主，具有相当强的竞争力，其近年的平均股本回报率接近 8%，利润率在 9%左右。值得一提的是国有企业上缴国家的股息率最近三年均超过 50%。

（四）对中国国企改革的借鉴

西方国有企业理论从亚当斯密到凯恩斯再到哈耶克，是从“看不见的手”主导到政府干预再到市场自由竞争理论。同时国有企业从无到有，地位也一直在被审视被调整。西方经济学家认为国有企业一般是指政府可以凭借所有权，加以控制和管理的经济组织，该经济组织的收入主要是通过出售其产品或服务所得。总体上看，他们认为随着社会化大生产的高度发展，单纯地依靠市场机制无法达到资源的最优配置，国家管理经济的职能定位也已经难以适应现代市场经济发展的需要，因此，尽管各国的国有企

【三】国企改革

业有着不同的产生背景和特定的任务，但是有一个共同点，即国有企业都是国家对经济发展加以调节和控制的产物。所以 20 世纪以来，尽管国有企业在各国经济总量中的比例时高时低，所发挥的作用有大有小，但是各国都十分清楚地意识到，没有国有企业提供的宏观经济外部性，国民经济的某些部门将难以发挥应有的作用甚至出现混乱，市场经济某些功能的正常作用将受到削弱，国有企业是现代市场经济不可或缺的重要组成部分。所以国企改革的方向不是取消国有制而是完善国有制。

1、兼顾国企双重属性

国有企业改革的成功不仅局限于盈利能力与竞争力的提升，有经济学家提出在逐利的过程中国有企业没有履行应有的义务，发挥应有的功能。

国内经济学家的观点都偏重于从国企产权制度出发，重点关注国企如何经营，利润最大化，而忽略了国企的特殊性和重要性。

所以过去的国企改革中，经济效益提升一直在被强调，措施偏重短期财务指标。在经历了放权让利、承包经营、债转股、公司制等一系列的改革措施后，从单纯的获取利润来讲，部分国企效益已有所好转，但在这些改革措施实施之后，仍然有许多问题值得我们深思。

西方经济学家认为国有企业是国家对经济发展加以调节和控制的产物，若没有国有企业提供的宏观经济外部性，国民经济的某些部门将难以发挥应有的作用甚至出现混乱，市场经济某些功能的正常作用将受到削弱，因此国有企业是现代市场经济不可或缺的重要组成部分，是市场经济中重要的调控手段。

在十五大和党的十五届一中全会提出，要用三年左右的时间通过改革、

一得集

改组、改造和加强管理，使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境，具体方法是：对于国企而言，实行鼓励兼并和规范破产，对于国企职工而言，实行下岗分流和裁减职工的办法，但实际的结果表明，无论是兼并还是破产，还有后来的变现国有资产、出让国企的股权和减持国有股等做法均未达到预期的目标。其实国有企业本身就是特殊的企业，不能简单的看经济指标，不能要求所有的国有企业都要拥有强大的竞争力，要考虑国有企业带来的社会总福利，考虑国有企业应有的社会属性。

2、分类监管

英国国企改革采取化大为小，区别对待的方法，对亏损的大企业本身进行划分，根据各部门具体的盈亏情况划分为若干个小公司，从而降低了国企改造的成本。整个改造过程分阶段实施、按步骤进行，同时注重各种改革措施之间的相互衔接配套。中国的国企改革要从功能定位开始。一些国家可以放手，或企业没有能力继续经营及改造的国有企业，一般应通过招标、拍卖的形式，转为完全民营。央企在竞争性行业中产能过剩的企业，难以挽救亏损局面的，像煤炭、钢铁、船舶、交通运输，可以向民企开放。美国政府战后就曾把大部分军工企业出售给私人垄断企业，后来又相继出售铁路货运公司、电力销售机构、全国铁路客运系统等在内的一批国有企业，激活企业。

四、国企改革何去何从

十四届三中全会开始放宽口径，提出并不是所有的领域都要确保公有制经济为主体、国有经济为主导。十五大进一步明确国有企业在国民经济

【三】国企改革

的重要行业和关键领域占据主导地位，十五届三中全会则是进一步具体到三个领域和一个行业。最近的中共十八届三中全会的《决定》中只提到了公益性和自然垄断两个领域并提出要积极发展混合所有制经济的“三个允许”，即允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济，国有资本投资项目允许非国有资本参股，允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益的共同体。

那么到底何为混合所有制？从宏观、微观、经营方式出发，有多种理解。但是可以确定的是现代市场经济必然是高度市场化、社会化的商品经济，是国家宏观调控和市场机制并举的混合经济，混合所有制出现是必然的。

混合所有制的概念最早于 90 年代初期出现。萌芽于农村集体企业出现的个人直接投资和城市中国有企业的股份制改革试验。党的十五大报告正式给予混合所有制官方身份。我国目前存在的混合所有制主要有三大类型：公有制和私有制联合组成的混合所有制企业，国有经济或集体经济与外资联合而成的企业，国有经济或集体经济同国内私营经济联合组成的企业；公有制与个人所有制联合组成的混合所有制企业，包括国有企业股份制改造中吸收本企业职工持有部分股权的企业，以及集体经济实行股份合作制的企业中集体所有与个人所有相结合的混合所有制企业；公有制内部国有企业与集体企业联合组成的混合所有制企业，如城市国有企业与农村乡镇企业或城市集体企业组成的联合体。

从上面看出混合所有制经济早就出现在国有企业中。

十八大强调的“三个允许”不仅仅要求宏观经济中不同所有制之间

一得集

“板块式”的并存和混合，而且具体到企业所有制主体多元化，经营方式混合化。混合所有制是天然的股份制，典型的混合所有制应该是指在股权相对平均较低的基础上的多种投资成分构成的股权架构。从国际上已上市公司混合所有制的结构模型看，混合所有制是一个没有“一股独大”和绝对控股股东的股权结构。

在某一层面上说这些“混合”仅仅局限于非公资本进入国有经济，最近的中石油和中石化宣布的改革方案，目前为止似乎也仅仅是对于非公有资本投资石油石化行业的资本投入放开，更大程度可以说是完成了“非公36条”的“迟到”落实的政治任务，非公资本出钱却不能发声。根据中央文件表明过去的所有制共同发展，强调不同所有制经济自我发展，强调相互之间不排斥、相互促进，而现在的混合所有制经济强调不同所有制形式之间直接结合、交叉持股、融合发展。混合所有制的实质还在于构建使双方真正融合、共生的制度框架与机制体系。

混合所有制怎么混合

城投投资公司 倪 武

根据国有产权的特征“国家是国有资产的所有人，任何个人和组织不得侵占以及国家必须选择代理人行使经营权”判断我国的国有企业产权归属是国家。十八届三中全会的《决定》中提出了国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提高到30%，更多用于保障民生和改善改革，引用天则经济研究所冯元兴的话来说这个措施只是政府与国有企业分肥的表现，“让人民群众共享发展成果，是实现经济发展和社会和谐的基础”看上去更像一句口号，《决定》明确的“国有企业属于全民所有”与现实情况不免矛盾。其实在国家特殊时期国有企业的特殊性质是可以帮助国家集中财力快速发展国家经济，但随着经济发展，国家所有制会拖累企业发展，最终甚至成为企业所在行业的发展的桎梏。所幸政府已经认识到这一点，最新的国有企业关于混合所有制的改革引得公众认可。事实上现代产权理论也明确了先优化产权结构才能进一步改变企业治理结构和提高企业经营效率，所以国有企业改革，最需要改的产权所有制。本文就从国有企业产权改革层面提出若干参考意见。

一得集

一、混合所有制是一种必然趋势

在我国，混合所有制企业的产生和发展并不是一朝一夕的事情，而是有长时间的发展过程的。1978年初步发展阶段、90年代中期基本成型、90年代后期深化完善。产权混合的企业在数量和规模上不断扩大是显而易见的。

2013年我国国有企业总资产达到911038.6亿元，利润率为5.35%。西方发达国家中国企数量和国资比例都位居前列的法国，2012年的国有资产总规模为6561亿欧元，而利润回报率达9%左右。反观私企，民营企业近年来发展迅猛，2012年国有企业净资产收益率5.9%，非国有企业为11.1%。以上市公司为样本，孙永祥和黄祖辉（1999）对1998年301家中盈利的公司研究表明：就平均总资产收益率、平均净资产收益率和托宾q三项绩效指标而言，民营上市公司优于国有控股公司，其中平均总资产收益率及托宾q两项指标，前者远远优于后者。另外有关资料表明在我国规模以上工业中，2003—2012年私企资产总额增长17.4倍（年均增长33.1%），主营收入增长22.9倍（年均增长37.3%），利润总额增长40.2倍（年均增长45.0%）。国有企业增长乏力，为其注入“蓬勃活力”已迫在眉睫。

二、国际上国有企业混合所有制经验借鉴

混合所有制并非最早出现在中国，其实在以私有制为基础的发达资本主义国家，很早就出现了混合所有制的实践，但这些国家都以私有制为主，混合所有制从未在这些国家占据主要地位，混合所有制只是服从和服务于资本主义私有制经济。但是现代市场经济要求国家宏观调控和市场机制的

【三】国企改革

共同作用，市场才能健全的运行，所以混合所有制经济在西方发达国家也占据越来越重要的地位。混合经济的产生在改变西方资本主义国家经济运行机制的同时，也决定了它运行的产权基础——混合所有制的出现。所以可以通过学习他们的混合所有制发展，为我国国有企业的改革提供借鉴。

（一）韩国的国企改革

和中国比较相似，韩国的国有企业主要分为政府企业、政府控股企业以及政府参股企业。韩国政府利用行业主管部门、经济企划院下属的国有企业经营绩效评估委员会和审计与检查委员会管理国有企业。

上世纪 60 年代开始，韩国实施经济开发计划，市场经济发展迅速。并且随着私人资本的发展壮大，70 年代后半期国有制造企业开始转为民营，但是国企不断成立子公司，所以国企数量并未减少，1980 年以前只有 37 家，而到了 1993 年则有 103 家。但同时民间财阀逐渐壮大，在经济中发挥主导作用，随后又有企业私有化浪潮出现，所以韩国为数不多的国有企业主要集中在财政经济部和产业资源部等几个部门，包括财政经济部下属的产业银行、造币公司和产业资源部下属的电力公司、石油公司等国有企业。总体来说，韩国国有企业的改革主要突出在行业退出上，国有企业目前逐渐局限于公益性强的事业部门，负责国民经济中风险大的产业，引导垄断产业的良好发展、负责社会基础设施的建设、部分改善财政状况。

（二）日本的公私混合企业

企业所有权结构与国家经济是分不开的。日本经济体制类似我国，公有制与私有制并存，但是公有制又分为国家所有制和社团所有制。所以具体到企业所有制结构，日本既存在着所有权归私人所有的私人企业，又存在

一得集

着所有权归国家和地方公共团体所有或者所有权归私人、国家、地方公共团体共有,但以公有为主的公营企业。但同时值得注意的是私有制的神圣不可侵犯、契约自由和自我负责是日本市场经济制度的三大基本原则。正有了三大基本原则保证,国家是丝毫不能限制日本的私有产权和私人企业在法律范围内的运行,所以,私人企业在日本经济活动中一直占据着绝大比重。日本政府将凡是私人能够经营好的经济领域内的产业或经济活动,都放手由私人去干。但是,在日本市场经济中,那些私人不愿意去干或者干不好的经济活动,政府和公共团体也兴办了大量的公营企业来承担和从事。

(三) 东欧银行产权改革

东欧银行产权改革发生在 20 世纪 90 年代初,改革核心是国有银行资本社会化。东欧各国的银行成立伊始是按照中央集权的计划体制设计的在计划经济体制下,所有的生产经营活动都是根据政府制定的计划来的,根本无所谓效率,所以那个时候东欧各国银行就相当于只是政府的出纳、保管箱。80 年代之后,分别开始尝试中央银行和商业银行分离的双轨制。但此时的商业银行任属国有,并不能提高传统经营体制的经营效率。到了 90 年代初,东欧计划经济解体,国有银行濒临破产,原有的银行体系难以维系。所以东欧各国开始酝酿改革方案,同时无一例外的从产权改革入手,将原来银行单一的产权结构转化为多元化的产权结构。具体方式主要有无偿发放股权凭证、初次公开发行(IPO)和通过招标引入国外战略性金融投资者。无偿发放股权凭证能够在短时间内改变银行产权结构保证政府从中尽快退出的最快方法,但是银行不能从中获取资本,所以这种方式不能在长时间持续;初次公开发行能够筹集自有资金增强实力,但实际上因为东

欧国家资本市场不够发达，除了波兰等国家很少采用；通过招标方式引入国际战略投资者既能转移银行所有权又能引进国外先进经营经营、金融理念、服务手段等，从长远发展角度考虑比较有利，匈牙利等国家选择这种方式。

经过 20 多年的发展东欧银行国有股份已经大幅下降，基本维持在 20% 左右，对外资的开放程度也较高，捷克甚至达到 84.9%，基本建起以多元化产权为基础，稳定、开放的银行体系。

三、我国国有企业发展混合所有制的现状

股份制、股份合作制、合作联营是混合所有制的基本表现形式，其中股份制发展迅速。在文化大革命结束后，中央为了解决“上山下乡”知青回城工作问题，召开全国劳动就业会议，就是在这次会议上经济学家厉以宁提出组建股份制形式的企业，筹集民间资本弥补国有资本不足，兴建企业。所以股份制企业从一开始的用途仅是为国家筹集资金，没有考虑私人资本的股东权利和义务。到了 90 年代初期，中国资本市场建立，许多国有企业上市，一部分股权在转移到了公众手中，但是国有资产依旧维持大股东身份。股市用途只有圈钱。同时国有企业得到资金进一步扩张，层级复杂，关系紊乱，造成尾大不掉，上行不能下效。2003 年的十六届三中全会明确大力发展混合所有制经济，实现投资主体多元化，股份制要成为公有制的主要实现形式。往后的两届三中全会公布的《决定》都体现了政策制定者对混合所有制经济的认识在不断深化，混合所有制在理论上发展较快，但是现实中的混合所有国企还存在各式问题，究其原因无非在于形似而神

一得集

不似股权结构的改造并未改善内部治理结构以及带来市场化运作，一切还是由“国资”说了算。

股权结构是指公司各股东持有公司股份的比例，它包含股权集中度和股份构成两层含义。许小年和王燕（1997）利用沪、深两市上市公司1993-1995年的数据，分析了中国上市公司股权结构对公司业绩的影响，结果表明：股权集中度对市值与账面价值之比有显著的正影响，对净资产收益率的影响不稳定；国家股比例对净资产收益率、资产收益率有显著的负影响，对市值与账面价值之比的影响不显著；法人股比例对三个指标都有显著的正影响；流通股比例对市值与账面价值之比有显著的负影响，对净资产收益率和资产收益率的影响为负，但不显著。

资本市场上，国有股占中国上市公司总股本的绝大部分，流通股比重仅为三分之一多。国有企业的股权结构呈现一股独大现象就不言而喻了。所以我国特殊的股权结构对于公司经营绩效的影响一直是外界争辩的焦点。

四、对策和建议

先进国家的混合所有制发展模式经过长时间的发展，在各方面都会比较完善，所以根据他们的先进经验结合我国实际情况，提出以下建议。

（一）按行业性质推进混合所有制

现行的行业政策对非国有资本进入仍然有比较苛刻的限制，石油、电信、电力等领域国有资本依旧占据主导地位。虽然总体上看，我国混合所有制的产业结构变化的趋势是第二产业比重逐步下降，第三产业比重稳步

【三】国企改革

上升，产业结构整体优化调整。但第三产业内部结构调整滞后，三产业企业主要集中在批发、零售贸易和餐饮业、租赁和商务业务、房地产业等传统领域，在文化、医疗卫生、教育等领域混合所有制经济没有大规模的推进。根据国家发改委公布的研究报告，目前的国有经济、外商经济与民营经济在市场准入方面仍然存在着很大的政策差异：一是尽管有些产业领域国家没有明文规定不准民营投资经营，但由于部门或地区垄断经营的存在，民营资本往往难以进入；二是虽然很多产业早已对外资开放，但对民营经济至今还紧闭大门。

为了更有效的管理国有资产，对国有企业实施分类管理是国际一般法则。国际上对国有企业的分类标准有三类。

第一，按企业市场地位或竞争程度分类，以法国和新加坡为代表。

第二，按利益属性和赋予目标分类，以芬兰、瑞典、新西兰和挪威为代表。

第三，按法律地位及持股比例分类，以英美韩为代表。

其实，仔细探究可以发现，以上分类的最根本标准是国有企业所持有的资产性质。国有资产通产分为行政事业性国有资产、资源性国有资产和经营性国有资产。行政事业性资产不以盈利为目的，用来保证整个社会的正常运转；经营性资产就是国家对企业以各种形式的出资所形成的权益，是最为社会所熟悉的；而资源性资产则是土地、矿藏、森林、草原、水流等，它有一部分可以转化为经营性资产，例如土地和矿藏。

从国有资产的性质出发，国有企业的分类管理界限就会很明晰。持有行政事业性资产的企业因为其公益性，自然而然由政府承担经营；持有经

一得集

营性国有资产的企业推行混合所有制；持有不可转化的资源性资产的企业则必须由国家垄断。

国企改革的核心不是改变国有企业的上缴比例而是国有企业如何退出竞争性行业。十八届三中全会后发改委也对外公布称将对铁路、盐业等行业，推进投资经营主体多元化；深化电力体制改革，稳步开展电力输、配分开试点；对电信、民航、石油等行业，进一步放宽市场准入，加快形成有效竞争的市场格局。行政垄断的企业正在允许民资参股，但是若仅仅是作为少数股东，如果不是整个行业全面开放，如果参股以后的股权比例不均衡，出现的将是国企占据民资，继续扩张，挤压民营企业公平竞争的机会。

(二) 股权均衡的推进混合所有制

混合所有制的核心在于引入市场公平竞争的观念。

5月5日，腾讯11.7亿入股四维图新，成为四维图新的第二大股东。中国四维与腾讯持股比例相差仅1.3个百分点，公司将没有实际控制人。北京四维图新科技股份有限公司是隶属航天科技集团的国有企业。更引人关注的是由于腾讯与中国四维的股权相当，公司可完全构建市场化的董事会和治理结构。有数据显示，全国90%的国有企业完成了公司制改革，除了有一些是国有独资公司，大部分已实现股权多元化。截止2013年底，在A股上市的国有控股公司达1029家，占境内上市公司总数的41.3%，占上市公司总市值的64.4%。还有一批国有企业在海外上市。因此，国有企业准确的讲包含国有及国有控股企业，而且大部分是国有控股企业，传统意义上的全民所有制企业已经很少。那么在混合所有制早已不是新鲜事而我们还

在追求混合所有制的时候我们到底是在追求什么？答案是股权均衡。现有很多企业国有股份一股独大其他资本只是“打酱油”，例如中石油的国有股占比高达 86.35%。

这样的做法是对国有资本的浪费，没有发挥资本的杠杆作用。将国有股权降到适当的比例反而能提高控股效率。根据资料，世界著名企业的第一股东持股比例最高不会超过 30%，IBM、微软不超过 8%，以家族控制为特征的亚洲企业，第一股东持股比例维持在 30%左右，李嘉诚的企业就没有超过 30%。在现行管理体制下，谁控股和控股多少比例并不重要，最重要的是如何提高企业经营和管理效率。国有企业要控股比例高的理论误区亟需突破。在市场化条件下，30%左右的股权比例已基本可实现对企业的控制。超过 50%的绝对控股也不一定能保证国有资产绝对安全。现代公司治理中更强调的是用章程来保护股东控制力和利益。

目前杭州市城投集团已发展成为拥有公共交通、城市水务、城市能源、城市建设、城市环境、置业发展六大经营板块 23 家下属企业、合并资产总量 800 多亿元的大型集团。国有资产并不涉及资源性资产，所以在某些下属企业中可以尝试股权均衡的混合所有制，发挥国有资本的杠杆作用，撬起最大的经济效益。毕竟完善资产关系，才能为建立更有效的公司治理结构和国家监管奠定基本的产权关系基础。

五、总结

关于国有企业改革的理论研究从来不断，在边走边摸索的过程中混合所有制成为一条暂定的道路等，毕竟世界上没有一个国家是靠完全私有化、

一得集

市场化或者国家垄断成为经济强国的。“问渠那得清如许，为有源头活水来”，一成不变肯定不行，中国国情复杂，不可能照世界上任何一个国家邯郸学步，只有边学习边总结边发展，结合国有企业的实际情况探索出最符合自己的道路。

国企改革之股权激励

城投投资公司 倪 武

国有企业改革的方向是建立现代企业制度，以法人产权制度为主体，规范企业各方面基本经济关系，从而使产权得以高效运作的制度体系。但是上个世纪西方经济学家就提出在现代企业中企业的所有权与经营权是相分离的。也就是说在现代股权分散的公司，股东追求公司长期价值最大化，而代替股东管理公司的经理人追求个人利益最大化，两者存在冲突。在这个委托代理的过程中如果没有合理有效的制度就会出现代理人不积极或不忠诚两种结果。所以既要调动经理人的积极性又要防止其出现侵害公司利益的行为是现代公司治理要解决的一个重大问题，对此许多学者提出过不同的解决方法，其中最被广泛接受的是以激励协议为核心的委托代理理论。委托代理理论认为对经理人实施股权激励可以在委托-代理双方之间形成一种最大程度的利益共享、风险共担运行机制，而且是一种长期激励机制。

一、探索实践中的发展

股权激励在西方发达国家已经有几十年的实践史，20世纪60年代他们

一得集

就开始尝试员工持股计划、股票期权等股权激励制度。他们的实践经验也证明股权激励作为公司治理的重要手段，能较好的解决代理人的激励问题，有效的实现对经理人的长期激励。

在股权激励制度下，经理人获得公司股票后就成为企业的特殊股东，具有经营者和所有者的“双重身份”。拥有股票表明经理人在可以分享公司成长或交易市场波动带来的利润同时承担公司运作失误带来的风险，所以此时企业长短期经济效益都与经理人的自身利益直接关联。

我国的资本市场发展迟缓所以股权激励制度的建立也比较晚，从上个世纪 80 年代末起步，并且在之后的十几年中磕磕碰碰地摸索前进。具体见图 1。



图 1 股权激励发展历程

从中可以看出 2005 年的股权分置改革是一个分水岭。据资料，在此之前只有丽源、太平洋纺织、德隆信托、华为等几家公司尝试过对企业员工实行股权激励。股权分置改革的展开使得股权激励再次引起注意，上市公司们在发布股权分置方案的同时推出了股权激励计划。仅 2005 年一年就有 40 多家提出股权激励的具体方案，至此我国股权激励的迈上一个新台阶。到 2012 年 118 家上市公司公布股权激励方案。截至 2012 年末尝试股权激励的上市公司不到 20%（美国是 90%以上）。

表 1 与股权激励相关的法律法规

序号	法律法规名称	发布单位	发布时间
1	《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》	财政部 国家税务总局	2005-03-28
2	《公司法》	全国人大常委	2005-10-27
3	《证券法》	全国人大常委	2005-10-27
4	《上市公司股权激励管理办法》	证监会	2005-12-31
5	《国有上市公司（境外）实施股权激励试行办法》	国资委、财政部	2006-02-15
6	《企业会计准则第 11 号——股份支付》	财政部	2006-02-15
7	《国有上市公司（境内）实施股权激励试行办法》	国资委、财政部	2006-09-30
8	《股权激励有关事项备忘录 1 号、2 号、3 号》	证监会	2008
9	《关于规范国有控股上市公司实施股权激励有关问题的通知》	国资委、财政部	2008-10
10	《国资委关于规范国有企业职工持股、投资的意见》	国资委	2008
11	《关于上市公司高管人员股票期权所得缴纳个人所得税有关问题的通知》	财政部、 国家税务总局	2009
12	《国有控股上市公司实施股权激励工作的指引》	国资委	2010
13	《国务院国资委指导和监督地方国有资产监管 2010 年工作计划》	国资委	2010
14	《中关村国家自主创新示范区企业股权和分红激励实施办法》、《上海市张江国家自主创新示范区企业股权和分红激励试行办法》	各相关部门	2011
15	《上市公司员工持股计划管理暂行办法（征求意见稿）》	证监会	2012-08-04

从表 1 列举的国家出台的关于股权激励相关政策可以看出股权激励的

一得集

政策一直在完善，经历了从酝酿—试点—规范—成熟—完善的发展历程，逐渐形成目前我国上市公司进行股权激励的制度环境。

国家根据市场上出现的不合理现象，不断地完备政策以及细化配套的法规。但是对国有企业国家放手的尺度是不够大的，从有些政策的具体内容看可以发现，事实上是削弱了股权激励的的激励功能，在肯定国有企业股权激励做法的同时限制了国有企业的行为，对国有企业实施股权激励的积极性造成一定影响。

二、股权激励模式

根据发达国家的先行经验总结，上市公司的股权激励有多种模式，如股票期权、限制性股票、业绩股票、股票增值权、虚拟股票、管理层收购(MBO)、业绩单位、经营者持股、延期支付(期股)、员工持股、复合模式等。对国有企业来说，因为我国宏观经济政策环境和企业内部管理结构不是很合理，决定了其能采用的方式并不多。《管理办法》等法律法规中也只是抽象的列举了“限制性股票、股票期权及法律、行政法规允许的其他方式”。例如管理层收购(MBO)模式在理清企业产权方面的作用非常大，所以在二十世纪七八十年代的发达国家十分流行，但在中国国有企业却会有经理人变相侵吞国有资产，造成国有资产流失的风险。下面根据上市公司采取的模式情况，对我国国有企业能实施的股权激励模式进行简单判断和介绍。

(一) 股票期权

我国历年上市公司公布的股权激励模式选择情况如表 2。

表 2 股权激励模式选择

	A	B	C	A+B	A+C	合计
2006	32	10		2		44
2007	15					15
2008	53	13	2			68
2009	12	7				19
2010	47	16	1	1	1	66
2011	71	33		5	4	114
2012	47	52	1	17	1	118
合计	277	131	4	25	6	444

注：A=股票期权、B=限制性股票、C=股票增值权

比较特别的是 2011 年上市公司“西安饮食”选择激励基金方式，激励基金管理小组根据激励对象当年的工作情况，提出当年参与激励基金分配的激励对象名单。

从表 2 可以看出，我国上市公司在选择模式的时候偏爱股票期权。它属于最基本的股权激励办法，原因在于其操作简单，易于规范化。股票期权又称购股权计划，公司为激励精英员工，授予其在一定期限内按约定价格购买一定数量公司股票（流通股）的权利，这个权利可以放弃。国际上通常的行权期限是 5-10 年，而我国是 4-5 年。行权时公司按股票行权日市场价和执行价差的价值支付给持有人现金和股票。股票是公司新发行的。股票期权模式适合初始资本投入较少，资本增值较快，在资本增值过程中人力资本增值效果明显的公司。

（二）限制性股票

在上市公司中，限制性股票是公司按照规定的条件给予激励对象本公

一得集

司的股票，当激励对象达到预定目标后（可以是业绩，上市公司可以是股价），才能将预先设定的公司股票卖出。“规定的条件”在大多数外国公司中是“无偿或者象征性的收取费用”，而我国《上市公司股权激励管理办法》中特别提到上市公司授予激励对象限制性股票，应当在股权激励计划中规定激励对象获授股票的业绩条件、禁售期限。当公司需要激励对象完成的目标属于长期战略型时就可以选择限制性股票。例如董事会薪酬委员会预期该战略目标实现后，公司的股票价格应该上涨到某一目标价位，公司就可以选择以限制性股票无偿赠予经营者的激励方式。只有当股票市价达到或超过目标价格时，经营者才可以出售限制性股票并从中受益。所以限制性股票适合在竞争性强、业绩稳定的企业。

这两者作为中国股权激励的主力军，国有企业可能更偏好限制性股票。股权激励的行使权可以放弃，对激励对象而言没有实质性损失；但是限制性股票却不同，当预定目标不实现，激励对象就要承担已经付出的资金损失。有数据资料显示，2006年1月1日至2010年8月31日期间公告股权激励方案的国有控股的上市公司中，选择限制性股票方式的有29.17%，民营上市公司为17.80%。所以在现有的股权激励制度框架下，像国有企业这样的管理层对公司控制强、股东控制弱的公司倾向选择限制性股票。

（三）股票增值权

股票增值权从2010年开始出现在上市公司股权激励方式里，类似于股票期权，也是指公司授予激励对象的一种权利，如果公司股价上升，激励对象可通过行权获得相应数量的股价升值收益，激励对象不用付出现金，

行权后获得现金或股票。股票增值权不能转让或出售。

（四）其他方式

目前我国常用的股权激励方式的行权价格都是以股价为基础计算的，但在中国证监会 2005 年《管理办法》出台以前，因为法律不允许，实行股权激励的公司都采用了以业绩为基础的股权激励模式。以业绩为基础的股权激励模式主要有延期支付、业绩股票等具体激励模式，这些激励模式是在借鉴发达国家成熟的激励模式的基础上进行设计的，这些模式在欧美等资本市场发达的国家也同样属于非主流的激励模式。

虚拟股票是指公司授予激励对象一种“虚拟”的股票期权，激励对象可以据此享受一定数量的分红权和股价升值收益，在离开企业时自动失效。虚拟股票期权的发放不会影响公司的总资本和所有权结构，仅仅是公司需要支出现金。虚拟股票期权与股票期权的不同之处在于，虚拟股票期权的行权没有增加公司的股本，对公司股票没有所有权，没有表决权，不能转让和出售。

延期支付计划是指公司为激励对象设计一揽子薪酬收入计划，该薪酬收入计划通常是以现金的形式或将现金按公司股票的公平市价折算成股票数量，股权激励收入不在当年发放，而是在锁定一定期限后或激励对象退休时，再支付给激励对象。当公司的延期支付计划是以股票的形式支付给激励对象时，为了使既得的股权激励收入进一步增值，激励对象会努力使公司股价上升，以使自己未来获得最大的收益，激励对象在主观为自己争取利益的同时，客观上也在为公司和股东的利益最大化在努力。主要股权激励模式的优缺点总结在表 3 中。

一得集

表3 主要股权激励模式的优缺点

激励模式	优点	缺点
股票期权	最基本的股权激励办法，操作简单，易于规范化	资本市场弱有效性使股价和经营者业绩关联不大
限制性股票	激励对象一般不需要付钱购买，可以激励高级管理人员将更多的时间精力投入到长期战略目标中。	业绩目标或股价目标的科学确定较困难，现金流压力较大
股票增值权	激励对象无需现金付出，无需证监会审批。	资本市场的弱有效性使股价和经营者业绩关联不大，公司的现金压力较大。
虚拟股票	虚拟股票发放不会影响公司的总资本和所有权结构，无需证监会的批示，只需股东大会通过即可。	公司的现金压力较大，虚拟股票的行权价和抛售时的价格确定难度较大
延期支付计划	短期现金压力不大，长期激励作用较好。	限制期限较长，条件较为苛刻。

在2012年公布的118家股权激励方案中，单一采用限制性股票的有52家，单一采用股票期权的有47家，二者依旧是主流的激励模式。同时有17家上市公司采用“股票期权+限制性股票”的混搭方式进行激励，占方案总数的14%，这表明当前上市公司方案日趋专业化、成熟化和个性化。所以选择时应从短期激励性、长期激励性、约束性、现金流压力和市场风险影响五个方面去考察。例如虚拟股票、虚拟股票期权和股票增值权等这样的虚拟股权激励模式一方面可以起到阻止国有资产流失的作用，一方面又可以激励核心人才，比较符合国有企业的实际需求。

三、股权激励的实施范围

十八大以后颇受关注的混合所有制改革是接下来国有企业改革的重头

【三】国企改革

戏，希望通过混合所有制的引入改变企业法人治理结构提升国有企业的效率。十八届三中全会对混合所有制的论述中特别提到“允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体”。之前已经阐明国有企业的混合所有制改革是按企业所处行业的性质推进，那么在此基础上实施的股权激励也同样按行业性质推进。另外目前我国上市公司的股权激励效果也证实并非所有行业的上市公司都适合实施经营者股权激励。

（一）鼓励实施股权激励的公司类型

1、上市公司

在经过股权分置改革后，股权激励已成为上市公司必须面对和解决的问题。我国证券市场经过 20 多年的发展使得上市公司在公司治理结构、内部控制制度、绩效考核体系等方面努力接近市场经济和现代企业制度的要求。实际上也有越来越多的上市公司 2006 年到 2012 年一共有 444 家上市公司公布股权激励方案，2012 年为历年之最。2012 年 5 月 24 日，中国北车股份有限公司发布《股票期权激励计划（草案）》，根据公告，公司拟以 4.34 元/股的价格，向 343 名高管和员工授予股票期权 8603.7 万股，占当时总股本的 0.83%，此次股权激励计划有效期为 10 年，原则上每两年授予一次，授予激励对象的股票期权拟按 33%、33%、34%的比例在三个行权期行权。首次股票期权激励计划股票期权的行权价格为 4.34 元，行权对应的业绩条件为：年度营业收入增长率分别不低于 15%，且要高于同行业平均水平，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别不低于 10.5%、11%、11.5%。这是国有控股上市公司的股权激励典型案例。在中国北车之前，大型央企中实施股权激励的也仅有保利地产等极少数个案。国有上市公司实

一得集

施股权激励对于国有资产保值增值、完善治理结构，具有重要意义。但同时《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》、《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》等又规定国有控股企业高管人员个人股票期权预期收益水平，应控制在其薪酬总水平（含预期的期权收益）的30%以内，且激励对象股票期权收益占本期股票期权授予时薪酬总水平（含期权收益）的最高比重不得超过40%。这决定了国有控股上市公司实施股权激励的总体激励水平有限，未来发展空间还很大。

2、高新技术企业

国有高新技术企业是指按《中华人民共和国公司法》成立，并经省级以上科技主管部门认定为高新技术企业的国有独资公司和国有控股的有限责任公司、股份有限公司。这里不包括上市公司。高新技术企业人才是关键，国家最早出台股权激励方面的政策法规就是针对高新技术产业的，一直不遗余力的鼓励企业通过股权激励吸引人才推进技术创新。使激励模式从原有的短期现金激励转向长期性激励。

高新技术企业的股权激励的特殊之处在于激励对象比一般国有企业广泛，不仅可以是经理人、领导班子，还包括对企业发展做出突出贡献的科技人员和领导或全面负责某一领域业务工作并做出突出贡献的中、高级经营管理人员。国有高新技术企业《指导意见》列明的股权激励方式包括奖励股权、股权出售、技术折股。并对三种方式的进行奖励幅度进行了比例限制。《中关村办法》除股权奖励、股权出售之外还加入了股票期权和分红激励两种方式。《中长期办法》因为不止是含有股权激励的指导意见，而是包含所有中长期激励，所以在方式上列举了更多种：既有绩效奖励、

术奖励（分成）等非股权激励方式，还包括知识产权折价入股、折价出售股权、奖励股权、股票期权、限制性股票等法律、行政法规允许的股权激励方式。同时规定了同一激励对象只能享有一种激励方式，不得重复激励。

（二）不得实施股权激励的企业

1、金融企业

金融企业指的是政策性银行、商业银行、信托投资公司、金融资产管理公司、金融租赁公司、证券期货公司、基金管理公司和部分财务公司等。《关于金融类国有和国有控股企业负责人薪酬管理有关问题的通知》中暂时排除了国有及国有控股金融企业参加股权激励：“在国家对金融企业股权激励和员工持股政策公布之前，各国有及国有控股金融企业不得实施股权激励或员工持股计划。”

但是在2012年10月31日，中国证监会正式发布修订后的《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，自11月1日起对基金公司子公司50%以内的股权结构不再做股东限制，且允许基金从业人员参股基金公司子公司，这真正打开了基金公司股权激励的空间。矛盾的是国资委2008年发布《国资委关于规范国有企业职工持股、投资的意见》与该规定存在冲突。《意见》规定，国企职工入股原则上限于持有本企业股权，不得持有其所在企业出资的子企业、参股企业及本集团公司所出资的其他企业股权。而由于基金公司多为国企背景，政策“冲突”之下，要实现基金公司在职员工持有子公司股权的美好愿景确有难度。因此，基金公司高管若想实现股权激励，则要付出离开母公司的代价，也即在母公司不担任职务，仅在基金公司子公司任职。

一得集

2、担政府公共事务和社会基金管理职能的企业

这一类型的企业一些地方出台政策明令禁止实施股权激励。例如山西省国资委指定的《山西省省属国有企业管理层和员工持股暂行办法》第五条说明“承担政府公共事务和社会基金管理职能的企业，享有特许经营权或者特殊优惠的企业，以及省人民政府核定的特殊企业不实行管理层和员工持股。”这类企业一般是以社会服务为基本目标的，它的资金来源部分会与政府预算直接关联。所以在健全管理机制，透明业务操作流程之前比较适合由政府部门直接管理经营。

四、股权激励的实现途径

从上文可以看出国有企业真正实现管理层持股是有颇多限制的，管理层并不能简单地直接购买或者获得公司股份，所以在实际操作过程中，实施企业会通过多种途径实现股权激励的目的。

（一）通过子公司持股

这种模式的经典案例是中联重科为员工持股进行业务重组和股份制改造。中联重科成立之初由长沙建机院持股 100%。股权激励历程中，首先 1996 年公司按主营业务分配设两家子公司：中联混凝土机械有限公司和长沙中联起重机械有限公司。管理层和员工直接持有两家公司各 49% 的股份，通过职工代表大会行使股东权利。所以非上市国有企业管理层和员工可以通过持有全部业务归属的两个子公司股份，实现股权多元化。1998 年因配合中联重科上市，规范公司组织结构，长沙建机院成立长沙高新技术产业开发区中标实业有限公司代替职代会实现对中联重工的持股。中标公司依

【三】国企改革

旧持有两个子公司各 49%的股份，管理层以及员工对中联重工间接持股 23.76%。

管理层以法人形式持有企业的股权。管理层持有的是持股公司的股权，无法直接向其服务的企业行使股东权益。员工与企业之间的防火墙，有效的隔绝员工直接持股的风险与问题。持股公司的形式并不受限制，一般需要本身没有业务及复杂的财务事项。持股公司可以由员工直接发起成立，也可以由企业成立后向员工转让股权或者实施增资。

（二）通过集团公司持股

2010 年江中集团的股权机构多元化改制就是使管理层同过集团公司参股上市公司，从而实现股权激励。中江集团下属的上市公司江中药业在 2007 年作为股权激励试点企业对管理层实施股权激励，但是国有上市公司股权激励政策限制颇多，所以效果不明显。直到 2010 年由国资委牵头启动江中集团的股权结构多元化改制，管理层就在股权拆分和增资过程中实现参股。具体方式是中江集团引入战略投资者—大连一方集团，后者以货币方式得到 27.14%的股份；同时出让 10%的股权给中国人民解放军军事医学科学院；江西国资委通过奖励以及现金配售相结合的方式授予管理层 30%的股份（奖励 10%，购买 20%）。最终江中集团的股东分别是江西省国资委、一方集团、管理层、江西中医院、军科院，国资委相对控股。上市公司江中药业和中江地产的实际控制人任为省国资委。

（三）通过第三方专业机构持股

志股份是由财政部通过清华大学控股的高科技上市公司。2013 年诚志股份进行定向增发减轻公司债务负担、改善公司财务状况。定向增发对象

一得集

是清华控股、重庆昊海、上海恒岚和富国基金管理的富国-诚志集合资产管理计划。其中富国-诚志集合资产管理计划是外部投资人和诚志股份部分董事、高级管理人员及骨干员工共同出资成立。富国-诚志集合资产管理计划认购 1200 万股，占诚志股份 3.1%的股份。

通过第三方专业机构代替管理层持有股权，管理层与第三方机构之间是代理关系，同样避免员工直接持有股份的风险。目前的第三方机构主要包括资产管理类公司、信托公司、基金等金融或类金融公司以及专业股权管理服务机构。

五、建议

早在 2009 年，人力资源和社会保障部等六部门联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》。文件规定，企业高管薪酬分为三块：基本年薪，绩效年薪和中长期激励收益。企业高管基本年薪按月支付，绩效年薪按照先考核后兑现的原则，根据年度经营业绩考核结果，由企业一次性提取，分期兑现。对于中长期激励收益则采取更为谨慎的态度，仅仅做了“可审慎探索”的原则性规定。中长期激励也就是任期激励是为了阻碍短期行为。2013 年《关于深化收入分配制度改革的若干意见》提出，建立与企业领导人员差异化薪酬分配制度，综合考虑当期业绩和持续发展，建立健全根据经营管理绩效、风险和责任确定薪酬的制度。最近出台的央企负责人薪酬改革方案范围确定为由国务院代表国家履行出资人职责的国有独资或国有控股企业中，由中组部任命的企业董事长、党委书记（党组书记）、总经理（总裁、行长等）、监事长（监事会主席）以及其他副职负

责人等。这些人作为企业管理人影响企业发展，如果大幅强制降薪必然影响积极性，而且违背市场化改革导向。所以将薪酬与业绩联系起来是最好的方式。

（一）行政职位和市场化高薪二选一

央企薪酬改革的对象便都拥有公务员和央企管理人双重身份。一直以来，国企高管同时享有高薪与“体制内”行政级别待遇，这“鱼和熊掌”兼得的做法为人诟病。管理人有双重身份的问题不仅仅是体现薪酬不合理，更是显现了国有企业不健全的企业制度。管理人拥有行政级别使其在经营管理中不能脱离政府的行政命令，这不符合“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。管理者若是按照政府行政命令经营企业就是没有发挥其本身的市场意识和专业素养，所以理应不能享受市场化的高薪。而对于市场化意识更高的管理者来说体制内的身份可能是束缚。行政职位和市场化高薪的选择实际上是企业经营理念的选择，两者不能分开的话，意味着国有企业政企不分的现状依旧为改变。

（二）按所管理企业的性质给予相应的股权激励

国有企业按行业性质推进混合所有制。持有行政事业性资产的企业因为其公益性，经营理由政府承担，那么管理者要由政府任命，所以他的薪酬是以相似级别的政府工作人员的工资来衡量，可以多基本薪酬少绩效年薪无任期激励。持经营性国有资产的企业因为推行混合所有制，所以其管理者可以当作职业经理人，董事会和股东会充分发挥作用。董事会随行就市确定绩效年薪，加大任期激励；股东会监督薪酬方案的合理性。上市公司现有的股权激励模式完全可以作为参照，企业发展迅猛的加大体现其

一得集

优秀经营业绩和风险报酬的激励性报酬。

纵观股权激励的推行历程，可以发现政策迭出并没有使股权激励常态化，更多是国企试水性的尝试。国有企业虽然在积极探索股权激励的方式，但是特殊身份限定使得其较其他类型企业走得缓慢些。计划需要国资委审批、授予条件苛刻、激励总量封顶、授予水平封顶等都阻碍国企股权激励推行力度。央企负责人薪酬改革方案才是真正开始倒逼落实股权激励的后续配套文件。所以落实基本年薪+绩效年薪+任期激励（股权激励）的薪酬模式的时候已经到来。

（三）采用多种方式实现管理层间接持股

实施股权激励对企业的治理水平，股东大会、董事会、经营层等的治理结构设计及运作的要求都比较高，并且国有企业中管理层直接持股有诸多限制还可能带来不良后果，所以可以通过本文介绍的多种方式间接持股。间接持股保障管理层激励收益，调动积极性，并且以金融或类金融机构协助进行股权管理，还可能获得额外收益。另外间接持股时，管理层和被持股企业之间存在防火墙，防止股东人数变多后的管理风险，第三方与企业之间往往形成良好的默契，在行使股东权力时不存在相互之间的障碍。总体来说，对国有企业来说，间接初估模式更为稳重及可行。

43 号文政策下城投公司转型思考

城投投资公司 王昊博

一、政策背景

2008 年以来，在投资拉动性经济模式，以及中央“稳增长”的要求下地方政府不断通过举债扩大投资，其中有 50% 的融资都是通过各地城投企业等地方融资平台实现的。但近年来随着海量的地方政府债务陆续到期，地方政府偿债压力逐步加大，债务违约风险积聚，以往依靠投资拉动的粗放型经济增长方式已不可持续。在优化经济结构，转变经济增长方式的同时，解决之前经济发展方式产生的地方政府存量债务，规范地方政府以后的融资渠道也成为当务之急。

因此，进入 2014 年下半年，8 月 31 日，已出台 20 年的《预算法》首次修改终获通过，将于 2015 年 1 月 1 日施行。10 月 2 日，国务院办公厅下发《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发 [2014] 43 号，以下简称 43 号文），加快建立规范的地方政府举债融资机制，为预算法实施奠定了具体的执行基础。10 月 8 日，国务院发布《关于深化预算管理制度改革的决定》，提出积极推进预决算公开。这意味着新一轮财税制度改革

一得集

“开头炮”打响。从地方政府债务自发自还试点开始，我国正加速形成全面的地方政府融资体系。

新政策的出台对地方政府财政预算与融资渠道做了规范，而各个城投公司也因国家为政府指定了新的融资渠道其重要性也随之下降，甚至有直接撤销的可能，同时国家政策鼓励城投公司积极转型。在政策变化的大背景下，各个城投公司该何去何从成为摆在各个城投企业最为紧迫的问题。本文从经济、政策背景出发，结合杭州城投的实际，针对新政策对城投集团影响以及城投集团未来发展转型做一个初步的分析。

二、新政策对城投系统的影响

43号文的出台，是国家转变经济增长方式过程中对地方政府在经济发展中角色的一次重新定位。在告别投资拉动的经济增长模式之后，未来经济主要要靠产业升级、科技创新，以往地方政府管理与服务、招商引资、城市建设等职能中，招商引资与城市建设国家力求实现市场化，以促使地方政府职能逐步向管理和服务靠拢。因此，此次43号文的出台目的在于解决政府职能转变等根本性问题，是对地方政府财权、事权的重新整理。

随着地方政府职能的转变，过去在政府投融资和建设过程中发挥重要作用的城投企业，其经营和业务更要发生重要的变化。43号文对以前主要通过融资平台公司融资建设的项目，规范后主要有三个渠道：一是对商业房地产开发等经营性项目，要与政府脱钩，完全推向市场，债务转化为一般企业债务；二是对供水供气、垃圾处理等可以吸引社会资本参与的公益

【三】国企改革

性项目，要积极推广 PPP 模式，其债务由项目公司按照市场化原则举借和偿还，政府按照事先约定，承担特许经营权给予、财政补贴、合理定价等责任，不承担偿债责任；三是对难以吸引社会资本参与、确实需要政府举债的公益性项目，由政府发行债券融资。

由此可见，城投平台之前涉及的市政重大项目和基础设施建设项目融资职能将逐步剥离，且不再具有城投类企业债券融资的职能。而对于其相关业务，与地方政府职能转变相对应，国家力求其通过市场化的方式成为为地方政府管理与服务的工具。换句话说，城投平台从过去的城市建设、城市投融资平台向城市运营、城市服务商转变，并在这个过程中充分吸纳社会资本的参与，实现自负盈亏的市场化发展。在《意见》出台前，国家及有关部门就出台了相关政策清理和规范地方政府融资平台，以城投公司为主的地方融资平台开始了漫长的转型之路。

三、城投集团转型发展环境

实际上，城投集团在“十二五”期间，就做出了“转型升级、创新发展”的战略规划，通过优化产业结构，实现做透本地市场、做实管理平台、做通资本市场、做开关联扩张的四大主题。“十二五”期间，公司各个板块发展和建设都取得了长足的进步，为杭州市城市建设及人民生活贡献了巨大的力量。但与大多数国企发展相似，杭州城投集团业务发展多集中在基础及公共设施建设与运营，金融类金融相关业务以支持集团以上产业为基础，而自公司成立以来至今，外部宏观经济环境与政策以及与之对应的杭州城市建设运营规划都发生了很大的变化，城投集团经济转型仍然需要

一得集

从两个方面加以关注：

（一）宏观经济层面

1、经济“新常态”

2014年11月9日，国家主席习近平出席2014年亚太经合组织（APEC）工商领导人峰会指出，中国经济已经步入了“新常态”，其主要特点有：1、从高速增长转为中高速增长；2、经济结构不断优化升级，第三产业消费需求逐步成为主体，城乡区域差距逐步缩小，居民收入占比上升，发展成果惠及更广大民众；3、从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。

2、服务型政府

十八届三中全会明确要求经济体制改革的要处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。在政府简政放权，保留宏观调控和监管功能的前提下，将过去政府资源配置功能交给市场，积极引入社会资本加入城市运营和建设过程中来。同时通过多种服务加强政府的基本公共服务，如环境保护、安保、教育、卫生、文化、社保等。

3、房地产市场机制显现

今年以来房地产进入了深度调整期，上半年楼市遭遇价量齐跌的寒冬，央行发布了两年半以来的首次降息刺激楼市回暖，但在高库存及年度销售目标的压力下，房企仍以降价跑量为主，全国主要城市住宅均价继续下行。这说明现在的房地产市场已有了新常态，从政策主导影响市场，转变为市场机制显现。而未来房地产行业将经历大洗牌，能够被金融市场接受、实现房地产产品的证券化的企业将有更大的机会胜出。

4、互联网思维引导的商业革命

随着中国进入移动互联时代，信息技术革命加速互联网全面、深入地影响实体经济，并成为变革经济形态的根本力量。信息革命将创造新的业态和生态系统，同时打破工业革命的旧有基因，并创造与之深度融合、更具效率的新商业模式，从 B2B、B2C、C2C 直至 O2O，传统的商业业态也将发生裂变，互联网思维实现了对传统工业化思维的重构。在移动互联时代，智能手机异化为人体的“数字器官”，人类社会步入“手机”+“水泥”的时代。未来随着可穿戴设备、智能家居、智能汽车等智能终端的发展，互联网对社会生活的影响将进一步放大，进而对人的消费习惯、商业行为与模式施加更大的影响。

5、IPO 注册制推行渐行渐近

今年 11 月，国务院常务会议上提出“抓紧出台股票发行注册制改革方案，取消股票发行的持续盈利条件，降低小微和创新型企业上市门槛”。今年两会期间证监会主席肖钢就曾表示，2014 年将制定完成注册制改革实施方案，但并不会推出。如果 2015 年《证券法》修订通过并实施，注册制也就能实施了。《证券法》的修改将在 2015 年 6 月份过三审，因此明年 6 月后注册制被推出的可能性非常大。此外，从取消保荐人的金饭碗还是不断完善退市制度，监管层正在为注册制的加快推出铺路。注册制的推出，现阶段无法盈利但却具有极高成长性的潜力股企业将直接受益，帮助企业打破扩张和技术创新的融资瓶颈，并切实降低企业融资成本。

(二) 杭州地方经济层面

1、互联网金融产业领跑全国

一得集

借助支付宝、浙江网商银行、同花顺、元宝铺等一批大中企业的出现和发展，杭州已成为国内互联网金融产业的领跑城市。结合城市的特点及自身的先发优势，杭州把发展信息经济和智慧经济作为“一号工程”，推进产业智慧化、智慧产业化，着力建设物联网、电子商务、金融创新等六大中心。2014年11月，杭州市出台了《关于推进互联网金融创新发展的指导意见》，力争2020年基本建成全国互联网金融创新中心。这为杭州互联网金融产业进一步发展提供了新机遇，可以预见，互联网金融产业未来将成为杭州经济的新引擎。

2、推进智能城市建设

根据杭州信息经济发展规划，未来杭州市将依托统一建设的地理空间信息平台及建（构）筑物数据库和位置服务平台，大力开展交通、电网、水务、管网、建筑、城管、环保、应急、安防、食品安全、防灾减灾等智慧应用，并按照“一揽子”解决问题的要求，开发云、管、端一体化的专项业务操作系统。在此基础上围绕智慧民生，杭州将以建设信息消费、信息惠民国家试点城市为契机，加大互联网、大数据、云计算、物联网等现代信息技术在民生服务和保障领域的应用力度，重点是开展智慧政务、智慧教育、智慧医疗、智慧养老、智慧就业、智慧旅游等应用，建成覆盖城乡、全民共享的智慧民生服务体系。

3、通过健全资本市场助力实体经济发展

为加强对中小企业的融资扶持力度，杭州政府出台小额贷款公司审批事项工作制度及分类监管办法，逐步规范并扩大小额贷款公司试点业务。加强信息融合和共享，为企业提供与风险投资机构或银行进行投融资对接

【三】国企改革

的服务平台。加快推进杭州与共建新型金融资本市场，发挥浙江股交中心、杭州产权交易作用，利用差异化优势与其它金融机构合作创新金融产品或市场。推进财富管理中心建设，以钱江新城为主平台对接上海自贸区，加强招引知名投资基金，推进多元集聚。探索建立市中小企业信贷风险基金，促进小微企业抱团融资。

从宏观经济以及杭州地方经济发展特点来看，告别投资拉动型经济，通过经济结构优化，激发创新机制，依靠经济内生创造力来推动经济发展，同时在政策、金融方面加强对实体经济的扶持，夯实国家及地方经济基础，不断提升经济“造血”能力成为共识。所不同的是，地方在按照国家要求进行经济调整的同时，从自身特点出发，走有地方特色的经济调整之路，如杭州选定信息经济这一方向作为突破点。因此，城投集团转型要紧紧扣住国家及地方经济调整的脉搏，在决策上既要考虑到与宏观趋势相符合，也要从地方经济与地域特色相一致。

四、城投集团转型发展策略

从国家宏观经济调控以及地方经济发展趋势出发，大规模投资拉动的经济增长方式已经告别历史舞台，以后基础设施建设和公用事业投入进行有计划的总量调控，因此政府职能向服务型转变；此外从国家到地方，都认识到了从政策、金融等各方面扶持实体经济尤其是小微企业的重要性，互联网快速发展形成的新型商务模式正在深入地改变人们的生活，智能城市、全城互联的城市发展概念有望变为现实。基于以上情况，城投集团转型可以从以下几个方面考虑：

一得集

（一）依托现有资源与互联网技术发展成为城市运营商

自 2003 年成立以来，城投集团经过十余年的发展，成为了拥有公共交通、城市水务、城市能源、城市建设、城市环境、置业发展等为一体的综合性国有企业，是杭州市城市基础建设及市政公共设施的主要投资主体及管理主体。多年的经营，使得城投集团旗下积累了一大批可以进行市场化运作的物业资产，同时在杭州公交、水务、燃气、环境等公用事业领域积累了较强的影响力。但到目前为止，城投集团的经营经验主要集中在工程建设、传统产业经营等方面，更多体现了集团传统的“硬”实力，在现有政府向服务型转变的过程中，利用好公司资产与影响力，深入参与到政府服务型功能的建立过程中，打造集团城市运营的“软”实力。

此外，杭州市将信息经济与智能城市建设提到全市首要经济发展目标的高度上来，希望打造互联网平台，利用大数据和定位系统整合全市的市政服务，而作为全市最大市政公用服务企业，城投集团利用现有业务与影响力完全有能力成为参与智慧城市建设的骨干力量。因此建立互联网服务平台，将集团业务纳入服务平台，首先实现集团公交、水务、燃气、环境等服务网上与网下服务中心相结合的“一站式”解决方案，在运作成熟之后通过已打造的平台为基础，扩展第三方支付、社区服务等功能，将互联网金融、社区 O2O 等概念植入，不仅提升集团业务服务效率，节约成本找到新的盈利增长点，同时也成为杭州市建设智慧城市的标杆和排头兵。

（二）从实际出发，打造符合自身特色的资本运营平台

43 号文的出台，城投系统作为政府融资平台的职能被削弱，以往先融资后投资于基础设施建设和公用事业建设的业务模式会逐步淡出。而对于

【三】国企改革

集团现有的存量资金，如何找准合适的方向进行资本运作，也成为转型的关键。目前集团投资业务主要还是定位于城市投资者，其投资内容涉及产业基金、物流金融、融资租赁等，从资本运作角度来说，公司需要扩展投资方向，摆脱“城投”这一传统范畴。

首先，国家从政策上和资源上都在向实体经济倾斜，尤其是小微企业倾斜，目的是以市场化的方式将现有失衡的资源再分配，同时鼓励科技创新，力图通过创新来激发经济增长活力，找到新的增长点，并且这一政策会长期持续下去。因此地方上以产业引导基金为主的母基金形式发展迅速，城投集团有相当的PE项目投资管理经验，参与产业引导基金一方面可以助力地方实体经济发展，符合国家政策预期；另一方面，并购、回购、股权转让和预计明年推出的IPO注册制也为其退出提供了渠道。

其次，我国是一个贸易大国，在贸易中因赊销而存在的商业保理业务存在巨大的发展空间，以往由于社会法制建设的薄弱，社会信用体系恶化以及制度建设滞后等原因，商业保理业务发展缓慢。随着本届政府依法治国方针以及配套体制的完善，商业保理有望从银行体系中独立出来，成为一个新的热门领域。因此，在现有供应链金融的基础上发展商业保理业务，也可以成为集团产融结合的一个新试点。

再次，在国家经济产业结构调整及市场化改革的大环境下，企业分化整合将成为常态，以获得关键技术和优质资产的并购行为未来仍旧会焕发活力；此外，作为上市公司重要融资途径，定向增发仍然是稳定和长期的投资标的。作为资本运营平台，资本市场并购和定向增发是城投集团需要重点考虑的领域。

一得集

(三) 通过外部合作的方式助力城投集团业务发展

无论是依托互联网技术的城市运营，还是进行深入的资本运营平台建设，城投集团都缺乏深入的相关经验，因此与具有丰富的相关经验企业和机构合作可以起到事半功倍的效果。与外部企业和机构合作，可以采取双方出资成立合资公司的形式，也可以采取转让现有平台部分股权的合作方式。

无论采取何种方式，对于扩展集团业务范围，开发新的利润增长点，提升其影响力都有重要意义。一方面引入行业内资深的投资机构和运营商并与其合作，可以解决公司经营经验不足的问题，并在合作过程中进行投资和管理团队的培养；另一方面，也可以通过 PPP 模式引入社会资本，深化国企的混合所有制改革。

(四) 推动优质资产上市提升集团竞争力

43 号文的推出对于城投集团的融资环境产生了巨大的影响，以后政府将逐步减少对集团融资的信用担保，因此从集团来说急需寻找新的融资渠道。而根据证监会预测，明年 6 月后股票发行注册制有可能正式推出，注册制的推出降低了新股上市发行的门槛，具有极高成长性的潜力股企业将直接受益，帮助企业打破扩张和技术创新的融资瓶颈。

无论从自身需求还是外部环境来说，对集团内部优质资产进行整合推动其上市具有重要意义，不但可以丰富集团融资渠道、增强融资信誉，还可以规范企业股权结构，推动混合所有制改革，提升企业竞争力，同时有助于提升企业形象，扩大其影响力。因此，在目前政策环境下，城投集团应在现有工作基础上，切实加快推动水务、热电等相关板块的上市规划。

（五）培养核心团队竞争力，建立市场化激励机制

由于转型涉及新的业务形式和经营模式，很多业务方向是公司新涉足领域，公司缺乏相关的专业人才与行业经验，因此要在转型方向上逐步形成核心竞争力，具备良好专业素养和丰富运营经验的人才储备必不可少。核心团队人员一方面可以引进具备相当工作经验的外部人才，另一方面以现有人员组建团队参与新业务，随着业务开展积累经验，在相关业务方向提升专业素养和能力，最终其核心竞争力伴随公司业务一起成熟。

此外，集团业务的市场化，其激励机制也需要进行市场化调整，不仅可以保证相关业务持续发展，而且充分调动团队能力发挥，进而吸引更多的优秀人才加盟。

五、小结

43号文以及相关政策的提出，从国家经济结构调整层面来说有其必然性，由此引发的连锁反应会深刻地改变中国经济。就目前来看，以上相关政策的提出对于城投系统的各大公司有着最为直接的影响，使得以往赖以生存的政策环境发生了根本性的变革，危机感、紧迫感不得不由此而生。但如同中国经济以往的历次变革一样，经济改革在危机之中也蕴藏了大量的机会，关键在于当局者对经济发展有清晰本质的认识。

从宏观来看中国经济未来会经历一个相当长的结构调整、转型升级的过程，但回归市场、创新驱动仍会是这个过程中永恒的主题，国家相关政策的出台都是围绕这个目的来实施制度保障。因此，对于城投集团来说主

一得集

动适应经济形势的变化，通过调整自身业务方向与管理体制，力求抢得变革发展的先机，是顺势而为的必然之举。客观来看，城投集团目前的业务配置、掌控资源以及多年的影响力是其转型的巨大优势，可以说本次政策变化对于城投集团来说既是挑战也是机遇。如何直面挑战抓住机遇，希望本文粗浅的分析能够起到抛砖引玉的效果。



【四】
行业研究

MEDICAL

MEDICAL

MEDICAL

MEDICAL

MEDICAL

Health Care
Doctor
Hospital
Pharmacist
Nurse
Dentist
First Aid
Surgeon
Emergency

Health Care
Doctor
Hospital
Pharmacist
Nurse
Dentist
First Aid
Surgeon
Emergency



生活垃圾焚烧飞灰市场分析

杭州环境集团 邵建英 陆航峰 张步云

随着我国经济的高速发展，城市化水平和人民生活水平的不断提高，城市垃圾产生量与日俱增。城市生活垃圾的基本处理方式有填埋、焚烧、堆肥等。其中，焚烧法可使垃圾减容 90%，减量 75%，产生的热能还可以发电，能够最大限度地实现生活垃圾的减量化、无害化和资源化。焚烧法对于持续、稳定、安全、可靠地消纳大量的城市生活垃圾，改善城市人的居住环境，保障经济可持续发展无疑起着重要作用。然而，垃圾焚烧产生的飞灰含有大量的有毒重金属，属于国家规定的危险废物。在进入危险废物填埋场之前必须经过稳定化和固体处理。

根据中国城市建设研究院董事长徐文龙此前公开表示，到 2015 年底，全国垃圾焚烧总能力将达到 20 万吨/日左右，与《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划》提出的“到 2015 年底全国垃圾焚烧总规模达到 30.72 万吨/日”目标仍有一定差距。截止 2012 年底，全国垃圾焚烧总能力约 13.21 万吨/日。按照 4%的焚烧飞灰产生比例，全国飞灰总量约 5000 吨/日。

一、垃圾焚烧飞灰处理相关政策

飞灰是垃圾焚烧的必然产物，含有多种重金属污染物被明确列入国家危险废物名录。环保部6月3日正式下发《生活垃圾焚烧污染控制标准》新修订版。新标准多项污染物排放限值达到“史上最严”，并对污染物监测提出更高要求，其中，飞灰成分之一的重金属汞及其化合物，排放标准由0.1毫克/立方米改为0.05毫克/立方米，与欧盟标准一致。

二、垃圾焚烧飞灰对环境的影响

垃圾焚烧飞灰是生活垃圾焚烧后在热回收利用系统、烟气净化系统收集的物质。飞灰的产量与垃圾种类、焚烧条件、焚烧炉型及烟气处理工艺有关，一般约占垃圾焚烧量的3%~5%左右。分析表明：垃圾焚烧飞灰并不是化学惰性物质，其中有含量较高的能被水浸出的Cd、Pb、Zn、Cr等多种有害重金属物质和盐类，若处理不当，将会造成重金属迁移，污染地下水、土壤及空气。检验结果表明，垃圾焚烧炉会使周边区域内大气中的重金属污染增加20%左右。同时，飞灰中的二恶英也是潜在的重要环境污染物。由于垃圾焚烧飞灰中的重金属和二恶英等难于自然降解，因此其对环境的影响十分严重。如何安全有效地处置垃圾焚烧飞灰即成为急需解决的环境和社会问题。

三、飞灰的处置方式

根据垃圾成分的不同，目前国内外对垃圾焚烧飞灰通常采用的处理方法有：①经过适当处理按危险废物填埋。但处理成本较高；②固化与稳定

一得集

化。主要有水泥固化、沥青固化、熔融固化、化学药剂固化稳定化等。经过固化的飞灰，如符合浸出毒性标准的要求，则可以按普通废物填埋处理。其主要作用是使飞灰中的重金属及其污染组分呈现化学惰性或被包容起来，以便运输和处理，并可降低污染物的毒性和减少其向生态圈的迁移率；③将重金属与飞灰分离，分别进行资源化处理、如酸提取、碱提取、生物提取等。

四、国外飞灰处理

目前，各国对垃圾焚烧所产生飞灰的处理也不尽相同。如日本、韩国等亚洲国家由于生活垃圾塑料类物质含量较高，焚烧飞灰中氯化物，尤其是碱金属氯化物含量较高，水泥固化得到的固化体强度和浸水性较差，重金属的长期固定效果差，在日韩国家，主要集中在高温处理，尤其是在熔融玻璃化方面。德国将飞灰袋装后放置在地下盐矿（相当于安全填埋），美国则将飞灰与炉渣一起进行单独填埋或在生活垃圾填埋场进行填埋，其他发达国家和地区如荷兰、新加坡、台湾等也多采用固化填埋处理。固化技术是将垃圾焚烧飞灰和水泥、螯合剂等按一定比例混合，加入适量的水，经水化反应后形成坚硬的水泥固化体的方法，可以达到降低飞灰中危险成分浸出毒性的目的。基本原理在于通过固化包容，减少飞灰的表面积和降低其可渗透性，达到稳定化、无害化的目的。

五、国内飞灰处理

我国的《危险废物污染防治技术政策》中对飞灰处置作了规定：生活

垃圾焚烧产生的飞灰必须单独收集，不得与生活垃圾、焚烧残渣等其它废物混合，也不得与其它危险废物混合；生活垃圾焚烧飞灰不得在产生地长期贮存，不得进行简易处置，不得排放；生活垃圾焚烧飞灰在产生地必须进行必要的固化和稳定化处理之后方可运输，运输需使用专用运输工具，运输工具必须密闭；生活垃圾焚烧飞灰须进行安全填埋处置。根据《生活垃圾填埋场污染控制标准》GB16889-2008的6.3项规定：生活垃圾焚烧飞灰和医疗废物焚烧残渣（包括飞灰、底渣）经处理后满足下列条件，可以进入生活垃圾填埋场填埋处置。

(1) 含水率小于 30%；

(2) 二噁英含量低于 $3\mu\text{g-TEQ}/\text{kg}$ ；

(3) 按照 HJ/T300 制备的浸出液中危害成分浓度低于表 3-1 规定的限值。

国内生活垃圾焚烧场，普遍采用水泥固化稳定和化学药剂稳定化的方法进行焚烧飞灰的预处理。上海御桥生活垃圾热能电厂和上海江桥生活垃圾热能电厂的飞灰，通过专用的密闭槽车运送至嘉定危险废弃物填埋场，采用水泥固化的方法，对飞灰中重金属等有害物固化、稳定后，进行填埋，处置费达 1300 元/吨；深圳市焚烧飞灰处理示范工程位于深圳下坪固体废弃物填埋场内，占地面积 150 平方米，处理规模 36 吨/天，项目采用高分子螯合剂药稳定化技术处理进场飞灰，实现飞灰无害化填埋；广州李坑生活垃圾焚烧发电厂每天产生 45 吨飞灰，经过飞灰固化系统，被水泥固化成块状物体，最后交给环保部门安全填埋；常熟市飞灰处理系统，总投资 1600 万元，占地面积约 1.6 万平方米，日处理量达 32 吨，将磷酸盐稳定化

一得集

与水泥硬化过程相结合，采用化学固化处理焚烧飞灰，稳定化后产物运往常州生活垃圾填埋场处置，处置费用约 700 元/吨，比上海低了 600 多元/吨；福州市红庙岭垃圾焚烧发电厂飞灰稳定化预处理项目，总投资为 1888 万元，占地面积约 1.1 万平方米，日处理焚烧飞灰 50 吨，项目采用有机高分子螯合剂稳定化+水泥固化工艺对飞灰进行稳定化固化处理；中山飞灰处理中心投资近 1000 万元，处理规模可达 100 吨/日，占地约 20 亩，分两期建设，一期采用水泥固化方法处理养护成型后进行填埋，二期采用无机药剂使重金属稳定，不需要成型即可进填埋场摊铺处理。一期处理成本约为 600 元/吨。

目前国内的飞灰处理还处于起步阶段，各地大都采用水泥固化为主，无机药剂稳定化为辅的处理方式处理焚烧飞灰。而熔融固化技术由于处理费用很高，在国内还没有使用，但随着技术的成熟和对环境要求的提高，熔融固化将是飞灰综合处置的发展方向。

六、杭州市飞灰处理情况

杭州市区及周边县市的生活垃圾焚烧发电厂所产生的飞灰最终处置途径大致分三类，一是由专业飞灰处理企业处置，杭州市区二个焚烧厂乔司生活垃圾焚烧厂、滨江生活垃圾焚烧厂所产生天飞灰（乔司：30 吨/日，滨江：15 吨/日）由杭州立佳环境服务有限公司进行最终处置，最终处置费用为每吨垃圾 2000 元，费用分别由市政府与生活垃圾焚烧发电厂各自承担一半。二是自行处置，萧山犁头金垃圾焚烧厂、桐庐垃圾焚烧发电厂和建德垃圾焚烧发电厂所产生的飞灰（萧山：40 吨/日，桐庐：25 吨/日，建德：3

吨/日)、是自行进行处理的,飞灰处置方法有:1、市政道路的及基础设施建筑中,2、飞灰制砖以后存放在厂区内。但是这个做法是不符合《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》,属于违法行为。三是资源再利用,富阳垃圾焚烧发电厂和余杭仓前垃圾焚烧发电厂所产生的是用于飞灰再利用,以飞灰为原料生产墙砖,但是由于所制造出来的墙砖达不到环保标准,所以现在一直滞留在厂区内。无法销售、无法处置。正面临飞灰最终处置途径困境中。

七、小结

环保问题日益严峻,垃圾焚烧即将成为政府力推的主要方向。飞灰处置虽然目前行业处于起步阶段缺乏监管及重视,形势较为混乱,但在国家和政策的引导下和强有力支持下,必将飞速发展,市场前景十分广阔。杭州市环境集团的产业布局以打造静脉产业园区畅通城市出口为方向,将积极尝试飞灰处置方面的研究和实践,提供末端处置一揽子解决方案。

填埋场沼气发电市场分析

杭州环境集团 邵建英 陆航峰 张步云

将生活垃圾填埋所产生的沼气用于发电利用在发达国家已有三十多年的历史，并在世界各地受到广泛重视和积极推广。在我国填埋发电项目也有近 15 年的发展历程，其技术上已较为成熟。鉴于我国电力市场的发展现状和沼气发电行业的绿色环保特性，大力发展沼气发电项目优势明显。从相关资料来看不管是国外还是国内，填埋沼气发电市场具有一定的市场前景。

一、国外填埋场沼气回收及利用现状

从 1981 年美国第一座垃圾填埋气体发电厂落成到 2000 年，美国已先后建设了 299 套填埋气发电机组。其中伊利诺斯州的垃圾填埋气发电厂，填埋 180 万吨垃圾，其发电能力相当于每年用 2.8 万桶石油的发电量；荷兰 1991 年已颁布城市垃圾填埋气发电计划，并投资 8000 多万美元，建造了几座大型填埋气发电厂。荷兰北部威达斯特垃圾气田，储有 1500 万吨生活垃圾，每小时可产生填埋气体 5000M³，转化为 45MW 的电能；此外，法国、英国，芬兰、瑞典、澳大利亚、日本等都有大型垃圾填埋气发电站在运行。

二、国内填埋场沼气回收及利用现状

目前国内的填埋场沼气回收及利用项目也已经全面展开，据统计，截止 2009 年底全国共有 45 座垃圾填埋场沼气发电项目，主要有中国大陆首个垃圾发电厂杭州天子岭沼气发电项目、北京市阿苏卫垃圾填埋场沼气发电项目、北神树垃圾卫生填埋场沼气治理项目、安定填埋场填埋气收集利用 CDM 项目，天津双口垃圾填埋厂 CDM；河北邯郸垃圾填埋气发电项目，山西太原新沟垃圾填埋气回收与利用项目 CDM、山庄头垃圾填埋气回收与利用项目 CDM，安徽合肥龙泉山生活垃圾填埋气发电工程 CDM，南京开井洼垃圾填埋气发电项目 CDM 等，这些项目的建成使用大大推动了我国填埋场沼气回收利用事业的发展。

三、省内沼气发电项目现状

据调查，目前浙江省内填埋场中对沼气进行收集发电的主要有：杭州第二垃圾填埋场、鄞州野猫岙垃圾填埋场、宁波市大岙垃圾填埋场、绍兴市平水大坞岙垃圾填埋场共 4 座。其中杭州第二垃圾填埋场和鄞州野猫岙垃圾填埋场的沼气发电项目已经运行平稳，宁波市大岙垃圾填埋场是将填埋场产生的沼气输送至附近的焚烧厂进行发电，绍兴市平水大坞岙垃圾填埋场沼气发电项目刚建成，由华汇建设集团投资建设，目前正在试运行。

四、填埋场沼气发电市场分析

随着中国经济的快速发展，城市的规模和域界不断扩大，城市人口激增，生活垃圾也剧增。尽管焚烧项目发展迅速，以填埋为主的处理方式短

一得集

时间内不会改变。

垃圾填埋气体发电本身也是解决环境污染的有效途径，不存在对环境的二次污染问题。在沼气被集中收走后，还可增加垃圾场 20% 的填埋库容量，延长垃圾填埋库使用寿命，间接改善周边环境。从更深层次来讲，利用垃圾填埋沼气发电，作为一种新型的、绿色的电力来源，可使城市垃圾化害为利、变废为宝，走垃圾资源化道路，促进循环经济的发展，符合我国现阶段国情。

（一）浙江省填埋场沼气发电项目市场分析

根据资料统计，浙江省目前拥有填埋场 51 座。按照国外的 scholl canyon 填埋气体产生模式进行测算，500 吨/日处理规模的填埋场运行 5 年后将长生沼气发电利用价值。随着政府对环境的日趋重视，新建填埋场往往运行比老填埋场相对规范，所采用的填埋工艺不断提高，沼气利用价值也更高。浙江省目前日均处理量 500 吨以上且目前未实施沼气发电项目的填埋场有 14 座，经初步分析，除去即将填满的填埋场，目前处理规模在 500 吨/日以上可能具备填埋场沼气发电能力的填埋场有 7 座，分别为宁波市大岙垃圾填埋场、奉华张家岙垃圾填埋场二期扩建工程、宁海县废弃物处理场、金华市垃圾填埋场（一期）、衢州市生活垃圾卫生填埋场、丽水市务岭根垃圾填埋场、东阳第二生活垃圾卫生填埋场。其中值得重点关注的是东阳第二生活垃圾卫生填埋场沼气发电项目。

（二）沼气发电项目商业模式分析

根据国内一些填埋场的运行情况，结合市场要求，填埋场沼气发电厂项目大致可采取 BOT 商业模式、委托运营商业模式和移动电站模式。

【四】行业研究

BOT 模式适用于填埋场剩余运行年限长且沼气来源稳定的项目。目前我国已经投产和在建的垃圾发电厂大部分都是这种方式。委托运营模式适用于沼气发电厂业主在运营上无相关经验的项目。移动电站模式适用于即将或刚实施封场的填埋场且该填埋场经评估气源可用三年以上，该模式在国外应用较多，在国内尚无相关案例。

填埋场沼气发电经过多年的发展在技术上已基本成熟，具有巨大的环境效益和经济效益，在国家和政策的引导下和强有力支持下，必将飞速发展，市场前景十分广阔。

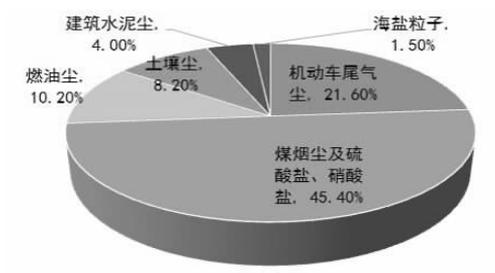
发展热电联产集中供热， 中国雾霾治理的一条经济适用途径

杭州热电集团 张忠明

一、中国雾霾产生的主要原因

(一) 化石燃料的燃烧排放是 PM2.5 的主要来源

雾霾的主要成因是 PM2.5。PM2.5 的来源有很多，有道路扬尘、汽车尾气、土壤扬尘、建设施工、生物质燃烧排放、燃煤燃油排放等。具体哪种因素影响最大，影响有多大，谁也说不准。这除了和各个地方的社会环境、经济环境有关外，还和自然环境、气候环境有关。但可以肯定的是，化石燃料的燃烧排放，特别是煤炭的燃烧排放是 PM2.5 的一个重大来源。



数据来源 【杭州市大气 PM2.5 和 PM10 污染特征及来源解析 (2010)】

通过上图以杭州市为例，煤烟尘及硫酸盐、硝酸盐占了有统计数据的PM2.5数量的一半。化石燃料的燃烧排放是PM2.5的主要来源之一。

杭州市做为长三角地区的代表城市之一，具有一定代表性。我国是世界第一煤炭消费国，2013年消费36.1亿吨，占全球一半以上。可以说，煤炭燃烧排放是PM2.5污染的最主要来源。

（二）中小锅炉是燃煤排放的主要原因

根据2012年能源消费统计数据，煤炭是中国主要能源，占一次化石能源消费的73.5%。电力、热力的生产和供应业是主要用煤行业，其煤炭消费情况占煤炭总消费量的49.4%。但如果因此认为电力、热力的生产和供应业是煤炭燃烧排放的祸首就有失偏颇。

燃煤电站锅炉大气污染物排放限值 单位：mg/m³

污染物项目	适用条件	重点地区	非重点地区*	2003版标准
烟尘	全部	20	30	50
二氧化硫	全部	50	100	400
氮氧化物（以NO ₂ 计）	全部	100	100	450
汞及其他化合物	全部	0.03	0.03	/

注（*）：除广西壮族自治区、重庆市、四川省、贵州省外

上表是2012年1月1日实施，全世界最严的火电厂大气污染物排放标准GB 13223-2011对比2003版标准数据。根据该标准数据以及实际耗用的煤炭量，以及火力发电企业燃烧空气系数，可以很容易算出烟尘排放的总量上限。该量占烟尘总量比重是很小的。

烟尘排放量主要来自于各种中小工业锅炉。根据《中国电器工业年鉴》2012年编制的《锅炉大气污染物排放标准（征求意见稿）编制说明》

一得集

提供的数据，中国工业锅炉 61.03 万台，其中燃煤工业锅炉 52.7 万台，年耗煤量 7.2 亿吨。工业锅炉平均容量小，容量低于 35t/h 锅炉台数占 95%以上。工业锅炉排放烟尘 160.1 万吨。

所以，治理燃煤烟尘排放的关键是中小锅炉特别是容量低于 35t/h 锅炉的烟尘排放。

二、减少烟尘排放的三条思路

使用清洁能源，从而减少污染物排放；通过提高能源转化及利用效率，限制高能耗企业发展，从而在保证经济增长的同时减少能源消费总量；通过引进先进减排技术，设定更严格排放标准，降低能源燃烧排放浓度。这是减少烟尘排放的三条思路。

（一）使用清洁能源简单而不易行

毫无疑问，使用清洁能源的行政监管成本最低，是最简单的减排方式。典型的方式就是煤改气。用天然气取代煤炭做为燃料，无疑是最简单的减排方法。但由于受到燃料成本及资源的限制，煤改气难以大规模实行。

下表是燃气供热与燃煤供热燃料成本比较：

燃料名称	燃气		煤炭（标准煤）	
	价格	元/标方	3.22	元/吨
热值	大卡/标方	8000	大卡/千克	7000
产热效率	%	90	%	90
外供蒸汽热值	吉焦/吨	3	吉焦/吨	3
单位燃料成本	元/吨	320.45	元/吨	85.30

【四】行业研究

从表中看，同样是热值 3 吉焦/吨的蒸汽，使用燃气的燃料成本是煤炭的近四倍。如果考虑到折旧、财务费用、人工等其它固定成本以及合理的利润，燃煤蒸汽的含税价格在 170 元/吨左右，而燃气蒸汽的价格要 400 元/吨以上，甚至要达到 500 元/吨，企业才能生存。

如此高的蒸汽价格，下游企业是承受不起的。以杭州热电集团有限公司位于浙江的三家热电企业为例，丽水市杭丽热电的下游企业都是皮革制造类企业，这些原本已经走下坡路苦苦支撑的企业将全部倒闭。处在萧山临江的临江环保热电下游企业也将大幅亏损难以为继。情况最好的上虞杭协热电，下游企业 80% 以上也承受不起。企业不行了，与企业关联的民众就业以及政府税收将严重受冲击。

站在我国能源资源结构现状的角度来说，单纯“煤改气”能源安全面临挑战。2013 年天然气表观消费量 1676 亿立方米（同比增长 13.9%），进口量 530 亿立方米，对外依存度达到 31.6%。预计到 2015 年全国天然气需求量 2300 亿立方米，到 2020 年将达 4000 亿立方米。



中亚天然气管道 2012 年 10 月年输气能力达到 300 亿立方米。2013 年

一得集

9月中土元首签署联合宣言约定到2016年底实现输气能力达到650亿立方米。中缅天然气管线2013年10月开通，年输气能力为120亿立方米。中俄东线管道对中国的年供气量确定为380亿立方米。到2016年底，我国的进口天然气能力达到1450亿立方米/年。相比2013年实际进口量，还有920亿立方米/年的空间。

根据统计数据，2011年底我国有燃煤工业锅炉52.7万台，年耗煤7.2亿吨，全部改烧燃气，需燃气3353亿m³。20t/h以下改燃气，需燃气1140亿m³。及时进口增量全部用于燃煤锅炉改造也不够，这里还没有考虑民用以及其他领域燃气的需求增长。

(二) 节能降耗减少燃料消耗总量减少排放经济途径。

淘汰落后产能，限制高耗能行业，这是减少燃料消耗总量的有效途径，但不是最经济的途径。通过提高能源转换的效率，减少能源利用过程中的损失，从而降低社会能源消费总量，这是最经济的减排途径。节能降耗，是能源转换利用企业降低成本通过经济效益和社会效益的根本。

(三) 燃煤发电企业、供热企业超低排放在技术和经济上均已可行

目前燃煤大锅炉采用的最先进的尾部烟气减排技术有：SCR、SNCR脱硝，半干法、湿法脱硫，布袋除尘、湿法电除尘等。实践证明，通过这些减排技术的组合应用，尾部烟气烟尘、SO₂、NO_x排放均可达到天然气燃烧排放标准要求。

通过以上技术进行超低排放技术改造，电厂建设成本增加800~1300元/kwh，建设维护成本增加10%~20%。分摊到每吨蒸汽的成本增加10元左右，这是电厂、供热企业及其下游企业完全能承受的。

三、热电联产，集中供热是减少污染物排放的一条经济适用途径

通过上面两大段分析，我们知道工业中小锅炉是燃煤烟尘排放的主要来源，而节能降耗和减排技改是减少排放在经济可行途径。

（一）集中供热是解决中小锅炉污染的最有效途径

中小锅炉效率低，能耗大，污染排放高。中小锅炉，特别是 20 吨/小时以下的小锅炉，受到设备本身限制，以及负荷较小，负荷不连续等原因影响，锅炉实际运行效率普遍较低。很多小锅炉的燃烧效率只有 60%左右，有些频繁启停和维护的小锅炉，平均效率甚至达到 50%以下。而大型的煤粉炉和循环流化床锅炉，炉效可以达到 90%以上。集中供热可以大大提高能源的利用效率，即使考虑到热量在传输过程中的损失，能源的转换利用率也在 80%以上，远高于小锅炉的利用率。集中供热供求双方均有利，经济可行。

中小锅炉进行减排技术改造建设成本占比较高，加上锅炉利用率本身就不高，技改的建设维护成本分摊到生产费用中较高，很多中小锅炉技改的积极性较低。即使进行了减排技改，由于锅炉运行工况不稳定，减排效果也打折扣。进行集中供热后，能源转换的污染排放率会大幅下降。社会效益显著。

（二）热电联产是最高效的能源转换模式

无论是电企还是热企，都是能源转换企业，将化学能、电能、水能等转换成电能、热能。无论何种形式的转换，都必然有能量损失。我们将产出的能量与投入的能量之比，称为综合热效率。下表是杭州热电集团下属四家热电企业 2014 年一季度综合热效率情况。其中杭丽热电是 2014 年 1 月新投产企业。

一得集

	上虞杭协	临江环保	上海金联	杭丽热电
锅炉燃烧损失	7.54	11.34	9.62	17.94
供热环节损失	0.00	0.00	0.00	0.00
发电环节损失	2.51	5.69	2.72	2.95
厂用电损失	1.98	3.12	1.53	2.85
综合热效率	87.96	79.85	86.13	76.26

从上表可以看出，除了杭丽热电因为新投产调试，效率较低外，几家热电联产企业的综合热效率都很高。远好于大型的火力发电厂，包括燃煤电厂和燃气电厂。本表没有考虑能源利用环节的供热管损。将 5%的供热管损考虑上，综合热效率依然很高。

热电联产综合热效率高的根本原因是发电环节能源损失少，汽轮机排汽全部被用来供热或者回热利用，减少冷凝损失。杭州热电集团下属四家企业全是纯背压机组，没有纯凝或者抽凝机组，避免了冷凝损失，所以综合热效率高。

下表是杭州热电集团在浙江的三家热电企业 2014 年上半年发电煤耗与社会电厂对比情况表：

指标名称	发电标准煤耗率
单位	克/千瓦时
上虞杭协	166.77
临江环保	196.75
丽水杭丽	157.01
社会平均	320
超临界机组	250

从上表可以看出，纯背压热电联产机组的发电煤耗只有社会平均值的一半。即使和目前最先进的超临界发电机组相比，也有很大的优势。根本原因就在于，纯背压机组没有冷凝损失。而纯凝发电机组，无论其初参数如何提高，只能减少冷凝损失，而不能完全避免冷凝损失。

无论从综合热效率还是发电煤耗看，纯背压热电联产是最高效的能源转换与利用模式。

四、热电联产集中供热的主要方式

热电联产的方式有很多种，除了常规的热电厂外，还有分布式热电冷三联供，大电厂抽汽供热等多种方式。针对中小锅炉分布的不同情况，可以考虑不同的集中供热方式。

（一）在用热企业成规模集中的区域适合新建热电厂

在中小锅炉较多且较集中的区域，通常是工业园区，比较适合采用新建热电厂的方式集中供热。杭州热电集团下属几家热电厂都是处在这样的区域中。2014年新投产的丽水市杭丽热电有限公司就是处在丽水市水阁工业园区的热电联产企业。该工业园区有60多台中小工业锅炉，以制革类及相关企业为主。锅炉基本是燃煤锅炉，除了蒸汽锅炉外还有较大比例的导热油锅炉。

由于用户集中且有一定规模，热电联产蒸汽成本较低，价格比较容易让用户接受。

（二）对燃煤大电厂进行供热技术改造三方共赢

如果大电厂附件有一定规模的中小锅炉需改造的话，大电厂进行技改

一得集

配套供热是一种不错的选择。大电厂进行抽汽供热后可以减少冷凝损失，进一步降低发电煤耗，达到节能降耗的目的，减少节能减排的压力。对外供热还可以获得一定的经济效益。对热用户来说，可以获得优质价廉的蒸汽，免除节能环保改造所需的巨大成本。而对政府主管部门来说，大大减轻推行节能环保所遇到的阻力。

杭州热电集团与国华电厂合作，在浙江宁海与舟山先后成立两家热力供应公司，发挥自身在热网建设与运营管理方面的优势，利用国华电厂供热技改后的蒸汽附近工业园区用热企业进行供热。这种方式的优点是不需要下游用热企业有很大规模，可以灵活控制投资节奏，满足用户需要。

（三）量少而集中的用热需求可以考虑热电冷三联供

三联供相对负荷较小，所处位置环保要求较高，一般采用洁净燃料天然气，服务对象不仅限于工业用户，还包括商业及居民用户。夏天制冷，冬天供热。因为燃烧天然气，相对价格较高，适用于有需求，但量不是太大的用户。

五、长距离供热为热电联产带来广阔前景

近些年节能环保要求越来越高，保温技术也是日新月异。最新的保温材料及保温技术为长距离供热提供了可能。供热距离已经可以达到 30 公里，远高于标准的 8 公里半径。

比较适宜长距离供热的情况是，用热需求较集中或是距热源沿途分布，总用热量在 30 吨/小时以上，低于 100 吨/小时，有一定规模，但不适合新

建热源的情况。

以供热距离 20 公里，用热量 40 吨/小时为例。保温内部增加一层新型保温材料，采用新型绝热支架，为了减少压力损失，适度增加管径，管线建设成本大约从 4000 元/米增加到 7000 元/米。和 8 公里管线相比，增加建设成本 1.08 亿元。按每年运行 8000 小时，15 年摊销的话，每吨蒸汽增加成本 22.5 元，再考虑到供热管损的增加，如果全部让热用户承担的话，热价约增加 20%。尚在能够承受的范围内。相比于煤改气或是停产，热价的变动要小的多。

充分利用附近的火力发电厂或是热电厂，长距离供热获得多方共赢。

六、结论

热电联产集中供热是消除中小锅炉的最有效途径，热电联产同时也是最高效的能源转换形式之一，所以热电联产是减少污染排放，消除雾霾的有效途径。由于热电联产集中供热成本较低，能普遍被热用户接受，所以热电联产集中供热是最经济可行的途径。

节能服务产业概述及其发展趋势浅析

城投投资公司 王昊博

一、节能服务与节能服务产业

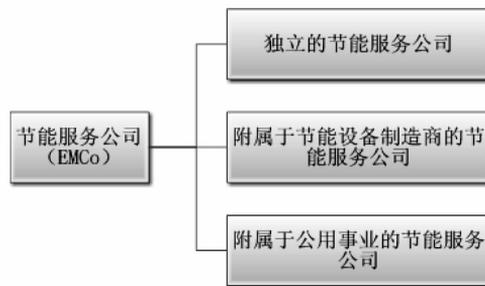
节能服务是指节约与减少能源消耗的服务，其产业链的上下游分别是节能服务企业与用能企业。为了提高能源使用效率，减少能源消耗，降低污染排放用能，企业委托节能服务企业为其提供服务以提高能源利用效率、减少能源消耗，节能服务是一个系统化的工程，主要包括能源审计、节能改造方案设计、项目融资、设备及原材料采购、工程施工、人员培训、改造系统运行、改造系统维护与管理以及节能量监测等方面。

美国是节能服务的发源地，之后节能服务在其他西方发达国家以及日本、韩国发展起来，节能服务不仅是发达国家推动节能的重要举措，也是一种新兴的产业。随着我国能源问题日益突出，国家对节能服务领域越来越重视，我国于90年代引入节能服务，同时国家在政策、法规上也不断加强对节能服务产业的扶持力度，节能服务在我国节能领域占有越来越重要的地位，成为新兴的“朝阳产业”。

二、节能服务企业与合同能源管理

作为节能服务的供给方，节能服务企业指运用合同能源管理（Energy Management Contract，简称 EMC）服务模式，为用能企业进行节能改造，是以赢利为目的的专业化组织，在国内简称 EMCo（Energy Management Company）。节能服务公司主要分为三种类型：独立的节能服务公司、附属与节能设备制造商的节能服务公司和附属与公用事业公司的节能服务公司。

图 1 节能服务公司划分



合同能源管理 (Energy Management Contract) 是基于市场运作的全新的节能投资新机制，合同能源管理于上个世纪 70 年代由西方发达国家兴起，并在 98 年引入我国。EMC 机制具体是指节能服务企业通过与用能企业签订节能服务合同，为用能企业提供包括能源审计、节能改造方案设计、施工设计、节能项目融资、原材料和设备采购、施工、安装和调试、运行、保养和维护、节能量监测及效益保证等一整套的节能服务，并从用能企业进行节能改造后减少的能源费用中收回投资和取得利润。合同能源管理的商业运作模式主要分为三种：

一得集

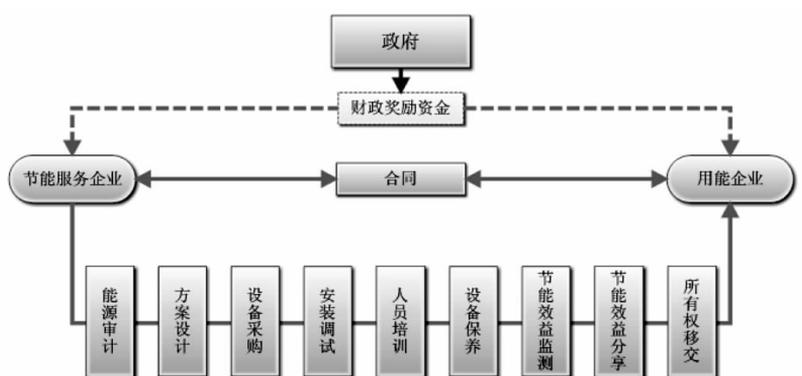
1. 节能效益分享型：EMCo 为客户的节能项目进行投资。在合同期内，EMCo 拥有节能设备所有权，与用户按照合同约定的比例分享节能项目实施后产生的节能效益，回收投资和实现盈利，在合同结束后，设备所有权和全部节能效益归客户所有。

2. 节能收益保证型：节能项目投资资金一般由 EMCo 为客户寻找，以客户的信用获得借贷资金，从而与项目相关的资产和负债将记载于客户的资产负债表；EMCo 必须保证每年的节能收益能够偿还贷款利息和本金，并最终在合同期满完全清偿贷款。

3. 能源费用托管型：即客户的能源费用全部交给 EMCo，EMCo 负责节能改造和投资，节约的能源费用归 EMCo 所有。

从目前国家财税以及奖励政策来看，财政奖励资金支持的对象是实施节能效益分享型合同能源管理项目的节能服务公司，因此节能效益分享型的模式将是今后发展的方向。

图 2 节能效益分享型合同能源管理流程



三、节能服务产业链

节能服务产业链中的企业之间存在较强的供需关系，共同完成产业的价值创造过程。在我国，节能服务产业是一新兴产业，发展尚不完善，产业链结构比较简单，上中下游主要是节能设备与技术的提供方、节能服务企业与用能企业，交换的产品是节能设备、节能技术与节能服务，各企业相互联系、彼此依存共同形成节能服务的完整产业链。

（一）上游供应商

上游供应商包括各类节能设备制造企业、节能产品生产企业、节能技术研究中心以及节能投资机构，它们提供节能服务所需的设备、技术、资金、产品等，包括工商业节能技术与产品和建筑节能技术与产品两大类，其中工商业节能技术与产品主要包括绿色照明产品与技术、LED 产品与技术、高效节能锅炉、节电型机电设备与产品、节水产品与回收利用装置、工业节油技术与装备、节能计量仪表与控制装备以及太阳能和其他新能源技术等；建筑节能产品与技术主要包括节能型墙体材料与保温材料、墙体隔热技术、涂层技术、复合板材、加固技术、恒温玻璃、遮阳技术、先进采暖制冷及温控系统；节能型门窗等。

在用能企业自己进行节能改造的情况下，它们为用能企业提供节能设备、技术、产品等；在用能企业将节能服务外包给节能服务企业（EMCo）的情况下，它们为 EMCo 提供节能设备、技术、资金、产品等，由 EMCo 为用能企业提供节能服务。

（二）中游服务商

中游服务商即各类节能服务公司，在用能企业将节能服务外包给 EM-

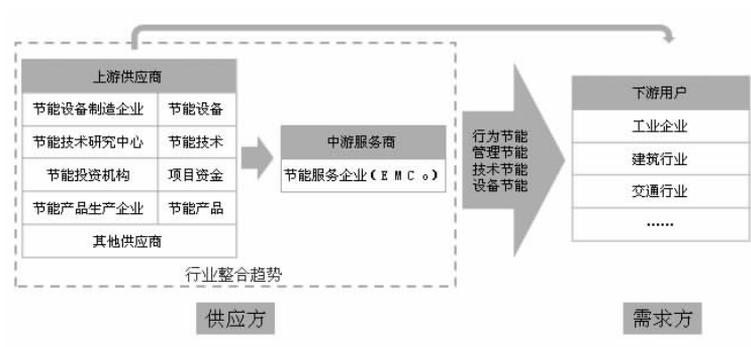
一得集

Co 的情况下，它们利用上游供应商提供的节能设备、技术、资金、产品等，主要运用 EMC 机制，通过行为节能、设备节能、管理节能、技术节能的综合运用，为用能企业提供节能服务，降低用能企业的能源消耗。在节能服务交易中，EMCo 是节能服务的供给方。值得注意的是，受制于技术实力以及融资渠道，我国国内的 EMCo 企业大部或是附属于节能设备制造与公用事业企业，或是由节能设备制造与公用事业企业转型而来。

(三) 下游客户

节能服务产业链下游客户主要是各类用能企业，在我国用能企业以三大高耗能企业为代表：工业企业、建筑行业 and 交通行业。用能企业可以从各类节能设备制造企业、节能产品生产企业、节能技术研究中心等供应商处购买节能设备、产品及技术等，自己进行节能改造，也可以将节能服务外包给 EMCo，由 EMCo 为其提供全方位的节能改造。在用能企业将节能服务外包给 EMCo 的情况下，用能企业是节能服务的需求方，接受来自 EMCo 的节能服务。

图 3 节能服务产业链结构



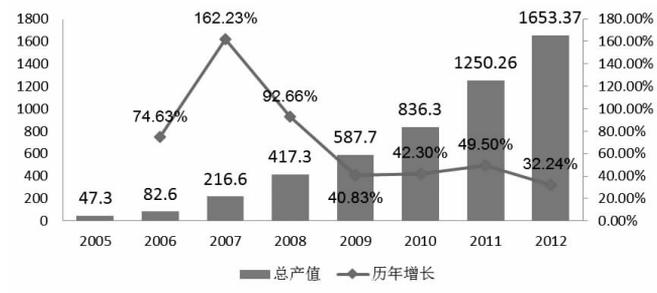
四、我国节能服务产业现状

(一) 总体情况

为了配合“合同能源管理财政奖励”政策，规范节能服务市场，国家发展改革委于2011年推出了节能服务公司“备案制”，规定只有获得备案的节能服务公司才有资格向国家财政部申请合同能源管理财政奖励，因此节能服务公司都对备案趋之若鹜。截止2013年5月我国节能服务产业企业数量已经超过4000家，其中在国家发改委、财政部备案的节能服务公司有3210家。

同时，节能服务产业延续了自2005年开始的高增长态势，在经历了2005-2008年产业初期的爆发性增长后，自2009年开始增长率稳定在30%以上。以2011年和2012年数据为例，节能服务产业总产值从2011年的1250.26亿元增长到2012年的1653.37亿元，增长了32.24%。其中，共实施合同能源管理项目3905个，投资总额为505.72亿元，比上年增长了22.62%，实现的节能量达到1774.46万吨标准煤，相应减排二氧化碳4430多万吨。

图4 中国节能服务产业产值及历年增长情况（单位：亿元，%）



一得集

(二) 产业区域分布

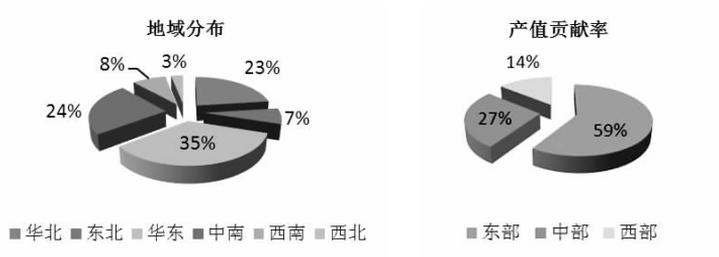
根据发改委节能服务公司五次备案情况，目前我国已备案的节能服务公司总数为 3210 家，按照数量排序居前十位的行政区域分别为北京、广东、山东、上海、江苏、湖南、浙江、河南、安徽、黑龙江，具体统计数据为：

图 5 2013 年发改委备案节能服务企业数量前十位的行政区域

排名	地区	备案企业数	占比
1	北京	448	13.96%
2	广东	304	9.47%
3	山东	284	8.85%
4	上海	195	6.07%
5	江苏	189	5.89%
6	湖南	162	5.05%
7	浙江	156	4.86%
8	河南	109	3.40%
9	安徽	107	3.33%
10	黑龙江	105	3.27%

从地域分布来看，华东地区备案企业数为 1108 家，占总数的 34.52%；中南地区为 769 家，占总数的 23.96%；华北地区为 736 家，占总数的 22.93%，这三个地区占备案企业总数比例为 88.47%。从产值来看，东部、中部、西部地区节能服务产业总产值贡献率分别为 59.2%、26.7%、14.1%，区域发展依旧不均衡，差距明显。

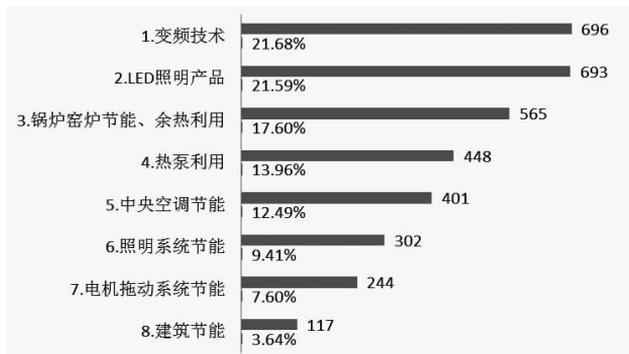
图 6 节能服务企业地域分布与产值贡献率



(三) 产业类别分布

在发改委备案的 3210 家节能服务企业中，涉及变频技术的企业大约为 696 家，占总数的 21.68%；涉及 LED 照明产品的企业大约为 693 家，占到企业总数的 21.59%；涉及锅炉窑炉利用技术与余热利用技术的大约为 565 家，占总数的 17.60%，其他企业分布比较广泛的服务类别依次为热泵利用技术、中央空调节能技术、照明系统节能、电机拖动系统节能、建筑节能等。值得注意的是，大多数企业并非局限于单一的服务与产品类别，而是在节能服务这个领域中采取混业经营的方式。

图 7 节能服务企业服务类别分布



一得集

五、节能服务产业的基本特征

节能服务企业为生产型企业提供附加服务，与传统产业相比具有特殊的产业链关系，因此其市场结构和商业模式有其自身的特殊性，包括：

（一）政策驱动

与环保产业相同，节能服务产业是一个政策驱动下形成的产业，下游需求是由国家节能减排和环境保护的目标强制产生的，因此产业发展与国家节能环保的政策和法规息息相关，整个产业发展的决定力量在于政府和法律法规的强制力，政务对这一领域发展的必要性和不可逆折性有充分的认识，未来国家会不断地推进并扶持节能服务产业。

（二）市场需求潜力巨大

目前中国的年节能潜力超过 4 亿吨标准煤，潜在投资市场规模超过 10000 亿元，而 2011—2012 年我国重点用能企业仅节能 1.7 亿吨标准煤。同时，中国政府提出 2020 年降低单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年降低 40%—45% 的自愿减排目标，其中节能的贡献度将超过 85%，预示着未来的市场需求潜力十分巨大。

（三）产业发展要素分散

目前我国 4000 多家节能服务企业大多是新成立的产业进入者，主要分为三类：第一类是大型用能单位为实现内部分工，顺应国家政策导向趋势设立的“资源型节能服务公司”；第二类则是原有节能技术提供商，基于对自身技术的了解和信息，希望能够通过节能收益分享模式增加企业收入而设立的“技术型节能服务公司”，技术层面包括实用技术和管理技术等；第三类则是融资能力较强，以节能服务公司身份，参与节能项目投资，推动

产业发展的“资金型节能服务公司”。这三种公司的存在，客观上造成了项目、技术、资金这三个决定产业发展的要素处于分散状态，不仅降低了各个节能服务公司的竞争力，同时也导致了节能服务项目运作效率的低下。

（四）商业模式多样化、非标化

服务系列化、多样化是节能服务产业与其他产业最大的不同，其服务往往包含着产品销售、技术研发、服务提供、工程施工等一系列工作，因此商业模式也在不断创新，包括 EPC (Engineering-Procurement-Construction, 设计-采购-施工, 工程总承包)、BOT (Build-Operate-Transfer 建设-运营-移交)、BOOT (Build-Own-Operate-Transfer 建设-拥有-运营-移交)、EMC (合同能源管理模式), 另外双方还可以根据实际情况, 选择其中部分服务项目, 因此产生了如 E (Engineering)、EP (Engineering-Procurement)、BT (Build-Transfer) 等服务模式。

六、节能服务产业发展的制约因素

目前制约我国节能服务产业发展的主要有节能效果认定和融资困难两大因素。

（一）节能效果认定

我国节能检测能力建设要远远落后于节能服务产业的发展，到目前为止我国还没有一个具有公信力的机构来承担认定责任，也没有形成行业内统一的节能效果认定标准，而健全的检测机构和先进的能效认定标准方法，是评价节能技术，评估企业能效和节能潜力，核查节能目标是否实现的基础，同时当节能服务公司与企业发生争执时也可以为仲裁机构提供依据。

一得集

(二) 融资困难

节能服务产业属于资本密集型行业，不管是节能效益分享型商业模式还是节能效益保证型商业模式，都需要节能服务企业预先垫付资金，这对于目前规模较小，自有资产不足，缺乏抵押物、担保物的节能服务公司是不小的压力，随着实施项目的增多，这些企业的资金压力会不断加大。一些节能服务公司利用手中的技术去大量“圈”项目，但在技术谈判、甚至商务谈判都通过之后，受困于资金不足迟迟签不了合同的现象在行业内十分普遍。

七、节能服务产业未来发展趋势

(一) 产业整合

目前节能服务用户对于综合服务的需求日趋强烈，单一服务已无法满足用户对节能服务的需求；同时为提升企业自身的竞争力，解决企业发展过程中融资与技术难题，都使得产业整合成为节能服务产业未来发展的趋势。

产业整合通过三种模式来实现：横向整合、纵向整合以及混合整合。横向整合包括“资源型”、“技术型”、“资金型”节能服务公司等相同类型企业的并购与控股来提高企业的集中度，扩大市场份额，也包括以上三种公司相互之间兼并、重组或组建联合体形成综合服务平台等方式；纵向整合包括下游节能服务公司与上游环保设备、产品、技术供应商之间的整合，从而使产业链上的企业实现对上下游企业的控制，进而控制产量或价格实现纵向的产业利润最大化；混合整合是以上两者的结合。

(二) 产业标准化

我国节能服务产业存在节能减排的服务标准缺失、节能效果检验评估

标准缺失、标准推广应用滞后、部分标准与当前节能减排工作不协调等多种问题，不仅对企业融资造成困难，更进一步影响到节能项目的顺利签约。

国家有关机构企业正在积极进行产业标准化的探索，如由中国标准化研究院等 11 家单位共同发起成立了节能减排标准化技术联盟，以推动了我国节能减排技术标准，但是目前还不能适应节能减排的现状，现有的 200 多项技术标准远远不能满足国家节能减排工作的需要。因此，产业标准化仍是节能服务未来发展的重点。

八、浙江省节能服务产业概述

根据以往统计数据，截至 2009 年全省节能环保产业产值已达 2000 亿元，其中节能产业产值 1150 亿元，位居各省前列。2010 年制定的《浙江省节能环保产业发展规划（2010—2015 年）》提出到 2015 年，节能和循环利用产业销售收入 4000 亿元，五年年均增长 16% 的目标。

图 8 已有投资规划的十二（省）市节能环保发展目标对比

(单位：亿元)

省份	十一五 末产值	节能	再生 资源	环保	2015目 标产值	节能	再生 资源	环保
全国	20000				45000			
湖南	407				1600	150	850	600
广西	172				800			
江苏	2150	555	900	695	7800			
重庆	400				1500	300	950	250
陕西	180				1000			400
安徽	428	166.9	218.4	29.9	6000	4500	1000	500
浙江	3452	1165	1828.9	316.2	6500	4000	4000	2500
湖北	850	250	350	250	1700	500	700	500
广东	2400	700		1700	6000	1800	2700	1800
上海	390				780	280	200	140
贵州	150	230	490	200	600			
河南	920				2000	500	1070	430

一得集

在发改委备案的全国 3210 家节能服务企业中，浙江省企业达 156 家，位居第 7 位，占全国企业数的 4.86%，占华东地区的 14.1%。

图 9 浙江发改委备案节能服务企业占比



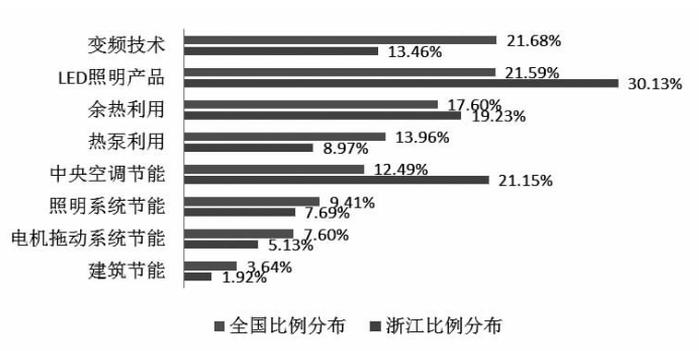
从数量上来说，在全部 156 家企业中，杭州市大约有 104 家，占全部企业的 66.7%，宁波市大约有 17 家，占全部企业的 10.9%，其他地区 35 家，占全部企业的 22.4%。从服务类别上来说，涉及变频技术的企业大约有 21

图 10 全国及浙江不同服务类别企业数量及占比

类别 \ 项目	全国数量	浙江数量	占比
变频技术	696	21	3.02%
LED 照明产品	693	47	6.78%
余热利用	565	30	5.31%
热泵利用	448	14	3.13%
中央空调节能	401	33	8.23%
照明系统节能	302	12	3.97%
电机拖动系统节能	244	8	3.28%
建筑节能	117	3	2.56%

家，占全部企业的 13.46%；涉及 LED 照明产品的企业大约有 47 家，占全部企业的 30.12%；涉及余热利用技术的企业大约有 30 家，占全部企业的 19.23%；涉及热泵技术的企业大约有 14 家，占全部企业的 9%，与全国的具体数据对比见下图：

图 11 全国与浙江不同服务类别企业比例分布对比



通过以上数据对比可以看到，与全国比例相比，浙江节能服务企业在 LED 照明产品与中央空调节能方面具有明显的区域特色与优势。

九、浙江节能服务重点企业介绍

根据中国工业节能与清洁生产协会 2012 年发布的节能服务公司百强榜，浙江科维节能技术有限公司、浙江和盛节能科技有限公司分列第 5 及 28 位；此外在 2011 年中国名企排行网、中国采购与招标网共同举办的 2011 年中国最具竞争力节能服务公司评选中，杭州安耐杰科技有限公司、浙江思源节能电子科技有限公司分列第 54 和 88 位。

一得集

(一) 浙江科维节能技术股份有限公司

浙江科维节能技术股份有限公司成立于2004年，总部位于杭州市文二路195号，专业从事节能技术（产品）研发、生产及合同能源管理（EPC）服务。公司注册资本6000万元人民币，企业信用等级浙江省AA，国家级高新技术企业，国家发改委第一批备案节能公司，杭州市（2011年度）十佳高新技术企业。

公司主营业务包括：①流体输送领域水泵、风机、空压机系统优化节能；②循环水（垢、藻、菌、锈）处理；③工业“三余”回收综合利用；④空气（水）源热泵与太阳能热电应用；⑤中央空调整能；⑥工业过程换热网络优化；⑦高能耗工艺优化；⑧节能企业能源智能化管理平台等八大方向的技术研发与推广应用，同时凭借自身技术优势和融资能力，为高能耗企业提供整体节能解决方案。

(二) 浙江和盛节能科技有限公司

浙江和盛节能科技有限公司成立于2010年，地址位于浙江省杭州市绍兴路337号，是一家由国家发改委和财政部核准认定的，集节能环保技术研发、系统设计、工程安装、系统运行、管理维护于一体合同能源管理节能服务公司。

公司主营业务是开发以高校学生为主体的客户群体，利用高效节能技术为各高校学生提供环保、节能、安全的生活热水系统，包括利用空气源热泵吸收空气中的可再生能源加热冷水，为学校及企事业单位生活用热水，为推进教育系统的节能环保工作作出了贡献。

(三) 杭州安耐杰科技有限公司

【四】行业研究

杭州安耐杰科技有限公司成立于 2004 年，地址位于中国杭州西溪路 788 号华泰工业园，是国家发改委、财政部首批备案的节能服务公司。公司为国家高新技术企业，专业从事提供流体节能的产品和服务，信用等级为 AAA 级。

安耐杰公司拥有十多项自主知识产权，流体节能技术国内领先，具有很强的项目交付能力。并与浙江大学、河海大学及浙大流体工程研究所等科研院校建立了良好的技术合作关系。自主研发的“EFGT 高效流体输送技术”，提供整个循环水系统的优化改造，安耐杰的 EFGT 技术主要应用于钢铁、化工、化纤、化肥、制药、热电、食品、公共事业等行业的循环水系统节能改造，截止 2011 年安耐杰已为 500 多家企业做了节能技改。

（四）浙江思源节能电子科技有限公司

浙江思源节能电子科技有限公司成立于 2005 年，坐落在桐乡市梧桐工业区，是一家专业的节电设备制造商和供应商，集节能产品研发、生产、项目安装于一体的合同能源管理公司。思源节能是首批经国家财政部、发改委备案的节能服务公司，公司研发的节能产品经国家中标认证中心认证获得“节能产品认证”，部分节能产品经浙江省能源监察总队检测，列入浙江省经贸委“省节能技术，产品推广导向目录”。

思源节能在节电领域提供全方位智能节电改造方案和工程服务，目前多家国内知名大专院校合作开发且拥有自主专利技术的“第五能源”节电系列产品，在节电领域达到甚至超过了国际同类产品的技术水平。

餐厨垃圾处理浅析

杭州环境集团 邵建英 陆航峰 张步云

餐厨垃圾随意处置对水体、大气产生的污染，特别是餐厨废油回流餐桌形成的“地沟油”对居民身体健康造成的潜在损害日渐突出，对餐厨垃圾进行处理已成燃眉之急。我国餐厨垃圾处理工作问题已引起政府的高度重视，要求“十二五”地级市以上的城市要建立起规范的餐厨垃圾处理设施。目前已经开展3批试点，49个项目先后启动，第三批20个城市试点已完成审查。目前全国餐厨垃圾产生量约为4000万吨/年，年均增速预计达10%以上。而与此形成反差的是，目前国内餐厨垃圾无害化处理率仅为10%。

一、餐厨垃圾处理相关政策

在财政支持方面，财政部、国家发展改革委将根据根据批复的实施方案综合考虑当地餐厨废弃物现状和年度项目投资计划，确定给予60多家试点城市中央财政补助资金额，并按照补助金额的50%向地方政府下拨启动资金。尽管目前国内餐厨垃圾处理行业仍存在技术路线不成熟及政策细化

措施不到位等问题，但《规划》列出的“十二五”超 100 亿元的投资仍将逐步落实，市场逐渐被打开。此外，住建部还于今年初公布了《餐厨垃圾处理技术规范》，并于今年 5 月 1 日正式开始实施，在处理技术路线及环境和食品安全方面做出明确要求。

目前，国内已有 20 多（北京、上海、重庆、成都、广州、郑州市、洛阳市、青岛市、台州市、合肥市、东莞市、深圳市、内蒙古呼和浩特、武汉市、长沙市、遵义市等）个省市的餐厨、厨余垃圾管理办法陆续出台，33 个试点城市（北京市朝阳区、天津市津南区、河北省石家庄市、山西省太原市、内蒙古自治区鄂尔多斯市、辽宁省沈阳、吉林省白山市、黑龙江省哈尔滨市、上海市闵行区、江苏省苏州市、浙江省嘉兴市、安徽省合肥市、福建省三明市、江西省南昌市、山东省潍坊市、河南省郑州市、湖北省武汉市、湖南省衡阳市、广西壮族自治区南宁市、海南省三亚市、四川省成都市、重庆市、云南省昆明市、贵州省贵阳市、陕西省宝鸡市、甘肃省兰州市、宁夏回族自治区银川市、青海省西宁市、新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市）中，13 个城市出台了相关管理办法，从政策层面促进市场的形成。四川成都、重庆市黔江区、江西省南昌市、福建省福州、江苏省常熟市、山东省烟台市、山东省泰安市、广东省黄埔大田山、宁夏回族自治区吴忠市、海南省三亚市等多个城市的首个餐厨垃圾处理项目目前试运行或近期建成。

二、餐厨垃圾产生的危害

首先它影响了城市市容和人居环境。从感观性状来说，餐厨垃圾表现

一得集

为油腻、湿淋淋，影响人的视觉和嗅觉的舒适感和生活卫生。另外，餐厨垃圾会增加填埋场的产气和渗滤液的析出，这会污染地表和地下水。其次是作为饲料喂养家畜，也就说俗称的“泔水猪”。国内大部分城市的餐饮垃圾被运往城郊猪场饲养起了泔水猪，这也对卫生存在着隐患。再次是废弃食用油脂所产生的危害，在暴利的驱使下，一些不法商贩回收餐厨垃圾产生过程中的泔水，通过加热，过滤，蒸馏等一系列手段提取油脂。然后利用这些所谓的地沟油，卖给一些小的食品经营点、餐馆等来牟取暴利。经过提炼得到的地沟油会有杂质，里面会沾染黄曲霉、笨等有毒物质，长期食用会造成肿瘤等慢性疾病的发生。地沟油还会污染地下水，消耗水体氧气，造成水体富营养化，滋生蚊子、苍蝇等害虫；废弃食用油脂流入江河，容易导致鱼虾等由于缺氧而窒息。

三、餐厨垃圾的处理技术

目前对餐厨垃圾的处理方法有：①填埋。目前我国的餐厨垃圾大部分采用的仍然是直接填埋的处理方式。收运来的餐厨垃圾与其他生活垃圾混杂在一起，直接进入填埋场进行填埋；②焚烧。将垃圾中的可燃物燃烧后产生热量进行发电，从而达到垃圾资源化利用的一种垃圾处理工艺。该工艺的优点是处理量大，垃圾的减量效果明显。焚烧后产生的热量可以发电，实现垃圾资源化利用。但是焚烧工艺对垃圾的热值有较高的要求，餐厨垃圾中的含水量通常在 80%—90%间，过高的含水率使得餐厨垃圾的热值也很低，如果使用焚烧技术进行处理，将会极大地增加处理成本。同时由于不完全燃烧产生的气体固体产物排放后会危害人类的健康。③好氧堆肥。是

指有机物在有氧条件下，在好氧微生物的作用下，将高分子有机物降解成为无机物的过程。好氧堆肥占地面积较大，处理周期加长，增大运行成本。好氧过程在非密闭环境内进行，产生的臭气会形成二次污染，影响周围环境。④饲料化处理。是指餐厨垃圾经过固液分离后，含固率较高的部分经过高温杀菌消毒烘干后，加入适当的菌类将有机物降解成为生物饲料的过程。其他的液体垃圾部分经过厌氧发酵产沼气，含有的油脂经过油水分离后可制成工业原料或生物柴油。目前国家有关部委正在评估有关餐厨垃圾饲料化产物利用的风险问题。⑤厌氧发酵。是指垃圾中的有机物质在厌氧菌的作用下，由高分子物质降解成为小分子物质，最终转化为沼气的过程。餐厨垃圾经厌氧发酵降解后产生的沼气可通过热电联产发电机组中转化为电能和热能，电能可接入电网供生产生活实用，热能在供应垃圾处理设备自身使用后可补充市政供热设施部分热能需求，实现经济利益与社会利益共赢的局面。发酵后产生的沼液经过脱氮、脱盐、脱硫处理后可作为液态有机肥料在农业灌溉园林种植等领域广泛使用。沼渣经过好氧堆肥后也可作为肥料使用，从而实现垃圾的减量化、资源化处理。厌氧发酵技术的优点是垃圾的减量化，资源化处理效果好，产生的沼气发电可作为新能源补充现有常规能源。厌氧发酵过程中无臭气逸出，发酵后不会产生二次污染，社会大众的接受度较高。我们环境集团今年5月份投入使用厨余项目也采用厌氧发酵技术。

四、国内餐厨垃圾处理企业的分析

据市场测算，按照目前每人每天0.15千克的垃圾产生量来算，全国设

一得集

区以上城市总体的餐厨垃圾产生量约达 4000 万吨/年。若按照“吨/日”处理能力建设平均投资额 40 万元计算，中国潜在的餐厨垃圾（含家庭厨余垃圾）处理市场投资总额将超过 500 亿元。

我国餐厨垃圾中的有机物成分含量很高，资源化利用的途径有很多。因此，这一领域至今已吸引上百家企业争相涌入。目前国内主要餐厨垃圾处理企业有山东十方、普拉克、青岛天人、嘉博文等，其中，山东十方承建项目处理能力合计 900 吨/天，市场份额为 11%，处于行业首位。

2014 年 6 月 24 日，普拉克环保系统（北京）有限公司与桑德环境成功签约重庆开县餐厨废弃物综合处理系统 EPC 总承包合同。普拉克累计餐厨垃圾日处理量达到 2400 吨/天，共签署了九个餐厨垃圾处理合同，位于全国首位；此外普拉克目前其他有机垃圾厌氧处理量也达到了 1000 吨/天。

2011 年 8 月，桑德环境发布公告称，公司与控股子公司北京合加在安徽淮南市共同投资设厂，开展投资总额达 1 亿元的餐厨垃圾收集处理 BOT 项目。这也成为“十二五”以来，A 股首家提前布局这一领域的上市公司。

截至目前，A 股除桑德环境外，更有维尔利、东江环保也频频宣布中标各地餐厨垃圾处理项目。其中，维尔利以其在垃圾无害化处理的专注耕耘而渐渐成为后来居上者。公司 2012 年 2000 多万元研发费用主要投入到了餐厨垃圾处理核心技术的研究上，目前在处理工艺上已初步成型。在国内餐厨垃圾处理市场逐步打开的背景下，今年 7 月 8 日晚间，维尔利公告，与日照市固体废物处理中心正式签订了《日照市餐厨垃圾处理项目工艺设备及配套设施设计采购安装（FPC）工程施工合同》，近期双方完成了签字盖章，合同正式生效。签约合同价为 3880 万元。

五、杭州市对于餐厨垃圾处理的探索与思考

杭州市 2013 年被列为第三批试点城市，据市政府相关部门统计数据示，杭州市主城区餐厨垃圾产生量约 400 多吨，目前基本处于无序收运、处置状态。部分餐厨垃圾由不法商贩回收后提炼出所谓“地沟油”或直接喂猪成“泔水猪”，经非法渠道回流到餐桌，带来严重食品安全隐患；部分随意倾倒或混入生活垃圾中，其高含水率对生活垃圾的“三化”处置带来较大影响。

为有效遏制餐厨垃圾未规范处理所产生的“地沟油”、“泔水猪”等危害，从源头保障食品安全，推动杭州市餐厨垃圾资源化利用和无害化处理试点城市建设，杭州市环境集团在充分调研、论证的基础上，引进先进德国技术，自 2014 年 4 月 29 日开始实施杭州餐厨垃圾处理中试项目，处理规模为 20 吨/日，采用先进的德国“三相分离+厌氧产沼”处理工艺；餐厨一期工程目前已经完成可研的批复，处理规模为 200 吨/日，预计 2014 年 12 月开始建设，本项目建成后，有以下重大意义：①经过严格的收集、运输及处理，使餐厨废物和地沟油都得到了有效的治理，有利于人民的身心健康，有利于环境的改善，也有利于杭州市经济的可持续发展；②项目实施后可做到资源的充分回收、合理利用，从末端治理向全过程控制转变，促使从源头减少废物产生量。③餐厨垃圾有机质含量高，可生物降解性强，是一种很有回收利用价值的资源。本项目实施后，年产沼气量 475 万 m³，节能减排效果非常明显。

六、小结

餐厨垃圾是在实行垃圾分类大环境下的一个必要产物，前端居民做好

一得集

分类，末端处置设施跟上才能有效的推进垃圾分类发展，破解“垃圾围城”的难题。而处理不当的餐厨垃圾，通过庞大的隐形利益链条，以地沟油、泔水猪等形式回流至餐桌，严重影响了食品安全和民众健康。餐厨垃圾同样具有较大的资源利用价值。处理过的餐厨垃圾，可以生产物质燃料、生物柴油和生物蛋白等。通过不同的技术路线，可以获得沼气、有机肥、高蛋白饲料、混凝土制品脱模剂等产品。杭州市环境集团的产业布局以打造静脉产业园区畅通城市出口为方向，该项目作为全国首个餐厨处置项目具有示范、教育等意义，以此为模板进行模式输出，加速公共服务均等覆盖加速公共服务均等覆盖，扩大我司的市场份额有着重大意义。

【五】
案例分析



顺势而为,逆市增长

——华夏幸福产业新城模式初探

城投投资公司 王昊博

目前我国常住人口城镇化率为 53.7%，户籍人口城镇化率只有 36%左右，不仅远低于发达国家 80%的水平，也低于与我国相近发展中国家的 60%的平均水平，相比之下还有很大的发展空间。在此背景下，2014 年 3 月 18 日，由中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》发行（以下简称规划），《规划》提出：“把加快发展中小城市作为优化城镇规模结构的主攻方向。鼓励引导产业项目在资源环境承载力强、发展潜力大的中小城市和县城布局，依托优势资源发展特色产业。”同时“完善设市标准，严格审批程序，对具备行政区划调整条件的县可有序改市，把有条件的县城和重点镇发展成为中小城市。”中国新型城镇化、产业化发展浪潮旋即兴盛。

新型城镇化对地方政府提出了新的挑战，与之前政府提出的城镇化相比更加突出“人的城市化”这一核心，以避免过去运动式、水泥森林等粗放的城镇化发展方式，代之以因地制宜、产业支撑、人居环境、社会保障、

【五】案例分析

生活方式等方面实现城镇化的转变，同时在城市发展过程中将传统技术方法和聪明才智融入规划、建设与管理中。因此本次城镇化突出了“以产兴城，以城促产”的内容，对政府在产业发展、规划建设、配套设施、运营管理、财政投入等多方面提出了要求，从现阶段来说，地方政府在负债空间有限的情况下完成以上工作往往力不从心，因此与行业内资深企业合作就成为了发展的必然，如时下流行的 PPP（Public—Private—Partnership）模式为地方政府和企业提供了合作途径。而华夏幸福基业股份有限公司（简称华夏幸福，股票代码：600340）便是其中翘楚，作为专注于核心城市圈的新城开发商，其独创的“固安模式”成为类 PPP 模式的最佳范本，公司业务不但获得北京市政府和河北省政府认可，同时完成了覆盖环渤海、长三角和华中区域的全国性战略布局。

华夏幸福以地产起家，之后成功转型新城开发领域，通过多年发展实现了全国布局，并积极探索海外发展，因此对华夏幸福业务模式进行案例分析研究，对公司未来的战略发展与业务开拓都具有重要的借鉴意义。

一、华夏幸福发展简介

华夏幸福创立于 1998 年，创立之初进入的是传统地产开发行业，先后开发了华夏花园、华夏经典第五大街、第九园、华夏奥韵等系列项目，包含住宅、商业街及城市综合体等多种业态，并成立相应的物业公司，从 2002 年固安工业园区奠基成立开始，华夏幸福进入到开发区投资运营事业领域，之后在固安项目成功运营的基础上将固安模式移植到北京大厂、河北怀来等地，旗下专门负责园区开发的九通投资在区域开发实践过程中，

一得集

形成了一体化的园区开发招商运营模式，覆盖区域规划、产业定位、区域建设、品牌推广、招商引资、投资服务、区域维护等多种业务形态，形成了独特的“园区+地产”模式，即公司以园区开发立项，地产开发随行的模式。2011年借壳ST国祥登陆A股市场，经过10多年的发展，成为中国领先的产业新城投资开发运营集团。

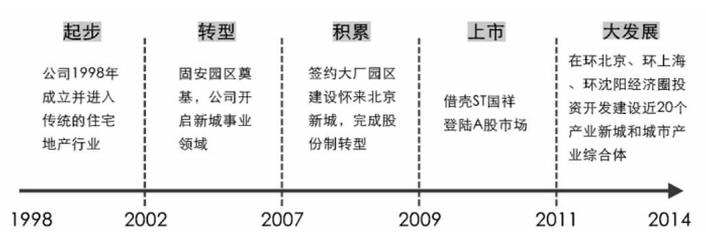


图1 华夏幸福发展路径

自公司2011年上市后，业绩始终维持在30%以上的增速，2013年全年净利润同比增52.2%，净资产收益率达44%，进入2014年华夏幸福销售不受行业整体销售下滑影响，仍逆势大幅增长，同比增加49.1%。目前华夏幸福在环北京、环上海、环沈阳、环武汉经济圈投资开发建设超过20个产业新城和城市产业综合体，委托区域面积接近1500平方公里，并于今年年初在美国加州硅谷成立子公司作为公司高科技产业孵化器，进一步增强了公司的产业园区招商落地能力。

从华夏幸福的发展路径可以看到，相对于国内其他传统地产商，华夏幸福很早就进行了产业升级，可以说是具备超前的战略眼光。传统地产项目走的是规划设计→取得土地使用权→项目开工建设→经营销售→后期物

业管理的开发模式，拼的是速度和效率，快开工、快建设、快销售成为传统地产业竞争力的核心。而华夏幸福以产业为基础打造出新的城市生态圈，从而获得更多的利润，成长性也更好。华夏幸福不仅提供土地整理、基础设施建设、招商引资、园区综合服务及园区住宅、生活配套服务等一系列业务，同时还致力于城市地产开发和物业酒店经营，不但形成均衡的发展结构，而且具备在产业园区以及相关配套城市建设方面积累了雄厚的运营经验，代表了这一行业未来的发展趋势。可以说在目前国内地产业普遍哀鸿一片的情况下，华夏幸福走出了一条具有自身特色又符合国家宏观经济调整的发展道路。

二、华夏幸福产品线布局与规划

华夏幸福项目选址一般围绕核心城市布局，但落地往往是核心城市周边经济发展相对滞后区域，以核心城市与周边城市副中心、城市外围的经济一体化发展为契机，发展经济互补型产业。在中国新型城镇化的大背景下，华夏幸福敏锐地抓住核心城市周边地方政府欠缺招商引资和产业规划的能力的契机，利用自身园区产业规划能力和招商引资能力优势，实现了与政府合作方的双赢，公司产品线布局与规划见下图：

围绕核心城市市中心，华夏幸福在城市副中心、城郊、城市外围根据地域特点推出了不同的产品线，以满足不同区域的需要，其项目规划各有侧重：城市副中心距市中心一般为 10-20km,在该区域内华夏幸福一般根据市中心需求发展高附加值的都市工业以及现代服务业如信息产业、软件开发、设计规划等，同时完善其相关商住配套；在距市中心 20-50km 的城郊

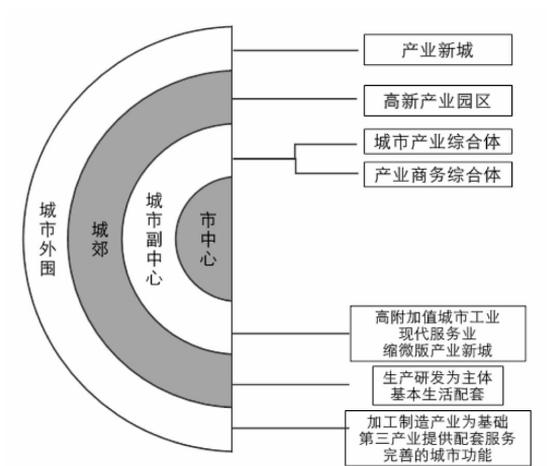


图 2 华夏幸福核心城市圈布局

发展高新产业园区，以高新技术制造业为主导、并由产业链上下游、关联产业、成产服务业形成产业集群的功能组合；在距市中心 50km 以上的城市外围发展产业新城，形成以加工制造业为主，第三产业提供配套和服务的功能组合，形成具备生产、住宅、公建、行政等完整城市功能的产业新城。

三、华夏幸福项目运作与盈利模式

(一) 项目运作模式

华夏幸福业绩能够独立于地产行业保持高速增长，主要是由于华夏幸福在多年的发展中形成的“园区孵化+房地产开发”的独特模式,该模式主要通过以下几个步骤实现：

- 1、通过“园区孵化”快速实现园区建设

【五】案例分析

与传统的园区开发不同，园区基本属于地方政府而不是华夏幸福。华夏幸福同政府签订排他性的“园区孵化”协议，根据托管分成协议，在托管年限之内完成规划、建设、招商和后期维护工作，政府通过收税和卖地赚取收益，并分期支付公司一级开发的成本。

“园区孵化”模式一方面可以在前期政府零投入的情况下，顺利实现园区的正常开业和运作，契合地方政府的诉求。另一方面，开发商省去园区土地购置成本，直接用于园区建设，两项结合的最大效应的是短期内实现园区快速建设，给开发商和地方经济带来双赢结果。

2、通过“园区孵化”获得低成本土地储备和园区收益

随着园区的逐步成熟，入园企业数量及投资将不断增加，土地价值和政府财政收入提升，华夏幸福名义上获得入园企业落地投资额一定比例返还的产业服务收入，实际运作中政府通过税收收入补偿和住宅土地增值补偿的方式，使华夏幸福持续以较低成本获得土地储备，并分享园区收益。其中，住宅土地增值是政府土地增值补偿的前提，是华夏幸福模式运作的关键要素。

3、“园区孵化”和“地产开发”协同促进

华夏幸福园区业务与房地产开发形成协同效应，利用区域开发带动房地产开发的区域影响力和城市配套，利用房地产开发提升区域开发投资环境，并弥补园区业务的现金流支出。

4、“地产开发”定位清晰，快速实现资金回笼

华夏幸福低成本获得的土地储备均选择具有位置优势或自然景观优势的资源，公司产品主打性价比，客户定位于满足在核心城市工作人员低总

一得集

价实现居住面积和居住环境的需求。目前购房人群 85-90%为核心城市客群（园区企业客群不足 10%），清晰的定位使公司能够在园区业务早期阶段即能通过房地产销售，快速回笼资金。

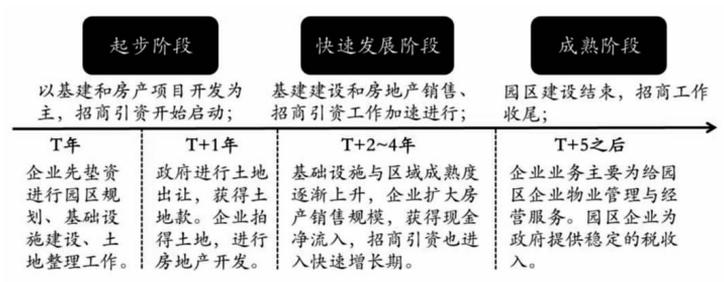


图3 华夏幸福项目运作模式

通过以上几个步骤及特点分析，可以看到华夏幸福独特的园区模式既不同于市场主流的住宅销售开发商，也不同于传统的园区地产，而是通过“政府主导企业运作”的运营机制，在明确权、责、利的基础上，按照“市场化运作、企业化运作、专业化招商、标准化管理、个性化服务”的模式进行运作，通过阶段建设与运营为地方政府提供包括住基础设施建设、土地整理、宅地产开发、商业地产开发、招商引资以及园区综合服务等一系列解决方案，实现了“政企双赢”的结果。

（二）华夏幸福项目盈利模式构成

目前华夏幸福的收入来源主要有三部分：1、土地整理和基础设施建设；2、产业发展服务收入（招商引资结算）；3、园区住宅销售。其具体盈利情况见下表：

表 1 华夏幸福盈利模式构成

产品类型	收入来源	支付主体
一、向政府提供的产品与服务		
1、基础设施	BT 模式，按投资的 110%–115%进行结算 按落地投资额的 45%进行结算 整理成本+10%的利润	政府财政
2、公共设施		
3、招商引资		
4、土地整理		
二、向入区企业提供的产品与服务		
1、标准厂房/服务业办公楼	销售/租金	入区企业
2、员工公寓	销售/租金	
3、公用事业服务（供水、供热等）	使用费用	
三、向置业者提供的产品		
1、住宅	销售	置业者
2、商业物业		
四、向最终消费者提供的产品与服务		
1、商业物业	经营/销售	消费者
2、休闲度假物业		

华夏幸福土地整理和基建采用 BT 模式，经第三方机构审计后，按投资额加成 10–15%与地方政府结算，结算时点每季度都可能发生；产业发展服务收入方面，当地政府以落地投资额的 45%进行返还（少部分园区以剩余收益的 45%与地方政府分成），落地投资额包括土地购置、厂房建造、机器设备购置等，其综合毛利率可达 90%，净利率在 70%左右，是华夏幸福产业园区项目利润的主要来源；同时产业园区相关配套地产销售，净利率约为 15%左右。

四、华夏幸福业务模式分析总结

（一）华夏幸福新城开发模式符合国家政治、经济政策，市场前景乐观

一得集

华夏幸福产业新城开发模式契合新城镇化的国家战略方向，通过与政府签订园区开发协议，对园区进行开发前的产业规划和设计，为区域制定精准的产业发展规划，通过清晰的区域产业定位、发展方向、空间布局和产业发展策略，进而进行配套的基础设施建设，在此基础上接手招商引资，同时利用开发优势优先获取房地产开发用地，最终实现开发区域 GDP 和财政收入的大幅提高，城市建设和基建配套的快速升级，促进区域产业发展和居民就业的显著提升。因此这种开发模式获得政府的高度认可，实现了“政企双赢”的目标，利于区域经济发展、产业落地及劳动力就业等，是现阶段具有竞争力的园区操作模式。

（二）华夏幸福自身规划、招商、运营能力是项目运行的基础

华夏幸福各项目成功运营与其在园区规划、招商、运营方面的能力密不可分，而这三方面的能力也是其核心竞争力的体现。首先项目前期规划方面，华夏幸福总部有专门的战略管理部门负责整合全球高端资源，开展产业定位和产业规划工作，并参与园区的概念规划工作，公司与全球知名咨询公司 IBM 和罗兰贝格进行合作，为华夏幸福进行产业定位和园区规划设计；此外为加强其产业招商引资能力，华夏幸福建设有 500 余人的招商团队，其中 50 人为产业研究团队，拥有 15 万条企业数据库，拥有研究院、产业中国等研究平台，近期又与中联航、航天科技集团等重量级企业达成合作意向；投资管理与核心建设能力方面，华夏幸福通过多年成功的项目运营积累了大量的投资管理与建设经验，已经能够为入园企业提供 24 小时全程无忧的管家式服务。

（三）产业新城模式通过园区开发实现区域经济联动发展效果，可持续性

【五】案例分析

传统意义的园区开发需要投入大量的资金，资金沉淀对企业造成很大经营风险，而华夏幸福园区+地产的开发模式完美解决了传统园区开发模式的缺陷，即“以产兴城，以城促产”，实现了产业带动城市发展，从而促进住宅需求，城市发展又反过来促进产业聚集和升级，公司将住宅地产的销售与工业园区的开发节奏有序匹配，很好地解决了工业园区前期投入较大的问题。而工业园区的不断成熟也将不断提升园区内的物业价值。现金流承接有序的良好循环不断给公司进行“输血”，为公司园区开发提供有力的资金保障。

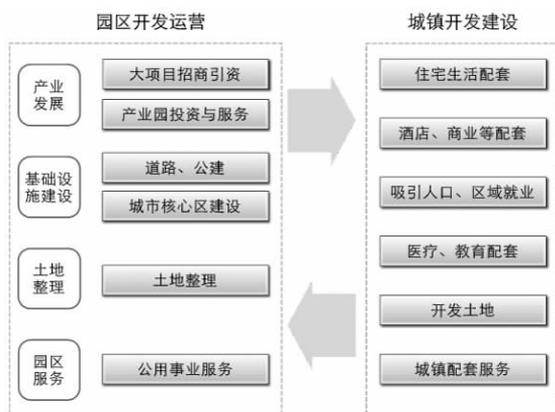


图4 华夏幸福新城开发模式中产业与城市的协同效应

(四) 产业新城项目开发需经历前难后易，成功之后实现异地复制的过程

华夏幸福固安项目早在2002年就开始启动，期间经过不断的摸索与发展，确立了“电子信息产业”、“汽车零部件”、“现代装备制造业”三大主导产业，并于2006年经省政府批准成为省级开发区，在此基础上华夏幸福又于2012年固安县人民政府签订了新的新兴产业示范区的开发协议，并且该协议是排他性的，委托期限50年。回顾固安项目运营过程，华夏幸福

一得集

经历了一个较长的摸索期与建设期，但通过固安项目的成功操作，华夏幸福不仅积累了项目开发经验，同时也形成可参观可评估的实体模版，不但提升了自身与政府进行项目合作的议价能力，也因为成功项目的示范作用取得政府更充分的信任，并且随着项目增加，管理、人才、资金的匹配，轻易实现开发的乘数效应，规模急速扩张，形成了较强的规模效应，属于前难后易的发展过程。

五、华夏幸福案例的启示

在新型城镇化建设的大背景下，以往以房地产企业为主体的、简单粗放的“圈地盖房”的老路将不能适应新形势的要求，华夏幸福案例说明企业要参与新城镇化发展，并在参与的过程中把握企业的发展机遇，开拓企业新的业务领域，实现企业、政府的双赢局面，需要扮演好三个角色：

（一）新型城镇化的规划创新者

这里指的规划，包含产业规划、空间规划、制度规划，根据地方政府对区域发展的总体要求，以产业规划为指导，实现空间布局、生态、社会服务、智慧城市的综合统筹，实现职住平衡，宜居宜业，使原住民成为“新市民”，从而实现真正的人的城镇化。

（二）新型城镇化的资源整合者

一个新城镇必须是功能的混合体，不能再出现单一功能的卧城。新型城镇化开发建设，需要产业、居住、商业、学习、休闲娱乐等不同功能的合理配比，这就需要对新型城镇化涉及的国内、国际两个市场，企业、政府两种资源，农民、市民两方利益，行业内外两种力量进行深度整合，通

过城镇化的平台将不同社会资源引入到开发建设中来。过去这些完全由政府主导的过程，现在需要企业和政府共同去找到这一过程背后的商业契机，打造新商业模式，以打造一个功能混合的新城镇，并由此带动城镇的产业升级、解决就业问题。

（三）新型城镇化金融创新的探索者

与传统的房地产开发不同，企业参与新城镇建设涉及行业多，需要的资金量大。而在国际国内宏观局势正发生深刻变化的今天，传统单一的融资渠道也将越来越不能满足新型城镇化建设的需要。因此，如何有效的运用新型金融工具，盘活社会资源，将是新型城镇化的重要基础。发行基金的方式支持城镇化建设、并展开金融服务的轻资产模式，为公司开辟新的利润增长点，也将成为城市综合运营商面临的重大课题。

早在 2011 年杭州市政府就发布了《杭州市五县（市）域发展规划》，规划中提出了在 2011-2015 年间，区域一体化融合发展需要进入新阶段的目标，要求杭州周边县市顺应区域一体化融合发展潮流，融入长三角和杭州都市经济圈，在融入中加快转变经济发展方式，实现科学发展。近年杭州市城镇化进程迅猛，这个阶段的产业结构从第一产业向第二产业过度，城镇化建设资金的流向也发生变化，从基础设施建设转向公共服务。根据麦肯锡全球研究院估计，到 2025 年，占城市 GDP 的 2.5% 的额外资金会用在流动人口提供公共服务以及包括医疗保健和教育在内的福利。因此杭州市新型城镇化建设对各项基础设施和公共服务形成巨大的需求。如何在浙江地区，尤其是杭州市的新城镇化过程中抓住机会，实现企业发展，以上关于华夏幸福的案例分析能够起到一定的启示作用。

城市运营建设的“新思维”

——泛华建设集团经营模式研究

城投投资公司 王昊博

进入年 2014 以来,在高库存和融资紧的打击下,房屋销售和新开工数据持续恶化,房地产市场调整,销售呈现负增长,价格明显回落,销售不畅、融资渠道收窄使得发展商的经营压力倍增。尽管下半年各地政府取消限购政策以刺激地产行业价量回升,短期来看取消限购在部分地区取得了一定的效果,但此次成交量提升仅限于限购调整前累积的成交单在限购松绑后的集中释放,但并没有带动新增成交,因此从全国范围来看,地产市场仍呈现出冲高后回归常态的趋势。从宏观来看,房地产行业整体利润成长空间相当有限,地产业未来必然会经历一个分化整合,汰弱留强的过程。因此不少开发商开始探索转型之路,改变以往以住宅地产为单一主营业务的模式,开始尝试多元化、多业态、全产业链经营以增加新的利润增长点,分散地产开发的风险。

而另一方面,国家在 2014 年 3 月出台了《国家新型城镇化规划(2014 年-2020 年)》,意在促进区域经济协调发展,调整国家经济的投资结构与

【五】案例分析

扩大内需，形成新的国民经济驱动点。与以往粗放型的城镇化发展道路不同，本次城镇化国家突出强调了“以人为本”的理念，要求以产城互动、节约集约、生态宜居、和谐发展为基础特征，探索根据地方特色因地制宜，以产促城、以产兴城的模式。避免出现过去“千城一面”重复建设导致的盲目上项目、争抢企业资源的现象。因此新型城镇化对于传统开发商来说即是机遇也是挑战，传统地产商拼速度和效率，快开工、快建设、快销售的“粗放型”经营方式不再适用，代之以设计、规划、建设、招商、运营的全方位要求。对于地方政府而言，要求开发商成为一个“系统服务商”。

在城市系统开发方面，以泛华建设集团有限公司（以下简称泛华建设）为首的诸多公司走在了行业发展的前沿。泛华建设将城市设计、规划、建设、运营有机结合起来，针对不同地区的地理、经济特点实施特色经济培育形成具有自身特色与品牌的“中国城市发展创新模式”形成“智慧产业低碳示范区”核心战略产品，并在产业新城领域率先实施了行业细分，远远走在国内同行的前列。

一、泛华建设集团简介

泛华集团前身为中国泛华工程有限公司，成立于1993年，原直属于国家建设部，是我国第一家全国性工程股份制公司。其成立至今经历了三个发展阶段：

1、第一阶段：泛华集团在成立之初，是作为国家建设行业设计施工改革的总承包试点企业，先后成立的泛华装饰工程公司与泛华工程有限公司设计工程公司、泛华城市研究院等子公司与分支机构。积极探索设计施工

一得集

一体化，并在实践中不断探索设计体制改革、工程总承包体制改革、管理体制、业务发展模式，提出了“设计养家、工程树家、房地产发家”的战略发展思路。在这一思想的指导下，泛华集团解决了生存和发展问题。

2、第二阶段：在迈进发展阶段后，泛华集团对旗下工程咨询与项目管理、工程承包、项目开发三大体系进行有机整合，这三大体系的结合形成了面向整个建设产业，着力于企业内外部价值链的整合，使泛华建设集团成为建设领域的系统服务商。

3、第三阶段：成为建设领域系统服务商后，泛华集团的经营理念逐步上升到城市发展商的高度，着力打造城市发展系统服务商，并与建设领域系统服务商相结合，针对城市的建设与发展，以城市资源禀赋及定位为基石，以产业发展为核心，通过金融创新等方式提供投融资支持，形成从规划、投融资、建设、运营等多方面的系统解决方案，在国内运作了多个城市的同时积极开拓海外市场，并在2008年成功运用城市建设经营理念通过EPC模式总承包了安哥拉47亿美元的城市建设项目，进一步加大了开拓海外市场的力度。

经过多年发展，泛华集团形成了城市咨询、城市开发运营、工程建设、海外业务为支撑的四大业务板块，涵盖城市运营建设中策划、咨询、规划、投资、设计、招标代理、勘察、施工、采购、监理、装修、代建服务、运营等全过程或阶段性服务，并搭建了包括金融机构、产业企业、行业组织、策划咨询机构等在内的广泛的城市建设运营产业链，完善了产业价值链的有效整合。形成了独特的“建设系统服务商”+“城市系统发展商”的两商发展模式。自公司创建以来，先后开始“海林经济开发区”、“中国西南

【五】案例分析

(国家级) 紧急救援产业园区”、“查马坊新村”、“安哥拉 DUNDO 生态新城”“大理海东新城”“吉林市经济技术开发区”等国内外开发区、新城开发项目，并监理多项国内外重大市政基础设施项目建设。同时在集团业务发展的基础上，结合自身业务发展经验完成国家部级课题“中国城市发展创新模式研究”，并参与国标《城镇供热系统评价标准》(GB/T50627-2010) 的编写，并在 2012 年正式实施。自 2011 年开始，泛华集团连续 3 年进入全球承包商排行榜前 225 位，2013 年更是位列全球承包商排行榜第 35 位。

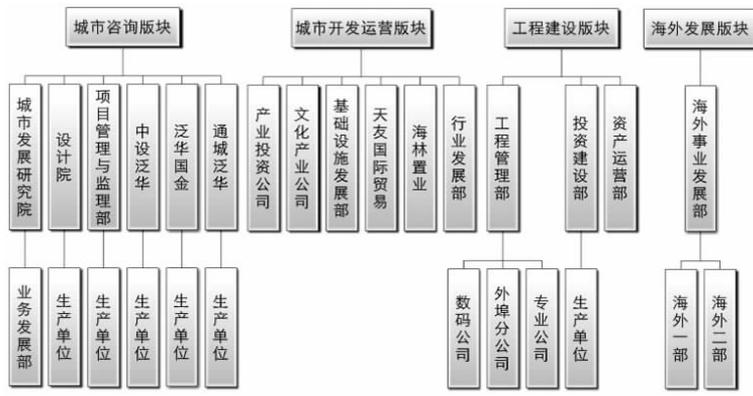


图 1 泛华集团业务板块与相关部门

二、泛华建设集团发展战略

泛华集团自身业务定位十分清晰，即将集团打造成为国内一流的城市发展商。其业务模式在深入研究目标客户内部价值链和需求的基础上,通过整合内部的业务流程,争取发现并全面系统地满足客户的需求,并能够为客户

一得集

提供系统一揽子的解决方案。项目的具体实施是通过“建设领域服务商”和“城市系统发展商”两种全新的系统集成型的业务模式来实现的。

1、城市系统发展商

站在城市发展的角度,通过对城市发展涉及的规划咨询、金融、开发及建设等资源的系统整合,为城市提供从系统咨询、投融资服务到基础设施建设、地产开发的“全流程、一站式”的服务,系统解决城市发展战略定位、产业发展及选择、城市资源利用的问题,帮助城市打一造建设项目运营平台、融投资平台、招商平台,使城市的发展更有序更有效率,并使城市价值得到快速的提升。

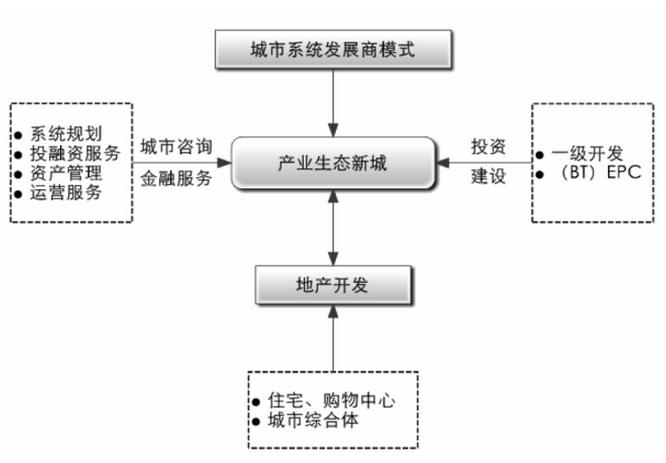


图2 泛华建设城市系统发展商运营模式

在该模式下，泛华集团主要向目标客户交付的产品为“产业生态新城”，集团通过对城市或新区整体的系统规划、投融资服务、开发建设,将以往的城市建设各节点的工作整合在集团的内部全部完成,真正实现了系统解

决客户需求的问题,最大化了客户价值。

2、建设系统服务商

泛华集团通过系统整合项目参与各方资源,创造建设领域价值链供应体系,按照建设项目全寿命周期理论,提供从策划、咨询、规划、勘察、设计、招标代理、采购、施工、机电安装、装修、项目管理、监理、代建服务、建成运营等全过程或阶段性的服务。通过整合集团的产业价值链,使集团各业务板块组合成一个业务和竞争主体,各业务板块能够在整个系统中发挥最大的效益,并产生协同效应,从而在竞争中掌握更多的主动权和话语权。

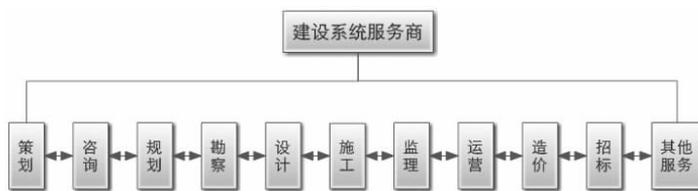


图3 泛华建设建设系统服务商运营模式

该模式的核心在于通过系统集成服务将整个建筑产业的“各业务孤岛”集成起来,以项目管理和项目合作创造最大化效益为目标,最终达到客户和项目效益最大化。

以上两种发展模式交叉运用,共同构成了泛华集团的战略发展格局,经过多年发展泛华集团形成了以工程设计、监理、建设、地产运营等业务为核心和基础、城市系统咨询、城市系统开发与运营、建投金融服务为战略发展,品牌经营和兼并重组作为资源整合三个层面的业务组合,显示出集团强大的资源整合与运营能力。

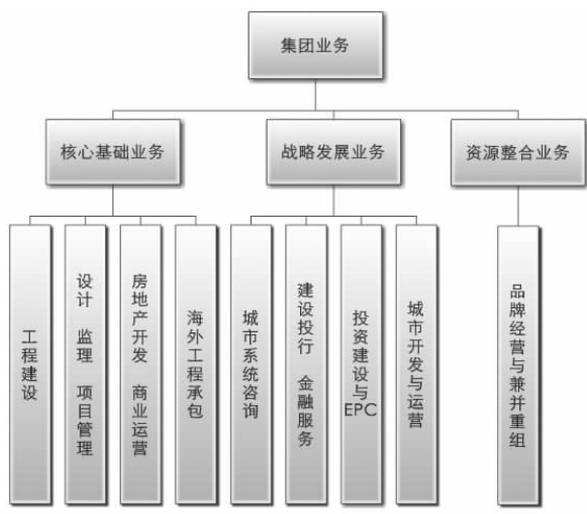


图 4 泛华集团战略发展业务划分

泛华集团“两商”战略可以归结为两个方面：一方面，凭借企业自身在建设领域能够提供的系统服务，参与基础设施及房地产项目的投资、建设、运营；另一方面，则是整合项目参与各方资源，为城市区域提供从项目前期策划咨询到建成运营的全过程或阶段性服务。即为某一个城市或区域提供包含规划、建设、开发、运营在内的系统服务，帮助政府建立城市发展的战略高度，并在此高度上展开，实现城市的可持续发展及综合竞争能力的提升，该特点在泛华集团与海林政府合作开发海林经济开发区项目体现的尤为明显。

三、泛华集团经营战略实施案例

2004年泛华集团与海林市政府合作，共同经营打造一个面积15平方公

【五】案例分析

里的海林市经济开发区。海林市位于黑龙江省东南部，地处东北亚经济圈腹地，其森林、水资源、动植物资源丰富，素有“林海雪原”、“中国雪乡”之称。由于海林地方政府在经济开发区项目运作上存在定位策划、资金筹集、招商运营方面的不足，迫切需要与有经验的外部投资者共同开发，因此在2004年7月海林市政府与泛华集团达成合作意向，共同组建海林开发与海林开发区管委会，其中泛华集团主要负责开发区规划及定位、建设融资、招商等项目建设的关键环节。

首先，在开发前期定位方面，项目实施之初泛华集团按照为海林市进行前瞻性的城市规划，通过系统整合海林市的城市战略规划、产业规划、空间规划、土地利用规划以及其他专项规划，编制出《海林新城概念性规划》，并在其后的建设、招商、运营均按照该规划科学运行。同时确定了海林市经济开发区以药业、木材加工业、绿色农业为主题的宜居、宜业、宜商产业生态新城的定位，围绕这一定位，泛华集团与当地政府共同组建公司，采取BOT方式建设经营开发区，高标准建设水电路、商业厂房、物流中心、五星级酒店等基础配套设施，实现了12平方公里“七通一平”，并将开发区中的城市化的需求与产业供给相融合，保持开发区长久、稳定发展。

其次，在项目融资方面，泛华集团充分利用自身优势，与海林市密切配合共同打造投融资平台。其融资渠道主要来源于三个方面：一是泛华建设集团进一步加大直接投资；二是泛华建设集团利用自身在金融界的信用平台为开发区提供融资支持，如在开发区项目中为海林市获取了国家开发银行的贷款支持；三是双方共同打造融资平台，由海林市政府倡导，泛华集团牵头，吸纳有实力的企业股，建立担保公司，按照放大5倍的要求，获取金融机

一得集

构的授信额度。

再次，在招商环节，泛华集团从项目所在地的特点出发，发挥以商招商的优势，与广东商联会、上海木业协会、浙江总商会、黑龙江省和哈尔滨市家具协会与开发区签订联手打造“木业城”的合作协议，吸引全国各地一些较大的木业投资商来开发区签约。为鼓励企业在开发区落户，采取对知名企业、大企业、高科技企业进行投资建设标准化厂房的方式，先租后买。

经过多年发展，目前海林市的年财政收入由2004年的2亿元上升到10亿元，地区生产总值实现100亿元，翻了五番。同时大批的木业加工企业和物流企业落户开发区，如瑞典宜家、台升国际、大自然等，成为这些企业的贴牌生产基地；雪都、康宝等多家药企也入驻开发区，总投资额4.2亿元，成为北药基地之一，2010年林海市开发区被评为国家级开发区。在之前成功合作的基础上，当地政府已经与泛华集团签订协议，在首期15平方公里区域后，将继续第二期30平方公里土地的经营。

在林海成功经验的基础上，在与其他城市政府的相互沟通中，泛华集团的理念获得了更广泛的认可。自2008年以来泛华建设吉林省辽源市、广东省汕尾市、新疆维吾尔自治区、辽宁铁岭市、河南省漯河市、云南省大理白族自治州、河南新乡平原新区、江苏省盐城市等多个城市签订战略合作协议，进行城市系统规划、投融资和开发建设。

四、泛华集团发展特点

从泛华集团发展脉络以及项目案例可以看到，泛华集团从诞生之初就不是以普通的地产开发商来定位的，而是以城市规划、建设、运营为主营

【五】案例分析

业务，在其发展过程中不断根据业务经验及外部环境完善自身发展战略、整合业务资源，从而形成对城市开发进行全产业链服务的大型国有集团，其发展特点可以归结为以下几点：

1、先天优势

与传统的地产开发商不同，泛华建设集团从诞生之初，其“基因”相对于传统地产开发商就有先天的优势，1992年泛华集团作为直属于原建设部的企业建立，致力于在中国城市规划、建设、运营方面作出系统化的探索和发展。从成立之初，泛华集团获得了建设部颁发的所有牌照，包括规划、设计、勘察、监理、施工等，实现了在城市设计、建设、运营方面的全产业链覆盖，因此相对于很多由其他行业转型而来的地产开发商，泛华集团在产业链资源方面拥有较强优势。此外在外部市场开拓方面，其建设部直属企业的光环在与地方政府进行协商也具备很强的吸引力。

表 1 泛华集团特许从业资格

泛华拥有国家建设部、国家发改委、国家商务部等颁发的 30 余项高等级资质						
咨询	工程招标代理甲级	工程造价咨询甲级	市政公用工程咨询甲级	建筑咨询甲级	城市规划咨询甲级	生态建设和环境工程咨询甲级
勘察	岩土工程甲级	工程测量甲级				
设计	建筑行业建筑工程设计甲级	市政公用行业（燃气、地铁轻轨除外）设计甲级			风景园林工程设计专项甲级	
	城市规划编制乙级			建筑智能化系统工程设计专项甲级		
监理	房屋建筑工程监理甲级	市政公用工程（不含燃气）监理甲级		公路工程监理甲级		

一得集

施 工	房屋建筑工程施 工总承包一级	市政公用工程施工 总承包一级	地基与基础工程 专业承包一级	土石方工程专 业承包二级
	建筑装修装饰工 程专业承包一级	钢结构工程专业承 包一级	机电设备安装工 程专业承包一级	体育场地设施 工程专业承包一 级
	消防设施工程专 业承包一级	防腐保温工程专 业承包一级	建筑智能化工程 专业承包二级	建筑防水工程 专业承包二级
其 他	对外承包工程经营资格证书（商务部）			

2、业务发展战略清晰

针对国内城市化发展过程中，单个城市的规划、开发、建设、运营主体和资源分割严重，各方主体各自为阵，导致城市功能划分、建筑规划混乱，造成有限土地资源的浪费的情况，泛华集团自成立之初就确立了清晰的发展战略：做城市建设领域的系统服务商，将城市规划、基础设施建设、投融资、招商、资产管理和运营等环节统一到集团业务链中来，并在其后的发展中始终围绕这个发展战略展开，即便 2007 年以来中国住宅房地产空前火爆，泛海集团仍然坚持自身发展战略。

同时在项目区域战略布局上，泛华集团从自身“两商”战略所要求的土地规模、发展规划方面考虑，选择扎根的区域并不是普通开发商所热衷的“北上广深”等热点区域，而是布局经济欠发达地区的发达城市和经济发达地区的欠发达城市。这是因为前者已经没有太多空间让泛华集团发挥在规模性、系统性规划方面的优势，后者的城市资源配置能力也无法满足泛华建设在以上两方面的要求。战略区域的选择上也可以看出泛华集团在发展策略方面对自身特点和环境的清醒认识。

3、产融结合紧密

针对城市建设需要较多资金，而现在地方政府融资平台又相对封闭，加上国家金融政策不断调整，造成整个建设的融资能力受到制约的现实，泛海集团加大城市投融资体系的建设。早在 2010 年，泛海集团成立泛华城市发展建设基金，该基金是国内首只以中国城市发展建设为主要投资领域的产业投资基金，由泛华投资基金管理公司管理。主要投向中国境内处于高速城市化进程中城市的土地整理、基础设施建设、城市特许经营权及城市建设相关产业。该基金通过与地方政府合理搭建一个投资融资平台，集合对城市建设开发领域投资有兴趣的各类社会资本。帮助政府解决城市发展建设项目所急需的资本金，同时也使社会资本参与到中国城市化建设过程。

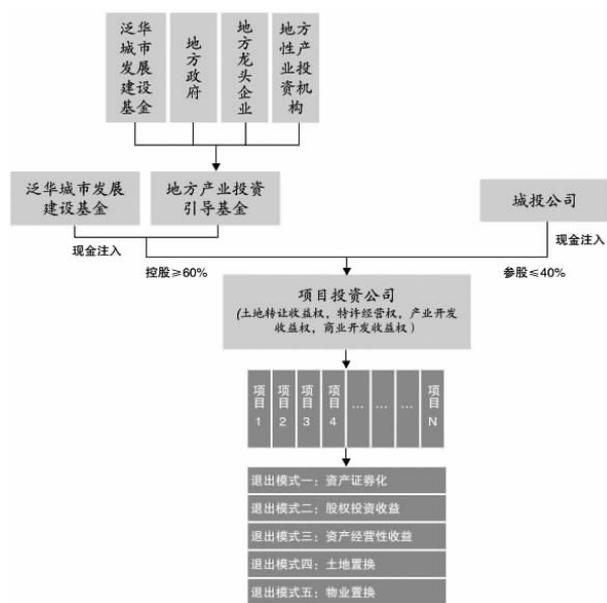


图 5 泛华城市发展基金地方产业引导型资金运作模式

一得集

4、集团管控模式切合实际

经过多年经营，泛华集团形成了一套结合集团发展实际的管控模式。首先在集团总部的定位上是作为集团的战略管理中心、风险控制中心与资源整合中心，以强化集团层面的战略管理和业务培育功能，发挥对部分新业务的战略监控和协调功能。对于下属各部门和子公司，集团管控模式一般划分为三大类：战略管理型、操作管理型和财务管理型。对城市发展研究院、泛华基金管理公司、城市开发部和地产事业部因其业务流程相关性高、为保证资源的及时调配和实施目标的按期达成，采用操作型管控模式；海外和工程事业部采用战略操作型模式以平衡资源需求、在协调各部门关系的同时保证各企业有适当的经营决策权，而设计院、监理与项目管理部和中设泛华由于其业务相关性较低采用的是财务型管控模式。

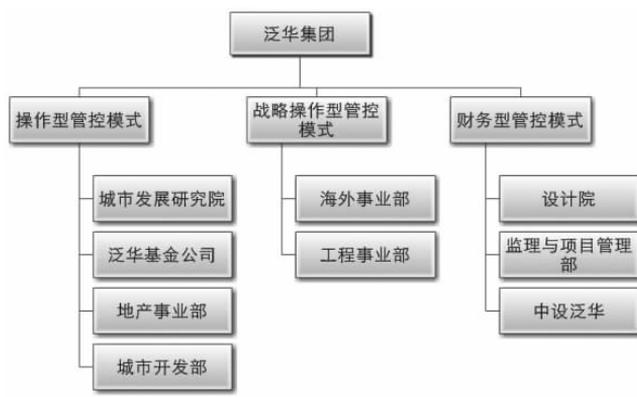


图 6 泛华集团管理体系

围绕管控模式的确定,泛华集团与各事业部建立了科学的授权体系,并将授权体系与信息化建设紧密结合起来,通过信息化手段固化授权,通过

规范科学的授权提高集团的管理效率，有效降低风险。

5、与客户建立广泛的战略合作关系

泛华集团在发展过程中与客户保持了良好的合作关系，其中既有投资者、也有中介机构如监理单位，还包括竞争对手如建筑公司、设计院，他们不仅能提供和推荐再次合作的机会，更重要的是能为公司潜在客户做免费宣传。此外泛华集团还建立客户档案。有计划地维系老客户，开拓新客户，挖掘潜在客户；并建立回访机制进行跟踪服务，收集客户反馈信息和潜在要求，夯实双方合作基础，增进互信，持续共同提高推进双方合作。

五、泛华集团发展经验借鉴

作为以市政基础设施设计建设和城市开发为基础的大型国有集团，泛华集团从建立至今走出了其独特的战略发展道路，其业务模式契合了当前国家新城镇化的政策，相对于其他以住宅、商业地产为主的开发商可以说具备一定的超前意识。杭州城投集团置业与城建板块在下属企业和部门设置上与泛华集团多有相似，因此研究泛华集团发展战略对公司集团的战略发展与决策有相当的借鉴意义：

1、从产业链来看，泛华集团原国家建设部直属企业的起点相对于其他企业要高很多，同时实现了城市开发运营的全产业链覆盖，并有多年的城市建设运营经验积累，其城市规划、园区运营、招商能力是国内大多数开发商望尘莫及的，也是其核心竞争力的体现。从今年以来房地产市场行情与国家“以人为本”新城镇化政策来看，过去粗放式经营就可实现较强经济效益的地产经营方式已经一去不复返，而像泛华建设这样走系统化服务、

一得集

全产业链整合、根据地方及客户需要走特色化服务的集团往往成为地产行业洗牌、优胜劣汰的胜者。因此对照泛华建设，城投集团加强规划、运营、招商能力已成为适应未来新城镇化发展的当务之急。

2、从发展战略来看，自成立伊始其做城市系统服务商的战略就十分清晰，并在之后的业务经营层面一以贯之，不但做大做强，而且形成了有自身特色的“两商”经营理念和方式，并结合自身项目运营实践，申请并完成国家部级课题，同时参与多项城镇化、市政公用设施建设的标准修订。通过多年经营实践，泛华集团不但将自身经营战略上升到“行业理念”的层面，更通过参与国标修订成为行业“游戏规则”的制定者，为城投集团提供了学习参考的范例。如何在实行战略规划中排除短期经济效益的干扰，耐心从自身特点进行战略规划，防止规划后执行出现朝三暮四的情况，泛华集团提供了活生生的案例。

3、从区域布局来看，源自于对发展战略的深刻认识，泛华集团做出了与传统开发商不同的选择。传统开发商包括城投集团进行地产开发时，看重的是土地所处经济带和周边配套的价值，其开发的无论是住宅还是商业地产价值多一半是依附于所处地域及周边配套价值上的，因此“北上广深”这些经济发达地区成为各大开发商争夺的焦点，“地王”、“标王”屡见不鲜。而泛华建设处于对自身城市发展系统服务商的清晰定位，其进行区域开发的方式更多的在与“规划”和“培育”，本身就是一个区域及配套价值生成和增值的过程。因此选择经济欠发达地区的发达城市和经济发达地区的欠发达城市进行战略布局就顺理成章，不但避免了激烈的竞争，更使自己在与地方政府进行协商时竞争力十足。从这点来看，从业务转型和提升

【五】案例分析

自身竞争力的方向来看，泛华集团案例值得公司集团认真分析和研究。

4、从集团企业管控模式来看，针对业务方向以及相互之间的联系，泛华集团对旗下不同部门和子公司采取了不同的管理方式，对于处于项目流程不同环节的部门和子公司，鉴于其相互之间业务联系紧密，相关性高，采取了操作型的管控模式，以确保项目实施所需资源配置和流程能够及时高效的完成；而对于海外项目和设计院、监理等部门，由于其业务相关性相对较低，其授权体系灵活很多分别采取战略型和财务型管控模式。泛华集团管控模式根据自身特点出发，有效防止了内部业务交叉，各部门争夺项目、资金等资源情况的发生，提高了集团运营效率。城投集团与泛华集团相比，仍然存在各部门及子公司业务重叠，相互之间进行资源竞争的情况发生，不但造成了企业经营效率的降低，也造成了资源的浪费。

5、产融结合方面，针对自身业务特点，泛华集团不但成立了国家首只以城市开发建设为主要方向的投资基金，而且在基金运作上围绕不同对象，开发出了针对普通投资者、地方政府、战略机构投资者、境外投资者等多种合作对象的运作模式，在合作方式与退出模式方面大胆实施金融创新，拓宽了实施城市规划、建设运营的融资渠道，成功将社会资本、政府资金合流到项目建设中来，与传统开发商动辄通过银行贷款实行负债经营的方式高下立判。城投集团和公司本级虽然也成立了房地产基金，但项目实施的负债经营的比例仍然较大，基金募集和利用效率仍然有改善的空间。从控制经营风险和拓展融资渠道的角度来看，泛华集团的城市开发基金运作方式值得学习。

作为 1992 年成立的老牌国企，经历 20 多年发展和市场淬炼成为中国

一得集

领先、国际化的城市发展系统服务商，不但形成了独特的泛华城市发展模式，其发展理念还成为业内发展的标杆。因此在目前我国国企改革、城镇化政策的大环境下研究其发展历程、经营战略具有相当重要的现实意义，希望以上关于泛华集团的案例分析能够成为读者的引玉之砖。

立足区域,布局全国

——瀚蓝环境发展战略分析与借鉴

城投投资公司 王昊博

瀚蓝环境股份有限公司（以下简称瀚蓝环境）原名南海发展股份有限公司，注册地与主营业务区域主要位于广东省佛山市南海区。最初主要业务包括自来水供应与销售、污水处理，2000年上市以来，在立足于供水业务的同时，于2004年开始涉足污水处理业务。为顺应近年来中国城市与经济的飞速发展，以及在城市带动下环保产业内涵的转变，瀚蓝环境调整了公司发展战略，加大在环境产业的布局。从2006年起，瀚蓝环境开始投身固废处理领域，前后斥资打造南海固废处理环保产业园。目前，瀚蓝环境业务领域涵盖自来水供应、污水处理、固废处理、燃气供应。2014年3月27日，证监会受理瀚蓝环境定增申请，通过此次定向增发，瀚蓝环境拟作价22.34亿元收购创冠环保（中国）100%股权，及南海燃气30%股权。本次收购创冠中国后，瀚蓝环境的垃圾处理总规模达到约15000吨/日，一跃成为国内垃圾处理规模排名前列的垃圾焚烧发电企业。考虑到瀚蓝环境与集团在业务、架构以及企业性质方面的相似性，因此研究与分析瀚蓝环

一得集

境的发展道路与方式，无论从企业国企改革以及业务结构调整方面，还是从公司未来上市战略和资本运作方面，都有重要的借鉴意义。

一、瀚蓝环境发展历程

公司成立于 1992 年，前身由广东省南海市发展集团公司以其属下的 5 家具独立法人资格的企业为发起人,以定向募集方式设立而成。成立之初以贸易业务为主，93 年 6 月在 NET 上市，1994 年起，行业不景气，公司主营业务盈利能力逐步下滑，1999 年 11 月，进行了彻底的资产重组，南海供水集团以承担债务的方式受让股份公司 53.02%的股权，成为股份公司的第一大股东，并将属下的优质资产与股份公司进行资产置换，公司从原来的贸易为主的经营格局转变为以经营自来水生产、供应及路桥投资等公用事业、基础设施为主的新型企业。

2000 年更换主业后的南海发展在 A 股上市，募集资金用于收购供水集团所属的南海市第二水厂和扩建供水设施等；2001 年将西樵大桥置换出去，主营业务集中在自来水生产和供应；2005 年涉足污水处理行业；2006 年涉足垃圾焚烧行业；2009 年获取南海区 16 间污水处理厂项目的 BOT 或 TOT 特许经营权，污水处理业务实现跨越式发展，奠定了现在污水处理业务的格局；2010 年绿电垃圾焚烧发电一二期项目全部投产，生活垃圾转运站以及污泥处理项目开工建设；2012 年收购绿电全部股权，开始餐厨垃圾处理项目的建设。自此形成以供水、污水处理、固废处理为主营的业务结构。于此同时 2011 年 9 月，收购佛山南海燃气 25%股权，于 2012 年 1 月完成工商登记变更，2013 年，完成对燃气公司增资，持股比例上升到 40%。

表 1 2008-2013 年瀚蓝环境主营业务项目实施情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
供水	区域内供水管网及泵站的建设供水市场的区域拓展	水厂扩建及配套管网建设,提高供水能力	巩固原有供水区域的同时,积极扩大供水区域,实现了供水量的增长	供水业务实现稳健经营,供水量的增长主要源于用水的自然增长	区域内输水管道完善和增压泵站建设,供水业务稳健经营	区域内输水管道完善和增压泵站建设,供水业务稳健经营
污水处理	新建、扩建污水处理项目	获取南海区 16 间污水处理厂项目的 BOT 或 TOT 特许经营权,污水处理业务实现跨越式发展。	完成已获取污水处理项目的建设,污水处理项目设计规模达 55.8 万吨/日	前期污水处理项目在 2010 年下半年陆续投产,污水处理规模继续扩大	各污水处理厂处理量增加,新增两个污水处理厂项目	各污水处理厂进入稳定生产,一个新的污水处理厂投产
固废	公司下属绿电一期平稳运行,二期筹备工作开始	绿电公司在确保发电一厂设备运行稳定,南海垃圾焚烧发电二厂正式动工	南海垃圾焚烧发电一厂稳定运营,二厂项目开始调试,生活垃圾压缩转运系统项目 8 个子项目开始动工建设,污泥处理项目启动了前期工作	南海垃圾焚烧发电一厂稳定运营,发电二厂项目投产,垃圾压缩转运项目投产	垃圾压缩转运项目、垃圾焚烧发电正常生产,垃圾处理能力提升,污泥处理项目稳步推进,餐厨垃圾项目开始筹建,收购绿电公司全部股权	垃圾压缩转运项目和焚烧发电项目正常生产,新增两个垃圾转运站投产,新增飞灰固化项目和南海污泥干化处理项目,南海区餐厨垃圾处理项目开工建设,南海固废处理环保产业园已具雏形
规划	发展公司污水处理和固废处理业务,打造完善的环境产业链条,成为系统化的环境投资商和运营服务商					

一得集

截止到 2013 年年底，公司拥有 3 家自来水厂，供水设计能力 126 万立方米/日，18 家污水处理厂，处理规模约 58.3 万立方米/日，以及一个集垃圾压缩转运、垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾、渗滤液处理、飞灰处理于一体的南海固废处理环保产业示范园，其中瀚蓝环境所属绿电垃圾发电一、二厂总处理能力达 3000 吨/日；已建成的 10 个垃圾压缩转运站处理能力为 4000 吨/日；规划建设污泥处理厂两期工程，其中一期已经投产，日处理污泥 300 吨/日，主要对南海区污水处理产生的污泥进行无害化处理。污泥干化需要的热源（蒸汽）、电力、水由垃圾焚烧发电厂供给，污泥干化后送到焚烧炉焚烧，使用过的蒸汽冷却成水后，送回垃圾焚烧发电厂循环利用，干化产生的废水统一送到垃圾焚烧发电厂的污水处理站进行处理后回用、干化中产生的含恶臭气体的废气送到垃圾焚烧发电厂垃圾储坑，供焚烧炉做助燃空气，实现了循环利用。此外公司计划建设餐厨垃圾处理项目，总投资约 2.59 亿元，建设分为收运系统和处理系统，年餐厨垃圾收运和处理量达 10.95 万吨，此项目建成后，基本可以实现南海区餐厨垃圾的全处理。

进入 2014 年，瀚蓝环境推进重大资产重组项目，通过定向增发股票的方式募集资金并结合发行股份的方式收购创冠中国 100%股权。其中向创冠中国母公司创冠香港股份支付 7.5 亿元，现金支付 11 亿元，预计创冠香港将持有瀚蓝环境约 11%的股权。按照收益法进行估值，创冠中国 100%股权预估值为 18.54 亿元，评估增值 5.6 亿元，增值率 43.3%。此次并购重组如果通过将大幅提升公司盈利能力，实现从区域性公司向全国性公司的跨越发展。创冠中国是国内固废处理行业的龙头企业之一，在福建、湖北、河

北、辽宁等地拥有 10 个垃圾焚烧发电厂项目，总规模 11350 吨/日，包含 7 个已建成项目和 3 个拟建项目。本次收购创冠中国后，瀚蓝环境的垃圾处理总规模达到约 15000 吨/日，一跃成为国内垃圾处理规模排名前列的垃圾焚烧发电企业。同时使得公司突破原有区域障碍，一举走到全国市场。不仅如此瀚蓝环境和创冠中国均采用国际先进成熟的炉排炉技术，在产业链条和技术工艺上也存在较大的优势互补空间。

二、瀚蓝环境发展经验

从以上瀚蓝环境发展历程可以清晰地看出公司发展的脉络：地方水务→地方水务、固废→地方水务、固废、燃气→全国固废处理的发展历程。从纵向与横向来看，其发展方式可以归结为两点：1、区域内纵向产业链延伸：南海区域内纵向发展，进行环保产业链延伸，深挖区域内资源，提升系统化服务能力。2、区域外横向业务拓张：南海区域外横向发展，提供系统化环境服务解决方案，提升行业影响力和盈利能力。综合瀚蓝环境发展历程，可以总结出以下特点：

1、按照行业市场特点与自身情况制定发展规划

自 2008 年开始，我国水务行业利润空间的逐步缩小，体现出初始投资额巨大、投资期长、资金沉淀性强，行业进入门槛相对较高，受到管网布局半径限制等区域垄断型的特征，尽管市场格局尚未确定，但其扩张潜力有限；同时固废行业处于大规模建设的产业化发展初级阶段，生活垃圾、污泥处理将越来越受到重视，并在接下来的 2-3 年生活垃圾处理行业迎来了高速发展期。结合以上行业现状与自身情况，瀚蓝环境早在 2009 年就制

一得集

定了在良好的运营以保证水务行业长期获利基础上，发展公司污水处理和固废处理业务，打造完善的环境产业链条，成为系统化的环境投资商和运营服务商作为公司的发展规划。

2、发展规划良好的执行与连续性

自发展规划确立以来，瀚蓝环境在供水方面以区域内输水管道完善和增压泵站建设为主，确保供水业务稳健经营为主，成为公司主营业务的基础。污水处理方面，瀚蓝环境自 2009 年以来陆续有 17 家污水处理厂投产，成为公司业绩新的增长点。固废方面自 2009 年绿电垃圾焚烧发电二期项目开工开始，先后拓展了生活垃圾压缩转运系统项目、污泥处理项目、餐厨垃圾项目以及飞灰处理项目等，直至形成系统化的固废处理环保产业园。从以上项目实施情况来看，瀚蓝环境项目与资本运作始终围绕该发展规划进行，其业务发展表现出很强的连续性。经过长期发展形成了以水务为业务基础，固废为业务增长点的经营格局。

3、主营业务的“精耕细作”

自 2006 年形成以供水、污水处理、固废三大产业为基础的业务格局以来，瀚蓝环境一直以围绕公司所在南海区为中心，对三个主要产业方向进行深入挖掘，供水方面对现有水厂进行改扩建及配套管网建设，同时不断完善区域内输水管道和增压泵站建设，提升区域供水能力的同时，确保供水业务稳健经营，成为公司盈利的基础。污水处理方面，公司早在 2009 年就获得了南海区内 16 间污水处理厂项目的 BOT 或 TOT 特许经营权，奠定了目前公司污水处理业务的基础，此后这些项目的陆续投产，扩大了公司在污水处理方面的份额，同时还发展了与之配套的污泥处理项目，将固

【五】案例分析

废与水务有机结合起来。固废方面，公司从2006年开始涉足垃圾焚烧发电业务，按照公司发展的既定规划，逐步推进，从最开始的垃圾焚烧发电，到此后的污泥处理、餐厨垃圾处理、飞灰处理，直至系统化的产业园区，其主营业务发展体现出一步一个脚印，立足南海区“精耕细作”的特点。

4、产业园模式 — 未来的发展趋势

随着固废行业的发展，企业关注的眼光开始不再只是在于传统的生活垃圾焚烧发电，而是寻求产业园化，产业园化有望成为固废处理的另外一个趋势。这既是行业发展的新的诉求，也是政策的逐步引导。站在企业的角度来说，将收运、污泥干化处理、飞灰处理、垃圾渗滤液处理、餐厨处理等进行整合，通过产业园的模式达到循环利用，在经济性和效率上均得到进一步的提升。站在国家的角度，也开始逐步开放垃圾收运、餐厨处理等项目，新的资金的进入使得地方财政压力得到一定缓解，企业的集中运营也使得效率进一步提升，补贴等方式促进政府和企业之间的共赢。瀚蓝环境在这方面走在了行业的前端，体现了其非凡的战略眼光，通过污水处理以及固废方面各个项目的整合，已经形成了环境系统化服务的雏形，并在南海区进行了成功的实践，为其在全国范围内进行模式复制打好了基础。

5、固本培元，走向全国

本次瀚蓝环境拟通过定向增发结合现金的方式收购创冠中国，一举实现其固废业务向全国拓展的目标，从以上对公司发展经验总结来看，并不是偶然，瀚蓝环境从自身实际情况出发量力而行，在2008-2010年水务市场兼并热潮掀起的情况下，并没有走盲目扩张的道路，而是根植于南海区市场，对已开展业务进行深化，优化产业结构，同时敏锐地抓住固废行业

一得集

这个未来增长点，在发展战略上对其给予相当大的重视，一步一个脚印耐心地进行产业培育，踏踏实实地从最初垃圾焚烧发电开始做起，直至形成颇具雏形的系统化产业园。更重要的是，通过夯实南海区主营业务的同时，瀚蓝环境在固废处理这个方向积累了宝贵的系统性运营经验，因此之后收购创冠中国进行全国布局，也就成了水到渠成的事。

三、瀚蓝环境发展经验借鉴

作为国有市政公用领域的上市企业，瀚蓝环境与其他同类型的公司都面临相同的问题，如何在国家环保指标日趋严格的背景下实现业务的提升？如何实现主营业务之间实现相辅相成地发展？在“精耕细作”的同时如何突破主营业务的区域限制，开发国内市场？一方面瀚蓝环境积极深化主营业务，通过建立固废处理环保产业园实现城市固废从污泥到餐厨垃圾处理的系统化、集成化发展，将水务与固废及各相关产业链连接起来。另一方面利用上市公司平台优势，通过定向增发的方式募集资金进行行业内的并购重组，实现全国布局，为其他同类型的企业提供了参考的范本。尽管杭州城投集团与瀚蓝环境在具体情况方面有差异，但作为区域市政公用行业的龙头，所涉及的行业都包含水务、固废、燃气等，瀚蓝环境的发展战略仍然具备相当的参考价值：

- 1、从企业规模来看，杭州城投集团的“体量”相对于瀚蓝环境要大很多，杭州城投集团主营业务包括公交、水务、燃气、热电、环境、置业、城建等，其区域包括整个杭州市，瀚蓝环境主营业务仅包括水务和固废，其区域仅包括佛山市南海区，因此在管理和业务聚焦方面难度要小很多。

【五】案例分析

但瀚蓝环境在水务与固废方面的发展经验仍然可以为上市公司下属水务和环境兄弟公司提供借鉴，在各个不同的产业方向因其市场、区域、自身情况不同，难以做到发展齐头并进的情况下，公司集团可以参照瀚蓝环境模式，根据市场具体情况在其他板块业绩稳定的前提下，以一两个板块作为突破点提前布局，在战略方面进行适当倾斜。

2、在确定战略突破方向的前提下，根据市场和自身情况制定符合实际的发展战略，并耐心地一以贯之，是瀚蓝环境发展的根本。以固废产业为例，直至目前我国固废产业仍然有广阔的发展空间，我国垃圾焚烧发电标准的提高、产业园模式的综合治理以及餐厨垃圾无害化处理的开展都会推动固废处理行业发展，技术和资金实力领先的企业将有更强的竞争力，规模较大，单厂处理能力强的企业拥有较强资金实力用于储备和收购项目的，将在未来固废处理行业中不断发展壮大。与瀚蓝环境相比，公司集团在技术、资金、规模方面均有优势，如何利用好自身优势，并结合区域市场和经济情况进行战略规划，以上经验值得借鉴。

3、通过瀚蓝环境案例可以看到，环境服务行业日益体现出系统化集成化的发展趋势，一方面是其相关业务内在联系的加强，如污水处理与污泥处理，垃圾焚烧与飞灰处理，生活垃圾转运与餐厨垃圾处理等；另一方面是区域的整合，固废处理具有占地大，相互联系紧密，初始污染严重的特点，因此将相关环境服务在流程和区域上进行集约化、系统化整合的趋势不可避免，产业园区模式成为将来发展的趋势，不仅将众多污染源集中在一个区域，也有利于相互之间进行产业联动。在这方面瀚蓝环境走在了同行的前列，也为公司集团提供了参考的对象。

一得集

4、此次瀚蓝环境通过定增募集资金收购创冠中国，充分利用了其上市公司的平台优势，显示出上市公司相对于非上市公司拥有更广阔的融资渠道。企业做大做强，资金渠道成为制约性因素，以集团公司目前主要通过借贷等间接融资的情况来看，其弊端较多。因此，通过将下属板块子公司进行股份制改造，并积极推动企业上市，成为公司集团发展的一项重要措施。实施企业上市，一方面可以拓宽企业融资渠道，提升企业知名度，为公司进行区域乃至全国布局打下基础；另一方面，也是对国家现阶段国企股份制改革的有益探索。

四、小结

瀚蓝环境近年发展迅速，尤其是在固废领域动作频频，以市级区域为传统市场的公司，得以在今年年初通过收购兼并的方式一跃成为全国固废处理领域的龙头，其发展战略、发展历程的确引人注目，为各个市政公用业务为主的公司提供了范本。以上是通过瀚蓝环境的具体发展案例并结合上市公司实际进行的分析，因两公司自身特点和区域经济环境不同，结论难以避免有偏颇之处。因此本文的目的在于为各位领导战略决策提供参考，也为相关兄弟单位提供借鉴，希望能够起到抛砖引玉的效果。

把握机会,整合资源,引领创新

——启迪控股创新服务体系

城投投资公司 倪 武

我国城市人口以年均超过 1.35% 的速度增长,每增长 1%,需新增建设用地 1800 平方公里。政府工作报告强调城镇化是现代化的必由之路,是破除城乡二元结构的重要依托,今后的城镇化要注重提升质量。实际情况是“造城运动”在全国遍地开花,无数新城新区拔地而起,新城建设成为国家经济发展的重要推动力,但是有很多新城建设除了造出一批房子以外并没有别的贡献,造成资源浪费。所以新型的城市建设必须要在扩张和发展的同时高效利用资源。总体来说世界上城镇化由产业驱动,一般可以分为三类:一是以工业制造;二是以金融业为代表的服务业;三是以第三产业的中低端服务业。

2006 年国家提出将科技创新作为基本战略,大幅度提高科技创新能力,日益形成强大的国家竞争优势。科技创新会导致产业升级,未来将是科技创新引领城镇化进程,通过创新和就业的形式,把科学技术转化为生产力,推动社会向前发展和进步。在此基础上建设国家创新体系,拥有这些创新

一得集

的企业将会发挥巨大作用。如何培育孵化这些企业，为其服务使其代替中低端产业引领城镇化建设是国家需要解决的重点问题。

启迪控股股份有限公司（以下简称启迪控股）就是科技服务业中的翘楚。启迪控股从建设科技园区起步，建设孵化器培育小企业成长，并在过程中逐步涉及地产、金融、实业、酒店、教育、传媒等领域，目前已经成为拥有丰富经验和智慧、具备全面业务能力的科技服务提供商。

一、启迪控股的发展历程

1994年清华大学通过清华控股有限公司成立的清华科技园发展中心在2000年成立清华科技园建设股份有限公司，2004年经股份制改造变身为启迪控股，改制过程中引入战略投资者北京鹏泰投资有限公司、北京市国有资产经营有限责任公司、同方股份有限公司、紫光股份有限公司，共同发起设立股份制公司，注册资本5.4亿元。

变身前的清科建主营业务是仅仅承担清华科技园的开发、建设、经营与管理。清华科技园是世界上最大的大学科技园，是国内唯一一个A类国家大学科技园，中国大学科技园领域的知名品牌。变身后的启迪控股的业务包含科技园区、孵化器以及科技新城的规划、建设和运营管理，科技地产开发、建设及管理，金融管理运作和科技实体产业投融资。其成立至今经历了四个发展阶段：

（一）探索期（1994-1999）：这个阶段主要是借清华之势建设清华科技园，打造空间格局

1993年清华大学为了将转化科技研发成果、扩大社会服务功能影响，提

【五】案例分析

出创建清华科技园的构想，随即得到国家教育部和科技部批准。成立之初的定位是技术创新、高科技企业的孵化以及创新型技术和管理人才的培养。清华科技园发展中心 1994 年正式建设科技园，这一阶段主要工作是园区建筑的建设。期间完成 12 万平方米的起步工程，包括华业、同方、学研大厦，园区初具规模。1999 年，成立创业园以优惠的房租以及清华大学的品牌效应吸引大量具有潜力的优质种子企业入驻，初步具备企业孵化功能。同年被纳入中关村科技园区的总体规划，予以重点发展支持。科技园的新时代开启。

（二）发展期（2000—2005）：主园区与辐射分园建设运营同步进行，实施一主两翼业务架构

“一主两翼”，是指以科技园的开发、建设、经营、管理和服务为主业，以商业房地产业务和科技投资业务为“两翼”。这一时期，发展中心组建清华科技园建设股份有限公司推进主园区全面建设，使得管理运营进入稳态经营状态。同时开始在全国各地辐射分园建设。2001 年在江西首先尝试，结合当地相关行业，因地制宜，成立清华科技园（江西）创业园。同年发展中心成立清华科技园孵化器有限公司和清华科技园技术资产经营有限公司，并确定“孵化器+种子期投资”的开创性发展模式，尝试商业地产和科技投资的“两翼”业务。这一发展战略的制定使得发展中心的主营业务不围绕房地产。这一阶段发展迅猛，清华科技园成为国内大学科技园区中首家国际科技园及创新区域协会（IASP）正式会员单位。2004 年清华科技园建设股份有限公司重组更名为启迪控股股份有限公司，并全面承接清华科技园建设股份有限公司的所有业务。

（三）成熟期（2006—2011）：各项业务逐步成型，多位一体长足发展

一得集

2006 年国家提出建立创新性国家，启迪控股顺势启动“钻石计划”重点扶持优秀创新型科技企业。前期培育的企业中有一些已经成熟，甚至成为细分市场的佼佼者，例如海兰信在船用电子领域确立了自己的地位。同时经过前期发展，积累了丰富的大学科技园开发与运营经验，形成了具有自身特色的科技服务理论体系，将清华科技园“复制”到全国多个城市的规划已经逐步实现，形成了清华科技园全国辐射分园网络，并且在科技创新与创业环境解决方案提供、创新型科技企业增值服务提供上成为同行业的佼佼者。2007 年启迪控股将孵化器业务与创业投资合并成为风险投资业务。

这一阶段清华科技园主园区建设全部完成，成为世界上单体最大的大学科技园。启迪控股在房地产业务上成为国内有一定影响力的特色地产开发商；其科技投资业务在某些特定产业领域的投资能力达到业内领先水平，基金管理能力在国际同行中具有一定影响。

（四）升华期（2012-至今）：“三核驱动，多点联动”总体业务新格局

2012 年启迪控股开始将未来的发展结合国家的新型城镇化战略。第四阶段的发展重心是科技服务业，“致力于成为科技服务业的中国引领者和全球典范”，依托已经形成的科技园区，金融资产管理平台，创新研究与咨询平台，科技实业投资平台，参与到新型城镇化建设中，逐步形成涵盖地产、金融、实业、酒店、教育、传媒等“三核驱动、多点联动”的多位一体的业务架构，成为拥有丰富经验和智慧、具备全面业务能力的科技服务提供商。最直接的发展表现就是结合国家城镇化发展战略计划，将各地科技园升级成科技新城，覆盖北京、上海、沈阳、威海、昆山、南昌、广州、西安等近 30 个城市和地区，推动地方经济发展和营造区域创新环境。

二、启迪控股的服务与产品

经过 20 年的发展，启迪控股从单一的清华科技园区形态发展成“一主一院、四大三小一上市”十大板块的综合业务布局。到 2013 年底，启迪控股管理总资产逾 300 亿；中美跨境孵化基地在美国硅谷创建。20 年间战略不断升级，形成了涵盖地产、金融、事业、酒店、教育、传媒等“三核驱动、多点联动”的多位一体业务架构。每一项业务都设立专门的子公司，目前下设 10 大集团，控参股公司达 80 余个。

表 1 启迪控股业务板块与相关子公司

园区建设	园区运营服务机构	清华科技园管理委员会 北京启迪创业孵化器有限公司 清华大学启迪创新研究院 启迪商学院 北京华清物业管理有限责任公司 经营性物业运营中心 北京华清投资有限公司
	江苏启迪集团	江苏（昆山、南京、扬州）启迪科技园发展有限公司
	广东启迪集团	广东（深圳、广州、惠州）启迪科技园发展有限公司
金融控股业务	启迪金控集团	启迪金控投资有限公司 启迪创业投资有限公司 启迪创业投资管理（北京）有限公司 启迪融资租赁有限公司
商业地产	启迪置业集团	启迪置业有限公司
	北京启迪集团	启迪（北京）投资管理有限公司
酒店	启迪酒店集团	启迪酒店管理（北京）有限公司
教育	启迪教育集团	启迪教育投资（北京）有限公司
科技能源	启迪实业集团	启迪科技实业有限公司
传媒	启迪传媒集团	启迪传媒股份有限公司 北京启迪广告传媒有限公司

一得集

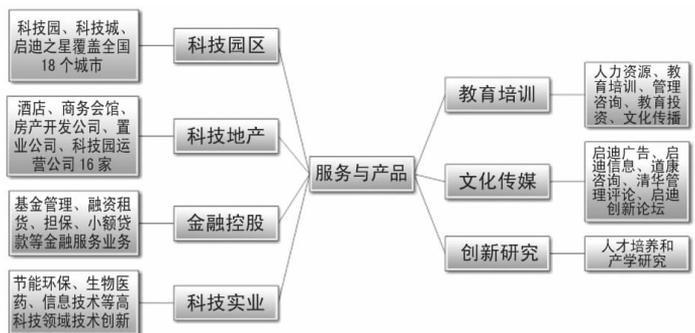


图1 启迪控股的服务与产业

(一) 立身之本

科技园区、孵化器以及科技新城的规划、建设和运营管理是启迪控股的立身之本。其余六大板块业务都是以科技园为载体。启迪控股用“资源聚焦、核心技术聚集、各要素间聚合、科技园自身和企业聚变”模式打造清华科技园区。首先清华科技园拥有强大的高校背景和政府资源，身处中国最大的智力密集区，自然而然吸引了大量拥有核心技术并且想要继续开发核心技术的企业驻扎。等到第一批在清华科技园设立研发机构后，园区自然形成集聚效应，循环往复直至更多的企业进驻。因此在尝试外地辐射分园建设时，也同样与地方政府紧密联系，充分整合清华大学、北京地区的优秀高新技术企业以及当地的相关行业企业，深入调研，因地制宜，不断探索适合地方经济发展的创新型科技园发展模式，以开发建设、管理输出、品牌输出等不同模式进行辐射发展。

以启迪科技园（南京）为例介绍启迪控股的科技园建造模式。南京市政府提出“省校合作、市校合作”精神，引进清华科技园。启迪控股下属

【五】案例分析

的清华启迪科技园与南京市江宁经济技术开发区签订合作协议，共同在江宁经济技术开发区建立“启迪科技园（南京）”。江宁开发区下属国有企业——南京创启置业有限公司负责开发建设，清华启迪科技园对该园进行运营和管理。

这种与当地政府合作建设科技园的模式有三方面优势。（1）政府给予的开发区域本身拥有雄厚的产业基础、浓厚的科技创新发展氛围和众多的高校人才资源。（2）清华启迪提供专业的战略合作团队、服务体系和丰富、先进的管理运营经验，在加上品牌“TusPark”拥有强大的影响力、高校资源、社会资源、人脉资源。这些为科技园的发展提供了全方位的支撑。（3）所在地政府提供优惠的政策支持，使得启迪科技园在人才服务、技术研发、产业促进、科技服务、知识产权等方面拥有一系列鼓励政策，入驻企业可享受税收优惠、租金优惠、启动资金扶持、创投基金支持等极具竞争力的优惠政策。

在建设过程中一般按以下目标分阶段完善建设工作：

表 2 科技园阶段发展目标

战略基础期 (近期目标)	引入 1-2 家关键企业
	搭建 1-2 个公共设计平台
	与高校建立产学研基地
	成为本地区重要的高科技产业创新基地
战略提高期 (中期目标)	完善创新服务体系建设，龙头企业 5 家以上
	聚集 100 家以上研发机构和高科技企业
	搭建企业间交流平台
	成为本市有重大影响的科技产业创新基地

一得集

战略完善期 (远期目标)	着重创新服务体系建设，营造创新环境
	聚集 200 家以上研发机构和高科技企业
	加强园区对外辐射，对江宁区区域创新有明显的带动作用
	成为长三角/华东/……地区有较大影响力的高科技产业创新基地

启迪科技园的运营管理工作包括为进园的企业提供基础设施服务以及附带的支持性综合服务，包括实体设备、行政服务、管理支持、技术支持以及财务支持和法律协助等等，为他们降低创业成本和创业风险。自身的盈利主要来自三大赢利点。

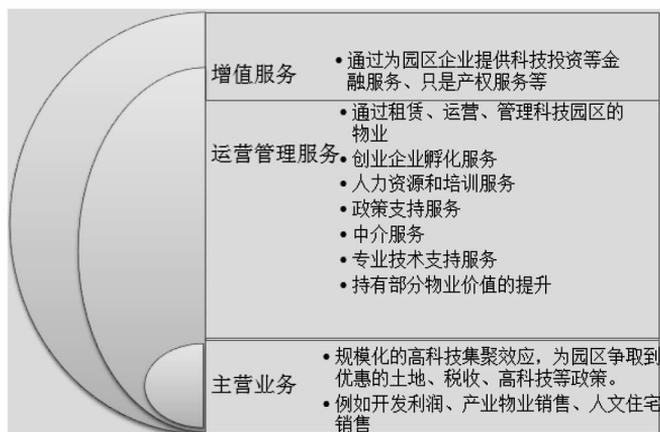


图 2 科技园盈利模式

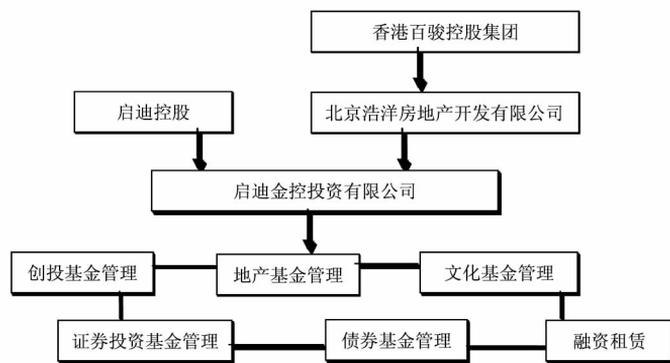
增值业务是筛选其中优秀企业进行天使投资和风险投资作为推动自身发展的重要业务。具体来说就是以房租物业优惠、优质的服务以及清华大学的品牌效益作为风险投资置换企业股权。目前这部分盈利占科技园收入比重最大。

【五】案例分析

经过二十年发展，启迪控股成功构建起以科技园区、孵化基地为载体的创新服务体系和客户关系体系，园区辐射网络已覆盖全国二十多个城市和地区。接下来启迪控股将积极推动科技园与城镇化联袂并进。

（二）未来主营业务

这部分主要指金融控股和科技实业业务。金融控股在科技园增值业务上开展，是启迪控股在第四阶段战略执行中将大力发展的一个重要业务。启迪控股成立专门的金融管理运作平台—启迪金控，将整合启迪控股及股东旗下金融业务资源，发展壮大各项资产管理业务，积极开展金融创新，全面拓展和实践科技金融、文化金融等符合国家新兴战略发展的金融业务。启迪金控通过选择适当的金融细分市场，依托清华、启迪控股和香港百骏的产业背景（资源），建立相互具有协同效应的业务组合；引进战略投资，建立战略合作，构建强大的能力平台和高效的机会管道，实现金融板块的持续、快速增长，培育在细分金融市场中处于领先地位的、具有核心竞争力的产业。



科技实业是启迪控股下属的科技实体产业投融资平台，该平台主要在

一得集

节能环保、生物医药、信息技术等领域寻求产业发展机会，将依托清华科技园强大的孵化、催化能力，力争在节能环保、生物医药、信息技术等领域培育出优秀的实体企业。启迪控股下设全资子公司—启迪科技实业有限公司，负责集团科技实业板块的投资和管理业务。目前公司业务板块主要由电子信息产业的 A 股上市公司紫光股份、中国太阳能热利用产业的行业奠基人阳光股份以及国内空气品质领域起步最早、规模最大、自主知识产权最多的国家大型企业亚都科技组成。展望未来，公司将通过并购重组、独立资本运作等手段，为启迪控股提供重要的实业支撑和利润贡献。

（三）衍生业务

清华大学是我国最高学府之一，拥有优质的教育资源，启迪控股充分利用清华大学社会服务型教育输出的特性，使得清华大学更好的服务社会，使其大学教育职能像社会延伸。启迪控股于 2012 年设立了启迪教育投资（北京）有限公司，并将以此为主体整合优质教育资源，积极打造具有清华科技园特色的启迪教育集团。启迪教育是启迪控股未来新的利润增长点。

另外还有文化传媒业务，作为启迪控股的新兴业务板块，对启迪控股所属市场研究、咨询、传播等业务进行整合，包括启迪广告、启迪信息、道康咨询、清华管理评论、启迪创新论坛等众多宣传业务平台。其业务领域涵盖品牌顾问、广告、公共关系、影视制作、报刊杂志、互动营销等。文化传媒板块为启迪控股和相关高科技创业企业打造知名品牌和行业领军地位提供策划和传播服务。文化传媒板块对内负责启迪控股所属科技地产、金融服务、酒店、科技实业等板块提供教育、培训、传播、影视等方面的专业服务，充分发挥战略支撑作用，为实现启迪控股的中长期发展目标增添异彩。

三、启迪控股发展模式特点

（一）物尽其用—背靠清华

总体来说，启迪控股是一家依托于清华大学设立的综合性企业，它拥有名校和政府双重资源。在辐射分园的建设过程中，启迪控股首先利用清华大学的影响力和已建成科技园的影响力与当地政府签订建设科技园的协议，从当地政府争取到优惠政策。

其次，清华大学优质的学生资源为启迪控股提供充分的人才库资源，许多从清华毕业的学生进入启迪，为启迪建设科技园服务。

（二）业务专注度高，持续经营科技园业务并衍生出更高级的业务

在成立的20年时间里，启迪控股不断成长却从未间断大学科技园建设业务，而是不断积累大学科技园的开发与运营经验，形成了具有自身特色的科技服务理论体系，积极推动科技创新资源与区域经济的有机互动，将北京清华科技园开发建设、运营管理的经验成功运用到上海、南京、昆山、西安、咸阳、广州等全国20多个城市及地区甚至是国外，成为中国创新体系中一支生力军。在充分积累科技园建设经验的基础上，从科技园业务衍生发展金融资产管理、科技实业投资、创新研究与咨询平台。

（三）眼光高远，不桎梏于“商业地产”业务

在成立初期商业地产作为两翼业务之一，十分重要。但是启迪控股认清科技园区发展的本质，转变了增长方式。它清晰的将自己定位为科技创新和创业环境解决方案提供商，清楚明白自己是以园区为载体提供科技创新和创业环境解决方案。仅仅将商业地产作为提供解决方案的一种，等到环境成熟立刻提升战略目标，使得自己走在行业发展的前端。过去二三十

一得集

年，科技园区在区域扩张的基础上，注重基础设施建设，依靠优惠政策招商引资实现区域经济量的快速增长。这种发展方式虽然实现了高速增长，但也造成了园区同质化发展、土地成本升高、部分土地闲置、企业服务缺乏、无法满足不同产业和不同类型企业个性化需求等问题。在宏观经济调整的大背景下，也越来越不合时宜。

而启迪控股有专业定位、需求导向和集约化发展，以服务对象的需求为出发点，摆脱单纯依靠土地开发经营的模式，将土地开发与服务并重，将服务做为园区长远的、核心的竞争力和增长驱动力。

四、启迪控股发展经验借鉴

(一) 健全公司治理结构

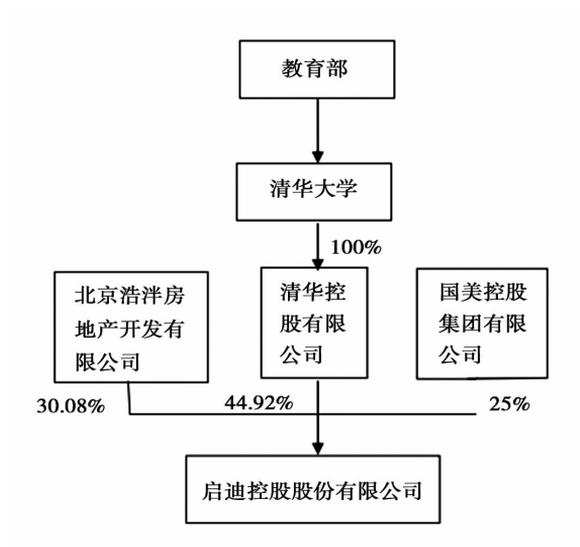


图3 启迪控股的股权结构

目前启迪控股已经发展成为一个具备产业整合能力的多元化财团企业和金融控股公司。2004年为了使公司有更好的发展，清科建选择股权重组，国资委退出启迪控股，减少了治理桎梏，从而完善公司治理结构，使得公司决策机制更加灵活，面对市场环境变化和挑战时迅速应变，这从启迪控股四个发展阶段战略目标就可以看出。启迪控股的科技园根据市场需求变化，从最初的孵化器升级为企业加速器，始终为培育企业提供优质服务，科技园经营理念的转变产生的效果十分迅速。

（二）紧跟步伐，坚持创新

理念和模式不断创新是启迪控股立于不败之地，对国家发展趋势的正确判断使得启迪控股的每一步发展都暗合时代的节奏。启迪控股经历4个发展阶段，始终紧跟市场，灵活寻找新的合适的发展战略。

例如目前在长三角地区、珠三角地区的布局只是启迪控股这个平台上的走廊区域，未来的启迪控股的发展目标将是建立科技创新的“群”概念。现在的科技新城就是这个群的基础物质载体。科技实业集团、金控集团、教育集团、酒店集团等将在未来的科技新城建设中发挥巨大的作用。

十八届三中全会以后，新一轮国有企业改革号角吹响，43号文出台对于集经济职能和社会职能于一身的城投集团来说改革势在必行。

首先要清晰的分离不同职能企业，分别予以不同的资源配置。城投集团中的公交、水务、环境等板块无可厚非的需要承担社会职能，他们的主要任务是维护好城市运营，所以出现提供的产品和服务价格与成本倒挂可以有政府买单。但是置业板块中的不少企业是以一般性企业，以盈利为目的，对于他们要减少行政目标的干预，类似启迪控股在适当的时候降低国

一得集

家控制程度，以灵活的决策机制应对市场变化。

其次要求每家企业健全公司治理结构，将股东和董事会机构建设落实到位。“三会制度”是企业完善治理机制的基本要求，企业也都配备相关的制度来证明这一点，但是在实际落实过程中的问题是“三会”成员缺少专业人员，例如董事一般由企业的股东公司担任，可能缺乏专业的管理知识，这样的决策机制只能是程序的累赘而不能提高决策水平，所以董事会中应当允许社会中有相关专业能力的专家进入。

只有不断适应，灵活改变，才有可能在未来延续辉煌。

【六】 课题研究

8. (a) They will be moving.
(b) They are moving.
9. (a) It would seem to be rather slow-witted.
(b) They are living in Singapore.
10. (a) He pushed the door.
(b) He went out on a fine day.
11. (a) We are not sure that man is mortal.
(b) A cause of John's anxiety was his nation.
12. (a) The prime minister appeared on television.
(b) This is a credible story.
13. (a) He is not a teacher.
(b) He is no teacher.
14. (a) What do you want from me?
(b) He has no less than ten books.
15. (a) I have been wired for from home.
(b) It is a flash of humor which surprises Mr. Liu.
16. (a) I have been wired for from home.
(b) It is a flash of humor which surprises Mr. Liu.



中心镇建设如何解决好“钱从哪里来”

城投投资公司研究中心课题组

城镇化是衡量一国和地区现代化的重要标志，已成为我国国家战略和新一届中央政府的施政着力点。尽管第六次人口普查资料显示，我市城镇化率水平已达到 73.50%，但是，城镇化的质量与杭州经济发展所处的阶段、与全面建成小康社会要求、与发达国家的水平相比较还有很大的距离。这种差距更多的不是在中心城区，而集中表现在杭州周边大批小城镇的基础设施落后、公共服务配套不齐、生态环境遭受破坏、建设缺乏特色，还很难发挥承载现代经济、现代生活的功能，还不能承接中心城区人口与产业的分流，还不能满足富裕起来的人民享受品质生活的需要。但全面铺开小城镇建设超出现阶段的财力，而中心镇作为杭州市城镇化承上启下的抓手，先行建设成为现实选择，是打破城乡二元结构，加快推进新型城市化的重要环节。加强中心镇的建设，需要大量资金投入。因此，探索建立一套适合加快杭州中心镇发展的投融资体系，建立多元可持续的资金保障机制，解决好“钱从哪里来”就显得十分必要。

一、投融资现状

2010年市委作出以新型城市化为主导、加强城乡区域统筹发展的重要决策部署以来,全市上下在加快中心镇建设上形成了共识,不断创新中心镇建设投融资体制与方式。一是完善政策,加大中心镇倾斜扶持力度。市委市政府下发《关于加快发展中心镇培育小城市的若干意见》,出台系列专项政策文件,明确提出要进一步完善财政管理体制,建立多元化城镇建设投入机制,有效扩大筹资渠道,以项目为抓手,不断加大中心镇建设的投入力度。二是加大财政资金扶持。市本级财政每年新增3亿元用于支持中心镇建设项目,五县(市)按1:1配套,重点中心镇的地方财政收入超基数部分、在镇范围内收取规费和土地出让金净收益部分三项“百分百”留镇。三是首创镇企合作模式,引导社会资金。创新镇企“一对一”结亲合作共建模式,引导大企业大集团、社会资本参与中心镇建设。2012-2013年大企业大集团与中心镇合作共建27个项目,其中17个为民企投资项目。四是建立土地要素优先保障机制。从2011年开始,从市级统筹土地指标中单独切块安排中心镇建设用地专项指标,并逐年增长,增加了土地出让收益。五是建立投融资平台。各中心镇根据自身建设需要,基本建立了各自城镇发展投资公司、工业园区建设公司等投融资平台。上述措施有力地推进了中心镇建设,城镇面貌大大改善。

但是,现行中心镇建设投融资体系还面临不少问题,主要有:一是城镇化建设资金缺口大。新型城镇化建设是一项涉及基础设施、公共服务、环境治理、民生保障等多个方面的系统性工程,由于历史欠账严重,建设资金需求巨大。例如杭州市“十二五”中心镇发展规划,27个中心镇计划投资682.81亿元,而2012年中心镇地方财政收入只有24.98亿元,规模小,

一得集

且中心镇财政收入在保证机构运行、人员工资等支出之外，难有结余资金用于投入城镇建设。尽管近些年来，各级政府加大了政策支持力度，但资金缺口依然很大。以临安市四个中心镇为例，2014年要完成的计划投资任务，资金缺口在13亿元以上。

二是融资渠道单一、融资成本高。各中滩真建设资金来源单一，主要依赖于各级政府财政资金支持、土地运作烟台。存在着向银行融资难，各级金融机构信贷审批权限普遍上收，镇一级金融机构没有贷款权或权限极小；城镇建设项目潜在投资收益不足，不能有效吸引民间资金的投入；由于镇级融资平台信用等级低，实际到资金的融资成本普遍高于银行基准利率，高融资成本难以匹配中低收益的城镇化建设项目。

三是投融资规划、运作能力薄弱。投融资规划不够科学规划编制不到位，规划在执行中缺乏稳定性、严肃性，导致项目建设频繁调整，难以给投资者形成稳定预期，也缺乏对项目建设资金融资方式等进行综合筹划响融资合作关系。投资运作能力有待提高，缺乏精通投融资运作的专业相关人才，投融资运作能力不足，影响吸引多渠道资金的进入。

二、经验借鉴

发达国家在支持小城镇发展过程中选择了适应各国国情的政府投融资模式，从投融资的渠道和方式来看，可分为财政拨款、债务性融资、商业银行贷款、民间资本等。美国小城镇建设由联邦政府、地方政府和开发商共同承担，政府资金主要来源于税收，在必要时发行市政债券筹集建设资金，美国市政债券市场已成为地方政府融资重要平台，与国债、股票和企

业债市场并列为美国四大资本市场。韩国《小城镇培育事业 10 年促进计划》规定，行政自治部、国库补助资金管理部门、市道政府、市郡政府对于小城镇建设各自承担资金的比例为 2: 2: 1: 1；此外，为鼓励民间投资，制定了《基础设施吸引民间资本促进法》等政策法规，并设立国民投资基金，利用银行贴息的办法，低利率贷款给基础设施承建企业。英国目前城镇化建设融资更多地采取公私合营模式。

国内也在积极探索小城镇建设投融资模式，湖北搭建省级投融资平台、天津农村土地流转、北京建立小城镇发展基金、苏州与国开行全面合作、湖南吸引民营资本的“大汉模式”以及华夏幸福模式等，创造性的构建小城镇融资模式或城镇化建设。值得杭州借鉴。

表 1 部分城市投融资经验梳理

经验借鉴	国家/地区	融资模式	方式方法	投资方向
国内经验	成都	政府与市场结合的融资模式	土地整理、发展飞地工业、项目融资、土地入股	小城镇基础设施建设、工业发展项目
	苏州	产城互动社会参与模式	以产促融，以融促城，带民进城；投融资主体多元化、融资渠道市场化	城镇商业、教育、医疗、购物等基本的服务设施
	天津	农村土地流转	以宅基地换房办法建设示范小城镇，新型土地财政模式	通过土地置换，用土地收益建设新的小城镇，完善各项配套设施
	北京	小城镇发展基金	市政府引导下设立的一种股权投资基金	重点小城镇，兼顾有重大项目落地和发展潜力较大的一般乡镇
	湖南	大汉模式	民营资本参与小城镇建设	以生产要素互换为基础，自行融资开发县城城镇基础设施

一得集

探究上述融资创新模式，发现有以下几个特点，值得杭州借鉴：一是注重探索跨金融业态的联合创新。如美国市政债券融资模式、英国 PPP 模式、北京市小城镇发展基金等，涉及到银行、证券、保险、信托、投资、担保、信用评级等金融业态的联合，充分整合了各种金融资源，拓宽了融资渠道，降低了风险。

二是促使投融资载体由政府主导型向市场驱动性转变。例如，韩国小城镇建设模式以及国内湖北省级平台投融资模式，将投融资主体由以政府部门为主转向混合所有发挥国有资本的桥梁纽带作用，最终建立起政府、企业金融机构与社会资本有机结合的多元化投融资体系。

三是设计的投融资项目有较好的造血功能。在投融资模式设计与发起成立的前期，考虑投融资载体的现金流确切做到资金池与资产池的匹配。整合现有资源置入优质资产，包括各种收费权、土地增值以及使用权尽量做到投融资载体未来现金流收支平衡。对公益性、准公益性、非公益性项目区别对策。对于自身经济效益不佳的项目，通过财政贴息等方法提高民间资本回报率。

四是促进投融资向产城融合发展转变。新型城镇化战略应建立在产业基础上，走产城融合的发展道路，例如湖南“大汉模式”与苏州模式，不仅是民间资与产业平台建设产业招商引资、产业培育等。

三、思路完善

破解杭州市城镇化投融资的问题，需要改革城镇化投融资体制，继续加大财政支持中心镇建设的力度，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽

城市建设融资渠道，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，加强金融支持中心城镇建设等。

坚持规划引领。对投资者形成良好预期是吸引各类资金进入的关键。一是完善规划体系。加快调整完善中心镇的经济社会发展规划、土地利用总体规划、控制性详规和建设规划等一系列配套规划，编制完善产业发展、基础设施、公共服务、资源环境等专项规划。二是提升规划质量，要聘请批著名咨询机构、策划机构、规划单位等对中心镇论证，坚持“高起点一步到位，量力而行分步实施”的原则，做到超前性、特色性和连续性的有机结合。三是明确发展定位，在充分挖掘中心镇历史文化内涵、自然条件、区位优势基础上，遵循中心城镇发展的内在规律，尊重市场机制，科学定位每一个中心镇功能、特色、规模以及路径。

建立统一的投融资平台。建立统一的投融资平台。由财政注入一定资本，建立信用等级更高、融资运用能力更强的县市)级中心镇融资平台，每个县市)最多只成立一家。成立县(市级中心镇融资平台的作用：一是作为各级财政资金投入中心镇建设的资金池，打破目前财政资金碎片化使用状况提高财政资金使用的效率；二是为全县(市)中心镇建设筹措低成本社会资金；三是代表政府统筹中心镇建设的进度、投融资总规模，防范区域性金融风险。成立统一的中心镇投融资平台后，省、市、县三级政府对中心镇建设资金拨款都进入到投融资平台，运用这些财政资金作底，投融资平台可以引导、融通带动信贷、社会资金的投入，放大资金规模效应。

积极寻求与大公司的战略合作。吸引大企业大集团参与中心镇建设既是缓解要素制约、加大对中心镇投入力度的重要扶持举措，也是激发企业

一得集

主体活力、激活民间有效投资、创新中心镇建设机制和融资方式的重要实验平台。要创新与大企业大集团合作的方式：一是独立综合开发，利用大公司的资金、技术、人才实力整体负责中心镇某区域的土地整理与收储、城镇开发与建设以及后期的招商引资等工作，产城共融。二是联合综合开发，借鉴中青旅由控股子公司乌镇旅游出资 245 亿元，持股俱%与代表浙江桐乡市政府的金翔云旅游共同设立的濮院旅游的做法，由大企业大集团与代表政府的国有企业合作进行产城共融综合开发。三是大项目的建设，如旅游基地、物流基地、绿色农产品基地等大项目建设有效地整合社会资源参与惠民工程建设，用收益性项目综合带动基础性、公益性项目建设。要在税收政策、土地指标等方面给予大企业大集团特殊的优惠政策。

创新多元投融资方式。要坚持用市场经济的办法筹集和使用资金，引导鼓励社会资本积极参与城镇化建设：一是公共资源市场化运作，投资经营多元化。运用 BOT、TOT、PPP 等手段，对城镇存量资源的开发权、经营权、收益权进行市场化运作，吸引企业资本、外来资本、社会资本参与建设。可以对中心镇供水供气等具备自负盈亏条件的基础设施建设项目，本着“谁投资、谁所有、谁受益”的原则，采取各种方式，引导社会资本投入，也可以对城市供水、燃气、公交、污水、垃圾处理等公用设施实行特许经营。尝试市政公用设施经营权、广告经营权等转让拍卖工作，筹集城镇建设资金。二是发展产业化基金，吸纳闲散资金。在政府的支持下，鼓励社会资本设立污水处理、燃气热力生产、文化、教育、医疗养老等经营性领域的产业化投资基金，对用于本区域的投资基金财政给予收益保底。通过向社会发行基金设立社会发展基金公司吸纳社会闲散资金。

【六】课题研究

用好用足土地资本。一是加大闲置土地的处置力度，盘活存量土地；二是优化城镇用地空间布局，充分挖掘土地级差效益；三是适度增加建设用地专项指标；四是积极探索农村集体土地流转。在符合城乡规划前提下，赋予中心镇政府更大的灵活运用土地资产招商引资、抵押融资的自主权。

增强中心镇财力。按照事权与财权相对称的原则，结合中心镇在区域内功能定位，合理确定中心镇税收上缴基数与分成比例，增强中心镇财政实力。扩大市、县财政投入，在市、县级土地出让金、基础设施配套费、城市维护建设税等中明确划出一定比例用于安排城镇建设专项资金，财政支持资金统一打包金融融资平台。

杭州市房地产开发主体诚信体系建设研究

城投投资公司研究中心课题组

一、课题研究的背景与意义

全面深化改革，核心问题是处理好政府和市场的关系。通过简政放权，进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，这是党的十八大以来行政体制改革确定的基本精神。李克强总理在十二届全国人大二次会议做的政府工作报告中明确指出：进一步简政放权；加强事中事后监管，建立纵横联动协同管理机制，实现责任和权力同步下放、放活和监管同步到位，将是未来改革的关键领域与重要方向。所以，在新的形势下，政府如何在放弃过多使用行政管理手段的同时，又维护好市场公平，切实保护好消费者合法权益，是提高政府治理能力的重要内容。

具体到房地产行业，商品房是大宗消费，许多家庭奋斗多年后才有了自己的房子。房屋的质量保证、开发商承诺的兑现等无疑是消费者最关心的问题。近年来，随着房地产市场进入调整期，繁荣期房地产市场所掩盖的许多问题与矛盾开始显现，比如，违章开工，未按照要求配建配套设施，建造质量低劣等。这一方面反映出部分开发主体不诚信，另一方面也折现

出政府管理部门在削减行政审批管理手段后面临更加繁重的规范行业的任务。如果直接“放权”，不仅不能发挥调动市场积极性的作用，还可能导致市场失控。

杭州建筑业市场已建立《建设市场主体及从业人员良好信用信息记录记分标准》及其配套管理办法，已形成比较完善的评价体系，取得了良好的效果。相比之下，我市房地产开发主体诚信体系尚处在初步建设阶段，主要成果为杭州市住房保障和房产管理局下的房地产开发主体的诚信档案系统，其主要功能是接受消费者对开发商服务质量与商品房质量投诉，侧重于商品房销售环节。该系统实施近5年来，对规范杭州市房地产开发主体的经营行为，提高其服务水平起到了一定的作用。但是，它无法全面地反映房地产开发主体的失信行为，也缺乏有效的管理抓手。因此，其在改善杭州市房地产市场诚信状况上的作用有限。

在这样的背景下，尽快建立房地产开发主体诚信评估体系，加强对开发主体行为的监测并定期不定期地向社会公布，以形成促使其诚信经营的高压态势，是促进房地产市场规范、有序、健康、稳定发展的必要手段。

二、杭州市房地产开发主体诚信缺失现状分析

随着我市房地产市场进入调整期，以往为繁荣的房地产市场所掩盖的开发商的各种失信行为开始显现。开发主体诚信缺失的违规行为层出不穷、花样繁多。

（一）房地产开发主体违规行为频发，且呈上升趋势

2009年至2014年杭州市建委法规处总共有处罚案卷1201起，非现场

一得集

处罚 186 起，在非现场处罚中涉及到房地产开发主体违法案件的为 99 起，罚款超过 10 万元的有 72 起。在非现场处罚中涉及到房地产开发主体的为 2009 年为 8 起、2010 年为 23 起、2011 年为 24 起、2012 年为 11 起、2013 年为 25 起、2014 年 1-7 月为 8 起，详见表 1。

表 1 2009-2014 年房地产开发主体处罚案卷（起）

年度	处罚案卷数量（起）
2009 年	8
2010 年	23
2011 年	24
2012 年	11
2013 年	25
2014 年（1-7 月）	8

根据杭州市“12315”申报举报中心房地产申诉情况统计：2012 年杭州市受理房地产申诉 222 起，涉及 148 个楼盘和 597 名购房者；2013 年受理房地产申诉 248 起，涉及 90 多个楼盘和 900 多位购房者。2014 年 1 月至 7 月房地产类投诉 286 起，详见图 1。其中多起人数众多、诉求频繁，引发了“群体性”事件，个别案件还出现“申诉”调解不成就“围攻”工商执法机关，殴打办案人员、打砸执法机关设施的混乱局面。

（二）房地产开发主体诚信缺失行为呈多样化态势

从调研情况统计，诚信缺失突出表现在五个方面：一是违章开工，主要是在未取得施工许可证的情况违法开工；二是房屋质量问题，包括墙面

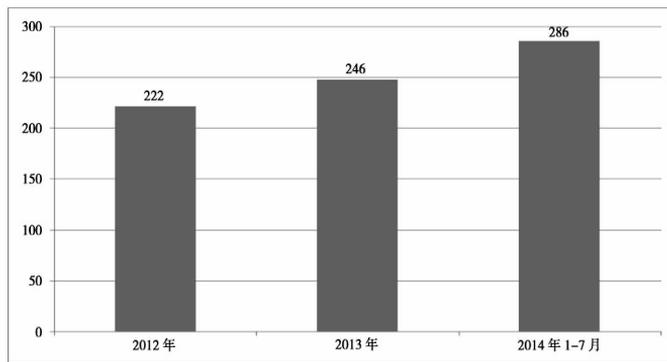


图 1 2012 年—2014 年房地产类申诉案件数量 (起)

资料来源：杭州市“12315”申报举报中心

屋面漏水、精装修房的装修质量不到位等；三是虚假宣传，包括宣传的配套设施与实际不符、房子户型与实际不符、物业服务与实际不符等。四是违反合同约定，包括未及时支付工程款、未按约定时间交房、三证迟迟未办等等；五是服务质量不到位等。同时，房地产诚信缺失行为贯穿于整个房地产开发过程，其中施工阶段和销售阶段问题比较突出。

(三) 房地产开发主体诚信缺失的原因分析

我市房地产市场之所以出现上述众多失信行为，原因是多方面的，从开发商、政府、消费者、媒体等角度进行分析主要集中在以下几方面。

1、房价过快上涨，房地产进入门槛低，开发追求利润最大化

过去十年，杭州房地产市场房价过快上涨吸引各路资金关注，而土地市场以价高者得导致只要有资金就可以进入房地产业，准入门槛低造成没有能力进行房产开发和没有市场抗风险能力的企业大量进入房地产市场。

一得集

这在一定程度上造成了房地产开发企业良莠不齐，一些并不具备资金、技术、设计、施工等综合能力的企业是造成房地产诚信缺失的主要原因之一。

2、开发商与消费者严重信息不对称

房地产企业失信现象非常普遍,还归因于信息不对称和法制不健全。房地产信息主要是在各个交易主体之间横向传递。同时房地产市场上的信息量大,且瞬息万变。与此同时,由于房地产市场机制远未完善,尚未形成一套有效的机制来保证信息的公正、公开和有效传递。这就使得交易主体(房地产企业和施工企业之间、房地产企业和消费者)之间所了解的信息不对称,给失信和欺诈提供了可能。

3、房地产商品自身的特殊性

房地产商品属于经验性商品,由于其专业性强,隐蔽工程多,涉及环节多,消费者不易具备专业知识,消费者就很难鉴别质量、量算面积,也不太了解房地产企业的产品应该具有哪些合法手续,往往购买了以后才了解其质量、产权等信息。另一方面由于商品房价值大,位置固定,不像普通商品那样容易调换、退货,出现纠纷后,往往是消费者处于不利位置;加上单个消费者对房地产商品的重复购买率低,某些房地产企业看不到现有客户对企业未来发展的重要性,于是急功近利,置诚信于不顾。

4、法律和诚信体系的缺失

我国在加强法制保障方面做了大量的工作,但法律和制度在对信用经济的运行方面还没有起到强有力的保障作用。一方面,在立法方面缺少与信用制度直接相关的细则。另一方面,房地产企业信用登记、信用担保和信用监督等一系列社会信用体系没有建立。

5、政府监管难度大，措施不到位

我市房地产行业存在政府监管难度大，措施不到位的问题，主要体现在以下几点：一是对房地产业管理的职能比较分散，政府各部门掌握的信息分散化、碎片化。二是缺少针对开发主体的法律法规。三是几乎没有失信惩戒和诚信激励机制。

三、国内房地产开发主体诚信体系建设经验借鉴

我国尚未形成一个自上而下的、统一的房地产开发企业诚信体系。正是基于这一历史背景，我国许多城市都从自身经济、文化、行政制度的特点出发，形成了具有地方特色的诚信建设体系模式，建设思路主要有以下三种：

1.以重庆为代表的单部门双平台诚信体系建设模式。这种模式以集中管控与直线管理为特征。其主要信息来源为企业自录、下属区县开发办提供，其他行政主管部门（如工商、房管、税务等）也提供一定信息，但主要起到“查漏补缺”的作用，这种体系设计决定了其诚信体系运行行政化、规范化程度较高。在信息平台设计上，重庆市采用内外有别的思路。一是运用“信用体系建设网”向社会公开信用体系建设情况，以达到市场监督管理的目的。信息公开内容在建设部信用档案公开标准范围以内，充分保护企业商业秘密。二是运用“房地产开发行业信用管理与服务平台”向管理部门和企业提供服务。企业进入信息平台填报系统填报数据，所以在数据填报上不会给企业带来太多额外的工作。管理部门用来审核企业信息和对企业信用进行综合测评。系统平台会依据事先设计好的固化的评分标准自

一得集

动对进入系统的企业评出信用综合分，动态公布企业信用得分与排序。

2.以成都为代表的多部门协调单平台诚信体系建设模式。这种模式强调多个主管部门之间的权责协调与水平管理。在这一体系中，其他行政主管部门成为信用信息的重要来源，其贡献的信息量并不亚于市建委下属区县管理机构，相应地，市建委对于诚信体系的管控就受到一定限制，事实上，这种模式下诚信体系各类规章制度都必须建立在与其他主管部门协商沟通的基础上。在平台设计上，成都市采用统一网络系统（成都市房地产开发企业管理信息网），不再区分“内网”与“外网”，企业信用信息输入后便能在保护企业商业秘密的基础上转换为公示信息。

3.以北京为代表的违法违规行爲动态监管体系。北京市建委设置的机构包括了：规划处、工程建设处、建设业管理处、物业管理处、住房制度改革处、房地产开发管理处等，与杭州市相比他堪称是杭州市建委、市房管局、规划局的合并体。即北京市建委的管理范围覆盖了房地产开发全过程，掌握了从规划许可证、施工许可证、预售许可证到产权证办理的全过程。这使其在信息综合利用与开发方面不存在障碍。另外，为了确保信用信息无所遗漏，北京市建委还建立完善了违法违规监管体系，将未知失信行为的监察权下放到区县相关机构。

上述三种模式各有优劣，必须针对目前杭州市当前诚信体系的建设情况与行政权力结构选择适合杭州特征的房地产开发企业诚信体系建设模式。

4.可以借鉴的相同做法

(1) 实行记分管理制度。对房地产开发企业诚信管理实行计分制度是普遍做法。就是应当按照既定的、公开的、有依据的规则和标准，定期对

企业的诚信信息予以记分。

(2) 建立诚信公示系统。即在每一个记分周期末，将信用记分结果排名进行公示，通过媒体或专门的网站予以曝光和表彰。

(3) 扩大信息采集渠道。一是开发主体提供必需的信息。二是实现政府部门对房地产开发行业行政管理的信息互联和共享。

(4) 努力发挥行业协会作用。重点要在指导企业填报信息、提供咨询服务和信息汇总梳理、加强行业自律等具体事务等设方面发挥更大作用。

(5) 不断完善奖惩措施。逐步实现对开发企业按信用等级实行综合分类管理，不同信用等级的开发企业享受的优惠和处罚必须不同。

四、杭州市房地产开发主体诚信体系建设设计

(一) 杭州房地产开发主体诚信体系建设条件分析

1、有利条件

一是杭州非常重视市场参与各方的诚信管理工作。如杭州市“十二五”社会信用体系建设规划中明确指出：要完善以政府联合征信系统为核心的覆盖全市的社会信用信息记录、综合管理系统，健全信用制度和信用法规等一系列具体措施。杭州市政府对诚信体系建设已有通盘考虑并初步确定了建设路线。二是前期相关法律法规储备和征信主体的培育等工作已经为社会诚信体系建设奠定了一定的基础。三是杭州市经济较为发达，市场机制相对健全、法人素质相对较高，诚信体系建设软环境良好。四是行业组织、民间机构较为成熟，为诚信体系的建设提供了有利条件。

2、不利因素

一得集

一是政府关于房地产业的管理职能比较分散，各部门掌握的信息分散化、碎片化。二是现行的项目公司管理制度，极易让真正的房地产投资者以合法理由逃避责任。三是在一多年以来的“卖方市场”环境下，开发主体还没有真正认识到企业诚信度的重要性，甚至在实施初期会存在抵触情绪。四是诚信体系建设的激励机制、长效保障机制还没有形成，目前明显缺乏失信惩戒与守信受益的经济手段、行政手段和法律手段。

（二）杭州房地产开发主体诚信体系建设的主要思路

鉴于杭州市建委管理范围较窄，决定了杭州市房地产开发主体的诚信体系建设将更为接近成都的框架体系，即主要依靠相关部门协商沟通建立完善诚信体系评价机制。主要思路包括：一是建立健全诚信体系评价标准与政策，让房地产开发主体诚信体系建设有标准、有依据。二是努力打通相关职能部门间的信息壁垒，建设统一信息共享平台。三是发挥行业协会的意见收集、行业自律与服务引导等事务性功能。四是将房地产开发企业的基本诚信信息作为公共物品，免费向社会公众开放同时，促进信息使用的市场发展，满足使用方对房地产开发企业诚信报告的多层次需求。五是在政府构建失信惩治与诚信激励机制同时，营造媒体、公众、非政府组织等积极参与的氛围，扩大社会监督格局，构建守信得益、失信损失的大环境。

（三）杭州房地产开发主体诚信体系建设目标与总体设计

1、诚信体系建设目标

建立全面监测开发主体诚信行为的评价体系，实行严格的失信惩治与诚信激励制度，引导房地产开发主体依法依规诚信经营，促使诚信经营成为房地产开发主体的普遍行动与行为习惯，保障房地产市场健康有序发展。

诚信体系建设分三大部分：1) 构建诚信评价指标体系；2) 数据收集与诚信评价；3) 诚信评价结果应用，包括失信惩治与诚信激励。

2、构建诚信评价指标体系的原则

(1) 依法是诚信评价体系建立的基础。诚信评价指标应具备权威性，避免主观臆测成分。必须根据相关的法律与法规，针对开发经营过程中出现的实际问题，有针对性的设定评价指标。

(2) 全面性是诚信评价体系的关键。开发主体评价指标体系作为评价的标准，必须保证评价的结果公平、公正。这就要求在确定评价指标时必须充分考虑各种可评价的因素，寻找能全面反映诚信状况的有代表性的指标。

(3) 科学性是诚信评价体系的必然要求。指标要能客观、科学反映开发主体信用的状况，要体现与诚信的直接相关的、带有必然性的因素。同时，收集的数据能用科学的方法来处理。

(4) 有效性是诚信评价体系的最终目的。既要能反映企业诚信的整体状况，又能单独使用某一方面的诚信水平。要求设立的指标必须具有可操作性，设置的指标其数据必须是可采集到的。

3、诚信评价指标体系的构建

(1) 明确游戏规则。诚信体系建设不是“为管而管”，其根本目的还是促进整个行业诚信状况改善。因此，在引入外部评价机制之前，首先要针对房地产开发企业普遍存在的管理不规范、诚信意识薄弱等问题，出台相关规章制度，明确告知有关要求然后在实施初期挑选几家具有代表性的企业进行试点，既检查制度的可行性，也给企业一定的适应期，为规则的普及和后续执行打好基础。最后，出台统一的房地产开发企业内部诚信管理

一得集

要求，例如建立信息平台、配备信用管理员等。

(2) 建立评判体系。制定统一的诚信评价标准体系。目前，相应监管职能部门有各自的标准，但还比较混乱，各项标准之间相互矛盾的现象并不鲜见。因此，为了推进房地产开发主体诚信体系的建设，应在政府的推动下，尽快把本市开发企业的标准及实施要求统一起来，并制定杭州房地产开发企业的总体推进要求。

主要工作集中在三方面：

a.信息的征集。房产开发过程中与消费者关系较为密切的，主要是建造与销售两个环节，因此这两个环节应在诚信评价中占有最主要的比重，同时兼顾用地、规划、交付过程中的企业行为。

b.信息的加工与共享。一是各部门之间对房地产开发企业诚信行为的认定要尽量做到标准统一。由于信息来源存在记录方式与格式的差异，在采用与录入时，应经过必要的加工与统一。二是信息的储存与上传问题。具体涉及到信息的数据库系统由谁负责开发、谁负责维，以及是否可要求相关职能部门在规定的时间内将监管结果上传至数据库系统，并对数据的准确性负责。三是信息的共享问题。大部分房地产开发企业的相关信息，应通过政府内部网，在各监管职能部门及授权单位之间实现共享。

c.信息的使用。根据其他城市诚信体系的建设经验，一般有公共查询、主动公开和诚信报告三类。公共查询功能应免费向公众开放，其查询的内容可包括企业的基本资料、认证与审核信息、职能部门监管的基本结果等；为强化对失信企业的惩戒，政府职能部门可主动对诚信记录较差的企业和守信企业在公众媒体上进行公示，增加失信企业的违规成本，提高守信企

业的诚信溢价，发挥激励作用。

五、房地产开发主体诚信体系建设的配套政策研究

(一) 调整或完善组织机构

成立诚信体系建设联席会议，负责审批总体方案及实施计划，对实施过程中重大事件进行决策，并领导其他机构。同时，协会除可将其作为诚信信息的重要来源外，也可将不实信息的实地调查工作交由其执行。要注意发挥其对企业宣传教育和对相关人员培训的能力。

诚信体系成立初期，在条文的解释，执行力度等方面往往会存在模棱两可的状况，如果任其发展下去，很可能导致诸多违法不究，执法不严的状况。有必要成立诚信体系建设联席会议。负责审批总体方案及实施计划，实施过程中重大事件的决策并领导其他机构。

在之后的诚信体系运行中，联席会议办公室下设牵头部门是日常运营的主要管理机构，其具体职责包括信息汇总，集中公示，反馈信息处理等。但同时也要注意发挥多个主体的能动性，以其他城市经验来看，主要协作机构有区县相关部门与房地产行业协会。对于区县相关部门，除可将其作为诚信信息的重要来源外，也可将不实信息的实地调查工作交由其执行。对于房地产行业协会，要注意发挥其对企业的宣传教育的能力，另诚信体系建设中相关人员的培训也可由行业协会主导，政府仅负责标准制定与考评验收。

(二) 逐步健全统一信用管理信息平台

从相关城市的经验与杭州市的实际需求来看，杭州市在搭建这一平台

一得集

时，至少要在四处“下大力气”。第一，加强需求特征分析，应首先对当时的信用管理事务有详尽分析，归纳哪些事务可电子化，之后再与设计部门具体沟通，讨论“能不能”的问题；第二，留下备用信息接口；第三，实现项目手册的网络化管理；项目手册内容包含确认的房地产开发企业良好行为、不良行为及整改处理情况和核定的信用等级等情况记入。四、统一信息公布网站，动态发布诚信信息。指定信息发布的官方网站，利用信息系统自动计算开发主体诚信得分，并在网站上动态更新。

(三) 建立多元的奖惩机制

目前的重点，一是要通过社会各方的共同参与推进，加强市场对诚信企业及其品牌真实信息的传播；二是要对诚信记录良好，诚信意识高、投入大的相关企业，不但予以相关证书的认可、进行宣传报道，还要在企业融资、项目申请等各方面予以倾斜，使企业获得较高的诚信溢价效应，间接淘汰不诚信的开发企业；三是向上级建议尽快建立健全法律惩戒机制。在目前法律惩戒机制不健全的条件下，房地产开发企业诚信体系建设，更要加强立法执法工作，建立与完善法律惩戒机制。既要界定清楚行政与法律手段的界限，杜绝执法不严、违法不究；也要对主要责任人进行失信档案记录，并与其个人在融资、社会福利申请等方面相联系。

一得集

——《投资参考》智库研发论文汇编（2014年度）

主任：范川

副主任：张磊、颜才满、刘祥剑

委员：卢洪波、于小将、王晓东、潘昇夫

主编：于小将、王晓东、潘昇夫

编辑：邹晶晶、王昊博、王苏珍、倪武