



破冰之旅：城投企业新增发债的样本透视与路径探索

联合资信 公用评级一部 | 王默璇 | 杨晓薇 | 张雪婷

城投企业在推动城市化进程、基础设施建设及促进地方经济发展中扮演着举足轻重的角色，但也带来了地方政府债务风险等问题。自2023年7月中央提出“一揽子化债方案”以来，相关化债政策密集出台，城投企业债务化解工作取得了一定成效，债务规模增长态势得到控制。城投债融资以借新还旧为主，新增难度明显加大。在此背景下，城投企业纷纷加快市场化转型和产业类平台搭建，以满足监管要求和突破融资限制。

本文探讨了城投企业新增发债的政策环境与债券种类，以及实现新增发债企业的特征。新增发债主体呈现多样化特征，包括国有资本控股平台、产业整合平台、多元业务平台及城市运营平台等类型。从市场表现看，新增发债企业区域分化明显，主要在广东省等非重点省份。重点省份部分企业凭借产业属性也有新增机会。债券品种以私募债、中票等为主，不同渠道新增债券的募集资金用途各有特点。

未来，城投企业面临严格监管和复杂市场环境，需注重债务风险管理，合理规划债务结构，加快市场化转型，优化资源配置，拓展业务领域，形成多元化收入结构，增强盈利能力抗风险能力。

一、城投企业新增发债政策环境与监管标准

自 2023 年 7 月“一揽子化债方案”首次提出以来，相关化债政策密集出台并不断细化。在分区域分类型管理的整体监管思路下，为了突破借新还旧、实现债券市场新增融资，各地城投企业市场化转型和产业类平台搭建的步伐不断加快。

自 2014 年起，城投企业先后经历了“开前门堵后门”和“控增化存”两轮严监管周期，中央层面不断出台监管政策和指导性文件助推地方政府和城投企业债务化解，地方政府和城投企业亦在不断探索适合地方发展的化债策略。2023 年 7 月，中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号）（以下简称“35 号文”）和《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号）（以下简称“47 号文”）等相关具体政策密集出台，涵盖了财政、金融及监管等多重化债手段；2024 年以来，在控增化存、优化央地债务结构、建立防范化解地方政府债务风险长效机制的顶层设计下，《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（以下简称“14 号文”）和国发 134 号文等补充政策陆续出台，“一揽子化债方案”得以进一步细化和补充。与以往出台的政策相比，本轮化债政策更加细化、可操作性加强，并采取了国有企业分类及区域分类等差异化管理策略。其中，35 号文将地方国有企业分为三类：地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）和普通国有企业，并针对各类国有企业制定了差异化的融资政策。影响最大的当属债券融资：对于地方政府融资平台，只能借新还旧且不包含利息，不能新增债券融资；对于参照地方政府平台管理的国有企业，根据省市区域不同，实施差异化限制，12 个高风险重点省份¹只能借新还旧，其他省份在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增债券融资；对于普通国有企业，可以新增债券融资，但是债务需自身负责偿还。

从市场表现来看，本轮化债短期内取得了积极成效，城投企业债务规模增长态势得到控制，且区域分化更加明显。2023 年，西部地区和东北地区城投企业受一系列化债政策出台后融资端受阻、项目投资放缓等因素影响，净融资额同比大幅下降；中部地区城投企业净融资额亦同比有所下降，资金更多流向江苏、浙江等信用环境更优、市场认可度更高的区域。从城投债券发行情况看，2023 年四季度，城投债发行显著下降，发行期数和发行规模分别较上季度下降 33.93% 和 31.86%，净融资额由正转负，募集资金用途以借新还旧为主基调，新增难度明显加大。2024 年上半年，城投债发行规模同比下降 15.78%，净融资由 2023 年上半年的 8526.50 亿元转变为净偿还 576.99 亿元。

图表 1 • 2023 年以来中央层面重要化债政策

发布日期	发布主体	政策/会议/文件名称	政策要点
2023.07.24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
2023.08.01	中国人民银行、国家外汇管理局	2023 年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作

¹ 包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海和宁夏。

2023.08.18	证监会	证监会负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	要强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行
2023.08.18	中国人民银行、国家金融监管总局、证监会	电视会议	金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线
2023.08.30	财政部	《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》	进一步压实地方和部门责任， 严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求 。督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。 稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架
2023.09.20	国务院	国务院政策例行吹风会	将指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化融资平台金融债务监测机制
2023	国务院办公厅	《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）	核心内容是将地方国有企业分为地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）以及普通国有企业三类，分别对新增融资实施差异化限制；明确对12个高风险重点省份的融资限制和支持；各省债务规模及债券增速分别与GDP规模和社融增速挂钩等
2023.10.21	国务院、中国人民银行	《国务院关于金融工作情况的报告》	在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件， 引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险，严控融资平台增量债务，完善常态化融资平台金融债务统计监测机制，加强对重点地区、重点融资平台的风险监测
2023.10.24	全国人大常委会	《全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议》《第十四届全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》	明确 中央财政将在当年四季度增发2023年国债1万亿元 ，增发国债全部通过转移支付安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板
2023.10.30~10.31	中共中央政治局	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构
2023.11.08	中国人民银行行长	2023金融街论坛年会	金融管理部门出台相关政策，引导金融机构按照市场化、法治化原则， 与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持
2023.11.20	中央金融委员会	中央金融委员会会议	全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，压紧压实金融风险处置责任
2023.12	中共中央	中央经济工作会议	合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围；统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；统筹好地方债务风险化解和稳定发展
2023.11.22	财政部	全国财政工作会议	严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险
2023	国务院办公厅	《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）	12个重点省份严控新建政府投资项目、严格清理规范在建政府投资项目
2024	国务院办公厅	《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国发函〔2024〕14号）	核心内容是12个高风险重点省份之外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债
2024.03.05	国务院	2024年政府工作报告	进一步落实一揽子化债方案
2024.07.30	国务院	国发〔2024〕134号文	35号文延期到2027年6月；重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但是不包括民间借贷，企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金； 不许新增1年以内的境外债 ，境外债可以用境内债来做借新还旧
2024.08.27	央行、财政部、发改委、证监会	150号文	退平台不晚于2027年6月末 ，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单
2024.08.30	财政部	2024年上半年中国财政政策执行情况报告	分类推进融资平台公司改革转型，加快压降平台数量和隐性债务规模

2024.09.26	中共中央政治局	分析研究当前经济形势和经济工作	发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用
2024.10.12	国务院新闻办公室	新闻发布会	组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具，加大财政政策力度，加强重点领域保障，积极防范化解风险

注：35号文、47号文和14号文为密发，无法获取具体发布日期

资料来源：联合资信根据公开资料整理

参照《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第1号——申请文件及编制（2023年修订）》（以下简称“上交所1号指引”）中对公益性项目²和市政基础设施项目³的定义，交易所认定的城建类资产应包含上述项目开展所形成的相关开发成本、划拨资产（土地、道路桥梁、管网等非经营性资产）、预付及应收类款项等，交易所认定的城建类收入应包含以下两项：①市政基础设施项目建设与运营收入，包括代建业务、公用事业类（公共交通、水务、供热、供气、园林环卫等）、公共设施运营类（公园、文体场馆、事业单位办公楼、非经营性水利及管网设施等），不包括符合国家政策要求的保障性住房、棚改、扶贫搬迁等国家重点支持项目；②土地开发整理收入，包括实施征地、拆迁、安置、补偿和相应的市政基础设施建设，以达到土地供应条件的土地开发产生的相关收入。在实际执行过程中，交易所和交易商协会对于城建类资产和收入的认定或存在偏差，国有企业的自身资质情况及所处区域融资环境等或亦是发债监管部门考虑因素。

在政策加码和市场倒逼的双重压力下，地方政府纷纷加快推进区域国有资产梳理，以及城建类和产业类资产及业务的厘清工作，在保证原有平台存续债券接续的情况下，积极整合搭建符合新增融资要求的产业类平台。本文筛选了自2023年10月以来实现新增发债的企业，通过对样本企业和新发债券的梳理分析，探索企业未来实现债券发行的可行性路径。

二、城投企业新增发债样本浅析

1. 样本筛选

本文以2023年10月1日至2024年9月24日（以起息日计算）城市基础设施建设⁴和产业投资企业发行的全部债券为基础，剔除了其中募集资金用途仅为借新还旧⁵的债券，共获得样本债券313只（已剔除跨市场），涉及主体176家，新增债项规模合计2563.29亿元，相当于同期城投债（wind口径）发行总额的6.61%。其中，跨市场发行的企业债发行规模为386.52亿元，银行间发行规模为1016.25亿元，交易所发行规模为1160.52亿元。

2. 样本企业分析

² 根据上交所1号指引，公益性项目是为社会公共利益服务、不以盈利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目，如公立学校、公立医院、公共文化设施、公共卫生设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等没有或较少有经营性收益的项目。

³ 根据上交所1号指引，市政基础设施项目包括城市建设企业在所在城市区域内从事的城市道路、公共交通、供水、排水、燃气、热力、园林、环卫、污水处理、垃圾处理、防洪、地下公共设施及附属设施的土建、管道、设备安装项目。不包括跨所在城市项目，符合规定的政府与社会资本合作模式项目（PPP项目），保障性住房、棚户区改造、易地扶贫搬迁、基础设施领域补短板等国家支持的项目。

⁴ 本文所选城市基础设施建设企业以联合资信城投名单为基础进行筛选。

⁵ 即募集资金用途仅表述为“偿还公司债券”“偿还债券本金”“偿还有息债务”等字样的债券。需指出的是，部分债券的募集资金用途表述为“偿还有息债务”，受限于数据可获得性，无法明确区分此类债券偿还的债务类型，且大部分该类债券实际偿还的为债券本金，故本文将其视作借新还旧债券，此筛选方式可能导致样本偏小。

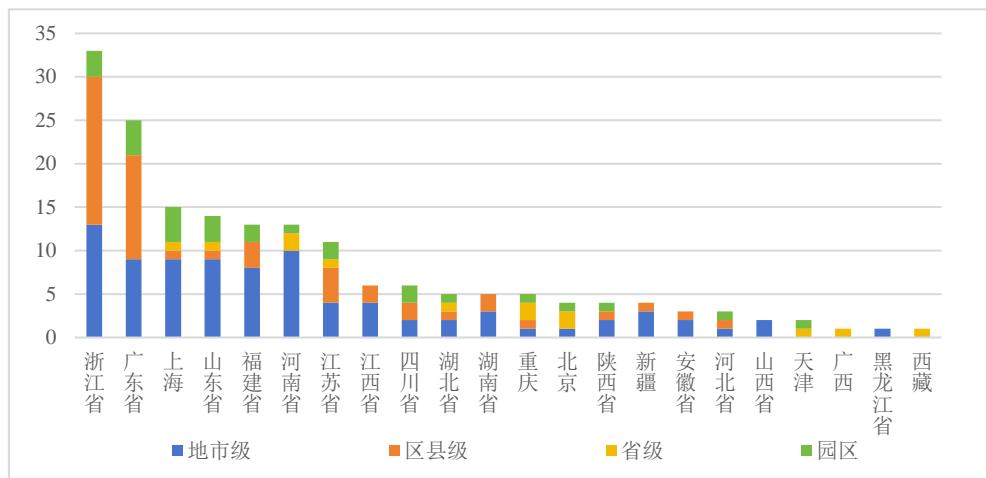
实现新增发债的全部样本企业中，浙江、广东和上海新增发债主体数量位居前三，行政层级上地市级平台数量占比近半，信用评级 AA⁺及以上高级别主体占比较高。企业债首发主体的收入主要来源仍为城建类业务，市场化收入占比较小；而交易所和银行间首发主体的收入来源更加多元，市场化程度更高。天津、重庆、黑龙江和广西 4 个重点省份实现新增发债，其中重庆有 2 家主体实现首发新增，显示出重点省份中产业属性强的主体仍有机会实现新增。

2.1 样本企业概况

从区域来看，31 个省（市、自治区）⁶中，22 个省份的 176 家发行人实现了新增发债，其中 18 个为非重点省份，天津、重庆、黑龙江和广西 4 个重点省份实现了新增。全部样本企业中，浙江、广东和上海新增发债主体数量位居前三，山东、福建、河南和江苏新增发债主体数量超过 10 家。

从主体评级来看，176 家样本企业中，AAA、AA⁺、AA 及以下的发行人数量分别为 61 家、75 家和 39 家，1 家无主体评级，AA⁺及以上高级别主体占比较高。

从行政层级来看，地市级平台数量占比最高，176 家新增发债主体中共有 86 家地市级平台，占比为 48.86%；区县级和园区平台数量分别为 50 家和 27 家，合计占比为 43.75%；省级平台 13 家，占比为 7.39%。浙江和广东新增发债主体中区县级平台占比较高，山东、福建、河南、江西等省份地市级平台占比较高。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2 • 新增发债主体行政层级分布情况

从各行政层级样本企业新发渠道来看，对区县级平台而言，企业债为实现新增的最主要方式，样本期间内实现新增的 50 家区县级平台中，有 29 家系仅通过发行企业债实现新增，占比达到 58.00%。对地市级平台而言，实现新增的渠道选择则更为多元，全部 86 家地市级平台中，有 40 家仅实现交易所新增，29 家仅实现银行间新增，10 家仅通过企业债新增，4 家在交易所和银行间均实现新增。全部样本企业中，同时实现银行间和交易所新增发债的主体仅有 9 家，其中 7 家均为 AAA 主体，2 家 AA⁺主体系地市级产投平台。

⁶ 不包含港澳台地区，下同。

图表 3 • 不同行政层级新增发债主体新增渠道

新增类型	省级	地市级	区县级	园区	总计
仅交易所新增	5	40	14	10	69
仅银行间新增	5	29	5	8	47
仅通过企业债新增	0	10	29	7	46
交易所+企业债新增	1	3	1	0	5
交易所+银行间新增	1	4	1	2	8
企业债、银行间、交易所均实现新增	1	0	0	0	1
总计	13	86	50	27	176

资料来源：联合资信根据公开信息整理

从单个主体实现用途新增的债项数量来看，176家样本企业中，120家主体仅新增发行1只债券，31家主体新增发行2只债券，新增债券数量在3只及以上的主体有25家。25家实现多只新增债项的主体整体呈现出信用评级更高、资产和收入规模相对更大的特征。

图表 4 • 新增债项数量3只及以上的主体概况（单位：亿元）

类别	AAA 级别占比	行政层级地市级以上占比	资产总额均值	营业总收入均值
全部 176 家主体	34.66%	56.25%	829.24	69.89
新增债项数量≥3 的 25 家主体	72.00%	60.00%	1570.56	114.04

注：表中资产和营业收入数据为2023年底（度）数据，均值计算已剔除公开渠道无财务数据的主体

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2.2 首次发行债券主体分析

176家实现新增发债的主体中，23家主体为首次发行债券，其中广东有6家，湖北和上海各有3家，江西、浙江、重庆各有2家，福建、河南、湖南、山东、陕西各有1家。

重点省份中，仅有重庆的2家主体实现首发新增，分别为重庆两江新区产业发展集团有限公司和重庆仙桃数据谷投资管理有限公司，且均为银行间新增首发。样本企业中，通过企业债实现首发的主体有3家，首发债项均由担保公司提供增信；17家仅实现交易所首发新增的主体中，主体级别AAA、AA⁺和AA的主体数量分别为6家、8家和3家，发行产品主要为私募债。同时实现银行间和交易所首发新增的主体仅有1家，系厦门国有资本运营有限责任公司（以下简称“厦门国资公司”），厦门国资公司系厦门市属国有资本运营公司，其主营业务为资产管理服务、文化旅游、体育以及科普教育等四大经营板块，收入结构中无城建类业务，资产规模较小，且债务负担很轻。

各渠道首发新增主体的收入结构呈现明显差异。通过企业债实现首发的3家主体的收入主要来源仍为城建类业务，市场化收入占比较小；而交易所和银行间首发主体的收入来源更加多元，市场化程度更高，除西安未来产业城投资发展集团有限公司和广东南海高新技术产业投资控股有限公司以外，其余主体的收入构成中已基本没有城建类业务。

图表 5 • 样本期间内首发新增主体概况

主体名称	省份	主体评级	首发债项是否设置担保	资产总额	资产负债率	营业总收入	主营收入构成
------	----	------	------------	------	-------	-------	--------

仅通过企业债新增:								
安义县城市建设投资发展集团有限公司	江西省	AA	是	108.38	42.18%	7.14	工程建设业务 27.89%; 贸易业务 28.07%; 其他业务 44.04%	
平邑财金投资集团有限公司	山东省	AA	是	187.14	51.49%	9.04	工程建设 65.33%; 砂石销售 16.11%; 光伏发电 7.25%; 蒸汽销售 5.64%; 石料销售 4.02%	
瑞金市国控建设投资有限公司	江西省	AA	是	374.89	58.28%	32.22	工程施工 72.92%; 商品销售 16.34%; 劳务派遣 3.91%; 光伏发电 1.53%; 矿产资源 1.17%	
仅交易所新增:								
杭州萧山国有资本运营集团有限公司	浙江省	AA ⁺	否	50.58	3.58%	0.10	担保业务 95.07%; 管理咨询服务 0.99%; 应急资金占用 0.73%	/
湖北省铁路发展基金有限责任公司	湖北省	AAA	否	231.51	20.54%	1.29		
上海金桥临港综合区投资开发有限公司	上海	AA ⁺	是	121.80	69.15%	3.68	房地产销售 92.25%; 租赁业务 7.66%	
上海闵房(集团)有限公司	上海	AAA	否	246.84	44.88%	3.68	资产运营管理 37.42%; 物业管理服务 36.23%; 租赁业务 24.4%; 代建工程管理 1.68%	
深圳市光明科学城产业发展集团有限公司	广东省	AA ⁺	否	119.78	45.00%	3.20	租赁业务 79.13%; 客户购买服务 10.84%; 委托贷款业务 4.65%	
深圳市龙岗区城市建设投资集团有限公司	广东省	AAA	否	146.20	18.14%	3.32	租赁业务 64.94%; 物业管理业务 22.82%; 保障房运营服务 5.86%; 居间业务 2.99%; 项目服务 2.81%	
西安未来产业城投资发展集团有限公司	陕西省	AA ⁺	是	214.83	40.08%	14.18	工程建设 95.54%; 人工智能算力 2.04%; 垃圾清运 1.06%; 物业保洁 0.49%; 园区运营 0.42%; 场地使用费 0.37%; 足球场馆运营 0.07%	
新乡国有资本运营集团有限公司	河南省	AAA	否	1351.09	48.44%	155.73	化纤 47.82%; 工程施工 24.31%; 商品销售贸易 16.92%; 城市运营板块 4.52%; 服务 3.36%; 租赁服务 1.69%	
珠海联港投资控股集团有限公司	广东省	AA ⁺	否	114.73	31.29%	4.82	城市管养 47.08%; 物业管理 12.7%; 资产租赁 12.16%; 销售商品 10.16%; 服务管理 6.25%; 项目代建管理 6.2%; 安保服务 5.45%	
上海安亭实业发展有限公司	上海	AA	否	/	/	/		/
杭州市拱墅区国有资本控股集团有限公司	浙江省	AAA	否	854.03	59.40%	98.78	商品销售 91.21%; 租赁及物业服务 5.07%; 软件及技术服务 1.33%; 区块开发 1.15%	
武当山文化旅游发展集团有限公司	湖北省	AA	是	80.06	32.39%	2.88	门票 52.37%; 租金 12.32%; 酒店旅游 12.1%; 会展 7.21%; 工程建设 4.35%; 旅游服务 2.25%	
深圳市罗湖投资控股有限公司	广东省	AAA	否	181.23	18.21%	1.89	物业出租 68.18%; 运营服务 19.35%; 物业管理 9.55%	
湖南湘江新区国有资本投资有限公司	湖南省	AA ⁺	否	50.91	5.47%	0.78	基金小镇运营 46.55%; 股权投资和基金管理 26.15%; 商业保理 20.85%; 金融科技服务 6.45%	
佛山高新产业投资集团有限公司	广东省	AA	是	47.27	58.45%	3.87	信息技术服务 55.03%; 物业租赁与管理 24.76%; 停车场管理 10.56%; 其他 4.95%; 交通拯救 4.04%; 建设管理服务 0.25%	
鄂州市昌达投资控股集团有限公司	湖北省	AA ⁺	是	116.64	33.58%	5.49	粮油销售 60.29%; 砂石销售 18.90%	
广东南海高新技术产业投资控股有限公司	广东省	AA ⁺	是	114.55	55.86%	3.70	土地综合整治 65.29%; 自有土地出让 25.53%; 租赁 9.17%	
仅银行间新增:								
重庆两江新区产业发展集团有限公司	重庆	AAA	否	699.03	22.94%	40.04	产业园区租赁 36.41%; 房地产 33.78%; 产业园区服务 17.73%; 产业园区销售 4.14%; 产业投资 2.94%	
重庆仙桃数据谷投资管理有限公司	重庆	无评级	是	212.12	77.57%	0.96	租金及物管 63.44%; 水电转供 36.22%	
银行间、交易所同时新增:								
厦门国有资本运营有限责任公司	福建	AA ⁺	否	81.28	38.77%	8.90	文化旅游业务 35.61%; 科普教育业务 21.23%; 体育业务 20.33%; 资产管理服务 1.24%	

注：表中财务数据及主营收入构成为2023年底（度）数据；公开渠道未获取鄂州市昌达投资控股集团有限公司2023年度主营收入构成，表中数据为2024年上半年度数据；“/”表示公开渠道未获取相关信息
资料来源：联合资信根据公开信息整理

2.3 重点省份新增发债主体分析

值得关注的是，重点省份中，重庆和天津分别有5家主体和2家主体实现新增发债。重庆新增发债主体中，2家实现银行间新增的主体分别为省级投资平台、国家级新区产投平台，主体评级均为AAA；3家实现交易所新增的主体中，1家AAA主体为多元控股大型综合投资集团，2家AA⁺主体中1家为区域内产投平台，以市场化收入为主，1家为传统城投平台，但有一定比重的市场化收入。

图表6·重庆市新增发债主体概况（单位：亿元）

主体名称	主体级别	营收结构	实际控制人	新增债项简称	募集资金用途
重庆渝富资本运营集团有限公司	AAA	咨询服务费 80.34%，基金管理费 0.41%	重庆市国有资产监督管理委员会	24渝富资本 MTN001 (科创票据)	股权投资、基金出资用于科技创新领域，置换存量有息债务
重庆两江新区产业发展集团有限公司	AAA	产业园区租赁 36.41%，房地产 33.78%，产业园区服务 17.73%，产业园区销售 4.14%，产业投资 2.94%	重庆两江新区管理委员会	24两江产业 MTN001A 24两江产业 MTN001B 24两江产业 MTN002 (科创票据)	偿还金融机构借款及项目建设，股权投资形式用于科技创新领域，补充经营活动的流动资金
重庆发展投资有限公司	AAA	安保劳务业务 41.05%，人才市场服务 18.75%，资产租赁 12.76%，人力资源服务 5.56%，基金管理 2.57%	重庆市国有资产监督管理委员会	23重发 K1, 24重发 01	对参股公司股权投资，补充流动资金，偿还公司有息负债
重庆市江北区国有资产投资运营管理集团有限公司	AA ⁺	房屋租赁 32.07%，工作经费 15.46%，物业管理 8.78%，其他服务 7.9%，房屋销售 7.49%	重庆市江北区国有资产监督管理委员会	23江资 02	基金出资
重庆长寿投资发展集团有限公司	AA ⁺	贸易销售 42.99%，基础设施代建 28.16%，土地整治 12.27%，燃气销售 6.83%，其他 6.37%，安保 3.38%	重庆市长寿区国有资产监督管理委员会	23长寿 K2	通过债权形式支持园区内孵化的科技创新企业、产业园项目建设等科技创新领域，偿还有息负债

资料来源：联合资信根据公开信息整理

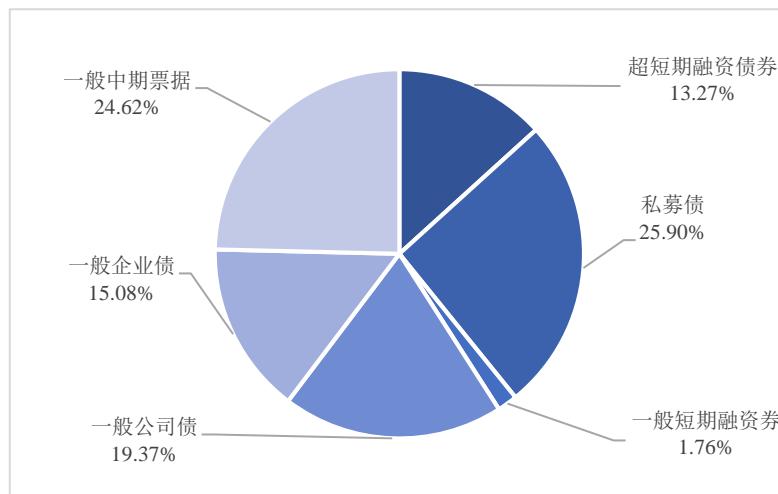
天津实现新增发债（均为银行间新增）的2家主体天津滨海新区建设投资集团有限公司和天津保税区投资控股集团有限公司，均为AAA主体，资产和收入体量较大，收入结构呈现出多元化和相对市场化的特征，城建类业务收入占比很小，但资产中仍沉淀了一定规模城建类业务形成的存货和其他应收款。从募集资金用途来看，天津2家新增发债主体新增债券均用于偿还公司银行贷款或非标借款，无项目建设或补流等其他用途。由此可见，目前并未对重点省份新增发债进行一刀切限制，评级较高、产业属性强的主体仍有机会实现新增发债，但仍需对存续债务体量进行控制。

3. 样本债券分析

本文样本新增债券主要分布在非重点省份，重点省份新增发行规模占比约为10%。浙江省和江苏省的企业债发行规模显著高于其他地区，多数企业债募集资金用途为项目建设相关，通常为项目建设和补充流动资金/营运资金相结合；银行间新增债券募集资金最主要用途为偿还债务（银行贷款及其他非债券类型的债务）；交易所新增债券在募集资金用途组合搭配上则更为灵活多样，单纯用于偿还债务的债券数量较银行间大幅减少，偿还债务同时部分资金用于其他方向的占据主流。

3.1 样本债券品种和区域概况

从债券品种来看，313 只样本债券中，私募债发行规模最大，达到 663.91 亿元，占比为 25.90%，中票发行规模为 631.05 亿元，占比为 24.62%；短融和超短融发行规模相对较小，合计占比为 15.03%。

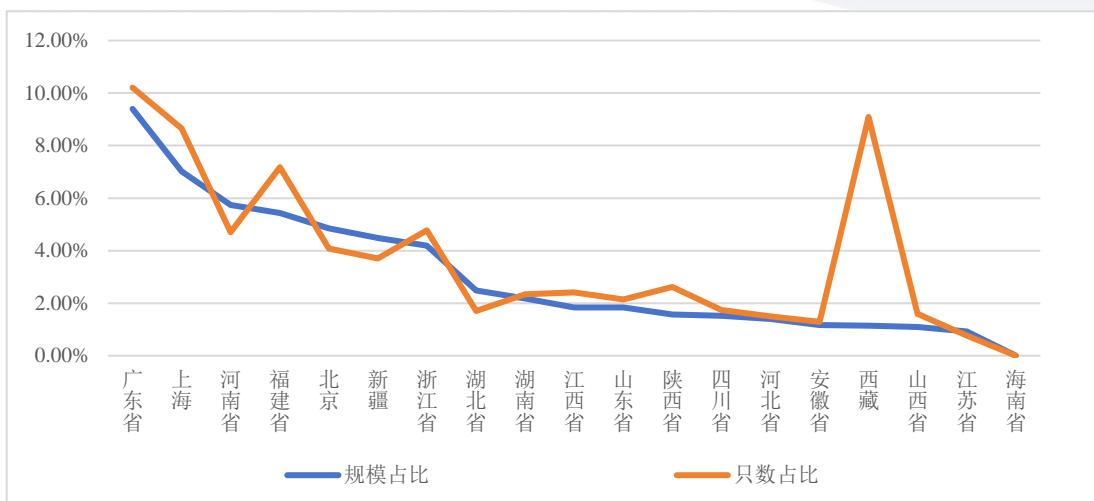


资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 7 • 样本债券品种分布情况

从区域来看，新增发行规模前五大省级行政区为广东、浙江、上海、北京和福建，均为经济实力很强、债务相对较轻的地区，合计发行规模为 1487.37 亿元，占比达 58.03%，表现出明显的头部效应。广东省新增规模遥遥领先，超过了第二和第三名之和，单省份发行规模占比达到了 21.07%，主要是受到深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁”）单个企业发行规模较大影响。剔除深圳地铁的影响后，广东省新增债项规模合计 277.20 亿元，仍位列第二，或与广东省率先实现隐债清零有关。

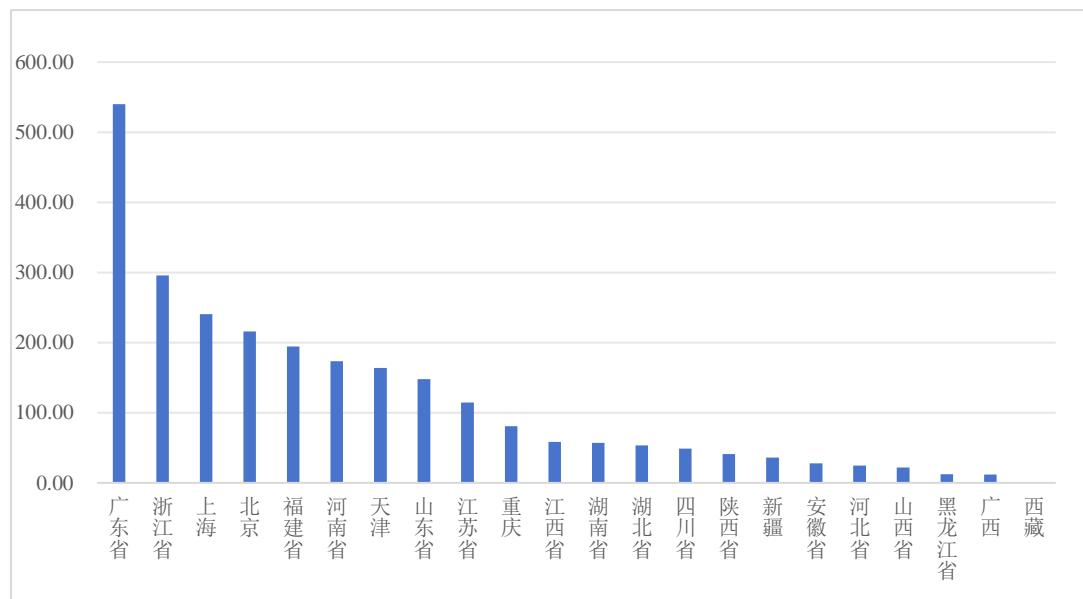
从新增用途债券发行规模和只数占比来看，广东、上海和北京等第一批启动“全域无隐性债务试点”工作的省份新增债券规模和只数占全省发行量的比重处于相对靠前位置。相较于其他省份，广东、上海和北京地方财政自平衡能力强，区域内城投企业不再受“隐债主体名单”的融资限制，突破借新还旧、实现新增发债的机会更大。同时，广东省新增发债用途比例更高，这些新增发债被精准地投向了基础设施建设、民生保障、科技创新等对经济社会发展有着关键推动作用的领域，为广东省的高质量发展持续注入强劲动力。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 8 • 样本新增债券规模和只数占比情况

从重点省份新增债券样本来看，天津、重庆、黑龙江和广西四个省份城投企业新增发行规模分别为 164.00 亿元、81.00 亿元、12.50 亿元和 12.00 亿元，合计规模占全部样本的 10.51%。

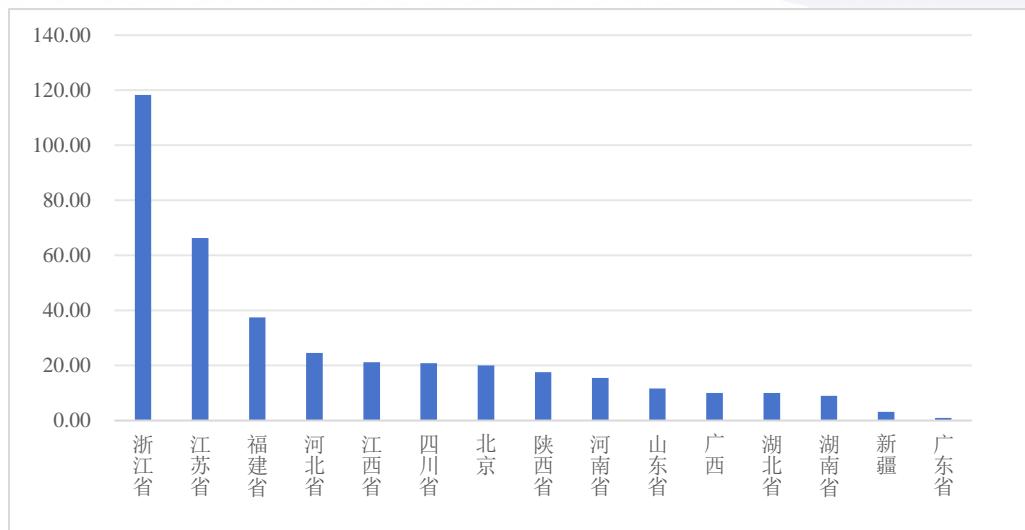


资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 9 • 样本债券区域分布情况（单位：亿元）

3.2 企业债发行情况

样本期间内，样本企业共发行企业债 386.52 亿元，占全部新增债券的 15.08%。分区域来看，浙江省和江苏省发行规模显著高于其他地区，合计发行规模为 184.58 亿元，占全部样本企业债的 47.75%。重点省份中，仅有广西实现了企业债新增发行，涉及主体为省级 AAA 企业，且具备强产业属性。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 10 • 新增企业债区域分布情况（单位：亿元）

从样本企业债用途来看，多数企业债募集资金用途仍为项目建设相关，通常为项目建设和补充流动资金/营运资金相结合，涉及项目建设的样本企业债规模合计 290.42 亿元，占比达 75.14%。涉及发放小微企业贷款的样本企业债规模合计 50.60 亿元，占比为 13.09%。样本期间内，仅用于补充流动资金、补充营运资金和基金投资的企业债各有 1 只，发行人为省级或地市级 AAA 企业。

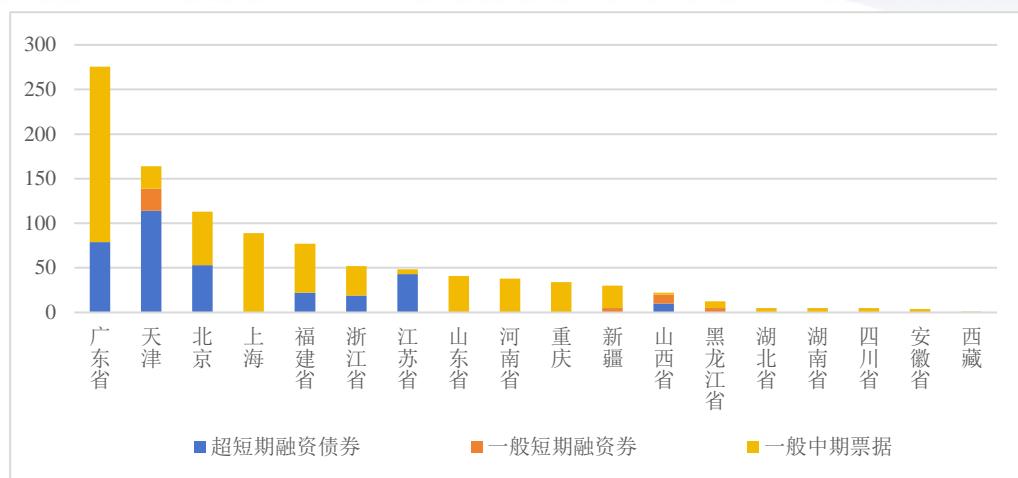
图表 11 • 新增企业债募集资金用途分布情况（单位：亿元）

用途分类	只数	发行金额
补充流动资金	1	15.50
补充营运资金	1	10.00
项目建设+补充流动资金	9	54.00
项目建设+补充营运资金	28	162.88
项目建设	12	73.54
补充营运资金+发放小微贷款	6	49.00
发放小微贷款	1	1.60
基金投资	1	20.00
合计	59	386.52

资料来源：联合资信根据公开信息整理

3.3 银行间新增债券样本

从银行间新增债券来看，中票为最主要债券类型，发行规模为 631.05 亿元，占城投企业银行间新增债券总额的 62.10%。银行间新增发行规模超过百亿的有广东、天津和北京，发行规模合计占到 54.37%。重点省份实现银行间新增发行的有天津、重庆和黑龙江，合计发行规模为 210.05 亿元。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 12 · 银行间样本新增债券品种分布情况（单位：亿元）

从用途来看，银行间样本新增债券募集资金用途主要包括偿还债务⁷、补充流动资金或营运资金、项目建设、投资支出（含股权投资和基金出资）等方向。其中偿还债务通常表述为“偿还有息债务”“偿还金融机构借款”“偿还银行贷款”“置换有息债务”等，多数债券募集资金仍有部分用于偿还银行间产品的本息。用于投资支出通常表述为“股权出资”“基金出资”“增资”“投资”“增加实缴资本”等。从规模和占比来看，偿还债务为最主要用途，发行规模合计占银行间样本新增债券总额的 60.59%；用于偿还债务同时部分资金用于其他方向的，规模合计 316.50 亿元，占比为 31.14%；用途不含偿还有息债务的，规模占比仅为 8.27%。

图表 13 · 银行间样本新增债券募集资金用途分布情况（单位：亿元）

用途	只数	金额
偿还债务	70	615.75
偿还债务+补充营运资金	25	234.20
偿还债务+补充流动资金	5	38.00
偿还债务+项目建设	5	24.50
偿还债务+投资	4	19.80
补充流动资金	2	20.00
补充流动资金+投资	1	10.00
补充营运资金	6	36.00
基金出资	1	4.00
项目建设	2	14.00
合计	121	1016.25

资料来源：联合资信根据公开信息整理

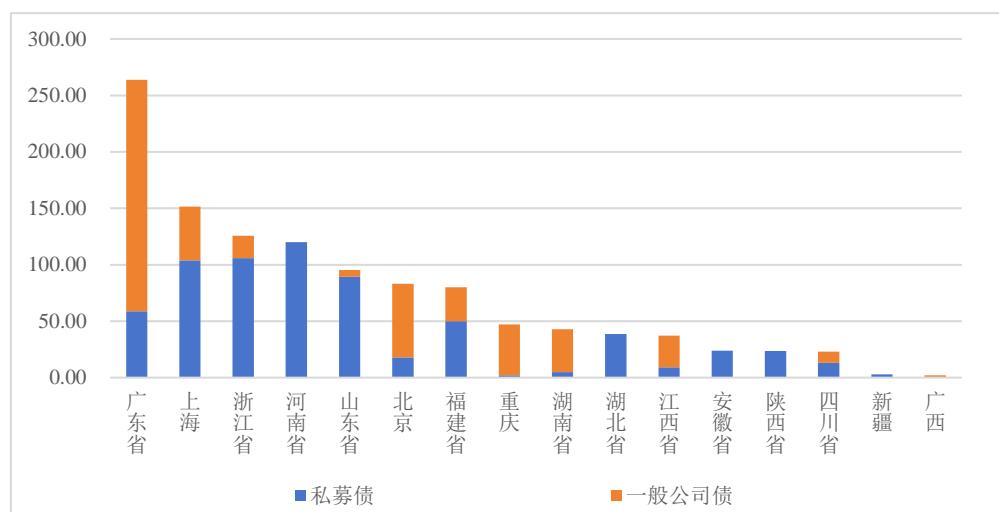
3.4 交易所新增债券样本

样本期间内，沪深交易所新增发行规模为 1160.52 亿元，其中上交所 741.56 亿元、深交所 418.96

⁷ 此处“偿还债务”指全部或部分募集资金用于偿还银行贷款及其他非债券类型的债务，未包含募集资金用途仅表述为“偿还有息债务”的债券，下同。

亿元。上交所新增发行债券以私募产品为主，共发行私募债 72 只，占上交所新增发行只数的 80.90%；深交所发行产品中公募产品占比相对较高，共发行一般公司债 29 只，占深交所新增发行只数的 65.91%。

分区域来看，广东省发行规模显著高于其他地区，合计发行规模为 263.70 亿元，占全部样本交易所新增债券的 22.72%。重点省份中，重庆和广西实现了交易所新增发行，涉及主体个数分别为 2 家和 1 家。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 14 • 交易所样本新增债券品种分布情况（单位：亿元）

从募集资金用途来看，上交所样本新增债券募集资金用途仍主要包括偿还债务（债券/贷款）、补充流动资金或营运资金、项目建设、投资支出（含股权投资和基金支出）等方向，但单纯用于偿还债务的债券规模占比较银行间大幅减少，多数债券的募集资金用途都同时搭配了补充流动资金/营运资金、项目建设和投资，募集资金用途组合搭配上更为灵活多样。上交所样本新增债券中，用于偿还债务同时部分资金用于其他方向的，规模合计 536.86 亿元，占比为 72.40%；用途不含偿还债务的规模占比为 18.97%，较银行间高 10.70 个百分点。

图表 15 • 上交所样本新增债券募集资金用途分布情况（单位：亿元）

用途	只数	金额
偿还债务	8	64.00
偿还债务+补充流动资金	24	250.51
偿还债务+补充流动资金+投资	8	67.00
偿还债务+补充流动资金+项目建设	2	20.00
偿还债务+补充流动资金+项目建设+投资	2	8.00
偿还债务+补充营运资金+项目建设	1	2.00
偿还债务+投资	14	109.00
偿还债务+项目建设	10	80.35
补充流动资金	2	10.00

补充流动资金+投资	1	5.00
补充流动资金+项目建设	2	18.00
投资	7	62.00
项目建设	7	41.70
支持中小微企业	1	4.00
总计	89	741.56

资料来源：联合资信根据公开信息整理

深交所新增债券的募集资金用途分布与上交所基本类似，仅用于偿还银行借款等有息债务的占比较小，偿还债务同时部分资金用于其他方向的占据主流，规模占比为 81.88%；募集资金用途不含偿还债务的发行规模占比为 9.79%，高于银行间但低于上交所。

图表 16 • 不同交易场所新增债券（不含企业债）募集资金用途分类情况

新增债券用途分类	银行间	上交所	深交所
仅用于偿还债务	60.59%	8.63%	8.33%
偿还债务+其他用途	31.14%	72.40%	81.88%
不含偿还债务	8.27%	18.97%	9.79%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

4. 新增发债城投主体特征

前述新增发债主体在股权结构及收入结构上呈现出多样化特征，通过简要梳理，本文将新增发债城投企业大致分为国有资本控股平台、产业整合平台、多元业务平台及城市运营平台四大类进行阐述分析。

4.1 国有资本控股平台

国有资本控股平台通常具有较复杂的组织结构且由母公司控股多个从事不同业务领域的专业子公司；子公司涵盖城市更新、能源、公用事业、城市服务等多个领域，从而形成综合性、多元化的业务体系。国有资本控股平台通常采取金字塔式股权结构，母公司作为顶层控股公司，直接或间接持有多个子公司的股份。在该股权结构下，母公司通过股权控制实现对子公司的管理和资源调配，形成协同效应。国有资本控股平台的收入结构通常较为复杂，母公司本身可能并不直接从事具体业务，通过子公司经营获得投资收益；子公司收入来源亦各不相同，如城市更新项目带来土地开发收益，能源项目产生电力销售收入，公用事业项目则通过收费获得稳定现金流。因此，这类集团的合并资产规模通常较大，但母公司本身的业务规模相对较小，往往不在隐性债务名单内。例如，福州国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“福州国资”）获取了多家市级国资公司的少数股权，包括福州地铁集团有限公司、福州市规划设计研究院集团有限公司、福州市人才发展集团有限公司、福州古厝集团有限公司、福州左海控股集团有限公司、福州水务集团有限公司、福州招商集团有限公司等。随着上述市级国资公司持续运营发展，福州国资以权益法计量的长期股权投资规模实现增

长，同时也形成了一定规模投资收益，已成为营业利润的重要支撑。截至 2023 年底，福州国资长期股权科目内投资企业 21 家，长期股权投资科目余额 563.47 亿元；2023 年，福州国资实现投资净收益 5.78 亿元，占当期利润总额的 70.17%。

4.2 产业整合平台

产业整合平台通常背靠优势园区或区域，专注于特定产业的投资和发展。产业整合平台的股权结构相对简单，通常由地方政府或其下属的国有资产管理部门控股。产业整合平台聚焦区域产业发展重点方向，整合土地、资金及政企关系等禀赋优势，通过收并购等方式导入资金密集型、智力密集型产业，收入来源主要包括产业投资回报、租金收入等。由于专注于特定产业的发展，平台能够形成较为稳定的收入来源。因此，这类平台在融资方面通常能够获得较好的条件，如较低的融资成本、较长的融资期限等。例如，新乡国有资本运营集团有限公司（以下简称“新乡国资集团”）在前期的组建过程中，对新乡市县资源进行了大量的整合，包括：（1）对全域 600 余家国资国企进行筛选，通过合并重组最终整合为一级子公司 36 家，二级子公司近 400 家的国有资本运营集团；（2）引入化工/医药上市公司资源，通过一级子公司新乡白鹭投资集团有限公司分别对新乡化纤（000949.SZ）和双鹭药业（002038.SZ）持股 30.17% 和 15.55%。面对大规模整合后二级板块和平台公司布局分散、业务同质化等问题，新乡国资集团根据企业属性和发展方向对各类资产和业务进行专业化整合，一方面搭建了“总部控全局、二级板块管资产、三级单元管经营”的管理架构，较为清晰地落实了各业务条线的权属职责；另一方面在传统城投类业务的基础上重点拓展产业类业务，最终确定了化纤、基础设施建设、贸易、工程施工等为主的主营业务构成，覆盖城市发展、金融控股、乡村振兴、交通水利、数智科技、医药化工、文化旅游、矿产建材八大核心业务板块。

4.3 多元业务平台

多元业务平台在保留政府城建类业务的同时，积极开展市场化转型，形成了多元化的收入结构，通常由政府或其下属的城投集团控股。此外，部分平台还通过引入社会资本、进行混合所有制改革等方式优化股权结构，提高市场竞争力。这类平台的收入结构较为丰富，除了传统的政府城建类业务收入外，还包括产品销售、工程施工、资产租赁、金融服务、商业地产等多种类型的其他收入。这些收入不仅为平台提供了稳定的现金流，还降低了对政府补贴的依赖程度。通过市场化转型和业务拓展，平台实现了收入来源的多元化和风险分散化。例如，瑞金市国控建设投资有限公司（以下简称“瑞金国控”）积极拓展业务领域与范围，形成了多元化的业务布局，不仅继续深耕城乡基础和公共设施的投资建设和运营，还逐步涉足工程项目的代建、土地开发与整理、工程咨询与工程机械设备租赁等领域。此外，瑞金国控还积极开拓实业与股权投资、仓储物流服务、光伏发电、建筑材料与农副产品销售等新业务板块。在多元化业务布局的过程中，瑞金国控注重优化资源配置与整合，通过内部资源整合，将不同业务板块之间的资源进行有效调配，提高了资源利用效率。同时，瑞金国控还积极寻求外部合作机会，与上下游产业链企业建立战略合作关系，共同开拓市场，实现资源共享和优势互补。

4.4 城市运营平台

城市运营平台通常从事产业园区运营、水务、燃气、公共交通等民生领域的运营和服务，股权结构普遍较为简单，由政府或其下属的公用事业管理部门控股。此种股权结构确保了平台在运营过程中的稳定性和可靠性，有利于保障民生服务供给。公用事业类运营企业在运营过程中通常需要大量的资金投入用于基础设施建设、设备更新和技术改造等方面，其收入主要来源于用户收费和政府补贴，如水务企业通过收取水费获得收入，燃气企业通过销售燃气获得收益，公共交通企业则通过票价收入维持运营。此外，部分平台还可能通过广告收入、资产租赁等方式增加收入来源，相关收入通常具有稳定性和可持续性。例如，珠海联港投资控股集团有限公司（以下简称“联港集团”）形成了以集团公司为核心管控，以城市建设、城市管理、城市资源三大板块为业务依托，多元发展的“1+3+N”战略布局，涵盖了土地一级开发、房屋工程、市政工程、水务工程代建、市政设施管理、商业综合体管理服务等多个领域。这些子公司的快速发展和业务拓展，为联港集团的市场化转型提供了有力支撑。

三、总结与展望

自 2014 年起，城投企业历经两轮严监管周期，不断探索化债策略与可持续发展路径。2023 年 7 月，中央提出“一揽子化债方案”，随后密集出台多项政策，涵盖财政、金融及监管手段。2024 年以来，政策进一步细化和补充，采取差异化管理策略，对地方国有企业进行分类，并针对不同类型制定差异化融资政策。其中，债券融资受限明显，城投企业债务规模增长得到控制，城投债融资以借新还旧为主。交易商协会和交易所两大市场对城投企业新增发行债券的审核标准主要围绕城投企业类型、是否纳入城投平台名单及是否处于重点省份或区域三个维度。近一年来，在政策加码和市场倒逼下，城投企业加快市场化转型和产业类平台搭建，以满足退平台政策要求和突破借新还旧限制，实现债券市场新增融资。

在严格的监管框架下，仍有部分城投或产投企业实现了新增发债。新增发债主体呈现多样化特征，包括国有资本控股平台、产业整合平台、多元业务平台及城市运营平台等。从样本分析来看，新增发债企业主要分布在非重点省份，广东省新增发债规模领先，债券品种以私募债、中票等为主。浙江、江苏等地企业债发行规模也较为突出。同时，部分重点省份的城投或产投企业，尽管面临更为严格的监管，但凭借较强的产业属性，仍有机会实现新增发债。

未来，城投企业仍需面对严格的监管环境和复杂的市场环境。一方面，中央层面将继续加强地方政府债务管理，推动建立防范化解地方债务风险的长效机制，城投企业在新增发债方面仍将受到严格限制，需更加注重债务风险管理，合理规划债务结构，避免过度负债。另一方面，城投企业应加快市场化转型步伐，响应政策号召，通过资产股权整合等方式，优化企业资源配置；同步拓展业务领域，形成多元化收入结构，降低对政府补贴的依赖，增强自身的盈利能力和抗风险能力。预计未来随着各地区化债进程推进并逐步实现隐债清零，以及城投企业转型升级程度加深，将更有利

地方国有企业拓展融资路径，带动区域产业和经济高质量发展。

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。