

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

城投转型观察—实现新增发债 企业分析

联合资信 公用评级三部 | 马颖 王昀千



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、引言

2023年7月中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，之后相关政策密集出台，城投企业债券融资以借新还旧为主，新增融资持续处于收紧状态。特别是2023年9月以来名单制管理下，城投企业新增债券难度明显加大，除企业债及贴标债券外，城投企业发行债券的用途基本上限制为借新还旧。山东、浙江等地纷纷组建地方产业平台。

本文筛选出通过资产重组和城投企业市场化转型实现新增发债的样本企业¹，通过研究其资产重组的方式和转型的路径，结合评级实践，提出该类主体可能存在的风险点，以期为投资人提供参考。

二、新增发债企业分析

观测期内实现新增发债的样本企业共31家，其中25家通过资产重组和股权划转方式打造形成并实现债券新增，其余6家为城投企业通过产业化转型方式实现新增。

（一）区域及行政级别分布

实现新增发债的样本企业主要位于经济发达的省市，地市级主体和区县级主体数量接近，但区域上呈现分化。

从所处区域来看，本次新增发债的样本企业位于全国11个省、自治区、直辖市（以下简称“省份”），其中发行主体数量排名靠前的省份包括山东省（6家）、浙江省（6家）、湖北省（4家）和广东省（4家）。

山东省在组建地方产业平台中表现较为活跃，其6家样本企业均系新组建形成，且多数同时开展城建类业务。浙江省区县经济发达，拥有众多的开发区资源，其样本企业主要为杭州、宁波和嘉兴的区县级和园区级企业。湖北省4家样本企业则均为新组建的产业平台，以地市级主体为主。广东省则以区县级新组建的产业平台为主。

从行政级别来看，省级和园区级企业较少，地市级和区县级企业整体数量接近，但区域上呈现分化，地市级主体主要位于河南省和湖北省等省份，区县级主体则主要分布在山东省、浙江省和广东省等区县经济实力强的省份。

¹ 实现新增发债是指2023年10月至2025年2月期间从合并报表口径实现新增发债，不包括借新还旧和母公司发债偿还子公司债券，同时剔除了城投企业发行的企业债或贴标债券；样本筛选时剔除了传统的工商企业、股权投资企业、金融控股企业、水务及燃气供应等公用事业企业、收费公路企业、轨道交通企业

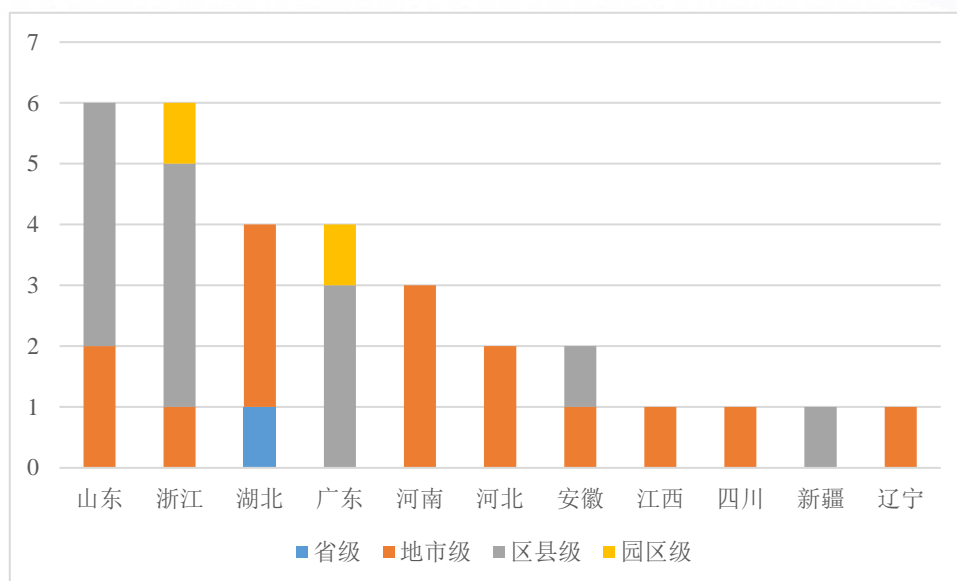


图 2.1 实现新增发债的样本企业所在区域及行政级别分布

注：样本企业的行政级别综合考虑其股权结构、实际控制人、业务区域范围、主要对手方及政府支持等加以确定
资料来源：联合资信整理

（二）以资产重组方式新打造的样本企业分析

城投企业积极打造产业类主体，资产规模不大但质量较为优质，业务以产业园投资运营、收费路桥运营、资产租赁、工程施工和房地产开发等为主。

本次样本中通过资产重组和股权划转方式组建的企业共 25 家，主体级别为 AA、AA⁺和 AAA 的分别约占 28%、64%和 8%，资产规模相对不大，债务负担相对较轻，且业务市场化程度较高。

从区域及行政级别分布看，新组建的样本企业以山东省、广东省、浙江省等省份的区县级主体和湖北省、山东省、河南省等省份的地市级主体为主。

从新增债券品种看，泰安市泰山产业发展投资集团有限公司以及黄石市城投企业组建的 2 家产业类子公司黄石产投控股集团有限公司（以下简称“黄石产投”）和黄石市新城产业投资集团有限公司（以下简称“黄石新城”）等同时获得银行间及交易所新增，寿光市金旭产业发展集团有限公司（以下简称“寿光金旭”）、东营市国有资本投资集团有限公司（以下简称“东营国投”）、湖北长江产业载体运营管理有限公司、任丘市经发产业投资集团有限公司（以下简称“任丘经发”）和克拉玛依市独山子区天鼎投资集团有限责任公司（以下简称“天鼎投资”）等获得银行间新增，其余主要获得交易所新增，且均为私募公司债。

从新组建样本企业的职能定位来看，下表列举了较为常见的职能定位及主要业务、主要资产。

表 2-1 新组建样本企业通常采用的职能定位及主要业务、主要资产

职能定位分类	主要业务	主要资产
产业投资运营主体	市场化产品的生产销售、资产租赁、对外股权投资及基金投资、类金融业务等	固定资产（生产销售对应的设备及房屋建筑物）、投资性房地产（出租物业）、股权类资产等
国有资产运营主体	资产租赁、景区运营、酒店运营、工程施工、对外股权投资及基金投资等	投资性房地产（出租物业）、固定资产、无形资产、股权类资产等
城市综合服务商	供水服务、污水处理、燃气供应、资产租赁、物业管理、安保服务、人才服务、肉品屠宰销售及加工、粮油收储等	固定资产（水库及管网等）、投资性房地产（出租物业）等
园区开发运营主体	园区内的产业园投资建设运营、物业管理等	存货、投资性房地产和在建工程等

资料来源：联合资信整理

需要关注的是，上海证券交易所于 2025 年 3 月 28 日修订《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》（以下简称“3 号指引”），3 号指引要求业务较为多元分散，最近一年不存在营业收入和毛利润比重均超过 30% 的业务板块的发行人披露其各业务板块协同性、对各业务实际控制以及多元化经营的影响等情况。因此，需关注新组建主体的主营业务定位是否明确，是否存在业务过度分散、无法实现有效协同等情况。

经过对新组建样本企业进行研究并结合评级实践来看，组建方式主要分为地方政府统筹区域内资源打造形成和城投企业内部打造产业类子公司两种。

表 2-2 组建方式分类及其优劣势

组建方式分类	组建特点	优势	劣势	主要案例
方式一	<ul style="list-style-type: none"> 地方政府将区域内国有企业股权及资产注入拟新组建主体 	<ul style="list-style-type: none"> 由政府层面进行主导，可获得相对较多的资产注入 	<ul style="list-style-type: none"> 若拟注入资产涉及资本市场内的资源资产，资产无偿划出或会对相关发债主体产生不利影响 若拟注入资产为特许经营权等资产，该类资产可能难以在短期内变现或产生收益，或产生的收益有限，甚至部分业务呈亏损状态 若拟注入资产为规模较大的参股的股权资产，可能会导致利润对投资收益依赖较大 	寿光金旭、海盐产投、东营国投等
方式二	<ul style="list-style-type: none"> 城投企业将其持有的多家子公司股权及经营性资产注入拟组建的产业类子公司 	<ul style="list-style-type: none"> 由于仍在城投企业并表范围内，对其主营业务及财务数据影响不大 	<ul style="list-style-type: none"> 由于是在城投企业的主导及并表下，新组建的产业类子公司在申报债券时可能会受到监管机构对城投企业融资政策的影响 	经开产业园公司、黄石产投、黄石新城等

注：上表中海盐产投全称为海盐县国有产业投资集团有限公司，经开产业园公司全称为海宁经开产业园区开发建设有限公司

资料来源：联合资信整理

方式一下由地方政府统筹资源打造的样本企业共 11 家。其中，寿光金旭定位为寿光市重要的产业投资运营主体，寿光市政府将其持有的发债企业山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司（以下简称“寿光金鑫”）以及寿光市市属企业持有的潍坊含羞草护理科技股份有限公司（以下简称“含羞草公司”）、寿光市富源盐业有限公司、

寿光市教育发展集团有限公司、寿光市光发电力有限公司等多家企业股权无偿划入寿光金旭。寿光金鑫是山东省寿光市重要的国有资本投资运营主体之一，承担了寿光市部分基础设施建设和棚户区改造等职能，并拥有 2 家生产销售钢管及能源装备的上市公司，可为寿光金旭贡献市场化收入。而含羞草公司（主要负责医疗卫生用品生产销售）等企业则主要提供利润贡献。

表 2-3 寿光金旭组建情况

组建过程中的重要事件及关键节点	政府/股东关于划入企业的安排	是否涉及尚未进入资本市场的股权或资产	组建过程中获得的其他政府/股东支持
<ul style="list-style-type: none"> ● 2023 年 5 月股权上划至政府，并获得增资 ● 2023 年 12 月，寿光市政府将多家企业股权无偿划入寿光金旭 	将寿光金鑫等多家企业 100% 股权无偿划转至寿光金旭，其中寿光金鑫资产、权益、收入及净利润分别占寿光金旭的 89%、82%、91% 和 8%（以 2023 年数据测算）	是，包括含羞草公司、寿光市富源盐业有限公司、寿光市教育发展集团有限公司、寿光市光发电力有限公司等	<ul style="list-style-type: none"> ● 政府授权寿光金旭开展寿光市内的医疗、教育等相关业务 ● 2024 年 5 月寿光金旭收到政府注入的 7 亿元货币资金

资料来源：联合资信整理

方式二下由城投企业内部打造形成的产业类子公司共 14 家，其资产规模不大，产业类资产占比较高，业务以产业园投资运营、收费路桥运营、资产租赁、工程施工、房地产开发等为主。下表列示了部分城投企业新组建的产业类子公司的相关情况，一定程度上为城投企业组建产业类子公司提供参考。

表 2-4 部分城投企业新组建的实现新增发债的产业类子公司情况（单位：亿元）

企业简称	资产总额	主要的产业类资产	资产负债率	营业总收入	主要收入构成	控股股东名称	控股股东				
							资产总额	城建类资产占比	营业总收入	城建类收入占比	政府补助占净利润的比重
经开产业园公司	107.86	投资性房地产及在建工程（主要为产业园资产）约占 55%、股权类资产约占 21%	48.80%	7.24	贸易占 68%	海宁市尖山新区开发有限公司	553.27	32%	12.59	34%	102%
					租赁占 19%						
					物业管理占 5%						
					殡葬业务占 5%						
餐饮占 3%											
黄石产投	209.58	高速公路收费权约占 51%，渣土经营权、墓地经营权、水域滩涂养殖权、仙牛山矿权、加油站收费权合计约占 16%，房地产开发项目成本及土地资产约占 9%，投资性房地产（主要为出租物业）约占 8%	61.35%	14.39	交通物流和汽车服务占 68%，包括交通建设材料供应（占 49%）、公路通行收费（占 2.7%）、汽车销售及维修服务（占 16%）、加油服务（占 0.5%）	黄石市东楚投资集团有限公司	824.27	38%	31.51	33%	133%
					地产开发和物业运营占 22%，包括商品房销售（占 3%）、园林花木（占 13%）、物业租赁及管理						
					渔业养殖冷链占 5%，主要为水产品养殖销售和电子批发、生鲜零售业务						
黄石新城	155.16	存货约占 48%（主要为商品房及工程施工项目成本）、在建工程约占 12%、无形资产约占 7%	42.53%	25.46	贸易业务等占 41%	黄石市城市发展投资集团有限公司	1625.11	29%	87.32	26%	124%
					工程施工占 20%						
					商品房销售占 18%						
					平安城市运营服务占 8%						
					物流服务占 6%						
材料销售占 6%											
青岛	225.19	存货占 11%（主要为房地	57.67%	37.58	大宗商品现货贸易（主要为钢材、汽	青岛金	421.15	25%	39.94	3%	2%

企业简称	资产总额	主要的产业类资产	资产负债率	营业总收入	主要收入构成	控股股东					
						控股股东名称	资产总额	城建类资产占比	营业总收入	城建类收入占比	政府补助占净利润的比重
金水		产开发项目成本)、投资性房地产占 51% (主要为持有的购物中心、人才公寓等)、固定资产占 7%、股权投资占 5%			车和煤炭等的贸易) 占 83% 房屋销售占 11% 酒店业务占 3%	水控股集团有限公司					
宜昌城运	124.64	股权类资产约占 24%、固定资产 (主要为宜昌长江公路大桥、水厂和污水处理厂等) 占 13.5%、在建工程占 13.2%	50.69%	81.04	产品销售 (物资贸易) 占 88% 大桥通行费占 3% 物业管理占 2% 城市水务占 1.7%	宜昌城市发展投资集团有限公司	1406.81	14%	152.15	7%	123%
周口市政	121.42	存货占 30%、投资性房地产 (房屋建筑物) 占 32%、固定资产 (自有的房屋建筑物及客运车辆等) 占 7%、其他非流动资产占 13%	34.41%	2.49	食品粮油销售占 30% 客运运输占 22% 商品贸易占 13% 物业租赁占 9% 酒店管理占 8%	周口市投资集团有限公司	1263.24	21%	35.70	46%	836%
信阳创新	101.52	存货占 33%、投资性房地产 (主要为圣德医院部分房屋建筑物) 占 31%、固定资产占 6%	46.53%	4.37	医疗健康 (医院托管服务、养老服务、医疗检测等) 占 65% 绿色建材 (混凝土销售等) 占 18% 健康管理及咨询服务占 6% 商贸服务占 4%	信阳建投投资集团有限公司	531.42	14%	17.10	8%	112%
任丘经发	46.71	股权及基金类资产约占 46%、固定资产占 12%、在建工程占 6%	31.89%	6.10	工程施工占 49% 水务占 28% 园区开发占 22%	任丘市建设投资集团有限公司	153.64	/	9.50	/	429%
天鼎投资	131.44	用于石化产品生产的机器及房屋建筑物占 35%、股权投资类资产占 9% (主要被投资单位包括中国石油集团工程股份有限公司、昆仑银行股份有限公司)	62.30%	49.26	石化产品生产销售占 88% 工程施工占 5% 劳务及安保占 3% 房屋销售占 2% 公用事业 (供水供暖) 占 2%	克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司	625.64	3%	123.56	0%	35%

注：1. 青岛金水全称为青岛金水嘉禾实业有限公司，周口市政全称为周口市政源科创产业发展集团有限公司，信阳创新全称为信阳创新产业集团有限公司；2. 上表中城建类资产及收入仅包括基础设施代建、土地开发整理、保障房建设等传统城投类业务形成的资产或收入，其中资产是指该类传统城投类业务所形成的应收类款项、预付款项及存货、在建工程、其他非流动资产等科目未结算的成本，城建类资产及收入占比均为估计值，与实际情况可能存在差异，下同；3. 上表中财务数据及收入、资产构成均为 2023 年（底）；4. 部分资料未获取，以“/”表示资料来源：联合资信整理

（三）通过转型实现新增的路径分析

本次样本中，城投企业通过转型实现新增债券融资的共有 6 家，可以概括为：首先，通过陆续剥离开展城建类业务的下属子公司或减少新承接城建类项目，以降低城建类业务规模；调整城建类业务收入确认方式，降低城建类业务收入占比。其次，通过政府划入或收购市场化业务，不断调整业务布局。

表 2-5 新增路径梳理

企业简称	降低城建类业务规模	完善业务布局	职能定位调整
嘉兴	● 2020 年 9 月通过其他股东增资方式剥	● 2023 年 7 月，嘉兴市政府将嘉兴市	● 未调整，仍是嘉兴

企业简称	降低城建类业务规模	完善业务布局	职能定位调整
产业	离从事秀洲区基础设施建设业务的子公司（嘉兴市秀洲区开发建设有限公司） <ul style="list-style-type: none"> ● 2022年8月将从事南湖区基础设施建设的子公司（嘉兴市南湖国有资产投资集团有限公司）划转至政府 ● 2021年起按净额法确认代建管理费收入 	实业资产投资集团有限公司100%股权等划入嘉兴产业，嘉兴产业新增纸制品制造销售业务	市重要的基础设施建设及国有资产经营主体
大连城投	<ul style="list-style-type: none"> ● 2023年4月，无偿划出从事公交业务的子公司（大连公交客运集团有限公司） ● 2023年4月，无偿划出从事填海造地工程项目的子公司（大连空港建设发展有限公司） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022年8月和11月，大连市国资委分别将大连市城乡建设投资集团有限公司100%股权和大连保安有限公司100%股权无偿划转至大连城投，大连城投新增工程施工、保障类房地产销售业务、租赁服务、保安服务 ● 2023年2月，大连市国土空间规划设计有限公司100%股权无偿划转至大连城投 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022年12月，由大连市的基础设施项目投融资主体和国有资产运营主体调整为大连市城市投资运营商
拱墅国投	<ul style="list-style-type: none"> ● 现有的土地整理及基础设施代建项目主要为存量项目，2021年区划调整后，未承接新的土地整理项目 ● 按净额法确认管理费收入 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019年10月收购上市公司润达医疗20.02%股权，并获得部分股东授权行使表决权，合计持有27%的表决权，成为润达医疗控股股东，将其纳入合并范围，进而新增体外诊断产品流通、制造及服务 ● 2021年起完全退出贸易类业务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 未调整，仍是杭州市拱墅区重要的产业投资和资产运营主体

注：嘉兴产业全称为嘉兴市产业发展集团有限公司，大连城投全称为大连市城市建设投资集团有限公司，拱墅国投全称为杭州市拱墅区国有投资集团有限公司

资料来源：联合资信整理

在政策导向和城投企业自身求生存的双重压力下，城投企业不断加快市场化和产业化转型的步伐。需关注是否盲目涉足纯贸易业务及不具备明显商业实质的业务。此外，3号指引对报告期内新增开展贸易业务，或贸易收入在营业收入中的占比达到30%的发行人的披露事项做了具体规定，因此需关注城投企业在开展贸易业务时是否具备真实的交易背景和符合相关规定。

三、主要风险关注

通过对样本企业进行分析，并结合评级实践，通过资产重组和市场化转型实现债券新增融资的样本企业可能存在以下风险点：

市场化业务风险相对较高。部分样本企业所从事的业务通常包括市场化产品的生产销售、资产租赁、工程施工、产业投资等，均面临相对较高的风险，易受外部环境变化、产业链供需调整、交易对手方信用变化等的影响。

部分业务不具备明显的商业实质。为了扩大收入规模和提高盈利能力，部分样本企业可能通过与区域内企业签署租赁协议或委托运营协议，将自身拥有的特许经营权资产对外出租给区域内企业，以获取租金收入。通过对承租方当前业务及未来发展规划的了解，若均不涉及对该项特许经营权资产的使用，该种情况下，其租赁业务可能不具备明显的商业实质。

以收购方式获得的市场化业务可能面临特定风险。部分企业可能会通过收购民营企业或上市公司以扩大自身实体化运营和产业化收入的规模，收购的股权比例可能较低，或通过表决权委托等方式并表，此种情况下被收购后民营企业或上市公司的董事会虽进行改组，但一般管理团队及主要员工保持不变，企业对其的实际管控能力可能受限，且面临控制权变更风险。其次，企业所收购的该类企业所生产制造的产品通常处于充分的市场竞争中，市场化业务的经营风险将上升，相关子公司经营或面临亏损，进而给其利润带来不利影响。此外，企业本身可能不具备了解市场化业务所处行业的专业人员，无法对其战略决策提出建设性意见并进行实际把控，该类市场化业务亦面临较高的决策风险。

管理体制尚未理顺，对部分以划转方式取得的子公司无实际控制力。多数新组建的样本企业通过股权划转方式形成，其部分子公司可能仍由原股东进行实际管理，管理体制短时间无法与股权关系保持一致，样本企业亦无法对该类子公司的盈利及现金流进行有效统筹或调度。

划入资产收益实现周期较长，同时需关注划入的资产权证齐备情况。地方政府或股东将特许经营权等资产划入新组建的样本企业，以扩大其资产规模，但特许经营权资产从划入到产生收益可能尚需时日。与此同时，所划转的资产若尚未完全办妥权证，还需关注未办妥的原因和办理权证是否存在实质性障碍，警惕同一资产被多次划转的情况。

四、总结

实现新增发债的样本企业主要位于浙江省和山东省等经济发达的省市，其中资产重组方式实现新增的样本企业居多，所组建的企业业务以产业园投资运营、收费路桥运营、资产租赁、工程施工和房地产开发为主，需关注其可能存在的市场化风险相对较高、管理体制尚未理顺等风险点。

无论是地方政府统筹区域资源打造产业类主体、城投企业内部打造产业类子公司，亦或是城投企业自身进行的市场化和产业化转型，都可以视为城投企业转型的有益探索。在政策导向和城投企业自身求生存的双重压力下，城投企业不断加快转型的步伐，加速布局市场化业务，打造具有稳健现金流和盈利能力的造血机制。长期看，转型成功的城投企业可以依靠自身经营所得偿付债务，债务风险将有所缓释，但同时与地方政府的关系将可能发生变化。转型失败的城投企业可能面临出清风险。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。