



长周期下城投企业财务表现追踪 ——政策成效显著，加杠杆进程中断

联合资信 公用评级二部 谢 晨



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



一、引言

本文选取 2015—2024 年及 2025 年上半年财务数据完整的 1114 家样本城投企业，持续追踪其盈利能力、融资缺口、流动性压力、投资活动、杠杆水平等相关指标表现，发现样本城投企业指标表现与监管政策的变动之间存在显著关联，并依据监管力度的强弱进行动态调整，趋同和分化趋势并存。2015 年以来，样本城投企业盈利指标持续弱化，未来或进一步下探，需审慎举债经营；“控增化存”政策配套“压降+置换”组合拳，2024 年样本城投企业净融资额及融资率降幅明显；不同地区和信用级别的样本城投企业融资率和现金短期债务比均低位运行，表现趋同，短期内城投企业流动性压力难以有效缓解；不同地区和信用级别的样本城投企业转型发展的内生动力和难易程度呈现明显分化，转型过程需重视与当期产业发展之间互促；2024 年以来，样本城投企业全部债务增速已步入“低位企稳”通道；2024 年底样本城投企业杠杆水平首次下降，加杠杆进程中断，政策成效显著。

二、长周期下城投企业债务管理相关政策梳理

城投企业作为我国地方经济发展与公共服务供给体系中的特殊存在，诞生之初以“衔接政府投融资需求、助力区域基础设施建设与民生改善”为核心初衷。这类企业天然游走于“政府属性”与“市场属性”的交叉地带，一方面，其业务布局高度依赖地方政府规划，承担着道路桥梁、水利设施、产业园区等大量公益性或准公益性项目建设，是地方政府推动城镇化进程的“核心抓手”；另一方面，城投企业作为独立法人主体，其运营需遵循市场化规则，通过多元化融资渠道筹措资金，自主平衡项目投入与债务偿还，在政府信用的隐性支撑与市场化经营的刚性约束之间寻求平衡。

正是这一独特的定位，使得“债务管理”不仅关系到城投企业自身存续，更直接影响地方财政稳健性与区域金融安全，成为城投企业发展的“生命线”，同时也决定了监管政策必然将债务风险防控作为核心导向。整体看，从行业发展初期至今，监管部门出台的政策多以“规范债务融资行为、防范化解地方政府债务风险、引导城投企业健康转型”为核心主线，逐步形成了与宏观经济发展、行业发展、债务风险演变高度适配的动态监管体系。

图表 1 城投企业债务管理相关重点政策梳理

时间	重点政策主要内容
2010—2015 年	国务院发布了《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号），要求对地方政府融资平台进行清理整顿，控制新增债务，对存量债务进行分类管理。

	2014 年 10 月，国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），明确发行债券为地方政府融资的唯一途径，坚决制止地方政府违法违规举债。 2015 年 12 月，中央经济工作会议要求推进供给侧结构性改革，抓好“去产能”“去库存”“去杠杆”“降成本”和“补短板”五大任务。
2016—2018 年	2016 年，《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》明确了结构性去杠杆的任务，并提出去杠杆的有关途径，其中主要包括：兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构等。 2017 年，《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》进一步规范了融资平台公司融资管理、地方政府与社会资本方等合作行为及举债融资机制。 2018 年 3 月，《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》对重点金融企业参与地方政府、国有企业、政府融资平台以及 PPP 项目投融资行为提出明确要求，规范了地方政府及地方国有企业的投融资行为。 2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）针对金融机构资产管理业务进行了规范，打破了刚性兑付，消除抑制了多层嵌套和通道业务等。 2018 年 8 月，《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》对国有企业的资产负债率、负债水平提出明确的要求，同时要求国有企业子公司负债情况需纳入集团公司考核体系，并设立资产负债率基准线、预警线及重点监管线。 2018 年 10 月，国务院发布《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号文），明确了隐性债务的定义、风险管理及化解安排等。
2019—2022 年	2019 年 3 月，沪深交易所窗口指导意见对地方融资平台的甄别标准进行了修订，降低了地方融资平台发行公司债的申报条件，对于在六个月内到期的债务，以“借新还旧”为目的发行的公司债券，解除地方融资平台收入所属来自政府占比 50% 的上限限制。 2020 年 2 月，发改办财金〔2020〕111 号文件出台多项措施支持疫情地区和疫情防控企业的债券融资需求，允许企业发行债券偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款；受疫情影响严重的企业允许申请发行新的企业债券专项用于偿还 2020 年内即将到期的企业债券本金及利息。 2021 年 7 月，《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》明确打消财政兜底幻觉，严禁新增或虚假化解地方政府隐性债务；明确不得提供以预期土地出让收入作为企业偿债资金来源的融资；明确对承担地方政府隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动性贷款或流动资金贷款性质的融资，不得为其参与的专项债券项目提供配套融资。 2021 年 12 月，加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会提出针对防范化解地方政府隐性债务问题上，一是要完善常态化监测机制；二是要坚决遏制隐性债务增量，强化地方国有企业事业单位债务融资管控，严禁违规为地方政府变相举债；三是要稳妥化解隐性债务存量；四是要推动平台公司市场化转型，规范融资平台公司融资管理，严禁新设融资平台公司。
2023 年至今	2023 年 7 月，中央政治局会议明确指出“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 年 9 月，《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》（简称“35 号文”），此后一年里《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》（简称“47 号文”）、《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（简称“14 号文”）、“134 号文”“150 号文”和“226 号文”等化债文件及配套打补丁文件陆续出台。 2024 年 3 月，国务院防范化解地方债务风险工作视频会议提出妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险；要下更大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型。 2024 年 11 月，第十四届全国人大常委会第十二次会议批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，具体为增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000

亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

2025 年 1 月，“99 号文”明确重点省份的退出路径，同时对平台退出进度及退出平台之后的后续要求进行了详细说明。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、样本城投企业财务表现

（一）样本城投企业获取及分布情况

本文根据联合资信行业分类标准筛选 2015—2024 年及 2025 年半年度财务数据完整的城投企业，并剔除存在母子关系的重复性样本，最终获得样本城投企业 1114 家。

从样本城投企业的分布来看，城投企业数量排名前五的省级行政区域分别为江苏、浙江、四川、山东和湖南，以上 5 省城投企业的数量合计超全国总数的 50.00%，且 AAA、AA⁺城投企业数量也相对较多；而辽宁、吉林、黑龙江、宁夏、甘肃、内蒙古、青海、西藏和海南拥有城投企业数量均不足 10 家，且大部分为 AA 级别。

（二）样本城投企业指标表现¹

1、盈利能力

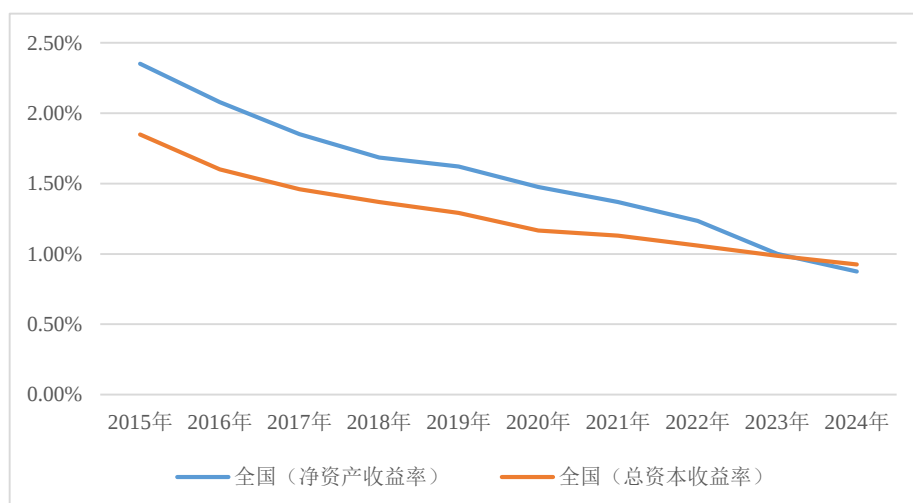
受经营性业务普遍投入产出偏弱、高额利息支出压力、平台整合后所有者权益和全部债务规模加速扩张等因素的综合影响，2015 年以来，样本城投企业净资产收益率及总资本收益率均持续下行，未来城投企业盈利指标或进一步弱化且需审慎举债经营。不同地区样本城投企业的净资产收益率和总资本收益率整体变动趋势相近；高信用级别的样本城投企业盈利能力指标表现更具韧性。

政策导向下，城投企业加速业务转型，依托自身资源禀赋和地方政府注入的各类资产拓展产品销售、房屋销售和租赁、工程施工及涉及特许经营权的相关经营性业务，虽能够一定程度上充实营业收入，但考虑到城投企业收入仍主要来自回报不高的公益性项目建设，获得的资产质量参差不齐，新增的经营性业务普遍行业门槛较低且偏向重资产投入，同时受高额利息支出拖累，尽管样本城投企业获得的补贴收入规模基本逐年上升，但样本城投企业净利润增速放缓后呈现下降的趋势。此外，2018 年以来，限制平台数量的政策陆续出台，平台整合的进程加快，部分城投企业规模迅速扩张，所有者权益和全部债务规模持续增长，愈发加速了盈利能力指标下行。整体看，城投企业整体盈利状况不佳。从财务表现看，2015—2024 年，样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均逐年下降，盈利能力指标表现持续弱化，2024 年下降至 2015 年以

¹ 本文针对盈利能力、融资缺口、流动性压力、投资活动、杠杆水平等方面的分析指标选取及含义详见附件 1。

来的最低点，分别为 0.87% 和 0.92%。2024 年，样本城投企业总资本收益率首次超过净资产收益率，由此可见，城投企业应审慎举债经营。考虑到城投企业传统代建类业务盈利水平有限，部分经营性业务盈利水平偏低，部分盈利水平较高的转型业务尚需一定培育周期且盈利表现可能滞后于业务增长，未来城投企业盈利指标或进一步下探。

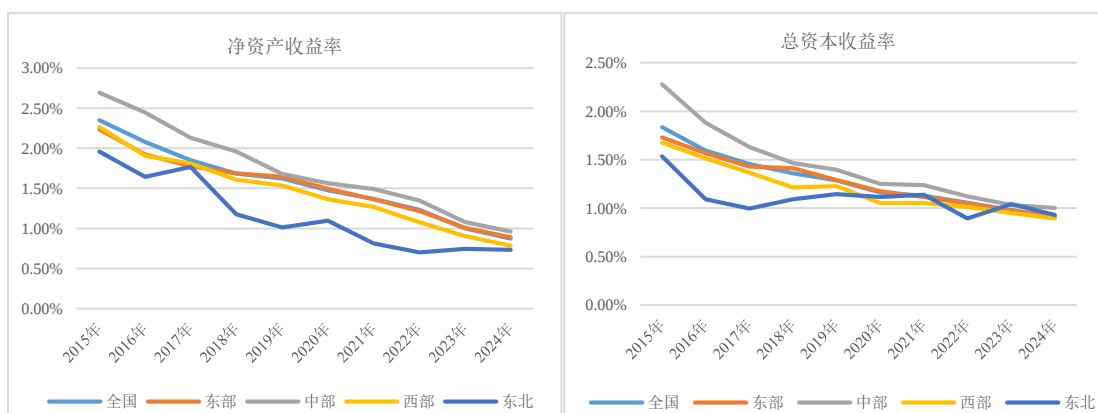
图表 2 全国样本城投企业净资产收益率和总资本收益率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2024 年，不同地区样本城投企业的净资产收益率和总资本收益率变动趋势相近，基本呈下降趋势。东北地区样本城投企业净资产收益率低于其他地区。

图表 3 全国各地区样本城投企业净资产收益率及总资本收益率情况



注：本文将全国 31 个省（直辖市及自治区）分为东部（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北（黑龙江、吉林、辽宁），下同

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015—2024 年，不同主体信用级别的样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均不同程度下降，且降幅与级别关联度高。其中，AA-级别的样本城投企业降幅最大；受城投行业特征影响，AAA 级别的样本城投企业利润规模相对其所有者权益、全部债务规模偏小，盈利能力指标普遍弱于 AA 和 AA 级别的样本城投企业，但在长周期中展现出更强的韧性，降幅最为平缓。

图表 4 全国各级别样本城投企业净资产收益率和总资本收益率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

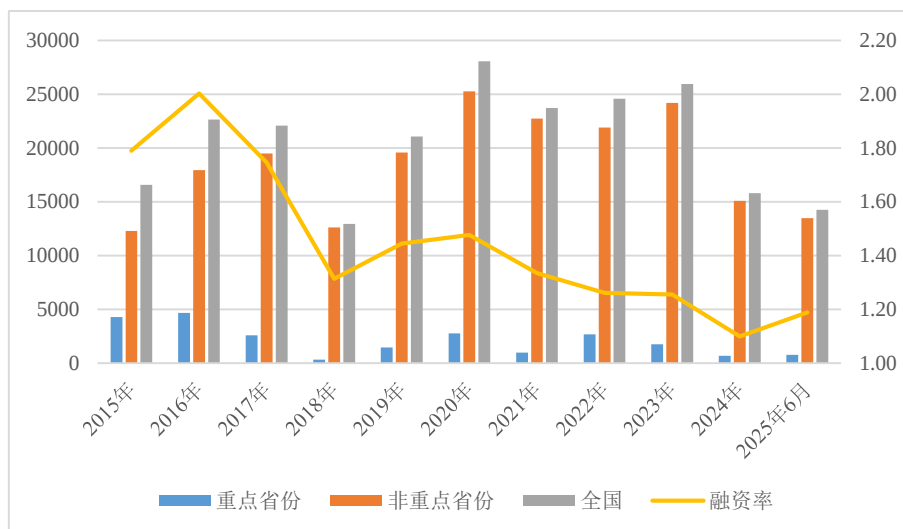
2、融资活动

监管政策调整对样本城投企业融资活动指标表现的影响显著，2018 年和 2024 年，强有力的化债政策使得样本城投企业新增融资空间被极大压缩。2024 年，化债政策高压下，各地区和信用级别的样本城投企业融资率低位运行，表现趋同。区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下指标韧性较强；所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业在监管政策趋紧时，外部融资难度上升，其中 2024 年 AA-级别样本城投企业净融资额首次转负。

受到“三去一降一补”、结构性去杠杆、资管新规及其他债务管理的监管政策加码等影响，2016—2018 年，城投企业融资难度明显上升，2018 年样本城投企业净融资额与融资率均降至 2015 年以来最低点，这一变化在重点省份表现得更为明显。2020 年，受不可抗力因素影响，基础设施建设投资再次成为拉动经济增长的动力，城投企业融资环境有所改善，样本城投企业净融资额达 2015 年以来最高点。2021 年，银保监会 15 号文发布，城投企业融资环境全面趋紧，样本城投企业净融资额较 2020 年下降。2024 年，“一揽子化债方案”进一步落实，“控增化存”政策配套“压降+置换”组合拳，样本城投企业净融资同比显著下降，相当于 2023 年的 60.85%；融资率降至 1.10 倍，系 2015 年以来最低值。2025 年上半年，样本城投企业净融资相当于 2024 年

的 90.25%，融资率较 2024 年小幅回升。

图表 5 全国样本城投企业净融资额及融资率（单位：亿元、倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2021 年，东部、中部和西部地区样本城投企业净融资额变动趋势与全国样本城投企业变动趋势大体一致。2022 年，西部地区样本城投企业净融资额增长主要系受到部分异常值扰动，剔除异常指标影响²后较 2021 年略有增长。

2023 年，经济实力强的江苏和浙江样本城投企业融资渠道有所拓宽，净融资额显著增长，达到 2015 年以来的最高点；中部地区样本城投企业净融资额同比下降 5.62%；同期，西部地区样本城投企业受到负面舆情及一系列化债政策出台后融资端受阻、项目投资放缓等因素的综合影响，净融资额同比下降 38.91%。

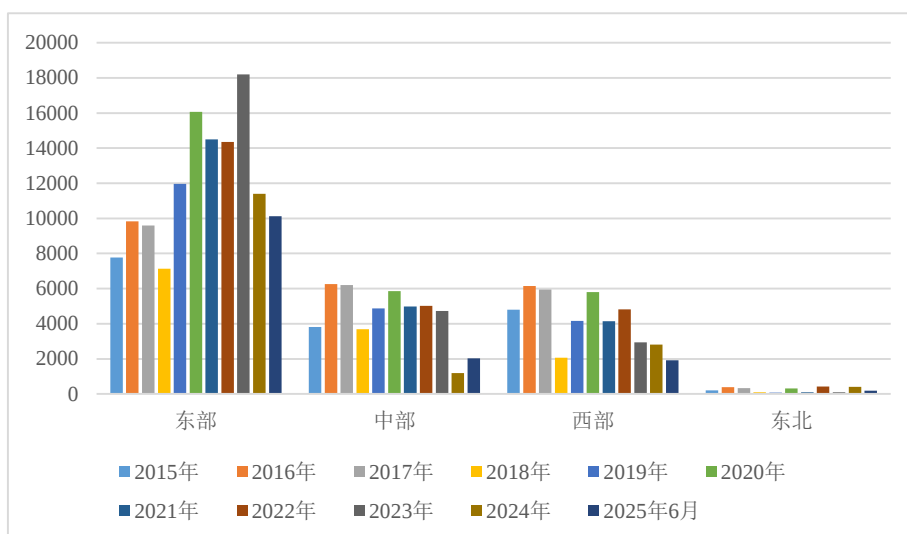
2024 年，东部、中部和西部样本城投企业净融资额较 2023 年不同程度下降，其中化债政策对东部和中部地区融资限制得以充分体现；西部地区融资受限已于 2023 年凸显，此后一揽子化债政策一定程度修复了西部地区融资环境，2024 年该地区样本城投企业净融资额同比降幅有限。

2015 年以来，东北地区样本城投企业净融资额远低于其他区域且波动较大。

2025 年 1—6 月，东部、中部和西部地区样本城投企业净融资额分别为 2024 年的 88.87%、171.94%和 67.84%。

² 2022 年，桂林市交通投资控股集团有限公司发行债券收到的现金 626.80 亿元，因会计处理问题其对应流出项当年计入支付其他与筹资活动有关的现金，使得当年西部区域净融资额（绝对值）大于实际值。

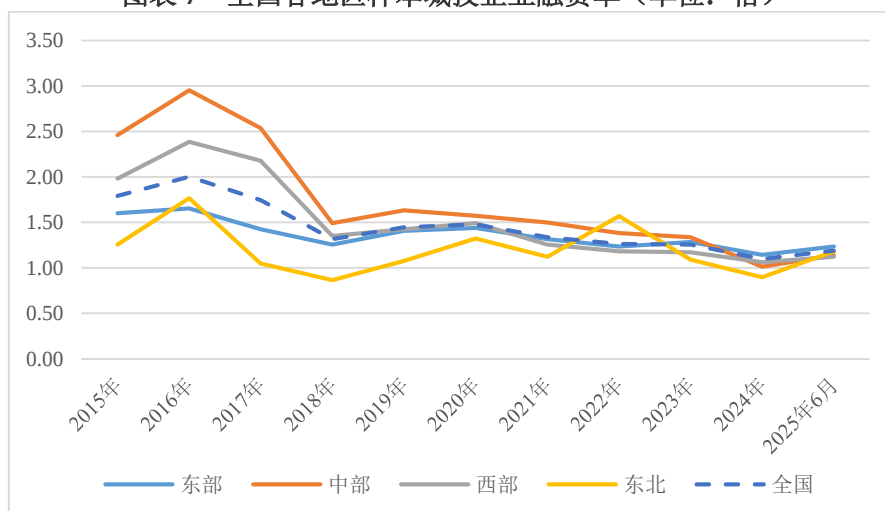
图表 6 各地区样本城投企业净融资额（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2024 年，各地区融资率以 2016 年和 2018 年为拐点，整体呈波动下降趋势。其中，东部地区样本城投企业融资率指标表现较为平稳；中部与西部地区样本城投企业早期净融入规模大，2018 年融资率快速下降，与全国样本指标趋同。2024 年，化债政策高压下，各地区样本城投企业融资率趋同，均在 1.15 倍以下。

图表 7 全国各地区样本城投企业融资率（单位：倍）



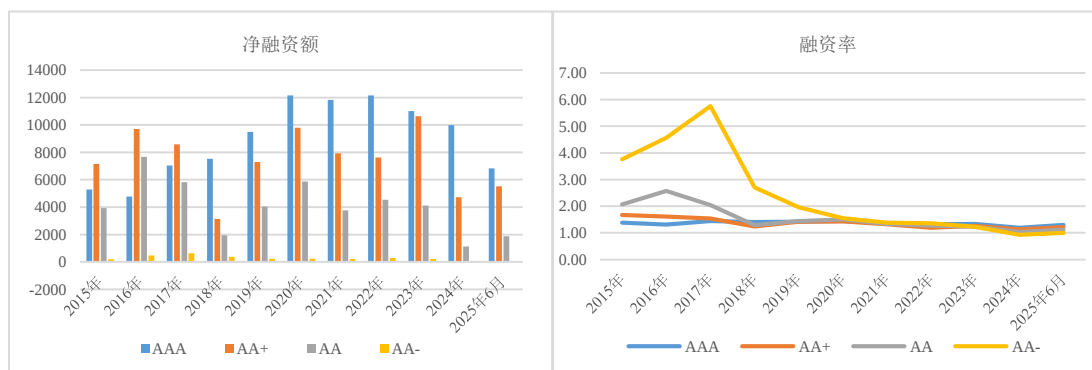
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2022 年，主体信用级别为 AA⁺及 AA 的样本城投企业净融资额变动趋势保持一致。2018 年，AA⁺及 AA 级别的样本城投企业净融资额降至 2015 年以来最低值；2021 年，银保监会 15 号文等强监管政策文件的发布对 AA⁺及 AA 级别的样本城

投企业融资影响较大，当年净融资额降幅明显。2023 年，AA 级别的样本城投企业净融资额略有下降，但 AA⁺主体在严监管环境下筹资活动仍较活跃，其直接融资规模维持稳定，间接融资渠道快速拓宽，AA⁺级别的样本城投企业净融资额同比增长 39.42%。2024 年，化债政策对 AA⁺及以下级别的样本城投企业融资抑制作用明显，不同级别样本净融资额降幅均超过 50.00%，其中信用水平相对较低的 AA-级别样本城投企业净融资额首次转负（由 2023 年的 213.51 亿元转为 2024 年的-26.25 亿元）。

AAA 级别的样本城投企业因自身信用水平高，市场认可度较高，融资环境相对宽松，2016—2020 年其净融资额呈持续上升趋势，2021—2024 年其净融资额降幅一般。

图表 8 全国各级别样本城投企业净融资额及融资率（单位：亿元、倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

融资率方面，不同级别样本城投企业对于政策变化的反应程度有所不同，样本城投企业级别越高，受政策及宏观经济环境的影响越小，表现为融资率波动区间越小。随着政府对城投企业债务管控趋严，2020 年开始各级别样本城投企业融资率指标表现趋同；一揽子化债方案提出后，政府对新增项目投资的审核力度进一步收紧，2024 年 AA-级别的样本城投企业融资率降至 1.00 倍以下。

3、流动性压力

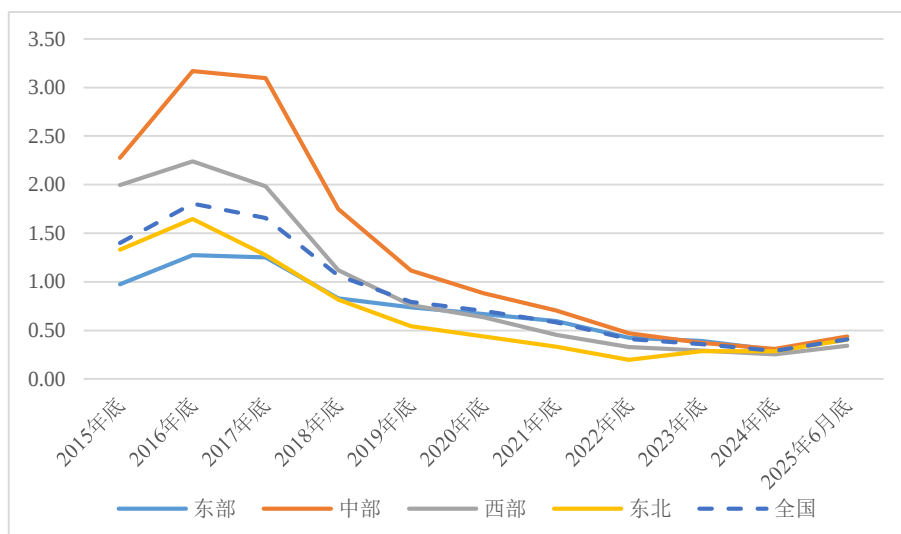
2015 年以来，样本城投企业现金短期债务比波动下降，整体流动性趋紧；2018 年的“严监管”与“紧信用”政策组合拳使得样本城投企业短期债务占比以 2017 年为拐点呈持续上升态势，随着监管政策的不断深化，样本城投企业整体债务期限结构于 2024 年底相对企稳。2024 年，不同地区和信用级别的样本城投企业流动性压力基本趋同，短期内难以有效缓解。

2015—2016 年底，城投行业融资环境相对宽松，整体流动性压力尚可。在地方债务风险管控加强、化债政策频出的背景下，2017—2024 年底，样本城投企业现金短期

债务比呈逐年下降趋势，其中 2018 年在“严监管”与“紧信用”的政策组合拳下，样本城投企业现金短期债务比降幅显著。2022—2024 年底，样本城投企业现金短期债务比均位于 0.50 倍以下，主要由于政策监管力度持续加强，城投企业再融资活动受限，流动性持续趋紧。截至 2025 年 6 月底，样本城投企业现金短期债务比较 2024 年底略有回升，但仍低于 0.50 倍。

从区域分布来看，2016 年以来，各地区样本城投企业现金短期债务比呈不同程度下降趋势。其中，东部地区城投企业数量众多，流动性普遍承压，但其现金短期债务比变动较小且与全国水平的差距持续收窄，表现出较强韧性，在信用环境收紧时期仍能维持相对较强的流动性；中部地区样本城投企业现金短期债务比降幅较大，但其现金短期债务比指标表现在 2015—2024 年期间均优于全国水平；受限于区域融资环境，2019 年以后，东北与西部地区样本城投企业现金短期债务比均位于全国水平以下。2024 年底，四大地区样本城投企业现金短期债务比趋同，流动性压力均不容小觑。

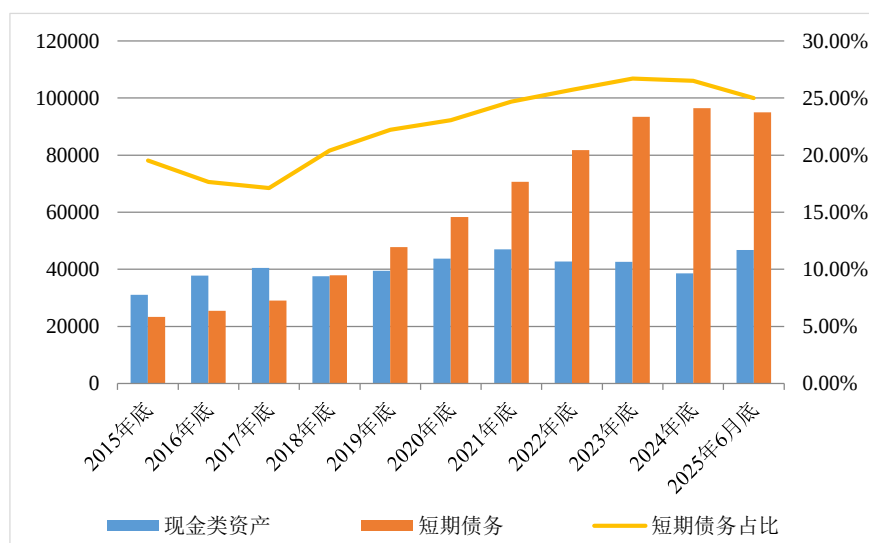
图表 9 全国及各地区样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2024 年底，样本城投企业整体现金类资产小幅波动；短期债务增速较快，主要原因为城投企业陆续进入偿债高峰期且部分渠道融资呈短期化，从而导致城投企业短期偿债压力不断攀升。从样本城投企业整体债务期限结构看，2015—2023 年底，样本城投企业短期债务占比以 2017 年底为拐点呈持续上升态势，反映出城投企业新融资获得的资金期限有所缩短；2024 年底，样本城投企业短期债务占比略有下降，整体债务期限结构趋稳。

图表 10 全国样本城投企业整体现金类资产及短期债务占比情况（单位：亿元）

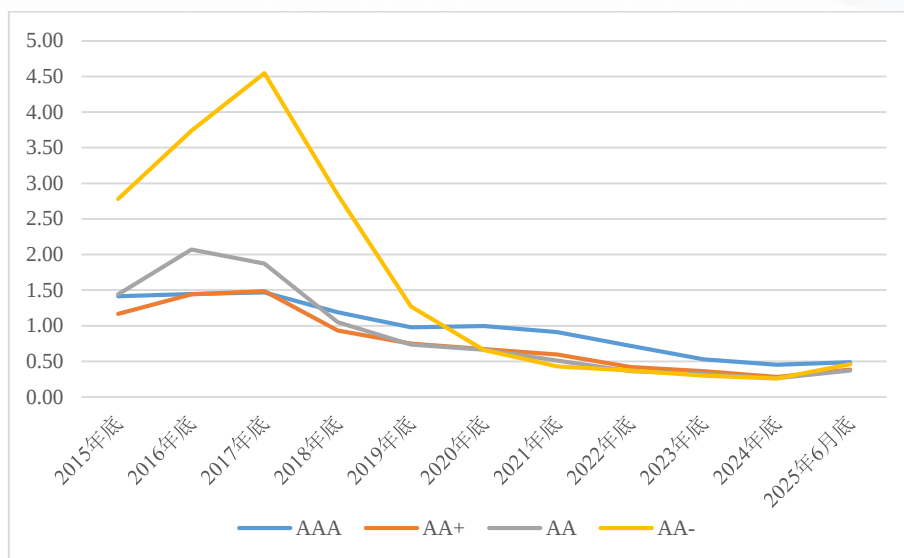


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015—2016 年底，各级别的样本城投企业现金短期债务比均呈现不同程度的上升态势。2015—2017 年底，AA-级别样本城投企业能够获得相对较大规模的中长期融资，带动现金类资金较快上升，现金短期债务比处于较高水平；自 2018 年起低级别城投企业融资渠道快速收缩，整体债务短期化速度较快，导致短期债务比降幅最大。2018 年以来，AA 和 AA+级别的样本城投企业现金短期债务比呈持续下降趋势，伴随着债务的集中到期和融资难度上升，上述级别城投企业流动性压力逐年加大。

AAA 级别的样本城投企业融资渠道较为通畅，2015—2024 年底，其现金短期债务比降幅相对有限，2020 年以来现金短期债务比持续高于其他级别样本。整体看，融资环境变化对低级别样本城投企业流动性压力影响更为显著，高级别样本城投企业流动性压力在不同融资环境下变化则相对平缓。

图表 11 全国各级别样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



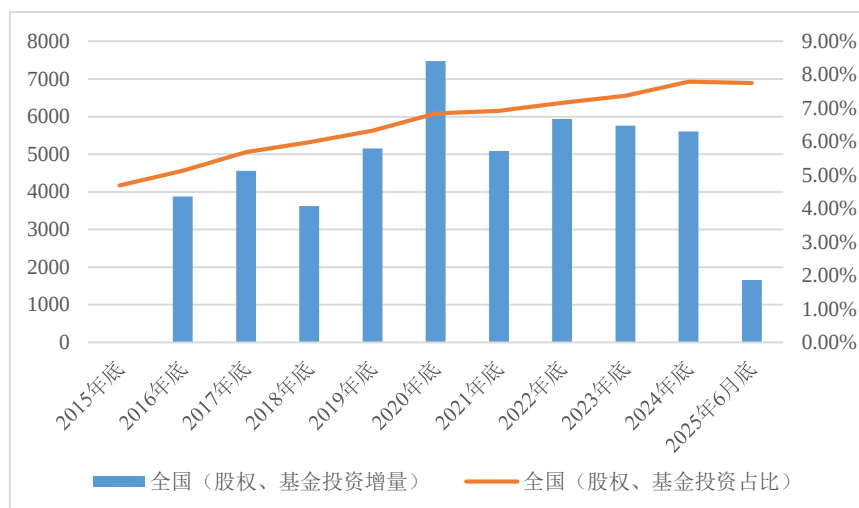
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

4、投资活动

2015 年以来，随着转型发展不断深入，样本城投企业在建工程（除 2024 年）和股权、基金投资规模均持续增长，其中股权、基金投资增量与净融资额走势大体一致。从地区来看，经济发展水平及城投企业数量差异使得指标分化明显，东部地区样本城投企业受益于区域内产业资源优势，市场化股权投资进程较早，股权、基金投资占比持续上升、增幅较大且始终高于全国水平，但需注重城投转型与产业发展之间互促，进而重塑资产结构和拓宽盈利来源，西部和东北地区部分省份样本城投企业受制于区域经济水平和产业基础，转型发展的内生动力不足；从信用级别来看，级别越高的样本城投企业由于资本实力更雄厚，业务资源更易获取，对转型发展的重视程度相对更高，政府支持意愿更强，其在建工程占比和股权、基金投资占比更高，转型速度更快。

2015—2024 年底，样本城投企业股权、基金投资规模逐年扩大，样本城投企业股权、基金投资占比总体呈上升趋势。从股权、基金投资规模增量来看，2016 年以来，样本城投企业股权、基金投资增量与净融资额走势大体一致。2018 年，样本城投企业净融资规模降幅明显，导致股权、基金投资的规模增量也随之降至 2016 年以来的最低点。随着融资环境的阶段性调整，2020 年，样本城投企业净融资额达到 2015 年以来的最高点，城投企业具备较充裕资金进行股权、基金投资，带动当年样本城投企业股权、基金投资增量达到 2016 年以来的最高点。2021 年，市场不确定性加大，样本城投企业股权、基金投资增量规模有所下降；2022—2024 年底，政策调控下样本城投企业转型速度加快，股权、基金投资年增量保持在 5500.00 亿元以上。

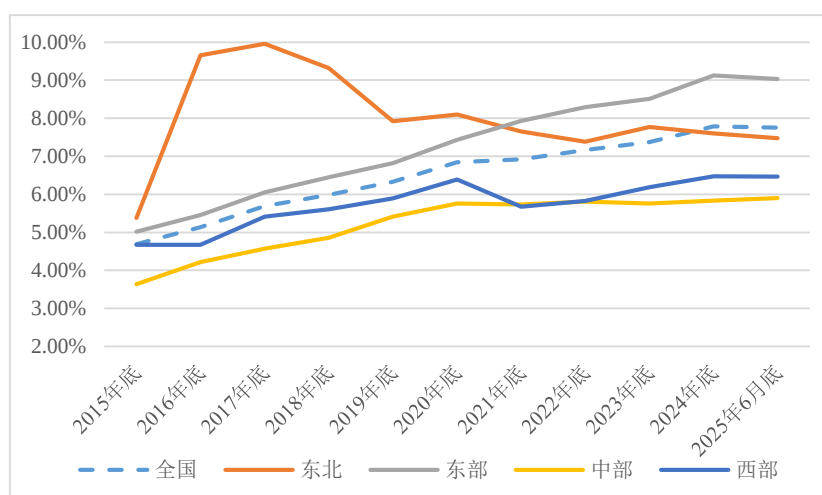
图表 12 全国样本城投企业股权、基金投资增量及占资产总额情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2024 年底，东部和中部地区样本城投企业股权、基金投资占比均总体呈上升趋势。具体来看，东部地区受益于产业资源优势，城投企业较早参与市场化股权投资，故转型步伐较快，股权、基金投资占比增幅较大且始终高于全国水平。不难发现，城投企业职能定位由“城市建设”向“产业培育”转型是化解传统债务风险、服务实体经济的必然方向之一，但需注重城投转型与产业发展之间互促，进而重塑资产结构和拓宽盈利来源。内蒙古、辽宁、黑龙江、青海等地经济发展水平较低、产业基础薄弱，区域内城投企业转型发展的内生动力不足，对股权、基金投资力度小，其股权、基金投资占比呈下降趋势。

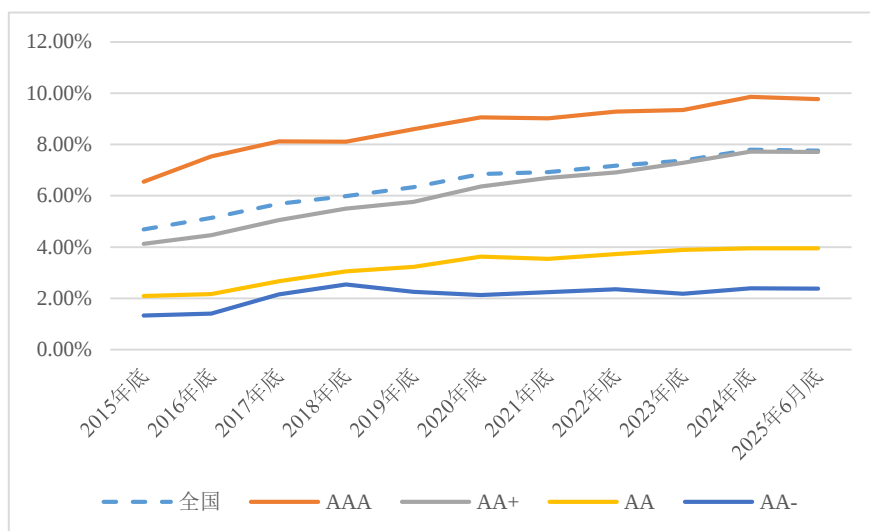
图表 13 全国各地区样本城投企业股权、基金投资占资产总额情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布情况来看，2015 年以来，各级别（除 AA⁻）样本城投企业股权、基金投资占比大体呈上升趋势。信用级别越高的样本城投企业股权、基金投资占比亦越高，侧面反映出其对转型发展的重视程度相对更高。

图表 14 全国各级别样本城投企业股权、基金投资占资产总额情况



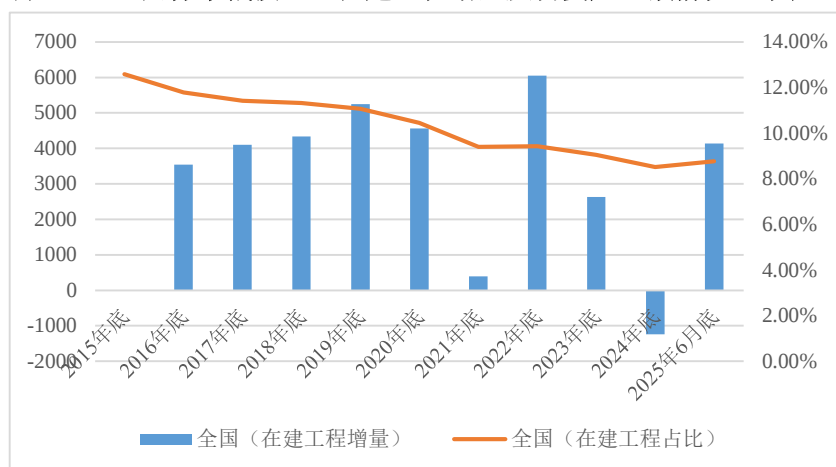
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年底，随着自营项目的持续投入，全国样本城投企业在建工程逐年增长，但在建工程占比呈下降趋势，与股权、投资基金占比走势相反。从在建工程增量³来看，2016—2019 年底，样本城投企业的在建工程增量逐年扩大；受突发公共卫生事件影响，样本城投企业的在建工程项目进度有所推迟，2020 年底全国样本城投企业的在建工程增量首次下降；2021 年底、2023 年底和 2024 年底，样本城投企业在建工程增幅均较上年底明显下降，主要受轨道交通、铁路类项目集中“转固”、执行新会计准则等因素影响，其中 2024 年底部分样本城投企业合并范围变化⁴导致在建项目转出对当年在建工程增量转负的影响较大。2025 年 1—6 月，样本城投企业在建工程增量恢复到较高水平，到达 2016 年以来最高水平（2022 年底的 6051.18 亿元）的 68.37%。

³ 从财务角度看，在建工程属于一个过渡性科目，在建工程完工后会转入固定资产，此外许多城投企业账务处理不够规范，将自营项目投入计入存货的情况比较常见，因此在建工程占比指标不能够完全体现样本城投企业对自营项目的投入情况，本文着重分析在建工程增量。

⁴ 截至 2024 年底，天津城市基础设施建设投资集团有限公司在建工程较上年底减少 2610.76 亿元，主要系天津轨道交通集团有限公司出表后地铁工程随之减少；同期末，乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司在建工程较上年底减少 420.84 亿元，主要系机场改扩建项目随乌鲁木齐临空开发建设投资集团有限公司划出。

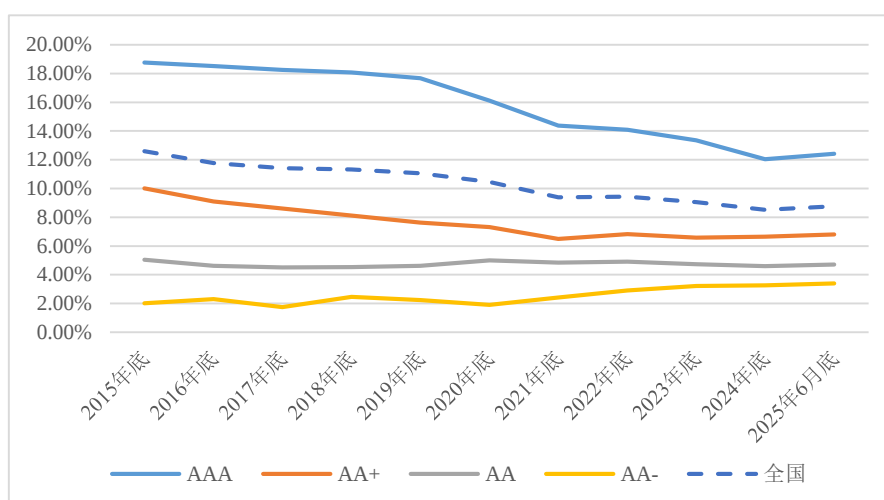
图表 15 全国样本城投企业在建工程增量及占资产总额情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015 年底以来，AAA 和 AA⁺级别样本城投企业在建工程占比与全国样本城投企业变动基本一致，呈下降趋势；AA 级别样本城投企业在建工程占比变动相对平缓；AA⁻级别样本城投企业在建工程占比缓慢上升，但占比仍相对较低。各级别样本城投企业在建工程占比分化明显，整体呈现出级别越高，在建工程占比越高的特点。信用级别越高的城投企业资本实力更为雄厚，业务资源更易获取，加之政府支持意愿更强，其业务转型更快也相对更容易，自营项目投入力度更大。

图表 16 全国各级别样本城投企业在建工程占资产总额情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

5、全部债务及杠杆水平

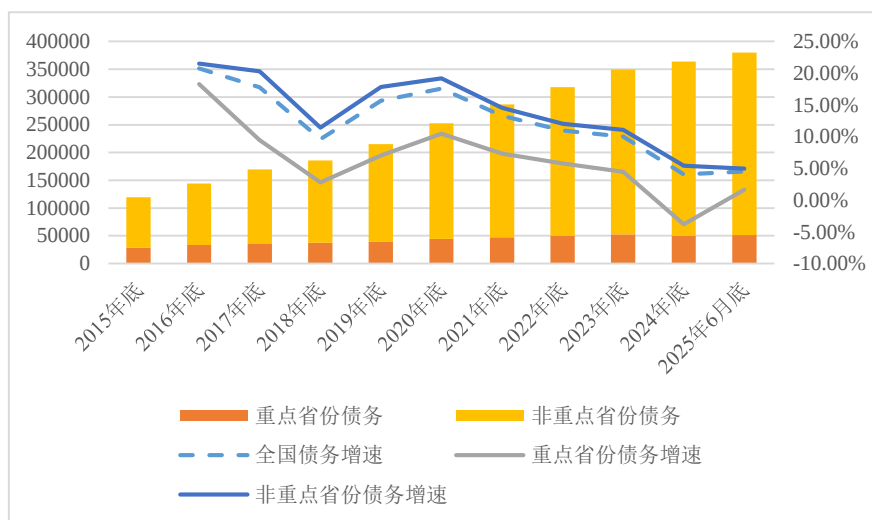
（1）全部债务

2015 年至 2025 年上半年，样本城投企业全部债务持续增长，重点省份样本城投企业全部债务占全国比重不断下降，2024 年重点省份样本城投企业全部债务自 2015 年以来首次实现负增长。2021 年以来，在防范化解地方债务风险背景下，样本城投企业全部债务增速持续放缓，2024 年以来债务增速下降加剧后步入“低位企稳”通道，有助于缓解市场对城投债务风险的担忧，并为后续市场化转型创造条件。

2015—2024 年底，样本城投企业全部债务规模持续增长，增速变化受监管政策及融资环境影响较为显著，与融资率变化趋势大体一致。2021 年以来，城投企业融资环境全面趋紧，此后随着化债政策的持续调整和完善，样本城投企业全部债务增速在随后几年持续下降，2024 年样本城投企业债务增速下降加剧，2024 年底债务增速仅为 4.03%。2025 年上半年，一揽子化债政策持续推进，样本城投企业全部债务增速企稳，维持在 5.00% 以下。

2023 年，国务院下发 35 号文等系列文件，支持 12 个重点省份债务存量化解，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配。上述重点省份主要位于西部地区，整体经济发展偏弱，样本城投企业数量较少（共 186 家）；从全部债务规模看，位于重点省份样本城投企业全部债务占总样本比重较小，且在 2015—2024 年底占比逐年下降。截至 2025 年 6 月底，全国样本城投企业全部债务中，重点省份样本城投企业全部债务仅占 13.45%。

图表 17 全国样本城投企业全部债务及增速（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年底，重点省份样本城投企业全部债务规模持续增长，债务增速变化情况与全国样本城投企业表现趋同，以 2018 年和 2020 年为拐点波动下行，增速明

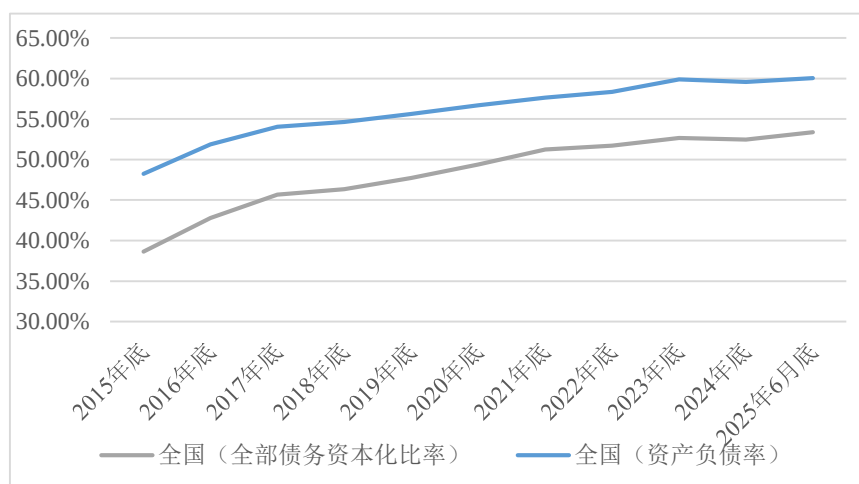
显低于全国水平。截至 2024 年底，重点省份样本城投企业全部债务自 2015 年以来首次实现负增长，化债政策取得显著成效。截至 2025 年 6 月底，重点省份样本城投企业全部债务较 2024 年底略有增长。

（2）杠杆水平

2015—2023 年底，样本城投企业杠杆水平持续上升，但增速自十年化债进程开启后逐步趋缓，2024 年底迎来杠杆水平的首次下降，加杠杆进程中断，政策成效显著；经济发达地区样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率相对较高且波动相对较小；信用级别越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持较强韧性，资产负债率、全部债务资本化比率相对较高。

2015 年底以来，样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率变化趋势基本一致。分阶段来看，2016—2017 年底，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增长幅度相对较大，杠杆水平上升较快；2018 年，我国完成隐债认定工作，十年化债计划开始，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增幅较 2017 年底明显下降，杠杆水平增长放缓。2019—2020 年底，受国际贸易冲突加剧、突发公共卫生事件等因素影响，逆周期调节力度加大，融资环境相对宽松，样本城投企业杠杆指标增幅有所回升。2021 年以来，随着银保监会 15 号文发布，城投企业融资环境全面趋紧，样本城投企业杠杆指标增幅总体呈走弱态势。截至 2024 年底，样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率实现自 2015 年以来的首次双降，持续多年的加杠杆进程中断。

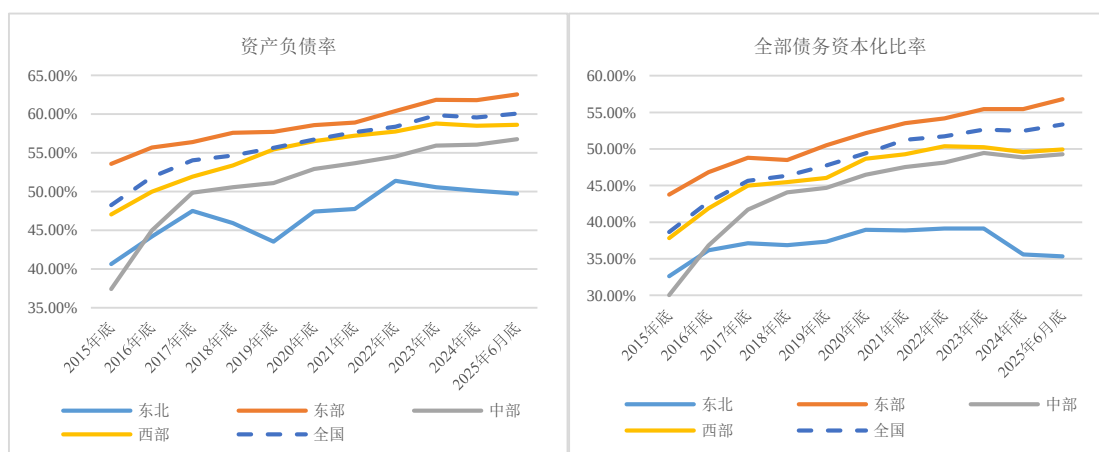
图表 18 全国样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015 年底以来，东、中、西部地区样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变化趋势相近，整体呈上升趋势，但在化债推进过程中增速开始走缓。截至 2024 年底，除中部地区（仅上升 0.13 个百分点）外，其他地区样本城投企业资产负债率均有所下降；东北、中部和西部地区样本城投企业全部债务资本化比率均有所下降，东部地区较上年底基本持平。从指标绝对值及变动幅度看，除东部地区外，其余地区样本城投企业两项指标均低于全国水平，其中资产负债率均处于 60.00% 以下，全部债务资本比率则全部低于 55.00%；经济相对发达的东部地区，如上海、北京、江苏、浙江等地样本城投企业信用资质较好，市场认可度较高，资产负债率和全部债务资本化比率处于较高水平，指标波动相对较小。

图表 19 全国各地区样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从不同信用级别来看，各级别样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变动趋势基本一致，且呈现出信用级别越高的样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率也相对越高的特点。此外，信用级别越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持较强韧性。

图表 20 全国各级别样本城投企业杠杆水平指标情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

四、结论

从盈利能力指标来看，样本城投企业净资产收益率及总资本收益率均持续下降，不同地区样本城投企业盈利指标表现趋同，未来城投企业盈利指标或进一步弱化且需审慎举债经营。从融资活动来看，2018 年和 2024 年样本城投企业净融资额及融资率降幅明显；化债政策高压下，不同地区和信用级别的样本城投企业融资率低位运行，表现趋同，但区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下韧性较强，反之则融资表现不佳。从流动性压力来看，样本城投企业整体流动性趋紧，随着监管政策的不断深化，债务期限结构于 2024 年底相对企稳。2024 年，不同地区和信用级别的样本城投企业流动性压力基本趋同，短期内难以有效缓解。从投资活动来看，随着转型发展不断深入，样本城投企业在建工程（除 2024 年）和股权、基金投资规模均保持增长。东部地区样本城投企业受益于区域内产业资源优势，市场化股权投资进程较早，股权、基金投资占比持续上升、增幅较大且始终高于全国水平，但需注重城投转型与产业发展之间互促，进而重塑资产结构和拓宽盈利来源；信用级别越高的样本城投企业由于资本实力更雄厚，业务资源更易获取，对转型发展的重视程度相对更高，政府支持意愿更强，在建工程占比和股权、基金投资占比更高。从全部债务及杠杆水平来看，2015 年以来，样本城投企业全部债务持续增长，其中 2024 年重点省份样本城投企业全部债务迎来自 2015 年以来的首次负增长。债务增速方面，2021 年以来，在防范化解地方债务风险背景下，样本城投企业全部债务增速持续放缓，2024 年以来债务增速下降加剧后步入“低位企稳”通道。2024 年底，样本城投企业迎来杠杆水平的首次下降，加杠杆进程中断，“一揽子化债政策”成效显著。

附件 1:

图表 1 指标选取及含义

指标			经济含义	数据处理方式
盈利能力	净资产收益率	净利润/所有者权益	企业股东权益的收益水平	中位数
	总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/ (所有者权益+长期债务+短期债务)	反映企业利用全部资本获利能力	中位数
融资缺口	净融资额(绝对值)	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金 ⁵	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况(绝对值形式展现的企业净融资表现)	样本合计数
	融资率(比值)	(取得借款收到的现金+发行债券收到的现金)/偿还债务所支付的现金	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况(剔除规模影响的企业净融资表现)	中位数
流动性压力	现金短期债务比	现金类资产/短期债务	反映企业短期偿债压力及流动性水平	中位数
投资活动	股权、基金投资占比	(可供出售金融资产+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 ⁶)/资产总额×100%	反映企业股权、基金投资力度	样本合计数
	在建工程占比	在建工程/资产总额×100%	反映企业自营项目投入力度	样本合计数
	在建工程增量	本年末在建工程-上年末在建工程		样本合计数
杠杆水平	全部债务	短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+长期借款+应付债券+租赁负债+其他有息负债	各渠道获得的有息债务规模合计	样本合计数
	资产负债率	(负债总额/资产总额)×100%	反映企业负债水平及风险程度	中位数
	全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%	反映企业刚性债务水平及偿债风险	中位数

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据；由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故部分指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

⁵ 本文假设银行借款、发行债券是主要的融资形式，未考虑非标融资；且为避免分配股利、利润因素扰动，未将分配股利、利润或偿付利息支付的现金纳入计算，具有一定的局限性。

⁶ 样本城投企业长期股权投资可能包含较大规模的对区域内其他城投企业的参股投资，导致该指标具有一定局限性。

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。