



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

IMPACT PLAN

分类施策，重塑动能

——新增发债视角下城投企业转型路径研究

联合资信 公用评级四部 | 马玉丹 | 丁晓 | 吕雯

本文旨在通过对样本企业新增发债情况及主体特征的分析，尝试勾勒出在监管层面具备市场化融资能力的群体画像，并结合不同能级城市的典型案例研究，总结城投企业的差异化转型逻辑与实践经验。

实现新增发债样本企业主要分布于经济基础好、城市发达程度较高地区，发行品种多为交易所私募债；业务上虽仍以资产运营为基础，但已普遍向城市服务、产业配套等多元化领域延伸，呈现出“重资产托底、轻资产拓展”的过渡形态；财务结构亦同步优化，经营性资产占比持续提升，但仍存在盈利能力较弱、净资产收益率偏低以及较为依赖财政补贴等情况，市场化盈利能力尚在培育之中。

未来转型工作应摒弃“一刀切”模式，转而构建与城市战略深度绑定的差异化发展路径。对于高能级城市，相关平台可承担起大规模产业投资、前沿技术攻坚与复杂城市治理等职能，向国有资本投资运营和智慧城市综合服务商演进。对于中等能级城市，相关平台更侧重于扮演“产业赋能者”与“价值放大器”的角色，通过资本纽带链接外部高端要素，在特定领域形成产业集群竞争力。而对县域及偏低能级城市相关平台，转型逻辑可从“投资扩张驱动”向“运营服务驱动”转向，聚焦于整合本地资源、夯实公用事业、服务中小企业及城乡融合，构建小而美、稳而健的区域性服务体系。



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

一、引言

随着地方政府债务风险防控持续强化以及对城投平台融资监管日趋严格，城投企业传统依赖政府信用背书和隐性担保的融资模式难以为继，各类城投企业均加快市场化转型步伐以实现新增融资能力的重建。监管层持续强化债券融资审核标准，明确释放“鼓励真转型、限制空转融资”的政策导向。在此背景下，能否成功获得新增债券融资，成为了观察城投主体市场化转型进展的视角之一。为探究城投企业在当前政策与市场环境下的转型情况及具体路径，本文聚焦 2024 年以来实现新增融资的地方国有企业，筛选出实现新增发债的 188 家样本企业¹。

本文旨在通过对样本企业新增发债情况及主体特征的分析，尝试勾勒出在监管层面具备市场化融资能力的群体画像，并结合不同能级城市的典型案例研究，总结城投企业的差异化转型逻辑与实践经验。阐明转型路径如何与地方资源禀赋、城市发展阶段及战略诉求相契合，以期为同类城投企业的市场化转型与可持续发展提供实践参照。

二、新增发债及相关主体情况

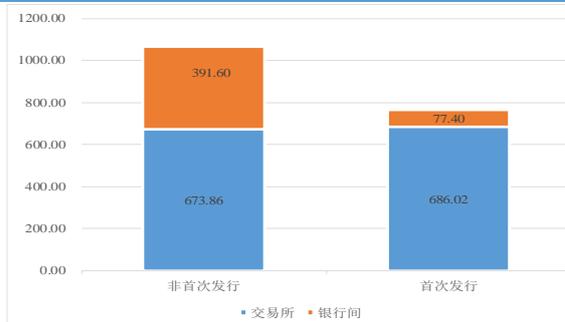
（一）新增发债情况

2024 年以来，188 家样本企业共计新增债券 312 只，发行总规模约 1828.88 亿元，新增债券融资呈现“交易所主导、私募为主、市级引领、区域分化”的特征。九成以上首次发债主体在交易所实现债券新增；私募公司债凭借审核灵活、信息披露要求相对宽松及投资者结构较可控等优势，成为主要发行品种。其中，贴标债券发行规模占比约 33%，科技创新债券、乡村振兴债券及绿色债券为热门发行品种，此外还有一带一路债、小微企业债及城市停车场建设专项债券等专项品种。从期限看，新增债券期限集中于 3~5 年；广东、江苏、浙江、山东、河南、安徽、湖北、重庆及广西的部分高级别主体发行了 10 年期的长期限债券，北京一省级主体发行了期限 20 年以上的超长期限债券。从发行利率看，各省份新增发债利率区间²位于 2.17%~3.03%，受益于宽松货币环境与政策支持，整体融资成本处于较低水平；其中山东省票面利率相对较高，超过 3%，上海、重庆、安徽、北京、福建及广东票面利率较低，低于 2.3%。募集资金中约四成用于债务滚续，增量资金约 1100 亿元，主要用于补充流动资金、项目建设、科创领域投资、支持中小微企业发展、基金出资、股权投资等经营性或战略性用

¹ 新增债券融资指债券募集资金非全部用于“偿还有息债务（含子公司债务）”“借新还旧”及“统借统还”等债务滚续性质用途，存在部分募集资金用于“补充流动性资金”“用于项目投资”等经营及投资活动；样本以联合资信城市基础设施建设类及公共设施管理与服务类企业为范围进行筛选。

² 以发行规模进行加权平均得到

途。



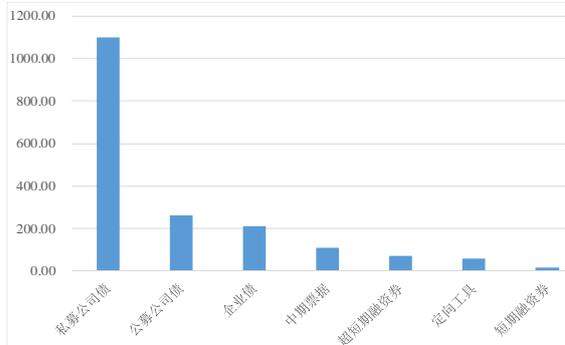
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.1 新增发债情况 (单位: 亿元)



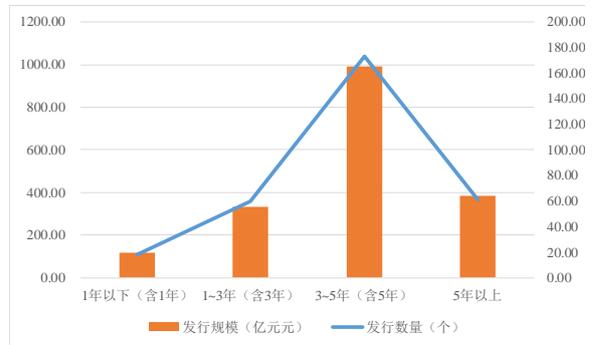
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.2 新增发债区域分布情况 (单位: 亿元)



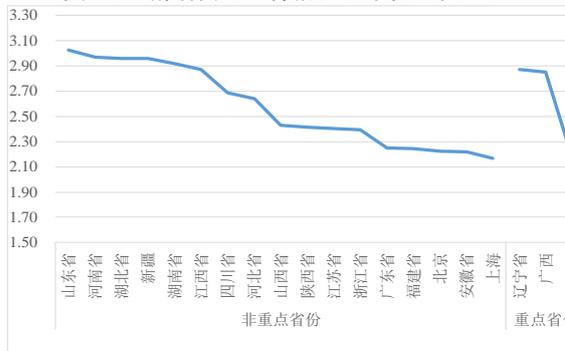
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.3 新增发债品种情况 (单位: 亿元)



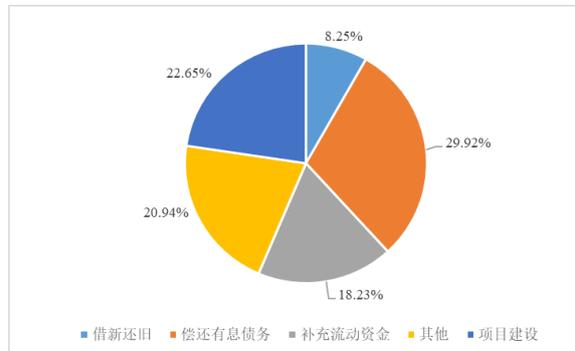
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.4 新增发债期限情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.5 新增发债成本情况 (%)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图 2.6 新增发债用途情况

(二) 新增发债主体特征

1、区域分布

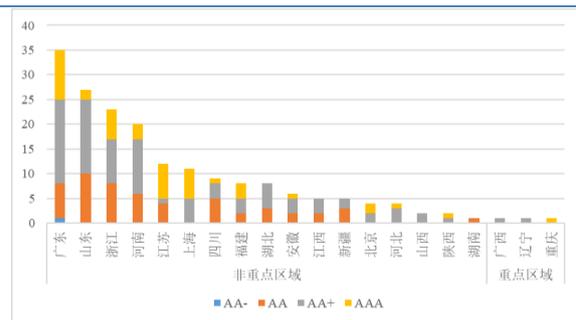
实现新增发债主体目前主要集中在经济基础较好、城市发达程度较高的地区, 整体信用资质情况较好, 重点区域新增难度高; 企业层级分布呈现区域分化特征, 沿海发达地区城镇化率较高、区座城市功能相对完善, 新增发债主体以区县级为主, 中西部省份主要由市级政府主导资源配置, 新增发债主体以地市级为主。

分区域来看，样本企业地域分布覆盖 20 个省级行政区，以区县级主体和地市级主体为主，占比各半；整体信用资质情况较好，AA+级主体数量最多，其次为 AA 级，AAA 级主体主要分布在广东、上海及江苏等发达地区。广东样本企业超过 30 家，显著多于其他省份，整体级别中枢较高，AA+级以上占 77.14%；从行政层级上看以区县级主体为主，并包含两家镇级主体——分别位于中山市和禅城区。其中，中山市作为“市直管镇”体制的地级市，2024 年城镇化率达 87%；禅城区为佛山市核心城区，城镇化率接近 100%。其次为山东、浙江、河南、江苏和上海，样本企业均超过 10 家。江苏、河南以地市级主体为主，信用等级分别以 AAA 级和 AA+级为主，而浙江、山东和上海则以区县级主体为主，上海均为 AA+级以上级别，浙江和山东 AA 级和 AA+级主体分布较为均衡。此外，四川、福建和湖北样本数也接近 10 家，均以地市级主体为主。重点区域仅 3 家样本企业，分别位于重庆、辽宁及广西，其中辽宁样本企业仍以传统城投业务为主，新增发债系 2023 年所获批文，后续该主体发行债券募集资金用途均为借新还旧。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.7 新增发债主体区域及层级分布 (单位: 个)



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.8 新增发债主体层级及级别分布 (单位: 个)

2、业务特征

当前新增发债主体业务整体呈现“资产运营为主、配套服务为辅”的结构特征，核心依赖不动产开发、资产租赁、公用事业运营等重资产业务。安保、人力资源、便民生活、殡葬、信息技术、环卫市政管养等细分服务领域正逐步成为新增发债主体丰富业务构成、培育市场化造血能力的重要方向。

通过梳理样本企业前三大收入来源发现，当前样本企业的主要收入来源可划分为两大类：一是以实物资产为基础的城市资产运营业务，二是以人力、管理或技术为核心的城市配套服务输出。同时，样本企业收入来源高度依赖各类实物资产的开发、持有与经营，重资产类业务合计占比近 68%，城市综合运营服务和民生产业支撑服务合计占比约 18%，整体呈现“资产运营为主、配套服务为辅”的结构特征。

表 2.1 样本企业主要业务类型

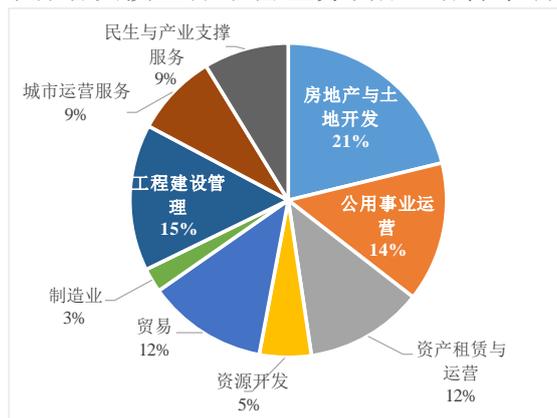
| 类型 | 业务大类 | 具体业务内容 | 特征 |
|-----|-----------|---|---|
| 重资产 | 不动产开发 | 房产开发（棚改、片区更新、安居工程，商品房、安置房、回迁房等开发与销售）； 土地开发整理（土地整理、出让、转让等） | 传统城投业务，资本投入大，周期长，高度依赖土地资源，收入波动性大，受房地产市场行情影响大 |
| | 公用事业运营 | 供水、排水、污水处理、自来水生产与销售、供热、燃气供应、电力/热力/蒸汽生产销售 | 公用事业类业务，需依托特许经营权及专业运维能力；具有自然垄断属性，刚性需求强，收入稳定性及经营获现能力较好；但价格受政府管制，盈利空间小 |
| | 资产租赁与运营 | 房屋/物业租赁（公租房、保障性租赁住房、商业用房、车位等）； 设备及设施租赁（码头、充电桩、广告位、停车场等） | 需依托优质的持有型物业及公共服务设备设施，能产生较为稳定现金流，收益情况较好 |
| | 资源开发 | 河沙、海沙、煤炭、矿石等资源开发与销售 | 资源获取依赖行政许可或特许经营权，收益受自然资源储量与政策调控影响大，具有较强的地域性和周期性 |
| | 制造业 | 建材、预制构件、食品、酒类、农产品、医疗器械等特色产品生产 and 加工 | 属传统工业制造环节，需依托地方产业资源，市场化程度高，面临较大的市场竞争、价格波动风险 |
| 轻资产 | 工程建设管理服务 | 工程施工/承包（建筑、安装、园林等）； 代建服务（委托代建、受托建设）； 项目管理与咨询（规划设计、工程监理、技术服务） | 资本投入较低，需具备施工资质、项目管理团队、履约能力；利润率相对稳定，但收入贡献及单个项目回报有限 |
| | 贸易 | 大宗商品贸易（建材、钢材、有色金属、成品油、化工品、农产品）； 批发零售（农副产品） | 以商品买卖为主，交易频繁但毛利率低，现金流周转快，易产生关联交易或虚构交易风险，盈利稳定性较弱 |
| | 城市综合运营服务 | 物业管理（智慧物业、物业服务）； 环卫保洁、市政管养、智慧城市运营； 公共空间运维服务（景区、体育馆、会展中心等） | 多通过政府采购或 PPP 方式获得，合同周期较长，现金流稳定，具备可复制性；需专业化管理体系与人员配置，强调服务质量与响应速度，经营优劣依赖管理体系搭建与运营能力 |
| | 民生与产业支撑服务 | 人力资源服务（人才招聘、培训、劳务派遣、安保、押运）； 生活服务（食材配送、生猪屠宰、医疗综合服务、餐饮住宿、超市、殡葬服务）； 产业服务（园区招商、科创配套服务、供应链服务）； 专业技术服务（软件开发、地理信息、咨询） | 人力密集型或技术密集型，部分领域需专业资质（如安保、软件），依赖人才储备与服务能力；服务灵活，可拓展性强；毛利率较高，但规模效应较弱 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从收入贡献来看，不动产开发仍是多数样本企业的核心收入来源，同时资产租赁与运营类业务占比也相对较高，体现出样本企业对土地和房产类资产的依赖程度高。其次为工程建设管理服务，作为传统城投企业投资职能的延续，即使在剥离政府融资职能后，许多样本企业仍保留政府授权的代建、工程总承包或片区开发实施主体职能，继续承接政府投资项目的工程管理，工程建设与项目管理仍是其最熟悉、最易获取的市场化业务。第三类为公用事业运营，尽管收益率受限于政府定价机制，但其自然垄断属性和刚性需求特征使其成为转型中构建长期经营底盘的关键抓手。第四类为贸易业务，包括大宗商品贸易和批发零售，一方面此类业务可快速做大营收规模、改善现金流结构，另一方面，在资源型城市（如煤炭、有色金属产区）或农业主产区，地方

政府亦鼓励平台公司参与本地主导产业的供应链整合，涉足相关领域。

值得注意的是，浙江、广东、江苏、重庆等经济较发达地区的样本企业，已在安保、人力资源、便民生活、殡葬、信息技术、环卫市政管养等细分服务领域形成专业化能力，并将其发展为主要的收入来源。这些业务资本需求较低、进入门槛适中、可复制性强，正逐步成为新增发债主体丰富业务构成、培育市场化造血能力的重要方向。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.9 新增发债主体主要业务情况分布

3、财务特征³

随市场化转型不断深化，新增发债主体在资产结构上已呈现出积极改变，经营性资产占比持续提升。然而，样本企业整体盈利能力依然较弱，净资产收益率偏低，财政补贴仍是支撑其账面盈利的核心来源。首次发债主体虽经营规模较小、尚处发展初期，但投资布局更加市场化，且利润对财政补贴的依赖程度显著低于非首次发债主体。

以财务数据来看，样本企业经营规模跨度较大，其中 11 家主体呈经营亏损状态，除 1 家位于新疆之外，其余均位于广东、上海和江苏。从资产构成看（图 2.10），2022 年以来样本企业城建类资产占资产总额的比重持续下降，2024 年底约为 30%；同期，主要经营性资产占总资产的比重持续增长，2024 年底约 37%，资产结构随转型推进呈优化改善态势；主要经营性资产如表 2.2 所示。其中，首次发债主体 2024 年底主要经营性资产占总资产比重达 42.72%（图 2.10），自营类和股权投资类资产占总资产比重分别为 30.54%和 12.19%，反映出更加市场化的投资布局。

表 2.2 样本企业主要经营性资产情况

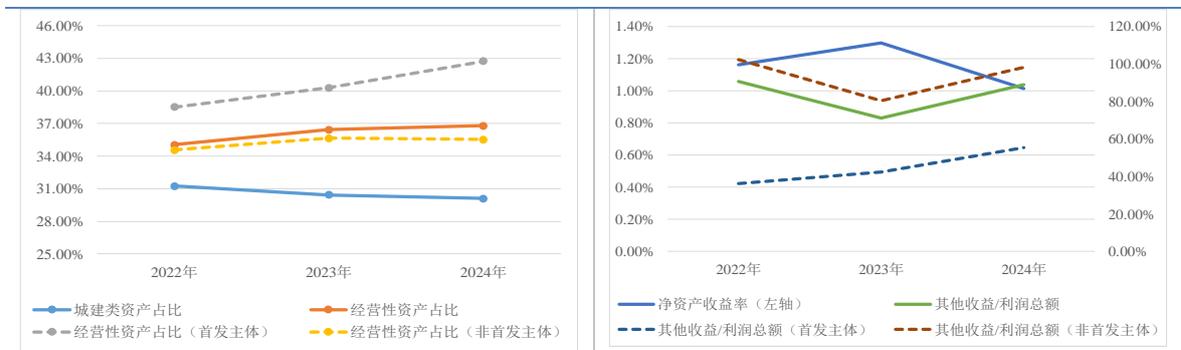
| 类别 | 指标 | 主要经营性资产构成 | 占总资产比重 | | |
|-------|------------------|---|--------|--------|--------|
| | | | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
| 自营类资产 | 在建工程+投资性房地产+无形资产 | <ul style="list-style-type: none"> ● 固定资产：设备设施、房屋建筑物、管网资产； ● 投资性房地产：出租物业； ● 无形资产：水库、砂石、其他特许经营权 | 25.76% | 26.52% | 26.31% |

³ 财务特征分析基于新增发债主体剔除母子公司抵消后的合并口径，可获取财务数据的样本共计 181 家

| | | | | | |
|-----------|-----------------------------------|--|---------------|---------------|---------------|
| 股权投资类资产 | 长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+交易性金融资产 | <ul style="list-style-type: none"> ● 参股、合营及联营企业等股权投资； ● 基金投资 | 9.28% | 9.92% | 10.47% |
| 合计 | | | 35.04% | 36.44% | 36.79% |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

盈利方面，整体来看，样本企业盈利能力仍普遍较低，2024年净资产收益率约1%；财政补贴（主要列示于利润表中其他收益科目）对利润总额的贡献程度仍较高（2024年约89%），这一情况在非首次发债主体中更为显著（2024年其他收益占利润总额比重约98%）；相较而言，首次发债主体利润总额对财政补贴依赖程度较低（2024年上述占比约56%）。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.10 样本企业主要资产构成情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.11 样本企业盈利能力情况

三、转型路径分析

在前述分析基础上，本节将针对样本企业的市场化转型路径展开探讨。正如第二节所述，成功实现新增债券融资的主体呈现出明显的区域分化与业务结构差异，反映出转型路径必须立足于地方资源禀赋、城市发展阶段及发展诉求。为明晰这一差异化逻辑，我们首先依据发展定位、经济产业、人口与交通等关键维度，将我国城市群体划分为四个梯队（如表 3.1 所示）。在此基础上，本节将结合典型案例，阐述服务于不同梯队城市的主体转型路径。

表 3.1 城市能级与发展诉求

| 能级梯队 | 代表城市 | 关键特征 | 核心发展诉求 |
|------|------------------------|---|---|
| 第一梯队 | 北京、上海、广州、深圳等国际化、国家中心城市 | 1.定位： 全球或国家级的要素配置、创新策源与门户枢纽。 2.经济与产业： GDP 总量绝对领先，第三产业占比常超 70%；以总部经济、高端服务业（金融、科技、专业服务）主导。 3.人口： 常住人口超千万，城区人口多为超/特大城市；硕士/博士、海归人才、国际人口占比较高。 | 1.聚焦基础研究与前沿技术策源； 2.引领城市群协同，构建核心引领、外围配套、分工协作的产业生态。 3.提升超大城市治理韧性（安全、智能、精细）。 |

| | | | |
|-------------|--|---|---|
| | | <p>4.交通: 拥有国际航空枢纽、国际航运中心、国家级高铁枢纽和先进的信息基础设施, 是国际信息流、物流、人流的核心节点。</p> <p>5.文化与影响力: 高校与科研机构密集, 拥有广泛国际知名度和媒体话语权。</p> | |
| 第二梯队 | 杭州、重庆、成都、武汉、西安等区域中心城市 | <p>1.定位: 在特定大区域(跨省)或特定领域具有强大的辐射、服务与组织能力, 是国家战略的重要支点。</p> <p>2.经济与产业: GDP 位居全国前列, 是区域性的金融、商贸、科教、医疗中心; 拥有 1-2 个全国领先的产业集群(如数字经济、高端制造、物流枢纽)。</p> <p>3.人口: 城区人口多为特大城市或 I 型大城市(300 万-1000 万), 是省内及周边地区的人口净流入中心。</p> <p>4.交通: 通常是国家高铁网络的重要区域枢纽, 拥有繁忙的国内机场或专业货运机场, 是区域物流的核心。</p> <p>5.政策与科创资源: 通常设有国家级新区、自贸试验区等重大平台; 拥有较强的本土高校和科研资源。</p> | <p>1.巩固和提升区域性综合枢纽与服务中心地位。</p> <p>2.推动优势产业向价值链高端攀升, 培育未来产业。</p> <p>3.以特色平台和宜居环境吸引青年与技能人才。</p> <p>4.补足国际化功能与高品质公共服务短板。</p> |
| 第三梯队 | 长沙、福州、济南、合肥、昆明等省会城市; 苏州、无锡、常州、宁波、青岛、东莞、佛山等重要制造业城市; 厦门(港口)、三亚(旅游)、贵阳(大数据)、义乌(商贸)等特色功能城市 | <p>1.定位: 地方性中心与特色功能城市, 主要服务本省或省内片区, 承担着承接高能级城市产业转移、保障区域农产品和能源供应、提供基本公共服务(教育、医疗)的核心功能。</p> <p>2.经济与产业: 经济规模中等, 产业结构相对传统或高度专业化, 部分特色功能城市在细分领域如旅游、制造、商贸等方面影响力突出。</p> <p>3.人口: 城区人口多为 100-300 万, 是省内人口吸纳中心; 承担基础公共服务与专业生产功能。</p> <p>4.交通: 交通基础设施建设较为完善, 主要通过高铁、高速接入全国交通网络。</p> | <p>1.主动嵌入高能级城市产业链, 成为配套基地或功能补充。</p> <p>2.将本地资源转化为有竞争力的特色集群。</p> <p>3.打造优于高能级城市的成本优势与营商环境, 吸引产业集聚。</p> <p>4.重点补齐交通、医疗、教育等基础短板。</p> |
| 第四梯队 | 普通地级市、众多区县及特大镇等 | <p>1.定位: 城乡融合的关键节点, 提供最基础的公共服务和商业服务, 是新型城镇化的基层载体。</p> <p>2.经济基础: 经济以本地消费、农产品加工、基础商贸及为大中城市配套为主。</p> <p>3.人口: 人口通常在几十万, 是服务农村腹地的中心。</p> | <p>1.增强对农村转移人口的吸引力和承载力, 推进就近城镇化。</p> <p>2.保障教育、医疗、养老等基本公共服务达标提质。</p> <p>3.推进人居环境整治与生态宜居建设。</p> <p>4.发展乡村特色产业, 促进本地就业增收。</p> |

资料来源: 联合资信整理

以下案例分析选取了杭州市城市建设投资集团有限公司、合肥市建设投资控股(集团)有限公司及平度市城市资产运营有限公司(以下简称“平度城资”)三家企业, 分别作为高能级(第一、二梯队)、中等能级(第三梯队)及偏低能级(第四梯队)转型城投的典型代表。

1. 杭州城投

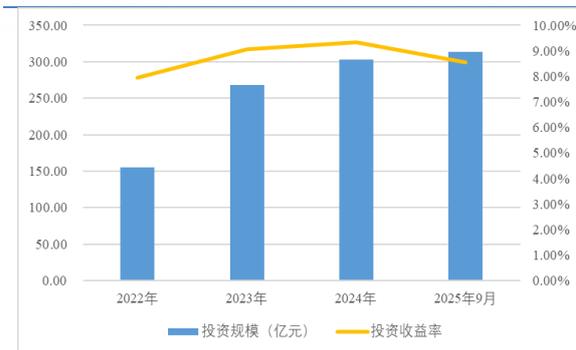
基本情况: 杭州城投由杭州市人民政府于 2003 年出资设立, 现为杭州市最重要的城市综合运营类主体。截至 2024 年底, 杭州城投总资产达 3028 亿元, 位列中国企业 500 强第 321 位, 承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资八大主责主业。

核心举措: (1) **战略性重组与资源整合。** 杭州城投于 2022 年末启动并完成了一

轮深层次、系统性的战略性重组与资源整合，对杭州市钱江新城投资集团实施战略合并，将公交集团升格副局级，新组建能源、安居两大集团，构建起了“1+4+N”的组织架构（总部管控中枢+水务、公交、能源、安居四大专业化集团+N个细分领域子公司）。通过股权划转、市场化并购及与区县国资平台合资设立子公司等多种方式，对全市域范围内同质化、碎片化的城市基础设施与公共服务资源进行系统性归集。此举打破了过去因行政区划分割、管理主体多元所导致的“条块分割、重复建设、效率低下”等体制机制障碍，实现了同类业务的横向整合与纵向贯通，在水务、公交、能源等民生保障领域形成了覆盖市域、标准统一、运营高效的“一体化”投融资与运营体系，显著提升了城乡之间公共服务的均等化水平。系列资源整合不仅优化了杭州城投资产结构，也增强了其资本运作能力。2025年，除集团本级之外，杭州城投下属水务集团、能源集团和安居集团均成功实现债券扩容，发行品种涵盖科创公司债、科创票据及资产支持证券等创新融资工具，充分体现了资本市场对重组后相关主体信用资质、资产质量及可持续经营能力的认可。

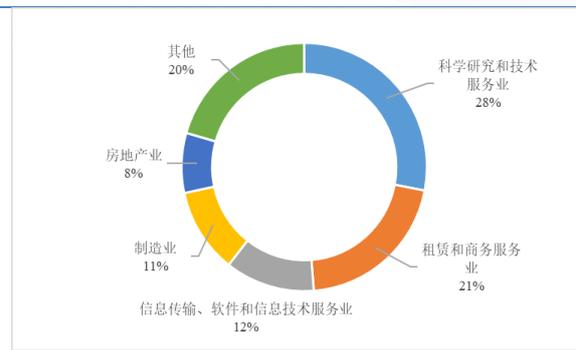
（2）产城融合。杭州城投围绕杭州主导产业，通过直投、股权投资、上市公司战略入股、收购并购等多元投资形式，布局新能源、新材料、新基建、人工智能等新质生产力领域，向“城投+产投”转型。截至2025年末⁴，杭州城投对外投资企业（含间接投资）千余家，以科技类、租赁和商业服务类、信息技术服务类企业为主，参与设立私募基金60余只；所投企业中涉及8家上市公司，主要为城市轨道交通设备制造、电子元件及专用材料、专用仪器仪表等各类制造业。区块方面，杭州城投着力构建“未来系”三大产业空间载体，包括“城投浙大未来之星”“城投·未来500”和“杭州·未来总部湾”，分别对应孵化初创企业、转化高端制造企业和集聚成熟企业，并配套千亿级城投产业基金，以“招投联动”形式培育新质生产力，成功招引赣锋锂业、正泰集团等高端制造业企业，以及浙江智谱、新和成集团、浙江中国小商品城等多家总部企业，加速构建新能源、人工智能等产业生态圈。

⁴ 根据公开资料整理



注：2025年投资收益率数据进行了年化处理
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.1 杭州城投长期股权投资情况



注：占比为企业数量占比
资料来源：公开资料、联合资信整理

图 3.2 杭州城投对外投资企业行业分布情况

(3) 存量资产盘活。依托重组后的专业化运营平台，杭州城投积极探索存量资产的价值挖掘与资本转化路径。旗下各专业化子公司以其持有的优质经营性资产为基础，成功发行多期资产支持证券（ABS），基础资产类型覆盖商业物业租金、公共停车场收费权、保障性租赁住房租金以及水务基础设施收益权等，有效盘活了存量资产。与此同时，专业化子公司杭州市燃气集团作为核心原始权益人之一，积极参与并成功发行了国内首单央企天然气发电公募 REITs。通过转让所持杭州华电江东热电有限公司股权并认购该基金份额，不仅实现了存量能源资产的证券化退出，也为地方国企参与国家级基础设施 REITs 试点提供了可借鉴的创新路径。

表 3.2 杭州城投下属子公司发行 ABS 产品情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 基础产品类型 | 发行起始日 | 优先级规模 | 期限 | 票面利率 | 实际融资人 |
|-------------------------------|--------|------------|-------|-------|-------|---------------|
| 浙商-杭安居公租房第 1 期资产支持专项计划 | 公租房 | 2025-11-21 | 4.27 | 18 年 | 1.9% | 杭州市安居集团有限公司 |
| 杭州富阳水务有限公司 2025 年度第一期定向资产支持票据 | 水务基础设施 | 2025-03-21 | 8.0 | 3+3 年 | 2.4% | 杭州富阳水务有限公司 |
| 中信建投-杭停股份智慧停车资产支持专项计划 | 公共停车场 | 2024-12-13 | 4.37 | 10 年 | 2.06% | 杭州市能源集团有限公司 |
| 中金-杭州国际会议中心二期资产支持专项计划 | 商业物业 | 2023-11-24 | 20 | 20 年 | 2.94% | 杭州市城投服务集团有限公司 |

注：公开资料，联合资信整理

(4) 人工智能赋能城市治理。为应对超大城市治理的复杂挑战，杭州城投率先将人工智能大模型技术应用于城市运营场景。2024 年，杭州城投与智谱华章合作启动人工智能产业大模型项目，研发并落地了多项行业首创的 AI 应用。例如，“公交大模型”融合多源数据，实现了客流精准预测与智能调度；“AutoGLM 防汛智能体”能提前 24 小时动态预警城市内涝风险，可大幅提升应急响应能力。这些技术应用不仅能够提高城市公共服务的运行效率与可靠性，也有助于降低企业运营成本。与此同时，杭州城投同步推进管理数字化改革，成立集中采购中心，着力构建高效、透明、廉洁的采购生态链。据公开资料，自 2024 年 4 月至 2025 年 8 月底，集采中心累计实现节

支金额 14.20 亿元，整体节支率达 19.79%；其中公交车采购单价较浙江省内同类项目平均低 30%，展现了数字化管理对降本增效的巨大潜力。

转型效果：资产构成方面，2024 年底，杭州城投总资产超 3000 亿元，较 2022 年底增长 67%，其中市政公用类固定资产、公租房及物业等经营性资产占比由 29.9% 提升至 36.8%，长期股权投资⁵规模超过 300 亿元，较 2022 年底实现倍增。经营业务方面，杭州城投能源板块收入大幅提升，与市政公用板块、建设施工与管理板块及商品销售板块共同构成公司主要收入来源，营业利润率由 2022 年的 1.57% 提升至 2024 年的 5.97%；对联营企业和合营企业的投资收益率保持在较高水平，对利润的贡献程度有所提升，2024 年相当于同期利润总额的 91.08%，较 2022 年提升 40.18 个百分点。

案例启示：杭州城投的转型实践，精准回应了高能级城市对提升全球资源配置能力、培育新质生产力、增强城市治理韧性的核心发展诉求。关键在于：**第一，通过顶层设计与战略性重组，打破行政壁垒，整合全域资源，构建规模化和专业化的公共服务体系，夯实了转型基础。第二，推动产投深度融合，将自身发展嵌入城市产业升级战略，以资本为纽带培育创新生态，实现从被动服务到主动引领的跨越。第三，积极推动科技创新与数字化变革，将前沿技术应用于传统业务，以提升运营效率与城市智慧化水平。**

2. 合肥建投

基本情况：合肥建投初期为传统城投主体，承担城市基础设施建设、公用事业等公益性业务。2008 年起，合肥建投敏锐把握产业转移与国家战略机遇，率先启动以产投联动为核心的市场化转型实践。2025 年以来，合肥建投成功发行多期科技创新债券，募集资金用于省市重大项目投资及科技创新领域股权投资、基金出资。

⁵ 长期股权投资+其他权益工具投资



注资料来源：公开资料，联合资信整理

图 3.3 合肥建投转型进程

核心举措：（1）以投带引。合肥建投转型最鲜明的特色，是将产业投资作为驱动城市产业升级和自身转型的核心引擎。公司深入研究国家产业政策和合肥市工业基础，选择了集成电路、新型显示、新能源汽车等投入大、周期长、但具有战略意义的产业进行长期布局。通过“国资领投—重大项目落地—带动产业链集聚—股权增值退出一循环再投资”运作模式，先后推动京东方、蔚来汽车、欧菲光、长鑫存储等一批重大产业项目落地。公司主要通过直接股权投资和基金投资两种模式开展产业投资。其中，对京东方的投资不仅通过资本市场运作获得超百亿投资收益，更成功培育了国内配套完善的千亿级新型显示产业集群；对蔚来的战略性投资，则有效带动了产值规模超千亿元的新能源汽车产业链在合肥的形成。通过系列产业投资，使合肥在若干战略性新兴产业领域实现了从无到有或从有到优的突破。

（2）业务结构多元化重构。在强化产业投资功能的同时，合肥建投持续推动业务结构的多元化，以降低对传统土地财政基建业务的依赖。2009年，合肥市国资委将本地上市公司合肥百大集团（000417.SZ）和丰乐种业（000713.SZ）股权划入合肥建投，为其注入了商贸零售和现代农业等稳定的市场化业务；2014年无偿划入供水集团，赋予公司公用事业运营职能，进一步增强了其现金流创造能力。此外，合肥建投还直接主导和培育市场化产业实体。2015年，合肥市人民政府与力晶科技约定双方共同实施合肥新站综合开发试验区12吋晶圆制造基地项目，合肥建投设立合肥晶合集成电路股份有限公司作为实施主体，项目投产后2020—2022年度分别实现营业收入15.12亿元、54.29亿元和100.51亿元，并于2023年5月发行A股上市，成为公司集成电路板块的旗舰企业和重要利润来源。

（3）政企协同机制创新。合肥建投的成功，离不开与合肥市政府之间构建的“高度协同、角色清晰”的新型政企关系。合肥市政府不仅作为投资者，更担当产业链“链

长”角色，由市领导牵头负责重点产业链，协调解决项目落地中的规划、土地、人才等关键问题；合肥建投则作为执行主体，组建专业化产业研判团队，建立项目全生命周期管理体系。这种机制创新使合肥建投成功把握住国家产业布局窗口期，在集成电路领域实现从无到有的突破。

转型效果：通过系列资产整合和产业培育，合肥建投资产规模大幅增长，兼顾区域城建投资的同时，经营板块不断扩容，经营范围涵盖集成电路、商贸百货、公用事业、城市基建、公共交通等多个领域，形成了以战略性新兴产业为核心、以民生服务业为支撑、以传统城市功能为补充的多元化业务结构。2024年，合肥建投实现营业总收入434亿元，其中传统城投基建收入占比已降至不足2%，经营性业务收入占比稳定在70%以上水平，其中以集成电路为代表的战略性新兴产业收入，以及与民生相关的商业百货、公用事业收入对总收入贡献超过40%，对毛利润贡献过半，构成了公司稳健的利润支柱。

案例启示：不同于高能级城市自带优势要素集聚的先天禀赋，中等能级城市普遍面临产业能级不高、高端人才外流、区域竞争激烈的压力。其核心诉求在于能够在特定领域实现“从无到有”或“从有到优”的集中突破，搭建具备跨区域竞争实力的产业集群。合肥建投的转型始终围绕该战略展开，关键在于：一是，**转型与城市发展战略深度绑定**，通过资本手段将城市的潜在资源（如科教、土地、政策）转化为现实的产业竞争力。二是，**构建“以投带引”的核心能力**，即专业的产业研究、投资管理和资本运作能力，实现产业培育与资本增值的双重目标。三是，**依赖于权责清晰的政企协同机制**。产业投资是长周期、高风险的系统工程，须依靠政府强有力的战略定力和资源协调能力，以及平台主体市场化、专业化的高效执行，才能实现城市能级与主体价值的同步提升。

3. 平度城资

基本情况：平度城资成立于2020年，由平度市城市开发集团有限公司（以下简称“平度城发”）组建，实际控制人为平度市国有资产管理服务中心（以下简称“平度国资中心”），是一家以市场化方式运作的城市综合运营类主体。2024年11月，平度城资首次发行债券，部分募集资金用于补充流动资金，突破了借新还旧的政策限制。

核心举措：（1）资产重组与业务整合。为推进城投平台市场化转型，2023年平度市国资中心将城乡水务、城市服务、产业园区运营、贸易、保理及清洁能源供热等业务和资产进行整合，系统性地注入平度城资，构建了水务、园区运营、城市服务、贸易、保理和清洁能源供热六大业务板块。

（2）运营服务驱动转型。在资源和资金有限的背景下，平度城资未开展大规模

的产业投资和城市扩张，而是梳理现有资源，以业务需求稳定、现金流可持续的公用事业为公司奠定了相对安全可靠的收入基础。同时，围绕本地中小微企业的发展需求，提供产业园区运营、供应链贸易、商业保理等一站式服务，形成了一个服务本地实体经济的微循环生态。

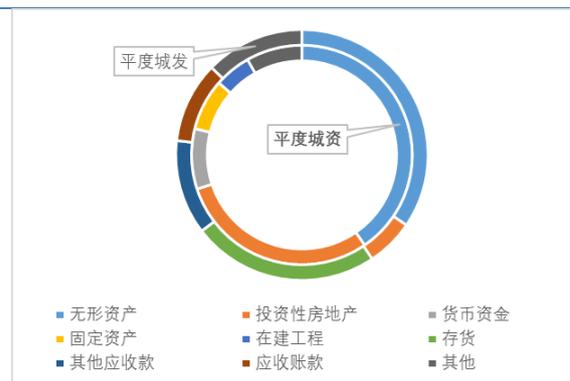
(3) 特色化债券融资。2025年，平度城资接连成功发行3期公司债券，募集资金用于绿色乡村振兴项目投资和支持中小微企业。其发行贴标债券极具县域特色，直接对应其所在县级市农业升级、产业扶贫、激活民营经济等核心发展任务，更容易通过监管审核并获得投资者认同。

表 3.3 2025 年底平度城资存续债券情况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行起始日 | 发行规模 | 期限 | 票面利率 | 募集资金用途 |
|----------|------------|------|-------|-------|--|
| GV 平资 01 | 2025-07-24 | 2.50 | 5 年 | 3.12% | 拟全部用于绿色和乡村振兴项目建设。 |
| 24 平资 02 | 2024-11-04 | 6.00 | 3+2 年 | 4.55% | 不超过 5.00 亿元用于偿还到期公司有息债务，不超过 1.00 亿元用于补充公司流动资金。 |
| 25 平资 Z2 | 2025-08-21 | 3.50 | 3 年 | 2.69% | 拟全部用于支持中小微企业。 |
| GV 平资 02 | 2025-10-27 | 2.50 | 1 年 | 2.33% | 拟全部用于绿色和乡村振兴项目建设。 |

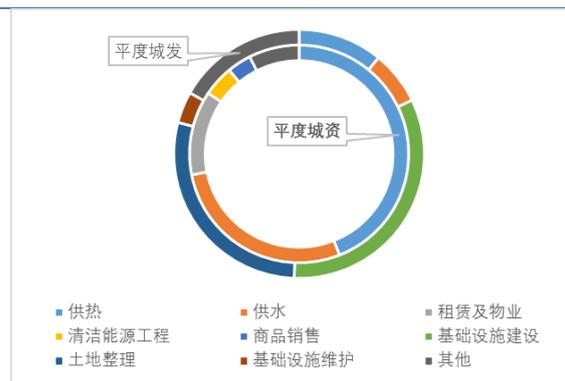
资料来源：wind，联合资信整理

转型效果：经资产重组后，平度城资形成了和股东平度城发差别迥异的业务及资产构成，资产结构显著优化，经营性业务收入占比明显提高。2024 年底，平度城资资产总额 181.11 亿元，主要由无形资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和货币资金构成，存货和应收类款项占比不足 10%；2024 年，平度城资实现营业总收入 5.91 亿元，主营业务涵盖供水、供热、租赁及物业、清洁能源工程及商品销售等，未涉及传统城投业务收入；同期利润总额为 0.60 亿元，其中政府补助（其他收益）占比为 1.67%。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.4 平度城发和平度城资主要资产构成情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.5 平度城发和平度城资主营收入构成情况

案例启示：偏低能级城市距离产业、科技、资本中心远，承接外部资源辐射的渠道有限，相关城投主体在市场化转型进程中通常面临经营性资源稀缺、区域产业基础薄弱等禀赋要素匮乏的困境。平度城资的实践表明，一是，服务偏低能级城市城投主

体的转型逻辑，可从“投资扩张驱动”向“运营服务驱动”转向。在缺乏外部产业辐射的条件下，深耕本地市场，服务好本地居民和中小企业，构建区域经济微循环生态。二是，需系统性整合本地稀缺资源。通过政府主导的资产重组，将分散的、具有稳定现金流的公用事业和特许经营资源进行集中。三是，融资策略需注重特色化与政策契合度。发行与县域发展重点紧密相关的贴标债券，可将自身转型融入地方发展大局，有效提升融资成功率和政策支持度。

四、总结

实现新增发债样本企业主要分布于经济基础好、城市发达程度较高地区，发行品种多为交易所私募债；业务上虽仍以资产运营为基础，但已普遍向城市服务、产业配套等多元化领域延伸，呈现出“重资产托底、轻资产拓展”的过渡形态；财务结构亦同步优化，经营性资产占比持续提升，但仍存在盈利能力较弱、净资产收益率偏低以及较为依赖财政补贴等情况，市场化盈利能力尚在培育之中。基于上述现状及典型案例启示，未来城投转型工作应摒弃“一刀切”模式，转而构建与城市战略深度绑定的差异化发展路径：

（1）实施因地制宜的功能定位重塑。对于高能级城市，其拥有集聚资本、技术与人才的显著优势，同时面临超大规模治理的复杂性与维持全球或区域竞争力的压力，发展诉求聚焦于提升资源配置效率、培育新质生产力、增强城市韧性。因此，相关平台可承担起大规模产业投资、前沿技术攻坚与复杂城市治理等职能，向国有资本投资运营和智慧城市综合服务商演进。中等能级城市通常具备一定的产业基础与区域辐射力，同时面临着产业能级不高、高端要素吸附力不足等约束，相关平台更侧重于扮演“产业赋能者”与“价值放大器”的角色，通过资本纽带链接外部高端要素，在特定领域形成产业集群竞争力。而对县域及偏低能级城市，其资源与空间相对有限，平台或难以承载大规模的产业投资和城市扩张，转型逻辑可从“投资扩张驱动”向“运营服务驱动”转向，聚焦于整合本地资源、夯实公用事业、服务中小企业及城乡融合，构建小而美、稳而健的区域性服务体系。无论何种层级，核心均在于摆脱单纯依赖财政补贴的生存模式，通过多元化业务延伸提升经营性资产及业务收入占比。

（2）确立“三个契合”的转型原则。一是**战略契合**，确保平台转型紧密服务于城市核心诉求，成为落实城市发展战略的关键抓手，避免脱离政府规划孤立发展；二是**禀赋契合**，严格基于本地产业基础、资本实力与人才储备等实际条件选择模式，防止盲目跟风与过度杠杆；三是**能力契合**，坚持业务拓展与能力建设同步，在转型过程中实时培育投资研判、精细化运营及风险管控等核心能力，确保人、事、权相匹配。

（3）深化体制机制改革以保障可持续发展。建议在持续的政策引导下，加快建立现代企业制度，通过专业化核心能力的培育，推动平台从“融资工具”向真正的“市场主体”转变。只有实现从依赖输血到自我造血的本质跨越，城投平台才能在“分层发展、路径分化”的新格局中实现长期稳健运行。

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。