



# 山东省城投企业新增发债与转型研究

联合资信 公用评级三部 | 杨 婷

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



## 一、引言

自“一揽子化债政策”实施以来，山东省城投“退平台”与市场化转型进入加速通道，转型呈现“存量优化”与“增量培育”双轨并行格局。省级层面于2025年初明确将“深化融资平台和城投公司转型改革”列为年度十大重点改革之首，后续省政府发文明确提出“2028年底前隐性债务清零”的目标<sup>1</sup>，要求“一企一策”制定融资平台改革转型方案，相关政策框架为城投转型设定了时间限制和“红线”（严禁新增隐性债务）。在此背景下，能否在“借新还旧”之外实现“新增融资”，成为检验城投转型成效的重要市场标准。因此，本文以2024年1月1日至2026年1月31日（以发行起始日计算）山东省新增发行债券的城投及产投<sup>1</sup>主体为样本，通过分析样本企业特征、融资表现与路径特征，总结区域转型路径、方向选择等经验，从而为处于不同发展阶段的区域及城投主体提供转型参考思路。

**表 1.1 山东省城投转型主要政策梳理**

时间	文件	部门/会议	主要内容
2026/1/27	2026年山东省政府工作报告	山东省十四届人大四次会议	2026年，山东将加强重点领域风险防控。加快融资平台和城投公司改革转型，有序化解存量债务，严禁违规新增隐性债务
2026/01/21	《山东省人民政府关于推动城市高质量发展的实施意见》	山东省住房和城乡建设厅	建立可持续的投融资体系，统筹财政资金、社会资本和金融资源等，支持城市建设运营。深化融资平台和城投公司转型改革，严禁新增地方政府隐性债务
2025/6/10	《关于推进财政科学管理的意见》（鲁政发〔2025〕8号）	山东省人民政府	严格落实一揽子化债方案，确保2028年年底前存量隐性债务“清零”。持续保持高压监管态势，将不新增隐性债务作为铁的纪律，坚决防止边清边增。“一企一策”制定融资平台改革转型方案，坚决剥离融资平台政府融资功能，推动融资平台加快构建现代企业制度，逐步转型为独立市场主体
2025/02/05	/	山东省抓改革创新促高质量发展大会	深化融资平台和城投公司转型改革，剥离政府融资功能，分类推进市场化运作，深化企业内部管理改革，健全企业评价体系

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 二、山东省新增发债主体群体画像

本文以2024年1月1日至2026年1月31日山东省城投和产投类主体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<sup>2</sup>的债券，共获得**新增**样本债券**274**只，涉及主体**93**家（含母子公司）。其中，**首发**<sup>3</sup>主体**61**家，涉及样本债券**124**只；存续主体新增样本债券**150**只，涉及主体**32**家。

### 1. 新增发债样本主体特征

<sup>1</sup> 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。

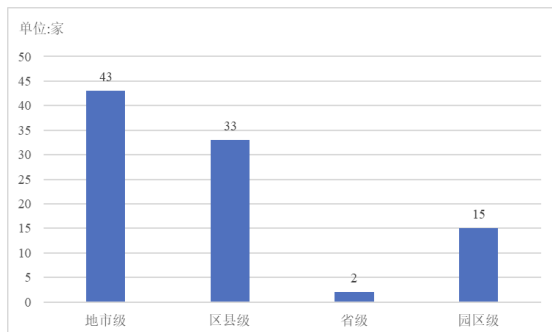
<sup>2</sup> 即募集资金用途明确表述为“借新还旧”的具体债券，需指出的是，部分债券募集资金用途表述为“偿还有息债务”，且其募集说明书无法明确其偿还的具体债务类型，本文将其视作新增债券，此筛选方式可能导致样本偏大。本文所述“新增发债主体”即为发行了非借新还旧用途债券的主体

<sup>3</sup> 首发主体是指首次发行债券的时间在2023年9月及以后的样本企业，存量主体则与之相对

新增发债的样本企业中地市级主体占比最高，且新增发债主体以青岛、济南核心区域聚集更为明显。其中，青岛、济南等核心城市新增发债主体以区县级和园区级为主，反映其区县平台市场化程度较高；而济宁、临沂等地仍以地市级平台为主，区域内部转型节奏分化明显。样本企业信用等级以 AA<sup>+</sup> 为主，多数主体已具备一定市场化收入基础，但盈利能力偏弱。

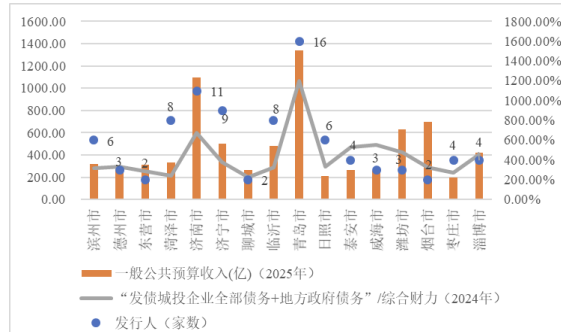
从行政层级来看，93 家新增发债主体中共有 43 家地市级平台，占比为 46.24%；区县级和园区级平台数量分别为 33 家和 15 家，分别占比 35.48% 和 16.13%；省级平台 2 家。区县级和园区级主体平台占比超过半数，区县及园区级平台已成为新增发债市场的重要力量。

从区域分布情况看，新增发债主体主要集中在青岛、济南、济宁、临沂和菏泽，实现新增发行债券的样本企业主要集中在区域经济基础活跃、财政实力强的地市。具体看，青岛和济南主要为区县级（11 家）和园区级（9 家）主体，反映出山东省经济基础较好的区县及园区区域，市场化转型成效初步显现；济宁、临沂和菏泽则集中在地市级（16 家）主体。



数据来源：Wind，联合资信整理

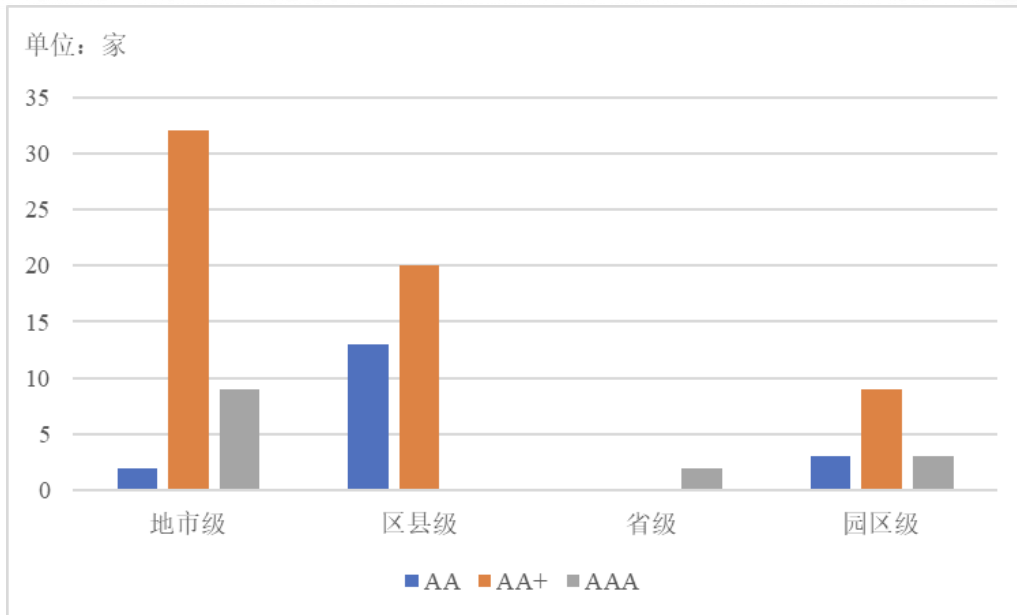
图 2.1 新增发债主体行政层级分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 新增发债主体区域分布

从样本企业主体级别看，AA、AA<sup>+</sup>及 AAA 级样本企业分别占总体的 19.35%、65.59%和 15.05%，AA<sup>+</sup>级样本企业占比较高。其中，省级平台均为 AAA 级，地市级平台以 AA<sup>+</sup>级为主，区县级平台则主要集中在 AA<sup>+</sup>和 AA 级。此外，从首发主体来看，地市级平台以 AA<sup>+</sup>级为主（19 家），区县级平台中 AA<sup>+</sup>和 AA 级主体分别为 18 家和 12 家，占比相对均匀。



数据来源：Wind，联合资信整理

**图 2.3 新增发债主体信用等级分布情况**

从样本企业<sup>4</sup>开展的主要业务<sup>5</sup>看，近 65%的样本企业开展了贸易业务；40%左右的企业开展资产租赁和运营、工程施工以及公用事业运营<sup>6</sup>任意一项业务，约 45%样本企业的收入中传统城投类业务收入仍占有一定比重（收入占比列入前五大），另外，样本企业开展较多的业务类型还包括房地产开发、制造业、城市综合运营服务、民生与产业支撑服务业务。以样本企业 2024 年经营数据看，经营性业务占比<sup>7</sup>超过 65%的样本企业比例较高（约 60%）。

从样本主体的财务特征来看，剔除异常值和母子公司后，可获取数据的 87 家样本主体的城建类资产<sup>8</sup>占总资产比重的平均值约为 24%。盈利方面，样本企业盈利指标表现明显分化。具体看，2024 年仅有 3 家样本企业利润总额呈亏损状态，样本企业净资产收益率中位值为 1.72%，盈利能力一般。其中，净资产收益率为负的 7 家。

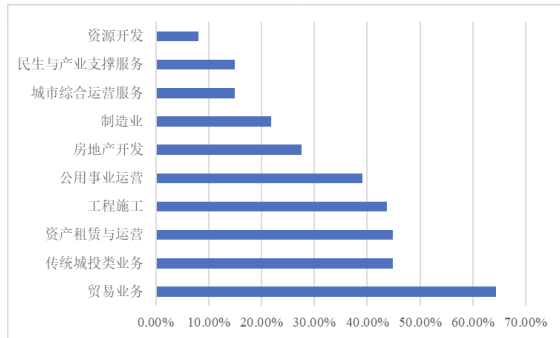
<sup>4</sup> 此处剔除 6 家未获取到收入明细数据的企业

<sup>5</sup> 主要业务是指 2024 年收入占比前五大的业务

<sup>6</sup> 公用事业运营指供水、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。城市综合运营服务指物业管理，环卫保洁、市政管养、智慧城市运营，以及景区、体育馆、会展中心等公共空间运维服务。民生与产业支撑服务指人力资源服务，食材配送、生猪屠宰、医疗综合、餐饮住宿、超市、殡葬等生活服务

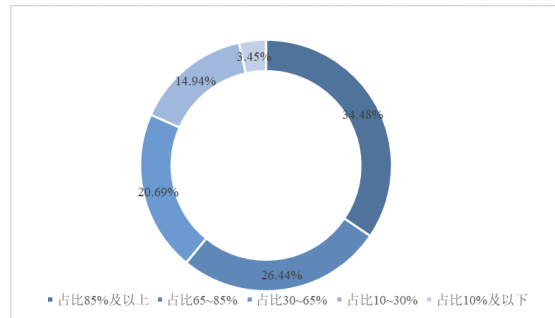
<sup>7</sup> 经营性业务及其收入占比的计算分子和分母均不考虑贸易和其他业务，下同

<sup>8</sup> 城建类资产指传统城投类业务所形成的应收款项、存货和其他非流动资产等科目



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 开展主要业务的样本企业数量占比



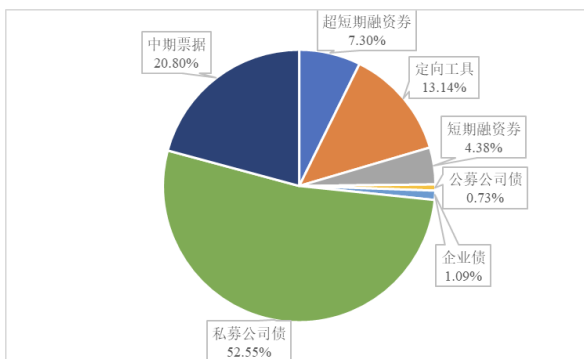
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 经营性业务收入占比的企业分布情况

## 2. 新增发债情况

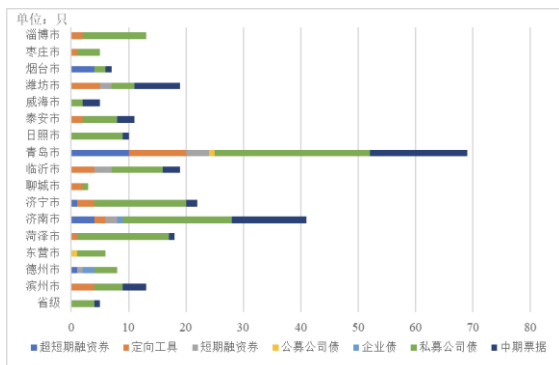
新增发债资金主要流向青岛和济南区域；新增债券中近八成用于偿还有息债务，说明当前转型融资仍以“债务接续”为主导，新增资金用于项目投资占比偏低。新增债券呈现出明显的私募偏好及担保需求上升的特征，或与新增发债主体层级下沉（区县及园区占比提升）以及部分主体信用资质限制有关。

债券品种结构方面，私募公司债发行数量占比超过 50.00%，占据主导地位，其次中期票据为第二大品种。同时，部分高信用等级主体实现银行间与交易所市场跨市场发行，体现了较强的市场认可度和融资能力。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 新增债券品种分布（按数量）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.7 新增债券区域分布（按数量）

从发行区域看，发行私募公司债的样本企业主要集中在青岛、济南、菏泽、济宁及淄博（数量从高到低），而发行中期票据的样本企业主要聚集在青岛、济南和潍坊（从高到低），潍坊中期票据发行绝大部分集中在寿光市金旭产业发展集团有限公司，募集资金用途为偿还有息借款/债务、下属子公司有息债务。

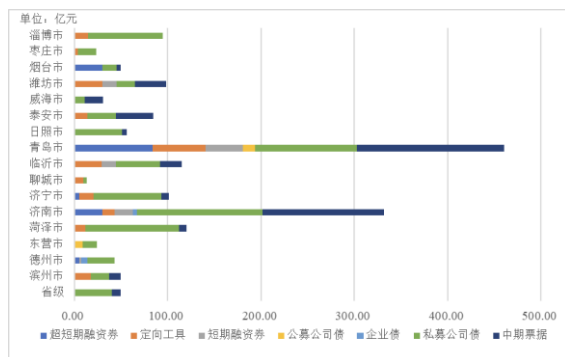
从用途看，偿还债务仍为最主要用途，新增债券中约 79%用于偿还金融机构借款等有息债务，剩余资金主要用于项目建设、补充流动资金、支持中小微企业发展、科创领域的相关投资及投资款置换等。

图 2.1 新增债券募集资金用途分布情况

用途	数量（只）	规模（亿元）	规模占比
偿还有息债务	189	1370.87	78.46%
偿还有息债务+补充流动资金	12	90.36	5.17%
偿还有息债务+投资	15	74.50	4.26%
股权或基金投资	11	38.90	2.23%
项目建设+补充流动资金	4	13.50	0.77%
项目投资	26	105.10	6.02%
支持中小微企业发展	17	54.00	3.09%

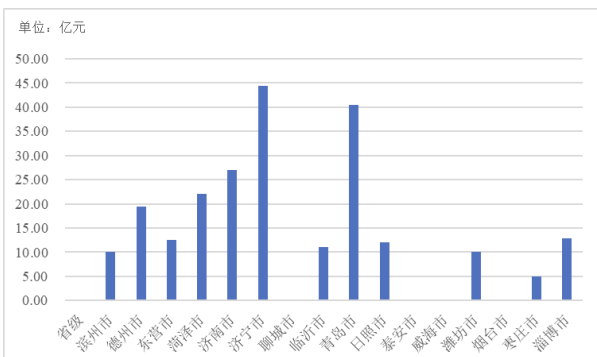
资料来源：Wind、联合资信整理

从发行规模的区域分布看，青岛、济南、菏泽和济宁为新增发债资金的主要流向地市（从高到低）。其中，青岛和济南发行规模均超 300 亿元，青岛和济南发行规模合计占 45%，远超其他地区。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.8 发行规模区域分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.9 增量贴标债资金区域分布

贴标债券方面，新增债券中贴标债券 50 只、规模合计 226.66 亿元，规模占比约 13%。济宁市、青岛市、济南市和菏泽市为新增债券中贴标债券规模前列地级市（从高到低），贴标债券中，乡村振兴债、科技创新债和低碳转型挂钩债为市场主流品种。

从债券担保情况看，274 只新增债券中有 73 只债券设有担保增信措施，其中约 84%为私募公司债。

### 三、实现新增发债主体转型情况

#### 1. 转型进展

存量主体和首发主体在资产结构调整方面均取得一定成效，存量主体净利润对政府补助的依赖程度有所加大，首发主体的政府补助依赖程度明显低于存量主体，在利润结构上更具市场化特征。

经过多年市场化转型发展，存量主体<sup>9</sup>资产规模保持增长，自营类资产占比持续提升。从净利润对政府补助的依赖程度看，与2020年相比，2025年存量主体的净利润对政府补助的依赖程度明显加大，主要受政府补助规模大幅增长以及净利润下降（净利润下降的原因主要表现为对外投资收益下降、房地产资产减值等方面）综合影响。剔除净利润为负的样本企业<sup>10</sup>后，2025年存量主体政府补助对净利润的贡献程度仍较2020年上升近200个百分点。综合来看，存量主体政府补助依赖程度上升虽有受到近年来宏观经济下行及房地产行业周期调整的影响，但也暴露出部分存量主体自身造血能力仍不足，在资产减值冲击下利润稳定性较弱的问题。

**表 3.1 存量主体主要经营性资产占比及净利润对政府补助依赖程度变化情况**

年份	资产平均值 (亿元)	年均复合 资产增速	资产类		利润类	剔除净利润为负的企业后，政府补助 占净利润的比重
			自营类资产占比	股权投资类资产占比	政府补助占净利润的比重	
2020年	617.71	--	33.64%	14.12%	91.65%	75.55%
2022年	889.16	12.91%	36.12%	13.85%	244.61%	178.65%
2024年	1060.43	6.05%	37.55%	13.45%	232.17%	205.04%
2025年	1163.27	5.60%	38.64%	13.20%	312.24%	273.36%

注：自营类资产用在建工程+固定资产+投资性房地产+无形资产估算；股权投资类资产用交易性金融资产+其他非流动金融资产+长期股权投资+其他权益工具投资+可供出售金融资产估算；政府补助用其他收益估算

资料来源：联合资信整理

对于首发主体<sup>11</sup>而言，单体资产体量相对较小，资产规模保持较快增长，净利润对政府补助依赖程度明显低于存量主体，且2025年较2023年占比明显降低。

**表 3.2 首发主体主要经营性资产占比及净利润对政府补助依赖程度变化情况**

年份	资产平均值 (亿元)	资产 同比增速	资产类		利润类	剔除净利润为负的企业后，政府补助 占净利润的比重
			自营类资产占比	股权投资类资产占比	政府补助占净利润的比重	
2023年	123.04	--	26.78%	15.51%	43.27%	37.12%
2024年	141.31	14.85%	27.95%	18.58%	27.82%	25.05%
2025年	163.04	15.38%	31.87%	20.62%	31.36%	26.53%

注：剔除2023—2025年中至少有一年净利润为负的样本企业，可获取首发样本企业52家

资料来源：联合资信整理

## 2. 转型方向及路径

山东省内企业主要的转型方向分为**城市综合服务商**（侧重于为所在区域提供民生

<sup>9</sup> 可获取财务数据的非首次发行并剔除具有并表关系的子公司后的样本企业共28家

<sup>10</sup> 剔除2020年、2022年、2024年及2025年中至少有一年净利润为负的样本企业后，可获取存量样本企业25家

<sup>11</sup> 可获取财务数据的首次发行并剔除具有并表关系子公司后的样本企业共59家

保障、类民生服务及城市空间服务)、**国有资产经营主体** (通过区域内国有资产经营实现国有资产的保值增值)、**产业投资运营主体**(服务于区域内产业发展及招商引资)。

通过对样本企业进行研究,各地市在不同资源禀赋、财政实力和债务压力条件约束下,其市场化转型的路径及方式有所差异,核心路径可概括为**平台整合重组**、**渐进式市场化转型**、**区域统筹**三大类。需要说明的是,分类路径并非彼此排斥,转型实践中常有组合使用。“组建新产投平台”路径在更大程度上能聚焦核心主业发展的同时,也面临资产划转复杂、国企之间利益协调等现实难题;“自身业务结构转型”路径虽较为平滑,但若通过资本运作等方式开展业务,对人才和市场化经营能力的要求高,相关业务的专业人才缺口亦需关注。

**表 3.3 山东省主要转型路径及方式**

分类	转型路径	操作方式	主要优势	主要劣势
平台整合重组	组建新产投平台	将地方产业类资源进行整合,注入新成立的产业投资公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 新组建的产投公司聚焦核心主业,可快速实现资源集中化和业务专业化</li> <li>● 新组建公司定位清晰、权责明确</li> <li>● 盘活区域存量资产,形成新的收入来源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 前期需要对区域内大量资产进行梳理、评估、确权,操作复杂度高</li> <li>● 涉及多方利益调整和人员安置,可能面临改革阻力</li> </ul>
	城投公司下设子公司	从城投母公司内部进行产业类资源整合调配,成立完全市场化运营的子公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 避免原有主体资产的大幅波动</li> <li>● 操作成本低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 依赖母公司现有的产业资源条件</li> </ul>
	城投公司上设母公司	通过股权划拨、资源划拨等方式,在城投子公司的基础上成立产业母公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可依托现有资源和团队快速形成新业务能力</li> <li>● 操作成本相对较低,推进周期较短</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 母公司定位模糊,容易造成与原有城投子公司的职能重叠</li> <li>● 母公司容易出现“空心化”,造成管理成本增加</li> </ul>
渐进式市场化转型	自身业务结构转型	城投公司立足自身主业和区域资源禀赋,通过股权投资、基金运作、并购重组等方式,整合区域内的产业资源推动业务结构从单一城市建设逐步向多元化经营转型	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 实现自我造血,现金流更可持续</li> <li>● 业务多元化有利于抵御行业周期波动</li> <li>● “城市运营商”模式与城市发展和民生需求深度融合,获得社会效益和经济效益</li> <li>● 转型路径较为平滑,减少与外部摩擦可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 资本运作专业能力要求高</li> <li>● 市场竞争激烈,存在投资失败风险</li> </ul>
区域统筹	层级上收	几个区县企业合并公司将股权上划至上一级	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 打破单一地域资源瓶颈,集中资源</li> <li>● 压缩下一级政府企业数量,缩短管理链条,提升运营管理能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 涉及资源梳理和人事安置任务量大,操作复杂程度很高</li> <li>● 可能面临股权层级拉长、管理成本增加及关联交易合规审查趋严的挑战</li> </ul>

资料来源:联合资信整理

## 四、相关建议

城投企业市场化转型是一项系统化工作,需从战略定位、执行路径、能力建设和风险底线控制等多个维度协同推进。

### （一）方向选择上分类施策

从山东省的实践经验来看，城投企业市场化转型并非“一刀切”的过程，而是需要根据各地市资源禀赋、财政实力和债务压力的差异化分类施策。

（1）对于产业基础良好、财政实力强的区域，建议城投平台摆脱传统基建依赖，可以向国有资本投资运营公司或产业投资运营主体发展，实现**资本引领与产业升级**。

（2）对于有一定产业基础但债务压力相对较大的区域，建议将**化解存量债务与培育特色产业**紧密结合，培育新的产业增长点。

（3）财政实力较弱、债务风险突出的区县，建议谨慎“投资扩张”，转向以**重民生运营的城市综合服务商**模式。

**表 4.1 不同特点城市城投企业主要转型路径建议**

城市特点	主要转型方向	路径类型	具体操作	核心逻辑
财政实力强+禀赋丰富	升级为国有资本投资、产业投资运营主体	平台整合重组（组建新产投平台/上设母公司）	操作一：城投企业依托较强的资本实力，转型为区域性国有资本投资平台或者产业投资运营主体。通过股权投资、基金运作、并购重组等方式，整合区域内的优质产业资源，实现国有资本的保值增值和产业培育、引导 操作二：围绕地方“新旧动能转换”战略，设立产业基金，投资或培育新能源、生物医药、集成电路、海洋经济等战略性新兴产业，推动“产城融合” 操作三：利用技术和资本优势，承接新兴城市治理与运营项目，如智慧交通、智慧水务、城市大数据平台等，从传统基建转向提供高附加值的城市服务	依托资本优势、彻底剥离政府融资职能，做市场化国有资本投资运营平台、产业培育主体
财政实力中等+具备一定工业基础+债务压力相对较大	产业投资运营主体	自身业务结构转型	操作一：将原有的城投平台整合或新设为产投公司，聚焦本地优势产业，通过“基金+基地”、“投资+招商”等模式，为产业集群提供配套服务和资本支持 操作二：积极利用资产证券化（ABS）、不动产投资信托基金（REITs）等工具，将具有稳定现金流的存量资产（如产业园区、收费公路、水利设施）盘活，回笼资金用于新项目投资 操作三：围绕本地核心企业和产业链上下游，开展供应链贸易、商业保理等业务，服务实体经济发展，同时形成新的收入来源	城市处于化债攻坚关键期，通过资本纽带运作，盘活本地产业
弱财政、债务压力较大	城市综合服务商	区域统筹（层级上收）或城投公司下设子公司	操作一：通过政府主导的资产重组，将区域内分散的供水、供热、污水处理、物业管理、停车场等具有现金流的特许经营权统一划转至城投平台，打造“城市管家”或“城市综合运营商”。 操作二：围绕本地中小微企业的发展需求，提供产业园区运营、标准化厂房租赁、供应链服务等，构建服务本地实体经济的微循环生态 操作三：紧密结合县域发展重点（如乡村振兴、绿色产业），发行对应的绿色债券、乡村振兴债券等，将自身转型融入地方发展规划	首先保证流动性，转型为第二目标，从“投资扩张”转向“运营服务”

资料来源：联合资信整理

（二）从“形式合规”到“实质转型经营”。城投企业转型过程中，资产划入应从多角度进行考量。包括**现金流**，注入资产能否产生独立、可持续的经营性现金流，而非依赖财政回款或关联方循环交易；**权属**，产权证是否完整、是否存在抵质押限制或未决诉讼；**价值**，评估入账价值的合理性。单纯的资产包装（如将公益性资产包装为经营性资产）不仅难以通过监管审查，更可能在后续融资中引发投资者对主体资质的质疑。在业务选择上，结合前文山东省样本企业实践经验（近 65%企业开展贸易

业务，约 40%涉足租赁、公用事业等），建议遵循以下原则：优先选择与区域资源禀赋契合、现金流稳定的业务（如公用事业、资产运营）；审慎开展贸易业务，避免虚胖式扩张；根据自身层级差异化选择，逐步积累市场化经营能力（地市级可探索产业投资，区县级从轻资产民生服务切入）；避免多元化冒进。

**（三）加快专业化人才队伍建设。**城投企业传统人才结构一般以工程管理、行政管理为主，而城投企业转型过程中面临产业研究人才、资本运作人才以及市场化经营人才的缺乏，建议加大市场化人才引进力度，同时完善市场化经营机制。

**（四）加强外部机构交流合作。**如前文所述，城投企业转型过程中往往伴随着资产重组、划转等，建议在此过程中，特别是有存续债券的主体应提前与投资人及相关中介机构进行沟通，避免因主体发生重大变化导致二级市场债券估值大幅波动以及信用水平变化等，进而引发区域性信用风险。

## 五、总结

山东省各地市城投企业正经历从“融资平台”向“市场化经营”的转型实践，各城市企业结合资源禀赋、财政实力与债务压力选择差异化路径，省内转型现状呈现**济青双核引领、圈层分化、路径多元的区域特色**，青岛、济南凭借强财政与产业基础，新增发债主体聚集效应更为明显，且区县级平台市场化转型节奏更快，形成多点开花局面；而济宁、临沂等城市仍依赖市级平台突破，区域内部转型节奏分化。

从新增融资结构来看，**省内转型主体新增融资结构仍以“债务接续”为主**，近八成新增融资用于债务接续，资金并未大规模流向项目/产业投资，“**以时间换空间”仍是新增融资主旋律**。存量主体尽管资产规模持续扩张、经营性资产占比提升，但其净利润对政府补助的依赖不降反升，意味着部分主体**实现“自我造血”的良性循环尚需时日**。首发主体在利润结构上展现更市场化特征，但其较小的资产体量和尚在处于整合的初期阶段，转型的成效仍需经历宏观经济周期的压力测试。

展望未来，2028 年底前存量隐性债务“清零”的目标下，山东省部分城投企业转型需从“形式达标”迈向“实质经营”。短期看，隐性债务清零与债务置换为城投企业“轻装上阵”提供了时间窗口与助力；中期看，“一企一策”的分类转型方案能否落地，地方政府的统筹协调能力和资源注入意愿是主要影响因素。

## 联系人

投资人服务 010-85172818-8088 [investorservice@lhratings.com](mailto: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。