



江苏百强县城投转型观察

联合资信 公用评级二部
李晓晓 王 菁



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



一、引言

剥离融资平台政府融资职能、推动城投平台市场化转型，是当前地方政府隐性债务常态化管控下的核心改革抓手，亦是防范化解区域债务风险、匹配县域经济高质量发展的关键举措。本次研究选取县域而非区县作为分析对象，核心动因在于县域相较于市辖区来说具备更强的发展管理自主权，行政权责、经济发展职能相较于市辖区更为完整独立，更能直观体现城投平台自主转型的真实成效，以此规避市辖区依附市级统筹、发展权限受限带来的样本偏差。

江苏省兼具经济体量优势与城投债务集中特征，为研究县域城投转型提供了典型样本。作为经济大省，2025 年江苏省 GDP 突破 14 万亿元，位列全国第二，高新技术产业产值占规上工业比重达 52.1%，产业基础扎实。全省 40 个县域的土地面积、常住人口、GDP 分别占全省 60.34%、近 44%、近 40%，是全省经济增长的核心底盘。与此同时，江苏也是城投债务规模较高、化债转型实践较为集中的省份之一。2025 年底江苏省城投有息债务总规模近 11 万亿元，居全国首位；省内先后落地财政部隐性债务化解试点、城投平台市场化出清先行先试等改革任务。根据公开数据，2025 年以来江苏省深化融资平台清理转型，全年退出超 300 家，截至 2026 年 1 月底全省累计退出 984 家，苏州、南京、南通等经济强市退出数量领先。其经济体量、债务规模与化债转型实践的综合优势，构成本次研究选定江苏的核心依据。

从城投市场结构看，县域城投呈现“主体数量多、债务高度集中”特征：截至 2025 年末，江苏省县域存续城投债规模占全省的 23.72%，其中 25 个全国百强县城投存续债占全部县域城投债规模的 80.47%，县域债务高度集中于头部百强县。依据《2025 赛迪县域经济高质量发展评价》，江苏共计 25 个百强县，上榜数量连续多年全国第一，合计贡献全省县域 GDP 八成以上，集中省内优质财政资源、优质城投主体，承载绝大多数县域城投债务，是观测县域城投转型的核心样本。一方面，江苏百强县整体经济底子雄厚、财政承载能力较强，全省自上而下统筹出台系列化债转型配套政策，各地百强县主动落实改革要求，平台市场化转型推进速度快、落地举措完善，转型工作走在全国县域前列；另一方面，25 个百强县完整覆盖苏南、苏中、苏北三大经济梯度，各地产业禀赋、财政实力、平台转型进度存在显著分层，能够完整反映不同发展水平县域城投转型的实践成效、共性与差异化路径。

综上，江苏百强县依托领先的县域经济实力、充裕的财政禀赋，同时债务集聚特征突出、转型实践丰富且区域分层特征显著。兼具经济标杆性、债务典型性与改革代表性的江苏百强县，是探析县域城投转型成效、现存短板与发展趋势的优质典型样本。本文首先梳理江苏省城投转型政策脉络，继而从存量城投财务指标以及新增债券发行

两大维度，系统剖析百强县城投转型现状、区域分化特征与现存短板，并对中长期平台转型、区域信用风险演变作出展望。

二、江苏 25 个百强县产业发展情况

江苏百强县产业基础呈现苏南领跑、苏中临港突破、苏北特色制造追赶的梯度分化格局，区域禀赋差异为后续城投转型路径分化奠定了底层逻辑。

江苏省的 25 个百强县分散于全省 11 个地级市。按区域划分，其中苏南、苏中和苏北区域百强县个数分别为 8 个、9 个和 8 个。

江苏省百强县经济呈现苏南领跑、苏中临港突破、苏北特色制造追赶的梯度分化格局。苏南依托电子信息、新材料、动力电池等千亿级高端制造集群，财政综合实力雄厚，土地、园区、科创载体等优质经营性资产储备充足，城投具备开展产业股权投资、园区综合运营、科创服务的基础，市场化转型起步最早、资本运作能力领先；苏中沿江沿海岸线、港口滩涂资源突出，海工、风电、临港化工产业增速较快，城投转型核心抓手集中于园区厂房租赁、港口公用事业、物流配套，仍保留一定规模基建代建业务；苏北以新能源、特色轻工、农产品加工为主，产业单体规模偏小，现金流稳定的收费类经营性资产稀缺，财政自给率偏弱，城投转型受资产、财力双重约束，市场化业务以小额贸易、基础物业服务为主，盈利厚度不足。全省百强县普遍同步推进传统产业升级与新能源、新材料等新兴产业培育，产业禀赋直接决定城投产业投资、自营项目布局空间。尽管各地工业增长动能存在差异，但均面临基建职能刚性存续、新兴产业回报周期长、短期难以摆脱政府补助依赖的共性转型难题。

图表 1 江苏省 25 个百强县及其产业概况

百强县名称	百强县排名	所属地级市	所属区域	产业概况
昆山市	1	苏州市	苏南	主导产业为电子信息产业、光电半导体、智能装备等，拥有 1 个千亿级 IT（通信设备、计算机及其他电子设备）产业集群和 13 个百亿级产业集群
江阴市	2	无锡市	苏南	高端纺织服装、石化新材料、金属新材料等 3 个千亿级产业；新能源、集成电路、高端装备、生物医药等 4 个战略性新兴产业；5G 通信、智能制造、节能环保、现代物流、健康文旅等 5 个未来产业
张家港市	3	苏州市	苏南	四大主导产业：冶金新材料、智能装备、化工新材料、高端纺织；四大新兴产业：新能源、数字经济、生物医药及高端医疗器械、先进特色半导体
常熟市	5	苏州市	苏南	主导产业为装备制造、电子信息、纺织服装、汽车零部件四大传统产业，培育新能源、新材料、生物医药、新一代信息技术四大新兴产业，拥有千亿级装备制造产业集群，高技术制造业产值同比增长

				20.8%，是长三角重要的制造业基地
太仓市	8	苏州市	苏南	构建“四大主导+四大特色”产业体系，高端装备、先进材料、航空航天、生物医药四大主导产业占规上工业产值 77.9%，同步发展工业母机、美妆、汽车零部件等特色产业，是长三角重要的高端装备制造基地和德国企业在华投资核心集聚区
宜兴市	9	无锡市	苏南	建强“3+3+N”现代产业集群，电线电缆、节能环保、陶瓷耐材三大地标产业产值超 2300 亿元，新能源、集成电路、生命健康三大新兴产业产值超 700 亿元，“3+X”未来产业产值超 100 亿元，是国内知名的环保产业基地、电线电缆产业集群
如皋市	20	南通市	苏中	依托丰富的岸线资源，近年加快建设江海河铁联运枢纽；已初步形成“智能装备制造、新能源汽车及汽车零部件、高端新材料、新一代信息技术、光电及第三代半导体”五大制造业产业和“现代物流、生态旅游”两大服务业的“5+2”特色产业体系
海安市	23	南通市	苏中	形成高端装备制造、新能源汽车及汽车零部件、高端新材料、新一代信息技术、光电及第三代半导体五大制造业主导产业，现代物流、生态旅游两大服务业特色产业，是长三角重要的装备制造基地，纺织丝绸、电梯设备产业全国领先
启东市	24	南通市	苏中	海工装备、先进材料、新型能源等特色优势产业，培养产业：深远海装备、海洋生物医药等未来产业
丹阳市	26	镇江市	苏南	以眼镜、五金工具、汽车零部件和家居为“四大传统特色产业”；培育产业：新材料、先进装备制造、新医药及新型医疗器械
溧阳市	27	常州市	苏南	构建“2+2+X”现代产业体系，动力电池产业产值突破千亿级，高端装备、绿色建材、食品加工等产业协同发展，是国内知名的动力电池生产基地、电梯安装之乡，饲料机械产业全球领先
泰兴市	32	泰州市	苏中	机电、化工、医药三大支柱产业；培育产业：精细化工及新材料产业、高端装备制造产业、医药及医疗器械产业、新型食品产业、绿色环保产业、新能源产业
靖江市	33	泰州市	苏中	岸线资源丰富；已形成了以船舶制造、汽车及汽车零部件、电机电器产业、工程机械四大主导产业和新材料、新一代信息技术、航空航天装备、大健康四大新兴产业为代表的“四主四新”产业体系
东台市	34	盐城市	苏北	农业强市，新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业
如东县	35	南通市	苏中	依托港口优势，如东县利用滩涂围垦形成的土地资源兴起数个工业园区，加速沿海产业聚集，大力发展新能源、新材料、新装备等新兴主导产业；如东县拥有丰富的海洋、滩涂资源，发展海洋风能产业具备得天独厚的优势，已建成 32 座风电场，风电总装机规模约占江苏省的四分之一
邳州市	45	徐州市	苏北	邳州市形成碳基新材料产业、半导体材料与设备产业、节能环保产业、生态家居产业、高端装备制造产业和绿色食品产业等六大主导

				产业
仪征市	50	扬州市	苏中	形成汽车及零部件、高端装备、新材料、生命健康四大主导产业，汽车零部件产业产值占比超 60%，是上汽大众核心生产基地，同时发展化纤、船舶、文旅等特色产业，膜级聚酯材料产能占全国半壁江山
高邮市	59	扬州市	苏中	构建高端装备、电子信息、绿色食品、新材料四大主导产业，照明灯具、光伏、电线电缆等产业特色鲜明，是全国知名的路灯制造基地、羽绒之乡，光伏产业快速崛起
沭阳县	61	宿迁市	苏北	机电装备、高端纺织、绿色家居三大工业主导产业；绿色家居产业由木材加工转型升级而来，全省最大、产业链最完备的木材产业集群之一；“花木之乡”，种植面积 60 万亩，品种 3000 余种，电商销售占全国 1/3
兴化市	63	泰州市	苏中	不锈钢制品、健康食品和装备制造三大支柱产业，同步培育发展新能源及新能源汽车、新材料、电子信息产业
沛县	64	徐州市	苏北	形成新能源、新材料、高端装备、绿色食品四大主导产业，煤炭精深加工、铝加工、农产品加工等产业基础雄厚，是华东地区重要的煤炭电力基地、铝加工产业集群
射阳县	69	盐城市	苏北	构建新能源、新材料、高端装备、绿色食品、纺织服装五大主导产业，风电装备、光伏、食品加工等产业特色突出，是国内知名的纺织产业基地、水产品加工基地，新能源产业快速发展
建湖县	74	盐城市	苏北	形成高端装备、新能源、新材料、绿色食品、电子信息五大主导产业，石油装备、节能电光源、航空航天等产业全国领先，是“中国油田装备制造基地”“中国节能电光源制造基地”
阜宁县	80	盐城市	苏北	构建新能源、新材料、高端装备、绿色食品、环保滤料五大主导产业，环保滤料产业全国市场占比超 60%，风电装备、光伏、食品加工等产业快速发展，是国内知名的环保滤料之乡
涟水县	86	淮安市	苏北	形成食品饮料、纺织服装、高端装备、新材料、电子信息五大主导产业，酿酒产业全国知名，今世缘酒业为龙头企业，同步发展新能源、现代物流等特色产业，是华东地区重要的食品饮料生产基地

注：以上名单及排名取自《2025 赛迪县域经济高质量发展评价》

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、江苏城投转型相关政策梳理

江苏省级层面围绕融资平台公司市场化转型持续出台系列配套指导文件，逐步搭建起平台整合、资产盘活、治理改革、业务拓展的完整转型制度框架，为县域城投转型划定改革方向。

2020 年至今，江苏省围绕城投市场化转型构建了覆盖治理、资产、债务、资本工具的完整政策体系，改革重心随时间持续迭代升级。2020 年出台顶层文件，明确剥离平台政府融资职能，要求完善现代法人治理，推动城投转型为自负盈亏的市场化主体；

2023 年建立常态化转型推进与月度债务监测机制，配套“十四五”国企改革规划，统筹平台整合、业务培育与风险防控；2025 年政策聚焦存量资产提质增效，部署国有资产全面清查，推动“两非两资”出清、经营性资产归集，鼓励产业并购与股权投资，引导城投向国有资本投资运营平台转型；2026 年进一步出台配套文件，放开 REITs、ABS、ABN 等资产证券化工具，支持交通类城投盘活稳定现金流存量资产、拓宽市场化融资渠道。整体政策脉络从早期“剥离融资职能、严控新增隐性债务”，逐步延伸至存量资产盘活、国企机制改革、多元化资本运作全链条，自上而下为全省包括 25 个百强县在内的区县城投划定统一改革方向，提供清晰实施路径与实操工具，为各地平台整合、业务转型、债务缓释提供制度支撑。

图表 2 2020 年以来江苏省城投转型相关政策

政策文件	发布时间	主要内容
《省政府办公厅关于加强市县国有企业竞争性领域投资监管的指导意见》	2020 年 10 月	市县市政府要加快剥离平台公司政府融资职能，推进平台公司按照现代企业制度要求，健全公司章程，完善法人治理结构，突出做强主业，拓宽经营领域，使平台公司真正转型为自主经营、独立核算、自负盈亏的市场主体
《江苏省国资委对政协江苏省十三届委员会第一次会议第 0313 号提案的会办意见》	2023 年 5 月	一是构建推动转型工作体系，将指导市县平台公司市场化转型作为指导市县国资监管重点任务，每年纳入《年度工作要点》并持续推进落实；建立市县国有企业债务风险防范监测机制，按月对债务规模、债券存量及兑付资金落实情况、购地情况进行监测，及时提示风险，确保转型安全。二是出台推动转型制度文件，贯彻落实省委省政府关于融资平台公司经营性债务管理文件精神，要求市县国资监管机构结合制定“十四五”规划和国企改革三年行动，推进所监管融资平台公司市场化转型。三是统筹转型发展布局，编制《“十四五”市县国有企业改革发展规划》，明确市县融资平台公司整合重组、市场化转型路径、经营性业务培育、债务风险防控等重点任务
《省国资委对省政协十三届三次会议第 0094 号提案的会办意见（关于江苏省地方政府平台公司产业转型升级的提案）》	2025 年 6 月	扎实开展企业国有资产清查利用，全面推开全省工商类企业国有资产清查利用工作，推进“两非”“两资”处置出清、国企重组整合、经营性国有资产集中统一监管，提升国有资产配置运营效率；持续深化国企改革，优化平台公司组织架构、制度流程、管控模式，健全法人治理体系，完善人才激励机制；推动国有平台公司市场化转型，剥离政府非经营性项目融资职能，通过产业国企股权并购开展资源整合，推动平台从政府投融资平台向国有资本投资、运营公司转型
《省政府关于进一步完善投融资机制加快高速公路和干线航道建设的意见》	2026 年 4 月	支持交通类城投平台立足主业加快市场化转型，壮大经营性业务规模，全面提升平台自主市场化投融资与运营能力；鼓励符合条件的经营性高速公路，运用基础设施领域不动产投资

		信托基金（REITs）、资产支持证券（ABS）、资产支持票据（ABN）等方式，进一步盘活存量资产
--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、江苏百强县城投转型现状

（一）存量城投转型视角

从存量城投转型视角看，江苏百强县城投企业股权投资和自营资产占比持续提升，城建类资产及收入占比下行，业务多元化取得阶段性进展，但经营性主业盈利能力不足、利润实质依赖财政补助等结构性短板仍未根本缓解。

1. 样本与指标选取

为保证样本数据可比性，本报告根据联合资信行业分类标准筛选出 2018 年及 2025 年财务数据可得江苏 25 个百强县城投企业，获得样本城投企业 89 家。指标选取方面，城投企业的资产、收入、利润构成中来自政府部门的占比越低，表明其市场化程度越高，一定程度上可以说明其市场化转型程度。本报告以此作为研究存量城投企业转型现状的基础，通过选取相关资产、收入和利润指标对样本城投企业 2018—2025 年的变化情况进行分析。

从资产类指标来看，城建类资产占比越低，股权和基金类投资占比、自营类资产占比越高，表明城投企业市场化业务拓展力度越大；从收入类指标来看，城建类收入占比越低，表明城投企业的市场化程度越高；从利润类指标来看，政府补助占净利润比重越低，表明城投企业对政府补助的依赖程度越低，投资收益占净利润比重越高，表明股权基金类投资对利润的贡献度越高。

图表 3 城投企业转型类指标选取及含义

指标类型	指标计算	经济含义	数据处理方式
资产类	城建类资产占比=（存货+其他非流动资产）/资产总额*100%	反映城投企业城建类资产占资产总额的比重	中位数
	股权和基金类投资占比=（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+可供出售金融资产）/资产总额*100%	反映城投企业股权和基金类投资的比重	中位数
	自营类资产占比=（固定资产+无形资产+在建工程+投资性房地产）/资产总额*100%	反映城投企业自营类资产占资产总额的比重	中位数
收入类	城建类业务收入占比=城投类收入/营业总收入	反映城投企业对城投类收入的依赖程度	中位数
利润类	政府补助占净利润比重=（其他收益+营业外收入）/净利润	反映企业利润来自地方政府的占比	中位数
	投资收益占净利润比重=投资收益/净利润	反映企业利润来自股权和基金类投资收益的占比	中位数

注：上述指标选取存在一定的局限性，例如存货和其他非流动资产科目可能包含非城建类资产，导致指标值存在误差，其他指标亦存在类似的情况

数据来源：联合资信整理

2. 转型指标整体表现

从资产类指标来看，2025 年底，江苏省百强县样本城投企业股权和基金类投资占比、自营项目投资占比的中位数较 2018 年底分别提高 1.87 和 1.54 个百分点，城建类资产占比较 2018 年底下降 4.07 个百分点，说明江苏百强县城投持续归集园区、水务、物业等自持运营资产，同步依托本地产业开展股权投资、设立产业基金，资产结构持续向市场化经营属性倾斜。

图表 4 江苏省百强县样本城投企业各指标中位数及变动情况

年份	资产类			收入类	利润类	
	城建类资产占比	股权和基金类投资占比	自营类资产占比	城建类业务收入占比	政府补助占净利润比重	投资收益占净利润比重
2018 年（末）	45.92%	1.18%	11.55%	39.43%	66.36%	0.92%
2025 年（末）	41.85%	3.05%	13.09%	36.27%	111.49%	4.66%
变化情况	-4.07%	1.87%	1.54%	-3.16%	45.13%	3.74%

注：标红数据表明样本企业取得正向转型成效
数据来源：联合资信根据公开资料整理

从收入类指标来看，2025 年，江苏省百强县样本城投企业城建类收入占比的中位数较 2018 年下降 3.16 个百分点。主要驱动因素有二：一是平台拓展物业、检测、资产租赁、商品贸易等市场化业务，形成新的营收来源；二是部分企业调整会计核算方式，如将政府代建收入由全额法改为净额法确认，压降传统政府类业务账面营收规模，收入端市场化转型成效趋于显性。

从利润类指标来看，2025 年，江苏省百强县样本城投企业投资收益占净利润比重的中位数较 2018 年提高 3.74 个百分点，主要系前期布局的产业股权、基金投资项目逐步兑现分红，资本运作成为利润补充渠道。但政府补助占净利润比重大幅抬升 45.13 个百分点，意味着企业仅依靠经营性业务已出现亏损，必须依靠财政补贴才能维持净利润为正。核心成因在于：2018—2025 年样本城投有息债务规模近乎翻倍，财务费用持续侵蚀经营利润；同时市场化自营项目多处于培育期，部分业务（如贸易业务）毛利率偏低，内生盈利不足以覆盖债务成本，地方政府被迫加大补助力度托底企业利润，暴露出平台“业务形式转型、盈利实质依赖财政”的核心短板。

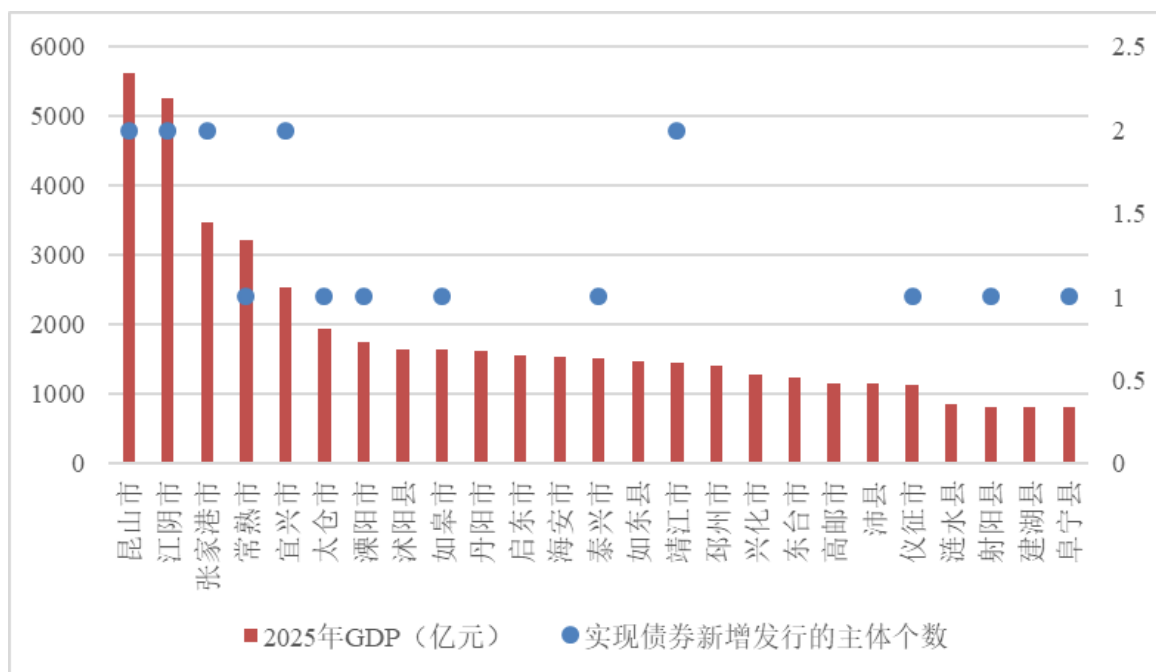
（二）新增发债视角

从新增发债视角看，债券新增发行资源高度集中于 GDP 和财政实力靠前的苏南头部县域，AA+主体级别数量占比较高；新增发行主体财务结构优于存量城投样本，呈现城建类资产占比低、股权基金投资和自营类资产占比高、投资收益贡献显著等特征，但转型赛道集中于物业、租赁、贸易等领域，同质化问题突出。

本文筛选了江苏省城市基础设施建设和产业投资企业 2024 年 10 月至 2026 年 6 月底发行的全部债券，剔除了其中募集资金用途仅为借新还旧的债券以及未披露募集资金用途的债券，共获得样本债券 125 只，涉及主体共 62 家，其中涉及区县级企业 29 家，占比 46.77%。区县级样本企业中百强县样本 18 家，占江苏省区县级新增发行主体数量的 62.07%，为江苏省区县级平台新增发行的主力。

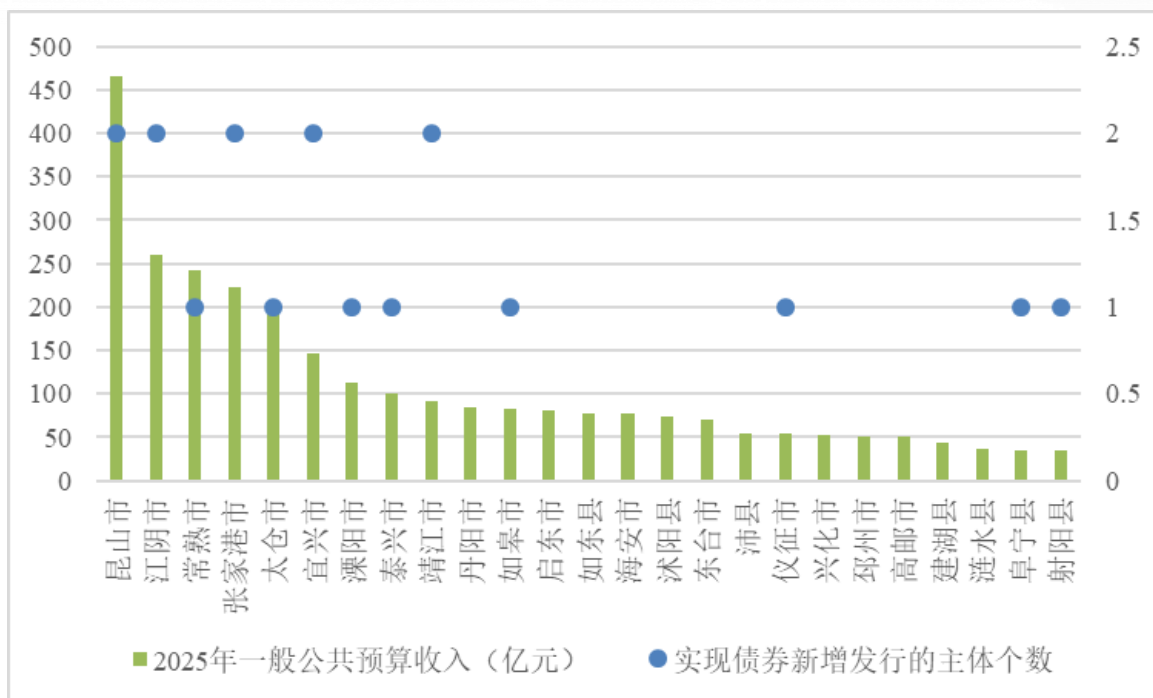
（1）25 个百强县新增发行样本分布情况

2024 年 10 月以来，江苏省 25 个百强县中 18 家实现新增发行的样本主体分散于 13 个县域，其中首发主体 14 家。新增发行主体主要集中于经济和财政实力靠前的百强县：按 2025 年 GDP 排序，前 10 个百强县涉及主体 12 家，占新发主体样本的 66.67%；按 2025 年一般公共预算收入排序，前 10 个百强县涉及主体 14 家，占比 77.78%。分区域看，苏南、苏中、苏北新发主体数量分别为 11 家、5 家和 2 家，区域梯度特征明显。



注：江苏百强县按 2025 年 GDP 降序排列
 数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 5 江苏省百强县 GDP 及新增发行主体分布情况

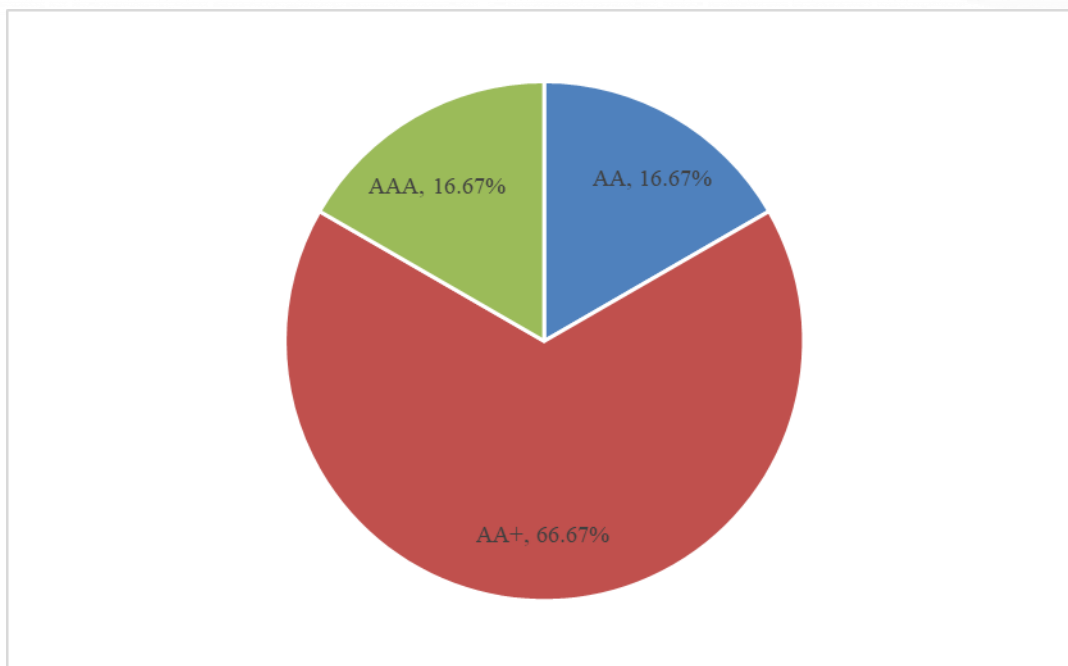


注：江苏百强县按 2025 年一般公共预算收入降序排列
 数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 6 江苏省百强县一般公共预算收入及新增发行主体分布情况

（2）级别分布情况

从级别分布来看，江苏省百强县新增发行的样本城投企业主体级别集中于 AA⁺，占比 66.67%；AAA 及 AA 级别主体占比相当。AAA 主体主要集中于昆山、江阴等头部苏南百强县。



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 7 江苏省百强县新增发行主体级别分布情况

（3）财务特征情况

江苏省百强县实现债券新增发行的 18 家样本主体，剔除 2 家无 2025 年财务数据的企业后，剩余 16 家企业的财务指标显示：江苏百强县实现债券新增发行的样本主体已基本剥离传统基建代建主业，城建类资产占比相对较低，而股权和基金类投资及自营类资产占比较高，投资收益对净利润贡献显著，政府补助仍对净利润形成一定支撑，但占比已降至 30% 以下。

图表 8 江苏省百强县新增发行主体与存量城投样本资产、收入及利润类指标对比情况

2025 年（末）	资产类			收入类	利润类	
	城建类资产占比	股权和基金类投资占比	自营类资产占比	城建类业务收入占比	政府补助占净利润比重	投资收益占净利润比重
新增发行样本主体	11.94%	17.40%	27.85%	0.00%	28.78%	48.78%
江苏百强县存量城投样本	41.85%	3.05%	13.09%	36.27%	111.49%	4.66%

数据来源：联合资信根据公开资料整理

从盈利能力指标来看，新增发行样本主体的综合毛利率、总资产报酬率和现金收入比指标均优于存量城投的指标表现，市场化业务盈利质量更高。存量城投的净利率指标高于新增发行样本主体，但该优势完全来自大额政府补助，剔除补贴后经营性业务普遍亏损，两类主体盈利质量存在本质差距。

图表 9 江苏省百强县新增发行主体与存量城投样本盈利能力及回款指标对比情况

2025 年	盈利能力指标			回款指标
	综合毛利率	净利率	总资产报酬率	现金收入比
新增发行样本主体	29.01%	5.92%	1.25%	1.05 倍
江苏百强县存量城投样本	15.04%	8.43%	0.77%	0.97 倍

数据来源：联合资信根据公开资料整理

（4）江苏百强县新增发行主体分类特征

根据江苏百强县新增发行主体收入构成情况对其转型类型进行分类，大致分为四类：园区运营类、公用事业类、城市综合服务类和文旅景区运营类。园区运营类业务资产盘活难度低、落地门槛小，是县域城投最易推进、布局最广泛的市场化转型赛道，租金与运营服务费可形成相对持续稳定的经营性现金流；公用事业类现金流持续性强、波动小，属于市场认可度较高的稳健型发债主体。

图表 10 江苏省百强县新增发行主体分类特征情况

转型类型	主要业务类型	特点	样本数量
园区运营类	厂房/商铺/写字楼租赁、产业园区运营、资产管理、融资租赁、商业保理、物业、招商引资服务	以产业载体租赁、园区运营、资产运营为核心收入来源，承载地方产业招商、小微企业载体配套功能，是最易推进、布局最广泛的市场化转型赛道，市场化现金流相对稳定	7
公用事业类	粮食粮油销售、城市水务、燃气/天然气、电力、蒸汽、供热、管件制造、固废处置、污水运维、垃圾处理	经营区域刚需公共服务，具备特许经营属性，现金流持续性强、波动小，属于市场认可度较高的稳健型发债主体	3
城市综合服务类	保安/安保服务、劳务派遣、乡村振兴农业、殡葬服务、城市综合运维、建筑施工、押运	以城市配套综合服务、专项特色产业为核心，业务多元	4
文旅景区运营类	景区运营、文旅开发、酒店餐饮、文旅商品销售、文旅场馆租赁、文创、文旅运营管理	核心资产为景区、文旅场馆，收入依托门票、文旅运营、文旅配套租赁，具备消费属性，现金流季节性较强	2

数据来源：联合资信根据公开资料整理

根据江苏百强县样本城投企业收入构成情况对其业务类型进行分类，样本城投企业热门业务类型为服务类、资产租赁类及贸易类，其中服务类以安保服务、检测服务、物业服务、人力资源服务等为主，资产租赁类以厂房、房屋租赁等为主，贸易类涵盖粮食销售及其他商品贸易。现阶段城投转型赛道集中于物业、租赁、贸易等领域，同质化问题突出。

图表 11 样本企业主营业务情况

业务分类	出现频次
服务类	12
资产租赁类	10

贸易类	5
公用事业类	4
工程施工类	2
能源开发类	1

数据来源：联合资信根据公开资料整理

五、结论与展望

（一）核心结论

江苏百强县产业体系完备、经营性存量资产储备充裕，是国内县域城投开展市场化转型的优质载体。江苏省 25 个百强县布局高端制造、临港经济、新能源等多元产业集群，配套园区、公用设施、产业载体等可运营资产规模充足，政策层面也配套完整转型改革工具，为城投拓展自营业、产业投资、资产证券化运作提供了得天独厚的资源与制度支撑。

转型整体呈现阶段性表层成效，但内生盈利短板有待进一步完善。2018—2025 年江苏百强县城投企业持续优化资产与业务结构，减少传统城建资产、扩充自持经营性资产与产业股权投资，城建类资产及营收占比持续下行，业务多元化落地取得可见进展。但由于债务规模翻倍带来高额财务费用，叠加平台经营性主业自身盈利能力偏弱，多数企业必须依靠政府补助才能维持账面盈利，呈现“业务形式转型、盈利实质依赖财政”特征，内生偿债现金流尚未有效夯实。

债券融资资源持续向头部强财力县域集中。2024 年 10 月以来百强县城投实现债券新增发行的主体集中于 GDP、财政收入排名前列县域，AA⁺为主体主流评级；苏北财力偏弱县域新发主体数量少，债券发行难度、融资成本抬升，区域信用“强者恒强、尾部收缩”格局固化。

新增发行主体与存量城投样本在资产结构、盈利造血、市场化融资能力上形成明显分化，二者经营质量差距持续拉大。实现新增发债的百强县城投主体已基本剥离政府代建业务，城建资产占比仅 11.94%，投资收益成为核心利润来源，政府补助依赖度降至 30% 以内，毛利率、经营回款等盈利指标大幅优于存量样本；而存量城投样本仍深陷“基建代建+财政托底”传统模式，两类主体经营、融资能力差距持续拉大。同时当前转型赛道同质化严重，多数平台扎堆物业、租赁、贸易等领域。

（二）未来展望

政策层面，化债重心由存量置换转向经营性债务长效管控，弱资质平台加速整合出清。未来省内政策将持续收紧政府融资职能管控，持续压降、整合零散融资平台，推进闲置、低效国有资产全面盘活；科创贴息、专项债、REITs、ABS 等市场化融资工具将定向倾斜至具备稳定经营性现金流的成熟转型主体。对于苏北财力薄弱、经营

性资产稀缺的尾部县域独立城投，市级统筹跨县域国资重组、平台合并、有序市场化出清将成为常态化操作，单一县域小型城投独立存续空间持续压缩。

业务层面，短期内综合服务、资产租赁仍是县域城投基础转型底牌；中长期看，平台需结合本地产业禀赋走差异化路线：苏南深耕产业投资与园区综合运营，苏中做强临港公用与仓储物流，苏北发力新能源配套与特色文旅，同步盘活水务、厂房等收费类存量资产，降低低毛利贸易业务权重，构建可持续现金流。

中长期看，城投需剥离纯政府融资职能，深度绑定地方产业链，完成从基建代建平台向城市综合运营商和产业资本投资主体的实质性转型，弱化政府补助依赖，实现债务化解与区域产业培育双向赋能。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 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。