



湖州市城投企业新增发债与转型研究

联合资信 公用评级三部 | 王昀千



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，城投企业退平台与市场化转型进程全面加速。浙江省作为经济大省，城投企业转型与发展走在全国前列。在浙江省内，湖州市经济和财政体量中游而债务压力相对较大，化债与转型更为紧迫。本文梳理了湖州市新增发债的样本主体，通过分析企业融资表现与区县分化特征等，总结城投企业转型路径和方向选择等经验。

二、湖州市新增发债主体群体画像

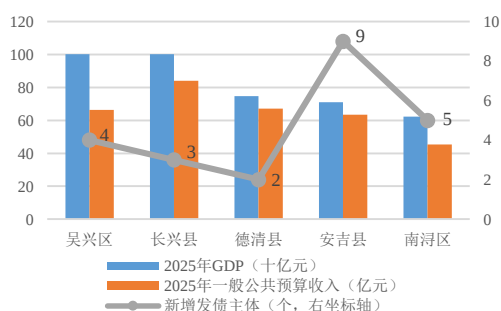
本文以 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 7 月 31 日湖州市城投和产投类¹主体发行的全部债券为基础，剔除了其中募集资金用途仅为借新还旧²的债券，共获得**新增样本债券 71 只**，涉及主体**27 家**。其中，首发³主体 21 家，涉及样本债券 33 只；存续主体 6 家，涉及样本债券 38 只。

1. 新增发债样本主体特征

湖州市新增发债的样本主体以区县级主体为主，下辖“两区三县”均实现新增发债，各区县转型节奏有所分化，其中安吉县新增发债主体数量最多。样本主体信用等级以 AA+ 为主，多数主体已具备一定市场化收入基础，但整体盈利能力仍有待提升。

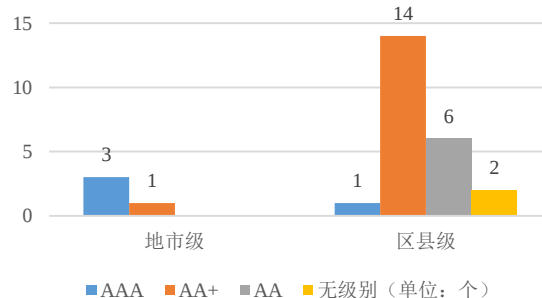
从行政层级来看，27 家新增发债主体中共有 4 家地市级平台，占比为 14.81%；区县级平台数量为 23 家，占比 85.19%，是新增发债市场的主要力量。

从区域分布情况看，湖州市区县产业基础活跃，财政实力较强，下辖“两区三县”均有实现新增发债的样本主体，其中安吉县实现新增发债样本主体最多，市场化转型成效有所显现。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 区县级新增发债主体区域分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 新增发债主体信用等级分布情况

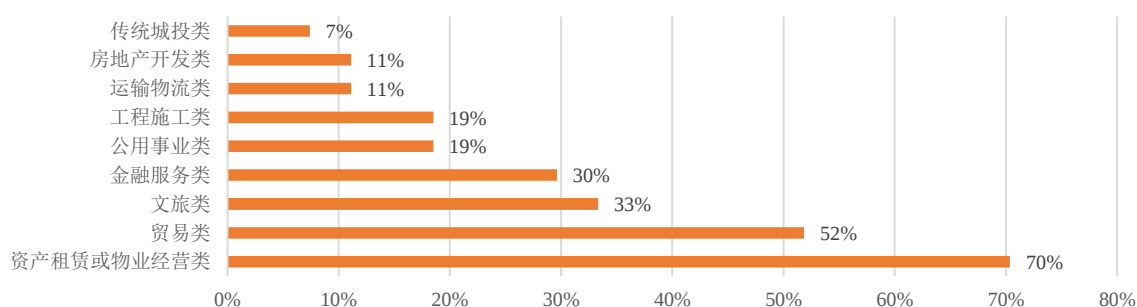
¹ 筛选范围为联合资信城市基础设施投资企业、地方产业投资与运营企业

² 即募集资金用途为债券“借新还旧”，需指出的是，部分债券募集资金用途表述为“偿还有息债务”，未明确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

³ 首发主体是指首次发行债券的时间在 2024 年 1 月 1 日及以后的样本企业，存量主体则与之相对

从样本主体级别看，地市级样本主体信用级别以 AAA 为主，另有 1 家 AA⁺级企业。区县级样本主体信用级别主要集中在 AA⁺和 AA，以 AA⁺为主（占区县级样本主体 65%）；另有 AAA 级企业 1 家、无主体级别企业 2 家。

从样本主体开展的主要业务⁴看，约 70%的企业开展资产租赁或物业经营类业务，约 50%的企业开展了贸易类业务；约 30%的企业开展景区经营、民宿或酒店经营等文旅类业务；约 30%的企业开展融资租赁、担保、保理等金融服务类业务；另外，样本主体开展较多的业务类型还包括公用事业、工程施工、物流运输、房地产开发等；仅 2 个样本主体主要业务中包含传统城投类业务。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 样本主体主要业务及相应样本主体数量占比

从样本主体的财务特征⁵来看，样本主体核心资产构成以自营类资产和股权投资类资产为主，城建类资产占比次之，具备一定经营性资产规模；总资产报酬率中位数小于 1%，其中有 2 家样本主体利润总额呈亏损状态，盈利能力一般；EBITDA 利息倍数中位数大于 1 倍，整体偿债能力较强。

表 2.4 样本主体 2025 年财务指标表现

指标	资产类					盈利类		偿债类
	资产规模 (亿元)	城建类 资产占比	自营类 资产占比	股权投资类 资产占比	净资产规模 (亿元)	总资产 报酬率	净资产 收益率	EBITDA 利息倍数
中位数	86.58	16%	27%	22%	45.44	0.81%	0.57%	1.27

注：1. 城建类资产用“应收款项+存货+其他非流动资产”估算；2. 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；3. 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”估算；4. 总资产报酬率=（利润总额+费用化利息支出）/平均资产总额×100%；5. 净资产收益率=（净利润/所有者权益×100%）；6. EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出，其中 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销，利息支出用“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”估算

资料来源：Wind，联合资信整理

从首次发行时间来看，21 家首发主体中，2024 年有 1 家样本主体实现首次发债，2025 年和 2026 年 1—7 月各有 10 家样本主体实现首次发债。

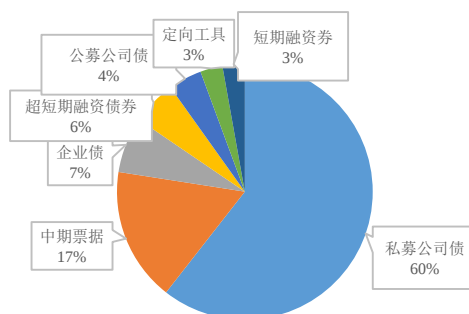
⁴ 主要业务是指 2025 年收入占比前五大的业务

⁵ 本段财务分析剔除母子公司中 2 家子公司，样本数据为 25 家主体

2. 新增发债情况

新增债券中近半数用于偿还有息债务，亦有部分资金流向股权及项目投资，贴标债券中科技创新债为市场主流品种。新增债券以私募债为主，且担保增信比例较高，与新增发债主体以区县级为主有关。

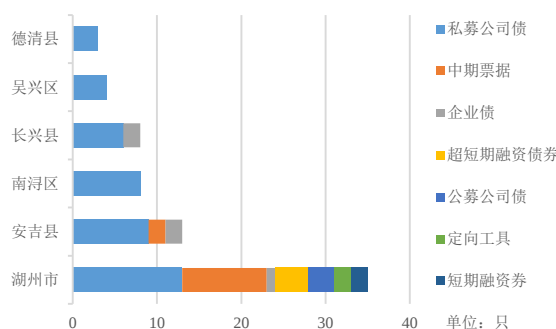
债券品种结构方面，样本主体私募公司债发行数量占比 60.00%，占据主导地位，其次中期票据为第二大品种。同时，部分主体实现银行间与交易所跨市场发行，体现了较强的融资能力。



数据来源：Wind，联合资信整理

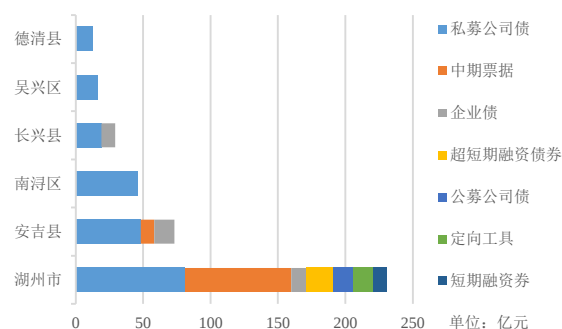
图 2.5 新增债券品种分布（按数量）

从区域分布看，地市级样本主体发行债券种类较丰富，以私募公司债和中期票据为主。区县级样本主体新增债券发行品种主要为私募公司债，其中德清县、吴兴区和南浔区新增债券均为私募公司债，长兴县有新增双市场发行的企业债，安吉县在双市场发行的企业债和中期票据上均有新增，新增债券品种较多且规模较大，体现了较强的市场认可度。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 新增债券区域分布（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（按规模）

从用途看，新增债券规模中约 50%用于偿还有息债务，剩余资金主要用于科创领域的基金股权投资（及投资款置换）、项目建设投资（及投资款置换）、支持中小微企

业发展、补充流动资金等。

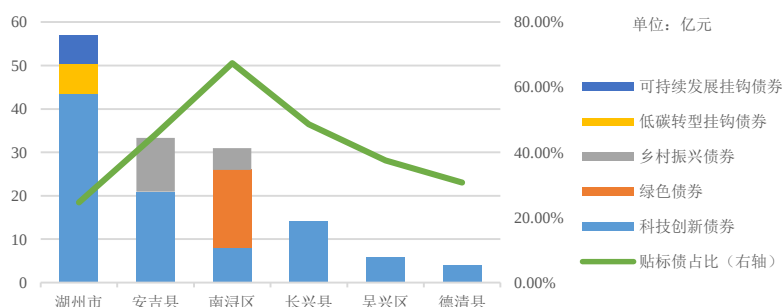
表 2.8 新增债券募集资金用途分布情况

用途	数量（只）	规模（亿元）	规模占比
偿还有息债务	32	200.96	49%
偿还有息债务+其他	9	52.50	13%
基金股权投资	9	43.62	11%
基金股权投资+其他	8	37.00	9%
项目建设投资	6	32.40	8%
项目建设投资+其他	3	26.00	6%
支持中小微企业发展+其他	4	16.00	4%

注：上表中资金用途的“其他”包括偿还有息债务、基金股权投资、项目建设投资、支持中小微企业发展、补充流动资金中的一项或多项

资料来源：Wind、联合资信整理

贴标债券方面，新增债券中贴标债券 29 只，数量占比约 41%；规模合计 145.52 亿元，规模占比约 36%。地市级样本主体和安吉县、南浔区样本主体新增债券中贴标债券规模较大。贴标债券中，科技创新债为市场主流品种。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.9 增量贴标债区域分布

从债券担保情况看，新增债券中有 30 只债券设有担保增信措施，占 42%，其中 27 只为私募公司债。从担保机构看，其中 28 只债券担保机构为专业融资担保机构，2 支债券担保机构为股东城投企业。

三、实现新增发债主体转型情况

1. 转型进展

存量样本主体资产结构较稳定，净利润对政府补助的依赖程度有所加大。首发主体的自营类和股权投资类资产占比明显高于存量主体，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，6 家存量样本主体资产规模保持增长，增速有所放缓，自营类资产和股权投资类资产占比相对稳定，且接近全国存量主体平均水平，但净利

润对政府补助的依赖程度有所加大，其原因虽与宏观经济下行及房地产行业周期调整有关，但也暴露出部分存量主体自身造血能力仍不足，在经济下行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)	资产增速	资产类		利润类
			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
2022 年	600.81	--	22.64%	12.67%	238.92%
2023 年	664.56	10.61%	24.53%	12.17%	208.59%
2024 年	724.82	9.07%	21.91%	13.02%	232.08%
2025 年	759.59	4.80%	22.56%	13.16%	250.36%

注：政府补助用其他收益估算
资料来源：Wind，联合资信整理

19 家首发主体⁶的资产规模相对较小、增速较快；股权投资类资产占比持续上升，自营类资产及股权投资类资产合计占比明显高于存量样本主体，且高于全国首发主体平均水平；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)	资产增速	资产类		利润类
			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	55.75	--	36.75%	24.47%	64.11%
2024 年	72.66	30.33%	38.41%	27.83%	69.16%
2025 年	90.40	24.42%	34.30%	28.28%	42.39%

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 转型方向及路径

湖州市的区位条件、资源禀赋及产业结构等均为城投企业转型创造良好的发展机遇，其新增发债主体转型方向以民生服务类、园区投资类、产业投资类及资源服务类为主。转型路径上，地市级多为存续主体，通过拓展多元化经营推动转型；区县级多依托原有城投企业新设产投子公司实现资源快速整合。

湖州市地处长三角中心区域，区位优势良好，交通便利，生态环境优良，旅游资源丰富，常住人口连续净流入。湖州市不断进行产业转型升级，逐渐形成信息经济、高端装备制造、健康产业和休闲旅游等主导产业，数字经济等新质生产力稳步发展。在“长三角一体化”的发展战略下，湖州市持续与上海市、杭州市等地协同合作，深度承接其产业转移和人口外溢，为城投企业转型创造了良好的发展机遇。

⁶ 本段财务分析剔除母子公司中 2 家子公司

转型方向上，湖州市新增发债主体转型方向主要包括以下一种或多种方式的结合。

民生服务类侧重于为所在区域提供民生保障、城市服务等，包括供水、供热、污水处理、垃圾处理、停车场等具有现金流的特许经营权，以及智慧交通、智慧水务、城市大数据平台等高附加值的城市服务。如湖州市城市投资发展集团有限公司立足于基础设施建设和公用事业运营的业务基础上，在数字经济、生态环保、健康养老等方向实现市场化转型，提供数字要素平台服务、数字政务服务、环境综合治理服务、固体废物处置服务、健康体检服务、医养结合服务等，实现相应市场化收入。如安吉县交通投资发展集团有限公司的新增企业债募集资金用途包括改造一体式智慧公交站台、港湾式站台电子站牌等县域旅游交通基础设施效能优化工程，后续通过景区接驳车、广告位出租、停车场实现收入；用于河道整治、亲水平台建设、水美乡村工程等水网整治工程，后续通过漂流、停车场、充电桩、广告、水费等实现收入。

园区投资类侧重于打造适配区域产业发展的园区载体，优化园区空间布局与配套设施建设，包括园区开发、运营以及配套的物业、保安服务等。

产业投资类侧重于以金融服务的形式带动区域产业发展及招商引资，主要包括基金投资、股权投资、以及融资租赁、保理、小贷等类金融服务。如湖州市产业投资发展集团有限公司主要负责湖州市政府产业基金投资与运营管理以及融资租赁、保理等金融服务业务，并配合地方产业招引建设产业园区，投运项目覆盖新能源、半导体、光电等科技创新领域，助力于湖州市科研实验室的引进、技术成果转化以及产业培育、承接，实现金融服务及园区开发收入。

资源服务类契合乡村振兴和乡村旅游高质量发展政策，包括生态资源利用、文旅场馆运营、景区经营、民宿及酒店经营等。如安吉资产资源集团有限公司是安吉县竹林资源转化企业，负责竹林生态养护固碳、竹林资源规模化砍伐运输及竹材加工生产基地建设等工作，实现竹产业生态资源产品销售收入。安吉县上线运行全国首个县级竹林碳汇收储交易平台，构建“林权流转—碳汇收储—林地经营—平台交易”的全链闭环管理体系。

转型路径上，湖州市**地市级**新增发债主体多为存续主体，由政府单位直接持股，其在立足自身主业的基础上，结合湖州市优势产业和资源禀赋，通过固定资产投资、基金股权投资等方式，推动业务结构从城市建设逐步向多元化经营转型，实现债务化解、民生保障和产业培育并存。这种路径下，政府管理链条较短，运营管理效率较高，同时城投企业转型较为平滑，业务多元化发展能够提升抗风险水平。

区县级新增发债主体多为原有城投企业内新组建的子公司，一方面，地方政府将地方产业类资源整合，注入各家城投企业新成立的产业投资子公司；另一方面，各家城投企业内部亦进行产业类资源调配，将市场化运营的板块划入产业投资子公司。这种路径下，新组建的产

投公司聚焦核心主业、定位清晰，可依托原有城投企业现有资源和团队快速推进，且能够避免原有城投企业资产的大幅波动。

四、总结

湖州市实现新增发债企业主要是区县级主体，当地资源禀赋和产业发展为企业转型提供支撑。安吉县是“绿水青山就是金山银山”理念诞生地，产业体系完备，国有企业改革推进力度大，城投企业转型聚焦在乡村旅游、竹产业资源转化等特色赛道，配合科创领域股权投资拓展盈利空间，使得新增发债主体聚集效应更为明显。

湖州市新增融资用途仍以债务接续为主，新增债券品种集中于私募公司债且担保增信比例较高。存量样本主体尽管资产规模持续扩张，经营性资产占比稳定，但其利润实现高度依赖政府补助。首发主体在利润结构上展现更市场化特征，但其资产体量较小且处于发展初期，转型的成效仍需时间检验。

综合来看，实现新增发债是城投企业转型过程中的积极信号，但并不完全意味着转型成功，城投企业仍需逐步提升资源统筹效率、实现盈利能力内生性，成为可持续发展的市场化经营实体。

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。