



市场化转型提质下城投及产投企业新增融资主体特征与路径探索研究

联合资信 公用评级二部 | 王文才 | 程畅威



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



引言

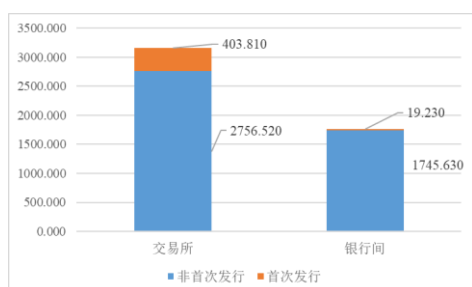
近年来，在地方政府债务风险防控的大背景下，城投企业“退平台”与市场化转型进程全面加速，新增债券融资成为观察城投企业融资能力分化的重要视角，本文基于全国范围内自 2024 年以来实现新增发债¹的 251 家样本企业²，分析其主体特征和新增发债情况，并总结转型逻辑与实践经验，为同类城投企业增强融资能力、推进市场化转型与可持续发展提供参考。

一、新增发债及相关主体情况

（一）新增发债情况

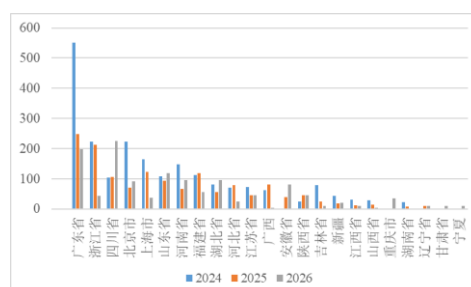
2024 年以来，样本企业新增发债呈现出“区域集中、品种灵活、用途转实”的总体特征。发债资源明显向经济强省集中；品种及期限以私募公司债和中短期为主，部分优质主体开始探索超长期限；资金用途上，债务滚续占比约三成，其余主要投向补流、科创及股权投资等经营性领域，贴标债占比较高。整体融资成本处于低位，但区域间分化依然存在。

2024 年初至 2026 年 8 月末，251 家样本企业共计新增发债 645 只（观察期内新增发债数量分别为 259 只、207 只和 179 只），发行总规模约 4925.19 亿元（首次发行 423.04 亿元、非首次发行 4502.15 亿元）。从总量格局看（见图 1.1&1.2），九成以上首次发债主体在交易所实现债券新增，新增发债资源呈现明显向广东、浙江等经济大省集中的特征，区域分化显著；辽宁、甘肃、宁夏等省份新增发债体量处于相对低位。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.1 新增发债发行市场情况（亿元）

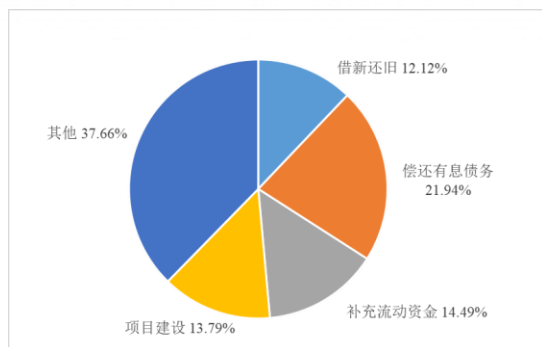


资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.2 2024-2026 年新增发债规模（亿元）

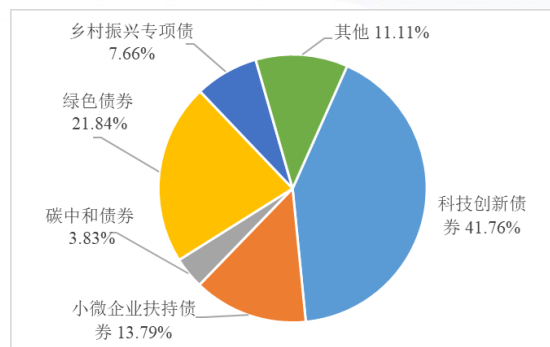
¹ 新增发债指债券募集资金非全部用于“偿还有息债务”“借新还旧”及“统借统还”等债务滚续性质用途，存在部分募集资金用于“补充流动性资金”“用于项目投资”等经营及投资活动；样本以联合资信城市基础设施投资企业、地方产业投资与运营企业为范围进行筛选。

² 本文以全国范围内自 2024 年初至 2026 年 8 月末，剔除了其中募集资金仅为上述债务滚续性质用途的发行主体；样本以联合资信城市基础设施建设类及地方产业投资与运营企业为范围进行筛选。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.7 新增发债募集资金用途情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.8 新增发债贴标情况

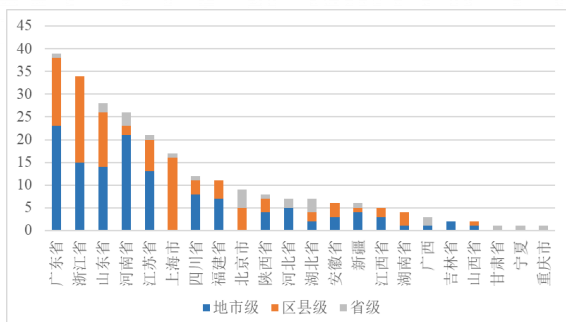
从贴标情况看（见图 1.8），贴标债券发行规模（只）占新增债券近 40%，其中科技创新债券、小微企业债、绿色债及乡村振兴债为热门发行品种。

从发行利率看，2026 年以来，各省（市）新增发债利率区间位于 1.52%~3.50%，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、河南票面利率相对较高，部分新增发债利率超过 3%。

（二）新增发债主体情况

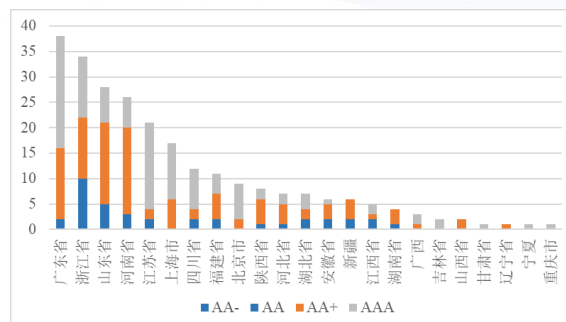
截至 2026 年 8 月末，新增发债主体呈现“区域集中、层级下沉”特征：资源向强省集中，上海、广东、浙江等强省（市）的区县级主体占比突出，中西部省份以地市级为主。新增发债资源向高信用级别主体集中，AAA 集中于粤苏浙沪等头部省（市）。整体看，拥有优质经营性资产、市场化转型基础较好的强地市与发达区县主体更易获得新增债券融资机会。

截至 2026 年 8 月末，新增发债样本主体覆盖 23 个省级行政区。从地域分布来看，新增发债资源呈现显著的头部集聚特征，广东、浙江、山东、河南、江苏五省新增发债主体数量合计占样本总量超半数以上；甘肃、宁夏、重庆等新增发债主体数量相对偏少。新增债券融资资源持续向财政基础扎实、债务化解推进成效较好、产业基础雄厚的区域倾斜。从主体层级看，地市级、区县级主体构成新增发债市场主力，广东、浙江、山东等省份区县级新增发债主体占比同样处于较高水平，核心源于上述省市区县经济与财政实力较强，县域造血能力、产业发展基础较好，区域内城投、产投主体信用资质相对更优；与之相对，部分中西部省份新增发债主体以地市级平台为主。整体看，拥有优质经营性资产、市场化转型基础较好的强地市与发达区县主体，或能获得更多的新增债券融资机会。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.9 各省（市、区）新增发债主体层级分布情况（个）



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1.10 各省（市、区）新增发债主体级别分布情况（个）

从主体信用等级看，新增发债资源向高信用等级主体集中，AA⁺及 AAA 级分别占样本主体的 40.64%和 44.22%，其中 AAA 级主体高度集聚于广东、江苏、浙江、上海等经济强省（市），广东省 AAA 级新增发债主体数量居样本首位。相较于经济强省，弱区域内部信用分化更为明显，区域内中低信用等级主体的新增债券融资渠道或相对有限。

二、新增发债主体财务表现与转型特征

（一）新增发债主体财务概况

综合资产与盈利两端来看，样本企业资产结构持续向经营性资产倾斜，市场化转型效果初显；但盈利端呈现收入比重适中、核心盈利指标下滑的特征，主要受资本扩充快于利润增长摊薄回报，以及在建项目投入与收益兑现存在时滞影响，整体盈利能力偏弱。总体而言，样本企业在资产结构上已初步体现“真转型”导向，但自身造血能力仍显不足，实质性的盈利改善尚需时间。

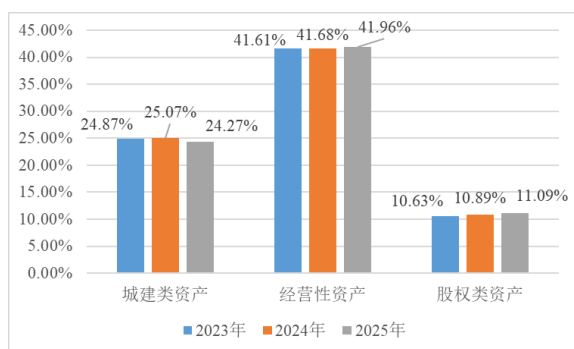
从样本企业³2023—2025 年度财务特征看，**资产端⁴**：样本企业资产结构呈现经营性资产占比稳步提升、城建类资产占比波动下降、股权类资产小幅增长的特征，反映出新增获批发债主体资产端持续向经营性资产倾斜，市场化转型特征效果初显。**盈利端**：样本企业公益性收入⁵占比、政府补助/净利润均波动增长，整体比重适中，但盈

³ 在前述新增发债样本主体基础上，剔除母子公司影响，样本数据为 238 家。

⁴ 经营性资产基于“在建工程+固定资产+投资性房地产+无形资产”测算，城建类资产基于“应收款项+存货+其他非流动资产”测算，股权投资类资产基于“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”测算。

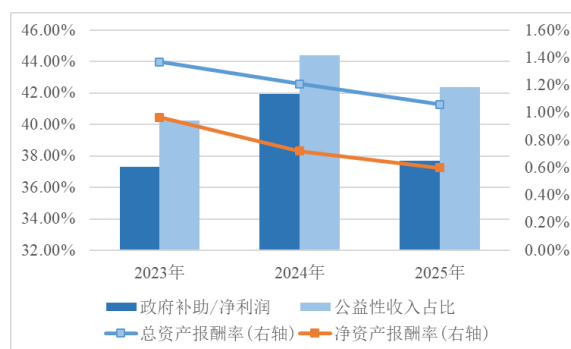
⁵ 公益性收入概指不以营利为目的且主要依赖财政补贴的政府投资项目收入，以及不以营利为主要目的但可产生稳定经营现金流的政府投资项目收入，数据取自公开资料。

利能力指标⁶（总资产报酬率、净资产收益率）却呈现下滑态势，其主要系部分企业通过外部注资、资产划转等方式扩充资本，但自身造血能力不足致使资产增速高于利润增速，摊薄总资产报酬率。此外，部分新增发债主体非城建类项目尚处在建阶段，资产先期投入增加而项目收益滞后兑现，压低当期盈利水平，样本企业盈利能力整体偏弱。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 2.1 新增发债主体资产主要构成情况
(平均数)



注：部分样本企业尚未公开收入明细，上述测算数据或将存在一定偏差，采用中位数数据列示

资料来源：公开资料，联合资信整理

图 2.2 新增发债主体公益性收入占比情况
(中位数)

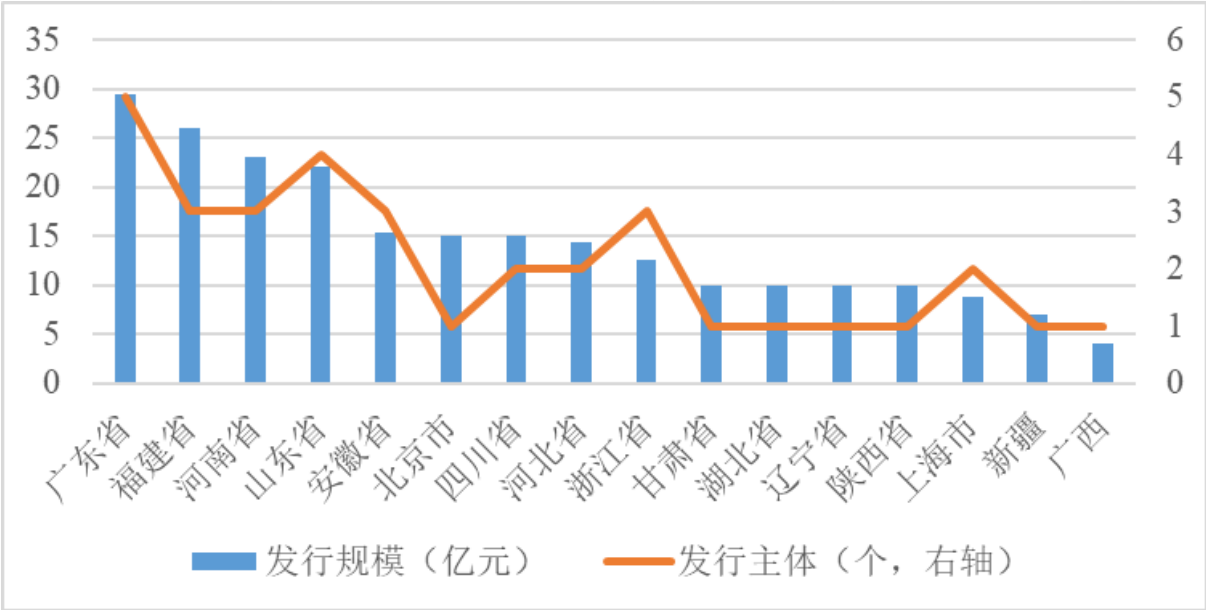
(二) 2026 年以来城投及产投企业发债新特征

相较以往新增发债主体在真实盈利能力和现金流层面仍存短板，2026 年 5 月以来，新增发债主体经营性资产占比更高、盈利与现金流更优，筛选效应初显，政策正向引导作用开始显现，具备实质经营能力的主体更易获得新增融资。

近期，为持续推动城投及产投企业的转型发展，市场端对新增发债主体的真实盈利能力和现金流情况更为聚焦，进一步强化了对主体经营基本面的判断，关注点由结构合规转向业务实质运营。

2026 年 5 月—8 月末，实现新增发债的样本企业共 34 家（地级市 23 家、区县 6 家、省级 5 家），累计发行规模 232.65 亿元，广东、福建、河南和山东的发行规模和主体数量均处于第一梯队。相比于 2025 年末财务数据，2026 年 5 月以来新增发债的样本企业经营性资产占比更高，盈利及现金流表现更优。

⁶ 总资产报酬率=（利润总额+利息支出）/平均资产总额*100%，净资产收益率=（净利润/所有者权益*100%）。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 2.3 2026 年 5 月以来新增发债情况

表 1 新增发债主体指标对比

指标	城建类资产占比 (%)	经营性资产占比 (%)	总资产报酬率 (%)	经营活动现金流量净额 (亿元)
2026 年 5—8 月新增发债主体	15.99	44.77	1.00	18.06
2024 年 1 月—2026 年 4 月新增发债主体	27.45	40.89	0.87	-1.89

资料来源：公开资料，联合资信整理

三、市场化转型路径与案例分析

从转型路径看，成功的市场化转型普遍遵循“立足本地资源禀赋”这一核心逻辑，能够实现新增发债的主体主要聚焦公用事业运营、自然资源盘活、文旅资源运营、科创产业投资服务等现金流稳定、具有区域特许优势或产业基础的经营性业务方向。

从新增债券案例来看，成功的市场化转型主要是立足于本地资源禀赋、城市发展阶段及发展诉求等。结合实践案例，目前城投/产投市场化转型主要分为四类主流路径：

表 2 城投/产投市场化转型路径

路径	特征
公用事业运营	主要业务为供水、供热、供气、污水处理等现金流稳定的业务，在“三道红线”的监管要求中，是盈利性与现金流指标最容易达标的业务方向。同时，这类业务普遍拥有区域特许经营优势，使用者付费机制清晰成熟，公司运营对财政补贴的依赖程度相对较低
自然资源盘活	统筹辖区内的砂石、矿产、水域、林业等各类自然资源，通过开采销售、生态修复、水产养殖、林下经济等多种经营模式，将资源转化为国企的经营性收入

路径	特征
文旅资源运营	文旅资源禀赋较好的地区，可将区域内的景区、民宿及各类配套文旅资产，整合到专业化运营平台进行统一运作，开展景区运营、酒店住宿、餐饮服务等业务，此类业务还可申报乡村振兴债等主题债券，享受专项审核通道
科创产业投资服务	主要依托区域内产业基础，开展产业投资、园区运营、企业孵化与供应链服务，收入来源包括园区租金、投资收益和企业服务费

资料来源：联合资信整理

本文分别选取合肥市建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“合肥建投”）作为地市级及存续主体代表案例和赣州市南康区兴康产业发展集团有限公司（以下简称“兴康产发”）作为区县级及新发主体代表案例，对其业务转型、财务表现与融资实践的特征进行分析。

（一）合肥建投

基本情况：合肥建投在发展初期承担传统政府融资平台职能，聚焦城市基础设施建设、公用事业等公益性或准公益性业务，履行合肥城市建设职责。2015 年以来，合肥建投由单一融资平台向战新产业投资平台升级；2019 年以来，合肥建投进一步向专业化国有资本投资运营公司迈进，明确城市运营服务商与战新产业国有资本操盘手的双重定位，实现政府交办任务与自主市场化布局协同发展，优化形成六大协同业务板块，全面完成市场化转型。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。

核心举措：（1）以投带引。合肥建投的产业投资立足本地产业基础，围绕产业链“延链、补链、强链”开展布局，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。从依托家电产业培育新型显示，到围绕显示产业布局集成电路，再到抢抓新能源汽车机遇先后推动京东方、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；合肥建投还通过“链长制”围绕长鑫存储构建产业集群，吸引晶合集成、通富微电等 400 余家半导体企业落户合肥，形成“设计-制造-封测-材料”的本地生态。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。一方面，通过接收合肥百大集团（000417.SZ）和丰乐种业（000713.SZ）等上市公司股权，夯实市场化资本运作基础，并增加了商贸零售和现代农业等稳定的市场化业务；另一方面，以京东方 6 代线项目为切入点，通过股权投资深入战新领域，突破传统城投业务局限。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。转型过程中，合肥建投严格遵循“政企分开、权责明确”原则，一方面持续履行政府交办的城市建设、民生保障等公益性职责，另一方面以市场化机制开展产业投资与经营管理，建立专业化决策、风控与运营体系，实现政府引导与市场运作的深度融合。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：通过一系列资产整合和产业培育，合肥建投资产规模大幅增长，通过六大业务板块协同，以城市运营、工程建设保障城市发展基础，以商业百货、战新产业投资培育核心盈利来源，形成业务间现金流互补与风险对冲。2025 年，合肥建投实现营业总收入 468.10 亿元，其中传统城投基建收入占比已降至 2%左右，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 60%，对毛利润贡献过半，构成了公司稳健的利润支柱。

案例启示：合肥建投的转型立足自身资源禀赋，突破传统城投平台以融资、建设、偿债为闭环的低水平运作模式，构建涵盖资本投入、产业培育、生态构建、价值兑现、循环投资的全流程可持续发展体系。契合该体系关键在于：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。

（二）兴康产发

基本情况：兴康产发成立于 2022 年 1 月，初始注册资本 200 万元。2024 年 5 月，控股股东由赣州市南康区城发集团金融投资有限公司变更为赣州市南康区国有资产监督管理委员会（以下简称“南康区国资办”）；同年 9 月，南康区国资办以货币和股权出资方式增资至 10 亿元。对兴康产发的定位为区属国有资本投资运营平台，主业

集中在金融服务与旅游发展两个方向。2026 年 6 月，兴康产发首次发行私募公司债，发行规模为 7 亿元，期限为 5 年。本次债券发行由重庆三峡融资担保集团股份有限公司和四川省金玉融资担保有限公司分别对两个品种提供全额担保，募集资金用于偿还本息负债和科技创新领域基金投资。

核心举措：（1）资产重组与增资。2024 年 5 月，兴康产发唯一股东由赣州市南康区域发集团金融投资有限公司变更为南康区国资办，南康区国资办并于同年九月以货币和股权出资方式对兴康产发增资至 10 亿元，并将酒店、物业、金融等产业类子公司纳入合并财务报表。2025 年，持续亏损的家具制造子公司退出合并范围，相关收入不再并表，业务重心开始转向金融服务、酒店餐饮、物业租赁等盈利板块。

（2）运营服务驱动转型。在资源和资金有限的背景下，南康区国资办通过梳理现有资源，推动企业有序出清亏损低效业务，集中资源做强需求稳定、现金流可持续的经营性板块，采用小步快跑的整合节奏，规避重大资产重组的时间。

（3）外部增信。区县国企主体资质普遍偏弱，兴康产发可以通过外部增信弥补短板，合理引入省级、全国性担保机构，通过外部增信提升债项信用。

转型效果：通过一系列资产重组和增资，兴康产发业务重心开始转向金融服务、酒店餐饮、物业租赁等盈利板块，盈利能力和现金流大幅改善。截至 2025 年底，兴康产发资产总额 68.00 亿元，所有者权益 35.66 亿元，资产负债率 47.56%；2025 年，兴康产发实现营业总收入 3.14 亿元，净利润 0.75 亿元，总资产报酬率（ROA）1.44%；现金流方面，2025 年，兴康产发经营活动现金流量净额 4.60 亿元，较上年由负转正，现金流改善来自业务回款和往来款清收。兴康产发业务涉及酒店与餐饮、房屋租赁与物业服务、金融服务、教育服务、新能源、通用航空及无人机销售等，其中酒店餐饮、物业租赁、金融服务三大板块收入占营业收入的比重超过 56%。

案例启示：区县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。兴康产发的新发表明，一是对有融资需求的平台，国资部门可以推动企业有序出清亏损低效业务，集中资源做强成熟经营性板块；二是狠抓现金流精细化管控，把清收压降作为国资重点考核事项；三是引入外部增信机构，通过外部增信提升债项信用。

四、总结

2026 年 5 月以来，新增发债城投或产投主体在经营性资产占比、盈利能力和现金流表现上均整体优于以往年度新增发债主体，筛选效应初显，政策正向引导作用开始显现，具备实质经营能力的主体更易获得新增融资。

展望未来，城投及产投企业的债券新增融资能力将直接取决于其市场化转型的实际成效，企业必须真正建立起可持续的经营性收入和稳定的现金流创造能力。对于经

济强省的主体而言，应充分发挥当地经济实力和产业基础优势，加快向城市综合运营商或产业投资服务商的角色转变；对于中西部地区的平台企业，则需更加务实地梳理本地资源，从小而精的经营性板块切入，逐步积累转型基础。弱资质主体、区县级产业类主体通过债券渠道新增融资的要求更高，唯有实现从“融资平台”到“市场化经营主体”的实质性跨越，方能实现可持续发展。

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。