



武汉市城投企业新增发债与转型研究

联合资信 公用评级三部



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



一、引言

武汉市作为中部崛起战略支点、长江中游城市群绝对龙头，2025 年经济体量位居中部城市第 1 位、全国城市第 9 位，以“制造+科创+枢纽”为核心优势，高技术制造贡献率全国领先，是中西部增长质量标杆。随着地方政府债务风险防控持续强化，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动城投企业加快转型发展，武汉市城投企业转型对区域经济提质增效产生重大影响。本文以 2024 年至 2026 年 6 月期间武汉市实现新增发债的城投及产投主体¹为样本，通过分析样本企业特征及融资表现等，总结城投企业转型经验，从而为处于不同发展阶段的区域及主体提供转型参考。

二、武汉市新增发债主体群体画像

本文以 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日武汉市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²的债券，共获得新增样本债券 39 只（发行规模合计 262.41 亿元），涉及主体 17 家（含母子公司）。其中，首发³主体 9 家，涉及样本债券 13 只；存续主体 8 家，涉及样本债券 26 只。

1. 新增发债情况

武汉市新增发债中近五成资金用于补流、科创等领域的股权/基金和配套项目投资，私募债为主要发行品种且贴标债券集中于科技创新债；新增发债样本主体及资金流向均集中于市场认可度及融资能力更强的武汉市本级和武汉东湖新技术产业开发区（以下简称“东湖高新区”）。

债券品种结构方面，样本企业新增债券（按数量由高到低）包括私募公司债、中期票据、公募公司债和定向工具，在交易所市场的认可度和融资能力较强，其中私募债（私募公司债和定向工具）由于在审核及信息披露等方面具备优势而成为主要的发行品种。债券期限来看，发行期限以 3 年期和 5 年期为主，分别占比 41.03%和 48.72%。

募集资金用途方面，偿还债务仍为最主要用途，新增债券资金中约 57%用于偿还金融机构借款等有息债务，剩余资金主要用于补充流动资金、科创领域的相关股权及基金投资及投资款置换、项目建设投资等，其中用于项目建设的 2 只私募公司债募集资金分别用于小洪山科学城项目（系中科·武大智谷的三大核心项目之一，项目定位为中心城区科技创新高地）和养老设施改造升级项目建设。

债券贴标方面，新增债券中贴标债券 15 只、规模合计 95.52 亿元，规模占比

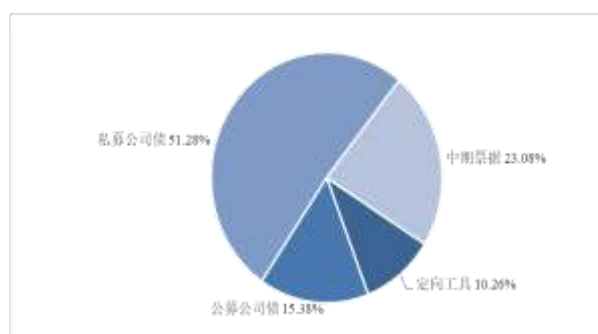
¹ 以联合资信城市基础设施建设类及地方产业投资与运营类企业为范围进行筛选

² 即募集资金用途明确表述了“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

³ 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

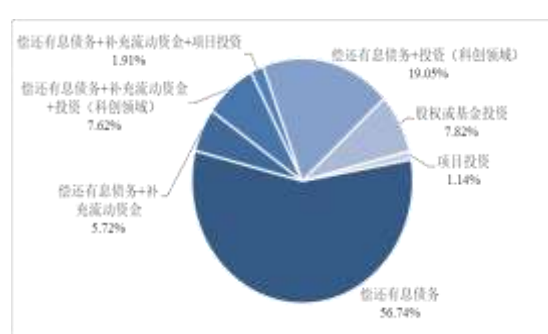
36.40%，其中科技创新债 14 只，绿色债券 1 只；新增债券中贴标债券规模（按规模由高到低）集中在东湖高新区、武汉市本级和江夏区。

债券担保情况方面，39 只新增债券中有 6 只债券设有担保增信措施，均为私募公司债，且均由湖北省融资担保集团有限责任公司提供担保，涉及的发债主体所在区域包括江夏区、武昌区、洪山区、黄陂区和武汉经济技术开发区（以下简称“武汉经开区”）。



资料来源：wind，联合资信整理

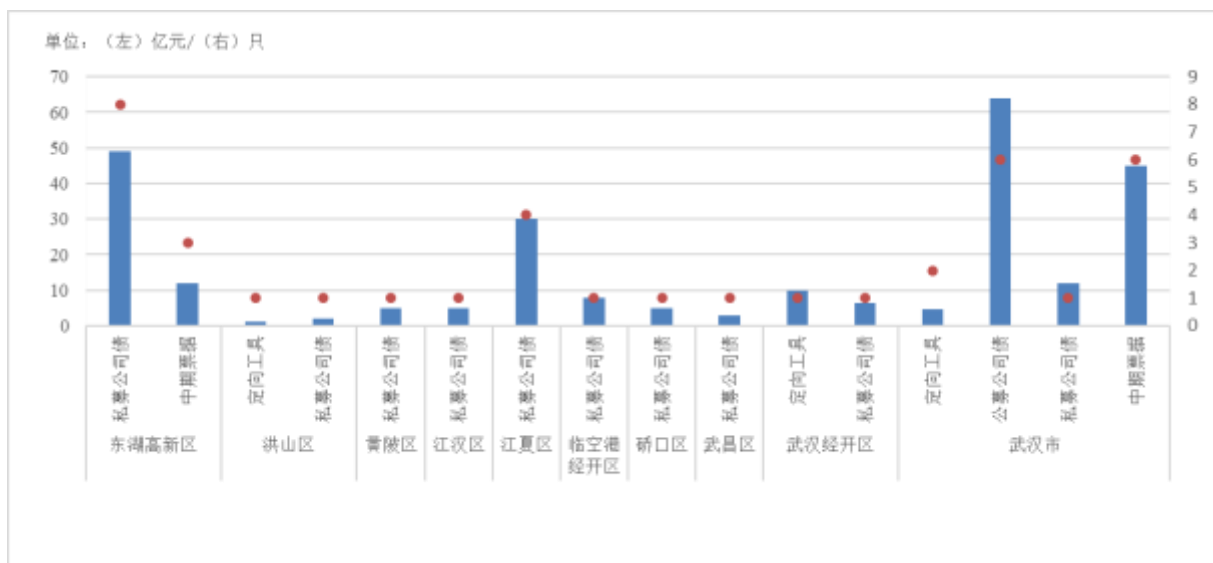
图 2.1 新增债券品种分布（按数量）



资料来源：wind，联合资信整理

图 2.2 新增债券募集资金用途（按规模）

发行区域方面，新增发债样本主体主要集中在武汉市本级和东湖高新区，占比分别为 38.46%和 28.21%，公募债券品种集中在市本级和东湖高新区，其中市本级独揽区域内公募公司债的新增发行，其他区域发债品种均为私募公司债和定向工具。市本级和东湖高新区为新增发债资金的集中流向，其中市本级发行规模超 120 亿元，占比 47.88%；武汉市三大国家级开发区{东湖高新区、武汉经开区和武汉临空港经济技术开发区（以下简称“临空港经开区”）}发行规模合计占 32.59%（其中东湖高新区规模占比 23.25%）。可以看出，武汉市本级及产业综合实力强的东湖高新区发债主体的市场认可度更高，为武汉市债券资金主要流向。



注：蓝色柱子代表规模，红色圆点代表数量

资料来源：wind，联合资信整理

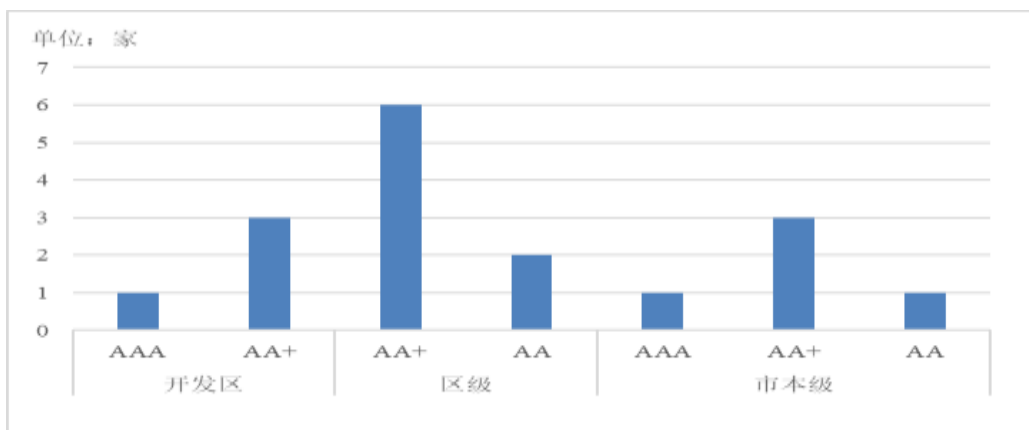
图 2.3 新增债券区域分布（按数量及规模）

2. 新增发债样本主体特征

新增发债的样本企业中市本级和国家级开发区主体平台占比超过半数，而首发平台则集中在区级平台。样本企业信用等级以 AA⁺为主，超 70% 主体已具备较强的市场化收入基础，资产租赁和城市综合运营服务是样本企业涉足最多的业务类型，但整体盈利能力偏弱。

从区域分布情况来看，17 家新增发债主体中共有 5 家市本级平台、4 家国家级开发区平台（包括 2 家东湖高新区平台、1 家武汉经开区平台、1 家临空港经开区平台）、8 家区级平台（包括洪山区 2 家、黄陂区 1 家、江汉区 1 家、江夏区 2 家、硚口区 1 家、武昌区 1 家）。武汉市尚有 5 个区未实现新增发债，包括财政实力处于尾部的蔡甸区和新洲区以及无发债平台的青山区。新增发债主体中，市本级和国家级开发区主体平台占比超过半数；首发主体中区级平台占比 66.67%。

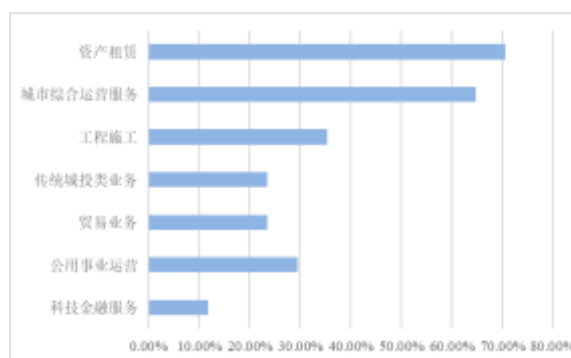
从样本企业主体级别看，AA、AA⁺及 AAA 级样本企业分别占 17.65%、70.59% 和 11.76%，AA⁺级样本企业占比高；其中，2 个 AAA 级主体分布于市本级和东湖高新区，区级平台以 AA⁺级为主。从首发主体来看，AA⁺级主体 6 家（其中区级平台 4 家，市本级和国家级开发区各 1 家），AA 级主体 3 家（区级 2 家、市本级 1 家）。



资料来源：wind，联合资信整理

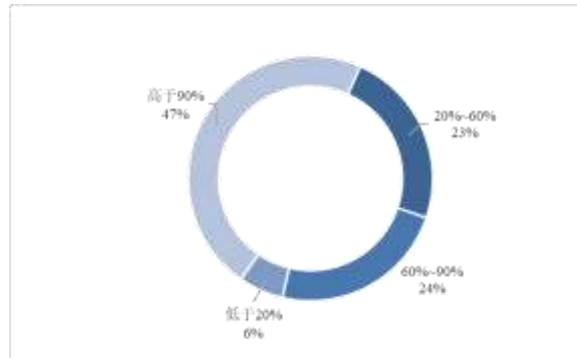
图 2.4 新增发债主体区域及信用等级分布情况

从样本企业开展的主营业务⁴看，约 71%的样本企业开展了资产租赁业务，约 65%样本企业开展了城市综合运营服务，约 24%样本企业的收入中传统城投类业务收入仍占有一定比重。以样本企业 2025 年经营数据看，经营性业务收入占比⁵超过 60%的样本企业比例高达 71%，低于 20%的样本企业仅 1 家。



资料来源：wind，联合资信整理

图 2.5 样本企业开展的主营业务占比情况



资料来源：wind，联合资信整理

图 2.6 经营性业务收入占比的企业分布情况

从样本企业的财务特征来看，剔除母子公司后，可获取数据的样本企业共 15 家，2025 年底总资产中位数为 158.73 亿元，资产体量不大，其中城建类资产⁶占总资产比重的中位数为 31.07%。盈利方面，样本企业利润总额多处于微利状态；样本企业净

⁴ 公用事业运营指供水、污水处理、垃圾渗透液处理、地铁运营。城市综合运营服务指物业管理、环卫、楼宇运营，城市运营、景区及会展等公共空间运维服务、人力资源服务，物流，养老、托育、助残等生活服务

⁵ 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

⁶ 城建类资产指城投类业务形成的应收账款、其他应收款、存货和其他非流动资产，由于部分科目中可能包含非城建类资产，故城建类资产指标具有一定局限性，其中 2025 年城建类资产中已对个别异常值进行调整。

资产收益率中位值为 0.40%，盈利能力偏弱。

三、实现新增发债主体转型情况

1. 转型进展

存续主体自营类资产占比持续提高，净利润对政府补助的依赖程度持续加大，股权基金类投资收益对净利润形成一定补充；首发主体整体市场化特征弱于存量主体。行政层级较高、区域资源禀赋较好的主体可利用的资源更加丰富，有利于其通过拓展业务板块、股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型，但利润的实现需要深入实质性的转型以及更长的时间才能逐步显现。

2023 年以来存量主体资产规模持续增长，年均复合增长 18.79%，其中城建类资产占比持续小幅下降，随着业务市场化转型的推进，存续主体自营类资产占比持续提高，股权基金类投资因开始时间相对较晚，规模占比不大。存量主体基于传统城投类业务向上游延伸工程施工业务，向下游延伸城市综合服务运营、资产租赁等业务，收入结构明显改善，大部分样本存量主体经营性业务收入占比超 60%，存量主体中 70% 为市本级和国家级开发区主体且大部分形成了业务协同性较强、产业链相对完整的业务布局，可以看出，行政层级较高、区域资源禀赋较好的主体更容易实现业务市场化转型和新增债务融资。净利润方面看，2023 年以来存量主体的净利润对政府补助的依赖程度持续加大，股权基金类投资收益对净利润形成一定补充，对平台企业而言，拓宽收入来源较容易实现，但城建类资产的逐步结算、自营项目的投资以及经营性业务利润贡献的增加则需要深入实质性的转型以及更长的时间才能逐步实现。

表 3.1 存量主体主要资产占比及净利润来源的变化情况

年份	总资产中位数 (亿元)	资产类			利润类	
		城建类资产占比	自营类资产占比	股权基金类投资占比	政府补助占净利润的比重	股权基金类投资收益占净利润的比重
2023 年	323.95	31.03%	30.32%	6.24%	3.48%	16.02%
2024 年	382.71	31.01%	30.47%	5.55%	10.42%	10.20%
2025 年	457.14	30.49%	32.58%	4.34%	30.60%	14.28%

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；股权基金类投资用交易性金融资产+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；政府补助用其他收益估算，股权基金类投资收益用投资收益估算；采取中位数的数据处理方式

资料来源：wind，联合资信整理

首发主体资产体量相对较小，但增长较快，2023 年以来首发主体总资产年均复合增长 31.71%。截至 2025 年底首发主体自营类资产和股权基金类投资占比低于存量主体，2025 年首发主体股权基金类投资收益对净利润贡献程度低于存量主体。首发主体中约 67% 为区级平台，经营性业务收入来源主要为工程施工、城市综合服务

运营、资产租赁业务，根据自身发展基础及区域资源禀赋进行业务市场化转型，但因可利用的资源相对有限，整体市场化特征弱于存量主体。

表 3.2 首发主体主要经营性资产占比及净利润来源的变化情况

年份	总资产中位数 (亿元)	资产类			利润类	
		城建类资产占比	自营类资产占比	股权基金类投资占比	政府补助占净利润的比重	股权基金类投资收益占净利润的比重
2023 年	68.67	40.65%	29.18%	1.48%	34.99%	3.50%
2024 年	104.51	34.17%	26.19%	1.20%	13.39%	3.19%
2025 年	119.13	39.61%	25.95%	4.92%	28.86%	5.70%

资料来源：wind，联合资信整理

2. 转型特征

通过对武汉市新增债券样本企业进行研究，可以看出区域城投转型需依靠内外部要素，明确适合于自身的转型方向，选择转型路径，推动自身市场化转型。其中，外部要素主要是区域政策导向、产业资源、科教资源、金融资源及政府支持，内部要素主要是企业自身完善内部管理及拓展其他市场化业务。武汉市城投主体转型主要呈现如下特征。

(1) 强政策导向下的全区域资产盘活，有利于扩宽经营性业务收入来源，其中园区运营类主体因持有大量的厂房资产以及产业资源相对有限的区级平台因以前年度承建的区域配套设施等资产，在政策支持下更容易转型为国有资产经营主体，实现国有资产的保值增值。近年来，湖北省以“三资三化”改革为重要抓手，系统推进国有资源、资产、资金的全面盘活与高效配置，已成为构建“大财政”体系、深化国资国企改革的核心战略举措，并探索出了一套清晰、连贯的实施路径，改革要求对 6 类国有资源、5 类国有资产及 2 类国有资金进行全面清查与确权，使其从无法抵押融资的“资源”或“沉睡资产”转变为资产负债表上可运营、可融资的有效“资产”。在强政策导向下，作为省会城市的武汉市内城投及产投主体加速资产盘活，截至 2025 年 9 月底，武汉市国有“三资”总量突破 6 万亿元，累计盘活资产 2061.52 亿元，实现盘活收入 1110.47 亿元。武汉市新增融资样本企业约 71% 企业开展了资产租赁业务，显著高于全国新增融资发债样本比重，自营类资产占比中位数为 26.85%，亦高于全国新增融资发债样本占比，园区运营类主体因持有大量的厂房资产以及产业资源相对有限的区级平台因以前年度承建区域配套设施等资产规模较大，在政策支持下更容易转型为国有资产经营主体。

具体来看，临空港经开区唯一的新增融资主体武汉临空港产业投资集团有限公司

股权于 2023 年底由武汉临空港投资集团有限公司上划至武汉临空港国有资本控股集团有限公司，通过区域统筹组建公司成为临空港经开区（东西湖区）重要的园区运营类国有资产经营主体，2024 年底武汉临空港产业投资集团有限公司总资产较上年底增长 90%，主要系投资性房地产、在建工程大幅增加所致，2025 年底在建工程等自营类资产继续增长，期末自营类资产占比增至 67.03%，2025 年主要收入来源中租赁及其他服务类收入占比 50.69%，并于 2026 年 2 月实现首发。武汉市硚口城市建设集团有限公司系武汉市硚口区人民政府国有资产监督管理局下属一级子公司，所处的硚口区为武汉市核心中心城区、老工业基地转型标杆区域、武汉城市更新先行区，近年来聚焦“三城一示范”战略重点，全力打造汉正街时尚城、同济健康城、汉江湾数智城和城市更新示范区，并带动现代商贸、大健康服务业、科技服务和数字智能三大主导产业发展，受制于区域产业资源有限，硚口区财政实力处于武汉市下辖区下游，2023 年武汉市硚口城市建设集团有限公司在资产盘活政策导向下获取部分区域盘活资产并积极开展自身业务结构转型，投资性房地产和在建工程等自营类资产规模持续增长，2025 年底占比增至 34.79%，2025 年主营收入中租赁租金收入占比 35.12%，于 2025 年 11 月实现首发。

（2）具有强资源禀赋的区域内主体更易能契合区域发展规划，转型为产业投资运营主体，服务于区域内产业发展及招商引资。2025 年武汉市实现 GDP 2.21 万亿元，其中三产占比超 68%，以“制造+科创+枢纽”为核心优势，2021 年以来武汉高新技术产业增速持续快于 GDP 增速，占比稳步提升，已成为拉动经济增长、推动产业升级的核心引擎。武汉发展逻辑正从大规模增量扩张转向存量提质增效，科技自立自强、产业自主可控的战略导向拓展了武汉科技创新与产业创新融合发展的增长空间，用于科创领域的股权/基金和配套项目投资的债券或贴标科技创新债在符合区域发展规划的导向下更容易获得新增。光芯屏端网+新能源汽车是武汉市核心增长引擎，科教枢纽是武汉市核心竞争壁垒，从武汉市下辖区资源禀赋来看，东湖高新区、武汉经开区和洪山区区域产业资源、科教资源等优势相对更强，区域内平台依托区域资源禀赋、发展规划及自身完善内部管理等内外部要素，通过集团内资源整合、自身业务结构调整、组建新产投主体等方式实现向产业投资运营主体转型。

表 3.3 东湖高新区、武汉经开区和洪山区内外部核心要素情况

区域	核心资源禀赋	金融资源	主导产业集群	企业管理	新增融资主体代表
东湖高新区 (光谷)	国家级科创平台+完整硬科技产业集群+科技创投	省市区三级联动，武汉新城科创母基金（光谷中金基金 100 亿元）；光谷基石基金、化合物半导体基金、存算一体基金等。32 家科技支行、78 家保险机构、151 家私募管理人等 1100 多家科技金融机构。	光电子信息、生命健康、数字经济。72 家上市公司，总市值超 1.8 万亿，形成“光谷板块”。	推行经理层契约化、市场化选聘；产业投资类国企给予高度市场化投资授权，开展股权投资改革试点；一企一策差异化考核机制	武汉光谷产业投资有限公司系湖北省科技投资集团有限公司通过集团内资源整合组建的东湖高新区重要产投平台，主要围绕东湖高新区的产业规划，对战略新兴产业项目进行直接股权投资，以重大产业投资、产业投资基金、工业技术研究院、创业投资基金四大业务板块为核心，2025 年底股权基金类投资占比 78.80%，投资收益占净利润的比重高达 150%，成为利润主要来源。
武汉经开区 (车谷)	整车制造全链条+充足产业用地+汽车研发	长江经开汽车产业基金（180 亿），定向新能源汽车。东虹宏泰军山产业基金（10 亿元），投向智能网联、汽车芯片、新材料。车谷科创种子基金（5 亿元），推行“拨改投”，支持早期硬科技项目。	新能源智能网联汽车、氢能、泛半导体新材料。上市企业 12 家。	全面建立现代企业制度，董事会、经理层契约化管理	武汉经开投资有限公司主要负责武汉经开区内产业投资和园区开发及经营业务，产业投资对象主要是武汉经开区内企业，投资行业主要集中于新能源汽车、人工智能、生物工程、水务治理等领域，带有一定政策性引导性质。经过自身业务结构调整，公司股权基金类资产规模由 2021 年底的 72 亿元增加至 2025 年底的 190 亿元；2025 年公司净利润 0.20 亿元，其中投资收益贡献 1 亿元，成为利润主要来源。
洪山区	双一流高校集群、海量科研人才供给	母子基金总规模超 260 亿元，实行“一校一基金”模式。	基础科研孵化、AI、智能建造、生物育种	董事会应建尽建，经理层 100% 契约化管理，监事会改革全面完成	武汉洪山科技投资集团有限公司系 2024 年 4 月从武汉洪山大学之城国资投资集团有限公司体系中股权层级上收组建的洪山区重要产投主体，负责洪山区产业基金投资与管理以及配套科创楼宇运营、人力资源服务、科技政策咨询等经营性服务业务。2025 年底公司股权基金类和自营类资产合计占比 73%，收入基本来自产投配套类服务，2025 年净利润 20.68 万元，其中投资收益 470.07 万元。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 具有一定区域资源禀赋的区域主体通过资源整合优化及轻资产运营模式开拓，更容易转型为城市综合服务运营商，侧重于为所在区域提供民生保障、类民生服务及城市空间服务。该类主体通过资源整合，将区域内分散的供水、污水处理、物业管理、楼宇景区运营等资源进行整合，并利用自身地位拓展人力资源服务、环卫、物流、养老托育生活服务等进入门槛低的轻资产市场化业务类型，打造“城市管家”或“城市综合运营商”。武汉金融街集团有限公司系江汉区核心城投平台，主要负责江汉区城市更新、基建、城市公共运营，公司通过代建和自营的方式承建了江汉区主要基建和旧区改造项目，传统城投类业务及收入占有一定比重，2021 年以来，武汉金融街集团有限公司利用自身区域地位及业务优势不断拓展城市运营服务，发展模式由

“投资扩张”转向“运营服务”，城市服务运营收入占比由 2021 年的 11.91%提高至 2025 年的 39.11%，利润实现亦更多的依靠自身业务经营收益，净利润对政府补助的依赖低（2023 年以来，其他收益占净利润的比重持续在 4%以下）。

四、总结

武汉市新增发债样本主体及资金流向均集中于市场认可度及融资能力更强的武汉市本级和东湖高新区，区级平台也已成为新增发债市场的重要补充力量，且更多的区级平台在转型中实现首发。新增发债融资中近五成资金用于补流、科创领域的股权/基金和配套项目投资，在契合区域发展规划下切实用于自身投资发展。

从财务指标表现看，超 70%样本主体已具备较强的市场化收入基础，资产租赁和城市综合运营服务是武汉市样本企业涉足最多的业务类型，但整体盈利能力偏弱，净利润对政府补助的依赖程度仍较高。行政层级较高、区域资源禀赋较好的主体可利用的资源更加丰富，有利于其通过拓展业务板块、股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型，但利润的实现需要深入实质性的转型以及更长的时间才能逐步显现。

现阶段，政府支持和区域资源禀赋是武汉市平台转型的最重要因素，且已因地制宜的重塑功能定位。政策导向上，武汉市从上向下开展的资产盘活政策有利于推动区域内主体扩宽经营性业务收入来源，政策更加利好园区运营类及产业资源相对有限的区级平台，使其更容易转型为国有资产经营主体。武汉市下辖区产业资源、科教资源等资源禀赋呈现一定分化，具有强资源禀赋区域内平台通过集团内资源整合、自身业务结构调整、组建新产投主体等方式更好的实现向产业投资运营主体转型。具有一定区域资源禀赋的区域主体通过资源整合优化及自身轻资产业务开拓，更容易转型为城市综合服务运营商。未来，随着武汉市持续政策引导、平台与区域战略规划和资源禀赋的深入契合以及自身内部管理不断完善，武汉市城投及产投主体自身盈利有望提高，并能在“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 010-85679696-8704 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。