

基础设施建设投资企业 2025 年度财务报表分析

政府公共评级二部

中诚信国际信用评级有限责任公司

基础设施建设投资企业 2025 年度财务报表分析

摘要

■ 政策背景及 2025 年基投资企业融资环境分析

- 第一、2025 年在化债政策持续落地与财政货币政策协同作用下，基投行业净融资额回升但净融资率仍处低位。
- 第二、行业净融资呈现“总量严控、结构调整”的特征，预计融资资源将进一步向优质区域和主体聚集，结构性分化将成为常态，信用资质偏弱的区域平台仍将面临严峻的融资约束。

■ 资产端：

- 第一、总资产增速放缓，行业集中度持续提升。
- 第二、资产增长呈现明显的区域梯队分化特征，东部及经济强省增速回落但仍保持领先，部分省份因债务化解、风险处置等因素出现负增长。
- 第三、货币资金规模同比回升，资金紧平衡状态有所缓释，但整体货币资金占比仍处于低位，资产流动性未明显改善。
- 第四、应收类款项（应收账款、其他应收账款）和存货规模增速放缓，合计占总资产比重小幅降低，资金占用压力仍较大。
- 第五、“一揽子化债”持续推进和市场化转型背景下，基投资企业积极由“城市建设融资平台”向市场化、专业化的“城市综合运营服务商”转型，自建自营资产规模和占比呈上升趋势。
- 第六、股权类资产规模和占比持续增长，国企股权整合和参股交通项目投资为主要增长动力，对外股权或基金投资或将逐渐成为行业资产增长的重要来源。

■ 负债及权益端：

- 第一、负债增长推动财务杠杆率抬升，非重点省份基投资企业为新增债务融资主力。
- 第二、融资成本处于下行通道，但各区域压降效果呈明显分化。
- 第三、债券和非标余额占债务比重均保持下降趋势，银行端信贷供给提升，债务置换背景下低成本短期借款增长显著，总体短期债务占比持续抬升。
- 第四、净资产增速持续低于债务扩张，呈现“总量稳增、整合深化、区域分化”的态势。

■ 收入及盈利表现：

- 第一、基投资企业收入微降但利润持续锐减，传统业务收缩下转型业务盈利贡献不足，毛利率下行与费用刚性上升侵蚀利润空间，盈利对政府补助和投资收益依赖程度仍较高。
- 第二、各省份基投资企业普遍面临较大的经营压力，亏损企业和省份数量保持增长。

■ 现金流

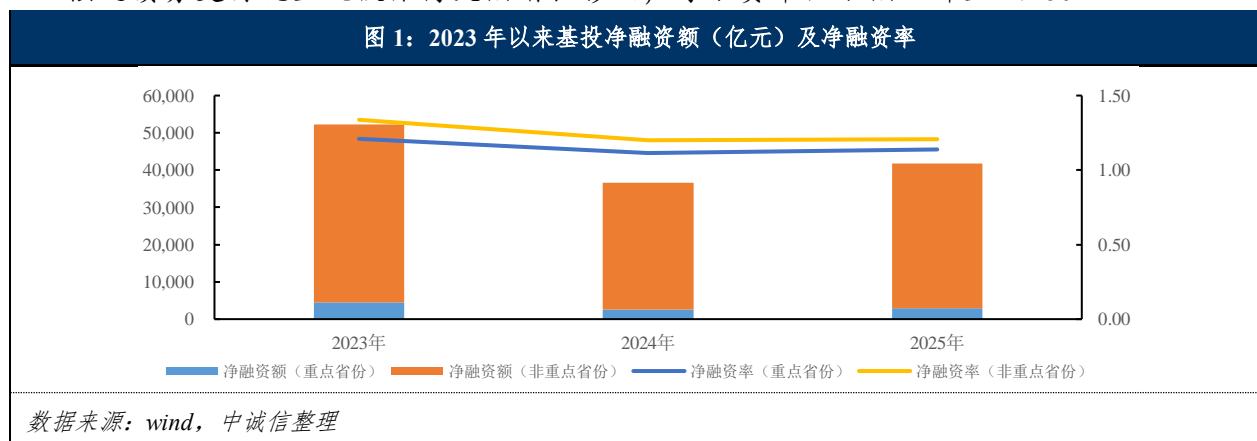
- 第一、新增项目严控政策下，基投资企业现金支出更为谨慎，经营和投资支付的现金呈收窄态势。
- 第二、经营活动净现金流对利息覆盖能力持续提升，但覆盖水平仍较弱。

一、政策背景及 2025 年基投企业¹融资环境分析

“一揽子化债方案”实施以来，基投行业融资经历了从快速收缩到逐步释压的调整周期。2025 年，在财政货币政策协同支持下，行业净融资额虽边际改善，但净融资率仍处低位，且增长高度集中于少数经济强省，区域分化显著。

第一、2025 年在化债政策持续落地与财政货币政策协同作用下，基投行业净融资额回升但净融资率仍处低位，保持紧平衡特征。2023 年 7 月中央政治局会议明确部署“制定实施一揽子化债方案”，同年 9 月 35 号文落地后，基建投融资行业债务净融资进入收缩通道。在分类管控政策下，重点省份融资收缩早于、严于非重点省份，2024 年基础设施投融资行业债务净融资额同比下降 30.04%，净融资率下降至 1.19，其中重点省份基投企业净融资额大幅缩量 41.15%，净融资率下降至 1.11。2024 年 11 月“6+4+2”万亿化债方案实施，2024 年及 2025 年，地方政府在既定的置换存量隐性债务的再融资专项债券和用于化债的新增专项债券每年总计 2.8 万亿元的额度基础上追加特殊再融资债券、新增清欠专项债券等化债资金额度，累计完成约 6.98 万亿元（3.38 万亿元+3.6 万亿元）化债资金投放，腾出了资金空间用于发展。同时，化债资金到位也大幅加快了融资平台“退平台”以及基投企业“退名单”的速度，截至 2025 年末，超 82% 的融资平台实现退出，融资平台存量经营性金融债务规模下降超 74%，并已有多家基投企业公告转为市场化经营主体。此外，宏观层面“适度宽松”的货币政策带来的银行体系流动性充裕为地方政府主导的债务重组（如贷款展期、降息）提供了空间，一定程度缓解了基投企业流动性压力。随着地方政府工作由以往的“防风险”向“防风险、促发展并重”转变，以及基投企业“退名单”的推进，2025 年基础设施投融资行业总体净融资额同比回升 13.93% 至 41.70 万亿元，但受当年债务置换增加，偿还债务支付现金规模保持大幅增长影响，净融资率仅小幅回升至 1.20。

图 1：2023 年以来基投净融资额（亿元）及净融资率

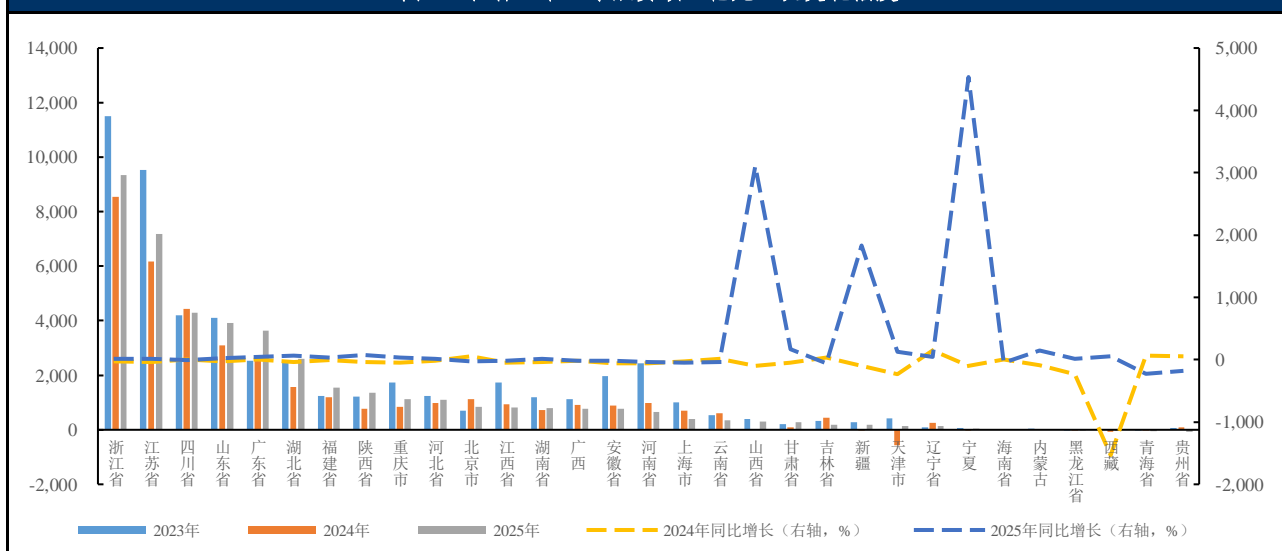


第二、行业净融资额呈现“总量严控、结构调整”的特征，预计融资资源将进一步向优质区域和主体聚集，结构性分化将成为常态，信用资质偏弱的区域平台仍将面

¹受限于数据可得性，本文分析样本仅包括已公开披露财务数据的发债基投企业；同时，在剔除母子公司关系过程中，仍存未剔除完全的可能；上述样本选择情况或对统计及分析结果造成一定影响。

临严峻的融资约束。2025年重点省份²和非重点省份基投行业净融资额均实现同比增长，其中净融资额为正且超过2024年净融资水平的省份数量占比均占约一半，非重点省份传统融资大省贡献了大部分增量，其中浙江省、江苏省、四川省、山东省、广东省、湖北省6个传统融资大省总体债务净融资额占全行业的70%以上，债务分布区域集中度进一步上升，除四川省净融资额同比小幅下降外，其他省份净融资额均较2024年收缩状态大幅回升，广东省和湖北省增速和增长规模靠前。此外，受非标违约事件、债务集中到期及市场情绪影响，陕西省基投企业2024年净融资额基数较低，2025年以来随着政策资金到位、市场信心修复以及“西咸一体化”等重大项目建设推进，净融资额呈现大幅增长，并超过2023年水平。另一方面，安徽、江西、河南和上海的基投企业净融资额连续两年下降，主要为政策驱动下的主动压降。重点省份基投行业净融资额增长主要来自天津市和重庆市，其中天津市在经历2024年债务“阵痛式”压降后，2025年迎来较强劲的边际修复。个别区域样本数量较少³，其中宁夏基投企业总体融资规模保持稳定，但在偿还债务资金支出减少影响下净融资额出现增长，黑龙江、青海基投企业近三年净融资额持续为负，融资环境仍偏紧。总体看，随着基投企业2027年6月全面“退平台”要求的落实和名单内基投企业的退出，预计银行对基投企业的流动性支持仍将边际改善，但在新增项目融资审慎、对项目收益及现金流要求趋严的背景下，基投行业净融资额预计呈现“总量严控、结构调整”的特征，高资质区域（如江苏、浙江等经济强省）净融资贡献突出，部分弱区域平台仍面临较强的融资约束。

图 2：各省（市）净融资额（亿元）及变化幅度



数据来源: wind, 中诚信整理

² 内蒙古自治区和吉林省分别于2025年7月和2026年1月公告退出重点省份名单，本文出于可比角度仍将其纳入重点省份统计。

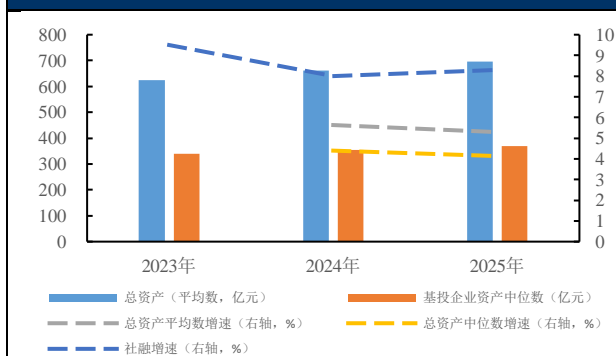
³ 全国31省（自治区、直辖市）中，海南省、黑龙江、宁夏、青海省、西藏、内蒙古样本数不超过5家（含）。

二、 资产端：

2025 年，基础设施投资行业总资产规模呈现增速放缓、内部分化加剧与资源向头部集中的结构性特征，区域增长呈现明显的梯队分化，东部地区及主要经济强省增速继续保持较快水平，部分省份因债务化解、风险处置及资产重组等因素资产规模出现收缩。

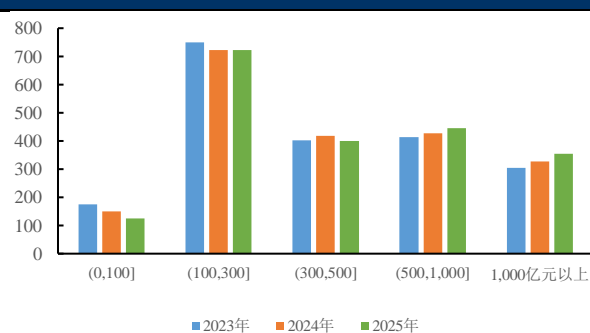
第一、基投行业总资产增速放缓，行业集中度持续提升。2025 年基投行业企业总资产规模保持增长，增速 5.29% 较 2024 年小幅下降，扩表速度与社融增速差距进一步加大。非重点省份基投企业总资产增速为 5.85%，显著高于投融资等受限的重点省份基投企业资产增速 2.38%，但增速差异有所收窄。此外，2025 年基投企业整合和资产优化仍在持续，当年缩表企业个数占总体样本 25.57%，其中 500 亿元以下的基投企业缩表个数占整体缩表企业个数 67.30%。从企业数量看，资产规模超 500 亿元的大型基投企业数量增长明显，截至 2025 年末资产规模超千亿元的基投企业共有 354 家，较 2024 年末增加 27 家；资产规模在 500-1,000 亿元的基投企业共有 445 家，同比增加 19 家；而规模小于 100 亿元的基投企业仅 125 家，同比减少 26 家，资源持续向头部企业集中。

图 3：近年来基投行业总资产规模（亿元）及增速



数据来源：wind，中诚信整理

图 4：近年来基投企业资产规模分布



数据来源：wind，中诚信整理

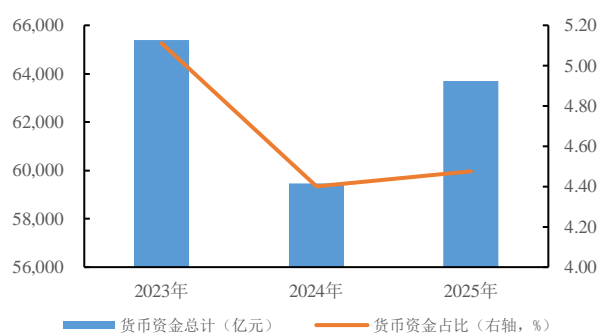
第二、2025 年基投企业资产增长呈现明显的区域梯队分化特征，东部及经济强省增速回落但仍保持领先，部分省份因债务化解、风险处置等因素出现负增长。具体看，东部区域基投企业总资产增速为 6.33%，仍明显高于中部区域（4.19%）、西部区域（4.18%）和东北部区域（3.24%），浙江省、广东省、四川省、山东省、湖北省和江苏省等经济强省基投企业资产规模在高基数的基础上仍保持领先的扩表速度，资产增速均超 5%，但整体增速较 2024 年有所回落。基投企业资产规模减少的省份主要集中在西部区域，其中贵州省基投企业资产减少与其近年来压降融资规模、担保等信用风险持续暴露损耗流动性、转出子公司股权以实现资产重组或风险隔离相关。此外，样本数量较少的青海省和西藏地区基投企业 2025 年资产规模同比有所下降主要系债务偿还、经营亏损、资产出售等影响。

表 1：全国 31 省（自治区、直辖市）近年总资产规模及变化情况（亿元）

区域	省份	2023年	2024年	2025年	2024年总资产增速	2025年总资产增速
东部地区	海南省	616.47	693.45	766.94	12.49%	10.60%
	浙江省	148,938.40	163,755.87	178,218.59	9.95%	8.83%
	广东省	55,094.89	59,625.79	64,346.79	8.22%	7.92%
	河北省	23,780.52	25,671.42	27,507.27	7.95%	7.15%
	山东省	110,695.38	118,236.70	126,605.74	6.81%	7.08%
	江苏省	194,927.46	204,485.34	214,701.39	4.90%	5.00%
	福建省	37,828.20	38,445.35	40,196.45	1.63%	4.55%
	天津市	29,438.17	28,940.72	29,961.55	-1.69%	3.53%
	北京市	27,908.29	29,664.63	30,681.80	6.29%	3.43%
	上海市	35,259.94	37,632.76	38,921.25	6.73%	3.42%
西部地区	四川省	100,507.71	108,143.38	116,589.08	7.60%	7.81%
	重庆市	50,377.10	52,163.71	55,184.71	3.55%	5.79%
	新疆	13,414.01	15,336.85	15,941.34	14.33%	3.94%
	陕西省	35,939.77	37,839.02	39,168.88	5.28%	3.51%
	甘肃省	10,473.62	10,813.46	11,138.44	3.24%	3.01%
	广西	35,437.27	36,424.25	36,736.62	2.79%	0.86%
	宁夏	1,928.96	1,949.51	1,964.51	1.06%	0.77%
	云南省	26,535.56	27,194.18	27,328.15	2.48%	0.49%
	内蒙古	3,994.08	4,060.33	4,079.05	1.66%	0.46%
	贵州省	34,173.89	34,235.66	33,922.70	0.18%	-0.91%
	青海省	1,199.26	1,170.10	1,141.50	-2.43%	-2.44%
	西藏	1,447.65	1,492.44	1,440.16	3.09%	-3.50%
	中部地区	湖北省	59,730.81	64,703.14	69,661.84	8.32%
安徽省		47,486.66	49,798.77	52,011.04	4.87%	4.44%
山西省		14,330.48	14,669.40	15,241.93	2.37%	3.90%
湖南省		55,477.39	57,675.36	59,668.01	3.96%	3.45%
江西省		46,053.26	47,301.14	48,915.20	2.71%	3.41%
河南省		55,936.49	58,609.45	59,532.51	4.78%	1.57%
东北部地区	辽宁省	4,344.85	4,011.98	4,205.39	-7.66%	4.82%
	吉林省	12,561.11	13,262.02	13,694.20	5.58%	3.26%
	黑龙江省	3,342.35	3,246.63	3,286.28	-2.86%	1.22%
全国	总资产	1,279,180.03	1,351,252.84	1,422,759.31	5.63%	5.29%
	重点省份	213,806.23	217,472.56	222,643.09	1.71%	2.38%
	非重点省份	1,065,373.79	1,133,780.28	1,200,116.22	6.42%	5.85%

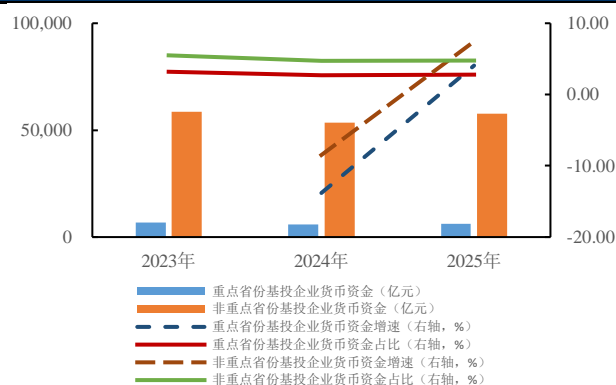
第三、基投企业货币资金规模同比回升，资金紧平衡状态有所缓释，但整体货币资金占比仍处于低位水平，资产流动性未明显改善。2025 年在“一揽子化债”推进下，基投企业保持较大规模的债务偿付，项目投资建设审慎，货币资金支出仍保持收紧状态，同时化债资金到位，“退名单”推进和银行端流动性供给为基投企业现金储备提供一定支撑。截至 2025 年末，基投企业货币资金总规模 6.37 万亿元，同比回升 7.11%，与 2024 年末-9.04%的缩量相比，资金压力有所缓解。但从整体货币资金占比看，基投企业货币资金占总资产比重为 4.48%，较 2024 年末仅上升 0.08 个百分点，增长幅度较小，仍处于低位水平，整体资产流动性未明显改善。分省份看，重点省份基投企业货币资金增速、占比均持续低于非重点省份基投企业，资金压力更为显著。2025 年重点省份基投货币资金规模同比增长 4.06%，增幅较非重点省份基投企业低 3.38 个百分点，增速差异有所收窄，同时货币资金占总资产比重回升至 2.75%，亦低于非重点省份城投的 4.80%。

图 5：全国基投企业货币资金规模及占比



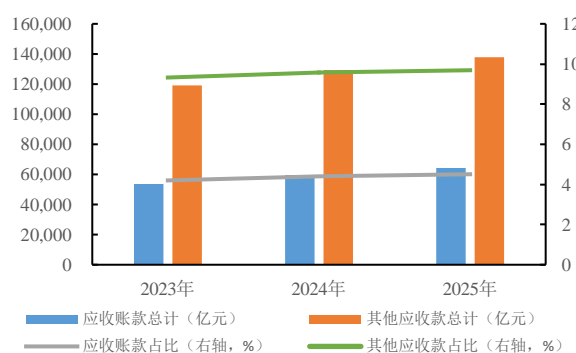
数据来源：wind，中诚信整理

图 6：全国基投企业货币资金增速



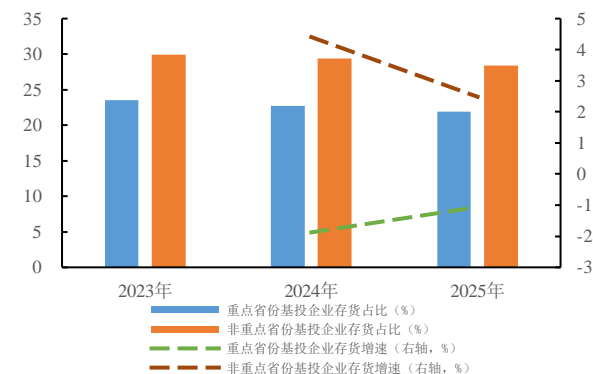
数据来源：wind，中诚信整理

图 7：全国基投企业应收类款项



数据来源：wind，中诚信整理

图 8：全国基投企业存货占比及增速



数据来源：wind，中诚信整理

第四，2025 年基投企业应收类款项（应收账款、其他应收账款）和存货规模增速放缓，合计占总资产比重小幅降低，但资金占用压力仍较大。基投企业承接地方基建项目所获的收益主要由财政资金支付，受累于早期项目垫资规模大、财政回款滞后，基投企业累积了大量的应收类款项。2025 年末基投企业应收类款项合计规模 20.20 万亿元，同比增长 6.87%，占总资产的比重增至 14.20%，其中重点省份增速明显放缓，2025 年应收类款项规模同比小幅增长 3.98%，甘肃省、青海省和云南省实现净回收。非重点省份中大部分区域基投企业应收类款项规模仍处于扩张状态，仅西藏、山西实现净回收，浙江省、湖北省、山东省和安徽省在基数较大的基础上保持高于全国水平的增长速度。此外，基投行业存货规模保持扩张，2025 年末规模达 39.01 万亿元，同比增长 2.03%，主要系部分区域（如安徽省、江苏省、浙江省等）内产业园区的配套基础设施、城市更新和民生保障工程仍有较大的投入需求。同时江苏省、浙江省等东部区域基投企业在土地出让市场中表现相对积极，近年来部分企业积极拓展房地产业务，但考虑到房地产行情和项目开发资金压力，土地开工建设进度和已开工项目销售情况并不乐观，资金占用明显，且需关注已开工项目未来的收益实现情况。另一方面，重点省份基投企业存货规模已连续两年同比减少，反映出 35 号文等政策强约束效果明显。

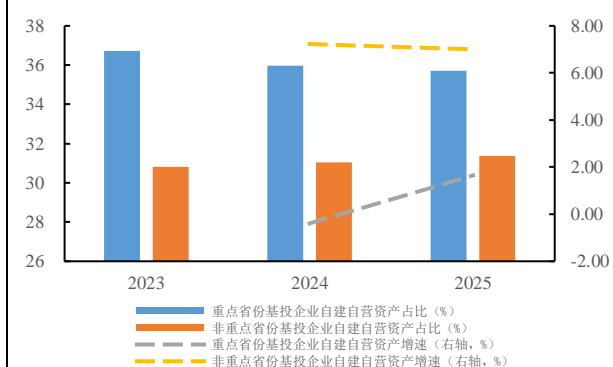
表 2：全国 31 省（自治区、直辖市）2025 年存货及应收类款项占比及变化情况（亿元）

省份	总资产规模	应收类款项占比	存货占比	合计同比增长	存货同比增长	应收类款项同比增长
安徽省	52,011.04	15.55%	34.14%	3.85%	1.07%	10.51%
北京市	30,681.80	9.93%	20.16%	4.97%	5.92%	3.08%
福建省	40,196.45	10.34%	26.49%	2.97%	1.33%	7.41%
甘肃省	11,138.44	5.01%	5.52%	-14.17%	17.56%	-10.09%
广东省	64,346.79	5.38%	13.45%	3.29%	3.31%	3.21%
广西壮族自治区	36,736.62	8.51%	19.34%	4.65%	-1.53%	22.04%
贵州省	33,922.70	19.71%	34.22%	-2.73%	-4.79%	1.06%
海南省	766.94	4.84%	61.63%	14.53%	13.81%	24.54%
河北省	27,507.27	13.83%	11.99%	7.36%	10.44%	4.82%
河南省	59,532.51	14.91%	23.73%	0.72%	-2.65%	6.61%
黑龙江省	3,286.28	5.81%	35.83%	0.29%	-0.06%	2.51%
湖北省	69,661.84	13.16%	24.43%	3.54%	-0.63%	12.28%
湖南省	59,668.01	15.12%	42.44%	2.74%	0.96%	8.10%
吉林省	13,694.20	17.31%	6.25%	3.20%	7.01%	1.89%
江苏省	214,701.39	22.42%	33.87%	4.04%	3.46%	4.94%
江西省	48,915.20	17.12%	32.21%	2.89%	0.30%	8.14%
辽宁省	4,205.39	17.78%	27.16%	9.57%	5.60%	16.23%
内蒙古自治区	4,079.05	3.89%	0.39%	10.02%	13.63%	13.09%
宁夏回族自治区	1,964.51	7.58%	12.89%	0.99%	-2.09%	6.68%
青海省	1,141.50	18.69%	18.75%	-5.51%	-1.60%	-9.13%
山东省	126,605.74	13.80%	22.26%	5.38%	3.28%	8.95%
山西省	15,241.93	9.69%	10.44%	-3.46%	4.05%	-10.43%
陕西省	39,168.88	16.70%	23.91%	2.87%	-1.01%	8.98%
上海市	38,921.25	3.41%	17.72%	-5.02%	-6.97%	6.62%
四川省	116,589.08	13.42%	25.08%	5.61%	4.62%	7.50%
天津市	29,961.55	19.63%	19.99%	4.27%	0.05%	8.95%
西藏自治区	1,440.16	4.90%	24.65%	-8.19%	-9.58%	-0.52%
新疆维吾尔自治区	15,941.34	13.83%	15.48%	2.84%	-0.62%	7.00%
云南省	27,328.15	10.57%	11.60%	-6.14%	-5.80%	-6.51%
浙江省	178,218.59	11.70%	39.95%	6.11%	4.63%	11.52%
重庆市	55,184.71	13.19%	30.28%	2.27%	2.38%	2.02%
全国基投企业	1,422,759.31	14.20%	27.42%	3.63%	2.03%	6.87%
重点省份基投企业	222,643.09	13.59%	21.94%	0.81%	-1.06%	3.98%
非重点省份基投企业	1,200,116.22	14.31%	28.43%	4.08%	2.49%	7.40%

第五、在“一揽子化债”持续推进和市场化转型背景下，基投企业传统基建业务投资受限，积极由“城市建设融资平台”向市场化、专业化的“城市综合运营服务商”转型，自建自营资产规模⁴和占比呈上升趋势。2025 年基投企业固定资产、投资性房地产、在建工程和无形资产形成的自建自营类资产规模同比增长 6.03%，占总资产比重增至 32.06%，增速小幅扩大，相关资产增量主要来自非重点省份基投企业在商业、工业载体以及综合片区开发等项目投入。此外，浙江省、湖北省、四川省和江苏省基投企业自建自营资产规模的增长带动效果显著，高速公路等项目投资和整合背景下的资源收购或注入则是推升相关资产规模增长的重要原因；而重点省份自建自营类资产规模虽由降转升，但增长仅为 1.65%，项目建设投资管控仍偏紧。

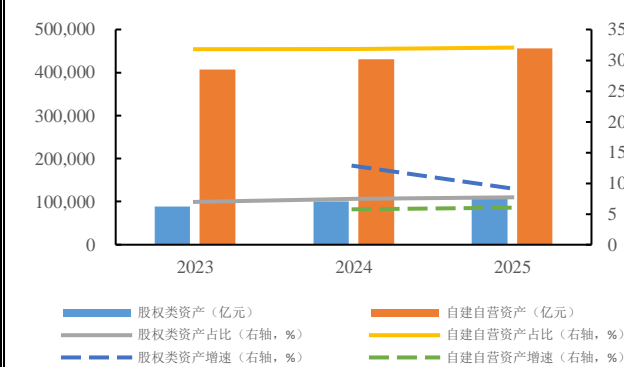
⁴运营类资产及自营项目=投资性房地产+固定资产+在建工程+无形资产

图 9：全国基投企业自建自营类资产情况



数据来源：wind，中诚信整理

图 10：股权类和自建自营类资产占比情况



数据来源：wind，中诚信整理

表 3：全国 31 省（自治区、直辖市）近年股权类资产和自建自营类资产规模及变化情况（亿元）

省份	自建自营资产规模	股权类资产规模	自建自营资产占比	股权类资产占比	自建自营资产同比增长	股权类资产同比增长
安徽省	15,388.73	3,851.45	29.59%	7.41%	4.89%	9.32%
北京市	12,243.80	2,560.48	39.91%	8.35%	1.29%	9.31%
福建省	12,588.92	2,948.98	31.32%	7.34%	5.64%	9.11%
甘肃省	7,092.54	959.83	63.68%	8.62%	-4.63%	18.98%
广东省	33,990.66	7,140.23	52.82%	11.10%	8.75%	1.10%
广西壮族自治区	12,776.09	1,935.05	34.78%	5.27%	-5.48%	-1.62%
贵州省	8,965.78	1,920.59	26.43%	5.66%	1.79%	2.84%
海南省	148.08	24.69	19.31%	3.22%	9.62%	-6.84%
河北省	12,505.51	2,603.65	45.46%	9.47%	9.52%	11.51%
河南省	20,426.80	4,522.83	34.31%	7.60%	4.25%	7.65%
黑龙江省	255.92	11.00	7.79%	0.33%	22.42%	-3.99%
湖北省	25,043.23	4,143.71	35.95%	5.95%	11.11%	14.03%
湖南省	15,432.65	2,190.85	25.86%	3.67%	5.65%	2.66%
吉林省	7,010.24	904.44	51.19%	6.60%	4.20%	19.21%
江苏省	47,866.27	17,113.91	22.29%	7.97%	5.13%	11.53%
江西省	13,792.00	2,074.51	28.20%	4.24%	4.44%	-5.20%
辽宁省	1,601.47	198.55	38.08%	4.72%	12.25%	10.71%
内蒙古自治区	3,422.98	68.94	83.92%	1.69%	3.61%	2.44%
宁夏回族自治区	1,293.81	70.37	65.86%	3.58%	7.00%	-3.73%
青海省	207.57	56.87	18.18%	4.98%	-19.30%	11.59%
山东省	40,843.73	11,365.16	32.26%	8.98%	7.49%	7.25%
山西省	7,891.27	1,388.78	51.77%	9.11%	6.81%	4.52%
陕西省	13,387.27	1,577.78	34.18%	4.03%	-0.02%	9.05%
上海市	17,967.50	6,043.01	46.16%	15.53%	7.56%	4.32%
四川省	34,223.17	8,070.65	29.35%	6.92%	9.28%	14.42%
天津市	8,764.39	3,773.66	29.25%	12.59%	2.60%	3.24%
西藏自治区	632.50	101.36	43.92%	7.04%	0.24%	180.42%
新疆维吾尔自治区	4,564.06	808.40	28.63%	5.07%	5.25%	14.50%
云南省	12,767.97	3,384.80	46.72%	12.39%	3.11%	3.49%
浙江省	47,656.77	12,815.00	26.74%	7.19%	10.25%	12.25%
重庆市	15,344.62	5,026.50	27.81%	9.11%	6.60%	29.02%
全国基投企业	456,096.30	109,656.03	32.06%	7.71%	6.03%	9.14%
重点省份基投企业	79,503.38	18,310.60	35.71%	8.22%	1.65%	10.28%
非重点省份基投企业	376,592.92	91,345.43	31.38%	7.61%	7.00%	8.91%

第六、基投企业股权类资产⁵规模和占比持续增长，国企股权整合和参股交通项目投资为主要增长动力，对外股权或基金投资或将逐渐成为行业资产增长的重要来源。2025 年末基投企业股权类资产规模达 10.97 万亿元，同比增长 9.14%，占总资产比重

⁵股权类资产=其他权益工具投资+其他非流动金融资产+长期股权投资

上升至 7.71%。重点省份基投企业股权类资产增速为 10.28%，高于非重点省份基投企业，除样本个数相对较少、规模基数较小外，主要系因为重庆市在市属和区县两个层面均进行了战略性重组与专业化整合，计入长期股权投资和其他权益工具投资的国企股权带动了整体重点省份基投企业股权类资产增长。此外，甘肃省、吉林省等部分区域基投企业持续投入参股的交通类项目亦是其股权类资产增长的来源之一。非重点省份中浙江省、江苏省、安徽省和四川省等区域股权类资产增长显著，除了国企股权整合和参股交通项目的投入外，相关省份投资环境相对成熟，资本活跃度高，产投联动和资本招商成为基投企业转型的重要途径，近年来多地基投企业积极参与当地政府或上级政府、当地投资类国企（部分为基投企业并表子公司）组织或发起的基金及股权项目出资，进一步助长股权类资产增长，但相关投资一般期限较长且投资金额分散，需关注后续出资进度和收益实现情况。

三、 负债及权益端：

非重点省份基投行业融资拉动整体债务规模增长，化债资金和银行信贷供给为基投资企业调整融资渠道提供空间，但各省（市）债务成本压降效果差异明显；净资产规模稳步增长，但亦存在显著的区域分化。

第一、负债增长推动财务杠杆率抬升，非重点省份基投资企业为新增债务融资主力。 2025 年基投资企业负债和有息债务规模增速总体小幅波动，增速均高于资产端增速，财务杠杆率有所抬升。截至 2025 年末，基投资企业负债总规模达 88.83 万亿元，同比增长 6.38%，增速较 2024 年小幅下降 0.42 个百分点；有息债务 70.50 万亿元，同比增长 6.65%，增速同比增长 0.21 个百分点。其中，重点省份基投资企业负债总规模增速为 2.79%，显著低于非重点省份负债增速 7.04%，资产负债率由 2024 年的小幅下降转回增长，但总体保持稳定，亦继续低于非重点省份水平。贵州、青海、黑龙江基投资企业债务规模连续两年实现压降。非重点省份中，仅西藏区域基投资企业有息债务同比下降，江苏省、浙江省、山东省、四川省、湖北省和广东省等融资大省债务增速总体较 2024 年保持平稳。

图 11：近年来基投行业债务规模（亿元）及杠杆比率

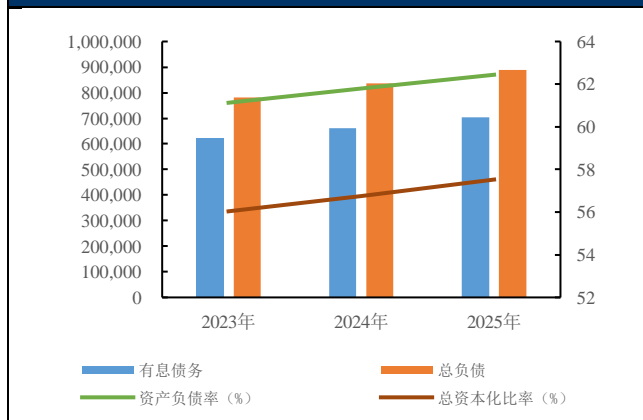
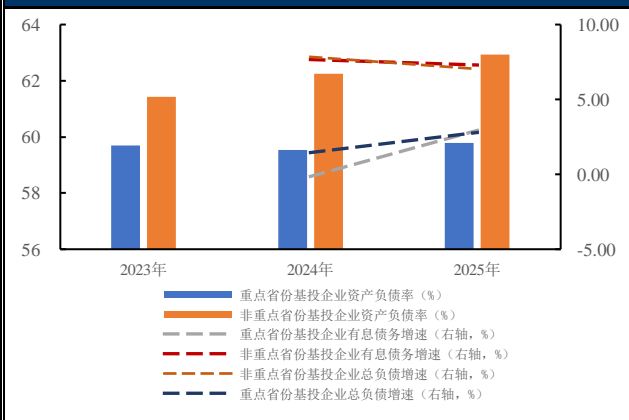


图 12：近年来基投行业财务杠杆率及增速

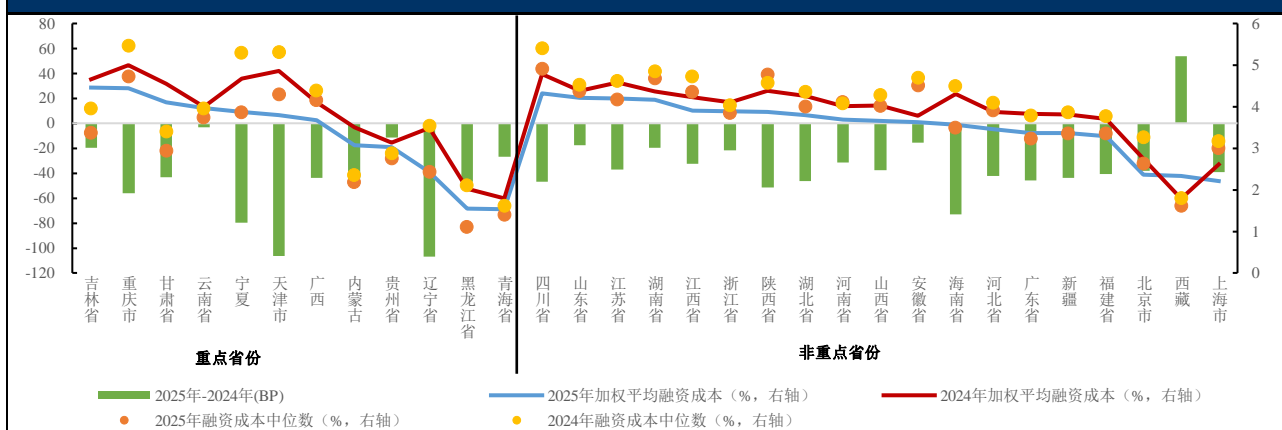


数据来源: wind, 中诚信整理

数据来源: wind, 中诚信整理

第二、受宏观利率下行、政策要求置换存量高成本融资、化债资金到位归还高成本债务等因素影响,近年来基投企业整体融资成本处于下行通道,但各区域压降效果呈明显分化。用“分配股利、利润或偿付利息支付的现金/有息债务”估算企业融资成本⁶,2025年基投企业融资成本中位数4.05%,较2024年下降33BP,加权平均成本3.85%,较2024年下降35BP。分省份看,西藏、青海、黑龙江区域基投企业样本较少,债务构成中专项应付款规模较大,拉低了区域融资成本,其中西藏区域受债务持续压降影响,2025年估算的融资成本有所提升。除西藏外,各省份基投企业融资成本均呈现不同程度的压降,重点省份天津、重庆压降效果更为显著。受区域内非标信用风险事件阶段性推高融资成本影响,2025年云南省、贵州省和山东省基投企业加权平均融资成本较2024年分别仅下降3bp、11bp和17bp,压降幅度较小。此外,安徽省和湖南省压降效果亦不明显,加权平均融资成本分别下降15bp和19bp,或与其区域内信用分化加剧,弱资质企业对高成本非标融资依赖程度仍较高有关。

图 13: 2025 年基投行业融资成本变化情况



数据来源: wind, 中诚信整理

第三、受债券融资严监管,政策要求压降非标债务融资等影响,2025年基投企业债券和非标余额⁷占债务比重均保持下降趋势,银行端信贷供给提升,债务置换背景下低成本短期借款增长显著,总体短期债务占比持续抬升。从城投债务类型看,城投融资以银行贷款、债券、非标为主,2025年存续规模占比分别为72.25%、20.29%和7.47%。“一揽子化债”以来,政策支持金融机构对存量债务展期置换,而城投债券融资监管持续收紧,同时各地积极压降非标等高成本融资,上述因素影响下2025年基投企业信贷规模占比较2023年抬升2.87个百分点,而债券、非标规模占比分别下降2.49、0.37个百分点。债券余额方面,重点省份中天津市、甘肃省基投企业债券余额增长明显,重庆市债券净偿还规模大幅增长,余额显著收缩。非重点省份中山东省、广东省、四川省、湖北省等贡献了主要增量,其中广东省基投企业无隐债负担,

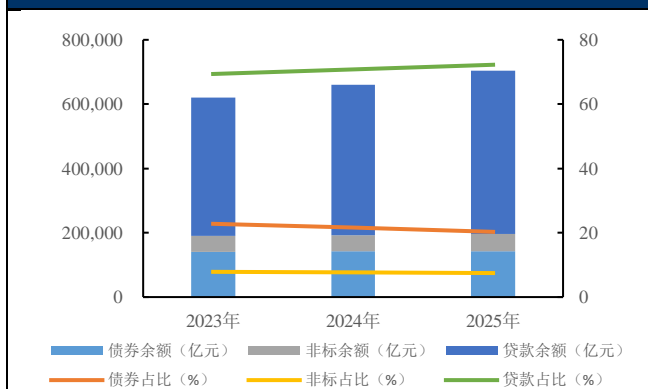
⁶ 融资成本=分配股利、利润或偿付利息支付的现金*2/(期末总债务+期初总债务)。

⁷ 本文非标余额以长期应付款-专项应付款+租赁负债规模估算。

市场化融资属性强；山东省在大规模置换债发行和省级金融化债机制创新下为长期限的城投债发行创造条件。此外，江苏省和湖南省均收到较大的化债资源倾斜，基投企业债券余额大幅减少，主要通过银行、非标等融资渠道腾挪。

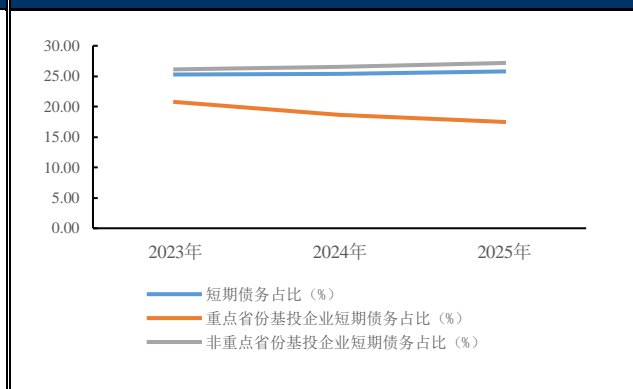
2025年末基投企业整体短期债务占比较2024年末上升0.43个百分点至25.78%，期限结构短期化趋势有所加剧，或与高资质区域银行端流动性供给相对充裕和政策要求成本压降背景下，企业更倾向选择短期限、低成本的流动资金贷款相关。分区域看，重点省份和非重点省份基投企业债务期限结构变化呈现明显分化，严控新增和长期债务到期接续带动重点省份基投企业债务期限结构呈逐渐改善趋势，2025年短期债务占比进一步下降至17.48%。非重点省份中江苏省、新疆、山东省、浙江省和江西省短期债务占比较高，均超过30%，河南省、北京市和陕西省基投企业债务期限结构有所优化。此外，2025年非重点省份基投企业短期借款增速为24.31%，显著高于债务总额增速，对债务结构影响较大。

图 14：基投企业债务结构



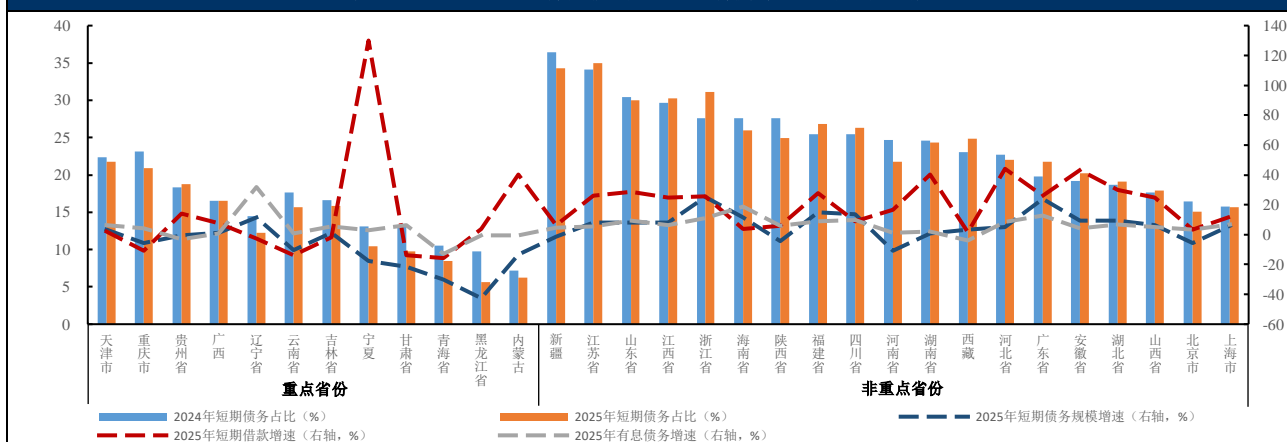
数据来源：wind，中诚信整理

图 15：基投企业短期债务占比



数据来源：wind，中诚信整理

图 16：各省份短期借款增速、短期债务占比和增速情况



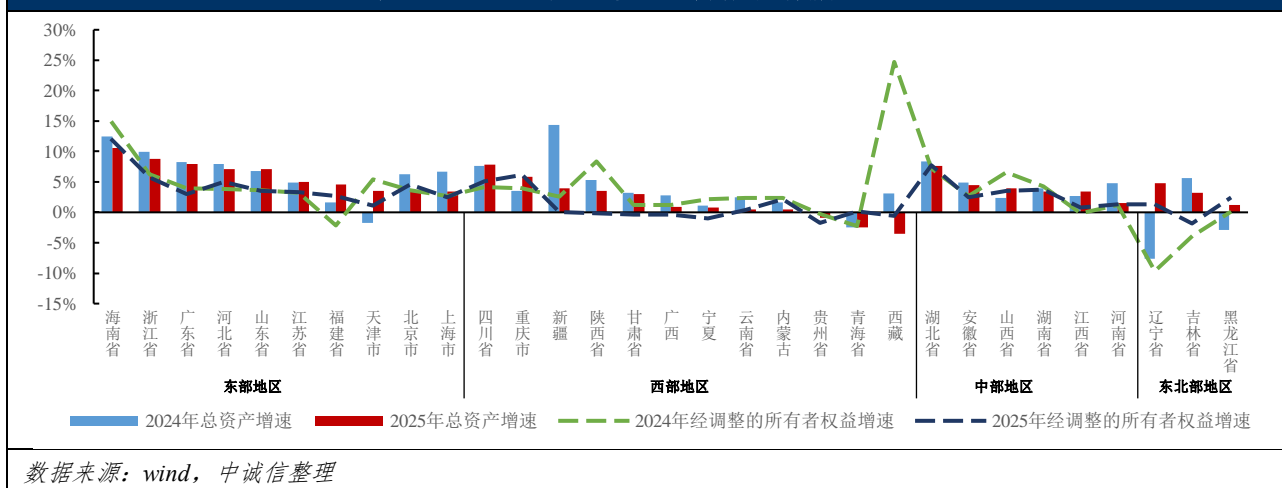
数据来源：wind，中诚信整理

第四、基投行业净资产增速持续低于债务扩张，呈现“总量稳增、整合深化、区域分化”的态势。2025年末基投企业净资产规模⁸同比增长3.31%，增速保持稳定，但显著低于债务扩张速度。资源整合和转型加速背景下，净资产规模减少的基投企业

⁸ 净资产规模采用经调整的所有者权益规模，经调整的所有者权益=所有者权益-其他权益工具。

数量同比增长 15.67% 至 694 个。近两年江苏省、山东省、浙江省、广东省净资产规模减少的基投企业数量平均数为 40~100 家，四川省、湖北省在 20~40 家，显著高于其他省份，但各区域内基投行业净资产规模均保持每年 3% 以上增长，反映出区域内平台整合、资产划拨相对活跃，同时政府对整体基投企业的资源注入、盈利保障等方面保持较大的支持力度，尤其浙江省、四川省和湖北省净资产规模增速保持在 5%~8%。此外，2025 年非重点省份中陕西省和西藏区域的基投企业净资产规模小幅负增长，前者或受部分企业经营亏损拖累，后者样本数量较少，减少主要系受产业经营类子公司股权划出影响。重点省份中甘肃、广西、宁夏、贵州、吉林基投企业净资产均出现下滑，多与当地资源相对有限，基投企业划出资产“瘦身”以求转型或体系外重新组建产业类主体有关。

图 17： 各省（市）基投企业净资产变动情况（%）



数据来源：wind，中诚信整理

四、 收入及盈利表现：

基投企业传统业务收缩、转型业务尚未形成有效盈利支撑，盈利能力持续弱化。重点省份普遍面临收入与利润同步收缩，非重点省份则呈现收入微增而利润大幅下滑的分化特征，房地产等行业风险暴露为重要原因。

第一、基投企业收入微降但利润锐减，传统业务收缩下转型业务盈利贡献不足，毛利率下行与费用刚性上升持续侵蚀利润空间，企业盈利对政府补助和投资收益依赖程度仍较高。近年来基投企业收入持续小幅收缩，2025 年同比微降 0.13%，但净利润规模同比减少 26.89%，净利润连续两年减少 25% 以上，盈利能力持续弱化。究其原因，基建业务持续缩量且业务经营向仅收取代建管理费的市场化代建模式转变降低了基投企业传统业务的收入和盈利空间，随着市场化转型深入，房地产开发、工程施工、供应链贸易业务和租赁业务等作为转型和拓展的主要方向，可对收入总量形成补充，但受房地产市场行情下行以及贸易业务监管趋严影响，相关业务并未带动营业利润回升。同时，近年来基投企业营业毛利率持续下降，期间费用率在利息费用、人员支出等刚性成本推动下保持增长，2023 年以来两者的分化持续走扩，期间费用对盈利

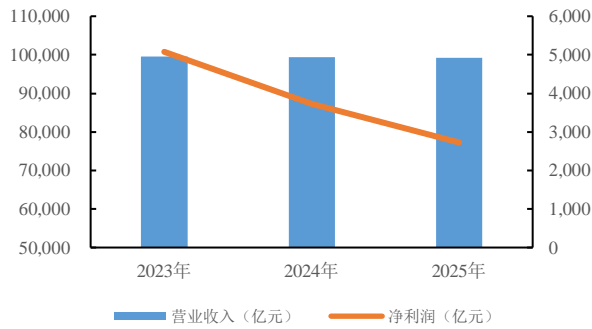
侵蚀较大，降本增效尚需进一步加大推进力度。

利润构成方面，基投企业的利润主要来源于其他收益、投资收益和公允价值变动损益，其中其他收益占净利润的比例呈上升趋势，企业盈利对政府补贴依赖度加大；2025 年基投企业投资收益规模同比增长 4.98% 至 1,994.37 亿元，但仍远低于 2023 年水平，主要系近年来基投企业对外投资房产企业或项目亏损增加。随着股权类资产规模的增长和资本市场回暖，基投企业投资收益和以公允价值计量的相关资产价值变动收益有所回升，但投资回报率仍较低。

第二、各省份基投企业普遍面临较大的经营压力，亏损企业和省份数量保持增长。2025 年基投行业经营亏损的省（市）数量上升至 5 个⁹，亏损基投企业数量 170 家，占总样本比重上升至 8.3%，基投企业仍面临较大的经营业绩压力。分区域看，重点省份基投企业营业收入、净利润连续两年负增长，2025 年营业收入降幅减缓，但净利润仍保持 20% 左右的降幅。其中云南省、贵州省、青海省和黑龙江省基投企业连续两年营业收入和净利润“双降”，除青海省和黑龙江省统计样本较少外，云南省和贵州省基投企业经营恶化主要系受累于贸易业务信用风险暴露、建设运营等市场化业务竞争力弱等因素。甘肃省基投企业收入规模持续大幅减少，但 2025 年净利润在省级基金投资收益和 PPP 项目政府补助带动下实现回升。重庆市、吉林省基投企业营业收入连续两年保持增长，但净利润仍呈下降趋势，主要系贸易、物流运输等业务增收未增利。尽管增幅较小，天津市为全国唯一基投企业营业收入和净利润保持增长的省份，除贸易等业务对收入形成支撑外，亦得益于政府补助和投资收益对盈利的稳定补充。非重点省份总体呈现收入小幅增长，盈利加速收缩态势，2025 年净利润下降 28.10%，较重点省份下降更为显著。海南省、浙江省、广东省、新疆、湖北省和安徽省基投企业收入连续两年保持增长，但净利润亦呈下降趋势，其中广东省基投企业净利润 2025 年有所减亏，但仍受万科等企业风险暴露影响。同时北京市基投企业净利润持续为负，亦与区域内基投企业上市子公司破产重组风险暴露、房地产业务计提较多资产减值有关。此外，陕西省和山西省基投企业 2025 年净利润由正转负，原因分别为文旅、地产业务亏损以及宏观环境对煤炭及煤化工业务产生一定冲击。

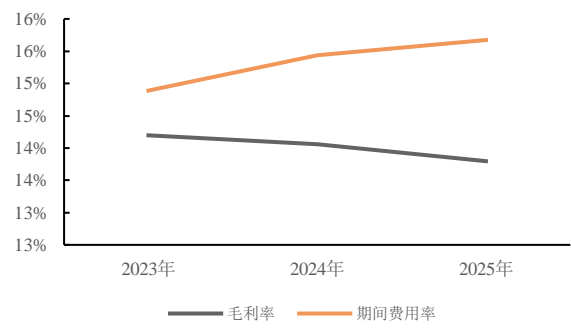
⁹ 分别为海南省、广东省、北京市、陕西省、陕西省，其中海南省基投样本个数较少，2025 年亏损主要系对企业停工文旅项目计提减值损失。

图 18：近年来全国基投企业营业总收入及净利润



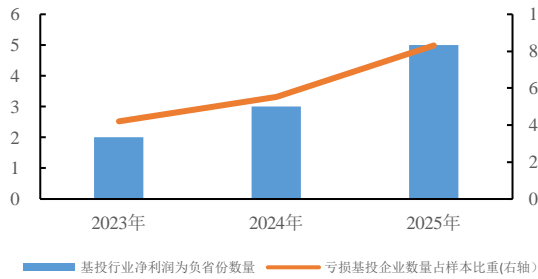
数据来源：wind，中诚信整理

图 19：近年来全国基投企业营业毛利率及期间费用率



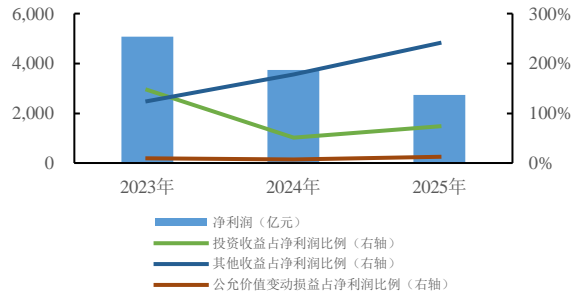
数据来源：wind，中诚信整理

图 20：亏损基投企业及省份数量情况



数据来源：wind，中诚信整理

图 21：基投企业利润构成



数据来源：wind，中诚信整理

五、 现金流

基投企业经营和投资资金投入仍保持谨慎，政府化债资金到位对业务回款提供良好支撑，经营活动净现金流对利息覆盖能力持续增强，但总体仍处于较低水平。

第一、新增项目严控政策下，基投企业现金支出更为谨慎，经营和投资支付的现金呈收窄态势。2025年，基投企业购买商品、接受劳务支付的现金和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模分别同比下降5.04%和5.46%，尽管下降幅度较2024年有所放缓，但仍反映出在“一揽子化债”背景及融资趋严影响下，基投企业在基建及自营项目两方面压降项目现金支出，投资进度持续放缓。此外，2024年随着“6+4+2”化债资金到位，政府对基投企业回款明显加快，2024年基投企业经营活动现金流由负转正，2025年经营活动现金净流入规模进一步扩大，同比增幅达82.48%。

第二、基投企业经营活动净现金流对利息覆盖能力仍较弱。随着市场利率下行、存续高息非标和银行贷款的置换对于行业综合融资成本压降起到了一定的作用。同时，企业经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力自2024年以来持续改善，2025年覆盖倍数增长至0.30，但基投行业债务负担依然较重，企业利息支出规模仍处于较高水平，整体覆盖倍数仍较低。

图 22：全国基投企业经营和投资活动现金流¹⁰情况

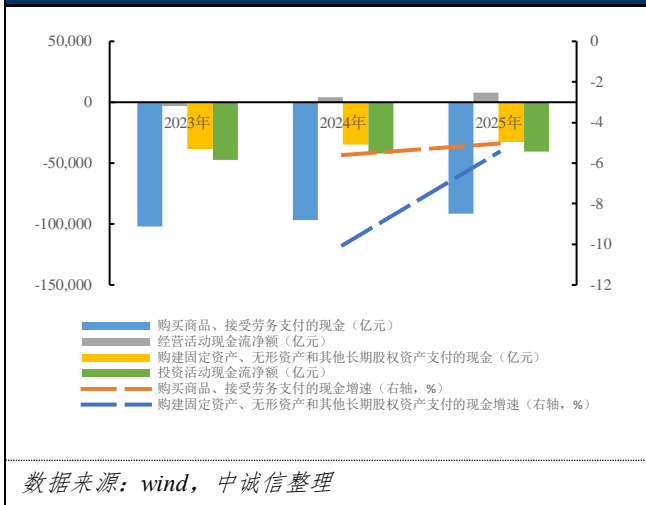
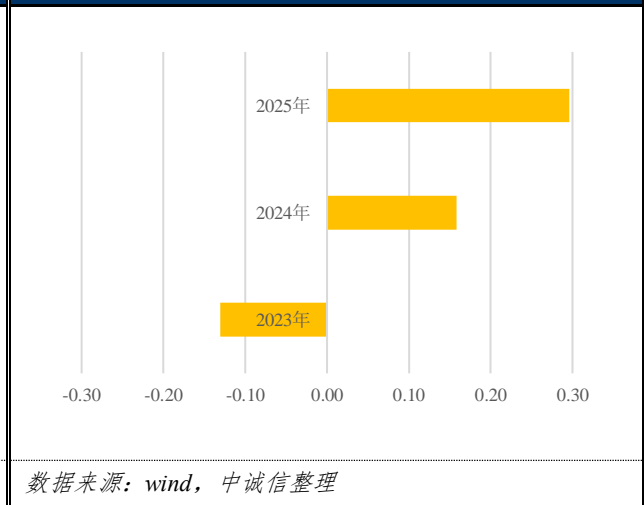


图 23：基投经营活动净现金流利息覆盖倍数



¹⁰ 该表中正数为现金流流入金额，负数为现金流流出金额。