

## 2025 交易所新规解读：城投企业公司债券发行或将趋严

2025 年 4 月 2 日

2025 年 3 月 28 日，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》（上述两文件以下简称“新规”）。我们将市场对本次规则修订普遍关注的一些问题进行了如下汇总与分析。

### 事件：相比 2023 年版本，本次修订侧重于信息披露和管理要求两方面

#### 信息披露类

- 1) 新增互保风险披露：发行人应充分披露互保情况，主承销商应就互保债务交叉传导风险对发行人偿债能力的影响发表核查意见。
- 2) 新增融资渠道受限披露：存在部分情形的发行人，应说明融资渠道是否受限。
- 3) 新增城投类业务比重披露：主营业务涉及市政基础设施建设、土地开发整理、公益性住房建设等业务的地方国有企业应披露城投相关资产的金额及占比、城投类业务收入金额及占比、贸易业务和来自上市公司子公司的收入金额及占比。
- 4) 新增红筹架构发行人披露：境外注册、境内经营的发行人应充分披露股权架构、有息债务规模、分红政策等情况，防范损害境内投资者权益。

#### 管理要求类

- 1) 加强对于账面存货及应收类款项变现能力的要求：新规规定，发行人最近一年末存货及应收类款项占总资产比重高于 70% 的，应当重点说明对偿债能力的影响，显著影响发行人偿债能力的，应当审慎确定公司债券申报方案。
- 2) 加强贸易业务真实性核查要求：贸易业务收入占比超 30% 的发行人需披露客户/供应商关系及商业合理性，主承销商需核查真实性。
- 3) 新增 EBITDA 利息覆盖要求：要求发行人年均 EBITDA 需覆盖有息债务利息，否则需强化偿债能力说明，发行人缺乏持续稳定的盈利能力的，应审慎确定公司债券申报方案。
- 4) 加强对多元化经营的监管：对于业务分散且无核心板块（收入及毛利润均未超 30%）的发行人，要求说明协同性及对偿债能力的影响。

### 解读一：平台企业融资呈趋严态势，但或利好新组建市场化经营主体新增额度申报

我们认为，本次修订对平台企业融资的监管呈趋严态势，部分已调出平台名单但未满足“335 要求”的平台新增融资或将面临较大难度，本次修订也将倒逼城投平台市场化转型。通过梳理新规条款我们

#### 分析师

曹艺馨

北京

+86-10-6516 6048

yixin.cao@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6038

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

发现，影响较大的主要有上述信息披露类的第 1、2、3 点和管理要求类的第 1、2、3 点，整体要求趋严，增加披露融资渠道受限、城投类业务比重有助于交易所更准确地判断地方国企属性，加强对于账面存货及应收类款项变现能力的要求、强化对贸易性业务真实性核查的要求、增加 EBITDA 利息覆盖要求则体现出交易所对发行人经营现金流获取能力的重视，而这一点是很多平台企业欠缺的。

我们认为，新规也反映出对转型平台的支持，对于资产、收入及利润满足“335 要求”但规模较小的市场化主体，其新增融资渠道或将有所拓宽。此次修订删除了要求城市建设企业审慎确定公司债券申报方案的部分情形，如“扣除重点关注资产后资产负债率超过 85%”、“扣除重点关注资产后总资产规模小于 100 亿元”。上述规模等指标的删除，一定程度上利好地区新组建的市场化经营主体的新增额度申报。

同时，针对部分区域城投平台互保现象突出，本次新增互保披露要求或意味着监管机构希望进一步穿透区域信用传导机制，后续有可能对此加强管理。

## 解读二：对其他企业的影响

我们认为，本次修订对其他企业的影响主要体现在以下方面：

- 贸易类企业：贸易业务收入占比超 30%需穿透核查商业合理性，虚增收入、关联交易等乱象将受抑制。
- 多元化经营企业：无核心业务板块（收入及毛利占比均未超 30%）的企业需说明业务协同性，松散型集团融资或遇阻。
- 红筹及境外架构企业：需全面披露境内外股权架构及债务结构，异常分红、复杂架构可能受到更多关注。

## 后续

我们将持续关注城投平台净融资情况。我们注意到，2024 年，全国城投债融资累计净流出超过 2500 亿元，整体融资环境偏紧。我们预计，本次新规发布后，无法满足“335 要求”的平台企业面临的融资环境趋紧，2025 年或将延续融资净流出态势。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 [PCASupport@spgchinaratings.cn](mailto:PCASupport@spgchinaratings.cn)。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2025 标普信用评级 (中国) 有限公司。保留所有权利。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失 (包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。