

仅两成新发城投达标！三道红线落地，做实经营是唯一出路

2026年6月15日

事件

近期有媒体报导，沪深交易所针对地方城投/产投企业公司债券发行出台新一轮窗口指导，确立了以盈利水平、经营现金流、转型真实性为核心的三道审核红线。该窗口指导在 335 指标的基础上进一步收紧，将审核重心从城投主体身份界定、财政依赖度管控，转向企业真实经营能力与市场化转型成效的穿透式核查，成为现阶段城投交易所债券申报、审核的重要标准。

本次窗口指导明确了三大审核要求：一是平均总资产报酬率（ROA）需高于 1%；二是最近一个完整会计年度经营活动现金流量净额为正；三是债券申报前 12 个月内未发生重大资产重组。

解读

我们认为，本次“三道红线”体现了监管不再单纯聚焦于城投平台资产结构、财政补贴占比等表层指标，而是通过盈利、现金流、转型行为三类可量化、可穿透的硬性要求，引导市场回归企业自身经营基本面。这延续了近年来地方政府隐性债务化解、推动城投市场化转型的一贯监管思路，是监管机构对地方城投/产投新增融资管理逻辑的进一步落地与细化。

从监管迭代脉络来看，城投发债审核已形成“335 标准→224 收紧传闻→三道红线”的梯度收紧格局，监管重心从“结构合规”转向“实质经营”。为清晰梳理政策演变趋势，我们对三套监管规则进行全方位对比（其中 224 指标为市场传闻，但也体现了趋紧的监管导向）：

监管体系	政策属性	落地/传出时间	核心量化指标	核心监管导向
335 指标	正式落地规则	2025 年 3 月	城建类资产占比≤30%； 政府类城建收入占比≤30%； 财政补贴占净利润≤50%	转型过渡期标准，区分政府平台与市场化产投，侧重资产、收入结构合规性，给予平台转型缓冲空间
224 指标	市场传闻	2026 年 3 月	城建类资产占比≤20%； 政府类城建收入占比≤20%； 财政补贴占净利润≤40%	全面收紧结构审核标准，压缩财政依赖空间，严控弱资质区县级平台转型包装，指向深度市场化转型
三道红线	落地执行窗口指导	2026 年 5 月	总资产报酬率（ROA）>1%； 近一年经营现金流净额为正； 申报前 12 个月无重大资产重组	跳出结构指标约束，穿透核查真实经营能力与转型真实性，严打短期财技包装、伪转型行为，做实主体内生造血能力

结合上述监管迭代脉络，我们认为，本次政策收紧并非短期监管加码，而是城投债务规范化治理、交易所补齐监管短板的大势所趋。当前市场新设城投、产投平台的首发债券大多在交易所市场发行，新增融资行为高度集聚，倒逼交易所主动压实监管责任、收紧审核尺度。在严禁新增隐性债务、加速城投市场化转型的政策大背景下，此前侧重资产与收入结构核查的 335 标准，已难以甄别城投“伪转型”的各类包装乱象。对此，监管顺势优化审核逻辑，从源头杜绝平台依靠短期财技拼凑达标、新增债务的违规行为。

分析师

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

具体到此次的三道红线来看，“ROA > 1%”划定了市场化经营主体的最低资产回报底线，“经营活动现金流净额为正”直击城投依靠融资维持运营、经营回款弱的痛点，重点检验企业主营业务的现金回笼能力，确保发债主体拥有依靠自身经营覆盖日常运营支出的基础能力，而“最近 12 个月未发生重大资产重组”则主要防范地方政府通过资产划拨、股权划入、业务拼接等短期财技包装新壳、规避融资约束、新增隐性债务，体现转型必须落脚于长期内生发展、禁止短期操作临时达标的监管态度。

我们认为，城投三道红线落地后，不同资质主体之间的融资分化将会加剧。具体来看，

- 对于具备实质转型能力、已形成市场化业务布局的城投而言，新要求落地后，交易所新增融资渠道仅向此类主体倾斜。在多数同类平台无法满足要求、投资者面临资产荒的背景下，率先达标企业将获得更低融资成本、更高发行额度的先发优势，进而反哺市场化业务、强化造血能力，在行业出清后具备更强的长期生命力。
- 对于多数弱资质、转型基础薄弱的城投或新设产投而言，三道红线进一步抬升了低成本标准化融资（公司债 / 私募债）的准入门槛。尤其是经营现金流持续为负、高度依赖财政补贴与融资滚动的区县级平台，对银行借款、非标等高成本渠道的依赖度将进一步上升，与优质转型主体间的融资与信用差距将持续扩大。
- 此外，新规精准封堵了地方政府通过“财技包装”新设平台增加融资，为区域内其他平台输送资金的路径。“三道红线”的实施意味着新整合平台需至少 12 个月的稳定运营期，以证明其具备持续经营与造血能力，短期“拼凑达标”的操作空间被大幅压缩。

我们认为，交易所窗口指导从发布到全面落地存在短期适应期，但审核标准已实质收紧、执行口径从严，对于新设立或首次亮相债券市场的平台公司而言，此前的相对宽松的审核环境已终结，历史获批不代表后续可新增。我们梳理了 2026 年 3 月 1 日至 2026 年 6 月 1 日期间首次发债的 124 家城投/产投类平台，发现能够同时满足“ROA 大于 1%”、“最近一个完整会计年度经营活动现金流量净额为正”和“12 个月内未发生重大资产重组”的发行人仅 28 家，占比 23%，同时满足两项的发行人 61 家，占比 49%，仅满足一项的发行人 29 家，占比 23%，三项均不满足的发行人 2 家，占比 2%，另有 4 家主体未披露完整财务数据。

表格：2026/3/1-2026/6/1 首次发行债券的发行人 ROA、经营活动净现金流、重大资产重组满足情况

发行人	ROA > 1%	经营活动现金流净额为正	不存在重大资产重组	所在城市
深圳市福田资本运营集团有限公司	满足	满足	满足	深圳市
浦江县产业投资发展集团有限公司	满足	满足	满足	金华市
怀集县锦鹏产业投资有限公司	满足	满足	满足	肇庆市
长春新区产业投资集团有限公司	满足	满足	满足	长春市
杭州产投集团有限公司	满足	满足	满足	杭州市
合肥蜀山高科园区发展有限公司	满足	满足	满足	合肥市
济宁城发产业管理有限公司	满足	满足	满足	济宁市
宜昌城发实业投资有限公司	满足	满足	满足	宜昌市
南充市国有资产投资经营有限责任公司	满足	满足	满足	南充市
龙岩市投资开发集团有限公司	满足	满足	满足	龙岩市
益阳东创投资建设有限责任公司	满足	满足	满足	益阳市
景德镇城投产业投资有限责任公司	满足	满足	满足	景德镇市
西安高新硬科技产业投资控股集团有限公司	满足	满足	满足	西安市
苏州天澜高新技术产业发展有限公司	满足	满足	满足	苏州市
浙江长兴产业控股集团有限公司	满足	满足	满足	湖州市
惠州水务集团碧源环境科技有限公司	满足	满足	满足	惠州市
常州金沙科技投资有限公司	满足	满足	满足	常州市

常州龙城城市运营管理有限公司	满足	满足	满足	常州市
嘉善县姚庄创业投资有限公司	满足	满足	满足	嘉兴市
佛山市高明发展投资建设集团有限公司	满足	满足	满足	佛山市
东营市东凯投资发展集团有限公司	满足	满足	满足	东营市
长沙智谷高新产业投资有限公司	满足	满足	满足	长沙市
惠州仲恺创新投资集团有限公司	满足	满足	满足	惠州市
福建省木兰投资集团有限公司	满足	满足	满足	莆田市
青岛国际投资有限公司	满足	满足	满足	青岛市
台州市椒江工业投资集团有限公司	满足	满足	满足	台州市
宜昌产城融合投资发展有限公司	满足	满足	满足	宜昌市
平顶山鹰城产业投资集团有限公司	满足	满足	满足	平顶山市
济宁新城国有资产运营管理有限公司	不满足	满足	满足	济宁市
莱阳市龙城投资控股集团集团有限公司	不满足	满足	满足	烟台市
佛山市顺德城建集团有限公司	满足	不满足	满足	佛山市
安庆高新投资控股集团集团有限公司	不满足	满足	满足	安庆市
诸城东鲁产业投资发展有限公司	不满足	满足	满足	潍坊市
重庆卓捷投资管理有限公司	不满足	满足	满足	重庆市
阜阳滨淮产业发展集团有限公司	满足	不满足	满足	阜阳市
泰安天贶产业投资集团有限公司	满足	不满足	满足	泰安市
焦作瀚泰产业投资有限公司	不满足	满足	满足	焦作市
九江产投控股集团集团有限公司	不满足	满足	满足	九江市
四川安州发展集团有限公司	不满足	满足	满足	绵阳市
山东沂蒙兴业产业投资集团有限公司	不满足	满足	满足	临沂市
武汉盘龙投资发展集团有限公司	不满足	满足	满足	武汉市
广州市番盈新投资有限公司	满足	不满足	满足	广州市
江苏叠石桥国际家纺产业集团有限公司	满足	不满足	满足	南通市
青田县青控产投创业投资有限公司	不满足	满足	满足	丽水市
攀枝花金沙产业投资有限公司	不满足	满足	满足	攀枝花市
金浦产业投资基金管理有限公司	满足	满足	不满足	上海市
长沙先导产业投资有限公司	满足	不满足	满足	长沙市
荆州市荆开实业控股有限公司	满足	满足	不满足	荆州市
宿迁宿城中能新创产业发展有限公司	满足	不满足	满足	宿迁市
肥西县产城国创控股集团集团有限公司	满足	不满足	满足	合肥市
上海金山资本管理集团有限公司	不满足	满足	满足	上海市
淮安国发投资集团有限公司	满足	满足	不满足	淮安市
广东省鲲鹏城市建设投资集团有限公司	不满足	满足	满足	云浮市
深圳市罗湖城市发展集团有限公司	满足	满足	不满足	深圳市
萍乡市国盛控股发展集团有限公司	满足	不满足	满足	萍乡市
湘潭城发投资经营集团有限公司	不满足	满足	满足	湘潭市
余姚阳明股权投资基金有限公司	不满足	满足	满足	宁波市
鹤壁市鹤康产业投资发展有限公司	不满足	满足	满足	鹤壁市
江苏原力产业投资有限公司	满足	不满足	满足	无锡市
江苏平陵产业投资发展有限公司	满足	不满足	满足	常州市

淄博润泽产业发展有限公司	不满足	满足	满足	淄博市
宁津财金投资控股集团有限公司	不满足	满足	满足	德州市
亳州市谯郡产业投资集团有限公司	不满足	满足	满足	亳州市
金华市城市发展集团有限公司	不满足	满足	满足	金华市
安吉县产业发展集团有限公司	不满足	满足	满足	湖州市
靖江市滨江新瑞产业投资集团有限公司	不满足	满足	满足	泰州市
南京智能制造产业园建设发展有限公司	满足	不满足	满足	南京市
深圳市光明区投资控股集团有限公司	不满足	满足	满足	深圳市
房县鑫茂水利发展集团有限公司	不满足	满足	满足	十堰市
台州市科创投资集团有限公司	满足	不满足	满足	台州市
山东钢都产业投资发展有限公司	不满足	满足	满足	济南市
石家庄市鹿泉区产业发展投资有限公司	不满足	满足	满足	石家庄市
珠海市香洲正菱控股有限公司	不满足	满足	满足	珠海市
广东龙门投资控股集团有限公司	不满足	满足	满足	惠州市
无锡市科益投资发展集团有限公司	不满足	满足	满足	无锡市
泰州医药高新区华银金融投资有限公司	满足	不满足	满足	泰州市
浙江产兴园区开发管理有限公司	满足	不满足	满足	湖州市
瑞安市工业国有资产投资经营有限公司	满足	不满足	满足	温州市
长沙开福国有资本投资运营有限公司	不满足	满足	满足	长沙市
延安资本运营有限公司	不满足	满足	满足	延安市
苏州高铁新城投资发展有限公司	不满足	满足	满足	苏州市
德州天衢建设发展集团有限公司	不满足	满足	满足	德州市
安阳华创产业投资集团有限公司	不满足	满足	满足	安阳市
成都青港现代产业投资有限公司	不满足	满足	满足	成都市
福州名城保护开发有限公司	不满足	满足	满足	福州市
上海华潍实业集团有限公司	满足	不满足	满足	潍坊市
福州工业园区开发集团有限公司	满足	不满足	满足	福州市
温州市城市产业发展集团有限公司	不满足	满足	满足	温州市
广东梅江控股集团有限公司	不满足	满足	满足	梅州市
青田县青控国有资本投资运营有限公司	不满足	不满足	满足	丽水市
浙江安吉交通能源集团有限公司	不满足	不满足	满足	湖州市
抚州高新区智城运营管理有限公司	不满足	不满足	满足	抚州市
合肥交通投资控股集团有限公司	不满足	不满足	满足	合肥市
浙江舟山群岛新区金图海洋经济发展有限公司	不满足	不满足	满足	舟山市
东莞市南城实业投资集团有限公司	满足	不满足	不满足	东莞市
台州府城控股集团有限公司	不满足	不满足	满足	台州市
嘉兴毛衫城集团有限公司	不满足	不满足	满足	嘉兴市
陆丰市投资控股有限公司	不满足	满足	不满足	汕尾市
海阳市城市商业运营有限公司	不满足	不满足	满足	烟台市
绍兴市上虞杭州湾产业投资发展集团有限公司	不满足	不满足	满足	绍兴市
宁海县工业投资发展有限公司	不满足	不满足	满足	宁波市
湖州吴兴国有资产投资运营集团有限公司	不满足	不满足	满足	湖州市
浙川县创亿汇浙实业投资有限公司	不满足	不满足	满足	南阳市

成都盛鼎宏园区管理有限公司	不满足	不满足	满足	成都市
兰溪市城市发展集团有限公司	不满足	不满足	满足	金华市
无锡惠合新创产业投资有限公司	满足	不满足	不满足	无锡市
嘉兴市启红投资集团有限公司	不满足	不满足	满足	嘉兴市
江苏华靖产业投资集团有限公司	不满足	不满足	满足	泰州市
浙江长兴交通控股集团有限公司	不满足	不满足	满足	湖州市
金华市国际陆港集团有限公司	不满足	不满足	满足	金华市
湖州莫干山高新产业投资发展集团有限公司	不满足	不满足	满足	湖州市
扬州维投控股集团有限公司	不满足	不满足	满足	扬州市
泰州市凤城产业投资有限公司	不满足	满足	不满足	泰州市
内江高新科技投资服务有限责任公司	不满足	满足	不满足	内江市
嘉兴湘家荡湖区科创产业发展有限公司	不满足	不满足	满足	嘉兴市
利川市利业投资发展有限公司	不满足	满足	不满足	恩施土家族 苗族自治州
肥西产城资本管理集团有限公司	满足	不满足	不满足	合肥市
焦作市新兴产业投资集团有限公司	不满足	不满足	满足	焦作市
杭州富阳产业园运营集团有限公司	不满足	不满足	不满足	杭州市
长三角西岑科创经济发展(上海)有限公司	不满足	不满足	不满足	上海市
凤台县创业风险投资有限公司	未披露	未披露	未披露	淮南市
青岛裕通产业控股集团有限公司	未披露	未披露	未披露	青岛市
南通市崇川国有资产投资发展有限公司	未披露	未披露	未披露	南通市
宝鸡市工业发展集团有限公司	未披露	未披露	未披露	宝鸡市

注：1、ROA、经营活动产生的现金流量净额采用发行人公开披露的最近一个完整会计年度数据。2、本文以总资产变动为依据判断是否存在重大资产重组：优先采用发行人 2025 年末数据，数据缺失则使用 2025 年 9 月末数据，对比 2024 年末总资产，变动率超 50% 判定为存在重大资产重组。该判定为研究口径，与发行人实际认定规则或存在差异。

数据来源：Choice，iFinD，标普信评整理。

展望

我们预计，随着城投“三道红线”深入执行，2026年下半年起，弱资质主体、仅单项或两项指标达标的主体在交易所新增发债将面临实质性障碍，终止审核、撤回材料的案例或将进一步增加，城投融资“扶优限劣”的格局将进一步明确。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 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。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、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 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。