

是谁还在发企业债——企业债发行、审批现状和展望

2025年02月20日
专题报告

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
史晓姗
shixsh@cspengyuan.com



本文通过梳理 2023 年 10 月以来企业债发行和申报情况，分析参与主体特征和再融资特征，对未来企业债的发展进行展望。

企业债发行现状：（1）**发行概况：**2019 年来企业债净融资持续为负，存续债券规模和发行人数量逐年下降，截至 2024 年 12 月末，存续企业债余额约 1.6 万亿，数量 2,267 只，发行人 1,262 家，同比分别下降 17.1%、14.4% 和 12.8%。（2）**发行特征：**非城投企业债规模占比提升；短期品种增加；高级别主体显著增加，同时，增信比例下降；主要分布在浙江，其次是江西；创新品种占比 31.3%。其中，绿色债 10 只，小微企业增信集合债券 8 只，各类专项债券 12 只；设置“提前偿还”条款的债券数量大幅下降，占比 37.5%；50% 为 2023 年 3 月后证监会批文，其中，10 月 23 日之后获得批文的有 15 只；样本中有 75% 的主体在审批权正式划转后发行过非企业债品种，其中 22 家为借新还旧。

企业债申报特征：（1）**审批概况：**不完全统计，截至 2025 年 2 月 10 日，沪深北三地交易所累计受理新企业债项目 187 个，其中通过项目 23 个，终止项目 145 个。此外，平移项目 242 个，多数已停止更新审核状态。

（2）**新受理申报项目特征：****A.** 通过项目 19 个，均非首次申报；89.5% 为公司债存续主体；42.1% 为首次申报企业债；仅 1 只为首次申报公募债券；后续均有发行新债券；84.2% 为 AAA 级；均为地方国有企业，分布在重点行业以及转型后的产投公司、园区投融资服务企业。融资渠道较多，对企业债的依赖程度较低。**B.** 终止项目 111 个，28.8% 为首次申报债券。不考虑首次申报主体，83.5% 为公司债存续主体；63.3% 为首次申报企业债；38.3% 为首次申报公募债券；79.7% 后续有发行新债券；AA 级和 AA+ 级占比分别为 45.6% 和 40.5%；82.3% 为城投公司，均非首次申报债券。**C.** 在

审项目 57 个，38.6%为首次申报债券。不考虑首次申报主体，88.6%为公司债存续主体；45.7%为首次申报企业债；17.1%为首次申报公募债券；82.9%后续有发行新债券；AA 级和 AA+级占比分别为 45.7%和 37.1%；85.7%为城投公司。（3）**申报主体再融资特征：**第一，所有企业债项目中，超过一半后续实现再融资，但以存续债券主体为主，其中存续企业债主体再融资接近七成。第二，从再融资发行的债券情况看，私募公司债和中期票据为主要品种，其中终止项目和通过项目分别以私募公司债和中期票据为主。

企业债展望：（1）宏观背景：一方面，企业债的政策性，限制了参与主体的广度。另一方面，化债背景下，企业债融资需求依然存在。随着城投和地产企业转型，未来在产业园、“三大工程”等领域，可以出现合作开发和运营。（2）**企业债申报建议：**短期内，企业债政策导向较强，发行仍以存量审批通过项目为主，申报可以尝试削减规模或普通债券来降低难度，同时加强项目和风险管理。中长期，城投转型驱动企业债新格局，在严控风险前提下拓展融资空间。第一，企业债申报，对发行主体的资质、项目质量及可持续经营能力提出更高要求。第二，参与主体将更加多元化，打造多层次融资体系。

中长期看，企业债市场呈现“政策导向型”与“结构性分化”并存的特征，企业债将逐步从传统的基建融资工具转向支持产业升级和新型城镇化建设的综合性融资平台。

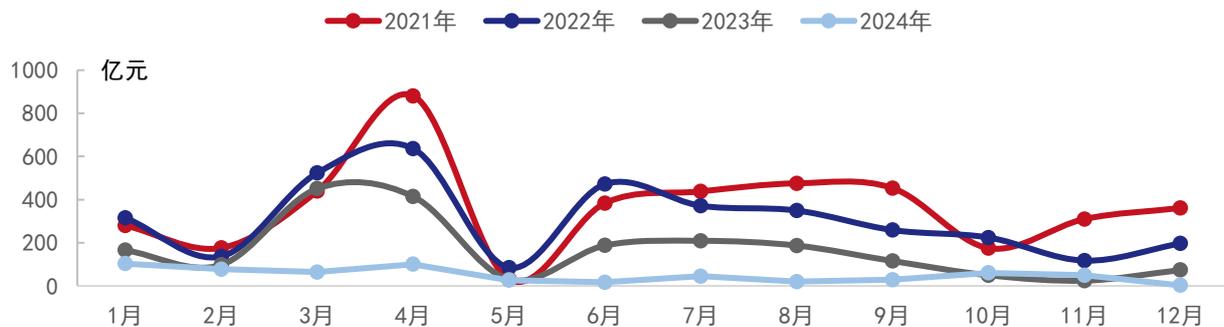
2024 年企业债发行规模继续缩减，企业债逐步淡出公众视野。本文通过梳理 2023 年 10 月以来企业债发行和申报情况，分析参与主体特征和再融资特征，对未来企业债的发展进行展望。

一、企业债发行现状

（一）发行概况

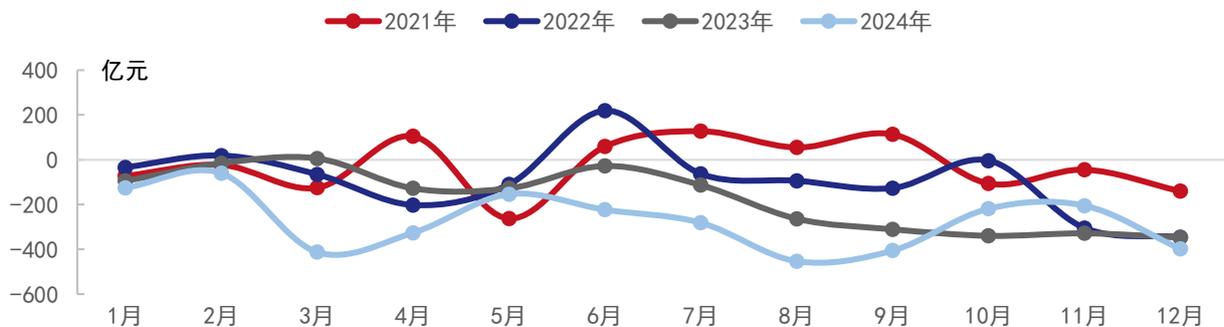
2023 年 3 月企业债审批权转交证监会，当年 10 月正式完成移交。受地方隐债化解工作影响，从 2023 年 6 月开始，企业债发行规模近三年维持低位，净融资同步下降。2024 年 10 月、11 月发行规模小幅上升。2019 年来企业债净融资持续为负，存续债券规模和发行人数量逐年下降，截至 2024 年 12 月末，存续企业债余额约 1.6 万亿，数量 2,267 只，发行人 1,262 家，同比分别下降 17.1%、14.4%和 12.8%。

图 1 2021 年 1 月-2024 年 12 月企业债发行情况



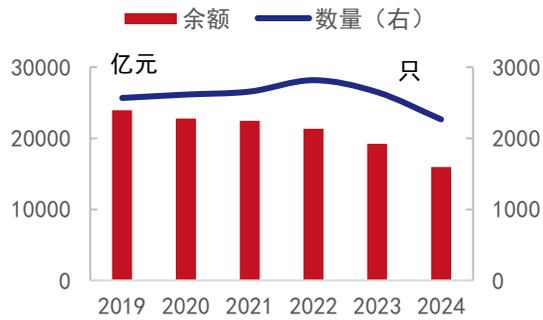
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2021 年 1 月-2024 年 12 月企业债净融资情况



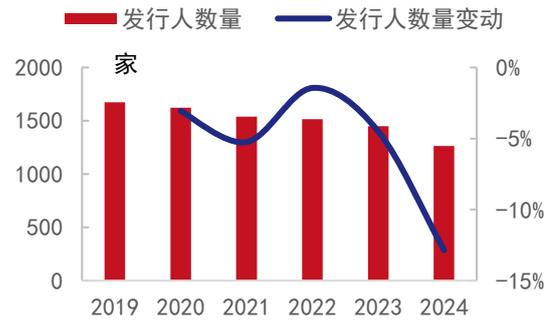
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2019-2024 年企业债存续数量和规模



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2019 年-2024 年企业债存续主体



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

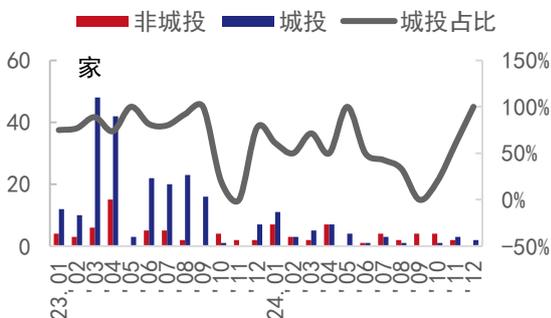
（二）最新发行特征

具体看，发审权划转后企业债发行特征。2023 年 10 月 23 日-2024 年 12 月 31 日，企业债累计发行 96 只，发行规模 728.07 亿元，涉及发行人 77 家。其中，2024 年企业债累计发行 79 只，发行规模 600.07 亿元，涉及发行人 66 家。

从发行人属性看，非城投¹企业债规模占比提升。2023 年 10 月后，城投公司发行人占比呈明显波动加大。2024 年全年城投企业债占比 53.3%，低于 2023 年的 81%，其中，2024 年下半年来城投企业债累计规模占比 38.5%，远低于上半年的 60.8%。从行政级别看，2023 年 10 月 23 日以来，城投公司发行人累计 43 家，其中，区县级 28 家，地级市（含开发区）13 家，国家级新区和省级主体各 1 家，区县级（含开发区）发行人在城投主体中占比 65%，而 2023 年全年为 82%。

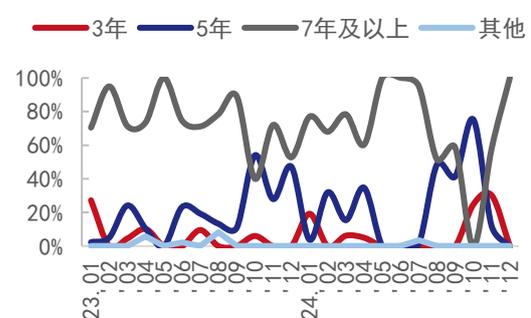
从期限结构看，5 年期品种增加。2023 年 10 月以来，5 年期企业债规模占比明显提升，主要是由于产业类主体发行，以中短期品种较多，且多不设置含权期限结构。

图 5 2023-2024 年 12 月企业债属性分布



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 2023-2024 年 12 月企业债期限分布

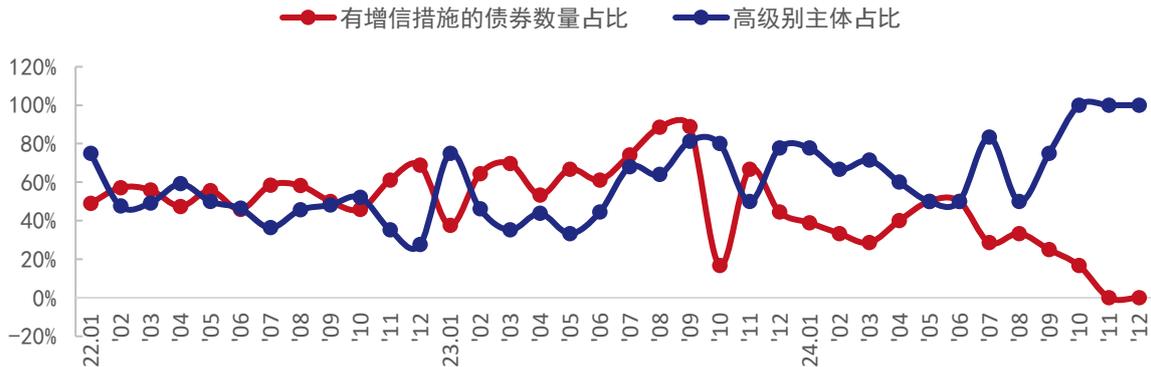


注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 本文采用 Wind 城投分类。

从主体和增信情况看，高级别主体显著增加。2023 年上半年在宽松融资背景下，主体级别下沉，增信比例上升。2023 年 10 月后，中高级别产业类主体增加，低级别的城投主体受到限制，导致主体中枢上移，高级别占比显著提升，同时，增信比例下降。其中，2024 年 10 月、11 月和 12 月，均只有 AA+及以上主体。增信方依然以专业担保公司为主，2024 年在有担保债券中的占比为 80%。

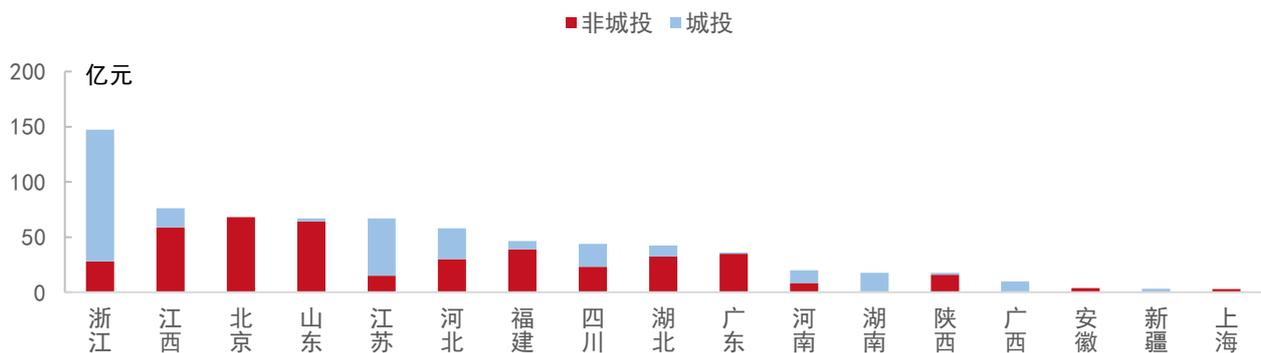
图 7 2022 年-2024 年 12 月企业债主体级别和增信情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2023 年 10 月以来的企业债主要分布在浙江、江西、北京、山东、江苏等省份，其中浙江发行 147.28 亿元，远高于其他地区。江西，北京、山东、江苏等 7 个省的发行规模也在 40 亿元以上。分企业类型看，城投企业债主要分布在浙江，占比 39.4%，并集中了 48.6%的区县企业债；而非城投企业债主要在北京、山东、江西等地。

图 8 2023 年 10 月 23 日-2024 年 12 月企业债地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从创新品种发行看，96 只样本债券中创新品种共 30 只，占比 31.3%。其中，绿色债 10 只，小微企业增信集合债券 8 只，各类专项债券 12 只。整体符合当前对小微企业、绿色金融和农业产业融合的支持方向。其中，传统专项企业债以城投公司发行为主，非城投公司主要参与绿色债、双创债和新型城镇化企业债。非

创新品种企业债从募集资金用途看，非城投类企业债用途比较广泛，包括补充运营资金、产业园/产业项目、轨道交通、对外投资、偿还债务等。城投类企业债则以安居工程为主，其次是产业园/产业项目、城镇化及城市治理（含污水治理、文旅体育、农贸市场、停车场、养老等）。

表 1 2023 年 10 月 23 日后发行的创新企业债（单位：只、亿元）

	非城投		城投		合计	
	数量	规模	数量	规模	数量	规模
创新品种	8	64	22	128.68	30	192.68
绿色债券	5	55.00	5	25.60	10	80.60
小微企业增信集合债券	0	0.00	8	53.20	8	53.20
农村产业融合发展专项债券	0	0.00	5	23.68	5	23.68
城市停车场建设专项债券	0	0.00	3	21.20	3	21.20
县城新型城镇化建设专项企业债券	1	2.00	1	5.00	2	7.00
双创孵化专项企业债券	2	7.00	0	0.00	2	7.00
非创新品种	39	361.65	27	173.74	66	535.39
其中：补充运营资金	13	-	1	-	14	-
产业园、产业项目、示范区	6	-	7	-	13	-
轨道交通	5	-	0	-	5	-
对外投资	5	-	1	-	6	-
偿还债务	5	-	0	-	5	-
安居工程	4	-	11	-	15	-
城镇化及城市治理	0	-	5	-	5	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从特殊条款看，2023 年 10 月后发行的企业债，设置“提前偿还”条款的债券数量大幅下降，占比 37.5%，低于 2022 年和 2023 年的 66.1%和 68%。在有利率调整和回售条款，及有提前偿还条款的债券中，分别有 66.7%和 81%为城投公司债券。

从新发行债券的批文注册时间看，96 只债券中有 48 只是在 2023 年 3 月之前获得发改委批文，占比 50%。其余为 2023 年 3 月后证监会批文，其中，10 月 23 日之后获得批文的有 15 只。所以，当前发行的企业债，仍以平移项目为主。

从发行主体融资特征看，77 个发行主体中，（1）2018 年后首次发行企业债的有 27 家，占比 35%，低于 2023 年企业债市场的 51.8%。（2）除企业债外，存续有其他公募债券的主体有 54 家，占比 70.1%，高于 2023 年企业债市场的 44.1%。仅发行企业债和私募债的有 10 家。（3）77 个主体中，有 58 个主体在审批权正式划转后发行过非企业债品种，占比 75.3%。其中 22 家为借新还旧，11 家新增债券主要用于偿还（子公司）有息债务、生产性支出（基金出资、补流、偿债等）、补充（母公司）流动性和产业类项目。个别主体未新发境内债券，但发行了境外债券，例如，鹤壁投资集团有限公司。

整体来看，企业债审批权正式划转后，新增债券大幅减少，且以平移项目为主，非城投主体增加，高级

别主体占比提升，区县城投公司占比下降，短期品种增加，附提前偿还条款的债券占比下降。当前发行人资质提升，再融资能力较过往市场主体提升，对企业债依赖度降低，首发主体减少。

二、企业债申报特征

（一）审批概况

不完全统计，截至 2025 年 2 月 10 日，沪深北三地交易所累计受理新企业债项目 187 个。其中，上交所 80 个，北交所 64 个，深交所 43 个。加上原先平移企业债项目 242 个，总计 429 个，从审批结果看，通过项目（含通过发审会、提交注册、注册成功等）23 个，终止项目 145 个，其他项目（含长期未更新状态项目和撤销申请项目）261 个，多处于意见反馈阶段。其中，（1）平移项目仅通过 4 个，终止 34 个，其他 204 个项目多处于长期未更新状态，通过比例仅 1.65%，部分项目修改申报规模、债券品种等要素后进行二次申报。（2）新受理的项目 187 中，通过仅 19 个，通过比例 10.2%。从申报主体再融资情况看，约 55% 的主体在企业债审批权划转后有新增融资。2024 年整体新申报的企业债项目较少。

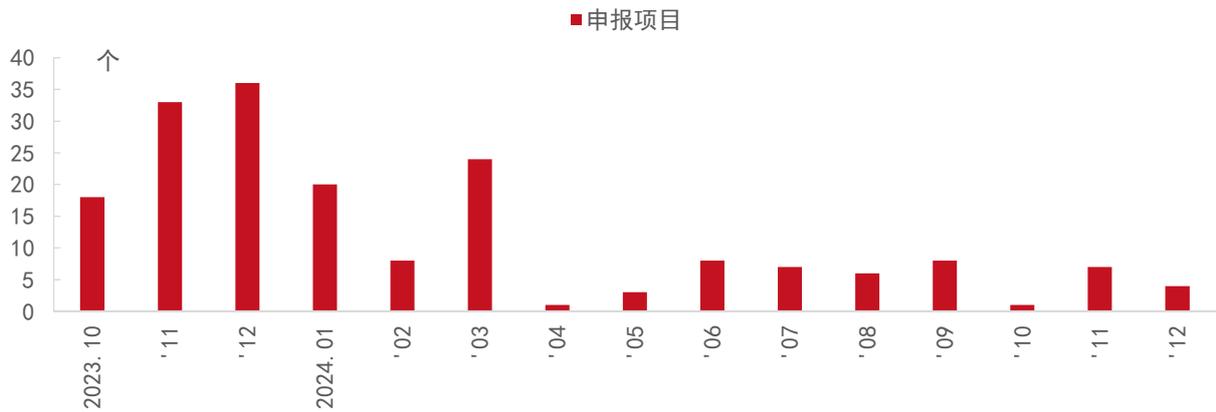
表 2 2023 年 10 月 23 日后企业债项目申报情况

审批场所及状态	平移项目	新受理项目
北交所		64
终止		33
通过		6
受理/反馈		25
上交所	242	80
终止	34	41
通过	4	10
受理/反馈	204	29
深交所		43
终止		37
通过		3
受理/反馈		3
总计	242	187

注：新受理项目即 2023 年 10 月 23 日后申报的项目

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图9 2023年10月23日-2024年12月企业债新增申报项目情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）新受理申报项目特征

本节将主要分析新受理项目特征。在新受理项目中，首次发债的主体有 54 家，占比 29.3%，首次申报企业债的主体 76 家，占比 39.7%；平移项目中上述指标分别为 17.8%和 42.7%。新受理项目首次发债主体占比有所提升。分不同项目看：

1、审批通过项目特征

通过项目以高信用等级（AAA 级）地方国企为主，融资渠道多元且对企业债依赖度低，政策重点支持基建、能源等战略行业及地方产投转型企业，但区域分布不均衡，且均为普通债券类型。具体来看：

通过审批的项目包括 19 个新受理项目，均为非首次申报债券。（1）主体融资特征：17 家为公司债（含私募债）存续主体，占比 89.5%²；有 8 家为 2018 年后首次申报企业债³，占比 42.1%。除 1 家主体为首次申报公募债券外，其他均发行过公募债券（含企业债）。通过的项目主体中，在审批权划转后⁴上述主体均发行新债券，且部分主体完成首次发行公司债券和企业债券。（2）主体级别特征：主体级别以 AAA 级为主，共计 16 家，占比 84.2%，AA+级 3 家，占比 15.8%。（3）发行人类型：均为地方国有企业，主要涉及基础设施建设、能源、轨道交通、电力、国有资本运营等重点行业，以及转型后的产投公司（例如德州德达投资控股集团有限公司）、园区投融资服务企业。（4）项目地区分布：通过项目分布在北京，有 6 家企业，其余分布在广东、陕西、河北、江苏等 9 个省，重点省份尚无通过案例。（5）创新品种：通过项目均不是创新品种。此外，在审批地点的选择上，北交所和深交所的本地企业较多。

² 对各类项目特征的分析，这里的基数是剔除首次申报项目后。其他指标均采取相同方式。

³ 下文均指 2018 年以后首次申报企业债，且为债券存续主体。

⁴ 截至 2024 年 12 月 31 日。

表 3 企业债通过项目

发行人	计划发行(亿元)	主体级别	是否 18 年后首次申报企业债	存续债券(亿元)	实际控制人类型	主要产品及业务
中国电力建设股份有限公司	100	AAA	是	398	国资委	建筑工程承包与勘测设计, 电力投资与运营业务, 房地产开发, 设备制造与租赁业务四大板块
安徽省能源集团有限公司	20	AAA	是	52	省国资委	公司主要以电力业务为主, 电力业务占营业收入的比重在 60%左右
北京市国有资产经营有限责任公司	50	AAA	是	285	市政府	金融服务业, 环保与园区运营产业, 信息服务与数字产业和文化体育产业四大板块
北京能源集团有限责任公司	50	AAA	是	175	市国资委	主业以煤炭, 电力, 热力业务为主的产业链条
北京建工集团有限责任公司	50	AAA	是	298	市国资委	主营业务包括建筑施工, 房地产开发, 建材销售, 环境工程, 服务业及其他业务, 其中建筑施工业务是公司传统核心业务.
江西省金融控股集团有限公司	5	AAA	是	141	省政府	主营业务为担保, 保险, 不良资产管理, 融资租赁, 供应链, 期货等业务
广州智都投资控股集团有限公司	10	AA+	是	42	区国资委	主营业务为物业经营业务, 资源综合利用服务业务, 土地开发业务, 图书销售业务, 商品销售业务, 类金融业务, 工程服务业务等
德州德达投资控股集团有限公司	6.5	AA+	是	92	市国资委	公司主营业务包括城市基础设施建设, 土地开发整理, 租赁, 供热, 燃气, 房地产, 工程建设和销售等几大领域
江阴市新国联集团有限公司	9.7	AA+	是	74	市政府	主营业务涉足热电业务, 天然气管输业务, 固废处置业务, 融资性担保业务, 股权投资业务多个领域
北京市政建设集团有限责任公司	10	AA+	是	31	市国资委	主营业务是建筑施工业务
日照高新发展集团有限公司	10	AA	是	8	市国资委	主营业务收入主要来源于工程建设, 园区运营, 商品销售, 和提供服务
江苏交通控股有限公司	45	AAA	否	849	省政府	公司营业收入主要来源于路桥, 石油制品销售, 金融, 铁路等业务
陕西延长石油(集团)有限责任公司	30	AAA	否	1026	省国资委	已发展成为集油气勘探, 开发, 炼油, 化工, 储运, 销售, 工程建设, 机械制造为一体的大型石油化工综合集团公司
深圳市地铁集团有限公司	120	AAA	否	1032	市国资委	主营业务包括地铁, 铁路运营及管理设计和站城一体化开发等方面.
广州地铁集团有限公司	50	AAA	否	719	市政府	可分为地铁建设和经营两大类
北京市基础设施投资有限公司	40	AAA	否	545	市国资委	公司承担以轨道交通为主的基础设施投融资与管理职能, 拥有轨道交通投融资,

发行人	计划发行(亿元)	主体级别	是否18年后首次申报企业债	存续债券(亿元)	实际控制人类型	主要产品及业务
河钢集团有限公司	50	AAA	否	931	省国资委	建设管理,运营服务,沿线土地开发经营,装备制造五大业务板块。 公司主营业务收入主要来源于钢铁的销售。
深圳市投资控股有限公司	100	AAA	否	447	市国资委	主要业务板块分别为科技金融板块,科技园区板块和科技产业板块。
河南投资集团有限公司	45	AAA	否	177	省政府	综合能源,浆纸物流,环保产业,金融基金,科技民生,燃气产业,科技投资等板块。
山东能源集团有限公司	100	AAA	否	601	省国资委	煤炭业务及贸易业务
陕西煤业化工集团有限责任公司	50	AAA	否	1100	省国资委	形成了以煤炭产品,化工产品为核心,以钢铁产品,施工业务,机械产品,建材产品,电力,运输业务为支撑的业务体系
厦门轨道建设发展集团有限公司	45	AAA	否	253	市国资委	主营业务收入主要来源于运营板块,附资源及服务板块,物资板块,工程结算板块及房地产开发板块。
北京亦庄国际投资发展有限公司	50	AAA	否	251	开发区财政审计局	融资服务类,园区服务类,集成电路板块和通信板块。

资料来源:WInd,中证鹏元整理

2、终止项目特征

终止项目主要是非首次发债的中低评级城投企业,首次申报企业债占比较高,在过往融资中私募产品占比相对较高,项目区域分布较广但集中度高,创新品种均为中小微企业支持债券。具体来看:

终止审批项目包括111个新受理项目,上交所41只,深交所37只,北交所33只。其中,32家为全市场首次申报债券,占比28.8%。**除首次申报债券的主体外,(1)主体融资特征:**66家公司债(含私募债)存续主体,占比83.5%;有50家为首次申报企业债,占比63.3%。30家主体为首次申报公募债券占比38.0%。63家主体在企业债审批权正式划转后发行过债券,占比79.7%,其中以存续债券主体为主,从新发行债券募集资金用途看主要为借新还旧。**(2)主体级别特征:**主体级别以AA级和AA+级为主,占比分别为45.6%和40.5%,AAA级占比11.4%。**(3)发行人类型:**发行人中82.3%为城投公司。其中地级市(含开发区)占比27.7%,区县级占比72.3%。**(4)项目地区分布:**终止项目分布在江苏、浙江、山东等15个省,其中江苏、浙江、山东和河南合计占比67%。重点省份有2个项目终止审核。**(5)创新品种:**终止的5只专项品种债券均为中小微企业支持债券。

3、在审项目特征

在审项目主要是非首次发债的中低评级城投公司，以企业债存续主体为主，项目集中于山东、湖北等地。具体来看：

在审的新受理项目 57 个，上交所 29 只，深交所 25 只，北交所 3 只。其中 22 家为全市场首次申报债券，占比 38.6%。**除首次申报债券的主体外：**（1）**主体融资特征：**31 家为公司债（含私募债）存续主体，占比 88.6%；16 家为 2018 年后首次申报企业债，占比 45.7%；有 6 家为首次申报公募债券，占比 17.1%。审批权划转后发行其他债券品种的有 29 家，占比 82.9%。（2）**主体级别特征：**发行人主体级别以 AA 和 AA+ 级为主，占比分别为 45.7%和 37.1%，AAA 级占比 11.4%。（3）**发行人类型：**30 个为城投公司，占比 85.7%，其中地级市（含开发区）10 家，区县级（含开发区）20 家，占比分别为 33.3%和 66.7%。（4）**项目地区分布：**在审项目分布在山东、湖北等 11 个省份，其中山东和湖北合计占比 45.6%。（5）**创新品种：**申报的 1 只专项品种债券均为中小微企业支持债券，但项目状态最新更新日为 2024 年 8 月。

表 4 2023 年 10 月 23 日后企业债申报项目特征

	所有样本	通过项目	终止项目	在审项目
总数	187	19	111	57
首次申报债券	28.9%	0.0%	28.8%	38.6%
非首次申报债券	71.1%	100.0%	71.2%	61.4%
公司债存续主体	85.7%	89.5%	83.5%	88.6%
首次申报企业债	55.6%	42.1%	63.3%	45.7%
首次申报公募	27.8%	5.3%	38.0%	17.1%
后续有再融资	83.5%	100.0%	79.7%	82.9%
城投公司	71.4%	0.0%	82.3%	85.7%
创新品种	5.3%	0.0%	6.3%	2.9%

注：各指标分母均为该类型的项目剔除首次申报主体后。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

（三）申报主体再融资特征

区别于上节分析角度，本节将从申报主体角度出发，将包括平移项目和新受理项目，旨在对申报主体再融资特征和市场融资需求进行分析。

所有申报企业债项目中，超过一半后续实现再融资，但以存续债券主体为主，其中存续企业债主体再融资接近七成。在样本中，有 237 个主体后续实现了发行债券，占比 55.2%。（1）首次申报债券主体 97 家，均未通过审核。从其再融资情况看，97 家主体中仅有 5 家后续实现了非企业债的发行。（2）首次申报企业债的主体有 177 个，其中，项目通过主体 10 个，终止项目主体 63 个，在审项目主体 104 个。从其再融资情况看，因是存续债券主体，借新还旧额度尚存，共计有 121 个主体后续实现了非企业债发行，占比 68.4%。

从再融资发行的债券情况看，私募公司债和中期票据为主要品种，其中终止项目和通过项目分别以私

募公司债和中期票据为主。具体看：私募公司债和中期票据发行数量占比分别为 29%和 27%；其次是短期融资券和公募公司债，发行数量占比分别为 20%和 12%。其中，新受理项目中，终止和在审项目主体的再融资以私募债为主，发行数量占比超过 40%；通过项目的再融资以中期票据为主，发行数量占比超过 40%。

具体看再融资公司债项目申报方面，根据 Wind 数据，截至 2025 年 2 月 14 日，企业债申报主体（含平移项目）的在审或新增申报的公司债项目，在公司债项目中占比为 8.25%，涉及 49 个公募公司债项目和 327 个私募债项目。从公司债审批状态看，终止项目占比约 20%，通过项目（含提交注册、注册生效和通过发审会项目）占比约 63%。从创新品种看，创新品种数量较少，占比 18%。其中，乡村振兴公司债和永续期公司债是主要申报品种，分别有 21 个项目；其次是中小微企业支持债券和绿色公司债，分别有 9 个和 8 个项目。根据项目审核状态，乡村振兴债、中小微企业支持债券中终止审核的占比较高，分别为 76.2%和 78%。结合发行方式和创新品种看，约 85%的创新品种采用私募发行方式，其中乡村振兴公司债有 95%是私募发行，均已终止审查。

整体看，企业债申报主体中，一半主体后续新发行了债券（含借新还旧），主要是存续债券主体受益于隐债置换，而首次申报债券的主体目前发行难度较大。新发债券以私募债和中期票据为主，其中公司债创新品种发行难度上升，即也是受隐债化解政策限制，新增项目融资难度较大。

三、企业债展望

（一）宏观背景

2025 年，货币政策宽松有力，财政政策适当，同时，在三大风险化解背景下，加强对新质生产力的建设，支持民营企业积极参与“两重两新”⁵。在此背景下，企业债再融资需求依然存在。

企业债的政策性限制了参与主体的广度。企业债募集资金重点用于国家及地方重大战略支持的重大项目建设，至少 70%须用于固定资产投资项目建设。目前看，企业债相比其他债券品种仍有较强的政策性，且只能发行小公募。从实际融资情况看，长期以来企业债在公司各类债券融资中的占比较低，仅个别企业以企业债作为主要融资品种，来匹配项目需求。从申报企业可以看出，部分债券发行主体虽然存续债券规模较大，但为首次申报企业债。企业债的特殊定位和资金使用要求，限制了其参与主体。

化债背景下，企业债融资需求依然存在。目前隐性债务化解工作仍在推进，“化存量、控增量”依旧是核心原则。2024 年来城投公司退平台速度提升，区域平台整合后存续主体数量大幅减少，通过打造区域中高级别主体，提升了融资能力。部分城投公司开始通过整合设立新平台、产业类子公司等形式进行申报债券，实现首发或新增债券，首发主体以强省区县级和其他省份地市级为主，债券类型以私募产品为主。与此

⁵ “两重两新”是指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设（“两重”）以及推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。

同时，地产行业风险化解经过了“释放-延缓”两个阶段，目前开始进度深度重整阶段。2024年逐步明确支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房。通过提高债务限额和置换高息债务以及土地收回等措施，既可以增加地方政府资金减少支出，进而可以用于投资，也缓解了地产企业的流动性危机，同时通过保障房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设（合称“三大工程”）构建地产新模式。随着城投和地产企业转型，债务结构得以优化，在乡村振兴和新型城镇化推动下，未来在产业园、“三大工程”等领域，可以出现合作开发和运营。

（二）企业债申报建议

1、短期内，企业债政策导向较强，发行仍以存量审批通过项目为主，申报可以尝试削减规模或普通债券来降低难度，同时加强项目和风险管理

短期内发行方面，企业债仍以存量审批通过项目为主，且低级别主体多配合专业担保公司来提高债项级别。新增项目方面，呈现“高评级国企主导、区县级平台受限、民企渐进式放开”的格局。产业类主体仍以高级别国有企业为主，民营企业或试点参与。

企业债申报方面，目前城投和首发低资质主体新增企业债仍存在较大难度，不过可以尝试削减申报规模、申报非创新品种的方式，同时加强项目和风险管理。（1）建立“合规性审查→盈利能力评估→偿债能力验证”的三阶审核框架。企业债审核重点，首先是项目合规性、项目盈利能力，其次是主体偿债能力，二者共同影响申报规模，对融资合理性进行考量，尤其是项目预测收入对债券本息覆盖倍数较低时。（2）创新品种灵活性与严监管并存。创新品种虽然对资金使用给予一定灵活性，但对项目的考核要求和信息披露更加严格，对于区县级主体难度较高。（3）此外，更换申报的交易所，目前没有明确显示可以提高审核通过概率。

表 5 企业债申报项目二次申报情况

发行人	计划发行 金额（亿 元）	办理状态	更新日期	受理日期	地点	主体	是否首 次申报	是否首次申 报企业债	行政 级别	是否 有新 发
公司 1	7.60	终止审查（撤销申 请）	2025-01-13	2023-10-23	上交所	AA	否	是	区县	否
	7.60	终止审查	2025-01-13	2024-06-27	深交所	AA	否	是	区县	否
公司 2	3.44	终止审查（撤销申 请）	2023-11-03	2023-10-23	上交所	-	是	-	-	否
	3.44	已反馈	2024-07-23	2024-07-09	北交所	-	是	-	-	否
公司 3	12.00	终止审查（撤销申 请）	2023-10-27	2023-10-23	上交所	-	否	是	区县	否
	12.00	已反馈	2024-07-05	2024-06-01	北交所	-	否	是	区县	否
公司 4	10.00	终止审查（撤销申 请）	2023-11-02	2023-10-23	上交所	AA	否	否	区县	是

公司 5	4.40	已反馈	2024-11-29	2024-07-31	上交所	AA	否	否	区县	是
	5.00	终止审查	2024-09-18	2023-11-28	深交所	-	是	-	-	否
	2.80	已反馈	2024-10-18	2024-09-30	上交所	-	是	-	-	否
公司 6	20.00	已反馈	2024-11-13	2023-10-23	上交所	AA+	否	否	区县	是
	3.80	已反馈（改为普通债券）	2024-11-13	2024-09-25	上交所	AA+	否	否	区县	是
公司 7	10.00	终止审查	2024-06-01	2023-10-23	上交所	-	是	-	-	否
	10.00	已反馈	2024-10-21	2024-09-30	上交所	-	是	-	-	否
公司 8	9.00	已反馈	2023-11-02	2023-10-23	上交所	-	是	-	-	否
	1.80	已受理	2025-01-27	2025-01-27	北交所	-	是	-	-	否
公司 9 (转型产投)	8.5	注册生效（改为普通债券）	2024-02-07	2023-10-23	上交所	AA+	否	否	地市	是
公司 10	12.00	已反馈	2024-08-06	2024-07-23	北交所	AA	否	是	区县	是
	5.00	已反馈（改为普通债券）	2024-09-26	2024-09-11	北交所	AA	否	是	区县	是
公司 11	30.00	已反馈	2024-08-24	2024-11-18	上交所	AA+	否	否	区县	是
	20.00	已反馈	2024-12-02	2024-11-18	上交所	AA+	否	否	区县	是
公司 12	15.00	已反馈	2023-11-03	2023-10-23	上交所	AA+	否	否	区县	是
	2.75	已反馈（改为普通债券）	2024-09-27	2024-08-02	上交所	AA+	否	否	区县	是

资料来源：公开资料，中证鹏元整理、

2、中长期，城投转型驱动企业债新格局，在严控风险前提下拓展融资空间

城投转型产投，业务逐步多元化。目前，区域城投整合，多通过打造高级别主体产投公司，下辖多个专业领域的子公司，实现业务多元化。产投公司既具有城投的资产属性（由政府注入），又具有产业国企的市场属性（市场化经营）。一方面，扎根于当地基础设施建设和公用事业，另一方面，与各类金融资本建立联系，通过引导社会资本参与产业投资，完善产业链，促进当地经济发展。

企业债申报，对发行主体的资质、项目质量及可持续经营能力提出更高要求。一方面，对于更名或新设的产投公司，并不等于可以直接新增债券，具体需要看企业经营是否有实质性转变。转型是否成功，要看是否摆脱单一的建设模式，是否能加强运营管理和产业上下协同，来实现长期发展，获得较为稳定的市场化收入。在项目审核，发行规模方面将有严格的审查，尤其对初设立的产投公司的发行或较为严格。另一方面，对资金使用与信息披露要求同步提高，加强对项目的管理。

参与主体将更加多元化，打造多层次融资体系。中长期来看，企业债发行主体或将以地方产业类国企、产投公司为主，民营企业参与限于特定领域（如社会资本合作）。一方面，高评级国企和产投公司凭借政府资源与市场化能力占据主导地位。产投公司通过构建多级别的集团融资体系，可以通过自身融资，也可以通过产业类子公司，并通过增加母公司/专业机构的担保实现降低融资成本。另一方面，包括科技企业、实体

企业等在内的民营企业可作为社会资本方参与重大项目建设发行企业债，通常需要有较强专业性和项目管理能力，或可通过项目联合体进行融资。

中长期看，企业债市场呈现“政策导向型”与“结构性分化”并存的特征，企业债将逐步从传统的基建融资工具转向支持产业升级和新型城镇化建设的综合性融资平台。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140