

【永远观市】新债观察

——第 332 期

乔永远策略团队出品

陈露

电话：021-22852691

微信：15201144877

邮箱：880336@cib.com.cn

戴泽斌

电话：021-22852681

微信：13958899535

邮箱：880326@cib.com.cn

核心摘要：

覆盖篇：

【永远观市】新债观察——第 332 期覆盖 WIND 渠道新债 21 只，其中城投债 4 只，产业债 17 只；发行日为 9 月 21 日的 19 只，9 月 25 日的 2 只。

优选篇：

新债团队通过从兴业研究投行俱乐部获取的信息，优选新债 61 只。详情请索取报告：【永远观市】新债优选——第 23 期。

企业调研：

兴业研究近期组织企业调研活动如下：9 月 26 日于上海开展 2 家城投企业的调研座谈会；10 月 10 日——10 月 11 日于济南开展 12 家企业的调研座谈会，其中城投 2 家，有色金属 3 家，煤炭 2 家，钢铁 1 家，燃气 1 家，化工 1 家、医药生物 1 家、交通运输 1 家。详情请见正文第四部分。

更多精彩内容，尽在兴业研究金融模型平台，详情请登录：

www.cibresearch.com



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

一、新债发行结果回顾

我们对本日发行的新债结果与此前的新债研究成果进行了比对，结果如下：

债券简称	兴业行业	兴业新债评分	期限(年)	参考收益率	申购区间	发行利率	偏差
18 南通经开 SCP001	城投	4+/4+, 稳定	0.74	5.15	4.0-5.0	4.40	-75BP
18 中建材 MTN001	建筑材料	3/3, 稳定	3.00	4.90	3.8-4.8	4.45	-45BP
18 鲁钢铁 SCP015	钢铁	4+/4+, 稳定	0.74	5.41	4.3-5.3	4.67	-74BP
18 恒信 01	非银金融	3-/3-, 稳定	3.00	5.40	4.3-5.5	5.05	-35BP
18 西永 MTN001	城投	4+/4+, 稳定	5.00(3+2)	6.02	5.0-6.0	5.37	-65BP
18 大同煤矿 MTN006	煤炭	4+/4, 稳定	5.00(5+N)	7.65	7.0-7.5	7.28	-37BP
18 瀚瑞投资 SCP010	城投	4-/4-, 负面	0.74	8.20	6.5-7.5	7.50	-70BP
18 京发 01	房地产	4/2, 稳定	3.00(2+1)	7.10	4.3-6.3	5.50	-160BP
18 农垦 01	农林牧渔	4/3-, 稳定	5.00(3+2)	7.31	5.5-6.5	6.30	-101BP
18 河钢集 MTN008	钢铁	3+/3+, 稳定	5.00(5+N)	5.46	5.4-6.4	5.79	33BP
18 光大幸福 SCP001	非银金融	4/4, 稳定	0.74	6.59	6.3-7.5	7.00	41BP
18 豫能化 MTN003	煤炭	4+/4+, 稳定	5.00(3+2)	6.51	6.0-7.3	7.00	49BP
18 涪陵交通 MTN002	城投	4+/4+, 稳定	5.00(2+3)	5.95	7.0-7.5	7.20	125BP
18 绿城 11	房地产	3+/3, 稳定	5.00(3+2)	5.11	5.0-6.0	5.70	59BP
18 东航股 SCP009	交通运输	2+/2+, 稳定	0.69	3.57	3.2-4.0	3.65	8BP
18 成都高新 SCP002	城投	3-/3-, 稳定	0.74	4.33	3.5-4.9	4.10	-23BP
18 中航集	交通运输	2+/2+, 稳定	3.00	4.26	3.5-4.8	4.30	4BP
18 大唐 Y1	电力	2/2-, 稳定	3.00(3+N)	4.75	4.5-5.7	5.05	30BP
18 北大荒 MTN001	农林牧渔	3-/3-, 稳定	3.00	5.42	4.7-5.7	5.58	16BP
18 环球 03	非银金融	3-/4+, 稳定	3.00(2+1)	6.02	-	6.00	-2BP
18 滨城 02	城投	4+/4, 稳定	5.00(2+2+1)	6.90	-	6.80	-10BP
18 滨城 01	城投	4+/4, 稳定	5.00(3+2)	7.23	-	6.97	-26BP
18 巢湖城镇 MTN002	城投	4/4, 稳定	3.00	7.23	6.5-7.5	6.99	-24BP
18 西宁经开 SCP001	城投	4+/4+, 稳定	0.74	5.07	5.6-6.8	-	-
18 致达 MTN002	建筑装饰	4/4, 稳定	3.00	7.73	6.8-7.5	-	-
18 恒信 02	非银金融	3-/3-, 稳定	5.00	5.72	4.8-5.8	-	-
18 大唐 Y2	电力	2/2-, 稳定	5.00(5+N)	5.05	4.7-5.9	-	-
18 津保投 MTN008	城投	3-/3-, 稳定	3.00	5.23	5.5-6.1	-	-

数据来源：WIND、兴业研究

二、新债研究结果总览

(1) 新债覆盖

债券简称	兴业行业	期限(年)	发行日	兴业新债评分	参考收益率
18 闽能 03	电力	3 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 赣高速 SCP003	交通运输	0.58 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 赣高速 SCP004	交通运输	0.22 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 新城控股 SCP002	房地产	0.74 年	2018-09-21	3/3, 稳定	4.14%
18 海国鑫泰 MTN004	化工	3 年(3+N)	2018-09-21	3/3, 负面	5.49%
18 新化 03	化工	5 年(3+2)	2018-09-21	3/3, 稳定	4.97%
18 新化 04	化工	5 年	2018-09-21	3/3, 稳定	5.26%
18 平高 SCP001	电气设备	0.74 年	2018-09-21	3-/3-, 稳定	4.26%
18 富力地产 SCP007	房地产	0.74 年	2018-09-21	3-/3-, 稳定	4.54%
18 金川 MTN001	有色金属	3 年	2018-09-21	3-/3-, 稳定	5.39%
18 中林集团 MTN001	农林牧渔	3 年(3+N)	2018-09-21	4+/4, 稳定	7.14%
18 夏商 SCP002	商业贸易	0.18 年	2018-09-21	4+/4+, 稳定	4.00%
18 宿迁交通 MTN001	城投	5 年	2018-09-21	4+/4+, 稳定	6.73%
18 禹洲 03	房地产	3 年(1+1+1)	2018-09-21	*/*, *	*
18 禹洲 04	房地产	3 年(2+1)	2018-09-21	*/*, *	*
18 荆门高新 MTN002	城投	3 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 富通 SCP005	通信	0.74 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 鲁商 SCP011	商业贸易	0.22 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 瀚瑞投资 SCP011	城投	0.74 年	2018-09-21	*/*, *	*
18 广物控股 MTN002	商业贸易	3 年(3+N)	2018-09-25	*/*, *	*
18 淮安经开 CP001	城投	1 年	2018-09-25	*/*, *	*

数据来源: WIND、兴业研究

(2) 新债优选

债券简称	兴业行业	期限(年)	承销商	兴业新债评分	参考收益率
18 灵山 SCP005	休闲服务	0.74	上海银行	3-/3-, 稳定	4.40%
18 郑州交投债	城投	3	中信建投	3+/3+, 稳定	4.66%
18 丰台国资 MTN001	城投	2	中信建投	3-/3-, 稳定	5.17%
18 招金 MTN001	有色金属	3	中信建投	3/3, 稳定	4.67%
18 城发投资 PPN002	城投	3.00(2+1)	中信建投	3-/4+, 稳定	5.27%
18 海城建设 PPN002	城投	3	中信建投	3-/4+, 稳定	5.20%
18 昆交产 PPN001	城投	3	中信银行	3/3-, 稳定	4.75%
18 百联 01	商业贸易	3	中山证券	2-/2-, 稳定	4.42%
18 吉林高速 MTN003	交通运输	5	光大证券	3/3, 稳定	4.96%
18 兰轨道 PPN001	城投	3	光大证券	3-/4+, 稳定	5.37%
18 荆门城投 CP001	城投	1	光大证券	3-/3-, 稳定	4.63%
18 荣盛地产 SCP001	房地产	0.74	光大证券	3-/3-, 稳定	4.58%
18 兰州城投 PPN004	城投	2	光大银行	3/3-, 稳定	4.65%
18 七匹狼 PPN001	纺织服装	3	光大银行	3-/4+, 稳定	5.21%
18 闽电子 PPN002	通信	3	光大银行	3-/4+, 稳定	5.24%
18 建发集 SCP004	商业贸易	0.16	兴业银行	3/3, 稳定	3.38%
18 越秀金融 SCP001	投资平台	0.74	兴业银行	3/3, 稳定	3.87%
18 盐城建投 PPN002	城投	3	兴业银行	3-/4+, 稳定	5.38%
18 西江 PPN001	电力	3.00(2+1)	兴业银行	3-/4+, 稳定	5.07%
18 建发地产 SCP005	房地产	0.56	兴业银行	3-/3-, 稳定	4.36%
18 联发集 SCP003	房地产	0.75	兴业银行	3-/3-, 稳定	4.55%
18 赣水投 SCP002	城投	0.74	农业银行	2-/2-, 稳定	3.80%
18 日照港 SCP006	交通运输	0.74	农业银行	3/3, 稳定	4.05%
18 许继 MTN001	电气设备	3	农业银行	3/3, 稳定	4.82%
18 河钢集 CP008	钢铁	0.74	北京银行	3+/3+, 稳定	3.94%
18 陕西能源 SCP001	煤炭	0.74	北京银行	3-/3-, 稳定	4.31%
18 鲁西化工 SCP005	化工	0.74	北京银行	3-/3-, 稳定	4.44%
18 京粮 SCP005	食品饮料	0.74	北京银行	3-/3-, 稳定	4.51%
18 连云港 PPN004A	交通运输	3.00(2+1)	华泰联合	3-/4+, 稳定	5.10%
18 中铝国工 PPN001	建筑装饰	2	南京银行	3-/4+, 稳定	5.14%
18 锦江 02	休闲服务	5	国泰君安	3/3, 稳定	5.17%
18 中租 05	非银金融	3.00(1+1+1)	国泰君安	3/3-, 稳定	5.01%
18 信阳华信 PPN001	城投	5.00(3+2)	国泰君安	3-/4+, 稳定	5.32%
18 鄂西圈 01	休闲服务	5.00(3+2)	国泰君安	3-/4+, 稳定	6.17%
18 宜春城投 PPN001	城投	5.00(3+2)	国泰君安	3/3-, 稳定	4.72%
18 成大 02	医药生物	5.00(3+2)	天风证券	3/3, 稳定	4.67%
18 国药 MTN001	医药生物	3	工商银行	2-/2-, 稳定	4.41%
18 沪城开 MTN001	房地产	3	工商银行	3+/3+, 稳定	4.61%
18 张江高科 MTN002	房地产	3	工商银行	3+/3+, 稳定	4.55%
18 九州通 MTN001	医药生物	3	工商银行	3/3, 稳定	4.88%

18 融和融资 SCP009	非银金融	0.74	工商银行	3-/3-, 稳定	4.58%
18 云投 MTN007	投资平台	5	工商银行	3-/3-, 稳定	5.71%
18 潞安 CP004	煤炭	1	工商银行	3-/3-, 稳定	4.77%
18 两江 01	城投	5	广发证券	3-/3-, 稳定	5.58%
18 兖矿 Y1	煤炭	3.00(3+N)	广发证券	3-/4+, 稳定	6.09%
18 晋交 05B	城投	5.00(2+2+1)	广发证券	3-/4+, 稳定	6.02%
18 弘湘国资 01	城投	3	建设银行	3-/4+, 稳定	6.22%
18 绿城房产 CP005	房地产	1	招商证券	3+/3+, 稳定	4.11%
18 首股 02	房地产	5.00(3+2)	招商证券	3+/3, 稳定	5.12%
18 新控 02	房地产	3.00(2+1)	招商证券	3/3-, 稳定	5.41%
18 中集 MTN001	交通运输	3.00(3+N)	招商银行	2-/3+, 稳定	4.78%
18 普洛斯 MTN004	房地产	5	招商银行	3+/3+, 稳定	4.75%
18 津地铁 SCP001	城投	0.74	招商银行	3+/3+, 稳定	4.13%
18 潍坊投资 PPN002	城投	1	招商银行	3/3-, 稳定	4.15%
18 闽漳龙 MTN001	城投	5	招商银行	3-/3-, 稳定	5.68%
18 余杭创投 PPN002	城投	3	民生银行	3/3-, 稳定	4.84%
18 中建投租 PPN003	非银金融	2	民生银行	3-/4+, 稳定	5.21%
18 宁煤 MTN001	煤炭	3.00(3+N)	浦发银行	3/3-, 稳定	5.46%
18 恒信租赁 CP002	非银金融	1	浦发银行	3-/3-, 稳定	4.73%
18 阳煤 PPN015	煤炭	3	海通证券	3-/4+, 稳定	5.42%

数据来源: WIND、各承销商、兴业研究

三、个券研究详情

18 新城控股 SCP002

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	新城控股集团股份有限公司 2018 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		9.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		0.74 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	交叉违约条款,控制权变更条款,事先约束条款					
	第一大股东	富域发展集团有限公司(持股比例 61%)					
	主承销商	中国光大银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		大公国际资信评估有限公司	
兴业 观点	兴业评分	3/3, 稳定		兴业参考收益率		4.14%	
	兴业参考曲线	0.74 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(4.0200,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 新城控股 SCP001	15.0 亿	2018-08-31	6.24%	0.70 年	6.05%	185.00BP
	13 苏新城	20.0 亿	2014-07-23	8.90%	0.84 年	3.77%	-
	16 新城 01	11.8 亿	2016-03-29	5.44%	0.52 年	6.92%	280.98BP

主体资质分析

新城控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“新城控股”）控股股东为富域发展集团有限公司，控股股东持股比例 61%，间接控股股东为新城发展控股（1030.HK），实控人为王振华。公司是上市公司（601155.SH），主营房地产开发，2017 年公司主营业务构成：房地产开发销售 95.7%、物业出租 2.5%；毛利率分别为 34.9%、69.5%。

核心风险点：

- 1、2017 年以来拿地以长三角三四线城市和中部城市为主，中长期存在去化放缓风险。
- 2、业务扩张致使现金流弱化，筹资规模持续扩大，债务规模增长较快。

公司项目集中于长三角地区，区位优势突出，周转速度快，销售增长迅猛；土地储备充足，拿地成本不高，但新增土储区位一般，中长期存在去化放缓风险。公司为江苏省龙头房企，项目集中于上海、苏州、南京、杭州、常州等地。公司房地产开发采取快周转业务模式，去化能力较强。公司 2017 年签约销售金额 1264.7 亿元，同比增长 94.4%，2018H1 完成 953.1 亿元，同比增长 94.2%，克尔瑞排名第 8。2017 年以来公司加大开发及拿地力度，2017 年新开工面积 2066.3 万平方米，同比上升 143.1%，新增土地储备 3392.8 万平方米，2018H1 新增土储 2073.9 万平方米，截至 2017 年末，公司土地储备建筑面积共 6845.1 万平方米，可供开发约 4-5 年。2015-2017 年及 2018H1 公司新增土地储备楼面均价分别为 2498、3762、2633、2365 元/平方米，拿地价格尚可，但 2017 年以来拿地以长三角三四线城市和中部城市为主，中长期存在去化放缓风险。

商业地产出租率高，可贡献稳定现金流，同时推升资本支出规模。公司持有商业综合体用于运营及对外出租，截至 2018H1，已开业 24 个吾悦广场，出租率均达 92%以上，2015-2017 年分别贡献租金及物业管理收入 3.0 亿元、4.4 亿元、10.2 亿元，收入稳步增长。但同时，商业地产投资规模大，回报周期长，截至 2017 年末，公司在建及拟建商业地产目 48 个，规划建筑面积 1729.3 万平方米，计划于 2018-2020 年陆续开业，项目较多，资本支出规模较大。

资产流动性尚可。截至 2018H1，公司总资产 2462.4 亿元，占比较大的前几项为，存货占比 42.8%，其他应收款占比 19.6%，投资性房地产占比 11.7%，货币资金占比 10.1%，长期股权投资占比 5.8%。投资性房地产采用公允价值模式计量，公允价值可参考 2018 年 8 月 31 日公开披露的公允价值，其中，投资性

房地产受限比例 26.4%，存货受限比例 37.7%，固定资产受限比例 46.0%。

盈利能力强，主业盈利能力稳步提升。公司 2015-2017 年销售毛利率分别为 26.8%、27.9%、35.6%，高于行业平均水平（约 27%）；主业利润率分别为 9.9%、12.4%、17.0%，高于行业平均水平（约 10%）。

业务快速扩张导致负债率攀升迅速，负债水平较高，但销售回款情况较好，偿债风险可控。公司三年一期剔除预收账款后的资产负债率分别为 73.3%、77.7%、80.4%、88.3%，高于行业平均水平（约 73%），全部债务资本化比率为 47.5%、59.4%、61.2%、82.3%，高于行业平均水平（约 60%）。公司有息负债增长较快，2018 年 6 月末有息负债 629.9 亿元，较 2017 年底增长 41.9%，其中短期债务为 236.2 亿元，占总债务比例 37.5%，在手现金与短期债务之比约为 1.05，尚可覆盖短期债务，且考虑其目前销售火爆，回款情况好，融资渠道较为通畅，整体偿债风险可控。

业务扩张致使经营活动现金流大额净流出，筹资规模持续扩大。公司 2015-2017 年经营活动现金流净额分别为 -9.6 亿元、81.0 亿元、-104.9 亿元，2017 年拿地支出大幅上升导致经营性现金流出现大额净流出，投资活动净现金流净额分别为 -8.0 亿元、-87.1 亿元、2.4 亿元，筹资活动净现金流净额分别为 30.3 亿元、66.4 亿元、189.7 亿元。

融资环境较好。截至 2018 年 6 月底，公司共获得银行授信 863 亿元，未使用授信额度 682 亿元，授信余额较为充裕。公司为上市公司，控股股东富域发展持有公司股份占公司总股本的 61.04%，累计质押占其持股总数的 53.47%，占公司总股本的 32.64%。2018 年以来公司境内债券均为私募债及 ABS，融资成本较高。此外，公司于 2017 年发行 2 亿美元境外债券，2018 年共发行 7 亿美元，存在一定海外融资渠道。

公司存在一定或有风险。截至 2018 年 6 月末，公司对合营企业提供的担保金额为 249.0 亿元，占净资产的比重为 86.5%，担保规模较大，存在一定或有风险。

18 海国鑫泰 MTN004

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	北京海国鑫泰投资控股中心 2018 年度第四期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		3 年(3+N)	
	增信方式	无					
	特殊条款	调整票面利率条款,赎回条款,延期条款					
	第一大股东	北京市海淀区国有资本经营管理中心(持股比例 100%)					
	主承销商	中国光大银行股份有限公司,中信建投证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任 公司	
兴业 观点	兴业评分	3/3, 负面		兴业参考收益率		5.49%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(4.8177,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 海国鑫泰 MTN003	10.0 亿	2018-04-11	6.17%	2.57 年	6.08%	105.03BP
	18 海国鑫泰 MTN002	20.0 亿	2018-03-15	6.72%	2.50 年	6.07%	105.01BP
	16 海国鑫泰 MTN001	5.0 亿	2016-02-23	3.65%	2.44 年	5.31%	84.34BP

主体资质分析

北京海国鑫泰投资控股中心（以下简称“公司”或“海国鑫泰”）。控股股东为北京市海淀区国有资本经营管理中心，控股股东持股比例 100%，实控人为海淀区人民政府国有资产监督管理委员会。公司为北京市海淀区最大的一级国有控股企业，主业包括能源化工、房地产等，并涉及金融股权投资等业务。公司能源化工运营主体为 A 股上市三聚环保（300072.SZ），通过控股子公司北京市海淀区国有资产投资经营有限公司持有三聚环保 28.7%股份。公司主业涉及能源化工、房地产、金融服务以及物业管理等。2017 年上述业务占营收的比重分别为 69.16%、10.72%、16.76%以及 1.13%；毛利润占比分别为 62.50%、13.63%、18.29%以及 4.37%。

核心风险点：

公司能源化工业务运营主体三聚环保向能源净化服务型企业转型，业务扩张较为激进，涉及较多新业务领域，导致公司融资需求较大，高度依赖外部融资。

公司应收类账款规模较大，存在减值风险。

债务增长过快，面临较大即期偿债压力。

公司对子公司三聚环保股票质押比例高，需关注股票质押平仓风险。

子公司三聚环保向能源净化服务型企业转型，业务扩张较为激进，涉及较多新业务领域。公司能源净化产品及服务运营主体为上市公司北京三聚环保新材料股份有限公司（简称“三聚环保”，股票代码：300072.SZ）。三聚环保原主业生产脱硫净化剂、脱硫催化剂等产品，后逐渐涉及能源净化综合服务（超级悬浮床项目）、生态农业（生物质秸秆综合利用项目）等，业务之间协同性有限。截至 2017 年，三聚环保实现营业收入 224.8 亿元，同比增长 28.2%。贸易类业务为第一大收入来源，主要为焦煤、焦炭、甲醇等大宗商品贸易，但该业务毛利率较低，利润贡献有限。

能源净化产品业务与化石能源产业综合服务协同配合，能源净化产品业务依据客户需求，按照订单生产各类催化剂；化石能源产业综合服务主要向石化企业提供焦化烟气治理、煤焦油深度加工、低压氨合成等技术输出、设备销售以及土建等相关服务。得益于 2017 年甲醇、LNG 等石化产品价格上涨，下游石化深加工企业盈利好

转，三聚环保化石能源产业综合服务毛利率为 45.9%，同比上升 6.1%。但同时化石能源产业综合服务的经营模式需要提前垫付大量资金，其中 2017 年开展的超级悬浮床项目建设周期较长，目前订单金额为 120 亿元，预计 2019 年交付。导致公司融资需求较大，高度依赖外部融资。

三聚环保 2017 年开展生态农业“农作物秸秆炭化还田-土壤改良技术”，涉及秸秆回收、炭化、复合肥生产等环节。目前该项目已开展设计与开工建设 42 套，建成投产 2 套，实现营业收入 10.6 亿元，毛利率为 21.6%。但考虑到该项目仍处于推广初期，盈利持续性仍具有一定不确定性。

公司多元化经营，其他业务对收入形成一定补充。公司房地产业务运营主体为子公司八大处控股集团有限公司，在建项目主要集中在天津和海南，2015-2017 年该业务收入为 12.7 亿元、32.7 亿元和 38.0 亿元。考虑截至 2018 年 3 月末，公司房地产在建项目计划投 253.64 亿元，未来还需投资 94.01 亿元，在建房地产未完成投资规模较大，存在一定的资金压力。公司拥有土储 275 万平方米。新兴业务主要为第三方支付和知识产权融资担保业务，面临一定的经营和监管风险。其他业务对收入形成一定补充。

公司资产规模持续增长，应收类账款规模大，存在减值风险。2015 年公司发行永续中票 30 亿元计入权益，2016 年股东划拨资产 131.16 亿元，净资产保持增长。截至 2017 年与 2018 年 6 月末，公司总资产规模分别为 1301.14 亿元和 1383.03 亿元，净资产分别为 410.02 亿元和 428.34 亿元，应收账款 94.89 亿元和 126.79 亿元，其他应收款 185.98 亿元和 228.51 亿元。其中其他类应收款第一大债务人万景恒丰国际投资控股有限公司为民营企业（2018 年一季度其他应收账款为 57.92 亿元，总占比 27.80%）；

子公司三聚环保应收账款持续大幅增加，存在减值风险。2018 年半年报显示，三聚环保 123.45 亿元应收账款中 1 年以内账龄的占比 77.6%，1-2 年以内账龄的占比为 20.8%，2 年期内的占比合计 98.4%。公司下游客户主要为石油炼化、焦化、煤化工等企业，具有较强周期性，且客户集中度较高。应收账款存在减值风险，可能给公司正常经营带来较大不确定性。

债务增长过快，面临较大即期偿债压力。截至 2018 年 6 月末，如果将永续中票调整至债务后，公司资产负债率为 71.92%，债务压力较重。2018 年公司预计将偿还 200 多亿元债务，面临较大即期偿债压力。2017 年公司全部债务/EBITDA 为 10.5，EBITDA 利息保障倍数为 3.5，经营偿债能力一般。

公司面临较大投资支出压力。近年来公司投资性现金流净流出较大，主要系公司并购投资项目较多，公司面临较大资金支出压力。

受限资产规模大，降低资产流动性；股票质押比例高，需关注股票质押平仓风险。截至 2018 年 3 月末，公司受限资产规模为 150.29 亿元，占同期净资产的 36.46%。子公司海淀科技持有三聚环保股份 519,264,626 股，占三聚环保总股本的 28.72%，其中累计被质押股份 398,232,249 股，占其持有海淀科技所持股份总数的 76.69%，占三聚环保总股本的 22.03%，需关注股票质押平仓风险。

子公司三聚环保完成国有股权无偿划转，北京市国资委成为公司实际控制人。2018 年 8 月 23 日，三聚环保发布《关于公司控股股东股权结构变化及公司实际控制人变更的提示性公告》：北京创业谷科技孵化器中心将其持有的海淀科技 2.00% 股权无偿划转给海淀国投，海淀国投持有海淀科技 51.00% 的股权，同时海淀科技修改《公司章程》后，海淀国投控股海淀科技，并成为三聚环保间接控股股东。三聚环保由无实际控制人企业，变为实际控制人为北京市国资委的企业。

18 新化 03

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(品种一)					
	债券类型	公司债		发行规模		7.5 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	无					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	新疆中泰(集团)有限责任公司(持股比例 19%)					
	主承销商	海通证券股份有限公司,九州证券股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信证券评估有限公司	
兴业 观点	兴业评分	3/3, 稳定		兴业参考收益率		4.97%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(4.8177,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 新中泰 MTN002	5.0 亿	2018-07-10	6.50%	2.81 年	5.81%	74.98BP
	18 新中泰 MTN001	5.0 亿	2018-06-04	5.95%	2.72 年	5.79%	74.99BP
	17 新中泰 MTN001	5.0 亿	2017-03-01	4.90%	1.45 年	5.08%	49.99BP

主体资质分析

新疆中泰化学股份有限公司（以下简称“公司”或“中泰化学”）控股股东为新疆中泰(集团)有限责任公司，控股股东持股比例 19.4%（未质押），实控人为新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会。公司为新疆大型国有综合化工企业，2006 年公司 A 股上市（002092.SZ），目前已形成氯碱化工与纺织工业两大业务板块，主要生产聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品。2017 年公司主营业务构成：贸易 50.6%、聚氯乙烯树脂 23.3%、纱线 9.3%、氯碱类产品 8.1%、粘胶纤维 5.8%；毛利润占比依次为 10.5%、36.1%、8.6%、28.8%、9.7%。

核心风险点：

- 1、主业盈利具有较强周期性，目前 PVC 价格较去年高点有所回落。
- 2、新增在建工程较多，未来资本支出压力较大。

公司为电石法 PVC 龙头企业之一，规模和成本优势明显。公司已经形成了“煤炭-电力-电石-PVC”和“氯碱-粘胶短纤-纺纱”两条完整的产业链。PVC 产能全国第一，烧碱产能全国第二。截至 2018 年 3 月末，公司拥有产能包括：153 万吨聚氯乙烯树脂（PVC）、110 万吨离子膜烧碱。自身上下游一体化优势明显，与新疆天业同处新疆，同为“成本+运费”最低的氯碱化工企业之一。氯碱工业耗电量高，电力成本占电石生产成本的六成以上。公司建有自备电厂，截至 2018 年 3 月末自备电厂装机容量为 187.6 万千瓦，发电成本为 0.15 元/千瓦左右，基本可满足公司自身用电需求，有利于公司增强成本竞争力。同时富丽达粘胶短纤业务并表也增强了公司的抗风险能力。截至 2018 年 3 月末，公司拥有 52 万吨粘胶纤维、250 万吨粘胶纱产能。

公司产品运输里程较长，运费变化对公司潜在影响较大。PVC 主要消费市场位于华东和华南，运输距离长，运输费用占产品售价的比例较高。铁路运费的变动将对公司利润造成巨大影响。在煤炭资源获取、交通运输方面得到了自治区政府的大力支持。

公司同时大力发展贸易业务，参股圣雄能源。公司利用自身行业地位，为业内企业提供采购、销售服务，增强行业话语权；此外，公司为圣雄能源第一大股东，持股比例为 18.55%（但并未取得实质控制权）。参股圣雄能

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

源后，圣雄产品均通过公司销售网络销售。2017 年，公司贸易业务规模增长较快，但毛利率偏低。

公司拟收购新疆美克化工股份有限公司部分股权并对新疆库尔勒中泰石化有限责任公司进行增资，但上述公司业务未来盈利能力具有一定不确定性。公司拟收购美克投资集团有限公司持有的新疆美克化工股份有限公司（以下简称“美克化工”）的 18,413.80 万股股份，占美克化工股份总数的 25%（控股股东中泰集团持有美克化工 52.63%的股份）。美克化工 2018 年上半年受原料天然气供给限制，生产经营活动受限，2018 年 1-8 月实现净利润-3722 万元。且美克化工产品 BDO（丁二醇）行业产能过剩，市场竞争激烈，公司该项业务竞争力不强。

公司拟和控股股东中泰集团同时对新疆库尔勒中泰石化有限责任公司（以下简称“中泰石化”）进行增资，公司将持有中泰石化 30%的股权。2017 年 5 月中泰石化年产 120 万吨 PTA 项目动工，计划于 2019 年 10 月底建成投产，项目计划总投资 46.53 亿元，已累计完成投资 14.7 亿元。2018 年上半年国内 PTA 价格大涨，化纤企业盈利普遍好转，但中泰石化产业链配套不足，且距离东部下游终端市场较远，优势不足。

主业盈利具有较强周期性，目前 PVC 价格较去年高点有所回落，公司盈利出现小幅下滑，但盈利能力仍较强。公司 2017 年年报显示，公司实现营业收入 410.6 亿元，同比增长 75.7%；实现净利润 24.5 亿元，同比增长 26.7%。氯碱业务为公司主要营收、利润来源。公司所处行业周期性较强，受益于地产爆发所带来的增量需求和因环保督查、运力紧张等带来的供给冲击，从 2016 年 9 月起 PVC 和烧碱价格大幅上涨，行业价差达到历史高点，2017 年整个行业盈利能力大幅提升。2018 年上半年，公司实现营业收入 273.5 亿元，同比增长 62.79%；实现净利润 12.8 亿元，同比增长 0.16%。2018 年上半年营收快速增长主要来自于贸易业务拉动。目前 PVC 价格较 2017 年高点有所回落，主要受下游地产投资增速放缓和各企业扩张产能、提高开工率等影响，公司盈利水平出现小幅下滑。未来存在行业景气下行，公司盈利下降的风险。

公司债务规模持续扩大，通过股权融资使负债率处于合理水平。由于投资项目较多，且氯碱、电石等项目投资规模大，导致公司负债规模不断扩大。2014 至 2016 年，公司负债规模分别为 214.9 亿元、250.6 亿元和 299.9 亿元。公司最新发布的年报显示，2017 年公司负债规模进一步上升至 364.8 亿元。与 2016 年末相比，公司短期借款增加 25.7 亿元，长期借款增加约 6.1 亿元。2018 年 6 月末，公司资产负债率为 67.1%，未来公司拟投资项目较多，公司债务规模将继续增长。

公司经营性净现金流周期波动较大，投资性净现金流流出规模较大。公司收现能力强，收现比维持在 1 以上。但由于所处行业周期性强，主要产品价格波动对公司盈利能力影响较大，公司经营性净现金流虽保持净流入状态但存在一定波动性。且公司新增在建工程较多，2017 年投资性净现金流流出大幅增长。

受限资产规模较大。截至 2018 年 6 月末，公司受限资产账面价值为 148.79 亿元，规模较大，占同期净资产的 73.92%，资产流动性降低。

公司遭发改委处罚。公司因涉嫌存在与其他多家国内 PVC 生产企业达成并实施 PVC 价格垄断协议，2017 年 9 月 29 日被发改委处以 7111.5 万元行政处罚，约占 2017 年公司净利润 2.9%，对公司营业业绩产生一定负面影响。

公司授信额度大，融资渠道畅通，备用流动性较充裕。截至 2018 年 6 月末，公司获得授信额度合计约 252.34 亿元，其中未使用额度为 85.02 亿元。2006 年公司 A 股上市后，累计融资约 564.17 亿元，其中股权再融资 119.29 亿元，发债融资 222.27 亿元。

18 新化 04

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(品种二)					
	债券类型	公司债		发行规模		7.5 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		5 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	无					
	第一大股东	新疆中泰(集团)有限责任公司(持股比例 19%)					
	主承销商	海通证券股份有限公司,九州证券股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信证券评估有限公司	
兴业 观点	兴业评分	3/3, 稳定		兴业参考收益率		5.26%	
	兴业参考曲线	5 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(5.1095,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 新化 01	10.0 亿	2018-08-24	6.80%	4.95 年	6.84%	124.72BP
	18 新中泰 MTN002	5.0 亿	2018-07-10	6.50%	2.81 年	5.81%	74.98BP
	18 新中泰 MTN001	5.0 亿	2018-06-04	5.95%	2.72 年	5.79%	74.99BP

主体资质分析

新疆中泰化学股份有限公司（以下简称“公司”或“中泰化学”）控股股东为新疆中泰(集团)有限责任公司，控股股东持股比例 19.4%（未质押），实控人为新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会。公司为新疆大型国有综合化工企业，2006 年公司 A 股上市（002092.SZ），目前已形成氯碱化工与纺织工业两大业务板块，主要生产聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品。2017 年公司主营业务构成：贸易 50.6%、聚氯乙烯树脂 23.3%、纱线 9.3%、氯碱类产品 8.1%、粘胶纤维 5.8%；毛利润占比依次为 10.5%、36.1%、8.6%、28.8%、9.7%。

核心风险点：

1、主业盈利具有较强周期性，目前 PVC 价格较去年高点有所回落。

2、新增在建工程较多，未来资本支出压力较大。

公司为电石法 PVC 龙头企业之一，规模和成本优势明显。公司已经形成了“煤炭-电力-电石-PVC”和“氯碱-粘胶短纤-纺纱”两条完整的产业链。PVC 产能全国第一，烧碱产能全国第二。截至 2018 年 3 月末，公司拥有产能包括：153 万吨聚氯乙烯树脂（PVC）、110 万吨离子膜烧碱。自身上下游一体化优势明显，与新疆天业同处新疆，同为“成本+运费”最低的氯碱化工企业之一。氯碱工业耗电量高，电力成本占电石生产成本的六成以上。公司建有自备电厂，截至 2018 年 3 月末自备电厂装机容量为 187.6 万千瓦，发电成本为 0.15 元/千瓦左右，基本可满足公司自身用电需求，有利于公司增强成本竞争力。同时富丽达粘胶短纤业务并表也增强了公司的抗风险能力。截至 2018 年 3 月末，公司拥有 52 万吨粘胶纤维、250 万吨粘胶纱产能。

公司产品运输里程较长，运费变化对公司潜在影响较大。PVC 主要消费市场位于华东和华南，运输距离长，运输费用占产品售价的比例较高。铁路运费的变动将对公司利润造成巨大影响。在煤炭资源获取、交通运输方面得到了自治区政府的大力支持。

公司同时大力发展贸易业务，参股圣雄能源。公司利用自身行业地位，为业内企业提供采购、销售服务，增强行业话语权；此外，公司为圣雄能源第一大股东，持股比例为 18.55%（但并未取得实质控制权）。参股圣雄能源后，圣雄产品均通过公司销售网络销售。2017 年，公司贸易业务规模增长较快，但毛利率偏低。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

公司拟收购新疆美克化工股份有限公司部分股权并对新疆库尔勒中泰石化有限责任公司进行增资，但上述公司业务未来盈利能力具有一定不确定性。公司拟收购美克投资集团有限公司持有的新疆美克化工股份有限公司（以下简称“美克化工”）的 18,413.80 万股股份，占美克化工股份总数的 25%（控股股东中泰集团持有美克化工 52.63% 的股份）。美克化工 2018 年上半年受原料天然气供给限制，生产经营活动受限，2018 年 1-8 月实现净利润-3722 万元。且美克化工产品 BDO（丁二醇）行业产能过剩，市场竞争激烈，公司该项业务竞争力不强。

公司拟和控股股东中泰集团同时对新疆库尔勒中泰石化有限责任公司（以下简称“中泰石化”）进行增资，公司将持有中泰石化 30% 的股权。2017 年 5 月中泰石化年产 120 万吨 PTA 项目动工，计划于 2019 年 10 月底建成投产，项目计划总投资 46.53 亿元，已累计完成投资 14.7 亿元。2018 年上半年国内 PTA 价格大涨，化纤企业盈利普遍好转，但中泰石化产业链配套不足，且距离东部下游终端市场较远，优势不足。

主业盈利具有较强周期性，目前 PVC 价格较去年高点有所回落，公司盈利出现小幅下滑，但盈利能力仍较强。公司 2017 年年报显示，公司实现营业收入 410.6 亿元，同比增长 75.7%；实现净利润 24.5 亿元，同比增长 26.7%。氯碱业务为公司主要营收、利润来源。公司所处行业周期性较强，受益于地产爆发所带来的增量需求和因环保督查、运力紧张等带来的供给冲击，从 2016 年 9 月起 PVC 和烧碱价格大幅上涨，行业价差达到历史高点，2017 年整个行业盈利能力大幅提升。2018 年上半年，公司实现营业收入 273.5 亿元，同比增长 62.79%；实现净利润 12.8 亿元，同比增长 0.16%。2018 年上半年营收快速增长主要来自于贸易业务拉动。目前 PVC 价格较 2017 年高点有所回落，主要受下游地产投资增速放缓和各企业扩张产能、提高开工率等影响，公司盈利水平出现小幅下滑。未来存在行业景气下行，公司盈利下降的风险。

公司债务规模持续扩大，通过股权融资使负债率处于合理水平。由于投资项目较多，且氯碱、电石等项目投资规模大，导致公司负债规模不断扩大。2014 至 2016 年，公司负债规模分别为 214.9 亿元、250.6 亿元和 299.9 亿元。公司最新发布的年报显示，2017 年公司负债规模进一步上升至 364.8 亿元。与 2016 年末相比，公司短期借款增加 25.7 亿元，长期借款增加约 6.1 亿元。2018 年 6 月末，公司资产负债率为 67.1%，未来公司拟投资项目较多，公司债务规模将继续增长。

公司经营性净现金流周期波动较大，投资性净现金流流出规模较大。公司收现能力强，收现比维持在 1 以上。但由于所处行业周期性强，主要产品价格波动对公司盈利能力影响较大，公司经营性净现金流虽保持净流入状态但存在一定波动性。且公司新增在建工程较多，2017 年投资性净现金流流出大幅增长。

受限资产规模较大。截至 2018 年 6 月末，公司受限资产账面价值为 148.79 亿元，规模较大，占同期净资产的 73.92%，资产流动性降低。

公司遭发改委处罚。公司因涉嫌存在与其他多家国内 PVC 生产企业达成并实施 PVC 价格垄断协议，2017 年 9 月 29 日被发改委处以 7111.5 万元行政处罚，约占 2017 年公司净利润 2.9%，对公司营业业绩产生一定负面影响。

公司授信额度大，融资渠道畅通，备用流动性较充裕。截至 2018 年 6 月末，公司获得授信额度合计约 252.34 亿元，其中未使用额度为 85.02 亿元。2006 年公司 A 股上市后，累计融资约 564.17 亿元，其中股权再融资 119.29 亿元，发债融资 222.27 亿元。

18 平高 SCP001

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	平高集团有限公司 2018 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		6.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		0.74 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	交叉违约条款					
	第一大股东	国家电网公司(持股比例 100%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业 观点	兴业评分	3-/3-, 稳定		兴业参考收益率		4.26%	
	兴业参考曲线	0.74 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.4092,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 平高 MTN001	1.0 亿	2016-11-18	3.50%	1.17 年	4.09%	10.02BP

主体资质分析

平高集团有限公司（以下简称“公司”或“平高集团”）控股股东为国家电网有限公司，持股比例 100%，实控人为国务院国资委。旗下有上市公司平高电气（600312.SH，持股 40.5%，无质押）。2017 年公司主营业务构成：高压产品 47.5%、中低压及配网 25.0%、EPC 总承包 24.0%、运维服务及其他 3.6%，毛利率分别为 24.5%、14.7%、9.6%、25.5%。

核心风险点：

- 1、电网尤其特高压投资逐渐饱和，金属原料价格维持高位，盈利明显下行，净利润亏损，应收账款及存货的资金沉淀较大，经营现金流恶化；
- 2、有息债务均为短期，债务结构有待优化；
- 3、海外 EPC 项目投资规模较大，面临一定政治风险；

高压设备领域龙头，股东背景较强，但行业景气度下行、特高压缓建等影响，业绩大幅下滑，短期仍将承压；EPC 业务带来一定资本开支压力，海外项目投资规模较大，面临一定政治风险。公司是国内传统三大高压开关制造企业之一，在特高压领域技术优势明显，兼有中低压、运维及 EPC 业务，中高压产品是公司收入和利润的主要来源。作为国家电网直属单位，公司在高压设备领域中标份额位居前列，龙头地位稳固。但销售对集团内依赖较大，客户集中度高，回款周期较长。随着电网投资尤其是特高压建设的逐步完成，行业需求整体下滑，竞争加剧，产品价格随之下降。2017 年公司高压板块产销同比均减少，收入持续下滑，同期各金属原料价格上涨明显，对利润有明显挤压。2018 年上半年，受特高压项目缓建影响，已中标特高压项目及配电网项目未到交货期，公司营收大幅下滑，难以覆盖营业成本，毛利率水平大幅下滑，公司已经呈现净亏损，后续业绩大概率继续承压。中低压业务方面，主要产品是开关柜，其收入贡献在八成以上，中低压领域市场竞争激烈，公司并无突出竞争力。集团在国内外开展工程总承包业务，海外项目包括波兰、老挝、尼泊尔，其中老挝项目已投资超 20 亿元，其他项目投资规模较小，海外项目已进行锁汇，汇率风险不大。截至 2018Q1，公司在建重点 EPC 项目总投资 48.1 亿元，已投资 29.9 亿元，面临一定资本开支压力。

应收账款周转效率较低，存货有一定减值压力。截至 2018H1，公司总资产 230.9 亿元。资产主要由流动资产构成，占比 71.9%。公司资产中占比较大的前几项为，应收账款占比 34.6%，存货占比 21.9%，固定资产占比 15%。应收账款规模较大，但欠款方主要是母公司国家电网及其子公司，回收风险小，但周转率较差，形成了较大的资金占用。存货在行业主流产品价格下行的环境下，有一定减值压力。

盈利能力下行，2018H1 主业亏损，经营现金流进一步恶化。2017 年受到部分特高压项目建设放缓、原材料涨

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更十篇

价明显等因素影响，公司总营收虽保持小幅增长，但毛利率在上下游的双重挤压下下滑 7.4pct，盈利明显受挫。2017 年公司净利率 1.9%，且因对核心上市公司资产的持股比例不高，非上市层面亏损，导致归母净利润亏损。且公司收款情况不佳，2017 年经营现金流变为净流出。2018 年上半年，盈利及现金流状况进一步恶化，主业利润、净利润均为负值。

负债率有所上行，债务集中于短期，有一定滚动压力，但融资环境宽松，备用流动性充裕。截至 2018H1，公司最新资产负债率为 55.9%，全部债务资本化比率为 39.8%，负债率明显上行。虽然公司负债率仍处适中水平，但债务结构偏短期，流动负债比总负债为 98.7%，总债务 67.3 亿元，几乎全部是短期债务，公司现金流呈现恶化，有一定债务滚动压力，货币现金比短期有息债务为 0.24，流动比率 1.3，速动比率 0.9。银行借款几乎均为信用类，截至 2018Q1，公司共获银行授信 262 亿元，未使用授信额度 178.7 亿元，备用流动性充裕。旗下有上市公司平高电气（持股 40.5%，无质押），融资环境较好。

18 富力地产 SCP007

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	广州富力地产股份有限公司 2018 年度第七期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		0.74 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	交叉违约条款,控制权变更条款,事先约束条款					
	第一大股东	李思廉(持股比例 33%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合信用评级有限公司	
兴业 观点	兴业评分	3-/3-, 稳定		兴业参考收益率		4.54%	
	兴业参考曲线	0.74 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.4092,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 富力地产 SCP006	6.7 亿	2018-08-29	6.50%	0.69 年	6.32%	30.08BP
	18 富力地产 SCP005	5.0 亿	2018-08-15	6.43%	0.65 年	6.41%	40.33BP
	18 富力地产 SCP004	10.0 亿	2018-04-16	5.70%	0.32 年	5.77%	211.07BP

主体资质分析

广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）实际控制人为创始人李思廉和张力，持股比例分别为 33.36%和 31.40%，二人为一致行动人。公司是上市公司（2777.HK），主营房地产开发，2017 年公司主营业务构成：房地产开发与销售 90.6%、商业物业租赁 1.6%、酒店服务 4.0%，毛利率依次为 39.2%、100.0%、20.4%。

核心风险点：

- 1、部分二三线项目及海南项目存在一定去化压力。
- 2、业务扩张较快，加之收购万达酒店推升公司债务规模，债务负担偏重，在手现金不足以覆盖短期债务。

公司为全国性房企，部分二三线城市项目，存在一定去化压力。公司住宅及销售型商办业态均有，以住宅为主。2015 年-2017 年公司协议销售收入分别为 544 亿元、609 亿元、819 亿元，2018H1 实现 569.6 亿元，同比增长 47%。受近年来扩张迅速、部分弱二线和三线项目体量大影响，去化压力增加。截至 2018 年 6 月底，在建项目主要布局于以北京、天津和太原为代表的华北地区，以广州、惠州和海南为代表的华南地区，但其中惠州、梅州、大同、包头和哈尔滨等弱二线和三线项目单体体量大；同时 2018 年，海南实行全岛限购，未来可能面临较大去化压力。2015-2017 年存货中开发产品占比分别为 22%、25%和 23%。

公司土储充足且拿地成本低，抗风险能力及业务可持续性较强。公司主要通过政府招拍挂方式拿地，2017 年新增土储，楼面均价为 3226.05 元/平方米，2018H1 新增土储 840 万平方米，楼面均价为 2500 元/平方米，拿地价格较低，截至 2018 年 6 月底，公司土地储备权益建筑面积约 5700 万平方米，主要集中在海南、珠三角地区、长三角地区、重庆等地可供开发约 4 年。

公司收购万达商业酒店资产，预计未来酒店业务收入将大幅扩张，为公司提供一定稳定现金流。公司完成收购万达 71 家酒店，截至 2018 年一季度末，公司共拥有运营中酒店 88 间，在建酒店 9 间、规划中酒店 8 间，业态主要为高端酒店，运营品牌包括万豪国际、凯悦、洲际、希尔顿等，为全球最大豪华酒店拥有者。2017 年公司酒店服务营收同比增长 74.7%，且公司仅合并万达酒店资产四季度收入，预计 2018 年酒店业务营收将进一步大幅上升。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

货币资金及投资性房地产受限占比较高。截至 2017 年底，公司总资产 2980.7 亿元。资产主要由流动资产构成，占比 71.7%。公司资产中占比较大的前几项为，存货占比 48.5%，货币资金占比 10.8%，固定资产占比 10.7%，投资性房地产占比 8.3%，其他应收款占比 6.8%。截至 2017 年底，公司受限资产 809.6 亿元，占总资产比例 27.2%，资产受限比例尚可，但其中货币资金受限比例 38.9%，投资性房地产受限比例 61.2%，存货受限比例 24.7%，货币资金和投资性房地产受限比例偏高。

受益于拿地成本低及自持物业增值，盈利能力高于行业平均。公司 2015-2017 年销售毛利率分别为 38.2%、32%、37.2%，高于行业平均水平（约 27%）；主业利润率分别为 14.5%、12.9%、17.7%，高于行业平均水平（约 10%）。2017 年，公司利润大幅增长，主要源于收购万达商业酒店获得合并收入 131.08 亿元，计入营业外收入。

受近年来扩张较快及收购万达酒店资产资本支出较大影响，刚性债务攀升迅速，债务负担偏重，在手现金不足以覆盖短期债务。公司近三年剔除预收账款后的资产负债率分别为 75.0%、77.3%、75.8%，高于行业平均水平（约 73%）；近三年一期全部债务资本化比率为 62.9%、72.4%、68.9%、75.2%，高于行业平均水平（约 60%），债务负担偏重。公司最新一期有息负债 1591.4 亿元，其中短期债务为 448.8 亿元，占总债务的 28.2%，在手现金不足以覆盖短期债务。

公司在建项目规模较大，资金压力较大。截至 2017 年底，公司在建项目计划投资 2633.0 亿元，剩余投资 1265.6 亿元，资金压力较大。受拿地支出增加及往来资金拆借波动影响，公司 2017 年经营活动现金流净额由正转负，2015-2017 年分别为 54.1 亿元、59.2 亿元、-18.0 亿元；受收购万达酒店资产影响 2017 年投资活动现金流大幅净流出，2015-2017 年投资活动现金流净额分别为 -20 亿元、-18.8 亿元、-217.1 亿元，对外部融资依赖程度有所上升。

融资渠道通畅。公司为港股上市公司，直接融资渠道通畅。截至 2018 年 6 月底，公司未使用授信额度 1369 亿元。此外，公司拥有境外发行配额 2 亿美元、境内发行配额 370 亿元。

18 金川 MTN001

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	金川集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		3 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	无					
	第一大股东	甘肃省国有资产投资集团有限公司(持股比例 49%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司,中国银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任 公司	
兴业 观点	兴业评分	3-/3-, 稳定		兴业参考收益率		5.39%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(5.2903,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	15 金川 MTN003	25.0 亿	2015-10-15	4.22%	0.08 年	4.06%	79.20BP
	15 金川 MTN004	25.0 亿	2015-10-15	4.18%	0.08 年	4.06%	79.20BP

主体资质分析

金川集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金川集团”）控股股东为甘肃省国有资产投资集团有限公司，控股股东持股比例 48.7%，实控人为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会。2017 年公司主营业务收入构成：铜 68.93%、镍 14.06%、钴 1.23%。

核心风险点：

- 1、历史盈利波动大，抗周期能力较弱
- 2、债务负担重，依赖再融资和外部支持
- 3、关联方占款较多，资金占用较严重

有色金属资源储备丰富，规模优势突出。公司产品主要是电解铜、电解镍，产能规模均位居行业前列。截至 2018 年 3 月末公司镍金属储量 603 万吨，位居中国第一位、世界同类矿床第三位；铜金属储量 344 万吨；钴金属储量 16.03 万吨，铂族金属储量 197 吨；现镍矿、铜矿、钴矿年采矿产能分别为 862 万吨、1090 万吨、1090 万吨，2017 年精矿金属产量分别为 8.39 万吨、6.03 万吨、0.22 万吨；现有电解镍 15 万吨、阴极铜 100 万吨、电钴 1.1 万吨年产能，是亚洲最大、世界第三大镍生产企业，2017 年原料自给率分别为 56.08%、13.00%、51.28%。

历史盈利波动大，抗周期能力弱，短期有所改善。近三年，公司主业利润分别为-85.85 亿元、-32.46 亿元、11.33 亿元，净利润-65.85 亿元、-38.05 亿元、10.62 亿元，2015 年受有色周期低谷影响出现巨额亏损，抗周期能力较弱，至 2017 年行业景气回升实现小幅扭亏；经营净现金流分别为-55.27 亿元、110.03 亿元、99.82 亿元，短期出现较大改善。2018 上半年公司实现主业利润 13.98 亿元、净利润 13.70 亿元，均超过去年全年水平，经营净现金流 58.61 亿元，当前经营情况良好。

其他应收款和存货规模大。截至 2018 年 6 月末公司总资产 1224.76 亿元，其中存货 242.76 亿元、其他应收款 93.49 亿元，分别占比 19.82%、7.63%；存货主要是金属原材料、半成品及库存商品，占用公司较多运营资金；其他应收款中，对甘肃全资国企新业资产经营有限责任公司应收款 2017 年末为 40.51 亿元、占比 45.86%，资金占用较为严重。

债务负担较重，流动性较紧张，短期偿债压力大。截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率为 65.85%，全部债务

资本化比率为 55.76%，处于行业较高水平，总债务 515.66 亿元、短期债务 368.79 亿元，短期债务压力较大，账面货币资金 62.54 亿元、对短期债务覆盖率约 17%，流动性较紧张，后续偿债对再融资依赖大。

再融资能力尚可，外部支持较强。公司作为甘肃省重点有色金属企业，与银行等外部金融机构合作良好，截至 2018 年 3 月末公司共获得银行授信总额 1466.01 亿元，未使用授信额度 1001.23 亿元，备用流动性充裕。

18 中林集团 MTN001

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	中国林业集团有限公司 2018 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票	发行规模		7.5 亿元		
	发行日期	2018-09-21	发行期限		3 年(3+N)		
	增信方式	无					
	特殊条款	调整票面利率条款,交叉违约条款,事先约束条款,赎回条款,延期条款					
	第一大股东	国务院国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	华泰证券股份有限公司,中国邮政储蓄银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定	评级机构		大公国际资信评估有限公司		
兴业 观点	兴业评分	4+/4, 稳定	兴业参考收益率		7.14%		
	兴业参考曲线	3 年期评分 4+兴业产业债收益率曲线(6.1868,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	15 林业 MTN002	3.0 亿	2015-06-10	5.96%	1.73 年	5.48%	75.00BP
	15 林业 MTN003	20.0 亿	2015-12-11	5.49%	0.24 年	5.15%	160.05BP
	18 中林集团 SCP001	4.0 亿	2018-03-14	5.65%	0.23 年	4.30%	75.04BP

主体资质分析

中国林业集团有限公司（以下简称“公司”或“中林集团”）控股股东为国务院国有资产监督管理委员会，控股股东持股比例 100%，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。2017 年公司主营业务构成：森林工业 60.19%、农林牧渔服务业 38.64%；毛利润占比依次为 49.90%、40.60%。

核心风险点：

- 1、产业链及关联方占款严重，占用较多资金
- 2、盈利能力弱，经营现金流差
- 3、债务规模大、负担重，偿债依赖再融资

国内最大木材资源进口商，业务以商品贸易为主。公司森林工业板块主要包括森林相关产品贸易业务，以木材业务贸易为主。公司木材贸易主要重国外进口、国内销售，2017 年木材贸易量 5300 万立方米，其中进口量 1553 万立方米、占全国进口市场份额 20%，连续多年保持全国第一，是我国最大木材进口商，在木材供应市场居重要地位。除木材贸易外，公司农林牧渔业务板块主要以煤炭、石油及石化产品贸易为主业，利润率较低，盈利能力较弱。

产业链占款较严重，关联应收款规模大。截至 2018 年 6 月末，公司总资产 894.86 亿元，应收账款、预付款项分别为 139.56 亿元、226.63 亿元，由于公司向上游客户预付货款账期一般不超过 6 个月，给予下游客户 6-9 个月付款账期，导致产业链占款较为严重；期末其他应收款 51.10 亿元，主要为内部、外部往来款等，占用资金较多，增大了公司流动性压力

盈利能力弱，经营现金流较差。近三年公司主业利润率分别为 0.06%、0.37%、0.33%，销售净利率分别为 0.14%、0.41%、0.37%，净利润分别为 0.70 亿元、2.87 亿元、3.47 亿元，经营净现金流分别为-20.33 亿元、-55.63 亿元、-40.33 亿元，自身造血能力差，持续依靠外部融资支持。

债务负担较重，流动性较紧张。截至 2018 年 6 月末公司资产负债率 68.37%，总债务 482.03 亿元、短期债务 303.30 亿元，账面货币资金 88.21 亿元、对短期债务覆盖率约 29%，流动性储备较紧张，考虑公司较大经营压

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

力，未来偿债对再融资有较大依赖。

再融资能力强，受股东一定支持。截至 2018 年一季度末，公司共获得银行授信总额 611.00 亿元，未使用银行授信总额 264.00 亿元；作为国务院全资控股央企，受到股东较强一定支持，2017 年雷州半岛林地及土地评估入账，致使所有者权益增加 123.27 亿元，当期资产负债率下降较明显。

18 夏商 SCP002

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	厦门夏商集团有限公司 2018 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		0.18 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	无					
	第一大股东	厦门市国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任 公司	
兴业 观点	兴业评分	4+/4+, 稳定		兴业参考收益率		4.00%	
	兴业参考曲线	0.18 年期评分 4+兴业产业债收益率曲线(4.1989,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 夏商 SCP001	5.0 亿	2018-08-28	3.90%	0.03 年	3.96%	25.08BP
	16 夏商 MTN001	7.4 亿	2016-06-02	3.69%	0.70 年	4.45%	68.98BP

主体资质分析

厦门夏商集团有限公司（以下简称“公司”或“夏商集团”）前身为厦门商业集团公司，控股股东为厦门市国资委，持股比例 100%，亦为实际控制人。主营农产品流通及市场经营、超市百货、批发贸易、房地产，分别公司 2017 年收入的 43.77%、18.20%、29.24%、7.66%和毛利的 24.92%、26.40%、5.38%、25.13%。

核心风险点：

- 1、零售业务规模持续收缩，百货处于净关店状态
- 2、房地产有一定去化压力

区域性农副产品加工、流通龙头。公司是厦门市唯一承担“菜篮子”、“米袋子”供应保障任务的国有流通主渠道企业，为厦门市 100 多家企事业单位提供配送服务。公司在厦门岛内分别拥有蔬菜、生猪、家禽、水产直控基地 13 个、25 个、7 个、10 个；生猪屠宰量占全市的 70%，热/冷鲜肉市占率 70%。公司在厦门岛内拥有农副产品专业批发市场 7 个，占地面积 35.3 万平方米，仓库 1,500 多平方米，冷库 400 多立方米；经营的蔬菜、猪肉、蛋品、水产品、台湾水果分别占厦门市供应量的 75%、75%、60%、85%和 88%，泰国米进口份额占全市的 65%，区域地位较为突出；除蔬菜采取价差模式外，其余市场均根据摊位面积收取租金，出租情况较好。

百货业绩下滑，超市外延增长。公司零售业态较为丰富，包括 8 家百货、41 家综超、35 家便利店，13 家专卖店。百货采用经销和联营模式（传统百货），店面主要位于厦门和三明，自有物业占比不高（35%左右）；业务受电商分流和百货同质化竞争影响较大，坪效和收入逐年下滑。超市以社区店为主，店面主要分布于厦门和南平，以租赁物业为主；生鲜采购和配送方面与农副产品流通业务形成一定协同。近年来除便利店保持净开店外，百货、综超店面持续减少，专营店基本稳定；零售收入主要由百货和综超贡献，导致板块收入持续下滑。

批发贸易规模不大，附加值不高。批发贸易包括内贸和进出口，业务规模相对比例为 6:4；内贸以粮油等农产品和工业金属为主，进出口以鱼粉、橡胶、纺织原料为主；自营为主（占 90%以上）、代理为辅；客户以福建本地中小企业为主。近三年，批发贸易业务的毛利率不到 2.5%。

房地产有一定去化压力，物业出租情况较好。公司房地产业务体量小，年销售规模在 10 亿元以内；业态以住宅为主，项目位于厦门、漳州，2015-2017 年销售面积分别占竣工面积的 28.32%、35.76%、87.03%，2017 年末账面开发产品占房地产存货的 21.19%，有一定去化压力。自持物业包括写字楼、小商品市场，均位于厦门市

内，2017 年整体出租率达 97.48%，出租情况较好，为公司带来相对稳定的收入。公司 2017 年无新增土储，目前土储 9.56 万平米，位于漳州，为 2013 年取得；拟建项目均位于漳州，开发前景一般。

主业盈利能力一般。公司是厦门市“菜篮子”工程和“放心食品工程”主要成员单位，农副产品购销网络较完善，农贸市场遍布全市，多种农产品在厦门地区市占率处于垄断地位，盈利较为稳定；零售业态丰富，但自有物业占比不高，百货和综超持续净关店，经营效率下滑；大宗贸易体量相对较小，毛利率低微；房地产项目有一定去化压力，在建拟建项目区位一般，利润空间有限。近年来营业收入在 100 亿元左右，主业利润 2-3 亿元。

债务周转依赖外部流动性。公司持续完善区域内农产品流通设施，农资配套和仓储物流在建项目较多，资本支出长期维持较大规模，对外部资金的依赖导致债务规模上升较快。尽管持续的股东注资和资产划转带动净资产上升，但公司整体债务负担略重，且集中在短期；公司资产以房地产存货、固定资产、投资性房地产等流动性较弱的资产为主，非受限货币资金和账面留存的银行理财对短债覆盖较为勉强；截至 2018 年 6 月末，公司共获得银行授信 147.83 亿元，剩余 93.70 亿元额度未使用，且历史借款中信用借款占比较高，为即期债务周转提供支持。

18 宿迁交通 MTN001

[返回](#)

债券 基本 信息	债券全称	宿迁市交通产业集团有限公司 2018 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2018-09-21		发行期限		5 年	
	增信方式	无					
	特殊条款	无					
	第一大股东	宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司,中国民生银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业 观点	兴业评分	4+/4+, 稳定		兴业参考收益率		6.73%	
	兴业参考曲线	5 年期评分 4+兴业城投债收益率曲线(6.5252,2018/09/20)					
相同 发行 人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 宿迁交通 MTN001	5.0 亿	2016-08-23	3.72%	2.93 年	5.48%	66.09BP
	15 宿迁交投 MTN001	5.0 亿	2015-11-16	5.00%	2.16 年	5.12%	44.24BP
	18 宿迁交通 SCP002	5.0 亿	2018-07-20	5.20%	0.58 年	4.62%	40.26BP

主体资质分析

宿迁市交通产业集团有限公司(以下称“公司”)是宿迁市交通基础设施建设的主要投资与经营主体。公司大股东为宿迁市国资委(持股 100%),公司实际控制人为宿迁市人民政府。公司主要从事道路施工建设、一级公路租赁、长途客车以及公共交通等业务。公司主营收入为交通类施工、运输以及公共交通服务,2017 年营收占比分别为 59.2%、18.6%、11.2%。

核心风险点:

- 1、宿迁市一般预算收入大幅下滑。
- 2、公司后续投资支出压力较大。

宿迁市经济发展水平一般,增长较为稳定。江苏省宿迁市 2017 年实现 GDP 2610.94 亿元, GDP 可比增速为 7.5%, 2017 人均 GDP 为 5.33 万元, 略低于全国人均 GDP 水平。2017 年三次产业的比例为 11.2: 48.0: 40.8。地区支柱产业主要为酿酒食品、纺织服装、林木加工、机械电子。

一般预算收入大幅下滑, 债务负担略重。江苏省宿迁市 2017 年综合财力为 528.84 亿元, 一般公共预算收入 200.58 亿元, 较去年大幅下滑 15.75%, 其中税收收入 154.58 亿元, 占比 77.07%。一般公共预算支出 424.48 亿元, 财政平衡率 47.25%, 自给能力较弱。根据官方公布的数据, 宿迁市 2016 年地方政府债务率为 76.53% (2017 年数据未公布), 2017 年发债融资平台有息债务与综合财力之比 139.79%, 整体来看债务负担略重。

政府支持力度大。2015、2016 年公司获债务置换资金 10.45 亿元、4.70 亿元, 2015-2017 年获政府补助 1.50 亿元、2.07 亿元、1.72 亿元。

交通类施工业务后续投资支出压力较大。公司作为当地最大的交通类工程企业, 承担宿迁市交通基础设施建设。承接项目有两种方式: 一是通过“招投标”承接项目, 验收后交由业主单位, 业主单位多为宿迁市交通局、宿迁市公路管理处以及各县区交通部门; 二是“代建”承接政府项目, 后由政府按照协议回购。两类方式项目规模比例大约为 2: 8。2017 年公司实现工程结算收入 2.4 亿元, 毛利率 15.07%, 收入规模不大, 全部为“招投标”承接项目。“代建”项目基本处于建设阶段, 截止 2018 年 3 月末, 公司在建“代建”项目较多, 总投资金额 69.61 亿, 已投资 18.27 亿, 尚需投资 51.34 亿, 投资金额较大, 未来有一定资金支出压力。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

运输以及公共交通服务板块依赖政府补贴。公司还从事宿迁市内的交通运输类业务，在宿迁市内有一定区域垄断性，2017 年实现运输和公共交通收入共 1.21 亿元。由于受到公交低票价政策限制，公共交通一直处于政策性亏损状态，亏损部分主要由政府补贴补偿。

公益性资产占比高，变现能力差。截止 2018 年 H1，公司总资产 199 亿元。其中其他非流动资产占比 57.5%，存货占比 13.5%，其他应收款占比 9.6%。其他非流动资产主要是代建道路、桥梁项目；存货主要为土地使用权；其他应收款主要是公司与宿迁市公路管理处以及宿城区财政局的往来款，账龄较长，有一定资金占用现象。整体来看公司资产以代建公益性项目为主，变现能力差。

债务规模不大，债务负担较轻。截止 2018 年 H1，公司资产负债率 27.67%，有息债务 33.65 亿元，公司整体债务负担较轻。货币资金/短期有息债务为 0.84，短期偿债压力不大。

备用流动性支持较充足，或有风险较小。公司融资渠道以银行借款和债券为主，截至 2018 年 3 月末，公司获银行授信 71.1 亿，剩余额度 34.5 亿，备用流动性较充足。公司对外担保 3 亿元，担保比率 2.1%，或有风险较小。

四、企业调研

日期	时间	行业	公司	参与人员	地址
9.26 周三	下午	城投	泰州华信药业投资有限公司	公司领导	上海市
		城投	兴化市城市建设投资有限公司	公司领导	
10.10-10.11 周三、周四	全天	医药生物	瑞康医药股份有限公司	资金部总经理	山东省 济南市
		有色金属	阳谷祥光铜业有限公司	财务总监	
		化工	鲁西化工集团股份有限公司	财务处长	
		燃气	山东奥德燃气有限公司	副总裁	
		煤炭	兖矿集团有限公司	资金中心主任	
		钢铁	山东钢铁集团有限公司	财务部副部长	
		煤炭	山东能源集团有限公司	财务部经理	
		城投	潍坊滨海投资发展有限公司	资本市场部部长	
		交通运输	山东海洋集团有限公司	财务部部长	
		有色金属	山东宏桥新型材料有限公司	财务部部长	
		城投	山东公用控股有限公司	财务处长	
		有色金属	南山集团有限公司（待定）	待定	

诚邀您参与调研，报名请联系对口销售或者本次调研的主联系人：

对应机构	姓名	手机&微信
银行机构	韩翔	18721305561
非银机构	王喆	15618563301

五、兴业研究评价体系分层定义

(一) 评价符号定义

分数	新信用风险含义
1	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
2	受评主体偿还债务的能力较强，受不利经济环境的影响较小，违约风险较低
3	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响一般，违约风险一般
4	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响较大，违约风险较大
5	受评主体偿还债务的能力很弱，受不利经济环境影响很大，有很高违约风险
D	历史违约主体

注：2，3，4分，每个等级用“+”，“-”进行微调，表示信用评分略高或略低于本等级平均水平。1、5分不区分“+”，“-”。D表示历史违约主体。3-分及以上为投资级，4+分及以下为投机级。

(二) 各评价符号对应标杆主体举例说明

1分：一般为超大型国企、央企，具有国家层面垄断地位，等同于国家信用风险，对应外部评价超 AAA。例如中央汇金、中国铁路总公司、中国银行、中国石油天然气集团公司等。

2分：一般为全国性较大型的国企或央企，行业龙头，规模优势较强；盈利较好（考虑补助），现金流较充足，融资渠道较通畅。例如中国华能集团有限公司、万科企业股份有限公司等。

3分：一般为国企或龙头民企，具有一定的规模优势，具有某些特定的竞争力；盈利能力尚可，债务负担略高，但获现能力较好，现金对债务具有一定的覆盖能力。例如北京首都开发控股(集团)有限公司、中国中煤能源股份有限公司、北京粮食集团有限责任公司、九牧王股份有限公司、广州医药集团有限公司等。

4分：一般满足以下的两个以上特征：民企或规模较小的国企；行业景气度较低或行业经营风险较大，同时自身优势不明显；财务表现为盈利能力较弱，债务负担较高；现金或利润对债务本息覆盖不足，资产质量一般或存在一定瑕疵；再融资渠道较紧。例如绿地控股集团有限公司、海航投资集团股份有限公司、现代牧业(集团)有限公司等。

5分：一般为过剩行业的主体，规模很小，经营层面缺乏竞争优势，负债率很高，利润常年亏损，经营现金净流量对本息的覆盖很弱，部分主体出现过重大风险事件。如湖北宜化化工股份有限公司、沈阳机床股份有限公司、西宁特殊钢集团有限责任公司、华晨电力股份公司等。

D：历史违约主体。如：丹东港集团有限公司、五洋建设集团股份有限公司、四川省煤炭产业集团有限责任公司等。

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已公开出版物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市静安区北京西路 968 号嘉地中心 32 楼				
		如有兴趣或有任何疑问，欢迎联系兴业研究销售人员				
产品销售	信用排查、 新债研究、 组合投后管理、 行业债券池	省联社	苗康	880501@cib.com.cn	021-22852737	13764968887
			戴蔚霖	880622@cib.com.cn	021-22852734	18616386396
		银行	李璐琳	880606@cib.com.cn	021-22852751	13262986013
			于洋	880619@cib.com.cn	021-22852750	18918112398
			韩翔	880612@cib.com.cn	021-22852749	18721305561
		非银	伍言凡	880621@cib.com.cn	021-22852735	13621880151
			王喆	880611@cib.com.cn	021-22852747	15618563301
			姚丹	880620@cib.com.cn	021-22852736	15692197023
研究销售	宏观、利率、汇率、 商品、信用、行业、 监管、ABS、绿色金 融、资产负债策略等	衣洁晗	881005@cib.com.cn	021-22852759	18516860992	
兴业银行及子公司对接人员		王莹	880605@cib.com.cn	021-22852748	15216714281	
		叶琳	880613@cib.com.cn	021-22852755	15800339758	
海外销售		张亮	880908@cib.com.cn	021-22852776	13818892261	



www.broking.com.cn 獨家收錄 每日報告 实时更新 日更千篇