

2018 年产业债评级下调原因探析（下游篇）

——评级调整系列专题之九

固定收益简报

本篇为 2018 年评级调整系列专题，主要对重点下游行业的评级调整原因进行梳理。

◆ 下调主体数量

下调主体数量大幅上升，商业贸易仍为下游行业主体评级下调的“重灾区”，传媒、计算机、房地产、医药生物行业下调数量增多。从企业性质来看，在去杠杆的大环境下，民企受融资渠道收紧的影响最大，评级下调民企占比高达 69%，而地方国企与央企仅占 19%。截止 2018 年 9 月 9 日，下游行业产业债主体中共有 26 家被下调评级或展望，相比于 2017 年同期的 10 家，下调数量明显增多，商业贸易行业共有 13 家主体评级遭下调，传媒、计算机、房地产各有 3 家，纺织服装 2 家，食品饮料和医药生物各有 1 家。商业贸易、纺织服装行业评级下调原因主要为企业自身盈利能力下降，计算机、传媒行业则受行业竞争加剧、业务结构单一影响较大，房地产行业尤其是中小民营房企则主要面临近年来房地产行业政策环境变化大，融资渠道收紧的问题。

◆ 评级下调的原因

评级下调主要由几类因素引发，包含财务因素、经营因素、管理因素以及政策因素等。财务因素方面，营业利润未能出现明显好转，而亏损规模加剧，在原材料价格上涨的背景下，原先资质较差的企业由于历史遗留问题仍面临较大的运营压力，是引发评级下调的主要原因。经营因素中涉及行业风险、市场竞争、安全生产等具体问题。管理因素包括资产重组、关联交易等对公司造成的冲击。政策调控风险，政府补贴变化对发行人资质的影响。

◆ 风险提示

除了财务因素外，公司经营和管理、政策因素等均可能触发评级调整，应持续关注其他因素对评级造成的影响，以及评级调整后可能对估值造成的冲击。

分析师

张旭 (执业证书编号：S0930516010001)

010-58452066

zhang_xu@ebcn.com

刘琛 (执业证书编号：S0930517100006)

021-22169168

chenliu@ebcn.com

联系人

曾章蓉

0755-23894967

zengzhangrong@ebcn.com

危玮肖

010-58452070

weiwx@ebcn.com

相关研报

2018 年跟踪期评级调整实录——评级调整系列专题之六

.....2018-08-23

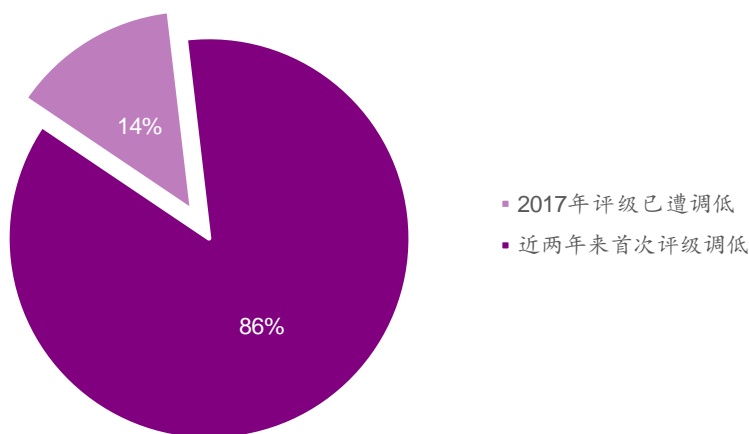
外部评级的两个问题——评级调整系列专题之五

.....2018-08-20

1、产业债评级下调概况

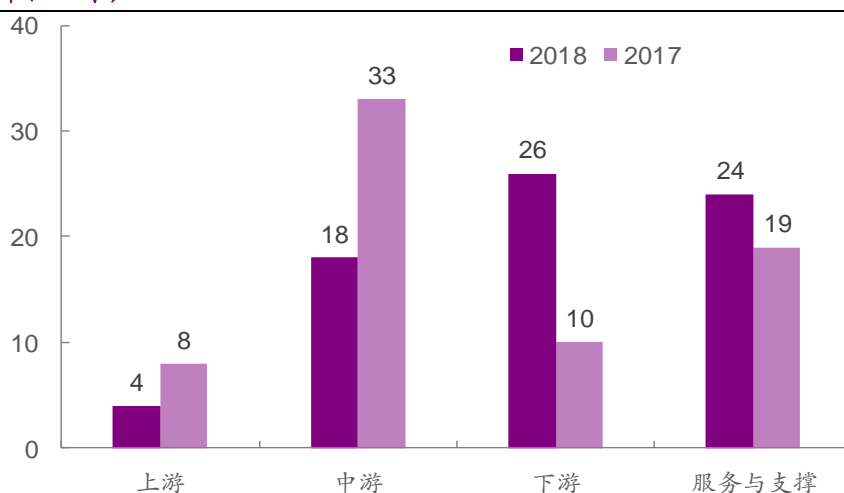
截止 2018 年 9 月 9 日，产业债发行主体中共有 73 家被下调评级或展望，相比于 2017 年同期的 70 家，下调数量小幅上升。其中，10 家主体在 2017 年已遭评级下调，63 家为近两年以来首次评级调低。按评级下调主体所处产业链的位置来看，2018 年上游与中游行业评级下调主体数量明显减少，而下游、服务与支撑行业评级下调主体数量增多。此处上游包括几个原材料行业，如煤炭、石油、铝等，中游包括几个制造行业如钢铁、化工、电子、机械设备、建筑装饰、轻工制造、农林牧渔等，下游包含几个消费行业如传媒、汽车、房地产、纺织服装、家用电器、食品饮料、休闲服务等，服务与支撑行业此处为公用事业、交通运输、通信以及综合等行业。

图表 1:2018 年截至 9 月 9 日评级调低的主体中 2017 年已遭调低的情况(单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 2: 2018 年截至 9 月 9 日和 2017 年同期评级调低主体所处产业链分布(单位: 个)



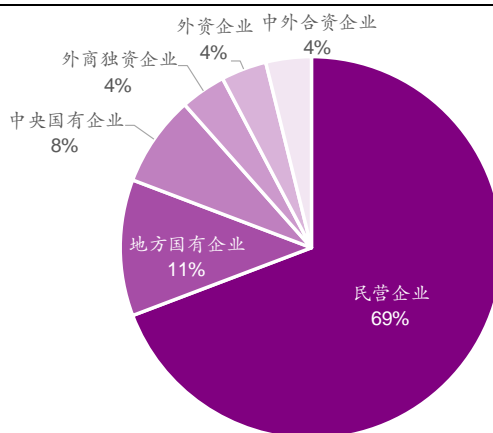
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、下游产业债主体评级调整概况

本篇以下游企业评级下调案例为基础，分析下游行业 2018 年主体评级下调的原因。

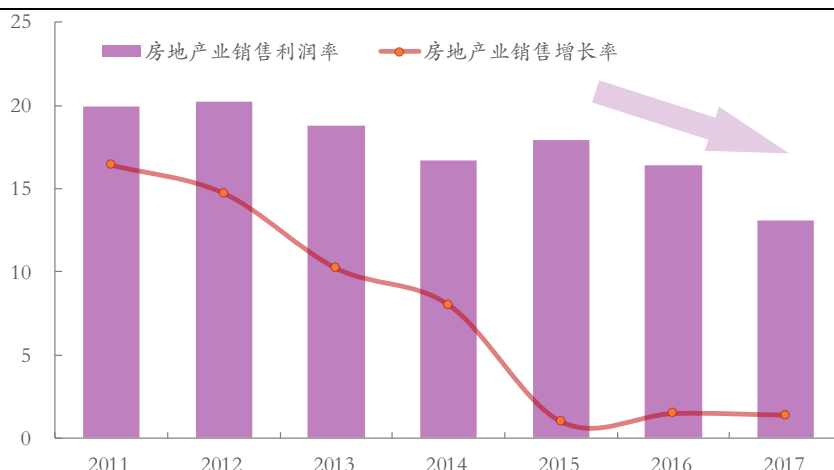
截止 2018 年 9 月 9 日，下游行业产业债主体中共有 26 家被下调评级或展望，相比于 2017 年同期的 10 家，下调数量明显增多，商业贸易仍为下游行业主体评级下调的“重灾区”，传媒、计算机、房地产、医药生物行业下调数量增多。从企业性质来看，在去杠杆的大环境下，民企受融资渠道收紧的影响最大，评级下调民企占比高达 69%，而地方国企与央企仅占 19%。商业贸易、纺织服装行业评级下调原因主要为企业自身盈利能力下降，计算机、传媒行业则受行业竞争加剧、业务结构单一影响较大，房地产行业尤其是中小民营房企则主要面临近年来房地产行业政策环境变化大，融资渠道收紧的问题。

图表 3：2018 年评级调低的下游主体企业性质分布（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 4：2011 年以来我国房地产行业销售利润率及销售增长率变化(单位:%)

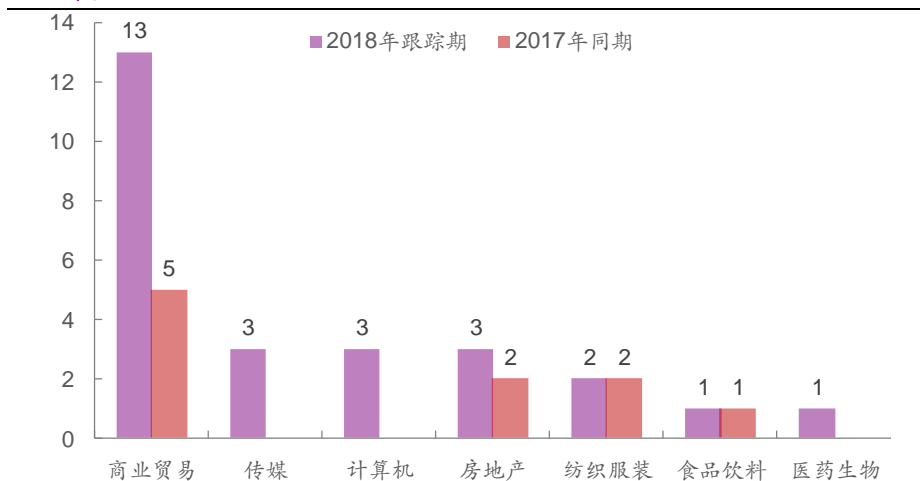


资料来源：Wind，光大证券研究所

2018 年下游行业评级下调的 26 家主体中，有 3 家在 2017 年就已遭下调，其余 23 家为近两年来首次下调。从行业分布上看，商业贸易行业共有 13 家

主体评级遭下调，传媒、计算机、房地产各有 3 家，纺织服装 2 家，食品饮料和医药生物各有 1 家。

图表 5: 2018 年截至 9 月 9 日与 2017 年同期下游行业主体评级调低数量(单位: 个)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、评级下调的原因

从评级报告中披露的调整原因总结来看，评级下调主要由几类因素引发，包含财务因素、经营因素、管理因素以及政策因素等。我们从四个方面来探析上游行业级别下调的原因。

图表 6: 下游行业主体评级下调的主要原因

| 原因简析 | 具体指标 | 中弘控股 | 中国高科 | 中安科 | 浙商集团 | 印记娱乐 |
|------|-------------------|------|------|-----|------|------|
| 财务因素 | 盈利能力弱，营业收入下滑或亏损严重 | √ | √ | √ | | √ |
| | 偿债压力大 | √ | | √ | √ | √ |
| | 现金流恶化，资金流动性紧张 | √ | | √ | √ | √ |
| | 未来资金支出压力 | | | √ | | √ |
| | 账款回收不确定性，坏账风险 | | | | | |
| | 对外担保风险 | | | | √ | |
| | 银行借款出现关注类借款 | | | | | |
| 经营因素 | 行业风险、市场竞争、安全生产 | | | √ | | |
| 管理因素 | 资产重组、关联交易、子公司管理 | | √ | | √ | √ |
| 政策因素 | 政策调控、政府补贴变化、政治风险 | | | | | |

资料来源: Wind, 发行人评级报告, 光大证券研究所

续表 6：下游行业主体评级下调的主要原因

| 原因简析 | 具体指标 | 毅德国际控股 | 阳光凯迪 | 星期六 | 西王集团 | 金立通信 |
|------|-------------------|--------|------|-----|------|------|
| 财务因素 | 盈利能力弱，营业收入下滑或亏损严重 | | | √ | | √ |
| | 偿债压力大 | √ | √ | √ | | √ |
| | 现金流恶化，资金流动性紧张 | √ | √ | √ | | |
| | 未来资金支出压力 | | | | √ | |
| | 账款回收不确定性，坏账风险 | √ | | | | √ |
| | 对外担保风险 | | | | √ | √ |
| | 银行借款出现关注类借款 | | | | | |
| 经营因素 | 行业风险、市场竞争、安全生产 | | | | √ | √ |
| 管理因素 | 资产重组、关联交易、子公司管理 | √ | | | | |
| 政策因素 | 政策调控、政府补贴变化、政治风险 | | | | | |

资料来源：Wind，发行人评级报告，光大证券研究所

续表 6：下游行业主体评级下调的主要原因

| 原因简析 | 具体指标 | 大富配天投资 | 宝德投资 | 新黄浦置业 | 飞乐音响 | 大海集团 |
|------|-------------------|--------|------|-------|------|------|
| 财务因素 | 盈利能力弱，营业收入下滑或亏损严重 | √ | | √ | √ | |
| | 偿债压力大 | | √ | | √ | |
| | 现金流恶化，资金流动性紧张 | | √ | | | |
| | 未来资金支出压力 | | √ | | | |
| | 账款回收不确定性，坏账风险 | | √ | | | |
| | 对外担保风险 | | | | | |
| | 银行借款出现关注类借款 | | | | | |
| 经营因素 | 行业风险、市场竞争、安全生产 | √ | | √ | | |
| 管理因素 | 资产重组、关联交易、子公司管理 | | | | | |
| 政策因素 | 政策调控、政府补贴变化、政治风险 | | | | | √ |

资料来源：Wind，发行人评级报告，光大证券研究所

续表 6：下游行业主体评级下调的主要原因

| 原因简析 | 具体指标 | 三胞集团 | 泰瑞制药 | 圣牧高科 | 蒙草生态 | 汉柏科技 |
|------|-------------------|------|------|------|------|------|
| 财务因素 | 盈利能力弱，营业收入下滑或亏损严重 | √ | √ | | | √ |
| | 偿债压力大 | √ | | √ | √ | √ |
| | 现金流恶化，资金流动性紧张 | | √ | √ | √ | √ |
| | 未来资金支出压力 | | | | | |
| | 账款回收不确定性，坏账风险 | | | | | |
| | 对外担保风险 | | | | | |
| | 银行借款出现关注类借款 | | | | | |
| 经营因素 | 行业风险、市场竞争、安全生产 | √ | √ | | | |
| 管理因素 | 资产重组、关联交易、子公司管理 | √ | | | | |
| 政策因素 | 政策调控、政府补贴变化、政治风险 | | | | | |

资料来源：Wind，发行人评级报告，光大证券研究所

续表 6：下游行业主体评级下调的主要原因

| 原因简析 | 具体指标 | 甘肃刚泰 | 富贵鸟 | 盾安控股 | 天神娱乐 | 雏鹰农牧 | 华谊嘉信 |
|------|-------------------|------|-----|------|------|------|------|
| 财务因素 | 盈利能力弱，营业收入下滑或亏损严重 | √ | √ | | | | |
| | 偿债压力大 | √ | | √ | √ | √ | √ |
| | 现金流恶化，资金流动性紧张 | | √ | √ | √ | √ | √ |
| | 未来资金支出压力 | | | | | | |
| | 账款回收不确定性，坏账风险 | | | | | | |
| | 对外担保风险 | | | | | | |
| | 银行借款出现关注类借款 | | | | | | |
| 经营因素 | 行业风险、市场竞争、安全生产 | √ | √ | | | √ | |
| 管理因素 | 资产重组、关联交易、子公司管理 | √ | | | | | |
| 政策因素 | 政策调控、政府补贴变化、政治风险 | | | | | | |

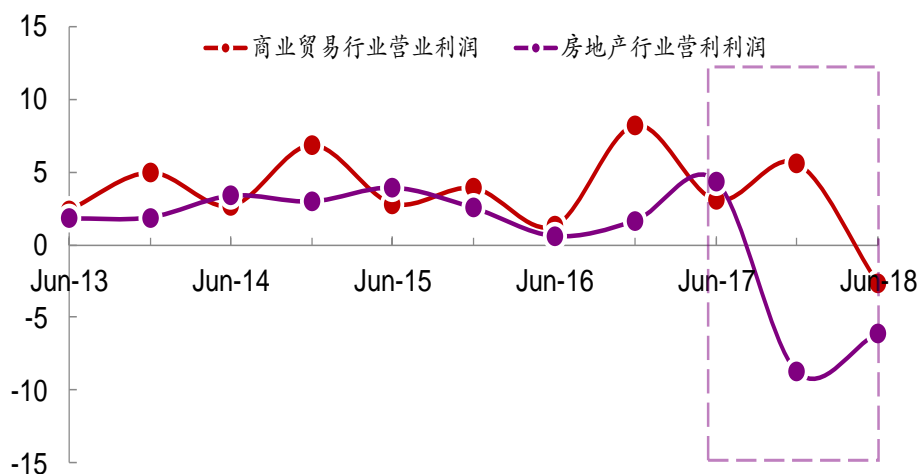
资料来源：Wind，发行人评级报告，光大证券研究所

3.1、财务因素

跟踪期内债务规模上升、偿债能力下滑、经营收入持续亏损、亏损额度扩大、流动性不足等均是触发评级调低的原因，具体有短期偿债压力较大、盈利能力下滑、财务费用增加、流动性不足风险、对外担保风险、未来资本支出大、存货占比较大、大宗商品价格波动、应收账款回款风险等。

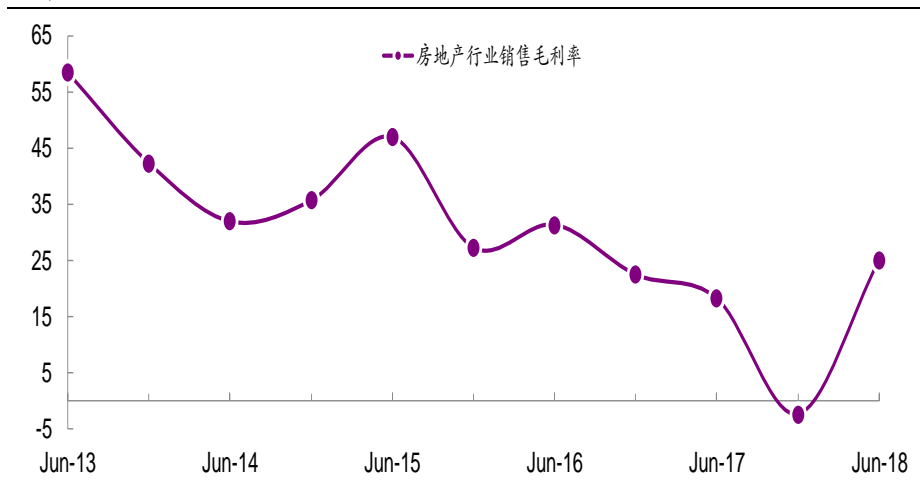
营业利润未能出现明显好转，而亏损规模加剧，在原材料价格上涨的背景下，原先资质较差的企业由于历史遗留问题仍面临较大的运营压力，是引发评级下调的主要原因。2018 年的评级调整结果反应的是 2017 年的情况，在今年评级下调的主体中，商业贸易行业与房地产行业主体的评级下调受营业利润因素影响较大。13 家商业贸易企业 2017 下半年营业利润明显下滑，其中三胞集团和圣牧高科亏损最为严重。3 家房地产企业中，中弘控股从 2017 下半年开始出现大幅亏损。从销售毛利率来看，几家评级下调的房地产企业从 2015 下半年开始持续走低，2017 年末达到最低点。

图表 7：2018 年截至 9 月 9 日评级调低主体的历年营业利润情况（下游）（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

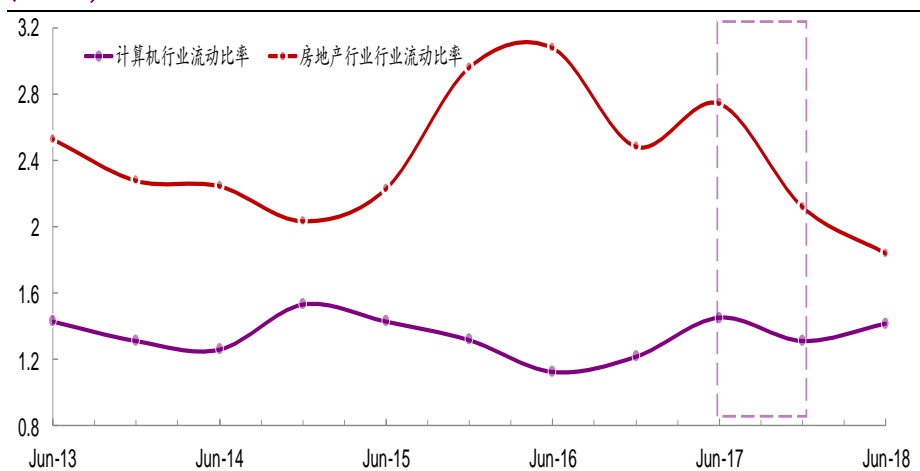
图表 8: 2018 年截至 9 月 9 日评级调低主体的历年销售毛利率情况 (下游)
(单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

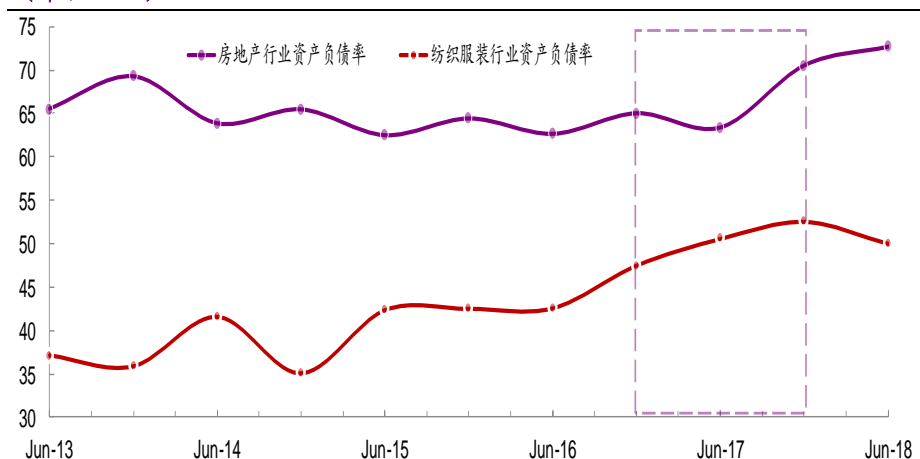
今年被下调评级的下游行业主体流动比率呈现快速下滑趋势, 尤其是房地产行业, 自 2017 年下半年以后, 流动性压力开始上升。资产负债率方面, 房地产和纺织服装行业从 2017 年以来持续攀升, 几家评级下调房企近年负债率高于 70%, 可以看出, 下游行业中房地产、纺织服装行业评级下调企业平均长期债务负担较重。

图表 9: 2018 年截至 9 月 9 日评级调低主体的历年流动比率情况 (下游) (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

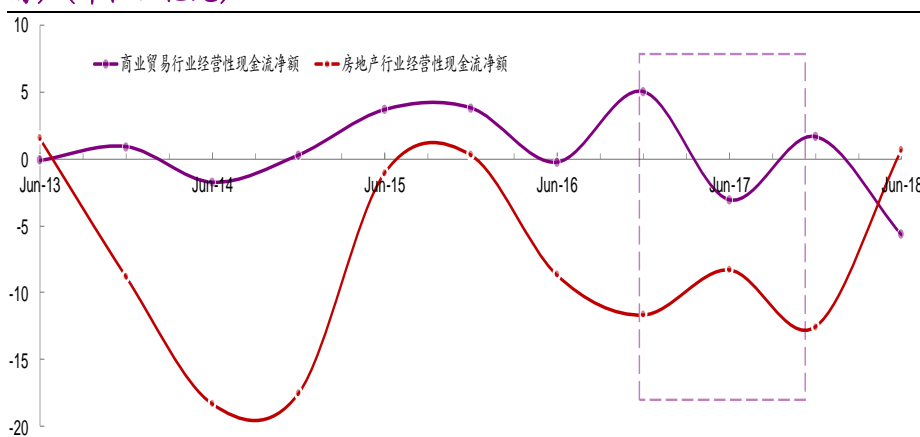
图表 10: 2018 年截至 9 月 9 日评级调低主体的历年资产负债率情况 (下游)
(单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

从下调主体经营性现金流净额来看, 2017 年房地产行业偿债能力并未发生明显恶化, 但从跟踪评级报告以及评级下调公告的内容来看, 部分企业由于现金流紧张以及刚性债务规模过大, 导致账面现金资产无法覆盖到期债务, 从而发生债务逾期的情况。商业贸易行业经营性现金流净额则在 2016 年下半年开始大幅下滑, 其中, 甘肃刚泰、浙商集团、飞乐音响近年的经营性现金流数据持续为负。因此, 对于将于近期内到期的债券, 需重点关注企业的现金资产特别是货币资金对债务的覆盖能力以及企业的融资能力。

图表 11: 2018 年截至 9 月 9 日评级调低主体的历年经营性现金流净额 (下游)
(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

或有负债规模、资产抵质押导致的流动性收紧、银行授信充足性等亦是评级机构考量的重要因素。对外担保比例较高、资产抵质押比例较高、剩余银行授信额度不足均会使发行人面临较大的流动性压力。如大海集团对外担保规模较大, 存在较大代偿风险, 评级公司予以了关注; 富贵鸟自前次跟踪评级以来, 富贵鸟再次发生担保履约导致可偿债资金进一步减少, 且公司的商标专用权、机器设备、存货和土地房产等大部分处于抵质押状态, 预计可偿债资金无法覆盖本期债券回购资金及利息; 印记娱乐面临的一个突出问题是实际控制人股权质押比例过高, 100%质押且被冻结, 因此, 控股股东的风险较有可能会传染至上市公司。

3.1 经营因素

经营因素中涉及行业风险、市场竞争、安全生产等具体问题。今年评级下调的中游主体受各种不利经营因素影响较为严重。**如行业风险**，原材料价格的波动会对企业盈利能力、营业收入造成冲击。雏鹰农牧由于受猪肉价格持续下行影响，公司收入规模有所下降，盈利能力和长短期偿债能力下降；宝德投资受服务器行业竞争激烈等因素影响，2017 年公司云模块基础设施即服务业务毛利率继续下滑，网络游戏业务收入也进一步下滑。**市场竞争方面**，由于黄金饰品行业竞争激烈，甘肃刚泰存货规模增长，黄金价格波动易对公司存货价值带来影响，2017 年随着经营的开展和行业竞争加剧，公司资金需求大，经营活动现金流呈持续净流出态势。

3.2、管理因素

管理因素包括资产重组、关联交易等。**资产重组、资产重整等事项可能会对公司造成的冲击**。如西王集团提供担保的齐星集团进入破产重整流程后，公司提供了可能的处置措施，但目前相关各方未按照公司提供的计划进度推进齐星集团破产重整方案，公司面临的代偿风险进一步加大；圣牧集团则由于关联交易规模较大，客户集中度较高对公司信用水平带来了一定的不利影响。

3.3、政策因素

政策调控风险，政府补贴变化、政治风险对发行人资质的影响。如毅德国际控股由于中国小型地产开发企业的融资环境面临收紧，公司将面临高企的再融资风险。泰瑞制药则面临我国环保管控不断增强，行业仍处于竞争加剧、落后产能调整等整合调整阶段的冲击。

图表 12：下游行业 2018 年主体评级下调原因

| 发行人 | 最新主体评级 | 上次主体评级 | 评级变动原因 |
|--------|--------|--------|--|
| 中弘控股 | CCC/负面 | B/负面 | 公司面临严峻的偿债环境，财富创造能力很弱，公司偿债来源匮乏，偿债能力很弱。 |
| 中国高科 | AA-/稳定 | AA/负面 | 公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 5023.02 万元，同比下降 81.32%；归属于上市公司股东的净利润-565.10 万元，同比下降 107.73%； |
| 中安科 | C/- | A/- | 公司资产规模大幅缩减，主营业务持续亏损，待偿债务规模较大，流动性压力较大，管理层频繁变动，存在一定管理风险。 |
| 浙商集团 | AA-/稳定 | AA/负面 | 剥离家电销售业务后商贸流通板块的利润将降低，2016 年公司保险业务赔付支出规模扩大，后续追偿具有不确定性，浙商财险受到监管处罚，2017 年 1-9 月净利润亏损，经营性净现金流持续流出，涉诉金额仍较大部分款项面临一定回收风险等不利因素。 |
| 印纪娱乐 | BB/- | A/- | 发行人自身资产结构单一，且应收账款占比较大，应收账款的周转率不断下降，现金回笼能力恶化，投资收益存在较大的不确定性。此外，发行人面临的另一个突出问题是实际控制人股权质押比例过高，100%质押且被冻结。因此，控股股东的风险较有可能会传染至上市公司。 |
| 毅德国际控股 | AA/负面 | AA/稳定 | 公司的销售业绩疲弱，导致其经营性现金流在未来 12 个月内持续为负。这既源于中国商贸物流中心行业整体疲弱的市场现状，也是由于毅德控股缺乏可以启动的新项目且其于三四线城市的定位导致。此外，该公司未来 12 个月内将迎来大规模债务到期。由于该公司销售业绩欠佳，且中国小型地产开发企业的融资环境面临收紧，该公司将面临高企的再融资风险。 |
| 阳光凯迪 | C/稳定 | BBB/负面 | 凯迪生态发行的“11 凯迪 MTN1”未按期足额兑付本息，已构成实质性违约。 |
| 星期六 | AA-/负面 | AA-/稳定 | 公司品牌门店数量继续下滑，品牌鞋类业务收入表现欠佳，盈利能力下降；主业经营利润有限，非经常性损益规模大幅增加，2017 年净利润大幅亏损；公司大规模计提存货跌价损失，且存货规模较大，存 |

| 发行人 | 最新主体评级 | 上次主体评级 | 评级变动原因 |
|--------|--------|--------|--|
| | | | 在积压减值风险应收账款规模大，存在一定坏账风险；公司计提较大规模商誉减值损失，同时溢价收购形成较大规模商誉，商誉面临减值风险；债务结构有待改善，面临较大的短期刚性债务压力。 |
| 西王集团 | AA/负面 | AA+/负面 | 齐星集团进入破产重整流程后，公司提供了可能的处置措施，但目前相关各方未按照公司提供的计划进度推进齐星集团破产重整方案，公司面临的代偿风险进一步加大。 |
| 金立通信 | A/- | AA-/稳定 | 金立通信等则存在经营业绩严重恶化，相关债券信用风险上升 |
| 大富配天投资 | B/- | BBB/- | 经营业绩严重恶化，相关债券信用风险上升 |
| 宝德投资 | AA/负面 | AA/稳定 | 受服务器行业竞争激烈等因素影响，2017 年公司云模块基础设施即服务业务毛利率继续下滑，网络游戏业务收入也进一步下滑；公司应收账款大幅增长，对资金形成较大占用；公司经营活动现金流表现欠佳，面临一定的资金压力；公司有息债务规模增长较快，面临较大债务偿付压力。 |
| 新黄浦置业 | AA/负面 | AA/稳定 | 公司主业为房地产开发，易受房地产行业政策环境变化影响。公司通过参股中泰信托涉足金融服务，2017 年中泰信托受到监管警示，公司长期股权投资价值受到影响。跟踪期内，新黄浦有息债务规模进一步增大，集中偿付压力增加。此外，还存在实际控制权变更风险和经营稳定性风险。 |
| 飞乐音响 | AA-/稳定 | AA/稳定 | 跟踪期内飞乐音响主营业务业绩大幅下滑，出现经营性亏损，经营性现金净流出规模扩大；财务杠杆上升，刚性债务大幅增加且偏向于短期，即期债务偿付压力加大；主要子公司申安集团及喜万年集团业绩下滑情况下，以往因收购二者所产生的商誉减值压力加大；工程业务集中分布于贵州、内蒙古等欠发达地区，资金沉淀及回款压力加大。 |
| 大海集团 | A+/负面 | AA/稳定 | 由于铜加工板块电解铜采购成本上升，及新能源板块产品价格下降，导致毛利率下滑；2017 年末，公司总有息债务继续增长，规模较大且以短期有息债务为主，存在较大短期偿债压力；2017 年，由于经营性净现金流同比大幅下降，流动性偿债来源更大程度上依赖金融机构借款和发行债券，公司偿债来源偏离度有所提高，债务安全度有所下降；公司对外担保规模较大，存在较大代偿风险；2018 年 5 月，公司因借款合同纠纷，主要经营主体股权被冻结，若丧失被冻结资产控制权，公司正常生产经营将受到不利影响。 |
| 三胞集团 | A/负面 | AA-/负面 | 2018 年以来，在外部融资环境趋紧的情况下，“和合资管-安盈保 6 号三胞集团资产管理计划”未能在约定时间内支付全部回购价款总额，导致资管计划未能如期获得本金和投资收益，偿债压力日益凸显。 |
| 泰瑞制药 | AA/负面 | AA/稳定 | 公司面临的偿债环境一般，随着我国环保管控增强，行业仍处于竞争加剧、落后产能调整等整合调整阶段；受主要产地停产整治影响，预计公司 2018 年整体盈利水平将有所下降 |
| 圣牧高科 | AA/负面 | AA/稳定 | 跟踪期内，公司主要产品毛利率均有所下降，销售收入下降，出现大额亏损，盈利能力和偿债能力大幅下降，公司液态奶市场竞争激烈，关联交易规模仍较大，客户集中度仍较高以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。 |
| 蒙草生态 | AA-/负面 | AA/稳定 | 公司业务地域集中度仍较高，易受内蒙古经济发展、财政实力、地区政策影响；2017 年公司 PPP 项目待投资金额规模较大，未来面临较大资金支出压力，融资压力大；公司应收账款规模大幅增长，对公司资金形成较大占用；公司债务规模增长较快，债务结构不合理，短期债务规模大幅攀升，导致短期偿债压力剧增。 |
| 汉柏科技 | A/- | AA/- | 受流动性紧张导致贷款逾期的影响，公司未来经营情况存在一定不确定性。 |
| 甘肃刚泰 | AA/负面 | AA/稳定 | 黄金饰品行业竞争激烈，随着公司存货规模增长，黄金价格波动易对公司存货价值带来影响，2017 年随着经营的开展和行业竞争加剧，公司资金需求大，经营活动现金流呈持续净流出态势；2017 年公司债务规模较快增长，债务结构有待改善。 |
| 富贵鸟 | C/- | CC/- | “14 富贵鸟”回售金额已确定，但富贵鸟对应于 4 月 23 日兑付的回购资金及利息尚无确切安排，本期债券回售资金偿付存在重大不确定性。此外，公司发行的 13 亿元私募债券“16 富贵 01”设立的发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权行权日为 2018 年 8 月 12 日，届时或将进一步加剧其兑付压力。自前次跟踪评级以来，富贵鸟再次发生 |

| 发行人 | 最新主体评级 | 上次主体评级 | 评级变动原因 |
|------|--------|--------|---|
| | | | 担保履约导致可偿债资金进一步减少，且公司的商标专用权、机器设备、存货和土地房产等大部分处于抵质押状态，预计可偿债资金无法覆盖本期债券回购资金及利息。 |
| 盾安控股 | AA-/负面 | AA+/稳定 | 盾安集团下属子公司江南化工和盾安环境接到控股股东盾安集团函告，称盾安集团存在重大不确定性事项且对江南化工和盾安环境产生重大影响，由于盾安集团债券未如期发行，造成一定的流动性问题，其他债券到期期限较为集中，短期偿付压力大。 |
| 天神娱乐 | AA/负面 | AA/稳定 | 公司收入增长来源于外延式并购，内生动力不足，业务扩张带来整合风险，相关业务面临政策及知识产权风险，公司商誉规模大，存在较大的减值风险，有息债务持续增加，面临较大资金压力以及公司实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生被中国证券监督管理委员会立案调查，且存在股权质押风险等风险因素。 |
| 雏鹰农牧 | BBB/负面 | A/负面 | 受猪肉价格持续下行影响，公司收入规模有所下降，盈利能力和长短期偿债能力下降；公司货币资金受限比例较高，产业基金投资规模持续增长，财务费用对利润影响较大。同时，联合评级也关注到公司内部审计审计报告被出具否定意见、实际控制人股票平仓风险、控股股东所持公司股份被全部冻结以及公司收到深交所中小板公司管理部关注函等事项对其信用水平可能带来的不利影响。 |
| 华谊嘉信 | A+/负面 | AA/稳定 | 公司2017年利润总额大幅亏损，2017年末债务有所增长且规模较大，资产负债率有所升高，公司控股股东及实际控制人刘伟因涉诉部分股权被冻结。 |

资料来源：Wind、光大证券研究所

4、风险提示

除了财务因素外，公司经营和管理、政策因素等均可能触发评级调整，应持续关注其他因素对评级造成的影响，以及评级调整后可能对估值造成的冲击。

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 机构业务总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|
| 上海 | 徐硕 | | 13817283600 | shuoxu@ebscn.com |
| | 李文渊 | | 18217788607 | liwenyuan@ebscn.com |
| | 李强 | 021-22169131 | 18621590998 | liqiang88@ebscn.com |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com |
| | 张弓 | 021-22169083 | 13918550549 | zhanggong@ebscn.com |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebscn.com |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebscn.com |
| | 李晓琳 | 021-22169087 | 13918461216 | lixiaolin@ebscn.com |
| | 丁点 | 021-22169458 | 18221129383 | dingdian@ebscn.com |
| | 郎珈艺 | | 18801762801 | dingdian@ebscn.com |
| 北京 | 郭永佳 | | 13190020865 | guoyongjia@ebscn.com |
| | 余鹏 | 021-22167110 | 17702167366 | yupeng88@ebscn.com |
| | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 | haohui@ebscn.com |
| | 梁晨 | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebscn.com |
| | 吕凌 | 010-58452035 | 15811398181 | lvling@ebscn.com |
| | 郭晓远 | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebscn.com |
| | 张彦斌 | 010-58452026 | 15135130865 | zhangyanbin@ebscn.com |
| | 庞舒然 | 010-58452040 | 18810659385 | pangsr@ebscn.com |
| | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340 | lix1@ebscn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | 13631517757 | lixiao1@ebscn.com |
| 深圳 | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebscn.com |
| | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebscn.com |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebscn.com |
| | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872 | moujy@ebscn.com |
| | 苏一耘 | | 13828709460 | su1y@ebscn.com |
| | 常密密 | | 15626455220 | changmm@ebscn.com |
| | 陶奕 | 021-22169091 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 梁超 | 021-22167068 | 15158266108 | liangc@ebscn.com |
| | 金英光 | 021-22169085 | 13311088991 | jinyg@ebscn.com |
| | 王佳 | 021-22169095 | 13761696184 | wangjia1@ebscn.com |
| 国际业务 | 郑锐 | 021-22169080 | 18616663030 | zhui@ebscn.com |
| | 凌贺鹏 | 021-22169093 | 13003155285 | linghp@ebscn.com |
| | 周梦颖 | 021-22169087 | 15618752262 | zhoumengying@ebscn.com |
| | 黄怡 | 010-58452027 | 13699271001 | huangyi@ebscn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | 13917191862 | xuyf@ebscn.com |
| | 王通 | 021-22169501 | 15821042881 | wangtong@ebscn.com |
| | 赵纪青 | 021-22167052 | 18818210886 | zhaojq@ebscn.com |
| | 马明周 | 021-22167343 | 18516159056 | mamingzhou@ebscn.com |
| | 戚德文 | 021-22167111 | 18101889111 | qidw@ebscn.com |
| | 安玲娴 | 021-22169479 | 15821276905 | anlx@ebscn.com |
| 私募业务部 | 张浩东 | 021-22167052 | 18516161380 | zhanghd@ebscn.com |
| | 吴冕 | 0755-23617467 | 18682306302 | wumian@ebscn.com |
| | 吴琦 | 021-22169259 | 13761057445 | wuqi@ebscn.com |
| | 王舒 | 021-22169134 | 15869111599 | wangshu@ebscn.com |
| | 傅裕 | 021-22169092 | 13564655558 | fuyu@ebscn.com |
| | 王婧 | 021-22169359 | 18217302895 | wangjing@ebscn.com |
| | 陈澍 | 021-22169369 | 18701777950 | chenlu@ebscn.com |
| | 王涵洲 | | 18601076781 | wanghanzhou@ebscn.com |
| | | | | |
| | | | | |