

信用分析周报

中国公司债及企业债信用分析周报



汪晴 分析员

SAC 执证编号: S0080522010002
qing7.wang@cicc.com.cn

王瑞娟 分析员

SAC 执证编号: S0080515060003
SFC CE Ref: BSU042
ruijuan.wang@cicc.com.cn

许艳 分析员

SAC 执证编号: S0080511030007
SFC CE Ref: BBP876
xuyan@cicc.com.cn

新券信息

债券名称	发行额 (亿元)	期限 (年)	发行 利率 (%)	发行日	增信方式	行业	外部评级 (主体/债项)	主承销商	中金评分 (主体/债项)	交易所 发行	发行人全称	最近报告 日期
公司债(小公募)												
26 远东三	15	2Y1P	1.65	26-06-04		租赁	AAA/AAA	国泰海通/ 国信/华鑫	4-/4-	上交所	远东国际融 资租赁有限 公司	25-10-22
26 建工 K3	15	3	1.64	26-06-09		基 建 设 施	AAA/NA	财通/东方/ 光大/华泰 联合/中信 建投/中信/ 中银国际	4/4	上交所	北京建工集 团有限责任 公司	25-11-20
26 建工 K4		5	1.85									
26 建能 K1	15	3	1.69	26-06-08		电力	AAA/NA	国泰海通/ 国信	4+/4+	深交所	河北建投能 源投资股份 有限公司	26-01-21
26HPI3YK	20	3+N	1.67	26-06-04		电力	AAA/AAAsti	中信建投/ 中信/中银 国际	2/2	上交所	华能国际电 力股份有限 公司	25-10-22
26HPI4YK		5+N	1.78									
26 安琪 K1	10	10Y5P		26-06-10		食品 饮料	AAA/NA	华泰联合	4/4	上交所	安琪酵母股 份有限公司	25-07-24* (P21)
26 中企 01	20	5Y3P	1.87	26-06-08	上海地产 (集团)有限 公司	房地 产	AA+/AAA	国泰海通/ 中金/中信	NA	上交所	中华企业股 份有限公司	26-03-04
26 北控 K3	30	5		26-06-10		综 合 投 资	AAA/AAAsti	第一创业/ 光大/华泰 联合/招商/ 中金/中信 建投/中信	3+/3+	上交所	北京控股集 团有限公司	25-11-05
26 北控 K4		10										
26 津投 01	10	3	1.6	26-06-08		城 投	AAA/AAA	渤海/东方/ 广发/国泰 海通/中金/ 中信建投/ 中信	4+/4+	上交所	天津城市基 础设施建设 投资集团有 限公司	26-01-07
26 津投 02		10	2.64									
26 上港 01	40	3		26-06-10		港口	AAA/NA	国泰海通	2+/2+	上交所	上海国际港 务(集团)股 份有限公司	26-02-04
赣投 YK07	15	3+N	1.63	26-06-08		综 合 投 资	AAA/NA	广发/国泰 海通/中金/ 中信建投/ 中信	4/4	上交所	江西省投资 集团有限公 司	26-03-18
26 建集 Y2	15	3+N	2.02	26-06-05		房 地 产	AAA/NA	光大/平安/ 申万宏源/ 兴业/中信	4/4	上交所	厦门建发集 团有限公司	26-03-11
26 建集 Y3		5+N	2.25									
26 川高 K3	9	5	1.7	26-06-08		高速 公路	AAA/NA	天府/中金	3/3	深交所	四川高速公 路建设开发 集团有限公 司	25-12-10

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

26 陆集 03	19.82	3Y2P		26-06-10	城投	AAA/NA	爱建/国泰海通/平安/中信	4+/4+	上交所	上海陆家嘴(集团)有限公司	26-05-21	
一航 YK06	10	3+N	1.84	26-06-05	基础设施	AAA/NA	光大/西部	4/4-	上交所	中交第一航务工程局有限公司	26-03-25	
26 联投 Y3	10	3+N	1.89	26-06-05	城投	AAA/NA	方正/国开/招商/中信	4/4	上交所	湖北省联合发展投资集团有限公司	26-03-19	
26 安控 03	14	4Y2P		26-06-10	房地产	AAA/NA	兴业/中信	4-/4-	上交所	厦门安居控股集团股份有限公司	26-02-05	
26 信保 Y2	10	3+N	1.78	26-06-05	担保	AAA/NA	华泰联合	3-/3-	上交所	江苏省信用再担保集团有限公司	25-09-11	
26 象集 Y1	15	3+N	2.25	26-06-08	贸易	AAA/NA	东吴/光大/广发/国泰海通/华福/平安/兴业/中国银河	4-/5+	上交所	厦门象屿集团有限公司	25-09-24	
26 兴资 01	5	3	1.76	26-06-09	资管	AAA/NA	华福/兴业	4-/4-	上交所	兴业资产管理有限公司	26-03-04	
26 渝高 01	5	5	1.7	26-06-04	高速公路	AAA/NA	国泰海通/申万宏源/中信建投/中信	3-/3-	上交所	重庆高速公路集团有限公司	26-03-18	
26 宜城 03	4.3	5Y3P	1.7	26-06-04	城投	AA+/NA	恒泰长财/天风	4-/4-	上交所	宜兴市城市发展投资有限公司	25-07-30*	
26 福投 02	10	3	1.49	26-06-09	综合投资	AAA/NA	华福/兴业/中金/中信建投	4+/4+	深交所	福建省投资开发集团有限责任公司	26-02-05	
26 中新 01	10	3	1.69	26-06-04	城投	AAA/NA	东吴/星展(中国)	4-/4-	上交所	中新苏州工业园区开发集团股份有限公司	25-07-03*	
26 锡创 K1	5	10Y5P		26-06-10	多元金融	AA+/NA	国联民生/天风	5/5	上交所	无锡市创新投资集团有限公司	25-08-13* (P19)	
26 海尔 02	5	2Y1P	1.7	26-06-05	租赁	AAA/NA	东方/平安	4-/4-	上交所	海尔融资租赁股份有限公司	首发* (P7)	
26 杭租 01	5	3		26-06-10	租赁	AA+/NA	中信	5/5	上交所	杭州金投融资租赁有限公司	24-04-24* (P15)	
G26 国耀 1	3	3	1.88	26-06-09	租赁	AAA/NA	中信	5+/5+	上交所	国耀融汇融资租赁有限公司	26-04-23	
26 安租 08	11	3Y1P	1.6	26-06-08	租赁	AAA/NA	平安	4-/4-	上交所	平安国际融资租赁有限公司	26-01-15	
26 越产 02	5	5	1.83	26-06-05	广州越秀资本控股集团股份有限公司, 广州越秀集团股份有限公司	多元金融	AA+/AAA	广发/华泰联合/中信	4-/4+	深交所	广州越秀产业投资有限公司	25-08-13* (P9)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

26 国创 G2	5	5		26-06-10	城投	AAA/NA	东方/东吴/ 国开/国投	4/4	上交所	昆山国创投 资集团有限 公司	25-05-08*	
26 蓉金 K1	10	5	1.69	26-06-08	多元 金融	AAA/NA	国泰海通/ 华泰联合/ 中金/中信 建投/中信	4+/4+	深交所	成都交子金 融控股集团 有限公司	25-06-05* (P11)	
26 桂交 Y3	15	3+N	1.8	26-06-04	高速 公路	AAA/NA	广发/申万 宏源/招商/ 中信建投/ 中信	4/4	上交所	广西交通投 资集团有限 公司	25-09-11	
26SCNYK2	15	5	1.58	26-06-05	电力	AAA/NA	国泰海通/ 兴业/中信 建投/中信	3-/3-	深交所	四川能源发 展集团有限 责任公司	25-08-14* (P5)	
26 长轨 03	1.2	5Y3P	1.65	26-06-05	城投	AAA/NA	中金	3-/3-	深交所	长沙市轨道 交通集团有 限公司	26-04-02	
26 长轨 G2	3.36	5Y3P	1.65	26-06-09	城投	AAA/NA	中信	3-/3-	深交所	长沙市轨道 交通集团有 限公司	26-04-02	
26 杭资 01	10	3	1.52	26-06-04	综合 投资	AAA/NA	华泰联合/ 中信建投	4+/4+	上交所	杭州市国有 资本投资运 营有限公司	26-02-04	
26 杭资 02		5	1.69									
26 常通 01	7	5		26-06-10	城投	AA+/NA	东吴/国泰 海通/中信	4/4	上交所	常州市交通 产业集团有 限公司	26-03-18	
26 常通 02		10										
26 古盾 07	9	5	1.86	26-06-08	旅游	AAA/NA	华福/天风/ 中金	4-/4-	上交所	福州古盾集 团有限公司	26-02-05	
26 古盾 08		10	2.4									
26 渝富 K3	15	10	2.14	26-06-09	综合 投资	AAA/NA	国泰海通/ 西南/中信 建投/中信	3-/3-	上交所	重庆渝富控 股集团有限 公司	26-03-26	
26 唐新 Y3	10	3+N	1.64	26-06-04	电力	AAA/AAA	东方/光大/ 国泰海通/ 申万宏源/ 招商/中国 银河/中信 建投/中信	3-/3-	上交所	中国大唐集 团新能源股 份有限公司	25-10-22	
GC 厦轨 01	10	5Y3P	1.55	26-06-02	城投	AAA/NA	兴业/中金/ 中信建投/ 中信	3-/3-	上交所	厦门轨道建 设发展集团 有限公司	25-06-12*	
26 成交 KY01	20	3+N		26-06-10	城投	AAA/NA	财达/国泰 海通/华泰 联合/中金	NA	深交所	成都交通投 资集团有限 公司	25-05-08	
26 成交 KY02		5+N										
26 产业 01	6	5	1.75	26-06-09	综合 投资	AAA/NA	招商/中信 建投	5+/5+	上交所	广东南海产 业集团有限 公司	25-08-06* (P17)	
26 国保 03	10	2		26-06-10	多元 金融	AAA/NA	国泰海通/ 国新/招商/ 中信	4-/4-	上交所	国新商业保 理有限公司	25-11-12	
26 广城 04	19	7Y5P	1.97	26-06-08	广州越秀 集团股份 有限公司	房地 产	AAA/AAA	中信	4+/3-	上交所	广州市城市 建设开发有 限公司	25-08-21* (P13)

注：1、→表示中金评分调整；2、最近评论报告日期栏标*表示本期报告有详细分析，括号内数字为本期详细分析所在页码，未标*主体请参见九个月内列示日期报告；3、永续债中金债项评分标*表示该永续债有担保，数字为担保人中金主体评分，但并不直接等同于普通优先级债券的担保后中金债项评分。因为永续债的担保增信效果要等到发行人选择违约甚至破产时才能实现。即使该永续债在企业破产时清偿顺序并不劣后，至少期限具有很强不确定性，与一般高级债券的连带责任担保增信有很大区别

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

信用评分

- ▶ 本周末发行企业债。公司债共发行 55 支，其中 14 支为城投，发行金额 100.68 亿元，公司债发行金额 526.68 亿元。本周企业债公司债合计发行额为 526.68 亿元。
- ▶ 本周公司债发行人 45 家，城投发行人 11 家。
 - 四川能源发展集团是四川省能源投资主体，业务较为多元化，公司近年来营收利润维持稳定，不过投资收益贡献利润占比较高。公司财务杠杆偏高，存在净短债缺口，公司银行授信充裕，中金评分 3-。
 - 成都交子金融为成都市国资委持股企业，核心资产为成都银行，成都银行盈利能力较强，资产质量较优。收入逐年增长，母公司利润主要来自参股银行的投资收益。并入成都银行后，现金流波动扩大。合并和母公司层面债务较重，持有上市公司股权市值和可用授信额度能够提供支持，中金评分 4+。
 - 广州城开为越秀集团下属地产公司，项目以大湾区和华东区域为主，土地储备充足，2025 年销售规模下降、销售价格维持高位，不过表现远好于行业平均，2025 年公司拿地强度回升，聚焦高能级城市。公司债务压力较轻，短期流动性压力较小，中金评分维持 4+。
 - 安琪酵母是宜昌市国资委控股的上市公司，主营酵母及相关衍生品的生产销售业务，公司是我国酵母行业龙头企业，市场占有率全球第二，国内第一，具备较强的行业竞争优势，市场地位稳固。公司近年来收入持续增长，但我们也关注到受原材料和人工成本上升等因素的影响，公司毛利率水平持续下滑，因此盈利水平增长有限。公司债务负担不重，内生偿债能力较强，短债占比虽高但外部授信和支持力度较强，流动性压力不大，中金评分 4。
 - 海尔融资租赁由海尔集团实控，主营融资租赁，客户主要为民营企业，风险较为分散。息差水平尚可，理财收益补充净利润，风险资产放大倍数处于较低水平，备用流动性较充足，中金评分 4-。
 - 越秀产投由广州市国资委实际控制，越秀资本下属主要的自有资金投资平台。2025 年股权投资收入大幅回暖，盈利水平修复，资产质量较为稳定。债务率走高，未使用授信额度可以覆盖净短债缺口，中金评分 4-。
 - 广东南海产业集团是佛山市南海区国资局下属企业，家电零配件和电子为核心收入和利润来源，2024 年来营收下滑，毛利率窄幅波动，非经常性损益补正净利，盈利变现效率波动较大，持续存在自由现金流缺口，债务资本比不高，但内在偿债能力偏弱，货币资金可持续覆盖短债，中金评分 5+。
 - 杭州金投租赁由杭州市政府实际控制，是杭州地区的租赁企业，行业集中在产业园区、水务、环保等领域，区域集中在长三角地区。息差处于较高水平。不良率绝对水平不高。资本金实力较弱，风险资产放大倍数不高，中金评分 5。
 - 无锡市创新投资集团是无锡市国资委实际控制企业，业务涵盖母基金管理、股权投资，项目质量较好。2025 年处置部分投资项目，盈利好转，盈利稳定性较弱。现金流持续净流出，债务率为同行业较高水平，资产流动性较弱，备用流动性较少，中金评分 5。
 - 城投方面，厦轨、宜城、中新和国创分别为厦门市、宜兴市、苏州工业园区和昆山经济技术开发区平台，中金评分分别为 3-、4-、4- 和 4。
 - 债项方面，26 越产 02 由广州越秀集团股份有限公司、广州越秀资本控股集团股份有限公司按 40%、60% 比例提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保，担保人中金评分分别为 3-、NA，债项中金评分为 4+。26 广城 04 由广州越秀集团股份有限公司提供担保，债项评分同担保人中金评分 3-。
- ▶ 本周不涉及外部评级调整。

更多作者及其他信息请见文末披露页

四川能源发展集团有限责任公司

发行人简介

- 四川省国资委实控公司。**公司是由四川省投资集团有限责任公司与四川省能源投资集团有限责任公司通过新设合并方式组建的省级国有资本投资公司。公司于 2025 年 2 月 25 日完成设立登记手续，并于 2 月 27 日与川投集团、能投集团签署资产承继交割协议。公司是四川省能源项目投资建设和营运主体，同时是四川省省属地方电网建设运营主体，战略地位重要。截至 2026 年 3 月末，四川省国资委、四川发展（控股）有限责任公司及四川省财政厅分别持有公司 50.054%、45.333% 和 4.613% 的股权，公司控股股东和实际控制人为四川省国资委。
- 四川省能源投资运营主体，业务多元化。**公司是四川省能源项目投资建设和运营主体，同时是四川省省属地方电网建设运营主体，战略地位重要。公司主营业务包括综合能源、物资贸易、先进制造、化工、金融和其他，2025 年营收占比 21.96%、55.68%、7.76%、3.48%、2.30% 和 8.82%，毛利润占比分别为 41.21%、2.37%、33.67%、-0.64%、7.42% 和 15.98%。发电业务方面，截至 2025 年末公司控股装机容量 1548.34 万千瓦，清洁能源占比为 46.41%；此外公司还参股雅砻江水电、长江电力、国能大渡河水电等优质的电力资产，截至 2025 年末权益装机容量为 2251.15 万千瓦，可为公司贡献稳定且可观的投资收益和现金分红。2023-2025 年上网电量分别为 258.56、305.77 和 379.66 万千瓦，机组平均利用小时数分别为 3897、3702 和 3135 小时，上网电价分别为 0.3796、0.3811 和 0.3999 元/千瓦时。供电业务方面，运营主体四川省水电集团是四川省农网建设运营主体，是省内仅次于国家电网的第二大供电企业，具备区域专营优势。截至 2025 年末，四川省水电集团拥有的高压输电线路达到 5.28 万公里，低压输电线路为 16.50 万公里，变电站容量为 1378.59 万千伏安，配电变压器容量为 1598.41 万千伏安。供电区域内用电户达 427.34 万余户，覆盖人口 1095.5 万人，其中居民用户约 389.18 万户，覆盖居民人口 1003.25 万人。公司天然气业务运营主体为天然气投资公司，截至 2025 年末，四川天然气管网资产已覆盖成都、德阳、绵阳、广元、凉山等 9 个市（州）34 个县（区），2025 年供气量 11.61 亿立方米。公司贸易业务主要由能投物产运营，贸易品种涵盖能源设备、能源材料、传统能源、新型能源、基础建材、农产品及民生产品等，贸易模式主要为以销定采。公司先进制造业产品主要包括半导体装备制造和电子元器件等，半导体装备制造业务运营主体为华海清科，其核心技术处于国内领先地位；电子元器件运营主体为宏明电子，其主要从事以阻容元器件为主的新型电子元器件的研发、生产和销售，2026 年 3 月在深交所创业板上市，两家公司盈利能力较好。公司化工业务主要包括永立精细化学品项目、天禾钾肥项目以及南充 PTA 项目等。公司金融板块运营主体为金鼎控股，业务包括融资担保、融资租赁、小额贷款等，利润主要来自担保及租赁业务。

债券基本情况

债券简称	26SCNYK2
发行人	四川能源发展集团有限责任公司
发行期限	5
发行额	15 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	中诚信，AAA/NA
交易场所	深交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司， 兴业证券股份有限公司，中信 建投证券股份有限公司，中信 证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 5 日
行业	电力
中金评分	3-/3-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	3640.67	3927.30	4181.91	4280.17
货币资金	382.56	427.66	435.70	447.05
净资产	1205.82	1383.26	1386.75	1424.81
总债务	1884.91	1953.46	2209.62	2277.38
短期债务	661.32	471.78	696.31	707.42
净短期债务	278.76	44.12	260.61	260.37
经营活动现金流	90.28	89.02	100.31	11.74
投资活动现金流	(48.71)	(109.16)	(211.78)	(57.37)
筹资活动现金流	(15.42)	74.49	111.78	57.51
主营业务收入	1050.68	1173.77	1112.45	220.43
主营业务利润	95.81	105.62	101.95	26.80
EBITDA	97.67	98.02	95.92	NA
EBITDA(含补贴收入)	134.97	133.78	134.31	NA
EBITDA(含投资收益)	198.65	192.43	189.87	NA
净利润	74.48	81.66	89.14	23.16
主营业务利润率	9.12%	9.00%	9.16%	12.16%
主营业务收入增长率	0.29%	11.72%	-5.22%	NA
总资产回报率	2.10%	2.16%	2.20%	NA
净资产收益率	6.21%	6.31%	6.44%	NA
现金收入比	104.29%	102.27%	107.73%	118.19%
经营现金流/EBITDA	92.43%	90.82%	104.58%	NA
流动比率	1.04	1.26	1.02	1.10
速动比率	0.93	1.13	0.91	0.98
应收账款周转率	7.37	7.33	6.57	NA
存货周转率	7.22	8.88	8.29	NA
资产负债率	66.88%	64.78%	66.84%	66.71%
短期债务/总债务	35.08%	24.15%	31.51%	31.06%
总债务/总资本	60.99%	58.54%	61.44%	61.51%
货币资金/短期债务	57.85%	90.65%	62.57%	63.19%
货币资金/总债务	20.30%	21.89%	19.72%	19.63%
经营现金流/总债务	4.79%	4.56%	4.54%	0.52%
EBITDA/利息支出	1.52	1.77	1.71	NA
EBITDA/总债务	0.05	0.05	0.04	NA
应付票据	47.09	37.27	56.24	58.24
永续债	130.39	130.39	151.00	146.00
债务资本比（含票据、永续）	65.73%	62.86%	66.17%	65.99%
净短期债务（含票据）	315.51	68.83	300.84	304.49

资料来源：Wind，中金公司研究部

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债，目前不含本期未到期债券余额 496 亿元。中诚信国际 2025 年 5 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分为 3-。

盈利和现金流

- 公司营收稳定，盈利规模尚可，投资收益贡献很高。**公司近年来营收规模保持稳定，能源相关业务毛利率回升，2023-2025 年分别为 16.46%、18.35% 和 18.40%，先进制造业务毛利率较高，同期分别为 36.31%、34.82% 和 42.52%，公司总体毛利率较为稳定但不高，2023-2025 年分别为 9.75%、9.82% 和 9.81%。公司总体盈利维持增长，2023-2025 年公司获得投资收益分别为 100.98、94.41 和 93.95 亿元，几乎贡献全部利润。

- **盈利变现效率较好，2025 年存在自由现金流缺口。**2025 年公司 EBITDA 规模为 95.92 亿元，相比 2024 年小幅下降，公司盈利变现效率较好。公司经营活动现金流维持净流入，不过投资现金流净流出规模较大，2024-2025 年存在自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司主要在建项目总投资 503.43 亿元，已投资 204.83 亿元，后续仍有较大规模投资。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆偏高，外部授信充裕。**截至 2026 年 3 月末考虑 58/24 亿元应付票据和 146 亿元永续债后债务资本比为 65.99%，公司财务杠杆偏高。公司短债占比不高为 31.06%，账面货币资金无法覆盖短债，同期末存在净短债缺口 304.49 亿元。截至 2025 年末，公司合并口径共获得金融机构授信额度 6335.09 亿元，其中尚可使用额度为 4155.43 亿元，授信余额充裕。

中金评分

- **主体评分 3-。**公司是四川省能源投资主体，业务较为多元化，公司近年来营收利润维持稳定，不过投资收益贡献利润占比较高。公司财务杠杆偏高，存在净短债缺口，公司银行授信充裕。综合考虑公司中金评分 3-。
- **债项评分 3-。**本次债券无担保，债项评分同主体评分一致。

债券基本情况

债券简称	26 海尔 02
发行人	海尔融资租赁股份有限公司
发行期限	2Y1P
发行额	5 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	联合，AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	东方证券股份有限公司，平安证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 5 日
行业	租赁
中金评分	4-/4-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025
总资产	180.76	221.53	247.57
货币资金	18.01	26.85	24.21
净资产	45.54	52.05	58.18
总债务	112.41	143.20	164.20
短期债务	68.57	94.92	117.50
净短期债务	50.56	68.07	93.29
经营活动现金流	8.74	10.16	10.34
投资活动现金流	(17.04)	(25.74)	(29.40)
筹资活动现金流	9.99	24.57	16.61
主营业务收入	13.27	14.73	16.53
主营业务利润（扣除财务费用）	7.35	8.03	11.07
营业利润	7.04	8.00	8.33
净利润	5.23	6.03	6.12
主营业务利润率（扣除财务费用）	55.39%	54.51%	66.97%
主营业务收入增长率	0.61%	11.00%	12.22%
主营业务收入/平均应收融资租赁款	7.58%	7.46%	6.32%
平均计息负债成本率	5.51%	5.30%	4.50%
净息差	2.07%	2.16%	1.82%
总资产回报率	3.02%	3.00%	2.61%
净资产收益率	12.30%	12.36%	11.10%
现金收入比	102.49%	102.31%	100.60%
资产负债率	74.81%	76.50%	76.50%
短期债务/总债务	61.00%	66.28%	71.56%
总债务/总资本	71.17%	73.34%	73.84%
货币资金/短期债务	26.27%	28.29%	20.60%
(货币资金+一年内到期的非流动资产)/短债	145.92%	137.16%	128.50%
货币资金/总债务	16.02%	18.75%	14.74%
经营现金流/总债务	7.78%	7.09%	6.30%
应付票据	5.40	4.90	3.83
永续债	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	72.12%	73.99%	74.28%
净短期债务（含票据）	55.89	72.90	97.09
关注类资产占比	0.88%	0.90%	0.85%
不良率	0.90%	1.14%	0.76%
风险资产放大倍数	3.57	3.74	3.84

资料来源：Wind，中金公司研究部

海尔融资租赁股份有限公司

发行人简介

- 海尔集团实控。**2013 年 12 月，公司前身海尔融资租赁（中国）有限公司成立，由海尔国际有限公司和博厚方略（北京）管理技术有限公司共同出资设立。2017 年 7 月，海尔国际有限公司将其持有的海尔租赁 32% 的股权及相关权利义务转让给海尔集团（青岛）金盈控股有限公司。2018 年公司名称变更为现名。截至目前，公司由海尔集团（青岛）金盈控股有限公司持股 42.70%、上海海铸云聚企业管理合伙（有限合伙）持股 32.30%、海尔国际有限公司持股 25.00%，公司控股股东为海尔金控，实际控制人为海尔集团。
- 主营融资租赁，客户主要为民营企业，风险较为分散。**公司营业收入由融资租赁利息构成，2025 年占比 70%。2023 年-2025 年公司新增融资租赁投放金额分别为 161、189 和 226 亿元，2025 年末未偿本金余额为 224 亿元，累计投放笔数 16213 笔，单一客户最大余额 2.58 亿元，客户分散度较高。行业分布上，教育文化、医疗健康、智能制造、农牧食品、小微金融分别占比 44%、17%、16%、13%、11%。其中智能制造事业部是海尔租赁五大聚焦产业中的重要一环。教育文化行业客户基本为高等学院、职业学院等；农牧食品行业主要系国内大型的生猪、肉鸡企业；小微金融行业基本采用直租模式方式，放款前均有抵押物抵押以及第三方担保等方式进行风险缓释。根据募集，公司业务客群主要为民营企业，抗风险能力相对较弱。区域分布上，广东、山东、江苏、四川、河北分别占比 11.4%、9.9%、6.7%、6.3%和 6%。账龄上一年以内占比 58.69%。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期余额 101.8616 亿元。联合资信于 2024 年 3 月上调主体评级至 AAA。本次给予中金评分 4-。
- 控股股东海尔金盈目前未到期债券余额 103 亿元。联合资信于 2025 年 6 月给予主体评级 AAA。中金评分为 4。

盈利和现金流

- 息差水平尚可，理财收益补充净利润。**公司主营业务收入 70% 为融资租赁利息，随着业务规模扩大，营收逐年增长。盈利能力方面，根据我们测算，2023 年-2025 年公司生息资产收益率为 7.58%、7.46% 和 6.32%，计息负债成本率为 5.51%、5.30% 和 4.50%，净息差为 2.07%、2.16% 和 1.82%。资产端收益率快速下滑，息差水平尚可。此外，2025 年末交易性金融资产 12.4 亿元，主要为理财产品投资，2025 年投资收益 1.57 亿元，投资收益较稳定补充公司净利润水平，整体看公司盈利水平较好。
- 不良率有所下降，现金流持续净流出。**2023 年末-2025 年末不良率为 0.88%、0.90% 和 0.85%。关注类资产占比 0.90%、1.14% 和 0.76%。2025 年末拨备覆盖率 171%。截至 2025 年末长期应收款 76 亿元，计提坏账损失 3 亿元。公司投资活动现金流出主要为租赁项目投放以及出表类资产支持专项计划项目在归集期内的转付款。最近三年租赁项目投放及出表类资产支持专项计划项目转付款合计占投资活动流出比例分别为 97.03%、93.50% 以及 94.12%。

资本结构和偿债能力

- 风险资产放大倍数处于较低水平，备用流动性较充足。**随着业务规模的持续扩大和盈利水平的提高，股东权益也随之持续增长。近三年债务持续上升，2025 年末有息债务 164 亿元，债务资本比 74%。随着业务扩张，风险资产放大倍数逐年走高，2025 年末为 3.84 倍，处于行业内较低水平。股东海尔金控历史上给公司长短期借款，主要集中在 2023 年和 2024 年，2025 年偿还股东短期借款 0.3 亿元，长期借款 1.6 亿元，目前公司无股

东借款余额。流动性方面，2025 年末短期债务占比 72%，不过公司短期租赁资产占比过半，货币资金和一年内到期的非流动资产对短债的覆盖程度为 128%，资产债务期限略有错配，不过处于行业内较低水平。2025 年末净短债缺口 97 亿元，截至 2025 年末，海尔融资租赁在各银行授信总额 283.65 亿元，其中已使用授信额度 153.55 亿元，剩余授信额度 130.10 亿元。公根据募集，截至 2025 年末，海尔租赁筹资渠道中银行借款占比 71.94%、债券直融占比 28.06%，融资结构较好。

中金评分

- **主体评分 4-**。海尔集团实控，主营融资租赁，客户主要为民营企业，风险较为分散。息差水平尚可，理财收益补充净利润，风险资产放大倍数处于较低水平，备用流动性较充足。综合考虑给予公司中金评分 4-。
- **债项评分 4-**。债项评分同主体评分。

债券基本情况

债券简称	26 越产 02
发行人	广州越秀产业投资有限公司
发行期限	5
发行额	5 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	广州越秀资本控股集团股份有限公司,广州越秀集团股份有限公司
信用级别	中诚信, AA+/AAA
交易场所	深交所
主承销商	广发证券股份有限公司, 华泰联合证券有限责任公司, 中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 5 日
行业	多元金融
中金评分	4-/4

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	136.48	160.33	208.80	209.47
货币资金	6.12	7.05	18.31	16.24
净资产	60.42	71.33	75.99	77.58
总债务	68.62	84.01	129.53	128.69
短期债务	22.65	42.74	42.96	43.41
净短期债务	16.53	35.69	24.65	27.17
经营活动现金流	(0.77)	1.83	(8.62)	0.03
投资活动现金流	(19.38)	(32.59)	(4.47)	(0.21)
筹资活动现金流	16.61	31.68	21.67	(1.85)
主营业务收入	0.10	3.09	4.13	0.73
主营业务利润	(0.46)	1.11	1.55	0.15
EBITDA	(0.59)	1.90	2.58	NA
EBITDA(含补贴收入)	(0.59)	1.90	5.65	NA
EBITDA(含投资收益)	2.93	6.76	10.10	NA
净利润	2.74	0.11	4.43	1.64
主营业务利润率	-460.00%	35.92%	37.53%	20.55%
主营业务收入增长率	NA	2990.00%	33.66%	NA
总资产回报率	2.23%	0.07%	2.40%	NA
净资产收益率	4.61%	0.17%	5234.00%	NA
现金收入比	160.00%	129.77%	127.85%	130.14%
经营现金流/EBITDA	130.51%	96.32%	-334.11%	NA
流动比率	4.04	2.88	3.41	3.41
速动比率	4.04	2.88	3.41	3.41
资产负债率	55.73%	55.51%	63.61%	62.96%
短期债务/总债务	33.01%	50.87%	33.17%	33.73%
总债务/总资本	53.18%	54.08%	63.03%	62.39%
货币资金/短期债务	27.02%	16.50%	42.62%	37.41%
货币资金/总债务	8.92%	8.39%	14.14%	12.62%
经营现金流/总债务	-1.12%	2.18%	-6.65%	0.02%
EBITDA/利息支出	-0.26	0.55	0.67	NA
EBITDA/总债务	-0.01	0.02	0.02	NA
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比(含票据、永续)	53.18%	54.08%	63.03%	62.39%
净短期债务(含票据)	16.53	35.69	24.65	27.17

资料来源: Wind, 中金公司研究部

广州越秀产业投资有限公司

发行人简介

- 广州市国资委实际控制。**公司成立于 2019 年, 由越秀资本和广州越秀企业集团有限公司(以下简称“越秀企业集团”)共同出资组建, 2022 年 12 月更为现名。目前公司由越秀资本和越秀企业集团分别持股 60%和 40%, 越秀资本和越秀企业集团均为越秀集团的控股子公司, 公司实际控制人为广州市国资委。
- 越秀资本下属主要的自有资金投资平台。**公司依托越秀集团、越秀资本和中信证券资源, 目前投资业务包括固定收益投资、股权投资、基金投资和 ABS 投资, 投资金额上以 ABS 投资和基金投资为主。2025 年末公司投资总规模 186 亿元, ABS 投资、股权投资、基金投资及新能源业务规模占比分别为 34.19%、24.71%、20.90%和 20.20%。(1) ABS 投资的基础资产主要是银行的信贷资产, 截至 2025 年末, 公司在投 ABS 项目 285 个、账面余额 64 亿元, 前五大占比 15%。(2) 股权投资方面, 主要通过设立的股权投资基金投资非上市公司股权, 截至 2025 年末, 公司在投股权投资项目 66 个、账面成本 45.92 亿元, 主要投向电力、热力生产和供应业、汽车制造业以及计算机、通信等电子设备制造业。2025 年, 公司战略投资新天绿色能源股权确认相关收益, 以及市场回暖, 投资收益及公允价值变动收益增长至 6.35 亿元。(3) 基金投资方面, 公司与越秀产业基金合作, 公司作为发起人, 其他基金作为管理人, 挖掘母基石、S 基金的投资机会, 截至 2025 年末, 公司已设立金信系列母基金和三期金信系列 S 基金, 均为有限合伙制, 投资的基金共 23 只, 公司实缴 44 亿元, 主要投向能源类、科技类、综合类、夹层基金、消费类、医药类等行业。(4) 新能源业务方面, 2023 年以来, 公司通过与越秀产业基金及越秀租赁协同服务战略产业客户, 与头部新能源企业合作设立新能源基础设施投资基金, 收购全容量并网分布式光伏电站项目, 2025 年末投资规模 37.5 亿元。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 40 亿元。中诚信于 2022 年 6 月首次给予主体评级 AA+并维持。中金评分 4-。
- 担保人广州越秀资本控股集团股份有限公司目前未到期债务余额 175 亿元。中诚信 2018 年 3 月给予主体评级 AAA 并维持。

盈利和现金流

- 2025 年股权投资收入大幅回暖, 盈利水平修复, 资产质量较为稳定。**公司收入主要体现固定收益投资利息收入及新能源领域相关业务收入, 随着相关投资减少和退出, 规模较小。收益来源主要为投资收益和公允价值变动, 主要来自 ABS 投资、股权投资及基金投资, 但是公司大部分股权类投资尚未实现退出收益, 总收益规模整体尚小。2021 年以来由于 S 基金投资的二级基金净资产大幅增加, 推动公司基金投资的公允价值变动收益有所增加。2023-2025 年, 投资收益分别为 3.5、4.9 和 7.5 亿元, 同期公允价值变动收益为 3、-2.6 和 -2.3 亿元。公司资产质量保持稳定, 年内信用减值损失转回 17.50 万元, 整体计提压力不大。
- 现阶段仍以持续投资为主, 自由现金流持续净流出。**公司经营活动现金流量净额波动的原因是发行人债权投资本金逐年回收, 每年债权投资本金回收金额不同导致经营活动现金流量波动, 2025 年, 公司经营活动现金流量净额净流出主要为纳入合并报表范围的新能源子公司偿还经营性往来款。公司投资活动产生的现金流量净额主要为收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和投资支付的现金, 随着业务扩张投资现金流呈现净流出, 2023 年以来累计的自由现金流缺口约 64 亿元, 依靠股东出资及外部筹资实现现金流平衡。



担保人一主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	10057.58	10784.74	10472.31	10379.12
货币资金	933.28	967.59	931.57	847.95
净资产	1752.36	1771.79	1804.82	1822.27
总债务	3752.39	4131.56	4250.98	4353.32
短期债务	1273.10	1306.07	1461.69	1491.28
净短期债务	339.82	338.48	530.12	643.33
经营活动现金流	449.17	527.25	248.54	(47.91)
投资活动现金流	(319.28)	(184.99)	(413.82)	(182.64)
筹资活动现金流	39.39	17.35	(122.26)	16.58
主营业务收入	1065.60	1133.27	1100.99	216.49
主营业务利润	182.36	155.42	145.43	22.82
EBITDA	149.15	138.85	122.48	NA
EBITDA(含补贴收入)	159.83	144.46	152.21	NA
EBITDA(含投资收益)	197.00	208.68	183.69	NA
净利润	73.97	24.15	42.60	15.37
主营业务利润率	17.11%	13.71%	13.21%	10.54%
主营业务收入增长率	11.14%	6.35%	-2.85%	NA
总资产回报率	0.77%	0.23%	0.40%	NA
净资产收益率	4.44%	1.37%	2.38%	NA
现金收入比	111.54%	103.65%	106.37%	126.00%
经营现金流/EBITDA	301.15%	379.73%	202.92%	NA
流动比率	1.18	1.21	1.18	1.13
速动比率	0.75	0.83	0.84	0.77
应收账款周转率	53.74	43.25	32.04	NA
存货周转率	0.38	0.40	0.45	NA
资产负债率	82.58%	83.57%	82.77%	82.44%
短期债务/总债务	33.93%	31.61%	34.38%	34.26%
总债务/总资产	68.17%	69.99%	70.20%	70.49%
货币资金/短期债务	73.31%	74.08%	63.73%	56.86%
货币资金/总债务	24.87%	23.42%	21.91%	19.48%
经营现金流/总债务	11.97%	12.76%	5.85%	-1.10%
EBITDA/利息支出	2.64	2.24	2.20	NA
EBITDA/总债务	0.04	0.03	0.03	NA
应付票据	18.85	20.70	26.58	26.03
永续债	44.00	65.00	94.00	94.00
债务资本比（含票据、永续）	69.08%	71.19%	71.88%	72.13%
净短期债务（含票据）	355.81	355.82	554.90	667.16

资料来源：Wind，中金公司研究部

担保人二主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	1871.70	2198.12	2131.98	2173.32
货币资金	183.97	186.89	165.07	217.72
净资产	415.46	459.09	499.89	513.81
总债务	1344.88	1524.40	1529.16	1550.39
短期债务	573.11	606.26	653.11	604.76
净短期债务	389.14	419.37	488.04	387.04
经营活动现金流	133.86	164.42	61.36	39.06
投资活动现金流	(120.63)	(257.21)	(82.14)	13.94
筹资活动现金流	14.69	86.46	1.81	(0.74)
筹资活动现金流	147.93	132.36	78.43	15.39
主营业务收入	20.52	14.91	19.39	0.66
EBITDA	10.86	17.77	25.63	NA
EBITDA(含补贴收入)	11.79	26.71	54.41	NA
EBITDA(含投资收益)	39.27	57.97	70.33	NA
净利润	33.20	27.34	45.69	15.96
主营业务利润率	13.87%	11.26%	24.72%	4.29%
主营业务收入增长率	52.92%	-10.53%	-40.74%	NA
总资产回报率	1.84%	1.34%	2.11%	NA
净资产收益率	8.23%	6.25%	9.53%	NA
现金收入比	214.61%	240.87%	532.43%	656.65%
经营现金流/EBITDA	1232.60%	925.27%	239.41%	NA
流动比率	1.57	1.48	1.38	1.51
速动比率	1.55	1.46	1.38	1.51
资产负债率	77.80%	79.11%	76.55%	76.36%
短期债务/总债务	42.61%	39.77%	42.71%	39.01%
总债务/总资产	76.40%	76.85%	75.36%	75.11%
货币资金/短期债务	32.10%	30.83%	25.27%	36.00%
货币资金/总债务	13.68%	12.26%	10.79%	14.04%
经营现金流/总债务	9.95%	10.79%	4.01%	2.52%
EBITDA/利息支出	NA	5.92	5.22	NA
EBITDA/总债务	0.01	0.01	0.02	NA
应付票据	13.50	16.39	20.61	19.96
永续债	0.00	12.00	12.00	12.00
债务资本比（含票据、永续）	76.58%	77.64%	76.19%	75.92%
净短期债务（含票据）	402.64	435.76	508.65	407.00

资料来源：Wind，中金公司研究部

资本结构和偿债能力

- **债务率走高，未使用授信额度可以覆盖净短债缺口。**公司 50 亿元的注册资本由全体股东分三期于 2021 年 12 月 31 日之前以货币资金缴足，截至 2026 年 3 月末实收资本 60 亿元，资本较充足。2023 年以前公司外部筹资较少，主要依靠公司母公司拆借款，之后其他应付款明显下降，以外部融资的总债务规模持续上升，2026 年 3 月末总债务 129 亿元，债务资本比升至 62.3%。短债规模下降至 34%，净短债规模达 27 亿元。2025 年末公司获得金融机构授信总额 100 亿元，其中 45 亿元未使用，可以覆盖净短债缺口。

增信措施

- **本期债券由广州越秀集团股份有限公司、广州越秀资本控股集团股份有限公司按 40%、60% 比例提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保，广州越秀集团股份有限公司、广州越秀资本控股集团股份有限公司中金评分分别为 3-、NA。**
- **担保人—广州越秀集团股份有限公司**是广州市资产规模最大的国有企业集团之一，广州市国资委和广东省财政厅分别持股 89.1%和 9.9%。公司目前已经形成金融、地产、交通基建和食品板块多元化发展，旗下子公司众多，包括多个上市公司。金融、地产、交通基建和食品板块分别贡献了 2025 年营业收入的 14.98%、71.08%、5.25%和 7.03%，毛利润的 35.18%、44.78%、12.11%和 5.02%。房地产板块主要由越秀地产运营，广州、长三角和环渤海贡献销售占比较高。交通基建板块，截至 2026 年 3 月末，公司投资及经营的收费公路、桥梁及码头项目共 17 个，14 个高速公路，1 个码头，控股项目应占权益收费里程为 524.2 公里，联营公司和合营企业的应占权益收费里程约为 83.5 公里。金融板块业务包括银行、融资租赁、产业投资基金、资产管理、期货等业务，银行业务经营主体为创兴银行。截至 2026 年 3 月末，公司考虑 26.03 亿元应付票据和 94 亿元永续债后债务资本比为 72.13%，近年来维持上升，账面货币资金不能覆盖短债，但是考虑到公司融资渠道顺畅，我们认为流动性压力不大。截至 2026 年 3 月末，公司从国内外各商业银行获得的授信额度为 9562.09 亿元，其中未使用额度为 5870.51 亿元，银行授信充裕。综上所述维持担保人一中金评分 3-。**担保人二广州越秀资本控股集团股份有限公司**为越秀集团下属的金控上市平台，实际控制人为广州市国资委。以融资租赁、不良资产管理、投资管理、期货业务为主。融资租赁业务主要由越秀租赁运营，截至 2025 年末融资租赁资产规模 531 亿元，主要投向民生工程业、商务服务业、电力、热力生产和供应业、房地产业等。2023-2025 年末不良率分别为 0.55%、0.36%、0.46%和 0.62%，关注类资产占比分别为 1.60%、1.69%和 1.12%。不良资产管理业务的运营主体为广州资产，系广东省第二家地方 AMC。截至 2025 年末累计收购金融机构不良债权原账面价值本息合计 3249 亿元，收购成本合计 803 亿元，累计回收现金 477 亿元；累计收购非金融债权原值 235 亿元，累计收购成本 128 亿元，累计回收现金 101 亿元。投资管理业务的运营主体为越秀产业基金和越秀产业投资，截至 2025 年末越秀产业基金在管基金 521 亿元。同期末越秀产业基金投资规模 186 亿元。近年营业收入较为稳定，中信证券股权等投资收益对净利润形成重要补充。资产质量较好，业务拓展阶段自由现金流仍净流出。财务杠杆较稳定，备用授信额度充足，母公司有一定偿债压力。担保人二中金评分 NA。

中金评分

- **主体评分 4-。**公司为越秀资本下属主要的自有资金投资平台。2025 年股权投资收入大幅回暖，盈利水平修复，资产质量较为稳定。现阶段仍以持续投资为主，自由现金流持续净流出。债务率走高，未使用授信额度可以覆盖净短债缺口。综上所述，维持公司中金评分 4-。
- **债项评分 4+。**本期债券由担保一和担保人二按比例担保，债项评分 4+。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

债券基本情况

债券简称	26 蓉金 K1
发行人	成都交子金融控股集团有限公司
发行期限	5
发行额	10 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	中诚信, AAA/NA
交易场所	深交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司, 华泰联合证券有限责任公司, 中国国际金融股份有限公司, 中信建投证券股份有限公司, 中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 8 日
行业	多元金融
中金评分	4+/4+

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	11876.15	13620.41	15253.29	16110.86
货币资金	952.52	854.64	767.94	966.63
净资产	1046.07	1229.66	1380.20	1420.19
总债务	10591.45	12163.51	13578.14	14378.25
短期债务	8777.43	9603.62	11068.00	11827.28
净短期债务	7824.91	8748.98	10300.06	10860.65
经营活动现金流	(237.92)	(915.26)	807.53	691.18
投资活动现金流	(179.76)	28.74	(673.14)	(263.40)
筹资活动现金流	23.88	744.96	(22.43)	(49.03)
主营业务收入	510.08	541.93	563.50	136.09
主营业务利润	213.74	225.62	239.57	65.24
EBITDA	151.03	162.18	176.17	NA
EBITDA(含补贴收入)	155.23	166.67	179.67	NA
EBITDA(含投资收益)	190.47	208.29	225.49	NA
净利润	124.63	140.45	146.49	34.93
主营业务利润率	41.90%	41.63%	42.51%	47.94%
主营业务收入增长率	70.66%	6.24%	3.98%	NA
总资产回报率	1.14%	1.10%	1.01%	NA
净资产收益率	12.91%	12.34%	11.23%	NA
现金收入比	188.74%	196.19%	167.79%	128.76%
经营现金流/EBITDA	-157.53%	-564.35%	458.38%	NA
流动比率	0.27	0.31	0.23	0.23
速动比率	0.27	0.30	0.22	0.22
资产负债率	91.19%	90.97%	90.95%	91.18%
短期债务/总债务	82.87%	78.95%	81.51%	82.26%
总债务/总资本	91.01%	90.82%	90.77%	91.01%
货币资金/短期债务	10.85%	8.90%	6.94%	8.17%
货币资金/总债务	8.99%	7.03%	5.66%	6.72%
经营现金流/总债务	-2.25%	-7.52%	5.95%	4.81%
EBITDA/利息支出	8.64	9.52	11.19	NA
EBITDA/总债务	0.01	0.01	0.01	NA
应付票据	0.52	0.00	0.00	0.00
永续债	50.00	68.00	56.00	56.00
债务资本比(含票据、永续)	91.44%	91.33%	91.14%	91.36%
净短期债务(含票据)	7825.27	8748.98	10300.06	10860.65

资料来源: Wind, 中金公司研究部

成都交子金融控股集团有限公司

发行人简介

- 成都市国资委持股企业。**公司成立于 2008 年, 2019 年更为现名, 2022 年 8 月公司 8% 的国有股权由成都市国资委无偿划转至四川省财政厅, 目前成都市国资委和四川省财政厅分别对公司持股 92% 和 8%, 成都市国资委为公司的控股股东和实际控制人。
- 核心资产为成都银行, 成都银行盈利能力较强, 资产质量较优。**公司金融业务包括银行、融资租赁、资产管理、担保、小贷和典当。(1) 融资租赁业务主要通过子公司成都金控租赁经营。截至 2025 年末融资租赁余额 92 亿元, 近三年保持约 30 亿元左右的投放金额, 投放以长期为主, 主要投放在商业服务业、建筑业和水利、环境和公共设施管理业, 不良率 0.73%, 关注类占比 1.1%。(2) 资产管理业务主要由成都鼎立资产管理有限公司和成都益航资产管理有限公司经营, 其中鼎立公司为成都市市级国企国资改革重组平台和不良资产处置平台, 没有地方 AMC 牌照。截至 2025 年末累计收购不良资产 46 亿元, 累计现金回收 31 亿元, 资产回收率 67%。益航资管系四川省第二家地方 AMC, 成立于 2018 年, 截至 2025 年末累计收购金额 54 亿元, 资产回收率 84%。(3) 公司还有担保、小贷和典当业务, 截至 2025 年末担保业务在保余额 82 亿元, 担保放大倍数 3.96 倍, 2023-2025 年累计代偿额 0.58 亿元; 小贷业务截至 2025 年末贷款余额 9 亿元, 不良率 4.23%。(4) 2021 年 6 月成都市金堂县将下属企业持有的成都银行 100 万股股份无偿划转给成都市国资委下属企业, 成都市国资委持有成都银行的股份超过 30%, 成为其实际控制人, 并授权公司对成都银行履行部分国有资产管理职责, 公司成为成都银行的控股股东。成都银行 2025 年净息差下降至 1.59%, 不良贷款率 0.68%, 拨备覆盖率 426.17%, 资本充足率 13.81%, 加权 ROE 达到 15.39%, 属于上市城商行较好水平。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债, 目前不含本期末到期债券余额为 218.5 亿元。中诚信国际 2016 年 1 月将主体评级由 AA+ 上调至 AAA 并维持。中金评分 2020 年 2 月由 4+ 下调至 4, 2023 年 3 月由 4 上调至 4+。

盈利和现金流

- 收入逐年增长, 母公司利润主要来自参股银行的投资收益。**2025 年持牌金融机构(银行、保险)收入占比超 80%, 该板块收入逐年增长。2023-2025 年公司投资收益分别为 39、46 和 49 亿元, 主要来自原参股的成都银行和成都农商行, 2025 年收到成都银行分红 7.55 亿元, 成都农商行分红 1.72 亿元。母公司利润主要来自国金证券、益航公司和成都农商行的投资收益, 2025 年得益于投资收益增长, 母公司净利润为 12 亿元。
- 并入成都银行后, 现金流波动扩大。**因并表成都银行, 开展银行业务现金头寸导致经营现金流波动。投资方面, 部分年份存在投资活动现金流出较大的情况, 主要为子公司成都银行开展投资业务所致。并入成都银行之后, 公司现金流波动扩大。

资本结构和偿债能力

- 合并和母公司层面债务均较重, 持有上市公司股权市值和可用授信额度能够提供支持。**受益于盈利积累、资金及股权划入、发行永续债、少数股东权益增加及并入成都银行, 净资产规模持续增长。截至 2026 年 3 月末, 考虑应付票据和永续债后的债务资本比为 91.36%。考虑到公司盈利主要依赖投资收益, 成都银行并表后投资收益实现为现金流的比例大幅提高。截至 2026 年 3 月末, 公司总债务 1.44 万亿元, 不含成都银行有息债务为 644 亿元, 母公司总债务 349 亿元, 债务资本比 58.7%, 债务较重。母公司持有成都银行 20% 股权、农商行 9.81% 股权、国金证券 5.32% 股权, 其中成都银行和国金证券市值合计 162 亿元, 可提供一定流动性支持。

2025 年末，公司可用银行授信额度 1857 亿元（不含成都银行及部分子公司）。

中金评分

- **主体评分 4+**。发行人为成都市国资委持股企业，核心资产为成都银行，成都银行盈利能力较强，资产质量较优。收入逐年增长，母公司利润主要来自参股银行的投资收益。并入成都银行后，现金流波动扩大。合并和母公司层面债务较重，持有上市公司股权市值和可用授信额度能够提供支持。
- **债项评分 4+**。本期债券无担保，债项评分与主体评分一致。



债券基本情况

债券简称	26 广城 04
发行人	广州市城市建设开发有限公司
发行期限	7Y5P
发行额	19 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	广州越秀集团股份有限公司
信用级别	中诚信, AAA/AAA
交易场所	上交所
主承销商	中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 8 日
行业	房地产
中金评分	4+/3-

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2022	2023	2024	2025
总资产	3230.49	3842.23	3634.17	3143.51
货币资金	275.72	391.50	378.27	291.18
预收账款	718.56	866.28	724.27	494.06
存货	1945.42	2217.99	1964.18	1549.37
投资性房地产	54.69	112.88	68.74	67.48
净资产	861.89	988.95	928.00	921.63
其他应收款	404.35	570.59	712.55	646.32
其他应收款/总资产	13%	15%	20%	21%
少数股东权益/净资产	40%	43%	46%	47%
少数股东损益/净利润	32%	15%	8%	58%
总债务	595.72	771.73	691.41	649.87
短期债务	72.16	167.41	170.51	113.06
净短期债务	(203.56)	(224.09)	(207.76)	(178.12)
经营活动现金流	7.48	99.51	142.39	160.82
投资活动现金流	(30.49)	88.78	(11.64)	(4.43)
筹资活动现金流	(94.27)	(112.67)	(124.25)	(202.81)
主营业务收入	689.96	762.38	825.35	728.49
主营业务利润	130.55	126.97	98.61	69.44
EBITDA	98.46	91.44	63.85	39.36
公允价值变动损益	2.83	(11.30)	(0.38)	0.33
净利润	67.87	51.58	31.76	24.04
主营业务利润率	18.92%	16.85%	11.95%	9.53%
主营业务收入增长率	27.10%	10.50%	8.26%	-11.74%
总资产回报率	2.21%	1.46%	0.85%	0.71%
净资产收益率	8.27%	5.57%	3.31%	2.60%
现金收入比	99.41%	99.27%	84.28%	75.94%
经营现金流/EBITDA	7.60%	108.83%	223.01%	408.59%
流动比率	1.58	1.54	1.49	1.62
速动比率	0.49	0.53	0.58	0.69
应收账款周转率	425.90	175.87	132.69	109.71
存货周转率	0.29	0.30	0.34	0.37
存货/(营业收入+Δ预收账款)	2.82	2.44	2.87	3.11
资产负债率	73.32%	74.26%	74.46%	70.68%
短期债务/总债务	12.11%	21.69%	24.66%	17.40%
总债务/总资产	40.87%	43.83%	42.70%	41.35%
货币资金/短期债务	382.10%	233.86%	221.95%	257.54%
货币资金/总债务	46.28%	50.73%	54.71%	44.81%
经营现金流/总债务	1.26%	12.89%	20.59%	24.75%
EBITDA/利息支出	3.39	55.42	13.39	123.00
EBITDA/净债务	0.31	0.24	0.20	0.11
EBITDA/总债务	0.17	0.12	0.09	0.06
(存货+货币+预收)/总债务	2.52	2.26	2.34	2.07
应付票据	9.14	3.42	2.54	1.19
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率 (扣除预收账款)	65.69%	66.77%	68.11%	65.21%
净负债率	37.13%	38.45%	33.74%	38.92%
债务资本比 (含永续)	40.87%	43.83%	42.70%	41.35%
债务资本比 (含永续、永续)	41.24%	43.94%	42.79%	41.39%
净短期债务 (含永续)	(195.27)	(220.90)	(205.79)	(177.21)

资料来源: Wind, 中金公司研究部

广州市城市建设开发有限公司

发行人简介

- **广州市国资委实控地产国企。**公司成立于 2002 年,截至 2025 年末,雅康投资持有公司 95% 股权,雅康投资是越秀地产全资子公司,越秀集团是越秀地产控股股东,公司实际控制人是广州市国资委。
- **越秀地产境内运营主体,项目以大湾区和华东区域为主。**公司实际承担越秀集团旗下的房地产业务,为越秀集团旗下港股上市公司越秀地产股份有限公司(0123.HK)境内的主要运营主体。2025 年公司房地产销售收入占总收入的比重为 94%,业务以广州地区为核心,并稳步拓展至东莞、杭州、苏州、上海、武汉、重庆、青岛等珠三角、长三角、华中、北方、西南区域的多个城市,具备较强的规模优势。销售区域方面,公司签约销售贡献以广州区域和华东区域为主,2025 年上述区域销售额占比分别为 40% 和 29%,2024 年占比分别为 41% 和 26%。截至 2025 年末,公司土地储备面积合计 1036.35 万平方米,土地储备充足,可满足公司 3 年以上开发需求。区域分布来看,广州区域、华东区域、中西区域、湾区区域、北方区域占比分别为 32.37%、19.86%、16.64%、16.60%、10.59%。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债,目前不含本期未到期债券余额 255.4 亿元。中诚信国际于 2020 年 3 月首次给予主体评级 AAA 并维持。公司中金评分 2017 年 9 月由 4 上调至 4+。
- 担保人越秀集团未到期债券余额 618.2 亿元。中诚信国际于 2015 年 6 月首次给予主体评级 AAA 并维持,中金评分 2020 年 7 月由 4+ 上调至 3-。

盈利和现金流

- **2025 年销售规模下滑,新开工面积回升。**2023-2025 年公司销售额分别为 895.4、697.19 和 525.77 亿元,销售面积分别为 271.6、240.96 和 171.51 万平方米,销售均价分别为 3.30、2.89 和 3.06 万元/平方米,2025 年销售规模下降,销售价格保持高位,总体表现好于行业平均。2023-2025 年公司新开工面积分别为 299.15、166.88 和 210.49 万平方米,开发节奏相对平稳。
- **2025 年拿地强度明显下降,不存在自由现金流缺口。**2023-2025 年公司分别增加土地储备 307.13、92.83 和 160.89 万平方米,拿地支出金额分别为 402.17、451.6、158.14 和 281.5 亿元,对应拿地销售比分别为 50%、23% 和 54%,公司拿地强度回升、拿地规模不小。公司近年来拿地更为聚焦,主要布局广州、上海、成都、杭州等高能级城市。公司近年来经营活动现金流持续净流入,不存在自由现金流缺口,公司筹资活动现金流近年来持续净流出。

资本结构和偿债能力

- **债务压力较轻,流动性压力较小。**截至 2025 年末公司总债务规模 649.87 亿元,其中短债占比为 17.40%,公司剔除预收款的资产负债率为 65.21%,净负债率为 38.92%,现金短债比为 2.58,公司债务压力较轻、流动性压力较小。截至 2026 年 3 月末,公司及合并范围内子公司共获得多家商业银行授信共计 1510.47 亿元,其中剩余可用额度 407.71 亿元,备用流动性充裕。

担保人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	10057.58	10784.74	10472.31	10379.12
货币资金	933.28	967.59	931.57	847.95
净资产	1752.36	1771.79	1804.82	1822.27
总债务	3752.39	4131.56	4250.98	4353.32
短期债务	1273.10	1306.07	1461.69	1491.28
净短期债务	339.82	338.48	530.12	643.33
经营活动现金流	449.17	527.25	248.54	(47.91)
投资活动现金流	(319.28)	(184.99)	(413.82)	(182.64)
筹资活动现金流	39.39	17.35	(122.26)	16.58
主营业务收入	1065.60	1133.27	1100.99	216.49
主营业务利润	182.36	155.42	145.43	22.82
EBITDA	149.15	138.85	122.48	NA
EBITDA(含补贴收入)	159.83	144.46	152.21	NA
EBITDA(含投资收益)	197.00	208.68	183.69	NA
净利润	73.97	24.15	42.60	15.37
主营业务利润率	17.11%	13.71%	13.21%	10.54%
主营业务收入增长率	11.14%	6.35%	-2.85%	NA
总资产回报率	0.77%	0.23%	0.40%	NA
净资产收益率	4.44%	1.37%	2.38%	NA
现金收入比	111.54%	103.65%	106.37%	126.00%
经营现金流/EBITDA	301.15%	379.73%	202.92%	NA
流动比率	1.18	1.21	1.18	1.13
速动比率	0.75	0.83	0.84	0.77
应收账款周转率	53.74	43.25	32.04	NA
存货周转率	0.38	0.40	0.45	NA
资产负债率	82.58%	83.57%	82.77%	82.44%
短期债务/总债务	33.93%	31.61%	34.38%	34.26%
总债务/总资本	68.17%	69.99%	70.20%	70.49%
货币资金/短期债务	73.31%	74.08%	63.73%	56.86%
货币资金/总债务	24.87%	23.42%	21.91%	19.48%
经营现金流/总债务	11.97%	12.76%	5.85%	-1.10%
EBITDA/利息支出	2.64	2.24	2.20	NA
EBITDA/总债务	0.04	0.03	0.03	NA
应付票据	18.85	20.70	26.58	26.03
永续债	44.00	65.00	94.00	94.00
债务资本比(含票据、永续)	69.08%	71.19%	71.88%	72.13%
净短期债务(含票据)	355.81	355.82	554.90	667.16

资料来源: Wind, 中金公司研究部

增信措施

- **广州越秀集团股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保, 担保人评分 3-。**越秀集团是广州市资产规模最大的国有企业集团之一, 广州市国资委和广东省财政厅分别持股 89.1%和 9.9%。公司目前已经形成金融、地产、交通基建和食品板块多元化发展, 旗下子公司众多, 包括多个上市公司。金融、地产、交通基建和食品板块分别贡献了 2025 年营业收入的 14.98%、71.08%、5.25%和 7.03%, 毛利润的 35.18%、44.78%、12.11%和 5.02%。房地产板块主要由越秀地产运营, 广州、长三角和环渤海贡献销售占比较高。交通基建板块, 截至 2026 年 3 月末, 公司投资及经营的收费公路、桥梁及码头项目共 17 个, 14 个高速公路, 1 个码头, 控股项目应占权益收费里程为 524.2 公里, 联营公司和合营企业的应占权益收费里程约为 83.5 公里。金融板块业务包括银行、融资租赁、产业投资基金、资产管理、期货等业务, 银行业务经营主体为创兴银行。截至 2026 年 3 月末, 公司考虑 26.03 亿元应付票据和 94 亿元永续债后债务资本比为 72.13%, 近年来维持上升, 账面货币资金不能覆盖短债, 但是考虑到公司融资渠道顺畅, 我们认为流动性压力不大。截至 2026 年 3 月末, 公司从国内外各商业银行获得的授信额度为 9562.09 亿元, 其中未使用额度为 5870.51 亿元, 银行授信充裕。

中金评分

- **主体评分 4+。**越秀集团下属地产公司, 项目以大湾区和华东区域为主, 土地储备充足, 2025 年销售规模下降、销售价格维持高位, 不过表现远好于行业平均, 2025 年公司拿地强度回升, 聚焦高能级城市。公司债务压力较轻, 短期流动性压力较小, 中金评分维持 4+。
- **债项评分 3-。**债项评分同担保人评分一致。

债券基本情况

债券简称	26 杭租 01
发行人	杭州金投融资租赁有限公司
发行期限	3
发行额	5 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	新世纪, AA+/NA
交易场所	上交所
主承销商	中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 10 日
行业	租赁
中金评分	5/5

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	109.83	77.69	72.88	85.94
货币资金	6.27	15.60	5.21	4.22
净资产	28.30	28.00	29.92	30.20
总债务	55.85	37.93	39.77	51.81
短期债务	20.20	24.04	25.46	23.93
净短期债务	13.93	8.44	20.25	19.71
经营活动现金流	0.99	30.51	(8.44)	(11.12)
投资活动现金流	(0.25)	0.72	3.29	(2.25)
筹资活动现金流	1.12	(21.89)	(5.24)	12.37
主营业务收入	7.39	4.56	4.19	1.13
主营业务利润(扣除财务费用)	2.76	0.99	2.03	0.62
营业利润	2.39	0.74	1.90	0.41
净利润	1.78	0.53	1.92	0.29
主营业务利润率(扣除财务费用)	37.35%	21.71%	48.45%	54.87%
主营业务收入增长率	-21.63%	-38.29%	-8.11%	NA
主营业务收入/平均应收融资租赁款	6.57%	5.28%	6.58%	NA
总资产回报率	1.61%	0.57%	2.55%	NA
净资产收益率	6.89%	1.88%	6.63%	NA
现金收入比	832.34%	861.62%	38.66%	523.89%
资产负债率	74.23%	63.96%	58.95%	64.86%
短期债务/总债务	36.17%	63.38%	64.02%	46.19%
总债务/总资本	66.37%	57.53%	57.07%	63.18%
货币资金/短期债务	31.04%	64.89%	20.46%	17.63%
(货币资金+一年内到期的非流动资产)/短债	201.63%	155.62%	109.82%	129.71%
货币资金/总债务	11.23%	41.13%	13.10%	8.15%
经营现金流/总债务	1.77%	80.44%	-21.22%	-21.46%
应付票据	0.00	0.03	0.05	0.10
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比(含票据、永续)	66.37%	57.55%	57.10%	63.22%
净短期债务(含票据)	13.75	8.37	20.14	19.67
关注类资产占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
不良率	0.35%	0.66%	0.52%	0.41%
风险资产放大倍数	3.66	2.22	2.26	2.71

资料来源: Wind, 中金公司研究部

杭州金投融资租赁有限公司

发行人简介

- **杭州市政府实际控制。**公司成立于 2013 年 6 月,由杭州市金融投资集团有限公司和复星金冠金融有限公司各出资 50%设立。2016 年复星金冠金融将所持 50%股权转让给锦宏投资(香港)有限公司。后经多次股权变更,截至 2026 年 3 月末,公司注册资本和实收资本均为 34 亿元。公司由杭州金融投资集团有限公司持股 100%,杭州金投由杭州市财政局持股 94.54%,因此公司的实际控制人为杭州市财政局。
- **杭州地区租赁企业,行业集中在产业园区、水务、环保等领域,区域集中在长三角地区。**2025 年融资租赁、经营性租赁、保理业务的收入占比分别为 68%、26%和 6%。融资租赁业务方面,截至 2026 年 3 月末应收融资租赁款净额为 38.9 亿元。公司的融资租赁业务主要覆盖产业园区、水务和环保等行业,占比分别为 37%、19%和 9%。区域投向方面,公司融资租赁业务新增投放主要集中在浙江省内地区;经营性租赁业务方面,盘扣式脚手架主要集中在江浙沪地区、安徽和江西,盾构机主要集中在华南、华东地区。目前公司融资租赁业务租期主要以 3-5 年为主。客户集中度方面,2026 年 3 月末单一客户融资集中度和单一集团客户融资集中度均为 11.03%,客户集中度不高。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 18.692 亿元,上海新世纪于 2023 年 6 月上调主体评级至 AA+并维持。中金评分 5。
- 控股股东杭州市金融投资集团有限公司目前未到期债券余额 216.4 亿元,中诚信国际和上海新世纪均给予主体评级 AAA。中金评分 4。

盈利和现金流

- **息差处于较高水平。**2024 年由于公司内部决策机制有所调整,调整期公司新增融资租赁业务投放大幅下降,公司资产、营收均大幅下滑。根据我们测算,生息资产收益率为 6%左右,计息负债成本率 3%左右,净息差 3%左右,息差处于较高水平。公司经营现金流主要来自融资租赁业务的投放和回款,经营性租赁资产的购买计入投资现金流。2024 年租赁资产减少 33 亿元,2025 年增加 10 亿元,整体不存在自由现金流缺口。
- **不良率绝对水平不高。**2023-2025 年末和 2026 年 3 月末,不良率分别为 0.35%、0.66%、0.52%和 0.41%,不良率处于较低水平,无关注类资产。截至 2026 年 3 月末,公司已形成两笔坏账,分别为杭州戴德实业有限公司融资租赁项目以及浙江舜飞重型发电设备制造有限公司项目,发行人已对两笔坏账采取法律措施,2026 年 3 月末正常类和损失类应收融资租赁款总额分别为 64.98 亿元和 0.27 亿元。

资本结构和偿债能力

- **资本金实力较弱,风险资产放大倍数不高,短期偿债压力不大。**近年来股东无增资,截至 2026 年 3 月末净资产 30 亿元,资本金实力在同行业中仍属于较弱水平。2026 年债务重新上涨,截至 2026 年 3 月末总债务 52 亿元,债务资本比达到 63%,风险资产放大倍数 2.71 倍,在同行业发行人中不算高。截至 2026 年 3 月末净短债缺口 3 亿元,不过货币资金和一年内到期的非流动资产可以覆盖短债,资产负债期限匹配较好。同期末公司获得金融机构授信总额 123 亿元,其中未使用授信额度为 84 亿元,备用流动性可以覆盖短期债务,短期偿债压力不大。

中金评分

- **主体评分 5。**公司由杭州市政府实际控制,杭州地区租赁企业,行业集中在产业园区、水务、环保等领域,区域集中在长三角地区。息差处于较高



水平。不良率绝对水平不高。资本金实力较弱，风险资产放大倍数不高，短期偿债压力不大。

- **债项评分 5。**本期债券无担保。

广东南海产业集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 产业 01
发行人	广东南海产业集团有限公司
发行期限	5
发行额	6 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	招商证券股份有限公司，中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 9 日
行业	综合投资
中金评分	5+/5+

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	213.97	234.27	242.38	253.78
货币资金	40.31	28.59	30.69	43.88
净资产	116.88	123.17	128.19	130.32
总债务	57.30	68.82	78.98	89.95
短期债务	12.44	17.49	24.11	30.37
净短期债务	(27.87)	(11.10)	(6.58)	(13.51)
经营活动现金流	5.86	(12.62)	(1.58)	(2.34)
投资活动现金流	(13.93)	(1.84)	(7.98)	1.60
筹资活动现金流	11.35	12.93	11.97	12.36
主营业务收入	24.87	23.18	22.68	4.22
主营业务利润	7.17	6.84	6.07	1.06
EBITDA	3.51	3.15	2.36	NA
EBITDA(含补贴收入)	4.80	3.73	2.80	NA
EBITDA(含投资收益)	6.16	6.51	5.18	NA
净利润	1.80	3.00	1.31	0.17
主营业务利润率	28.83%	29.51%	26.76%	25.12%
主营业务收入增长率	16.05%	-6.80%	-2.16%	NA
总资产回报率	0.89%	1.34%	0.55%	NA
净资产收益率	1.67%	2.50%	1.04%	NA
现金收入比	99.24%	105.78%	98.50%	123.93%
经营现金流/EBITDA	166.95%	-400.63%	-66.95%	NA
流动比率	2.98	2.59	2.34	2.38
速动比率	2.67	1.75	1.53	1.65
应收账款周转率	2.49	2.29	2.29	NA
存货周转率	1.89	0.84	0.52	NA
资产负债率	45.37%	47.42%	47.11%	48.65%
短期债务/总债务	21.71%	25.41%	30.53%	33.76%
总债务/总资本	32.90%	35.85%	38.12%	40.84%
货币资金/短期债务	324.04%	163.46%	127.29%	144.48%
货币资金/总债务	70.35%	41.54%	38.86%	48.78%
经营现金流/总债务	10.23%	-18.34%	-2.00%	-2.60%
EBITDA/利息支出	1.89	1.65	1.21	NA
EBITDA/总债务	0.06	0.05	0.03	NA
应付票据	3.24	3.71	1.33	1.46
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	34.13%	37.07%	38.51%	41.23%
净短期债务（含票据）	(26.13)	(8.80)	(6.46)	(13.20)

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **佛山市南海区国资局下属企业。**公司成立于 2010 年 7 月，由佛山市南海区国资办出资设立，2019 年 5 月南海区国资办更名为南海区国资局，截至 2026 年 3 月末，南海区国资局持有公司 92.46% 股权，为公司控股股东及实控人。截至 2026 年 3 月末，公司持有下属上市公司天银机电（300342.SZ）23.8% 股权（市值约 52 亿元），东软载波（300183.SZ）13.43% 的股份（市值约 8.5 亿元）。
- **家电零配件和电子为核心收入和利润来源。**公司业务较为多元化，主要分为产业载体、产业金融、产业投资三大板块。2025 年公司收入中冰箱压缩机用配套产品、雷达与航天信息化设备、软件及集成电路和有色金属贸易的营收占比分别为 21.5%、13.9%、45.6% 和 1.1%，毛利润占比分别为 13.1%、17.5%、44.4% 和 3.9%。（1）公司冰箱压缩机用配套产品、雷达与航天电子产品业务主要由 2019 年收购的上市公司天银机电经营。前者 2025 年外销收入占比 5.5%。（2）软件及集成电路主要由 2021 年收购的上市公司东软载波经营，业务涉及集成电路、能源互联网、智能化与智能制造。（3）公司有色金属贸易业务由金海公司经营，以国内销售为主，未涉及出口业务。（4）产业载体板块以运营广东金融高新区范围内的优质物业为主，截至 2026 年 3 月末，公司持有的物业资产主要为承业大厦、承创大厦、承展大厦和地铁金融城西塔，总建筑面积约 20.6 万平方米，已出租面积 11 万平方米，已出售面积 0.57 万平方米。类金融部分，公司及通过下属公司参股的金融机构有广东南海农村商业银行（7.41%）、广东股权交易中心（1.85%）和佛山海晟金融租赁（14%）。政府投资基金方面，主要以受托管理的方式或政府注入资本金的方式对南海区政府投资基金进行管理和配置，截至 2026 年 3 月末，公司在管在投基金注册总规模 150.8 亿元，实缴规模 73 亿元。

发债和评级评分历史

- 公司曾发行公司债，目前不含本期未到期债券余额 45.1934 亿元。联合资信和东方金诚于 2026 年 6 月给予主体评级 AAA。中金评分 5+。

盈利和现金流

- **2024 年来营收下滑，毛利率窄幅波动，非经常性损益补正净利。**2023 年因建材销售带动整体营收增长，2024 年来该业务明显萎缩，叠加雷达与航天信息化设备业务收缩，拖累整体营收下滑。软件及集成电路业务毛利率逐年下行，其余业务毛利率有所波动，整体毛利率波动下行。公司费用率保持在 30% 左右，侵蚀利润，扣费后持续亏损。此外，2023-2025 年公司投资收益规模分别为 2.7 亿元、3.4 亿元和 2.8 亿元，主要来源于对南海农商行的股权投资，政府补助分别为 1.3 亿元、0.6 亿元和 0.4 亿元，公允价值变动损益分别为 0.03 亿元、0.16 亿元和 0.52 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动所致，此外公司 2023-2025 年分别对天音机电、东软载波商誉等计提资产及信用减值损失 1.4 亿元、0.3 亿元和 0.7 亿元。
- **盈利变现效率波动较大，持续存在自由现金流缺口。**我们以 2024 年 EBITDA 估计，公司年度现金流产生能力约 1.9 亿元。公司盈利变现效率波动较大，其中 2023 年因其他应收款下降，经营现金流转正，2024 年来因购置地块支出、产业园开发成本增加，存货增长较多，经营现金流转为净流出。投资支出方面，投资现金流受买卖结存、大额存单等存款产品影响较大，年度间波动较大，不过保持净流出，2023-2025 年累计自由现金流缺口达 32 亿元。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司在建工程计划总投资 86 亿元，已投资 34 亿元，投资压力尚存。

资本结构和偿债能力

- **债务资本比不高，但内在偿债能力偏弱，货币资金可持续覆盖短债。**公司近年来自由现金流缺口持续积累，推动债务规模攀升。随合并范围扩大，公司净资产规模也有所增长，不过增速不及债务，推动财务杠杆持续抬升。截至 2026 年 3 月末公司含票据债务资本比仅有 41.2%，处于较低水平，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 38.1 倍，内在偿债能力不强。流动性方面，公司货币资金可持续覆盖全部短债。银行授信方面，截至 2026 年 3 月末，公司共获银行授信总额 272 亿元，未使用的授信额度 213 亿元，可提供流动性补充。

中金评分

- **主体评分 5+。**公司是佛山市南海区国资局下属企业，家电零配件和电子为核心收入和利润来源，2024 年来营收下滑，毛利率窄幅波动，非经常性损益补正净利，盈利变现效率波动较大，持续存在自由现金流缺口，债务资本比不高，但内在偿债能力偏弱，货币资金可持续覆盖短债。综合考虑，维持公司中金评分 5+ 不变。
- **债项评分 5+。**本次债券无担保，债项评分同主体评分一致。

债券基本情况

债券简称	26 锡创 K1
发行人	无锡市创新投资集团有限公司
发行期限	10Y5P
发行额	5 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	中诚信, AA+/NA
交易场所	上交所
主承销商	国联民生证券承销保荐有限公司, 天风证券股份有限公司
发行日	2026 年 6 月 10 日
行业	多元金融
中金评分	5/5

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	153.45	166.48	192.27	194.21
货币资金	11.47	9.42	20.58	13.66
净资产	79.85	81.09	87.13	89.65
总债务	28.25	43.76	61.82	65.19
短期债务	7.16	6.73	12.72	16.07
净短期债务	(4.31)	(2.69)	(7.86)	2.41
经营活动现金流	0.34	(0.81)	(0.71)	(0.73)
投资活动现金流	(7.52)	(11.03)	(3.52)	(7.66)
筹资活动现金流	4.39	10.67	15.29	1.03
主营业务收入	2.76	1.70	1.17	0.37
主营业务利润	2.30	1.35	0.88	0.30
EBITDA	0.70	0.19	(0.57)	NA
EBITDA(含补贴收入)	0.95	0.29	(0.55)	NA
EBITDA(含投资收益)	3.72	3.02	6.51	NA
净利润	4.68	2.56	3.64	2.52
主营业务利润率	83.33%	79.41%	75.21%	81.08%
主营业务收入增长率	30.43%	-38.41%	-31.18%	NA
总资产回报率	3.66%	1.60%	2.03%	NA
净资产收益率	8.03%	3.18%	4.33%	NA
现金收入比	120.65%	596.47%	1201.71%	1037.84%
经营现金流/EBITDA	48.57%	-426.32%	124.56%	NA
流动比率	2.66	2.36	2.29	2.10
速动比率	2.66	2.36	2.29	2.10
资产负债率	47.96%	51.29%	54.68%	53.84%
短期债务/总债务	25.35%	15.38%	20.58%	24.65%
总债务/总资本	26.13%	35.05%	41.50%	42.10%
货币资金/短期债务	160.20%	139.97%	161.79%	85.00%
货币资金/总债务	40.60%	21.53%	33.29%	20.95%
经营现金流/总债务	1.20%	-1.85%	-1.15%	-1.12%
EBITDA/利息支出	0.72	0.16	-0.38	NA
EBITDA/总债务	0.02	-	-0.01	NA
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比(含票据、永续)	26.13%	35.05%	41.50%	42.10%
净短期债务(含票据)	(4.31)	(2.69)	(7.86)	2.41

资料来源: Wind, 中金公司研究部

无锡市创新投资集团有限公司

发行人简介

- 无锡市国资委实际控制企业。**公司成立于 2013 年, 后经多次股权转让及增资, 截至 2025 年末, 无锡市国发资本运营有限公司、无锡丰润投资有限公司、江苏省国信集团有限公司、无锡城建发展集团有限公司分别对公司持股 73.5%、18.28%、4.11%和 4.11%, 公司实际控制人为无锡市国资委。
- 业务涵盖母基金管理、股权投资, 目前项目质量较好。**公司负责管理无锡市政府引导基金和锡山区引导基金, 并形成市场化股权投资体系, 并逐渐剥离类金融业务, 2025 年基金管理收入占比 86%。(1) 母基金管理方面, 通过收取管理费实现盈利。2025 年末, 公司在管母基金 12 支, 合计认缴规模 383 亿元, 实缴规模 143 亿元, 在管母基金基本处于投资期。(2) 股权投资业务主要为股权直投和私募股权投资基金业务, 主要投资对象为中小创新科技企业, 集中于无锡市、亦包括长三角区域、北京及深圳等地。2025 年末股权直投项目 12 个, 账面价值 36 亿元, 包括无锡教育发展投资 6.24 亿元、华虹半导体 3.7 亿元。私募基金在投项目总投资额 258 亿元, 已回收 173 亿元。股权和基金投资已退出项目 31 个, 收益 21 亿元。华虹半导体目前剩余投资金额 1.7 亿元。剩余未退出项目已经有明确退出计划的预计可实现收益 17 亿元。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 47 亿元, 中诚信国际 2021 年 7 月首次给予主体评级 AA, 2023 年 7 月上调至 AA+。中金评分为 5。
- 控股股东无锡市国发资本运营有限公司目前未到期债券余额为 25 亿元。中诚信国际 2022 年 7 月首次给予主体评级 AA+并维持。中金评分 4-。

盈利和现金流

- 2025 年处置部分投资项目, 盈利好转, 盈利稳定性较弱。**2023 年公司将国联产投纳入合并范围, 公司基金管理业务扩张, 收入规模扩大。2024 年由于底层投资项目产生较多超额收益的在管基金减少, 收入下降。2023-2025 年投资收益分别为 3、2.8 和 7 亿元, 2025 年投资收益增幅较大主要为下属子公司一村资本索尔思项目结转退出收益 3.7 亿元、处置华虹半导体有限公司 434.23 万股股票实现投资收益 1.4 亿元。同期公允价值变动收益分别为 3、1.7 和 1.8 亿元, 主要来自被投资企业估值变动, 公司持有的华虹公司、海致科技集团股票等交易性金融资产实现较多公允价值变动收益。
- 股权和基金投资导致现金流持续净流出。**2023 年公司不再经营租赁、保理及小贷业务, 经营现金流下滑, 持续呈现小幅净流出, 整体规模较小。投资现金流主要由母基金管理及股权投资业务形成, 近年持续净流出。

资本结构和偿债能力

- 债务率为同行业较高水平, 资产流动性较弱, 备用流动性较少。**近年来股东无增资, 净资产规模变动主要来自未分配利润累积。持续的自由现金流缺口推动债务规模上升, 截至 2026 年 3 月末总债务 65 亿元, 债务资本比 42.1%, 债务负担不重但债务率处于同行业较高水平。流动性方面, 短债占比维持相对较低水平, 净短债缺口 2 亿元。同期末公司获得银行授信 17.6 亿元, 其中 9.8 亿元未使用, 可用授信余额较少。2025 年末其他非流动资产占比 70%, 资产流动性较弱。2025 年末母公司有息债务 51 亿元, 债务资本比 61%, 债务率也较高, 不过债务主要为长期应付债券, 流动性压力可控。

中金评分

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **主体评分 5。**无锡市国资委实际控制企业，业务涵盖母基金管理、股权投资投资，项目质量较好。2025 年处置部分投资项目，盈利好转，盈利稳定性较弱。现金流持续净流出，债务率为同行业较高水平，资产流动性较弱，备用流动性较少。
- **债项评分 5。**本期债券无担保，债项评分同主体评分。

债券基本情况

债券简称	26 安琪 K1
发行人	安琪酵母股份有限公司
发行期限	10Y5P
发行额	10 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	新世纪, AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	华泰联合证券有限责任公司
发行日	2026 年 6 月 10 日
行业	食品饮料
中金评分	4/4

资料来源: Wind, 中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	192.70	217.33	254.58	256.55
货币资金	11.93	13.78	28.12	23.21
净资产	105.96	113.39	128.98	133.59
总债务	54.43	64.57	81.87	84.63
短期债务	34.23	43.97	61.18	51.69
净短期债务	22.30	30.19	33.06	28.48
经营活动现金流	13.21	16.50	24.78	(3.70)
投资活动现金流	(17.25)	(17.65)	(20.02)	(3.53)
筹资活动现金流	2.87	2.11	7.70	2.28
主营业务收入	135.81	151.97	167.29	45.34
主营业务利润	31.78	34.58	40.00	11.66
EBITDA	22.05	23.80	27.86	NA
EBITDA(含补贴收入)	23.68	25.98	30.57	NA
EBITDA(含投资收益)	22.03	23.76	27.81	NA
净利润	13.12	13.53	15.89	4.39
主营业务利润率	23.40%	22.75%	23.91%	25.72%
主营业务收入增长率	5.75%	11.90%	10.08%	NA
总资产回报率	7.25%	6.60%	6.73%	NA
净资产收益率	12.99%	12.34%	13.11%	NA
现金收入比	116.77%	107.30%	113.12%	105.40%
经营现金流/EBITDA	59.91%	69.33%	88.94%	NA
流动比率	1.32	1.22	1.21	1.43
速动比率	0.70	0.67	0.68	0.78
应收账款周转率	8.68	9.00	9.10	NA
存货周转率	3.02	2.87	2.68	NA
资产负债率	45.01%	47.83%	49.34%	47.93%
短期债务/总债务	62.89%	68.10%	74.73%	61.08%
总债务/总资本	33.94%	36.28%	38.83%	38.78%
货币资金/短期债务	34.85%	31.34%	45.96%	44.90%
货币资金/总债务	21.92%	21.34%	34.35%	27.43%
经营现金流/总债务	24.27%	25.55%	30.27%	-4.37%
EBITDA/利息支出	32.43	22.24	16.20	NA
EBITDA/总债务	0.41	0.37	0.34	NA
应付票据	2.15	2.64	1.76	2.59
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比(含票据、永续)	34.81%	37.21%	39.34%	39.50%
净短期债务(含票据)	24.45	31.74	33.74	30.07

资料来源: Wind, 中金公司研究部

安琪酵母股份有限公司

发行人简介

- 宜昌市国资委控股的上市公司。**公司是由原国家科委中国生物工程开发中心、中科院微生物所、国家计委科技司三家联合建议立项, 全国唯一的一家活性干酵母试验基地, 98 年设立股份有限公司, 2000 年在上交所上市。截至 2026 年 3 月末, 控股股东湖北安琪生物集团有限公司持股 38.10%, 安琪集团由宜昌市国资委全资持有, 实际控制人为宜昌市国资委。
- 国内酵母行业龙头, 规模优势显著, 行业地位稳固。**公司是我国酵母行业龙头企业, 在行业中排名全球前第二, 国内第一。公司主要从事酵母及衍生产品的生产和经营, 主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母提取物、营养健康产品、生物饲料添加剂等。2025 年酵母及深加工产品、制糖业务分别贡献了收入的 71% 和 8%, 毛利占比为 93% 和 -1.6%。公司目前在国内外多省和海外建有 14 个生产基地, 酵母系列总产能超过 45 万吨, 国内市场占有率 55%, 全球市场占比超过 20%。公司 2023-2025 年酵母发酵产能分别为 36.33 万吨、40.04 万吨和 45.62 万吨, 产能利用率均保持 100% 以上较高水平, 产销率也保持 90% 以上。目前全球酵母总产能超过 210 万吨, CR3 超过 70%, 公司为行业第二, 竞争优势较强, 行业地位稳固。公司制糖业务以甜菜为原料, 采用双碳酸法制糖工艺生产的绵白糖和白砂糖。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发行短融中票, 目前不含本期末到期债务余额 10 亿元。上海新世纪于 2024 年 7 月给予主体评级 AAA。中金评分于 2012 年 9 月下调至 4-, 并于 2025 年 8 月上调至 4。

盈利和现金流

- 收入持续增长, 毛利率小幅下滑, 净利润基本稳定并小幅增长。**公司作为行业龙头, 近年来市场份额持续增加, 营业收入持续保持增长, 但受到糖蜜价格波动、国际汇率波动、人工成本上涨等因素影响, 公司近几年毛利率水平持续下滑, 由最高时的 35% 以上下滑至 2025 年的 23.5%, 因此虽然收入规模持续增长, 公司 2022-2024 年净利润基本保持稳定, 2025 年实现一定增长。
- 盈利变现效率回升, 2025 年自由现金流回正。**公司经营规模近年来持续增长, 因此应收账款和存货规模持续增加, 导致此前几年盈利变现效率始终偏弱, 2022-2024 年 EBITDA 实现为经营活动现金流的比例均不足 70%, 不过逐年改善, 2025 年恢复至较高水平。投资方面, 公司近几年固定资产支出均在 15 亿元以上, 此前持续存在自由现金流缺口, 2025 年随着经营活动现金流回升, 自由现金流回正。

资本结构和偿债能力

- 债务负担不重, 偿债能力良好。**公司自由现金流缺口推升债务规模, 近几年债务持续增长, 净资产在盈利积累下也保持增长, 截至 2026 年 3 月末债务资本比为 39.5%, 在同行业中属于较低水平。总债务为 2025 年 EBITDA 的 3.0 倍, 内在偿债能力较好。
- 短债占比较高, 不过外部授信充足, 银行支持力度较好。**公司短债占比较高, 截至 2026 年 3 月末短债占比超过 60%, 净短债规模 30.1 亿元, 相对公司体量偏高。根据募集说明书披露, 截至 2025 年末, 公司获得银行授信总额 196.8 亿元人民币和 3.1 亿美元, 其中 135.2 亿元人民币和 2.0 亿美元尚未使用, 可提供较为充裕的流动性支持。另外信用借款比例较高, 外部支持力度较好。

中金评分

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **主体评分 4。**公司是宜昌市国资委控股的上市公司，主营酵母及相关衍生品的生产销售业务，公司是我国酵母行业龙头企业，市场占有率全球第二，国内第一，具备较强的行业竞争优势，市场地位稳固。公司近年来收入持续增长，但我们也关注到受原材料和人工成本上升等因素的影响，公司毛利率水平持续下滑，因此盈利水平增长有限。公司债务负担不重，内生偿债能力较强，短债占比虽高但外部授信和支持力度较强，流动性压力不大，综合考虑我们维持公司主体评分 4。
- **债项评分 4。**本期债券无增信措施，债项评分为 4。



说明：非标余额取发行人年报中短期借款、其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债、长期借款明细中借款方为非银机构的借款、融资租赁款及各类债权、直融计划合计值；
募集披露的最近一期季度有息债务结构列示在其他说明中
资料来源：募集说明书，跟踪评级报告，Wind，财汇资讯，中金公司研究部

23

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关法律责任的权利。



图表 2：中金永续债评分表

	发行额 (亿元)	期限	发行日	担保人	行业	外部评级 (主体 债项)	中金评分 (主体 债项)	起息日	首次派息日	票面利率调整公式	会计处理条款			所得税条款		利息递延条款		限制付息事件	偿付顺序
											会计处理	会计变更 原因权	会计变更披露	发行人是否预 前扣除	投资者是否缴纳	递延次数 限制	递延利息计息		
26HP13YK	10	3+N	2026/6/4		电力	AAA/AA+GII	2/2	2026/6/5	2029/6/5	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26HP14YK	10	5+N	2026/6/4		电力	AAA/AA+GII	2/2	2026/6/5	2031/6/5	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人普通债务
赣投YK07	15	3+N	2026/6/8		综合投资	AAA/NA	4/4	2026/6/10	2029/6/10	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26建集Y2	7.5	3+N	2026/6/5		房地产	AAA/NA	4/4	2026/6/9	2029/6/9	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	NA	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26建集Y3	9	5+N	2026/6/5		房地产	AAA/NA	4/4	2026/6/9	2031/6/9	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	NA	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
一航YK06	10	3+N	2026/6/5		基建设施	AAA/NA	4/4~	2026/6/9	2029/6/9	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26联投Y3	10	3+N	2026/6/5		城投	AAA/NA	4/4	2026/6/9	2029/6/9	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26信保Y2	10	3+N	2026/6/5		担保	AAA/NA	3~3~	2026/6/9	2029/6/9	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26象集Y1	15	3+N	2026/6/8		贸易	AAA/NA	4~/5+	2026/6/10	2029/6/10	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26桂交Y3	15	3+N	2026/6/4		高速公路	AAA/NA	4/4	2026/6/5	2029/6/5	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26唐新Y3	10	3+N	2026/6/4		电力	AAA/AAA	3~/3~	2026/6/8	2029/6/8	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26成文KY01	10	3+N	2026/6/10		城投	AAA/NA	NA	2026/6/11	2029/6/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26成文KY02	10	5+N	2026/6/10		城投	AAA/NA	NA	2026/6/11	2031/6/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按规定国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务

资料来源：募集说明书，跟踪评级报告，Wind，财汇资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

团队信息



汪晴 分析员

SAC 执证编号: S0080522010002
qing7.wang@cicc.com.cn



王瑞娟 分析员

SAC 执证编号: S0080515060003
SFC CE Ref: BSU042
ruijuan.wang@cicc.com.cn



许艳 分析员

SAC 执证编号: S0080511030007
SFC CE Ref: BBP876
xuyan@cicc.com.cn



雷文澜 分析员

SAC 执证编号: S0080518070015
wenlan.lei@cicc.com.cn



邱子轩, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080522090001
zixuan.qiu@cicc.com.cn



万筱越 分析员

SAC 执证编号: S0080522070004
xiaoyue.wan@cicc.com.cn



王若阳 分析员

SAC 执证编号: S0080523050006
ruoyang.wang@cicc.com.cn



袁文博 分析员

SAC 执证编号: S0080523060023
wenbo.yuan@cicc.com.cn



徐宇轩 分析员

SAC 执证编号: S0080525090002
yuxuan.xu@cicc.com.cn



高思平 联系人

SAC 执证编号: S0080125070082
siping.gao@cicc.com.cn

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金 1~5 级评分体系定义

评分等级	含义
1	债务人长期信用基本面非常健康，中长期内没有可预期的经济、业务、环境等不利因素能对企业优异的基本面造成损害，其长期债务的偿还能力极强。
2	债务人长期信用基本面很健康，虽然与评分为 1 的客户比，更容易受环境和经济周期变化的影响，其长期债务的偿还能力仍然很强。
3	债务人拥有基本良好的长期信用基本面，自身的经营现金流就可提供充足的财务保障和偿还能力，但持续而重大的经济萧条或者不利环境变化可能会弱化债务人对长期债务的偿还能力。
4	债务人当前的长期信贷基本面尚可接受，可以提供债权保障，但是企业可能面对一些在未来一两年内可能影响其长期信贷基本面的变化趋势，突然的经济萧条和重大变化会危及其对长期债务的偿还能力。
5	企业没有长期良好的信贷基本面，任何在其经营环境中出现的困难均可导致其长期信贷基本面发生恶化，长期违约风险较高。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：赵静

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560