

## 信用分析周报

## 中国短期融资券及中期票据信用分析周报



邱子轩, CFA 分析员  
SAC 执证编号: S0080522090001  
zixuan.qiu@cicc.com.cn



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



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

## 新券信息

| 债券名称                   | 发行额<br>(亿元) | 期限    | 发行<br>利率<br>(%) | 发行日      | 上市日      | 担保人 | 行业   | 外部评级<br>(主体/债项) | 主承销商                                     | 中金评分<br>(主体/债项) | 发行人全称                | 最近评论<br>报告日期 |
|------------------------|-------------|-------|-----------------|----------|----------|-----|------|-----------------|------------------------------------------|-----------------|----------------------|--------------|
| 短期融资券                  |             |       |                 |          |          |     |      |                 |                                          |                 |                      |              |
| 26 九龙江 CP002           | 1           | 0.3 年 |                 | 26-06-15 | 26-06-17 |     | 城投   | AAA/NA          | 中国银行                                     | 4-              | 漳州市九龙江集团有限公司         | 26-01-14     |
| 26 陕建集团 CP001          | 10          | 0.7 年 |                 | 26-06-16 | 26-06-18 |     | 基础设施 | AAA/NA          | 华夏银行                                     | 5+              | 陕西建工集团股份有限公司         | 25-12-17     |
| 26 邮政 CP002            | 100         | 0.8 年 |                 | 26-06-15 | 26-06-17 |     | 综合投资 | AAA/NA          | 北京银行/<br>兴业银行/<br>光大银行/<br>邮储银行/<br>中信银行 | 1               | 中国邮政集团有限公司           | 25-12-03     |
| 26 恒力 CP003            | 5           | 1 年   |                 | 26-06-16 | 26-06-18 |     | 化工   | AAA/NA          | 江苏银行/<br>上海银行/<br>招商银行/<br>工商银行/<br>中信银行 | 5+              | 恒力集团有限公司             | 26-03-18     |
| 26 北城建设 CP001          | 7           | 1 年   |                 | 26-06-15 | 26-06-17 |     | 城投   | AA+/NA          | 徽商银行/<br>兴业银行                            | 5+              | 合肥北城建设投资有限公司(集团)有限公司 | 25-08-27*    |
| 26 黄石城发 CP006          | 15          | 1 年   |                 | 26-06-16 | 26-06-18 |     | 城投   | AA+/NA          | 长江/华夏<br>银行                              | 4-              | 黄石市城市发展投资集团有限公司      | 25-12-17     |
| 26 乌交旅 CP003           | 2           | 1 年   | 1.6             | 26-06-12 | 26-06-16 |     | 城投   | AA+/NA          | 中国银河                                     | 5+              | 乌鲁木齐交通旅游投资(集团)有限公司   | 25-10-15     |
| 26 国网租赁<br>CP006(革命老区) | 4           | 0.9 年 |                 | 26-06-15 | 26-06-17 |     | 租赁   | AAA/NA          | 天津银行                                     | 4               | 国网国际融资租赁有限公司         | 25-11-26     |
| 26 渝惠通 CP001           | 5           | 1 年   | 1.6             | 26-06-12 | 26-06-16 |     | 城投   | AA+/NA          | 光大/重庆<br>农商行                             | 5               | 重庆市永川区惠通建设发展有限公司     | 26-03-11     |
| 超短期融资券                 |             |       |                 |          |          |     |      |                 |                                          |                 |                      |              |
| 26 远东租赁<br>SCP005      | 10          | 0.5 年 | 1.45            | 26-06-10 | 26-06-12 |     | 租赁   | AAA/NA          | 华夏银行/<br>中信银行                            | 4-              | 远东国际融资租赁有限公司         | 25-10-22     |
| 26 苏国信 SCP006          | 7           | 0.1 年 |                 | 26-06-15 | 26-06-17 |     | 综合投资 | AAA/NA          | 江苏银行/<br>中信银行                            | 3               | 江苏省国信集团有限公司          | 26-01-21     |
| 26TCL 集 SCP002         | 20          | 0.5 年 |                 | 26-06-15 | 26-06-18 |     | 电子通信 | AAA/NA          | 兴业银行/<br>招商银行/<br>建设银行/<br>中信银行          | 4+              | TCL 科技集团股份有限公司       | 26-04-22     |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                |    |       |      |          |          |      |        |            |       |                  |                 |
|----------------|----|-------|------|----------|----------|------|--------|------------|-------|------------------|-----------------|
| 26 中燃气 SCP001  | 7  | 0.6 年 | 1.53 | 26-06-11 | 26-06-15 | 公用事业 | AAA/NA | 渤海银行/平安银行  | 3     | 中国燃气控股有限公司       | 26-04-08        |
| 26 中燃气 SCP002  | 8  | 0.7 年 | 1.54 | 26-06-11 | 26-06-15 | 公用事业 | AAA/NA | 中信银行       | 3     | 中国燃气控股有限公司       | 26-04-08        |
| 26 南航股 SCP010  | 17 | 0.3 年 | 1.4  | 26-06-12 | 26-06-16 | 航空   | AAA/NA | 招商银行/中信银行  | NA    | 中国南方航空股份有限公司     | 26-01-28        |
| 26 南航股 SCP012  | 25 | 0.6 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 航空   | AAA/NA | 建设银行       | NA    | 中国南方航空股份有限公司     | 26-01-28        |
| 26 广州医药 SCP001 | 3  | 0.7 年 | 1.45 | 26-06-12 | 26-06-16 | 医药   | AA+/NA | 招商银行/中信银行  | 4-→5+ | 广州医药股份有限公司       | 25-08-13* (P28) |
| 26 环球租赁 SCP006 | 5  | 0.5 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 租赁   | AAA/NA | 杭州银行/浦发银行  | 4     | 中国环球租赁有限公司       | 26-03-04        |
| 26 浙江新能 SCP001 | 3  | 0.7 年 | 1.42 | 26-06-11 | 26-06-15 | 电力   | AAA/NA | 招商银行/光大银行  | 4     | 浙江省新能源投资集团有限公司   | 25-12-17        |
| 26 浙江新能 SCP002 | 3  | 0.7 年 | 1.42 | 26-06-11 | 26-06-15 | 电力   | AAA/NA | 北京银行/中信银行  | 4     | 浙江省新能源投资集团有限公司   | 25-12-17        |
| 26 顺鑫 SCP001   | 5  | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 食品饮料 | AA/NA  | 北京银行/民生银行  | 5+    | 北京顺鑫控股集团有限公司     | 25-03-05* (P36) |
| 26 广州地铁 SCP004 | 22 | 0.7 年 | 1.38 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投   | AAA/NA | 招商银行/民生银行  | 3     | 广州地铁集团有限公司       | 25-10-15        |
| 26 鲁西化工 SCP001 | 8  | 0.2 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 化工   | AAA/NA | 北京银行/浦发银行  | 4     | 鲁西化工集团股份有限公司     | 25-08-13* (P35) |
| 26 鄂能源 SCP005  | 15 | 0.2 年 | 1.4  | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力   | AAA/NA | 招商银行/中信银行  | 3     | 湖北能源集团股份有限公司     | 25-12-03        |
| 26 越秀资本 SCP004 | 5  | 0.7 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 多元金融 | AAA/NA | 江苏银行/中信银行  | NA    | 广州越秀资本控股集团有限公司   | 25-11-20        |
| 26 粤交投 SCP002  | 7  | 0.7 年 | 1.38 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投   | AAA/NA | 农业银行/中信银行  | 3-    | 广州交通投资集团有限公司     | 26-01-07        |
| 26 桂冠电力 SCP002 | 5  | 0.7 年 | 1.39 | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力   | AAA/NA | 招商银行/中信银行  | 3-    | 广西桂冠电力股份有限公司     | 26-03-25        |
| 26 南京医药 SCP008 | 5  | 0.7 年 | 1.39 | 26-06-11 | 26-06-15 | 医药   | AA+/NA | 北京银行/兴业银行  | 5+    | 南京医药集团股份有限公司     | 26-01-21        |
| 26 南京医药 SCP009 | 5  | 0.7 年 | 1.4  | 26-06-12 | 26-06-16 | 医药   | AA+/NA | 江苏银行/南京银行  | 5+    | 南京医药集团股份有限公司     | 26-01-21        |
| 26 上海医药 SCP003 | 20 | 0.7 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 医药   | AAA/NA | 浦发银行       | 3     | 上海医药集团股份有限公司     | 25-09-24        |
| 26 北电 SCP004   | 10 | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 电力   | AAA/NA | 招商银行/中国银行  | 3-    | 北方联合电力有限责任公司     | 26-05-27        |
| 26 华电煤业 SCP001 | 10 | 0.7 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 煤炭   | AAA/NA | 北京农商行/招商银行 | 3-    | 华电煤业集团有限公司       | 25-06-11* (P30) |
| 26 新投 SCP001   | 5  | 0.7 年 | 1.53 | 26-06-10 | 26-06-12 | 综合投资 | AAA/NA | 浦发银行/中信    | 4-    | 新疆投资发展(集团)有限责任公司 | 25-10-23        |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                   |     |       |      |          |          |          |        |                                |    |                         |                    |
|-------------------|-----|-------|------|----------|----------|----------|--------|--------------------------------|----|-------------------------|--------------------|
| 26 昆山创业<br>SCP003 | 5   | 0.7 年 | 1.39 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投       | AAA/NA | 苏州银行/<br>民生银行                  | 4  | 昆山创业控<br>股集团有限<br>公司    | 25-09-17           |
| 26 昆山创业<br>SCP004 | 5   | 0.7 年 | 1.44 | 26-06-15 | 26-06-17 | 城投       | AAA/NA | 兴业银行/<br>建设银行                  | 4  | 昆山创业控<br>股集团有限<br>公司    | 25-09-17           |
| 26 大唐发电<br>SCP006 | 20  | 0.3 年 | 1.35 | 26-06-12 | 26-06-16 | 电力       | AAA/NA | 北京银行/<br>民生银行/<br>邮储银行         | 2- | 大唐国际发<br>电股份有限<br>公司    | 25-08-27*<br>(P29) |
| 26 青岛啤酒<br>SCP001 | 4   | 0.7 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 食品饮<br>料 | AAA/NA | 招商银行/<br>农业银行                  | 3  | 青岛啤酒集<br>团有限公司          | 25-08-27*<br>(P33) |
| 26 招商局 SCP004     | 50  | 0.6 年 | 1.37 | 26-06-11 | 26-06-15 | 综合投<br>资 | AAA/NA | 招商银行/<br>建设银行                  | 2+ | 招商局集团<br>有限公司           | 26-01-22           |
| 26 中盐 SCP004      | 5   | 0.4 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 化工       | AAA/NA | 北京银行/<br>中信银行                  | 3- | 中国盐业集<br>团有限公司          | 26-02-04           |
| 26 越秀集团<br>SCP003 | 10  | 0.3 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 综合投<br>资 | AAA/NA | 平安银行/<br>兴业银行                  | 3- | 广州越秀集<br>团股份有限<br>公司    | 25-10-15           |
| 26 越秀集团<br>SCP004 | 10  | 0.3 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 综合投<br>资 | AAA/NA | 恒丰银行/<br>华夏银行                  | 3- | 广州越秀集<br>团股份有限<br>公司    | 25-10-15           |
| 26 广州产投<br>SCP004 | 9.5 | 0.7 年 | 1.43 | 26-06-11 | 26-06-15 | 综合投<br>资 | AAA/NA | 招商银行                           | 3- | 广州产业投<br>资控股集团<br>有限公司  | 26-03-04           |
| 26 苏州高新<br>SCP016 | 4   | 1 年   |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投       | AAA/NA | 江苏江南农<br>商行/南京<br>银行           | 4- | 苏州苏高新<br>集团有限公<br>司     | 25-10-15           |
| 26 苏州高新<br>SCP017 | 3   | 0.6 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投       | AAA/NA | 民生银行                           | 4- | 苏州苏高新<br>集团有限公<br>司     | 25-10-15           |
| 26 龙源电力<br>SCP009 | 25  | 0.6 年 | 1.36 | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力       | AAA/NA | 浦发银行/<br>浙商银行                  | NA | 龙源电力集<br>团股份有限<br>公司    | 25-11-26           |
| 26 龙源电力<br>SCP010 | 25  | 0.6 年 | 1.36 | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力       | AAA/NA | 北京银行/<br>兴业银行                  | NA | 龙源电力集<br>团股份有限<br>公司    | 25-11-26           |
| 26 内蒙电网<br>SCP002 | 10  | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 电力       | AAA/NA | 兴业银行/<br>中金                    | 3  | 内蒙古电力<br>(集团)有限<br>责任公司 | 26-04-29           |
| 26 光明 SCP001      | 15  | 0.2 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 食品饮<br>料 | AAA/NA | 浦发银行/<br>上海银行                  | 3- | 光明食品(集<br>团)有限公司        | 26-04-02           |
| 26 冀中能源<br>SCP001 | 5   | 0.5 年 | 1.45 | 26-06-10 | 26-06-12 | 煤炭       | AAA/NA | 浦发银行/<br>民生银行                  | 5+ | 冀中能源集<br>团有限责任<br>公司    | 25-11-12           |
| 26 新海连 SCP004     | 4   | 0.7 年 | 1.6  | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投       | AA+/NA | 北京银行/<br>南京银行                  | 5+ | 江苏新海连<br>发展集团有<br>限公司   | 26-01-28           |
| 26 绍兴交通<br>SCP001 | 5   | 0.7 年 | 1.37 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投       | AAA/NA | 东方/浦发<br>银行                    | 4  | 绍兴市交通<br>控股集团有<br>限公司   | 25-07-16*          |
| 26 深圳地铁<br>SCP003 | 17  | 0.7 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 城投       | AAA/NA | 兴业银行/<br>中信银行                  | 3+ | 深圳市地铁<br>集团有限公<br>司     | 25-11-19           |
| 26 中交三航<br>SCP015 | 10  | 0.5 年 | 1.38 | 26-06-10 | 26-06-12 | 基建设<br>施 | AAA/NA | 江苏银行/<br>上海农商行                 | 4- | 中交第三航<br>务工程局有<br>限公司   | 26-01-07           |
| 26 桐昆控股<br>SCP008 | 3   | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 化工       | AA+/NA | 兴业银行                           | 5+ | 桐昆控股集<br>团有限公司          | 26-02-11           |
| 26 东阳光 SCP004     | 2   | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 医药       | AA+/NA | 东莞农商行<br>/东莞银行/<br>广东顺德农<br>商行 | 5  | 深圳市东阳<br>光实业发展<br>有限公司  | 26-04-01           |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                       |      |       |      |          |          |                                        |          |        |               |         |                                       |                    |
|-----------------------|------|-------|------|----------|----------|----------------------------------------|----------|--------|---------------|---------|---------------------------------------|--------------------|
| 26 苏广播 SCP004         | 3    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                                        | 传媒       | AAA/NA | 江苏银行/<br>南京银行 | 4+      | 江苏省广播<br>电视集团有<br>限公司                 | 25-11-19           |
| 26 苏交通 SCP008         | 20   | 0.7 年 | 1.38 | 26-06-10 | 26-06-12 |                                        | 高速公<br>路 | AAA/NA | 北京银行/<br>江苏银行 | 2-      | 江苏交通控<br>股有限公司                        | 26-03-11           |
| 26 苏农垦 SCP012         | 5    | 0.2 年 | 1.4  | 26-06-12 | 26-06-16 |                                        | 农业       | AAA/NA | 建设银行          | 4       | 江苏省农垦<br>集团有限公<br>司                   | 25-12-24           |
| 26 即墨旅投<br>SCP001     | 5    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 江西华<br>章汉辰<br>融资担<br>保集团<br>股份有<br>限公司 | 城投       | AAA/NA | 东方/青岛<br>银行   | 5+/<br> | 青岛市即墨<br>区城市旅游<br>开发投资有<br>限公司        | 25-09-24           |
| 26 山东金融<br>SCP003     | 5    | 0.7 年 | 1.38 | 26-06-12 | 26-06-16 |                                        | 资管       | AAA/NA | 广发银行/<br>浦发银行 | 4-      | 山东省金融<br>资产管理股<br>份有限公司               | 25-11-19           |
| 26 中交租赁<br>SCP004     | 6    | 0.2 年 | 1.4  | 26-06-10 | 26-06-12 |                                        | 租赁       | AAA/NA | 兴业银行/<br>邮储银行 | 4       | 中交融资租<br>赁有限公司                        | 26-03-18           |
| 26 津地铁 SCP002         | 5.83 | 0.7 年 | 1.58 | 26-06-11 | 26-06-15 |                                        | 城投       | AAA/NA | 天津银行          | 4+      | 天津市地下<br>铁道集团有<br>限公司                 | 25-08-20*          |
| 26 华润控股<br>SCP001     | 12   | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                                        | 房地产      | AAA/NA | 浦发银行/<br>工商银行 | 3-      | 华润置地控<br>股有限公司                        | 26-01-22           |
| 26 华润控股<br>SCP002     | 12   | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                                        | 房地产      | AAA/NA | 兴业银行/<br>中信银行 | 3-      | 华润置地控<br>股有限公司                        | 26-01-22           |
| 26 华润控股<br>SCP003     | 6    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                                        | 房地产      | AAA/NA | 招商银行          | 3-      | 华润置地控<br>股有限公司                        | 26-01-22           |
| 26 核风电 GN005          | 15   | 0.3 年 | 1.35 | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 电力       | AAA/NA | 广发银行/<br>农业银行 | 3+      | 中广核风电<br>有限公司                         | 25-12-17           |
| 26 核风电<br>GN006(乡村振兴) | 15   | 0.3 年 | 1.35 | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 电力       | AAA/NA | 平安银行/<br>中信银行 | 3+      | 中广核风电<br>有限公司                         | 25-12-17           |
| 26 浙国贸 SCP002         | 5    | 0.7 年 | 1.42 | 26-06-11 | 26-06-15 |                                        | 贸易       | AAA/NA | 江苏银行/<br>光大银行 | 4       | 浙江省国际<br>贸易集团有<br>限公司                 | 25-10-15           |
| 26 浙国贸 SCP003         | 5    | 0.7 年 | 1.42 | 26-06-12 | 26-06-16 |                                        | 贸易       | AAA/NA | 渤海银行/<br>恒丰银行 | 4       | 浙江省国际<br>贸易集团有<br>限公司                 | 25-10-15           |
| 26 克拉玛依<br>SCP001     | 5    | 0.7 年 |      | 26-06-12 | 26-06-17 |                                        | 城投       | AA+/NA | 兴业银行/<br>光大银行 | 4-      | 克拉玛依市<br>城市建设投<br>资发展有限<br>责任公司       | 25-09-24           |
| 26 南通沿海<br>SCP005     | 10   | 0.2 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 城投       | AAA/NA | 光大银行/<br>民生银行 | 4-      | 南通沿海开<br>发集团有限<br>公司                  | 26-01-07           |
| 26 夏商 SCP017          | 5    | 0 年   |      | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 零售       | AA+/NA | 民生银行          | 4-      | 厦门夏商集<br>团有限公司                        | 25-10-29           |
| 26 华电江苏<br>SCP007     | 12   | 0.3 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                                        | 电力       | AAA/NA | 兴业银行/<br>建设银行 | 4+      | 华电江苏能<br>源有限公司                        | 26-03-18           |
| 26 江宁科学<br>SCP014     | 3    | 0.4 年 | 1.59 | 26-06-12 | 26-06-16 |                                        | 城投       | AA+/NA | 江苏银行          | 5       | 南京江宁科<br>学园发展集<br>团有限公司               | 26-03-25           |
| 26 江宁科学<br>SCP013     | 2    | 0.4 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 城投       | AA+/NA | 杭州银行          | 5       | 南京江宁科<br>学园发展集<br>团有限公司               | 26-03-25           |
| 26 福州地铁<br>SCP002     | 9    | 0.7 年 | 1.5  | 26-06-15 | 26-06-17 |                                        | 城投       | AAA/NA | 建设银行/<br>中信银行 | 4+      | 福州地铁集<br>团有限公司                        | 26-03-11           |
| 26 瘦西湖旅<br>SCP001     | 4.8  | 0.7 年 | 1.73 | 26-06-11 | 26-06-15 |                                        | 旅游       | AA+/NA | 南京银行          | 5       | 扬州瘦西湖<br>旅游度假投<br>资管理集团<br>有限责任公<br>司 | 25-01-08*<br>(P21) |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                      |      |       |      |          |          |                          |        |                |               |                               |                        |          |
|----------------------|------|-------|------|----------|----------|--------------------------|--------|----------------|---------------|-------------------------------|------------------------|----------|
| 26 济南城建<br>SCP003    | 13   | 0.3 年 | 1.34 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投                       | AAA/NA | 恒丰银行/<br>浦发银行  | 3-            | 济南城市建<br>设集团有限<br>公司          | 26-04-01               |          |
| 26 山东核电<br>SCP002    | 8    | 0.7 年 | 1.52 | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力                       | AAA/NA | 建设银行           | 4+            | 山东核电有<br>限公司                  | 25-09-17               |          |
| 26 安徽水安<br>SCP001    | 5    | 0.7 年 | 1.46 | 26-06-11 | 26-06-15 | 基建设<br>施                 | AA+/NA | 徽商银行/<br>浦发银行  | 5             | 安徽水安建<br>设集团股份<br>有限公司        | 25-09-24               |          |
| 26 华数 SCP003         | 2    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 传媒                       | AAA/NA | 江苏银行/<br>招商银行  | 3-            | 华数数字电<br>视传媒集团<br>有限公司        | 25-11-26               |          |
| 26 云南水电<br>SCP001    | 5    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 电力                       | AAA/NA | 兴业银行/<br>中国银行  | 4             | 云南华电金<br>沙江中游水<br>电开发有限<br>公司 | 26-04-29               |          |
| 26 天津轨交<br>SCP004    | 5    | 0.7 年 | 1.54 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投                       | AAA/NA | 渤海银行/<br>国开行   | 4+            | 天津轨道交<br>通集团有限<br>公司          | 26-04-01               |          |
| 26 陕西建工<br>SCP001    | 12.5 | 0.5 年 | 3.8  | 26-06-11 | 26-06-15 | 基建设<br>施                 | AAA/NA | 财通/平安<br>银行    | 5+            | 陕西建工控<br>股集团有限<br>公司          | 26-03-25               |          |
| 26 平安点创<br>SCP003    | 3    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 租赁                       | AAA/NA | 交通银行/<br>上海农商行 | 5+            | 平安点创国<br>际融资租赁<br>有限公司        | 25-10-29               |          |
| 26 融和融资<br>SCP005    | 5    | 0.5 年 | 1.41 | 26-06-12 | 26-06-16 | 租赁                       | AAA/NA | 江苏银行/<br>兴业银行  | 4             | 中电投融和<br>融资租赁有<br>限公司         | 25-11-19               |          |
| 26 华能新能<br>SCP006    | 20   | 0.2 年 |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 电力                       | AAA/NA | 平安银行/<br>浦发银行  | 3             | 华能新能源<br>股份有限公<br>司           | 26-05-13               |          |
| 26 泰交通 SCP003        | 2.3  | 0.2 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投                       | AA+/NA | 南京银行           | 4             | 泰州市交通<br>产业集团有<br>限公司         | 26-04-08               |          |
| 26 徐工租赁<br>SCP005    | 4    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 徐州工<br>程机械<br>集团有<br>限公司 | 租赁     | AAA/NA         | 杭州银行/<br>华夏银行 | 5/4                           | 江苏徐工工<br>程机械租赁<br>有限公司 | 25-10-15 |
| 26 徐工租赁<br>SCP006    | 4    | 0.7 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 徐州工<br>程机械<br>集团有<br>限公司 | 租赁     | AAA/NA         | 江苏银行/<br>中信银行 | 5/4                           | 江苏徐工工<br>程机械租赁<br>有限公司 | 25-10-15 |
| 26 杭州热联<br>SCP007    | 5    | 0.5 年 | 1.6  | 26-06-11 | 26-06-15 | 贸易                       | AA+/NA | 杭州银行           | NA            | 杭州热联集<br>团股份有限<br>公司          | 25-11-13               |          |
| 26 天成租赁<br>SCP020    | 10   | 0.2 年 |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 租赁                       | AAA/NA | 天津银行           | 4             | 华能天成融<br>资租赁有限<br>公司          | 26-01-07               |          |
| 中期票据                 |      |       |      |          |          |                          |        |                |               |                               |                        |          |
| 26 九龙江<br>MTN003(绿色) | 3    | 10 年  | 2.58 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投                       | AAA/NA | 兴业银行           | 4-            | 漳州市九龙<br>江集团有限<br>公司          | 26-01-14               |          |
| 26 苏国信 MTN012        | 5    | 20 年  | 2.41 | 26-06-12 | 26-06-16 | 综合投<br>资                 | AAA/NA | 江苏银行/<br>中信银行  | 3             | 江苏省国信<br>集团有限公<br>司           | 26-01-21               |          |
| 26 苏国信 MTN013        | 10   | 3 年   | 1.58 | 26-06-12 | 26-06-16 | 综合投<br>资                 | AAA/NA | 工商银行/<br>建设银行  | 3             | 江苏省国信<br>集团有限公<br>司           | 26-01-21               |          |
| 26 苏国信 MTN014        | 10   | 5 年   |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 综合投<br>资                 | AAA/NA | 江苏银行/<br>中信银行  | 3             | 江苏省国信<br>集团有限公<br>司           | 26-01-21               |          |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                     |      |        |      |          |          |  |      |         |                            |       |               |          |
|---------------------|------|--------|------|----------|----------|--|------|---------|----------------------------|-------|---------------|----------|
| 26 苏国信 MTN015       | 5    | 30 年   |      | 26-06-16 | 26-06-18 |  | 综合投资 | AAA/NA  | 中信银行                       | 3     | 江苏省国信集团有限公司   | 26-01-21 |
| 26 粤环保 MTN002       | 9.7  | 5 年    |      | 26-06-15 | 26-06-18 |  | 综合投资 | AAA/NA  | 工商银行/建设银行                  | 4+    | 广东省环保集团有限公司   | 26-03-18 |
| 26 香格里拉 MTN002A(BC) | 10   | 5Y3P 年 |      | 26-06-15 | 26-06-18 |  | 旅游   | AAA/AAA | 星展银行(中国)/招商银行/招商/建设银行/中国银行 | 4+    | 香格里拉(亚洲)有限公司  | 26-04-29 |
| 26 香格里拉 MTN002B(BC) | 10   | 5 年    |      | 26-06-15 | 26-06-18 |  | 旅游   | AAA/AAA | 星展银行(中国)/招商银行/招商/建设银行/中国银行 | 4+    | 香格里拉(亚洲)有限公司  | 26-04-29 |
| 26 北控水集 MTN003      | 12   | 5 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 |  | 公用事业 | AAA/NA  | 江苏银行/光大银行                  | 4+    | 北控水务集团有限公司    | 25-11-19 |
| 26 越秀交通 MTN003      | 12   | 5 年    | 1.76 | 26-06-11 | 26-06-15 |  | 高速公路 | AAA/NA  | 广发银行/中信银行                  | 4+    | 越秀交通基建有限公司    | 25-11-12 |
| 26 越秀交通 MTN003A     | 6    | 2 年    |      | 26-06-11 | 26-06-15 |  | 高速公路 | AAA/NA  | 广发银行/中信银行                  | 4+    | 越秀交通基建有限公司    | 25-11-12 |
| 26 中国物流 MTN001      | 10   | 3 年    | 1.72 | 26-06-11 | 26-06-15 |  | 贸易   | AAA/AAA | 兴业银行/工商银行                  | 3-    | 中国物流集团有限公司    | 26-02-11 |
| 26 中远海发 MTN003(转型)  | 20   | 10 年   | 2.09 | 26-06-11 | 26-06-15 |  | 租赁   | AAA/AAA | 北京银行/兴业银行/招商银行             | 3-    | 中远海运发展股份有限公司  | 26-03-04 |
| 26 京基投 MTN001       | 10   | 3 年    | 1.69 | 26-06-10 | 26-06-12 |  | 城投   | AAA/NA  | 北京银行/工商银行                  | 2-    | 北京市基础设施投资有限公司 | 26-04-15 |
| 26 京基投 MTN002       | 10   | 20 年   | 2.43 | 26-06-12 | 26-06-16 |  | 城投   | AAA/NA  | 国泰海通/中信                    | 2-    | 北京市基础设施投资有限公司 | 26-04-15 |
| 26 华能水电 GN008       | 20   | 5+N 年  | 2.05 | 26-06-12 | 26-06-16 |  | 电力   | AAA/NA  | 建设银行/农业银行/中国银行             | 3+    | 华能澜沧江水电股份有限公司 | 26-01-21 |
| 26 电网 MTN016        | 64   | 20 年   | 2.39 | 26-06-15 | 26-06-17 |  | 电力   | AAA/NA  | 光大/国开/国泰海通/建设银行            | 1     | 国家电网有限公司      | 26-04-01 |
| 26 电网 MTN017        | 60   | 20 年   | 2.39 | 26-06-15 | 26-06-17 |  | 电力   | AAA/NA  | 兴业银行/工商银行                  | 1     | 国家电网有限公司      | 26-04-01 |
| 26 电网 MTN018        | 70   | 20 年   | 2.39 | 26-06-15 | 26-06-17 |  | 电力   | AAA/NA  | 浦发银行/中国银行/中信银行             | 1     | 国家电网有限公司      | 26-04-01 |
| 26 电网 MTN019        | 70   | 20 年   | 2.39 | 26-06-15 | 26-06-17 |  | 电力   | AAA/NA  | 招商银行/农业银行/邮储银行             | 1     | 国家电网有限公司      | 26-04-01 |
| 26 一汽租赁 MTN002      | 10   | 1.9 年  | 1.6  | 26-06-15 | 26-06-17 |  | 租赁   | AAA/NA  | 南京银行/招商银行                  | 4     | 一汽租赁有限公司      | 25-12-24 |
| 26 广州地铁 MTN010      | 10   | 10 年   | 2.16 | 26-06-12 | 26-06-16 |  | 城投   | AAA/AAA | 兴业银行/中信银行                  | 3     | 广州地铁集团有限公司    | 25-10-15 |
| 26 广西能源 MTN003      | 5    | 3+N 年  |      | 26-06-15 | 26-06-18 |  | 电力   | AAA/NA  | 浦发银行/中信银行                  | 4-/5+ | 广西能源集团有限公司    | 26-04-01 |
| 26 金融街 MTN002       | 18.5 | 5Y3P 年 | 2.7  | 26-06-11 | 26-06-15 |  | 房地产  | AAA/AAA | 北京银行/中信建投                  | 4     | 金融街控股股份有限公司   | 26-01-28 |
| 26 皖能股 MTN002       | 7    | 5 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 |  | 电力   | AAA/NA  | 招商银行/光大银行                  | 4+    | 安徽省皖能股份有限公司   | 25-12-10 |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                        |     |              |      |          |          |          |         |                                 |       |                                 |                    |
|------------------------|-----|--------------|------|----------|----------|----------|---------|---------------------------------|-------|---------------------------------|--------------------|
| 26 吉林资本<br>MTN001(科创债) | 10  | 5Y3P 年       | 2.14 | 26-06-11 | 26-06-15 | 汽车       | AAA/NA  | 吉林银行/<br>平安银行                   | 5+    | 吉林省国有<br>资本运营集<br>团有限责任<br>公司   | 25-10-22           |
| 26 华能 MTN003           | 20  | 2+N 年        |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 电力       | AAA/AAA | 国泰海通/<br>中信建投/<br>中信            | 2     | 华能国际电<br>力股份有限<br>公司            | 25-10-22           |
| 26 象屿股份<br>MTN003      | 15  | 3+N 年        | 2.24 | 26-06-12 | 26-06-16 | 贸易       | AAA/NA  | 广发/中国<br>银河                     | 4-/5+ | 厦门象屿股<br>份有限公司                  | 26-01-14           |
| 26 象屿股份<br>MTN003A     | 7.5 | 2+N 年        |      | 26-06-12 | 26-06-16 | 贸易       | AAA/NA  | 广发/中国<br>银河                     | 4-/5+ | 厦门象屿股<br>份有限公司                  | 26-01-14           |
| 26 北方稀土<br>MTN001(科创债) | 5   | 3 年          |      | 26-06-12 | 26-06-17 | 有色金<br>属 | AAA/NA  | 招商银行                            | 4-    | 中国北方稀<br>土(集团)高<br>科技股份有<br>限公司 | 26-03-18           |
| 26 首开 MTN008A          | 9   | 5Y1P2P3P4P 年 | 2.76 | 26-06-11 | 26-06-15 | 房地产      | AAA/NA  | 西部/中信                           | 4-    | 北京首都开<br>发股份有限<br>公司            | 26-01-14           |
| 26 首开 MTN008B          | 8   | 2 年          | 3.57 | 26-06-11 | 26-06-15 | 房地产      | AAA/NA  | 西部/中信                           | 4-    | 北京首都开<br>发股份有限<br>公司            | 26-01-14           |
| 26 苏州高技<br>MTN002      | 5   | 5Y3P 年       |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 房地产      | AAA/NA  | 光大银行/<br>中信银行                   | 5+    | 苏州新区高<br>新技术产业<br>股份有限公<br>司    | 26-01-28           |
| 26 华银电力<br>MTN003      | 5   | 2 年          | 1.63 | 26-06-11 | 26-06-15 | 电力       | AAA/NA  | 浦发银行/<br>中信银行                   | 5+    | 大唐华银电<br>力股份有限<br>公司            | 26-04-15           |
| 26 北控集 MTN004          | 10  | 3 年          | 1.55 | 26-06-11 | 26-06-15 | 综合投<br>资 | AAA/NA  | 北京银行/<br>中信银行                   | 3+    | 北京控股集<br>团有限公司                  | 25-11-05           |
| 26 津城建 MTN010          | 6   | 5 年          | 2.1  | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投       | AAA/NA  | 渤海银行/<br>中国银行                   | 4+    | 天津城市基<br>础设施建<br>设投资集团<br>有限公司  | 26-01-07           |
| 26 天津港 MTN003          | 10  | 5 年          |      | 26-06-15 | 26-06-18 | 港口       | AAA/NA  | 兴业银行/<br>招商银行                   | 4+    | 天津港(集<br>团)有限公司                 | 26-03-11           |
| 26 新希望<br>MTN002(科创债)  | 14  | 2 年          | 2.2  | 26-06-10 | 26-06-12 | 农业       | AAA/NA  | 交通银行/<br>招商银行/<br>浙商银行/<br>中信银行 | 5+    | 新希望集团<br>有限公司                   | 26-03-11           |
| 26 鲁国资 MTN003          | 5   | 3+N 年        | 1.75 | 26-06-10 | 26-06-15 | 综合投<br>资 | AAA/AAA | 招商银行/<br>中信银行                   | 4/4-  | 山东省国有<br>资产投资控<br>股有限公司         | 25-07-10*<br>(P20) |
| 26 农发集 MTN001          | 7.5 | 5 年          | 1.61 | 26-06-11 | 26-06-15 | 农业       | AAA/AAA | 建设银行/<br>中信银行                   | 4+    | 中国农业发<br>展集团有限<br>公司            | 25-10-29           |
| 26 湖南能源<br>MTN001      | 4   | 3+N 年        |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 综合投<br>资 | AAA/NA  | 招商银行/<br>建设银行                   | 4     | 湖南能源集<br>团有限公司                  | 25-09-03*<br>(P32) |
| 26 甬开投 MTN003          | 10  | 3+N 年        | 1.87 | 26-06-11 | 26-06-16 | 综合投<br>资 | AAA/NA  | 招商银行/<br>建设银行                   | 4+/4  | 宁波开发投<br>资集团有限<br>公司            | 26-04-08           |
| 26 甬开投 MTN004          | 10  | 5 年          | 1.85 | 26-06-11 | 26-06-15 | 综合投<br>资 | AAA/NA  | 宁波银行/<br>中国银行                   | 4+    | 宁波开发投<br>资集团有限<br>公司            | 26-04-08           |
| 26 金圆投资<br>MTN001      | 10  | 10 年         |      | 26-06-15 | 26-06-18 | 多元金<br>融 | AAA/AAA | 兴业银行/<br>招商银行                   | 4     | 厦门金圆投<br>资集团有限<br>公司            | 26-03-19           |
| 26 湘高速 MTN003          | 10  | 7 年          | 1.95 | 26-06-10 | 26-06-12 | 高速公<br>路 | AAA/NA  | 兴业银行/<br>光大银行                   | 4+    | 湖南省高速<br>公路集团有<br>限公司           | 26-01-07           |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                     |      |        |      |          |          |      |         |                                           |       |                            |                    |
|---------------------|------|--------|------|----------|----------|------|---------|-------------------------------------------|-------|----------------------------|--------------------|
| 26 湘高速 MTN004       | 10   | 7 年    | 1.96 | 26-06-11 | 26-06-15 | 高速公路 | AAA/NA  | 浦发银行/<br>兴业银行                             | 4+    | 湖南省高速公路集团有限公司              | 26-01-07           |
| 26 黄山旅游 MTN001      | 5    | 5 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 旅游   | AAA/NA  | 徽商银行/<br>民生银行                             | 4-    | 黄山旅游集团有限公司                 | 26-05-28           |
| 26 武汉国投 MTN002(并购)  | 3    | 5 年    | 1.7  | 26-06-10 | 26-06-12 | 零售   | AAA/NA  | 兴业银行/<br>光大银行                             | 4     | 武汉国有资产投资运营集团有限公司           | 26-04-01           |
| 26 粤珠江 MTN004       | 10   | 3 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 房地产  | AAA/NA  | 恒丰银行/<br>华夏银行                             | 4-    | 广州珠江实业集团有限公司               | 25-09-24           |
| 26 云锡集 MTN001       | 10   | 3 年    |      | 26-06-11 | 26-06-15 | 有色金属 | AA+/NA  | 兴业银行/<br>光大银行                             | 5+→4- | 云南锡业集团(控股)有限责任公司           | 25-06-11*<br>(P22) |
| 26 兵团建工 MTN001      | 5    | 5+N 年  | 2.95 | 26-06-11 | 26-06-16 | 基础设施 | AA+/NA  | 平安银行/<br>平安                               | 4-/5+ | 新疆生产建设兵团建设兵团建设工程(集团)有限责任公司 | 24-11-27*<br>(P23) |
| 26 华友钴业 MTN007(科创债) | 10   | 2 年    | 2.18 | 26-06-11 | 26-06-15 | 有色金属 | AA+/NA  | 渤海银行/<br>上海农商行/<br>兴业银行/<br>浙商银行/<br>中信银行 | 5     | 浙江华友钴业股份有限公司               | 26-01-07           |
| 26 鲁钢铁 MTN005       | 10   | 3 年    | 1.8  | 26-06-10 | 26-06-12 | 钢铁   | AAA/NA  | 平安银行                                      | 4-    | 山东钢铁集团有限公司                 | 26-03-04           |
| 26 鲁钢铁 MTN001       | 10   | 2+N 年  |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 钢铁   | AAA/AAA | 工商银行/<br>中信银行                             | 4-/5  | 山东钢铁集团有限公司                 | 26-03-04           |
| 26 乐普 MTN001(科创债)   | 5    | 3 年    | 2.2  | 26-06-11 | 26-06-16 | 医药   | AA+/NA  | 招商银行/<br>中国进出口<br>银行/中国<br>银行/中信<br>银行    | 5+    | 乐普(北京)医疗器械股份有限公司           | 20-09-02*<br>(P16) |
| 26 连云港 MTN002A      | 3    | 5+N 年  |      | 26-06-16 | 26-06-22 | 港口   | AA+/NA  | 招商银行/<br>中国银河                             | 5+/5  | 连云港港口集团有限公司                | 26-05-27           |
| 26 连云港 MTN002B      | 3    | 7+N 年  |      | 26-06-16 | 26-06-22 | 港口   | AA+/NA  | 招商银行/<br>中国银河                             | 5+/5  | 连云港港口集团有限公司                | 26-05-27           |
| 26 象屿 MTN004        | 15   | 5 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 贸易   | AAA/NA  | 中国银河/<br>中信银行                             | 4-    | 厦门象屿集团有限公司                 | 25-09-24           |
| 26 吉林高速 MTN003      | 10   | 5Y3P 年 | 1.73 | 26-06-12 | 26-06-16 | 高速公路 | AAA/AAA | 平安/民生<br>银行                               | 4+    | 吉林省高速公路集团有限公司              | 26-04-08           |
| 26 福建能化 MTN002      | 4    | 5 年    | 1.83 | 26-06-12 | 26-06-16 | 化工   | AAA/NA  | 建设银行/<br>中信                               | 3-    | 福建省能源石化集团有限责任公司            | 26-04-15           |
| 26 中建 MTN001        | 20   | 3+N 年  |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 基础设施 | AAA/AAA | 招商银行/<br>中金/中信<br>建投                      | 2+    | 中国建筑股份有限公司                 | 25-11-26           |
| 26 兴业资产 MTN002      | 5    | 3 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 资管   | AAA/NA  | 兴业银行/<br>招商银行                             | 4-    | 兴业资产管理有限公司                 | 26-03-04           |
| 26 新海连 MTN001       | 3.38 | 2 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投   | AA+/NA  | 江苏银行/<br>宁波银行                             | 5+    | 江苏新海连发展集团有限公司              | 26-01-28           |
| 26 上饶城投 MTN002      | 10   | 3 年    |      | 26-06-17 | 26-06-22 | 城投   | AA+/NA  | 光大银行/<br>中信银行                             | 4-    | 上饶市城市建设投资开发集团有限公司          | 26-04-22           |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                   |     |         |      |          |          |                |      |         |                               |       |                    |                 |
|-------------------|-----|---------|------|----------|----------|----------------|------|---------|-------------------------------|-------|--------------------|-----------------|
| 26 维泰 MTN001      | 5   | 3+N 年   |      | 26-06-12 | 26-06-16 | 西安投融资担保有限公司    | 基础设施 | AA/NA   | 东兴/中国银河                       | 5/5+* | 新疆维泰开发建设(集团)股份有限公司 | 25-10-29        |
| 26 丹投 MTN005      | 2.4 | 3 年     | 1.83 | 26-06-10 | 26-06-12 |                | 城投   | AA+/NA  | 徽商银行/江苏江南农商行                  | 5+    | 丹阳投资集团有限公司         | 26-01-14        |
| 26 丹投 MTN006      | 2.1 | 3 年     |      | 26-06-15 | 26-06-17 |                | 城投   | AA+/NA  | 苏州银行/兴业银行                     | 5+    | 丹阳投资集团有限公司         | 26-01-14        |
| 26 武汉高农 MTN001    | 10  | 10Y5P 年 | 2.45 | 26-06-11 | 26-06-15 | 武汉高科国有控股集团有限公司 | 城投   | AA/NA   | 中信建投                          | 5/5+  | 武汉高科农业集团有限公司       | 21-08-25*       |
| 26 立讯精工 MTN005    | 14  | 3 年     |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                | 电子通信 | AAA/NA  | 杭州银行/上海银行/招商银行/浙商银行/邮储银行/中信银行 | NA    | 立讯精密工业股份有限公司       | 24-07-03        |
| 26 中铝 MTN002(科创债) | 5   | 10 年    | 2.17 | 26-06-15 | 26-06-17 |                | 有色金属 | AAA/NA  | 工商银行/中信建投                     | 3     | 中国铝业股份有限公司         | 25-03-26* (P34) |
| 26 晋能煤业 MTN010    | 10  | 3+N 年   |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                | 煤炭   | AAA/NA  | 中信建投/中信                       | 4     | 晋能控股煤业集团有限公司       | 26-03-11        |
| 26 兵器 MTN003(科创债) | 10  | 5 年     | 1.69 | 26-06-11 | 26-06-15 |                | 机械设备 | AAA/NA  | 国开行/中国银行                      | 2+    | 中国兵器工业集团有限公司       | 26-03-18        |
| 26 陕西金融 MTN002    | 5   | 5 年     |      | 26-06-16 | 26-06-18 |                | 资管   | AAA/NA  | 平安银行/兴业银行                     | 4-    | 陕西金融资产管理有限公司       | 25-09-25        |
| 26 广西林业 MTN002    | 2   | 5Y3P 年  | 2.25 | 26-06-10 | 26-06-12 |                | 农业   | AA/NA   | 广西北部湾银行/光大银行                  | 5     | 广西林业集团有限公司         | 26-03-11        |
| 26 天宁建设 MTN002    | 3   | 5 年     |      | 26-06-16 | 26-06-22 |                | 城投   | AA+/NA  | 江苏银行/上海银行                     | 5+    | 常州天宁建设发展集团有限公司     | 26-03-11        |
| 26 长春轨交 MTN007    | 10  | 5+N 年   | 2.47 | 26-06-10 | 26-06-12 |                | 城投   | AAA/AAA | 浦发银行/申万宏源                     | 4     | 长春市轨道交通集团有限公司      | 26-04-22        |
| 26 淮安交通 MTN001    | 5   | 2 年     | 1.57 | 26-06-11 | 26-06-15 |                | 城投   | AA+/NA  | 华夏银行/中信银行                     | 4-    | 淮安市交通控股集团有限公司      | 26-02-11        |
| 26 淮安交通 MTN002    | 5   | 2 年     |      | 26-06-15 | 26-06-17 |                | 城投   | AA+/NA  | 兴业银行/民生银行                     | 4-    | 淮安市交通控股集团有限公司      | 26-02-11        |
| 26 海发集团 MTN001    | 1.2 | 5 年     |      | 26-06-11 | 26-06-15 |                | 城投   | AA+/NA  | 南京银行/中金                       | 5+    | 江苏海州发展集团有限公司       | 25-01-16*       |
| 26 海发集团 MTN002    | 1.7 | 5 年     | 2.13 | 26-06-12 | 26-06-16 |                | 城投   | AA+/NA  | 江苏银行/兴业银行                     | 5+    | 江苏海州发展集团有限公司       | 25-01-16*       |
| 26 三峡新能 MTN003    | 10  | 3 年     | 1.55 | 26-06-10 | 26-06-12 |                | 电力   | AAA/NA  | 浦发银行/农业银行                     | 3+    | 中国三峡新能源(集团)股份有限公司  | 25-04-16* (P24) |
| 26 三峡新能 MTN004    | 10  | 3 年     | 1.58 | 26-06-12 | 26-06-16 |                | 电力   | AAA/NA  | 工商银行/建设银行                     | 3+    | 中国三峡新能源(集团)股份有限公司  | 25-04-16* (P24) |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                        |     |        |      |          |          |                   |           |                                                                                                          |    |                               |                    |
|------------------------|-----|--------|------|----------|----------|-------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|-------------------------------|--------------------|
| 26 瘦西湖 MTN003          | 5   | 5 年    | 2.08 | 26-06-11 | 26-06-15 | 旅游                | AA+/NA    | 兴业银行/<br>农发行                                                                                             | 5  | 扬州瘦西湖<br>旅游发展集<br>团有限公司       | 26-04-01           |
| 26 华为 MTN002           | 30  | 3 年    |      | 26-06-16 | 26-06-22 | 电子通<br>信          | AAA/NA    | 兴业银行/<br>建设银行/<br>农业银行                                                                                   | 3+ | 华为投资控<br>股有限公司                | 26-04-29           |
| 26 核风电<br>GN003(蓝债)    | 10  | 3 年    | 1.52 | 26-06-10 | 26-06-11 | 电力                | AAA/NA    | 宁波银行/<br>农业银行                                                                                            | 3+ | 中广核风电<br>有限公司                 | 25-12-17           |
| 26 核风电 GN004           | 10  | 3 年    | 1.52 | 26-06-10 | 26-06-12 | 电力                | AAA/NA    | 建设银行/<br>中信银行                                                                                            | 3+ | 中广核风电<br>有限公司                 | 25-12-17           |
| 26 唐山工业<br>MTN001(并购)  | 5   | 3 年    | 2.45 | 26-06-10 | 26-06-12 | 化工                | AA+/NA    | 东方/兴业<br>银行                                                                                              | 5+ | 唐山工业控<br>股集团有限<br>公司          | 25-11-05           |
| 26 畅途租赁<br>MTN002      | 2   | 2 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 租赁                | AA+/NA    | 交通银行                                                                                                     | 5  | 上海畅途融<br>资租赁有限<br>公司          | 25-12-10           |
| 26 珠海正方<br>MTN001      | 6.2 | 3 年    | 2.27 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投                | AA+/NA    | 兴业银行/<br>中信建投                                                                                            | 5+ | 珠海正方集<br>团有限公司                | 23-06-14*          |
| 26 光谷金控<br>MTN005(科创债) | 6   | 3 年    | 1.7  | 26-06-10 | 26-06-12 | 多元金<br>融          | AAA/NA    | 民生银行/<br>中信银行                                                                                            | 4- | 武汉光谷金<br>融控股集团<br>有限公司        | 26-01-14           |
| 26 广西路建<br>MTN001      | 2   | 3 年    | 1.7  | 26-06-11 | 26-06-15 | 建设施<br>施          | AA+/NA    | 光大银行/<br>民生银行                                                                                            | 5+ | 广西路建工<br>程集团有限<br>公司          | 25-03-19*<br>(P19) |
| 26 平安租赁<br>MTN013      | 5   | 2Y1P 年 | 1.5  | 26-06-10 | 26-06-12 | 租赁                | AAA/NA    | 中信银行                                                                                                     | 4- | 平安国际融<br>资租赁有限<br>公司          | 26-01-15           |
| 26 平安租赁<br>MTN014      | 12  | 2 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 租赁                | AAA/NA    | 杭州银行/<br>民生银行                                                                                            | 4- | 平安国际融<br>资租赁有限<br>公司          | 26-01-15           |
| 26 湖南建设<br>MTN001      | 10  | 5 年    | 2.14 | 26-06-11 | 26-06-15 | 建设施<br>施          | AAA/NA    | 浦发银行/<br>光大银行                                                                                            | 4- | 湖南建设投<br>资集团有限<br>责任公司        | 25-10-23           |
| 26 淮安投资<br>MTN002      | 4.5 | 2 年    | 1.6  | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投                | AAA/NA    | 兴业银行/<br>民生银行                                                                                            | 4- | 淮安市投资<br>控股集团有<br>限公司         | 26-03-25           |
| 26 惠山国投<br>MTN001      | 4.8 | 5 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投                | AA+/NA    | 江苏银行/<br>兴业银行                                                                                            | 4- | 无锡市惠山<br>国有投资控<br>股集团有限<br>公司 | 25-09-18           |
| 26 西安高新<br>MTN006      | 10  | 3 年    | 2.25 | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投                | AAA/NA    | 广发银行/<br>浦发银行                                                                                            | 5+ | 西安高新控<br>股有限公司                | 26-01-21           |
| 26 理想汽车<br>MTN001(科创债) | 20  | 3 年    |      | 26-06-16 | 26-06-23 | 汽车                | AAAsti/NA | 宁波银行/<br>浦发银行/<br>兴业银行/<br>招商银行/<br>工商银行/<br>中金/建设<br>银行/中国<br>进出口银行<br>/民生银行/<br>中信银行/<br>中国银行/<br>中信银行 | 4- | 理想汽车                          | 首发*                |
| 26 华发科技<br>MTN001(科创债) | 5   | 5Y3P 年 | 2.24 | 26-06-10 | 26-06-12 | 综合投<br>资→电<br>子通信 | AAA/NA    | 建设银行/<br>中信建投                                                                                            | 4- | 珠海华发科<br>技产业集团<br>有限公司        | 24-05-08*<br>(P18) |
| 26 广开人才<br>MTN001      | 8   | 3 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 综合投<br>资          | AA+/NA    | 中信银行/<br>中信                                                                                              | 5+ | 广州开发区<br>人才教育工<br>作集团有限<br>公司 | 首发*<br>(P27)       |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                     |     |        |      |          |          |                       |         |             |      |                       |           |
|---------------------|-----|--------|------|----------|----------|-----------------------|---------|-------------|------|-----------------------|-----------|
| 26 湖北资产 MTN002      | 5   | 2 年    |      | 26-06-16 | 26-06-22 | 资管                    | AA+/NA  | 兴业银行/ 中国银行  | 4-   | 湖北省资产管理有限公 司          | 26-04-08  |
| 26 中交建筑 MTN004      | 10  | 3 年    | 1.93 | 26-06-11 | 26-06-15 | 基建设 施                 | AAA/NA  | 国泰海通/ 中信建投  | 4-   | 中交建筑集 团有限公司           | 26-02-11  |
| 26 中交建筑 MTN004B     | 5   | 5 年    |      | 26-06-11 | 26-06-15 | 基建设 施                 | AAA/NA  | 国泰海通/ 中信建投  | 4-   | 中交建筑集 团有限公司           | 26-02-11  |
| 26 皖铁基金 MTN002(并购)  | 2   | 3 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 城投                    | AAA/NA  | 交通银行        | 4+   | 安徽省铁路 发展基金股 份有限公司     | 26-06-10  |
| 26 中原发展 MTN001      | 5   | 5Y3P 年 | 1.89 | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投                    | AA+/NA  | 邮储银行        | 5    | 郑州中原发 展投资(集 团)有限公司    | 24-10-17* |
| 26 大唐能投 MTN002      | 5   | 3 年    | 1.79 | 26-06-10 | 26-06-12 | 煤炭                    | AAA/AAA | 招商银行/ 中信    | 4-   | 中国大唐集 团能源投资 有限责任公 司   | 26-04-22  |
| 26 泰华信 MTN002       | 3   | 5 年    | 2.19 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投                    | AA+/NA  | 江苏银行/ 中信银行  | 5    | 泰州华信药 业投资有限 公司        | 26-06-10  |
| 26 泰华信 MTN003       | 3   | 5 年    | 2.26 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投                    | AA+/NA  | 兴业银行/ 民生银行  | 5    | 泰州华信药 业投资有限 公司        | 26-06-10  |
| 26 申迪 MTN002        | 6   | 5 年    | 1.68 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投                    | AAA/NA  | 国泰海通/ 上海农商行 | 4+   | 上海申迪(集 团)有限公司         | 25-05-08* |
| 26 国铁租赁 MTN001(绿色)  | 10  | 3 年    | 1.59 | 26-06-11 | 26-06-15 | 租赁                    | AAA/AAA | 建设银行/ 中国银行  | 4    | 国铁融资租 赁有限公司           | 25-09-24  |
| 26 涪陵实业 MTN001      | 6   | 7 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 城投                    | AA+/NA  | 国信/中信       | 5+   | 重庆市涪陵 实业发展集 团有限公司     | 23-06-21* |
| 26 水网水务 MTN001      | 6   | 3 年    | 1.47 | 26-06-11 | 26-06-15 | 中国南 水北调 集团有 限公司 基建设 施 | NA/AAA  | 工商银行/ 中信    | 5+/3 | 中国南水北 调集团水网 水务投资有 限公司 | 首发* (P25) |
| 26 中铁建投 MTN003A     | 7.5 | 5 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 基建设 施                 | AAA/AAA | 华泰/中信 建投    | 4-   | 中国铁建投 资集团有限 公司        | 26-05-13  |
| 26 中铁建投 MTN003B     | 7.5 | 10 年   |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 基建设 施                 | AAA/AAA | 华泰/中信 建投    | 4-   | 中国铁建投 资集团有限 公司        | 26-05-13  |
| 26 中国铜业 MTN001      | 4   | 5 年    | 1.74 | 26-06-11 | 26-06-15 | 有色金 属                 | AAA/NA  | 光大银行/ 中信银行  | 4+   | 中国铜业有 限公司             | 25-11-19  |
| 26 中国铜业 MTN002      | 4   | 5 年    | 1.76 | 26-06-12 | 26-06-16 | 有色金 属                 | AAA/NA  | 恒丰银行/ 兴业银行  | 4+   | 中国铜业有 限公司             | 25-11-19  |
| 26 中国铜业 MTN003      | 5   | 3 年    |      | 26-06-16 | 26-06-18 | 有色金 属                 | AAA/NA  | 光大银行/ 中信银行  | 4+   | 中国铜业有 限公司             | 25-11-19  |
| 26 联泓新科 MTN001(科创债) | 5   | 6Y3P 年 | 2.7  | 26-06-11 | 26-06-15 | 化工                    | AA+/NA  | 渤海银行/ 青岛银行  | 5    | 联泓新材料 科技股份有 限公司       | 首发* (P17) |
| 26 国网租赁 MTN006      | 6   | 2 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 租赁                    | AAA/NA  | 平安银行        | 4    | 国网国际融 资租赁有限 公司        | 25-11-26  |
| 26 襄阳高新 MTN002      | 8.5 | 5Y3P 年 | 2.01 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投                    | AA/NA   | 华夏银行/ 中信建投  | 5    | 襄阳高新国 有资本投资 运营集团有 限公司 | 26-04-22  |
| 26 龙岩汇金 MTN001      | 5   | 5 年    |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 城投                    | AA+/NA  | 国信/兴业 银行    | 5+   | 龙岩文旅汇 金发展集团 有限公司      | 26-04-09  |
| 26 苏科技城 MTN003      | 1.5 | 3+N 年  | 1.95 | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投                    | AA/NA   | 南京银行/ 中信银行  | 5/5- | 苏州科技城 发展集团有 限公司       | 26-06-03  |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

|                         |     |         |      |          |          |          |         |               |      |                         |                    |
|-------------------------|-----|---------|------|----------|----------|----------|---------|---------------|------|-------------------------|--------------------|
| 26 粤铁建 MTN002           | 10  | 2 年     |      | 26-06-15 | 26-06-18 | 城投       | AAA/NA  | 国泰海通/<br>招商银行 | 3    | 广东省铁路<br>建设投资集<br>团有限公司 | 26-06-10           |
| 26 恒泰 MTN001            | 7.7 | 3 年     | 1.7  | 26-06-10 | 26-06-15 | 城投       | AAA/NA  | 中信建投/<br>中信银行 | 4-   | 苏州恒泰控<br>股集团有限<br>公司    | 25-04-10*          |
| 26 辽港集团<br>MTN002       | 10  | 3 年     |      | 26-06-17 | 26-06-22 | 港口       | AAA/NA  | 招商/建设<br>银行   | 4+   | 辽宁港口集<br>团有限公司          | 26-03-18           |
| 26 泉州交通<br>MTN001       | 5   | 5 年     | 1.79 | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投       | AAA/NA  | 中信建投/<br>中信银行 | 4    | 泉州交通发<br>展集团有限<br>责任公司  | 26-04-29           |
| 26 泉州交通<br>MTN001B      | 2.5 | 3 年     |      | 26-06-10 | 26-06-12 | 城投       | AAA/NA  | 中信建投/<br>中信银行 | 4    | 泉州交通发<br>展集团有限<br>责任公司  | 26-04-29           |
| 26 国能新能<br>MTN002       | 10  | 3 年     | 1.58 | 26-06-11 | 26-06-15 | 电力       | AAA/NA  | 工商银行/<br>农业银行 | 3    | 国家能源集<br>团新能源有<br>限责任公司 | 25-11-26           |
| 26 金阳投资<br>MTN002       | 10  | 5 年     | 2.19 | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投       | AA+/NA  | 财信/国投         | 5    | 湖南金阳投<br>资集团有限<br>公司    | 25-12-17           |
| 26 中电路桥<br>MTN004       | 9.6 | 3+N 年   |      | 26-06-11 | 26-06-15 | 建设施<br>施 | AAA/NA  | 中信建投/<br>中信   | 4-/5 | 中电建路桥<br>集团有限公<br>司     | 25-09-25           |
| 26 三明城投<br>MTN002       | 5.7 | 5Y3P 年  | 1.88 | 26-06-12 | 26-06-16 | 城投       | AA/NA   | 兴业银行/<br>中金   | 5+   | 三明市城市<br>建设投资集<br>团有限公司 | 25-10-15           |
| 26 海奕控股<br>MTN001       | 8.5 | 3 年     | 1.95 | 26-06-11 | 26-06-15 | 城投       | AA/NA   | 江苏银行          | 5-   | 江苏海奕控<br>股集团有限<br>公司    | 18-09-06*          |
| 26 蓉城轨交<br>MTN001       | 10  | 10 年    |      | 26-06-15 | 26-06-18 | 城投       | AAA/AAA | 工商银行          | 3    | 成都轨道交<br>通集团有限<br>公司    | 25-08-06*          |
| 26 平安点创<br>MTN003       | 2   | 1.0 年   | 1.82 | 26-06-11 | 26-06-15 | 租赁       | AAA/NA  | 邮储银行          | 5+   | 平安点创国<br>际融资租赁<br>有限公司  | 25-10-29           |
| 26 衢州国资<br>MTN002       | 10  | 5 年     | 1.92 | 26-06-11 | 26-06-16 | 城投       | AA+/NA  | 杭州银行/<br>中信银行 | 4-   | 衢州市国有<br>资本运营有<br>限公司   | 25-11-05           |
| 26 北清电力<br>MTN002(碳中和债) | 5   | 5Y3P 年  |      | 26-06-15 | 26-06-17 | 电力       | AA+/NA  | 国泰海通/<br>光大银行 | 4    | 天津北清电<br>力智慧能源<br>有限公司  | 25-07-09*<br>(P31) |
| 26 天成租赁<br>GN004(碳中和债)  | 5   | 3 年     | 1.69 | 26-06-12 | 26-06-16 | 租赁       | AAA/AAA | 南京银行/<br>天津银行 | 4    | 华能天成融<br>资租赁有限<br>公司    | 26-01-07           |
| 26 徐州新盛<br>MTN005       | 3   | 10Y5P 年 | 1.83 | 26-06-10 | 26-06-15 | 城投       | AAA/NA  | 浙商银行/<br>邮储银行 | 4    | 徐州市新盛<br>投资控股集<br>团有限公司 | 25-12-17           |

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

- 从发行品种看，共 9 家发行人公告发行 9 支短融，发行额 149 亿元；共 69 家发行人公告发行 83 支超短融，发行额 750.93 亿元；共 111 家发行人公告发行 138 支中期票据，总发行额 1310.48 亿元。从行业分布看，本周短融中票共发行 230 支，其中城投 63 支，占比 27.39%；产业债方面，电力 30 支，综合投资 18 支，租赁 18 支，建设设施 15 支，房地产 8 支，化工、贸易、有色金属各 7 支，医药、高速公路各 6 支，旅游 5 支，电子通信、农业、资管、煤炭、港口各 4 支，食品饮料、公用事业、多元金融各 3 支，汽车、传媒、零售、钢铁、航空各 2 支，机械设备 1 支，从外部评级看，评级 AAA 的发行人发行额 1895.33 亿元，AA+ 发行额 242.88 亿元，AA 发行额 46.2 亿元。本周短融中票公告发行额合计 2210.41 亿元，比上周增加 940.43 亿元，发行额位居前五位的行业包括电力 567 亿元、城投 392.81 亿元、综合投资 278.2 亿元、建设设施 125.1 亿元和租赁 123 亿元。
- CRMW 方面，本周暂无新增 CRMW。
- 本周发行人中，恒力集团、远东租赁、TCL 科技、中国燃气、桐昆控股、东阳光、平安点创租赁、香格里拉(亚洲)、新希望集团、华友钴业、乐普医疗、立讯精密、华为投资、畅途租赁、平安租赁、理想汽车、联泓新科为非国有企业，其余发行人为国有企业。香格里拉(亚洲)、北控水务、越秀交通基建、中远海发、华能水电、金融街、皖能电力、华能国际、厦门象屿、北方稀土、首开股份、苏州高新、华银电力、华友钴业、乐普医疗、中国建筑、立讯精密、中国铝业、三峡能源、理想汽车、联泓新科为上市公司，其余发行人为非上市公司。
- 本周首次发行公募债券的发行人理想汽车、广开人才、水网水务、联泓新科。产业债发行人中：
  - 1) **大唐发电**是央企大唐集团核心上市子公司；是火电为主的发电企业，行业地位较高；2025 年盈利继续改善；公司现金流产生能力较强；债务负担偏重，融资渠道顺畅。中金评分为 2-。
  - 2) **三峡新能**是央企三峡集团的上市子公司；主营新能源发电业务，风电和光伏为主；营收趋于稳定，2025 年盈利下滑；现金流产生能力较强，存在自由现金流缺口；债务负担有所上升，银行授信充裕。中金评分为 3+。
  - 3) **中国铝业**是央企子公司，纽约、香港、上海三地上市；是国内最大的氧化铝生产商，规模优势明显；铝价上涨带动营收、盈利增长；盈利变现效率维持高位，无自由现金流缺口；财务杠杆逐年回落，短期周转压力不大。**青岛啤酒**是青岛市政府下属国有独资企业，核心下属公司青啤股份 A 股上市；啤酒领域具有强大的品牌和市场优势，房地产板块体量较小；供应链管理业务带动收入增长，费用率持续压降，盈利稳中有升；盈利变现整体良好，多数年份不存在自由现金流缺口；债务负担轻，货币资金对债务的覆盖程度充足，流动性充裕。以上 2 家公司中金评分为 3。
  - 4) **华电煤业**是华电集团子公司；是华电集团下属煤炭资源整合开发平台；吨煤成本较低，2021 年开始盈利表现较好，2024 年以来收入和盈利承压；盈利变现效率尚可，投资压力有所上升，多数年份自由现金流持续为正；债务规模增长，财务杠杆水平边际上升，银行支持力度较大。中金评分为 3-。
  - 5) **北清电力**是山东省国资委实控企业；公司主营光伏及风力发电等清洁能源业务；营收规模稳定，2025 年利润下降；经营现金流波动，2025 年不存在自由现金流缺口；债务负担不重。**鲁国资**是山东省属国有资产运营主体；旗下浪潮集团为核心收入和利润来源；收入规模逐年增长，盈利能力持续下滑，投资收益和补贴收入是净利的重要补充；经营获现能力较弱，2024 年以来存在一定自由现金流缺口；债务规模持续上升，杠杆率较高，母公司口径短期偿债压力可控。**鲁西化工**是央企中化集团实际控制的上市公司；主营化工新材料、化肥业务；主业周期波动明显，近两年处于业绩低谷，但我们认可公司园区内产业链协同带来的成本和规模优势对公司盈利能力的帮助；盈利变现效率较好，未累积自由现金流缺口；债务规模持续，期限结构改善，外部和关联方授信充足。**湖南能源**是湖南国资委控股；2024 年重大资产重组，当前定位为湖南省综合性能源保障主平台和全省能源战略实施主体；2025 年主业收入下滑亏损较多，依靠投资收益补正净利润；经营现金流产生能力趋弱，投资支出增

长，自由现金流缺口扩大；净资产和债务规模增长，银行支持力度较大。以上 4 家公司中金评分为 4。

- 6) **华发科技**是华发集团下属国企；主营光通讯器件和 PCB 电路板；营收转为增长，毛利率逐年抬升，非经常性损益对净利影响较大；盈利变现效率边际下滑，持续存在自由现金流缺口；债务负担不重，流动性压力尚可。**兵团建工**是新疆十一师国资委下属公司；是建筑施工类企业，兼营房地产开发；收入保持增长，毛利率有所波动，盈利能力整体较弱；盈利变现效率不佳，持续存在自由现金流缺口；债务负担较重，现金流对债务保障能力不佳，母公司层面存在一定流动性压力。**云锡集团**是云南省国资委下属企业；是世界锡工业的龙头企业；2025 年营收转为增长，毛利率保持增长，非经常性损益对净利影响较大；盈利变现效率边际下滑，无自由现金流缺口；债务负担波动减轻，短期周转依赖外部授信。以上 3 家公司中金评分为 4-。
- 7) **乐普医疗**是自然人控股的上市企业；主要从事心血管医疗器械及药品的研发、生产与销售；此前几年受集采和体外诊断业务下滑影响，收入盈利持续下滑，2025 年有所回升；盈利变现效率回升，大多数年份不存在自由现金流缺口；财务杠杆基本稳定，偿债压力不大，存在一定商誉减值风险。**水网水务**是南水北调集团子公司；主营水网水务投资运营和工程施工及建设；营收保持增长，费用侵蚀利润，净利处于盈亏边缘；盈利变现效率逐年恶化，持续存在自由现金流缺口；债务负担逐年抬升，货币资金可持续覆盖全部短债。**广西路建**是北部湾投资子公司；主营工程施工；2025 年营收恢复增长，毛利率趋于稳定；现金流波动较大，2024 年来不存在自由现金流缺口；财务杠杆趋于稳定，流动性压力尚可。**顺鑫控股**是北京顺义区国资委独资企业；主营白酒、猪肉、贸易、工程施工四大板块，其中白酒为核心利润来源，房地产项目去化缓慢；收入和利润持续下滑，剥离房地产板块有助于改善盈利，但白酒板块盈利持续承压；盈利变现效率波动较大，投资压力可控；债务负担属于同行业发行人中较重水平，债务结构有所改善。**广开人才**是广州开发区管委会全资子公司；主营人才和保安服务；营收保持增长，历史由非经常性损益补正净利，2025 年毛利率快速下降、出现亏损；盈利变现效率较好，多数年份存在自由现金流缺口；财务杠杆逐年抬升，存在内生偿债压力，短期周转压力不大。**广州医药**是国有控股公司；是华南区域的医药流通龙头企业；收入保持稳定增长，作为医药流通企业，盈利能力偏低；规模扩张导致的垫资增加使公司盈利变现效率持续较低；债务负担偏重，且流动性压力较大。以上 6 家公司中金评分为 5+。
- 8) **瘦西湖**是扬州市国有企业；公司不享有瘦西湖景区门票收入，主营景区附近的酒店和餐饮业务；收入小幅回落，盈利能力进一步走弱；经营性现金流仍为正但有所收窄，近三年未累计自由现金流缺口；债务负担小幅上升，偿债能力受到盈利限制，流动性压力有所增加。**联泓新科**是联想控股的上市企业；公司主营先进高分子材料及特种精细材料产品的生产及销售；过去两年处于业绩低谷期，2026 年一季度营收和利润同比大幅增长；盈利变现效率因存货增加有所下滑，过去几年自由现金流缺口较大；债务规模上升迅速，流动性和偿债压力有所上升。以上 2 家中金评分为 5。

城投债发行人中，以股权从属关系为依据，津地铁是天津市中心城区内地铁投资建设和运营管理的重要主体，中金评分为 4+。绍兴交通、申迪、蓉城轨交、涪陵实业为市级平台（地级市、直辖市下辖区县及 19 个国家新区），分别为各自区域不同领域的基础设施建设、土地开发主体和/或保障房建设、国资运营主体，中金评分方面，蓉城轨交为 3，申迪为 4+，绍兴交通为 4，涪陵实业为 5+；武汉高农、海发集团、珠海正方、恒泰、海奕控股、中原发展、北城建设为区县级平台（地级市下辖行政区县及发展新区、县级市、直辖市特殊功能区，含经开区、高新区合署行政区），主要从事区域内基础设施建设、土地整理、国资运营等，中金评分方面，恒泰为 4-，海发集团、珠海正方、北城建设为 5+，武汉高农、中原发展为 5，海奕控股为 5-。

- 本周永续中票有 26 华能水电 GN008、26 广西能源 MTN003、26 华能 MTN003、26 象屿股份 MTN003、26 象屿股份 MTN003A、26 鲁国资 MTN003、26 湖南能源 MTN001、26 甬开投 MTN003、26 兵团建工 MTN001、26 鲁钢铁 MTN001、26 连云港 MTN002A、26 连云港 MTN002B、26 中建 MTN001、26

维泰 MTN001、26 晋能煤业 MTN010、26 长春轨交 MTN007、26 苏科技城 MTN003、26 中电路桥 MTN004，发行人除中国建筑外均为非上市公司，强制付息条款中分红条款约束力并不强。因此目前永续债的债性强弱总体上与主体资质息息相关，信用资质强的主体出于再融资需求、维护资本市场形象动力强，我们认为选择首个赎回日赎回债券及按期支付利息的可能性较大。基于此，26 广西能源 MTN003、26 象屿股份 MTN003、26 象屿股份 MTN003A、26 鲁国资 MTN003、26 甬开投 MTN003、26 兵团建工 MTN001、26 鲁钢铁 MTN001、26 连云港 MTN002A、26 连云港 MTN002B、26 维泰 MTN001、26 苏科技城 MTN003、26 中电路桥 MTN004 的中金债项评分在主体评分基础上下调一档。

- 本周发行人不涉及外部评级调整。**云锡集团**收缩低毛利的贸易业务，叠加新材料业务扩张，营收转为抬升，毛利率逐年抬升，净利保持增长，无自由现金流缺口，债务负担波动减轻，本次上调一小档至 4-。**广州医药**近年来毛利率下滑，盈利变现效率持续较低，在同业中均处于偏低水平，债务负担有所上升，综合考虑我们下调公司中金评分一档至 5+。

更多作者及其他信息请见文末披露页

## 债券基本情况

|      |                                                       |
|------|-------------------------------------------------------|
| 债券简称 | 26 乐普 MTN001(科创债)                                     |
| 发行人  | 乐普(北京)医疗器械股份有限<br>公司                                  |
| 发行期限 | 3 年                                                   |
| 发行额  | 5 亿元人民币                                               |
| 付息方式 | 周期性付息                                                 |
| 发行利率 | 2.2000%                                               |
| 增信方式 |                                                       |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级 AA+                                       |
| 主承销商 | 招商银行股份有限公司, 中国<br>进出口银行, 中国股份有限<br>公司, 中信银行股份有限公<br>司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日                                       |
| 上市日  | 2026 年 6 月 16 日                                       |
| 行业   | 医药                                                    |
| 中金评分 | 5+                                                    |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 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           | 250.22  | 245.73  | 261.39  | 255.87  |
| 货币资金          | 42.21   | 37.18   | 44.30   | 36.39   |
| 净资产           | 174.98  | 167.40  | 177.60  | 179.76  |
| 总债务           | 47.03   | 55.80   | 62.46   | 54.88   |
| 短期债务          | 16.00   | 19.55   | 33.33   | 22.79   |
| 净短期债务         | (26.21) | (17.63) | (10.97) | (13.60) |
| 经营活动现金流       | 9.90    | 7.35    | 15.17   | 2.75    |
| 投资活动现金流       | (18.86) | (7.44)  | (6.91)  | (0.45)  |
| 筹资活动现金流       | (2.93)  | (4.85)  | (0.82)  | (10.06) |
| 主营业务收入        | 79.80   | 61.03   | 64.83   | 16.72   |
| 主营业务利润        | 50.30   | 36.29   | 40.64   | 10.16   |
| EBITDA        | 23.33   | 13.57   | 20.75   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 25.12   | 14.64   | 22.34   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 23.16   | 12.67   | 21.24   | NA      |
| 净利润           | 12.92   | 1.97    | 10.19   | 2.23    |
| 主营业务利润率       | 63.03%  | 59.46%  | 62.69%  | 60.77%  |
| 主营业务收入增长率     | -24.78% | -23.52% | 6.23%   | NA      |
| 总资产回报率        | 5.22%   | 0.79%   | 4.02%   | NA      |
| 净资产收益率        | 7.63%   | 1.15%   | 5.91%   | NA      |
| 现金收入比         | 100.20% | 103.05% | 94.62%  | 83.13%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 42.43%  | 54.16%  | 73.11%  | NA      |
| 流动比率          | 2.48    | 2.33    | 2.01    | 2.38    |
| 速动比率          | 1.87    | 1.77    | 1.61    | 1.88    |
| 应收账款周转率       | 4.36    | 3.72    | 3.68    | NA      |
| 存货周转率         | 1.25    | 1.11    | 1.15    | NA      |
| 资产负债率         | 30.07%  | 31.88%  | 32.06%  | 29.75%  |
| 短期债务/总债务      | 34.02%  | 35.04%  | 53.36%  | 41.53%  |
| 总债务/总资本       | 21.18%  | 25.00%  | 26.02%  | 23.39%  |
| 货币资金/短期债务     | 263.81% | 190.18% | 132.91% | 159.68% |
| 货币资金/总债务      | 89.75%  | 66.63%  | 70.93%  | 66.31%  |
| 经营现金流/总债务     | 21.05%  | 13.17%  | 24.29%  | 5.01%   |
| EBITDA/利息支出   | 13.64   | 7.50    | 11.72   | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.50    | 0.24    | 0.33    | NA      |
| 应付票据          | 1.68    | 0.88    | 0.64    | 0.81    |
| 永续债           | 2.15    | 2.15    | 2.15    | 0.00    |
| 债务资本比(含票据、永续) | 22.73%  | 26.25%  | 27.11%  | 23.65%  |
| 净短期债务(含票据)    | (25.38) | (17.92) | (10.88) | (13.02) |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 中金公司研究部

## 乐普(北京)医疗器械股份有限公司

### 发行人简介

- **自然人控股的上市企业。**公司前身为北京乐普医疗器械有限公司, 1999 年 6 月由中船重工七二五研究所和美国 WP 公司分别出资 70%和 30%共同成立, 后增加中船重工、Brook 公司、蒲忠杰和苏荣誉几位股东, 2009 年在深交所创业板上市。2014 年 6 月七二五所和中船重工科技通过协议转让方式减持乐普医疗部分股份后, 合计持股比例由 43.26%降至 28.68%; 蒲忠杰及其一致行动人合计持股比例自 23.72%增至 29.30%, 成为公司控股股东, 截至 2026 年 3 月末, 蒲忠杰及其一致行动人合计持股比例为 24.71%, 公司实控人为蒲忠杰。
- **主要从事心血管医疗器械及药品的研发、生产与销售。**2025 年医疗器械、药品、医疗服务及健康管理分别贡献了营业收入的 50.2%、33.4%和 16.4%, 对毛利润的贡献分别为 54.8%、33.5%和 11.7%。医疗器械业务方面, 公司以心血管介入为核心, 产品覆盖诊疗全周期, 主要分为冠脉介入、结构性心脏病、CRM 电生理、外周介入、影像设备等, 公司在心血管介入领域行业地位领先, 市场占有率位居全国前列。公司药品板块以心血管疾病和代谢病用药为基础, 包括降血脂、降血糖、降血压、抗心衰、抗血栓等, 基础业务为患者提供稳定仿制药供给, 创新转型业务聚焦代谢与心血管领域创新药。

### 发债和评级评分历史

- 公司多次发行短融、中票, 目前暂无不含本期未到期债券余额。中诚信国际于 2018 年 9 月给予主体评级 AA, 并于 2019 年 6 月上调至 AA+并维持。中金评分为 5+。

### 盈利和现金流

- **此前几年受集采和体外诊断业务下滑影响, 收入盈利持续下滑, 2025 年有所回升。**公司 2022 年以前业务保持持续增长态势, 其中 2021 年和 2022 年收入和盈利增长主要受益于防疫带来的体外诊断业务收入大幅增长, 有效缓解了心血管支架集采带来的冲击。2023 年和 2024 年随着防疫需求下降, 公司体外诊断业务大幅回落, 公司收入规模连续两年大幅下降, 且伴随一定规模资产减值计提, 因此利润水平也大幅下滑。2025 年以来, 公司业务回归常态化发展, 医疗器械板块仍面临一定集采压力, 但公司近年来也逐渐优化费用结构, 销售费用逐年降低, 毛利率则依然维持 60%以上较高水平, 2025 年盈利实现较为明显回升。
- **盈利变现效率回升, 大多数年份不存在自由现金流缺口。**公司历史上盈利变现效率较为良好, 尤其 2019-2022 年经营活动现金流持续保持较为充裕的状态。2023 年和 2024 年由于净利润下降公司经营活动现金流规模下降显著, 盈利变现效率则因为经营性应付款项的减少而降低, 并累计了小幅自由现金流缺口, 不过 2025 年公司经营活动现金流和盈利变现效率均出现回升, 总体看公司现金流表现较好, 大多数年份不存在自由现金流缺口。公司在建工程规模支出不大, 资本支出压力尚可, 但可能存在股权投资或并购等支出压力。

### 资本结构和偿债能力

- **财务杠杆基本稳定, 偿债压力不大, 存在一定商誉减值风险。**公司 2023 和 2024 年存在小幅自由现金流缺口, 债务规模小幅上升, 但净资产也随盈利积累上升, 截至 2026 年 3 月末, 公司债务资本比为 23.65%, 在行业中属于较低水平, 总债务为 2025 年 EBITDA 的 2.6 倍, 偿债压力不大。流动性方面, 公司账面货币资金充裕, 截至 2026 年 3 月末不存在净短债缺口。同期末获得银行授信额度 126.1 亿元, 未使用额度 83.1 亿元, 流动性充裕。但公司截至 2026 年 3 月末账面商誉余额达到 36.2 亿元, 存在一定商誉减值风险。

## 债券基本情况

|      |                           |
|------|---------------------------|
| 债券简称 | 26 联泓新科 MTN001(科创债)       |
| 发行人  | 联泓新材料科技股份有限公司             |
| 发行期限 | 6Y3P 年                    |
| 发行额  | 5 亿元人民币                   |
| 付息方式 | 周期性付息                     |
| 发行利率 | 待确定                       |
| 增信方式 |                           |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA+            |
| 主承销商 | 渤海银行股份有限公司，青岛<br>银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日           |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日           |
| 行业   | 化工                        |
| 中金评分 | 5                         |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 170.24  | 195.25  | 245.71  | 261.68  |
| 货币资金          | 25.00   | 22.83   | 16.03   | 24.06   |
| 净资产           | 78.30   | 78.61   | 81.15   | 83.14   |
| 总债务           | 70.92   | 96.99   | 134.07  | 151.54  |
| 短期债务          | 41.92   | 51.13   | 53.52   | 60.86   |
| 净短期债务         | 16.92   | 28.30   | 37.49   | 36.80   |
| 经营活动现金流       | 8.75    | 5.94    | 5.87    | 2.22    |
| 投资活动现金流       | (31.13) | (32.69) | (42.57) | (10.13) |
| 筹资活动现金流       | 19.93   | 25.88   | 32.75   | 12.40   |
| 主营业务收入        | 67.78   | 62.68   | 63.38   | 22.46   |
| 主营业务利润        | 10.53   | 9.61    | 11.48   | 5.13    |
| EBITDA        | 9.49    | 8.14    | 10.94   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 13.21   | 9.76    | 11.56   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 9.46    | 8.55    | 10.98   | NA      |
| 净利润           | 4.56    | 2.66    | 3.17    | 1.84    |
| 主营业务利润率       | 15.54%  | 15.33%  | 18.11%  | 22.84%  |
| 主营业务收入增长率     | -16.91% | -7.52%  | 1.12%   | NA      |
| 总资产回报率        | 2.93%   | 1.46%   | 1.44%   | NA      |
| 净资产收益率        | 6.00%   | 3.39%   | 3.97%   | NA      |
| 现金收入比         | 109.77% | 115.83% | 122.63% | 118.21% |
| 经营现金流/EBITDA  | 92.20%  | 72.97%  | 53.66%  | NA      |
| 流动比率          | 0.70    | 0.61    | 0.53    | 0.68    |
| 速动比率          | 0.59    | 0.50    | 0.41    | 0.53    |
| 应收账款周转率       | 36.64   | 38.81   | 32.92   | NA      |
| 存货周转率         | 8.65    | 8.00    | 6.32    | NA      |
| 资产负债率         | 54.01%  | 59.74%  | 66.97%  | 68.23%  |
| 短期债务/总债务      | 59.11%  | 51.65%  | 39.92%  | 40.16%  |
| 总债务/总资本       | 47.53%  | 55.74%  | 62.29%  | 64.57%  |
| 货币资金/短期债务     | 59.64%  | 44.65%  | 29.95%  | 39.53%  |
| 货币资金/总债务      | 35.25%  | 23.06%  | 11.96%  | 15.89%  |
| 经营现金流/总债务     | 12.34%  | 6.00%   | 4.38%   | 1.46%   |
| EBITDA/利息支出   | 7.47    | 7.02    | 7.65    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.13    | 0.08    | 0.08    | NA      |
| 应付票据          | 8.06    | 5.01    | 3.20    | 6.55    |
| 永续债           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 债务资本比（含票据、永续） | 50.22%  | 56.95%  | 62.84%  | 65.53%  |
| 净短期债务（含票据）    | 24.78   | 32.76   | 40.26   | 41.07   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 联泓新材料科技股份有限公司

### 发行人简介

- 联想控股的上市企业。**公司前身为山东东神达煤化工有限公司，2011 年联想控股收购神达化工 80%股权，成为公司控股股东，2012 年联想控股设立联泓控股有限公司（现联泓集团），统筹化工板块业务并收购联想控股持有的公司股权。2020 年公司在深交所挂牌上市。截至 2026 年 3 月末，联泓集团持有公司 48.77%股权，为公司控股股东，鉴于联想控股股权分散，公司无实际控制人。
- 公司主营先进高分子材料及特种精细材料产品的生产及销售。**公司以甲醇为主要原料，运行有甲醇制烯烃（DMTO）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、聚丙烯（PP）、环氧乙烷（EO）、环氧乙烷衍生物（EOD）等多套先进装置。截至 2025 年 6 月底，公司主要产品 EVA 产能 15.36 万吨/年，PP 专用料产能 32.95 万吨/年，超高分子量聚乙烯（UHMWPE）产能 2.00 万吨/年，EO 产能 14.45 万吨/年，EOD 产能 9.20 万吨/年。除此之外，公司还布局生物材料、电子材料等领域。其中 PLA（一期产能 4.00 万吨/年）和电子级高纯度特气（1.00 万吨/年）项目已建成投产。公司有 100 万吨/年煤制甲醇装置，一体化项目投产前甲醇自给率较高，但一体化项目投产后外购甲醇需求较高。公司产业园内产品间协同优势较强，具备一定的研发和技术实力，部分产品在细分市场占有较高，有一定的市场竞争优势，但也需关注到我国化工行业近两年扩产迅速，行业竞争激烈带来的经营压力。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前暂无不含本期未到期债券余额。联合资信于 2025 年 12 月首次给予主体评级 AA+。本次给予中金评分 5。

### 盈利和现金流

- 过去两年处于业绩低谷期，2026 年一季度营收和利润同比大幅增长。**2024 和 2025 年由于行业供给增长较快，但下游需求相对较弱，公司主要产品价格处于低位，综合毛利率下滑至 16%-18%的偏低水平，盈利水平处于行业低谷。随着公司新能源材料和生物可降解材料一体化项目于 2025 年末逐渐投产，公司 2026 年一季度营收同比大幅回升，且由于一体化项目产品协同能力强，副产品利用度高，公司毛利率同比也实现回升，利润同样实现较大幅度增长。但我们关注到地缘冲突带来公司主要原材料甲醇价格的大幅上涨，公司未来盈利仍有待观察。
- 盈利变现效率因存货增加有所下滑，过去几年自由现金流缺口较大。**公司历史上盈利变现效率较高，2025 年盈利变现效率下滑主要因为新项目陆续投产带来的存货增加。公司新能源材料和生物可降解材料一体化项目投资规模巨大，过去几年持续存在较大规模资本支出，2023-2025 及 2026 年一季度累计存在约 94 亿元自由现金流缺口，目前公司新能源材料和生物可降解材料一体化项目已经基本投产，后续资本支出压力或有所降低。

### 资本结构和偿债能力

- 债务规模上升迅速，流动性和偿债压力有所上升。**过去几年公司一体化项目建设带来的自由现金流缺口推升公司债务水平快速上升，总债务规模相较 2023 年末增长超过一倍。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比已上升至 65.53%，在行业中属于中等偏高水平。总债务为 2025 年 EBITDA 的 13.9 倍，偿债压力有所上升。流动性方面，公司目前短债占比 40%左右，截至 2026 年 3 月末存在 41.1 亿元净短债缺口。截至 2025 年末，公司授信额度为 193.2 亿元，未使用额度 60.9 亿元，流动性压力较此前也有所提升。

## 债券基本情况

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 债券简称 | 26 华发科技 MTN001(科创债)           |
| 发行人  | 珠海华发科技产业集团有限公司                |
| 发行期限 | 5Y3P 年                        |
| 发行额  | 5 亿元人民币                       |
| 付息方式 | 周期性付息                         |
| 发行利率 | 2.2400%                       |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AAA                |
| 主承销商 | 中国建设银行股份有限公司,<br>中信建投证券股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 10 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 12 日               |
| 行业   | 综合投资→电子通信                     |
| 中金评分 | 4-                            |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 485.00  | 561.11  | 567.36  | 590.47  |
| 货币资金          | 35.22   | 64.23   | 32.30   | 41.51   |
| 净资产           | 328.91  | 338.25  | 355.22  | 355.38  |
| 总债务           | 65.43   | 100.98  | 108.07  | 108.33  |
| 短期债务          | 19.62   | 51.61   | 50.67   | 49.19   |
| 净短期债务         | (15.60) | (12.62) | 18.37   | 7.68    |
| 经营活动现金流       | 5.02    | 6.38    | 7.74    | 3.62    |
| 投资活动现金流       | (17.22) | (59.88) | (33.71) | (17.34) |
| 筹资活动现金流       | (14.51) | 78.50   | (0.25)  | 23.31   |
| 主营业务收入        | 54.67   | 56.47   | 71.39   | 20.73   |
| 主营业务利润        | 7.03    | 12.29   | 19.09   | 6.24    |
| EBITDA        | 6.12    | 7.43    | 11.91   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 8.26    | 8.50    | 12.97   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 17.45   | 19.58   | 46.59   | NA      |
| 净利润           | 6.93    | 8.34    | 17.92   | 0.02    |
| 主营业务利润率       | 12.86%  | 21.76%  | 26.74%  | 30.10%  |
| 主营业务收入增长率     | -22.79% | 3.29%   | 26.42%  | NA      |
| 总资产回报率        | 1.40%   | 1.59%   | 3.18%   | NA      |
| 净资产收益率        | 2.11%   | 2.50%   | 5.17%   | NA      |
| 现金收入比         | 92.50%  | 96.69%  | 123.71% | 105.55% |
| 经营现金流/EBITDA  | 82.03%  | 85.87%  | 64.99%  | NA      |
| 流动比率          | 2.06    | 1.24    | 1.03    | 0.94    |
| 速动比率          | 1.93    | 1.15    | 0.90    | 0.79    |
| 应收账款周转率       | 4.91    | 3.76    | 3.41    | NA      |
| 存货周转率         | 3.44    | 4.49    | 3.69    | NA      |
| 资产负债率         | 32.18%  | 39.72%  | 37.39%  | 39.81%  |
| 短期债务/总债务      | 29.99%  | 51.11%  | 46.89%  | 45.41%  |
| 总债务/总资本       | 16.59%  | 22.99%  | 23.33%  | 23.36%  |
| 货币资金/短期债务     | 179.51% | 124.45% | 63.75%  | 64.39%  |
| 货币资金/总债务      | 53.63%  | 63.61%  | 29.89%  | 38.32%  |
| 经营现金流/总债务     | 7.67%   | 6.32%   | 7.16%   | 3.34%   |
| EBITDA/利息支出   | 1.74    | 1.91    | 2.03    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.09    | 0.07    | 0.11    | NA      |
| 应付票据          | 2.86    | 3.74    | 6.48    | 11.81   |
| 永续债           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 债务资本比(含票据、永续) | 17.19%  | 23.64%  | 24.39%  | 25.26%  |
| 净短期债务(含票据)    | (13.69) | (9.82)  | 22.78   | 17.99   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 珠海华发科技产业集团有限公司

### 发行人简介

- 华发集团下属国企。**公司由华发集团于 2019 年设立，2022 年更为现名。2023 年 6 月公司新增股东建信资产、中银资产、交银资产和农银资产，上述股东合计货币出资 7 亿元。2025 年华发集团与珠海格力集团共同组建珠海科技产业集团有限公司，华发集团将所持的全部公司股权对其子公司珠海科技集团注资，公司控股股东变更为珠海科技集团。截至 2026 年 3 月末，珠海科技集团持有公司 85.69%股权，为公司控股股东，公司实控人为珠海市国资委。公司 2021 年通过协议转让方式先后成为光库科技（300620.SZ）、华灿光电（300323.SZ）的第一大股东。2023 年公司并表方正科技，同时因华灿光电完成对京东方的定增，京东方成为其控股股东，公司仅持有华灿光电 19%股权（2026 年 3 月末市值约 30 亿元），9 月起不再对其并表。
- 主营光通讯器件和 PCB 电路板。**2025 年光纤激光器件、光通讯器件及铌酸锂调制器及光子集成产品和 PCB 电路板的营收占比分别为 19.4%和 65%，毛利占比分别为 24.3%和 62.1%。公司光通讯器件及铌酸锂调制器及光子集成产品的经营主体为光库科技，该子公司已成为无源器件的核心供应商，下游客户包括 Coherent、Lumentum、Ciena、大族激光、中际旭创在内的国内外激光器生产商和光通讯企业。其生产的光隔离器、偏振分束/合束器、耦合器、波分复用器、铌酸锂调制器等多种光学器件，应用于光纤激光、光通讯、航空航天、传感医疗、科研等领域。2025 年该业务前五大客户销售额占比合计 39.8%，有一定集中度。PCB 电路板的经营主体为方正科技，产品主要包括高密度互连板、多层板（2-56 层）、软硬结合板和其它个性化定制 PCB 等，主要产品为印刷电路板。2025 年该业务前五大客户销售额占比合计 57%，集中度较高。此外公司还有部分投资和产业园运营业务。截至 2026 年 3 月末，公司持有私募股权投资基金共 55 只，认缴 284 亿元，实缴 194 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 19.9 亿元。联合资信于 2025 年 7 月给予主体评级 AAA。中金评分为 4-。

### 盈利和现金流

- 营收转为增长，毛利率逐年抬升，非经常性损益对净利影响较大。**公司 2023 年分别因不再并表维业股份、华灿光电，营收下滑较多，不过毛利率持续抬升，其中 2023 年来抬升较多主要是新增方正科技的毛利较高的 PCB 电路板业务。2023-2025 年公司分别获得投资收益 11.3 亿元、12.2 亿元和 34.7 亿元，主要来自于基金股权和交易性金融资产投资收益，同期公司分别计提资产及信用减值损失 2.8 亿元、1.6 亿元和 5.1 亿元，主要来自华灿光电和维业股份，同期公允价值变动损益 2.3 亿元、-0.7 亿元和-5.7 亿元，2025 年亏损较多主要是华灿光电股份下跌所致。此外公司还获得政府补助 2.1 亿元、1.1 亿元和 1.1 亿元，主要来自华灿光电、光库科技等的补助。2026 年一季度净利较低主要是当期投资收益亏损 2.1 亿元。
- 盈利变现效率边际下滑，持续存在自由现金流缺口。**公司按 2025 年 EBITDA 规模计算，年度现金流产生能力约 4 亿元。公司历史盈利变现效率较好，2025 年因存货增长和其他应收款降幅收窄，公司盈利变现效率边际下滑。投资方面，公司购建固定资产等支出由 12 亿元持续抬升 18 亿元，投资现金流整体受对外投资影响较大，2023 年投资现金流流出较少主要是当年收回一定投资。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司在建项目主要为人工智能产业相关扩产项目，计划总投资 48 亿元，已投资 13 亿元，无拟建项目，投资压力尚可。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担不重，流动性压力尚可。**公司债务负担受合并范围变更影响较大，杠杆绝对水平不高。截至 2026 年 3 月末，考虑票据后公司债务资本比仅 25.3%，不过总债务是 2025 年 EBITDA 的 9.1 倍，存在内生偿债压力。流动性方面，公司短债占比波动升至 45%左右，截至 2026 年 3 月末，扣除 3 亿元受限货币资金后净短债缺口近 21 亿元。同期母公司层面，债务资本比达 20.1%，短期债务达 33 亿元，货币资金仅 4 亿元，存在流动性压力。同期末，公司共获银行授信总额 226 亿元，未使用额度 92 亿元，可覆盖全部净短债。

## 债券基本情况

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 债券简称 | 26 广西路建 MTN001                |
| 发行人  | 广西路建工程集团有限公司                  |
| 发行期限 | 3 年                           |
| 发行额  | 2 亿元人民币                       |
| 付息方式 | 周期性付息                         |
| 发行利率 | 1.7000%                       |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA+                |
| 主承销商 | 中国光大银行股份有限公司,<br>中国民生银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日               |
| 行业   | 基础设施                          |
| 中金评分 | 5+                            |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 210.23  | 217.69  | 249.16  | 244.78  |
| 货币资金          | 11.14   | 28.47   | 27.90   | 16.91   |
| 净资产           | 64.58   | 76.78   | 76.99   | 78.63   |
| 总债务           | 38.34   | 45.13   | 62.30   | 63.24   |
| 短期债务          | 12.04   | 8.87    | 16.69   | 17.67   |
| 净短期债务         | 0.90    | (19.60) | (11.21) | 0.76    |
| 经营活动现金流       | 1.22    | 15.33   | 9.09    | (6.82)  |
| 投资活动现金流       | (21.75) | (1.27)  | (5.27)  | (0.14)  |
| 筹资活动现金流       | 2.91    | 3.21    | (3.77)  | (1.97)  |
| 主营业务利润        | 166.13  | 95.70   | 101.70  | 15.07   |
| EBITDA        | 24.58   | 22.25   | 23.63   | 3.36    |
| EBITDA(含补贴收入) | 15.99   | 15.70   | 17.44   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 16.10   | 15.88   | 18.00   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 15.83   | 15.70   | 17.44   | NA      |
| 净利润           | 12.24   | 11.28   | 11.03   | 1.77    |
| 主营业务利润率       | 14.80%  | 23.25%  | 23.24%  | 22.30%  |
| 主营业务收入增长率     | -17.29% | -42.39% | 6.27%   | NA      |
| 总资产回报率        | 6.58%   | 5.27%   | 4.73%   | NA      |
| 净资产收益率        | 20.72%  | 15.96%  | 14.35%  | NA      |
| 现金收入比         | 69.69%  | 118.83% | 76.30%  | 55.54%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 7.63%   | 97.64%  | 52.12%  | NA      |
| 流动比率          | 1.18    | 1.43    | 1.44    | 1.47    |
| 速动比率          | 1.14    | 1.40    | 1.42    | 1.45    |
| 应收账款周转率       | 16.42   | 7.71    | 9.45    | NA      |
| 存货周转率         | 19.76   | 21.15   | 36.88   | NA      |
| 资产负债率         | 69.29%  | 64.73%  | 69.10%  | 67.88%  |
| 短期债务/总债务      | 31.40%  | 19.65%  | 26.79%  | 27.94%  |
| 总债务/总资本       | 37.25%  | 37.02%  | 44.73%  | 44.58%  |
| 货币资金/短期债务     | 92.52%  | 320.97% | 167.17% | 95.70%  |
| 货币资金/总债务      | 29.06%  | 63.08%  | 44.78%  | 26.74%  |
| 经营现金流/总债务     | 3.18%   | 33.97%  | 14.59%  | -13.95% |
| EBITDA/利息支出   | 44.42   | 13.65   | 12.92   | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.42    | 0.35    | 0.28    | NA      |
| 应付票据          | 1.31    | 2.06    | 4.06    | 4.49    |
| 永续债           | 20.19   | 27.58   | 21.58   | 21.58   |
| 债务资本比（含票据、永续） | 57.41%  | 60.31%  | 61.35%  | 61.03%  |
| 净短期债务（含票据）    | 1.73    | (17.54) | (7.38)  | 5.14    |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 广西路建工程集团有限公司

### 发行人简介

- 北部湾投资子公司。**公司前身为 1959 年广西交通厅成立的广西公路管理局筑路机械队，2014 年更为现名，2018 年公司变更为广西北部湾投资集团有限公司的子公司，北部湾投资持股 99%。截至 2026 年 3 月末，北部湾投资仍持有公司 99% 股权，为公司控股股东，公司实控人为广西国资委。
- 主营工程施工。**2023-2025 年工程施工营收和毛利占比均保持在 97-98% 左右，其中广西区内营收占比由 98% 左右持续降至 88%。公司是广西最大的路桥施工企业之一，拥有公路工程施工总承包特级资质，以广西为中心开展路桥施工建设业务。2023 -2025 年新签合同金额分别为 54 亿元、116 亿元和 240 亿元，广西区内占比由接近 100% 持续降至 35%，业务类型上 2023 年全部为施工建设项目，而 2024 年来 BOT 项目占比升至 55-60% 左右，业主均为政府机构和国有企业。截至 2026 年 3 月末，公司在手未完工合同额为 275 亿元。不过值得注意的是，公司 2025 年前五大业主营业额占比达 49%，其中的关联方营业额占比也约 43%，客户集中度较高。截至 2026 年 3 月末，公司在建 PPP 项目计划总投资 12.5 亿元，已投资 9.2 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 6 亿元。联合资信于 2025 年 7 月给予主体评级 AA+。本次给予中金评分 5+。
- 控股股东广西北部湾投资集团有限公司目前未到期债券余额 236.7499 亿元。联合资信、中诚信国际分别于 2026 年 5 月、2025 年 6 月给予主体评级 AAA。中金评分 2014 年 6 月由 3-下调至 4+，2016 年 8 月由 4+下调至 4。

### 盈利和现金流

- 2025 年营收恢复增长，毛利率趋于稳定。**2023-2024 年因部分项目施工进度未达预期，营收有所下滑，2025 年有所恢复。毛利率方面，公司毛利率趋于稳定，保持在 23% 左右，费用率升至 10% 左右，盈利能力尚可。2023-2025 年公司分别计提资产及信用减值损失 0.1 亿元、0.6 亿元和 2 亿元。
- 现金流波动较大，2024 年来不存在自由现金流缺口。**我们以公司 2025 年的 EBITDA 规模推算，年度现金流产生能力约 15.7 亿元。公司经营现金流波动较大，其中 2023 年经营现金流收缩主要是部分存量合同逐步履约完成，受用地指标制约等因素，部分筹备高速项目暂未落地施工、部分业主方融资受限或财力影响下回款滞后，2024 年因下游供应商结算手续滞后，公司未完成全年支付，经营现金流入较多，2025 年则因款项支付及时，资金错配减少，经营现金流回落。公司投资现金流主要用于项目建设，2024 年来可被经营现金流覆盖。

### 资本结构和偿债能力

- 财务杠杆趋于稳定，流动性压力尚可。**公司债务规模保持增长，净资产规模随盈利累积、永续债发行而多有扩张，财务杠杆近年相对稳定。截至 2026 年 3 月末，考虑票据、永续后公司债务资本比为 61%。流动性方面，公司短债占比保持在 30% 以下，同期末扣除 1 亿元受限货币资金后净短债缺口为 6 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 422 亿元，其中未使用额度 317 亿元，可充分覆盖全部净短债。

## 债券基本情况

|      |                       |
|------|-----------------------|
| 债券简称 | 26 鲁国资 MTN003         |
| 发行人  | 山东省国有资产投资控股有限公司       |
| 发行期限 | 3+N 年                 |
| 发行额  | 5 亿元人民币               |
| 付息方式 | 周期性付息                 |
| 发行利率 | 1.7500%               |
| 增信方式 |                       |
| 信用级别 | 联合资信、中诚信国际给予主体评级 AAA  |
| 主承销商 | 招商银行股份有限公司，中信银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 10 日       |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日       |
| 行业   | 综合投资                  |
| 中金评分 | 4                     |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 2505.56 | 2920.65 | 3299.82  | 3432.17  |
| 货币资金          | 373.96  | 343.67  | 331.68   | 335.21   |
| 净资产           | 555.18  | 590.98  | 607.17   | 628.60   |
| 总债务           | 753.74  | 843.93  | 942.41   | 1073.87  |
| 短期债务          | 440.10  | 510.83  | 531.69   | 636.04   |
| 净短期债务         | 66.14   | 167.16  | 200.01   | 300.83   |
| 经营活动现金流       | 43.94   | 25.02   | 89.66    | (125.88) |
| 投资活动现金流       | (20.96) | (55.57) | (99.34)  | (5.67)   |
| 筹资活动现金流       | 67.09   | (13.34) | 14.90    | 128.64   |
| 主营业务收入        | 1385.47 | 1771.27 | 2269.91  | 477.18   |
| 主营业务利润        | 206.41  | 223.08  | 209.07   | 51.28    |
| EBITDA        | 77.15   | 84.74   | 81.86    | NA       |
| EBITDA(含补贴收入) | 105.71  | 111.90  | 106.66   | NA       |
| EBITDA(含投资收益) | 89.34   | 91.60   | 89.04    | NA       |
| 净利润           | 46.67   | 49.48   | 26.48    | 5.46     |
| 主营业务利润率       | 14.90%  | 12.59%  | 9.21%    | 10.75%   |
| 主营业务收入增长率     | NA      | 27.85%  | 28.15%   | NA       |
| 总资产回报率        | 1.99%   | 1.82%   | 0.85%    | NA       |
| 净资产收益率        | 8.86%   | 8.63%   | 5234.00% | NA       |
| 现金收入比         | 108.48% | 118.98% | 135.15%  | 105.35%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 56.95%  | 29.53%  | 109.53%  | NA       |
| 流动比率          | 0.81    | 0.82    | 0.80     | 0.81     |
| 速动比率          | 0.64    | 0.57    | 0.54     | 0.55     |
| 资产负债率         | 77.84%  | 79.77%  | 81.60%   | 81.69%   |
| 短期债务/总债务      | 58.39%  | 60.53%  | 56.42%   | 59.23%   |
| 总债务/总资本       | 57.58%  | 58.81%  | 60.82%   | 63.08%   |
| 货币资金/短期债务     | 84.97%  | 67.28%  | 62.38%   | 52.70%   |
| 货币资金/总债务      | 49.61%  | 40.72%  | 35.19%   | 31.22%   |
| 经营现金流/总债务     | 5.83%   | 2.96%   | 9.51%    | -11.72%  |
| EBITDA/利息支出   | 6.22    | 5.76    | 4.45     | NA       |
| EBITDA/总债务    | 0.10    | 0.10    | 0.09     | NA       |
| 应付票据          | 32.74   | 44.76   | 81.48    | 42.42    |
| 永续债           | 20.53   | 20.53   | 20.43    | 20.27    |
| 债务资本比（含票据、永续） | 60.15%  | 61.44%  | 64.03%   | 65.14%   |
| 净短期债务（含票据）    | 86.20   | 202.12  | 275.87   | 336.15   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 山东省国有资产投资控股有限公司

### 发行人简介

- 山东省属国有资产运营主体。**公司于 1993 年由山东省交通厅投资设立，2005 年，山东省国资委以改组山东省交通开发投资公司的方式将浪潮集团有限公司等九家企业的共 135619.43 万元国有出资划入公司。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 45 亿元，山东省国资委、山东发展投资控股集团有限公司和山东省财欣资产运营有限公司分别持股 70%、20%和 10%，公司的实际控制人为山东省国资委。
- 旗下浪潮集团为核心收入和利润来源。**2025 年 IT、医药健康、贸易业务收入占比 95%、1.4%和 1.2%，毛利润占比 76%、8.5%和-0.03%。（1）IT 业务经营主体为浪潮集团，持股 48.51%，浪潮集团控股上市公司浪潮信息（000977.SZ）和浪潮软件（0596.HK），发布的数据，2024 年及 2025 年一季度浪潮信息服务器市场份额位列国内第一、全球第二；存储装机容量位列国内第一、全球前三，市场地位突出。2023 年-2025 年，服务器市场快速发展，公司服务器及部件销售额大幅增加，2025 年浪潮信息实现营业总收入 1647.82 亿元，同比增长 43.25%。（2）医药板块，华特控股主要聚焦儿童健康领域产品的研发与生产，已形成了以伊可新（维生素 AD 滴剂）为龙头，伊 D 新（维生素 D 滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒），盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）和小儿布洛芬栓为代表的儿童营养类和治疗类产品组合，不过受集采中标率不高，集采范围内药品价格下降等因素影响，2024 年以来收入规模持续下降，经营持续亏损。（3）公司进出口贸易产品以纸浆、油脂和淀粉为主，2025 年出现亏损。（4）2025 年末公司还持有德州银行 44%股权，为第一大股东，截至 2025 年末，德州银行存款余额为 797.35 亿元，贷款余额为 551.48 亿元，不良贷款率为 2.44%，不良贷款拨备覆盖率为 148.85%。

### 发债和评级评分历史

- 公司曾多次发行债券，目前不含本期末到期债券余额为 194 亿元。中诚信国际于 2017 年 5 月首次给予主体评级 AAA 并维持，联合资信于 2022 年 1 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2012 年 9 月由 3-下调至 4+，2018 年 12 月下调至 4。

### 盈利和现金流

- 收入规模逐年增长，盈利能力持续下滑，投资收益和补贴收入是净利的重要补充。**得益于 IT 业务快速增长，公司收入规模近年来增长较快。盈利方面，因浪潮集团的研究和市场开发费用等导致期间费用高企，2023-2025 年期间费用分别合计 170、178 和 179 亿元，占营业收入比重约 10%，同时近年来收入增长部分主要来自于下游大型互联网公司，下游企业议价能力较强导致 IT 板块毛利率逐年下滑，净利润水平承压，其中浪潮集团 2025 年净利润 18 亿元，同比下降 60%。2023-2025 年分别获得投资收益 12、7 和 7 亿元，主要为处置长期股权投资和交易性金融资产所得收益；另获以政府补助为主的其他收益逐年增长，2023-2025 年其他收益分别为 27、26 和 23 亿元，主要为政府补助，是净利的重要补充。
- 经营获现能力较弱，2024 年以来存在一定自由现金流缺口。**因应收款项和存货持续增长导致盈利变现效率较弱，经营性净现金流波动较大，其中 2026 年一季度因预收货款消耗、芯片紧缺提前备货，经营现金流大幅净流出。2023 年以来投资现金流净流出，主要是权属企业业务规模扩大，投资活动增加所致，2024 年以来持续存在自由现金流缺口。

### 资本结构和偿债能力

- 债务规模持续上升，杠杆率较高，母公司口径短期偿债压力可控。**2025 年末净资产中少数股东权益占比 72%，权益稳定性较弱。近年随着开展各类经营性业务形成的银行借款和应付债券等增加，债务规模尤其是短债规模快速上升。截至 2026 年 3 月末债务资本比 65.14%，财务杠杆较高。流动性方面，公司短债占比较高，2026 年 3 月末为 59%，净短债缺口上升至 336 亿元。截至 2026 年 3 月末公司共获得银行授信 1506 亿元，其中未使用授信 964 亿元。2026 年 3 月末账面还有交易性金融资产 115 亿元，可以提供额外流动性支持。母公司层面，2025 年末总债务 187 亿元，短债占比 18%，母公司持有上市公司市值合计 71 亿元，可以补充一定流动性。

## 债券基本情况

|      |                       |
|------|-----------------------|
| 债券简称 | 26 瘦西湖旅 SCP001        |
| 发行人  | 扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司 |
| 发行期限 | 0.74 年                |
| 发行额  | 4.8 亿元人民币             |
| 付息方式 | 到期还本付息                |
| 发行利率 | 1.7300%               |
| 增信方式 |                       |
| 信用级别 | 东方金诚给予主体评级 AA+        |
| 主承销商 | 南京银行股份有限公司            |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日       |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日       |
| 行业   | 旅游                    |
| 中金评分 | 5                     |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 37.13   | 39.52   | 39.33   | 41.43   |
| 货币资金          | 1.59    | 2.36    | 3.72    | 1.96    |
| 净资产           | 12.34   | 12.74   | 13.19   | 13.31   |
| 总债务           | 20.11   | 21.22   | 21.89   | 23.78   |
| 短期债务          | 9.07    | 11.27   | 16.46   | 18.16   |
| 净短期债务         | 7.48    | 8.91    | 12.74   | 16.20   |
| 经营活动现金流       | 1.65    | 2.42    | 2.33    | 0.05    |
| 投资活动现金流       | (1.91)  | (2.04)  | (0.22)  | (0.85)  |
| 筹资活动现金流       | (0.75)  | 0.34    | (0.72)  | (0.97)  |
| 主营业务收入        | 7.33    | 7.43    | 6.98    | 1.85    |
| 主营业务利润        | 5.05    | 5.12    | 4.93    | 1.28    |
| EBITDA        | 1.92    | 1.84    | 1.78    | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 1.98    | 1.90    | 1.79    | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 1.92    | 1.84    | 1.79    | NA      |
| 净利润           | 0.56    | 0.39    | 0.20    | 0.05    |
| 主营业务利润率       | 68.89%  | 68.91%  | 70.63%  | 69.19%  |
| 主营业务收入增长率     | 95.99%  | 1.36%   | -6.06%  | NA      |
| 总资产回报率        | 1.53%   | 1.02%   | 0.51%   | NA      |
| 净资产收益率        | 4.64%   | 3.11%   | 1.54%   | NA      |
| 现金收入比         | 134.38% | 108.75% | 110.17% | 103.78% |
| 经营现金流/EBITDA  | 85.94%  | 131.52% | 130.90% | NA      |
| 流动比率          | 0.46    | 0.44    | 0.37    | 0.42    |
| 速动比率          | 0.46    | 0.44    | 0.36    | 0.41    |
| 应收账款周转率       | 10.47   | 10.25   | 9.69    | NA      |
| 存货周转率         | 24.89   | 28.00   | 21.78   | NA      |
| 资产负债率         | 66.77%  | 67.76%  | 66.46%  | 67.87%  |
| 短期债务/总债务      | 45.10%  | 53.11%  | 75.19%  | 76.37%  |
| 总债务/总资本       | 61.97%  | 62.49%  | 62.40%  | 64.11%  |
| 货币资金/短期债务     | 17.53%  | 20.94%  | 22.60%  | 10.79%  |
| 货币资金/总债务      | 7.91%   | 11.12%  | 16.99%  | 8.24%   |
| 经营现金流/总债务     | 8.20%   | 11.40%  | 10.64%  | 0.21%   |
| EBITDA/利息支出   | 32.00   | 36.80   | 29.67   | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.10    | 0.09    | 0.08    | NA      |
| 应付票据          | 0.00    | 1.00    | 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） | 61.97%  | 63.56%  | 62.40%  | 64.11%  |
| 净短期债务（含票据）    | 7.48    | 9.91    | 12.74   | 16.20   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限责任公司

### 发行人简介

- 扬州市国有企业。**公司前身为 1996 年成立的扬州迎宾馆，后经历多次股权和名称变更。2026 年 3 月，原控股股东扬州市蜀冈-瘦西湖风景名胜区管理委员会将其持有的 88.93%股权转让给扬州文旅产业集团有限公司，公司控股股东变更为扬州文旅产业集团有限公司，实际控制人仍为扬州市人民政府。
- 公司不享有瘦西湖景区门票收入，主营景区附近的酒店和餐饮业务。**2025 年客房和餐饮业务分别占公司营业收入的 39.9%和 45.6%，占毛利润的 53.9%和 40.4%。公司客房业务主要为酒店客房收入，截至 2026 年 3 月末，公司共运营 5 家酒店：扬州迎宾馆、扬州虹桥坊酒店、扬州瘦西湖温泉度假村、扬州瘦西湖宋城度假酒店和运河三湾酒店。其中扬州虹桥坊酒店、扬州迎宾馆自建自营，扬州瘦西湖温泉度假村和瘦西湖宋城度假酒店为租赁扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司和扬州三湾投资发展有限公司房屋建筑物资产，再由公司负责日常经营。公司酒店业务大都位于瘦西湖旅游景区附近，运河三湾酒店位于运河三湾公园内，整体区位较好，设计具有当地特色，经营较为稳定，2025 年平均入住率 66.49%（2024 年 67.61%）。公司餐饮业务多为酒店下属餐厅，由子公司扬州城一味餐饮公司统一运营，拥有趣园茶社、7 吃 8 吧阳光餐厅、虹桥坊会议中心、迎宾餐饮、扬州宴等多个餐饮企业，主营扬州菜系，其中趣园茶社、7 吃 8 吧阳光餐厅、扬州宴等品牌被美团、大众点评评为黑珍珠餐厅和扬州地区必吃榜餐厅，具有一定的品牌知名度。此外，公司还有温泉、绿化等其他业务，收入规模较小。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 9.75 亿元。东方金诚于 2024 年 12 月首次给予主体评级 AA+。中金评分为 5。

### 盈利和现金流

- 收入小幅回落，盈利能力进一步走弱。**此前几年受疫情影响公司收入有所下降，2023 年和 2024 年公司收入有所回升，但绝对规模不高，且整体费用率偏高，因此盈利能力依然较弱，2025 年公司营收再次出现下滑，主要系餐饮业务收入同比下滑 14%。收入下滑和费用提升背景下，公司净利润同比下降 48%，仅为 0.27 亿元，盈利能力进一步走弱。
- 经营性现金流仍为正但有所收窄，近三年未累计自由现金流缺口。**公司现金流产生能力不强，每年经营性现金流在 1 亿元左右，不过考虑公司较低的利润水平，盈利变现效率尚可。公司每年大约有 1-2 亿元投资性现金流流出，主要为对旗下宾馆、酒店、餐厅等固定资产进行维护修缮的投入，2025 年投资支出明显下降，2023-2025 及 2026 年第一季度未累计自由现金流缺口。截至 2026 年 3 月末公司主要在建工程计划总投资 4.0 亿元，尚需投资 3 亿元，未来资本支出压力不大。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担小幅上升，偿债能力受到盈利限制，流动性压力有所增加。**公司近几年债务规模有小幅上升，截至 2026 年 3 月末含票据的债务资本比为 64.1%。公司总债务为 2025 年 EBITDA 的 13.4 倍，虽然公司债务绝对体量不算大，但考虑到其盈利持续维持较弱水平，自身偿债能力有所受限。流动性方面，公司短债占比近两年有所提升，截至 2026 年 3 月末，公司短债占比超过 75%，存在净短债缺口 16.2 亿元，同期末共获得银行授信 17.2 亿元，未使用额度 3.3 亿元，流动性压力有所增加。

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 云锡集 MTN001           |
| 发行人  | 云南锡业集团(控股)有限责任公司        |
| 发行期限 | 3 年                     |
| 发行额  | 10 亿元人民币                |
| 付息方式 | 周期性付息                   |
| 发行利率 | 待确定                     |
| 增信方式 |                         |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA+          |
| 主承销商 | 兴业银行股份有限公司，中国光大银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日         |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日         |
| 行业   | 有色金属                    |
| 中金评分 | 5+→4-                   |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 574.28  | 584.68  | 603.28  | 672.87  |
| 货币资金          | 30.41   | 46.11   | 47.21   | 77.49   |
| 净资产           | 150.05  | 186.02  | 186.98  | 197.29  |
| 总债务           | 321.04  | 294.64  | 303.15  | 359.42  |
| 短期债务          | 182.68  | 162.81  | 158.60  | 206.00  |
| 净短期债务         | 152.27  | 116.70  | 111.39  | 128.51  |
| 经营活动现金流       | 41.27   | 46.24   | 36.17   | (15.55) |
| 投资活动现金流       | (35.15) | (1.03)  | (1.58)  | (1.60)  |
| 筹资活动现金流       | (10.56) | (30.47) | (35.17) | 49.07   |
| 主营业务收入        | 527.74  | 503.18  | 536.01  | 173.31  |
| 主营业务利润        | 44.63   | 48.70   | 60.15   | 16.08   |
| EBITDA        | 42.00   | 46.03   | 58.78   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 44.16   | 48.90   | 61.52   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 50.05   | 47.93   | 59.68   | NA      |
| 净利润           | 5.09    | 10.42   | 17.84   | 7.68    |
| 主营业务利润率       | 8.46%   | 9.68%   | 11.22%  | 9.28%   |
| 主营业务收入增长率     | -21.52% | -4.65%  | 6.52%   | NA      |
| 总资产回报率        | 0.90%   | 1.80%   | 3.00%   | NA      |
| 净资产收益率        | 3.45%   | 6.20%   | 9.57%   | NA      |
| 现金收入比         | 115.26% | 111.04% | 111.46% | 114.22% |
| 经营现金流/EBITDA  | 98.26%  | 100.46% | 61.53%  | NA      |
| 流动比率          | 0.77    | 0.96    | 0.98    | 1.05    |
| 速动比率          | 0.50    | 0.63    | 0.51    | 0.66    |
| 应收账款周转率       | 44.86   | 44.08   | 43.74   | NA      |
| 存货周转率         | 7.24    | 5.99    | 4.83    | NA      |
| 资产负债率         | 73.87%  | 68.18%  | 69.01%  | 70.68%  |
| 短期债务/总债务      | 56.90%  | 55.26%  | 52.32%  | 57.31%  |
| 总债务/总资本       | 68.15%  | 61.30%  | 61.85%  | 64.56%  |
| 货币资金/短期债务     | 16.65%  | 28.32%  | 29.77%  | 37.62%  |
| 货币资金/总债务      | 9.47%   | 15.65%  | 15.57%  | 21.56%  |
| 经营现金流/总债务     | 12.86%  | 15.69%  | 11.93%  | -4.33%  |
| EBITDA/利息支出   | 2.90    | 3.71    | 6.73    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.13    | 0.16    | 0.19    | NA      |
| 应付票据          | 29.65   | 26.06   | 19.57   | 11.95   |
| 永续债           | 30.00   | 30.00   | 20.00   | 20.00   |
| 债务资本比（含票据、永续） | 76.03%  | 69.21%  | 67.24%  | 68.82%  |
| 净短期债务（含票据）    | 176.78  | 137.33  | 126.98  | 134.04  |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 云南锡业集团(控股)有限责任公司

### 发行人简介

- 云南省国资委下属企业。**公司前身是 1883 年清政府成立的个旧厂务招商局，1940 年 9 月由云南锡矿工程处、个旧锡务公司、云南炼锡公司联合组建成立云南锡业股份有限公司，1950 年收归国有并于 2000 年下划为云南省管理，2006 年改制并更为现名。截至 2026 年 3 月末，云南国资委持有公司 62.2% 股份，为公司控股股东。公司拥有两家 A 股上市公司，锡业股份和贵研铂业，截至 2026 年 3 月末分别持股 43.79% 和 38.6%，市值合计约 228 亿元。
- 世界锡工业的龙头企业。**2025 年有色金属和新材料及精深加工的营收占比分别为 80.9% 和 15.3%，毛利占比分别为 90.2% 和 3.6%。有色金属业务内部，锡、铜、锌和有色金属贸易的营收占比分别为 40%、21%、6% 和 32%，毛利占比分别为 80%、-2.3%、20.4% 和 1.5%。公司所在地个旧地区是目前全球已知最大的锡矿集区，有良好的成矿条件，目前地质勘查的地域仅 20% 左右，进一步找矿的前景广阔，公司下属锡业股份是全球最大的锡生产企业，2025 年国内市占率达 53.4%，全球市占率达 27.2%。截至 2025 年末，公司拥有 14 个采矿权和 7 个探矿权，子公司锡业股份保有矿石量 2.56 亿吨，锡金属量 61.4 万吨、铜金属量 114.7 万吨、锌金属量 357.8 万吨、铟 4701 吨、三氧化钨量 7.69 万吨、铅金属量 9.78 万吨、银 2453 吨，拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年，压铸锌合金产能 5 万吨/年，铟冶炼产能 105 吨/年，参股的新材料公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年，锡精矿、铜精矿和锌精矿的自给率分别为 28.5%、14% 和 82.8%。2023-2025 年公司锡产品的销量分别为 10.1 万吨、8.6 万吨和 9 万吨，铜产品分别为 12.9 万吨、13 万吨和 13 万吨，锌产品分别为 10.6 万吨、14.4 万吨和 13.2 万吨。公司新材料及精深加工板块主要与锡加工相关。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 15 亿元。联合资信于 2025 年 9 月给予主体评级 AA+。中金给予主体评分 4+，11 年 8 月下调至 4，14 年 11 月下调至 4-，15 年 10 月下调至 5+，本次上调至 4-。

### 盈利和现金流

- 2025 年营收转为增长，毛利率保持增长，非经常性损益对净利影响较大。**2023-2024 年公司聚焦主业，收缩贸易规模，营收持续收缩，不过 2025 年新材料及精深加工业务扩张较多，带动整体营收抬升，而因毛利率较低的贸易营收占比下滑，叠加锡价波动抬升，公司毛利率逐年上行。2023-2025 年公司分别获得投资收益 8.1 亿元、1.9 亿元和 0.9 亿元，同期公司分别计提资产及信用减值损失 11.1 亿元、3.5 亿元和 7.1 亿元，主要是对原子子云锡地产剥离所欠公司内部债权形成的应收款项计提坏账，公司还分别获得政府补助 2.2 亿元、2.9 亿元和 2.7 亿元。
- 盈利变现效率边际下滑，无自由现金流缺口。**以公司 2025 年 EBITDA 估算，公司年度现金流产生能力约 53 亿元，公司历史盈利变现效率保持在 95% 以上的较好水平，2025 年因追加较多套保所需的期货保证金，盈利变现效率下滑较多。公司购建固定资产等支出在 4-9 亿元间波动，投资现金流受对外投资影响较大，2023 年流出较多主要是对云天化和云能投资的投资，不过各年均能被经营现金流覆盖。据募集说明书披露，截至 2025 年末，公司在建工程计划总投资 16.6 亿元，已投资 10.8 亿元。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担波动减轻，短期周转依赖外部授信。**公司债务规模波动，净资产规模随盈利累积、永续债发行和少数股东权益增长而扩大，带动财务杠杆波动下降。截至 2026 年 3 月末，公司含票据、永续债务资本比约 68.8%，同期末总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 6.5 倍，不过公司少数股东权益占比约 82%，权益稳定性弱。流动性方面，公司短债占比在 55-60% 间，同期末扣除 8 亿元受限货币资金后，净短债缺口约 142 亿元。截至 2025 年末，公司共获银行授信 681 亿元，其中 379 亿元未使用，可覆盖全部净短债。此外，公司其他权益工具投资规模达 78 亿元，主要是对云天化、云能投资的投资。

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 兵团建工 MTN001             |
| 发行人  | 新疆生产建设兵团建设工程<br>(集团)有限责任公司 |
| 发行期限 | 5+N 年                      |
| 发行额  | 5 亿元人民币                    |
| 付息方式 | 周期性付息                      |
| 发行利率 | 2.9500%                    |
| 增信方式 |                            |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA+             |
| 主承销商 | 平安银行股份有限公司，平安<br>证券股份有限公司  |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日            |
| 上市日  | 2026 年 6 月 16 日            |
| 行业   | 基础设施                       |
| 中金评分 | 4-                         |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 793.55  | 840.97  | 977.81  | 1045.22 |
| 货币资金          | 88.39   | 106.67  | 124.39  | 121.16  |
| 净资产           | 175.22  | 180.89  | 244.00  | 259.47  |
| 总债务           | 455.93  | 499.20  | 539.14  | 545.20  |
| 短期债务          | 84.04   | 94.91   | 127.89  | 120.45  |
| 净短期债务         | (4.35)  | (11.76) | 3.50    | (0.71)  |
| 经营活动现金流       | 7.05    | 8.82    | 5.08    | 0.87    |
| 投资活动现金流       | (13.88) | (19.74) | (14.99) | (1.99)  |
| 筹资活动现金流       | 4.18    | 26.81   | 19.44   | (4.52)  |
| 主营业务收入        | 381.03  | 393.31  | 435.90  | 48.58   |
| 主营业务利润        | 36.23   | 39.43   | 39.13   | 6.24    |
| EBITDA        | 30.34   | 31.56   | 32.79   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 31.14   | 32.31   | 34.00   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 30.85   | 32.14   | 32.89   | NA      |
| 净利润           | 6.50    | 4.68    | 4.83    | 0.52    |
| 主营业务利润率       | 9.51%   | 10.03%  | 8.98%   | 12.84%  |
| 主营业务收入增长率     | 3.21%   | 3.22%   | 10.83%  | NA      |
| 总资产回报率        | 0.83%   | 0.57%   | 0.53%   | NA      |
| 净资产收益率        | 3.77%   | 2.63%   | 2.27%   | NA      |
| 现金收入比         | 98.17%  | 95.32%  | 98.27%  | 117.48% |
| 经营现金流/EBITDA  | 23.24%  | 27.95%  | 15.49%  | NA      |
| 流动比率          | 1.52    | 1.60    | 1.50    | 1.53    |
| 速动比率          | 1.32    | 1.40    | 1.33    | 1.36    |
| 应收账款周转率       | 5.79    | 5.77    | 5.14    | NA      |
| 存货周转率         | 7.93    | 8.47    | 9.07    | NA      |
| 资产负债率         | 77.92%  | 78.49%  | 75.05%  | 75.18%  |
| 短期债务/总债务      | 18.43%  | 19.01%  | 23.72%  | 22.09%  |
| 总债务/总资本       | 72.24%  | 73.40%  | 68.84%  | 67.75%  |
| 货币资金/短期债务     | 105.18% | 112.39% | 97.20%  | 100.59% |
| 货币资金/总债务      | 19.39%  | 21.37%  | 23.07%  | 22.22%  |
| 经营现金流/总债务     | 1.55%   | 1.77%   | 0.94%   | 0.16%   |
| EBITDA/利息支出   | 2.05    | 1.96    | 1.88    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.07    | 0.06    | 0.06    | NA      |
| 应付票据          | 21.04   | 24.25   | 20.69   | 26.03   |
| 永续债           | 15.00   | 12.00   | 20.94   | 20.94   |
| 债务资本比（含票据、永续） | 75.44%  | 76.02%  | 72.25%  | 71.28%  |
| 净短期债务（含票据）    | 15.62   | 11.75   | 23.18   | 24.18   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司

### 发行人简介

- **新疆十一师国资委下属公司。**公司 2000 年成立，截至 2025 年底，公司十一师国资委和兵团国资委分别持有公司 90.28%和 9.72%股权，控股股东和实际控制人为十一师国资委。公司下属上市公司北新路桥(002307.SZ)，截至 2026 年 3 月末持股比例 36.84%，市值约 27.9 亿元。
- **建筑施工类企业，兼营房地产开发。**公司主营业务中房建工程、路桥工程、市政建设和水利水电工程业务 2025 年的收入占比分别为 34.3%、26.7%、12%和 7.2%，毛利占比分别为 32.2%、27.2%、13%和 7.7%。公司拥有公路工程施工总承包的特级资质、房屋建筑工程施工总承包特级资质等资质。2023-2025 年新签合同金额分别为 466 亿元、467 亿元和 568 亿元，房建占比由 40%升至 50%以上，路桥占比在 10-30%左右，市政建设占比在 15-35%左右，区域上境外合同占比在 10-15%左右。至 2025 年末，公司 PPP、BOT 等投融资建造模式未完工重要项目计划总投资 107 亿元，已投资 80 亿元，其中 BOT 项目计划总投资 90 亿元，已投资 75 亿元。公司还有少量地产业务，截至 2025 年底，公司在建地产项目仅一个，计划总投资 13 亿元，已投资 9 亿元，已回款 8 亿元。此外，公司涉及部分租赁、产品销售等业务。

### 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 23 亿元。联合资信于 2013 年 6 月上调主体评级至 AA，2019 年 9 月上调至 AA+并维持。中金评分 2015 年 1 月由 4 下调至 4-。
- 公司子公司新疆北新路桥集团股份有限公司曾多次发债，目前未到期债券余额为 29 亿元，联合资信主体评级给予 AA。中金评分为 5+。

### 盈利和现金流

- **收入保持增长，毛利率有所波动，盈利能力整体较弱。**近年来，随着公司项目承揽数量的增加，公司收入持续增长。公司毛利率受项目中标价格不同有所波动，叠加营业成本边际抬升，2025 年毛利率有所下滑。2023-2025 年分别计提资产及信用减值损失 3.2 亿元、4.8 亿元和 2.6 亿元，主要为坏账损失。
- **盈利变现效率不佳，持续存在自由现金流缺口。**我们以公司 2025 年 EBITDA 规模推算，年度现金流产生能力约 31 亿元。不过由于施工周期长，存货、应收账款和其他应收款占用资金，公司整体盈利变现效率多不佳。公司近年来投资规模大，一方面与 BT 和 PPP 项目的投资有关，另一方面公司近年来也向参股公司中新建和渝长高速等注入了资本金，2023-2025 年自由现金流缺口合计 28 亿元。

### 资本结构和偿债能力

- **债务负担较重，现金流对债务保障能力不佳，母公司层面存在一定流动性压力。**公司近年来自由现金流缺口推动债务规模持续上升，不过净资产规模也随永续债、少数股东权益增长而扩大，财务杠杆持续下滑。截至 2026 年 3 月末公司债务资本比 71.3%，且由于盈利变现效率差，现金流对债务的保障能力不高。截至 2026 年 3 月末，扣除 18 亿元货币资金后，公司净短债缺口约 42 亿元。截至 2025 年末，公司共获得银行授信额度 996 亿元，尚未使用 617 亿元，可覆盖全部净短债。母公司层面，同期末总债务规模达到 89 亿元，短期债务 25 亿元，货币资金 36 亿元，债务资本比 50%。

## 债券基本情况

|      |                              |
|------|------------------------------|
| 债券简称 | 26 三峡新能 MTN003               |
| 发行人  | 中国三峡新能源(集团)股份有限公司            |
| 发行期限 | 3 年                          |
| 发行额  | 10 亿元人民币                     |
| 付息方式 | 周期性付息                        |
| 发行利率 | 1.5500%                      |
| 增信方式 |                              |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AAA               |
| 主承销商 | 上海浦东发展银行股份有限公司, 中国农业银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 10 日              |
| 上市日  | 2026 年 6 月 12 日              |
| 行业   | 电力                           |
| 中金评分 | 3+                           |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 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            | 3117.08  | 3568.71  | 3871.56  | 3930.55 |
| 货币资金           | 51.00    | 54.31    | 37.76    | 44.43   |
| 净资产            | 954.85   | 1036.47  | 1087.44  | 1101.66 |
| 总债务            | 1554.13  | 1829.36  | 1991.04  | 2023.19 |
| 短期债务           | 166.61   | 307.43   | 299.87   | 243.12  |
| 净短期债务          | 115.61   | 253.12   | 262.11   | 198.69  |
| 经营活动现金流        | 144.17   | 188.97   | 209.38   | 38.81   |
| 投资活动现金流        | (410.05) | (316.68) | (305.33) | (44.46) |
| 筹资活动现金流        | 209.88   | 131.29   | 79.35    | 12.34   |
| 主营业务收入         | 264.85   | 297.17   | 283.99   | 69.48   |
| 主营业务利润         | 144.00   | 154.01   | 115.95   | 26.82   |
| EBITDA         | 221.41   | 249.93   | 232.05   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入)  | 225.65   | 254.13   | 235.95   | NA      |
| EBITDA(含投资收益)  | 228.56   | 256.60   | 245.95   | NA      |
| 净利润            | 82.70    | 74.58    | 41.23    | 12.65   |
| 主营业务利润率        | 54.37%   | 51.83%   | 40.83%   | 38.60%  |
| 主营业务收入增长率      | 11.23%   | 12.20%   | -4.44%   | NA      |
| 总资产回报率         | 2.88%    | 2.23%    | 1.11%    | NA      |
| 净资产收益率         | 9.02%    | 7.49%    | 3.88%    | NA      |
| 现金收入比          | 79.67%   | 85.94%   | 98.45%   | 77.62%  |
| 经营现金流/EBITDA   | 65.11%   | 75.61%   | 90.23%   | NA      |
| 流动比率           | 1.02     | 0.87     | 0.89     | 1.02    |
| 速动比率           | 1.01     | 0.86     | 0.88     | 1.02    |
| 应收账款周转率        | 0.84     | 0.73     | 0.61     | NA      |
| 存货周转率          | 41.34    | 34.21    | 35.27    | NA      |
| 资产负债率          | 69.37%   | 70.96%   | 71.91%   | 71.97%  |
| 短期债务/总债务       | 10.72%   | 16.81%   | 15.06%   | 12.02%  |
| 总债务/总资本        | 61.94%   | 63.83%   | 64.68%   | 64.75%  |
| 货币资金/短期债务      | 30.61%   | 17.67%   | 12.59%   | 18.27%  |
| 货币资金/总债务       | 3.28%    | 2.97%    | 1.90%    | 2.20%   |
| 经营现金流/总债务      | 9.28%    | 10.33%   | 10.52%   | 1.92%   |
| EBITDA/利息支出    | 5.50     | 5.82     | 5.57     | NA      |
| EBITDA/总债务     | 0.14     | 0.14     | 0.12     | NA      |
| 应付票据           | 15.60    | 0.00     | 0.68     | 1.17    |
| 永续债            | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00    |
| 债务资本比 (含票据、永续) | 62.18%   | 63.83%   | 64.69%   | 64.76%  |
| 净短期债务 (含票据)    | 130.77   | 252.76   | 262.34   | 199.54  |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 中金公司研究部

## 中国三峡新能源(集团)股份有限公司

### 发行人简介

- **央企三峡集团的上市子公司。**公司前身是 1980 年成立的水利部水利工程综合经营公司, 2003 年纳入国务院国资委管理, 2008 年并入中国长江三峡集团有限公司, 2019 年整体变更设立股份有限公司并更为现名, 2021 年 6 月在上交所上市 (600905.SH)。截至 2026 年 3 月末中国长江三峡集团有限公司直接和间接持有公司 53.71%, 为公司控股股东, 实际控制人为国务院国资委。
- **主营新能源发电业务, 风电和光伏为主。**2025 年公司风电和光伏业务收入占比分别为 66%和 31%, 毛利占比分别为 74%和 25%。截至 2025 年末, 公司装机容量 5237.41 万千瓦, 其中风电 2443.26 万千瓦、光伏 2678.05 万千瓦、独立储能 116.10 万千瓦。公司风电电源主要分布在内蒙古、广东、福建、江苏和青海, 光伏电源主要分布在内蒙古、青海、山西和河北。风电方面, 2023-2025 年上网电量分别为 377.18、437.25 和 464.02 亿千瓦时, 同期机组平均利用小时数分别为 2341、2343 和 2128 小时, 同期平均上网电价 (不含税) 0.49、0.45 和 0.41 元/千瓦时; 光伏方面, 2023-2025 年上网电量分别为 150.44、248.31 和 270.06 亿千瓦时, 同期机组平均利用小时数分别为 1379、1330 和 1139 小时, 同期平均上网电价 (不含税) 0.49、0.37 和 0.33 元/千瓦时。

### 发债和评级评分历史

- 公司曾发行中票和公司债, 目前不含本期未到期债券余额 190 亿元, 联合资信于 2026 年 5 月给予主体评级 AAA。中金评分 2021 年 3 月由 4+上调至 3-, 2022 年 2 月由 3-上调至 3, 2023 年 11 月由 3 上调至 3+。
- 控股股东中国长江三峡集团有限公司曾多次发债, 目前未到期境内债券余额 1041.659 亿元。中诚信于 2025 年 10 月给予主体评级 AAA。中金评分 1。

### 盈利和现金流

- **营收趋于稳定, 2025 年盈利下滑。**公司装机容量增长放缓、电价总体下降, 公司营业收入规模趋于稳定, 公司毛利率水平尚可但 2025 年下降, 2023-2025 年公司毛利率分别为 55.11%、52.63%和 41.81%, 公司盈利能力尚可。2023-2025 年公司分别获得投资收益 7.15、6.67 和 13.90 亿元, 对盈利构成补充。
- **现金流产生能力较强, 存在自由现金流缺口。**公司 2025 年 EBITDA 规模为 232.05 亿元, 相比 2024 年小幅下降, 公司现金流产生能力很强, 公司盈利变现效率回升。公司经营现金流持续净流入, 不过公司项目投资支出较大, 近年来公司持续存在自由现金流缺口。

### 资本结构和偿债能力

- **债务负担有所上升, 银行授信充裕。**截至 2026 年 3 月末, 考虑 1.17 亿元应付票据后公司债务资本比为 64.76%, 相比 2025 年末小幅上升。公司账面货币资金不能覆盖短债, 同期末考虑票据后存在 199.54 亿元净短债缺口。截至 2026 年 4 月 30 日, 公司本部在各家银行的授信金额合计为 1624.26 亿元, 未使用额度为 1153.62 亿元, 授信额度充裕。

## 债券基本情况

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 债券简称 | 26 水网水务 MTN001              |
| 发行人  | 中国南水北调集团水网水务投资有限公司          |
| 发行期限 | 3 年                         |
| 发行额  | 6 亿元人民币                     |
| 付息方式 | 周期性付息                       |
| 发行利率 | 1.4700%                     |
| 增信方式 | 中国南水北调集团有限公司                |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级<br>AAA          |
| 主承销商 | 中国工商银行股份有限公司,<br>中信证券股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 11 日             |
| 上市日  | 2026 年 6 月 15 日             |
| 行业   | 基础设施建设                      |
| 中金评分 | 5+/3                        |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 31.25     | 79.90   | 123.97  | 124.40   |
| 货币资金          | 5.12      | 8.94    | 8.14    | 7.42     |
| 净资产           | 13.38     | 20.76   | 22.45   | 23.74    |
| 总债务           | 4.52      | 23.03   | 25.62   | 27.18    |
| 短期债务          | 0.04      | 14.26   | 0.83    | 0.59     |
| 净短期债务         | (5.08)    | 5.32    | (7.31)  | (6.83)   |
| 经营活动现金流       | 1.68      | 2.34    | (2.26)  | (1.99)   |
| 投资活动现金流       | (13.54)   | (5.97)  | (15.38) | (1.69)   |
| 筹资活动现金流       | 15.87     | 7.51    | 16.31   | 2.96     |
| 主营业务收入        | 7.61      | 13.57   | 15.33   | 2.47     |
| 主营业务利润        | 1.20      | 2.11    | 3.01    | 0.77     |
| EBITDA        | 0.49      | 0.98    | 2.40    | NA       |
| EBITDA(含补贴收入) | 0.49      | 1.00    | 2.87    | NA       |
| EBITDA(含投资收益) | 0.49      | 0.98    | 2.43    | NA       |
| 净利润           | 0.39      | (0.30)  | 0.02    | 0.01     |
| 主营业务利润率       | 15.77%    | 15.55%  | 19.63%  | 31.17%   |
| 主营业务收入增长率     | 784.88%   | 78.32%  | 12.97%  | NA       |
| 总资产回报率        | 2.08%     | -0.54%  | 0.02%   | NA       |
| 净资产收益率        | 4.58%     | -1.76%  | 0.09%   | NA       |
| 现金收入比         | 74.51%    | 147.83% | 108.28% | 110.12%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 342.86%   | 238.78% | -94.17% | NA       |
| 流动比率          | 1.56      | 0.54    | 0.57    | 0.61     |
| 速动比率          | 1.56      | 0.53    | 0.56    | 0.60     |
| 应收账款周转率       | 9.69      | 5.21    | 4.18    | NA       |
| 存货周转率         | 19.91     | 68.91   | 41.97   | NA       |
| 资产负债率         | 57.15%    | 74.02%  | 81.89%  | 80.92%   |
| 短期债务/总债务      | 0.88%     | 61.92%  | 3.24%   | 2.17%    |
| 总债务/总资本       | 25.25%    | 52.59%  | 53.30%  | 53.38%   |
| 货币资金/短期债务     | 12800.00% | 62.69%  | 980.72% | 1257.63% |
| 货币资金/总债务      | 113.27%   | 38.82%  | 31.77%  | 27.30%   |
| 经营现金流/总债务     | 37.17%    | 10.16%  | -8.82%  | -7.32%   |
| EBITDA/利息支出   | NA        | 5.76    | 4.62    | NA       |
| EBITDA/总债务    | 0.11      | 0.04    | 0.09    | 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） | 25.25%    | 52.59%  | 53.30%  | 53.38%   |
| 净短期债务（含票据）    | (5.08)    | 5.32    | (7.31)  | (6.83)   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 中国南水北调集团水网水务投资有限公司

### 发行人简介

- 南水北调集团子公司。**2021 年中国南水北调集团有限公司出资成立公司，是国内首家以水网为行业登记注册的国资央企。2024 年公司通过支付现金对价获得遵义市水资源开发投资集团 95% 股权，将其并表。截至 2026 年 3 月末，公司仍是南水北调集团全资子公司，实控人为国务院国资委。
- 主营水网水务投资运营和工程施工及建设。**2025 年前述业务的营收占比分别为 39.7% 和 55.7%，毛利占比分别为 53% 和 29.6%。公司水网水务投资运营主要包括股权投资和固定资产投资模式。截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 169 亿元，已投资 41 亿元，主要是南水北调中线观音寺调蓄工程项目规模较大。公司还有水库、灌区及自来水厂，截至 2026 年 3 月末，公司下辖 15 家分子公司，已运营 14 座供水厂、6 座污水厂、3 座水库、3432 公里管网，年供水量 1.4 亿立方米、日污水处理能力 21.35 万立方米。2023-2025 年公司售水量分别为 1.03 亿吨、1.04 亿吨和 1.03 亿吨。公司工程施工及建设业务主要通过招投标等市场化方式实施工程总承包项目，同时依托南水北调集团开展部分内部协同施工业务，承担发行人“投建营”一体化战略中的工程建设任务。2023-2025 年新签合同额分别为 5.1 亿元、15.4 亿元和 11.5 亿元。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前暂无不含本期未到期债券余额。中诚信国际于 2026 年 5 月首次给予主体评级 AAA。本次给予中金评分为 5+。

### 盈利和现金流

- 营收保持增长，费用侵蚀利润，净利处于盈亏边缘。**业务扩张带动公司营收保持增长，水网水务投资运营毛利率边际抬升叠加工程施工及建设业务毛利率也小幅抬升，整体毛利率多有上行。但因公司费用率由 9% 持续抬升至 19%，侵蚀较多利润，公司净利处于盈亏边缘。此外，公司 2023-2025 年分别计提资产及信用减值损失 0.03 亿元、0.6 亿元和 0.4 亿元。
- 盈利变现效率逐年恶化，持续存在自由现金流缺口。**以 2025 年 EBITDA 估计，公司年度现金流产生能力约 2.3 亿元。公司历史盈利变现效率尚可，但因项目工程款支付较多，盈利变现效率持续走弱，2025 年因预付款在 2024 年末集中收到，当年还支付较多工程款，经营现金流转负。公司投资支出主要用于工程建设，购建固定资产等支出在 5-10 亿元左右，投资现金流无法被经营现金流覆盖，2023-2025 年累计自由现金流缺口达 33 亿元。考虑公司未来投资支出仍较大，存在一定投资压力。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担逐年抬升，货币资金可持续覆盖全部短债。**自由现金流缺口推升公司债务规模，公司净资产规模随合并范围扩张和少数股东权益增长而扩张，但增速不及债务，财务杠杆持续抬升。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本达 53.4%，总债务是 2025 年 EBITDA 的 11.3 倍。流动性方面，公司短债占比多不足 5%，货币资金可持续覆盖全部短债。同期末公司共获银行授信 120 亿元，尚余 95 亿元，可提供流动性补充。

### 担保人主要财务数据

| 人民币亿元         | 2023    | 2024     | 2025     | 2026.3  |
|---------------|---------|----------|----------|---------|
| 总资产           | 1652.32 | 1783.87  | 1903.23  | 1906.41 |
| 货币资金          | 38.52   | 45.79    | 48.57    | 47.23   |
| 净资产           | 1296.98 | 1334.27  | 1397.87  | 1400.25 |
| 总债务           | 255.94  | 313.85   | 353.62   | 354.27  |
| 短期债务          | 23.76   | 14.51    | 50.32    | 24.15   |
| 净短期债务         | (14.76) | (31.28)  | 1.75     | (23.08) |
| 经营活动现金流       | 26.01   | 46.98    | 37.76    | 4.47    |
| 投资活动现金流       | (84.43) | (102.62) | (131.80) | (4.14)  |
| 筹资活动现金流       | 54.31   | 62.98    | 96.38    | (1.97)  |
| 主营业务收入        | 91.24   | 105.88   | 100.28   | 23.25   |
| 主营业务利润        | 9.86    | 13.95    | 11.56    | 2.86    |
| EBITDA        | 38.68   | 42.73    | 39.12    | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 38.87   | 43.21    | 39.97    | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 40.12   | 43.86    | 40.35    | NA      |
| 净利润           | (11.96) | (9.72)   | (10.69)  | (1.46)  |
| 主营业务利润率       | 10.81%  | 13.18%   | 11.53%   | 12.30%  |
| 主营业务收入增长率     | 4.30%   | 16.05%   | -5.29%   | NA      |
| 总资产回报率        | -0.71%  | -0.57%   | -0.58%   | NA      |
| 净资产收益率        | -0.90%  | -0.74%   | -0.78%   | NA      |
| 现金收入比         | 94.08%  | 102.19%  | 118.14%  | 90.15%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 67.24%  | 109.95%  | 96.52%   | NA      |
| 流动比率          | 2.27    | 2.03     | 1.57     | 1.82    |
| 速动比率          | 2.25    | 2.01     | 1.56     | 1.81    |
| 应收账款周转率       | 0.96    | 1.06     | 1.01     | NA      |
| 存货周转率         | 57.38   | 59.49    | 55.09    | NA      |
| 资产负债率         | 21.51%  | 25.20%   | 26.55%   | 26.55%  |
| 短期债务/总债务      | 9.28%   | 4.62%    | 14.23%   | 6.82%   |
| 总债务/总资本       | 16.48%  | 19.04%   | 20.19%   | 20.19%  |
| 货币资金/短期债务     | 162.12% | 315.58%  | 96.52%   | 195.57% |
| 货币资金/总债务      | 15.05%  | 14.59%   | 13.74%   | 13.33%  |
| 经营现金流/总债务     | 10.16%  | 14.97%   | 10.68%   | 1.26%   |
| EBITDA/利息支出   | 4.43    | 5.22     | 5.22     | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.15    | 0.14     | 0.11     | NA      |
| 应付票据          | 0.31    | 3.55     | 0.38     | 0.01    |
| 永续债           | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00    |
| 债务资本比（含票据、永续） | 16.50%  | 19.21%   | 20.21%   | 20.19%  |
| 净短期债务（含票据）    | (14.66) | (27.73)  | 2.13     | (23.07) |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

### 增信措施

- 本期债券由中国南水北调集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保人中金评分为 3。担保人隶属于国务院国资委，是国家授权投资的机构、国家控股公司。截至 2026 年 3 月末，国务院国资委为担保人全资股东和实控人。担保人主要负责南水北调工程的前期工作、资金筹集、开发建设和运营管理，2025 年调和水务业务的营收占比分别为 77.59%和 15.7%，毛利占比分别为 48%和 26.4%。公司收入全部来自于南水北调的中线和东线公司，中线公司上游为丹江口水库供应的原水，下游为河南、河北、天津和北京四个省市。截至 2025 年末，中线公司设计年供水能力为 85.4 亿立方米，2025 年供水量为 65.1 亿立方米。东线公司调水业务需向江苏水源公司、山东干线公司支付运行还贷费用，向北延工程沿线各运行管理单位支付调水服务（管护）费，下游东线一期工程受水区为江苏省和山东省，北延工程受水区为河北省和天津市。截至 2025 年末，担保人主要在建工程为引江补汉工程，计划总投资 552 亿元，已投资 101 亿元。担保人营收边际收缩，毛利率有所波动，因费用率保持在 20%以上的较高水平，公司持续亏损。盈利变现效率升至 90%以上较好水平，不过购建固定资产等支出由 65 亿元持续抬升至 106 亿元，投资现金流无法被经营现金流覆盖。自由现金流缺口推升担保人债务规模，担保人净资产虽随实收资本、少数股东权益增长而扩大，但增速不及债务，财务杠杆持续抬升，不过绝对规模仍不高。截至 2026 年 3 月末，担保人债务资本比仅 20.2%。流动性方面，担保人短期债务占比波动降至 10%以下，同期末无净短债缺口。综合考虑给予担保人中金评分 3。

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 广开人才 MTN001        |
| 发行人  | 广州开发区人才教育工作集团有限公司     |
| 发行期限 | 3 年                   |
| 发行额  | 8 亿元人民币               |
| 付息方式 | 周期性付息                 |
| 发行利率 | 待确定                   |
| 增信方式 |                       |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级 AA+       |
| 主承销商 | 中信银行股份有限公司，中信证券股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日       |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日       |
| 行业   | 综合投资                  |
| 中金评分 | 5+                    |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 2505.56 | 2920.65 | 3299.82 | 3432.17  |
| 货币资金          | 373.96  | 343.67  | 331.68  | 335.21   |
| 净资产           | 555.18  | 590.98  | 607.17  | 628.60   |
| 总债务           | 753.74  | 843.93  | 942.41  | 1073.87  |
| 短期债务          | 440.10  | 510.83  | 531.69  | 636.04   |
| 净短期债务         | 66.14   | 167.16  | 200.01  | 300.83   |
| 经营活动现金流       | 43.94   | 25.02   | 89.66   | (125.88) |
| 投资活动现金流       | (20.96) | (55.57) | (99.34) | (5.67)   |
| 筹资活动现金流       | 67.09   | (13.34) | 14.90   | 128.64   |
| 主营业务收入        | 1385.47 | 1771.27 | 2269.91 | 477.18   |
| 主营业务利润        | 206.41  | 223.08  | 209.07  | 51.28    |
| EBITDA        | 77.15   | 84.74   | 81.86   | NA       |
| EBITDA(含补贴收入) | 105.71  | 111.90  | 106.66  | NA       |
| EBITDA(含投资收益) | 89.34   | 91.60   | 89.04   | NA       |
| 净利润           | 46.67   | 49.48   | 26.48   | 5.46     |
| 主营业务利润率       | 14.90%  | 12.59%  | 9.21%   | 10.75%   |
| 主营业务收入增长率     | NA      | 27.85%  | 28.15%  | NA       |
| 总资产回报率        | 1.99%   | 1.82%   | 0.85%   | NA       |
| 净资产收益率        | 8.86%   | 8.63%   | 4.42%   | NA       |
| 现金收入比         | 108.48% | 118.98% | 135.15% | 105.35%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 56.95%  | 29.53%  | 109.53% | NA       |
| 流动比率          | 0.81    | 0.82    | 0.80    | 0.81     |
| 速动比率          | 0.64    | 0.57    | 0.54    | 0.55     |
| 资产负债率         | 77.84%  | 79.77%  | 81.60%  | 81.69%   |
| 短期债务/总债务      | 58.39%  | 60.53%  | 56.42%  | 59.23%   |
| 总债务/总资本       | 57.58%  | 58.81%  | 60.82%  | 63.08%   |
| 货币资金/短期债务     | 84.97%  | 67.29%  | 62.38%  | 52.70%   |
| 货币资金/总债务      | 49.61%  | 40.72%  | 35.19%  | 31.22%   |
| 经营现金流/总债务     | 5.83%   | 2.96%   | 9.51%   | -11.72%  |
| EBITDA/利息支出   | 6.22    | 5.76    | 4.45    | NA       |
| EBITDA/总债务    | 0.10    | 0.10    | 0.09    | NA       |
| 应付票据          | 32.74   | 44.76   | 81.48   | 42.42    |
| 永续债           | 20.53   | 20.53   | 20.43   | 20.27    |
| 债务资本比（含票据、永续） | 60.15%  | 61.44%  | 64.03%  | 65.14%   |
| 净短期债务（含票据）    | 86.20   | 202.12  | 275.87  | 336.15   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 广州开发区人才教育工作集团有限公司

### 发行人简介

- 广州开发区管委会全资子公司。**公司于 2017 年由广州开发区管委会设立。截至 2026 年 3 月末，公司全资股东和实控人均均为广州开发区管委会。
- 主营人才和保安服务，拥有较多投资性房地产。**2025 年前述业务的营收占比分别为 46.9%和 28.7%，毛利占比分别为 111.5%和 17.3%（主要是其他业务存在亏损）。公司是广州开发区内唯一一家提供人才服务的国有企业，公司人才业务包括人才物业租赁、为人才子女提供教育服务、提供人才管家和劳务派遣等人才服务、提供人才物业管理服务等。公司通过外购、政府划拨、资产置换等方式获得物业资产，为广州开发区内的人才及企业提供租赁服务。截至 2025 年末，公司共获得政府划拨的物业资产账面价值约 15.84 亿元，运营约 108 万平方米的物业资产，可出租面积为 77.7 万平方米，已出租 65.5 万平方米，出租率约 84.3%，此外公司还有部分车位出租，不过出租率仅 58.8%。截至 2026 年 3 月末，公司投资性房地产规模达 104 亿元，体量较大。公司人才教育服务可细分为幼教业务、综合保障业务、托管及兴趣班等业务。截至 2025 年末，公司共承办 53 所幼儿园，目前已开园 47 所，在广州开发区开办的大公办幼儿园市占率约 61%。公司人才服务业务包括人才管家服务、园区运营服务、会展策划服务及劳务派遣服务。物业管理服务则主要为广州开发区内学校、人力资源产业园等提供物业管理服务。公司保安服务业务模式主要为围绕客户提供全方位的安全保障服务，服务对象主要系广州开发区内的政府单位、国有企业及招商入驻的企业。2025 年公司保安业务前五大客户收入占比达 50.5%，第一大客户广州地铁集团占比 35.7%，客户集中度高。此外，公司还有少量咨询服务业务。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 15 亿元。中诚信国际于 2025 年 12 月给予主体评级 AA+。本次给予中金评分为 5+。

### 盈利和现金流

- 营收保持增长，历史由非经常性损益补正净利，2025 年毛利率快速下降、出现亏损。**随包括工程建设与管理、住宿及餐饮等在内的其他业务扩张，公司营收保持增长，此前毛利率相对稳定，2025 年因物业退租、降租，财政预算紧缩导致人才服务业务的政府外包和市场化业务毛利润摊薄，叠加保安业务补缴社保、公积金等，毛利率下降较多。公司费用率虽由 33%持续降至 27%（主要是财务费用和管理费用），绝对水平仍高，公司扣费后利润持续亏损。2023-2025 年公司共获得政府补助 0.9 亿元、0.7 亿元和 1.7 亿元，主要为幼儿园相关补贴；同期公允价值变动损益分别为 0.6 亿元、0.6 亿元和 1.3 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动。
- 盈利变现效率较好，多数年份存在自由现金流缺口。**我们按 2025 年含政府补助 EBITDA 规模推算，公司年度经营现金流产生能力在 1.7 亿元左右。公司盈利变现效率保持在较好水平，购建固定资产等支出在 3-10 亿元左右，多数年份存在自由现金流缺口。根据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司无在建及拟建项目。

### 资本结构和偿债能力

- 财务杠杆逐年抬升，存在内生偿债压力，短期周转压力不大。**自由现金流缺口推高公司债务规模，拖累财务杠杆抬升。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比 61.1%，总债务规模是 2025 年含政府补助 EBITDA 的 37.3 倍，内生偿债压力较大。短期周转方面，公司短债占比多不足 20%，同期末扣除 1 亿元受限货币资金后净短债缺口为 5 亿元。截至 2026 年 3 月末公司共获授信总额 109 亿元，尚未使用额度 50 亿元，可覆盖全部净短债。

## 债券基本情况

|      |                        |
|------|------------------------|
| 债券简称 | 26 广州医药 SCP001         |
| 发行人  | 广州医药股份有限公司             |
| 发行期限 | 0.74 年                 |
| 发行额  | 3 亿元人民币                |
| 付息方式 | 到期还本付息                 |
| 发行利率 | 1.4500%                |
| 增信方式 |                        |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级 AA+        |
| 主承销商 | 招商银行股份有限公司, 中信银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 12 日        |
| 上市日  | 2026 年 6 月 16 日        |
| 行业   | 医药                     |
| 中金评分 | 4-→5+                  |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 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            | 311.11 | 338.72 | 375.79 | 412.33  |
| 货币资金           | 37.16  | 44.71  | 51.39  | 45.90   |
| 净资产            | 67.69  | 73.76  | 79.93  | 81.54   |
| 总债务            | 100.08 | 115.76 | 128.25 | 158.19  |
| 短期债务           | 67.98  | 90.91  | 99.14  | 112.22  |
| 净短期债务          | 30.82  | 46.20  | 47.75  | 66.32   |
| 经营活动现金流        | 2.13   | 3.78   | 0.68   | (30.00) |
| 投资活动现金流        | (2.45) | (2.66) | (2.93) | (4.43)  |
| 筹资活动现金流        | 0.92   | 5.16   | 8.08   | 28.61   |
| 主营业务收入         | 525.91 | 546.05 | 581.69 | 152.45  |
| 主营业务利润         | 33.26  | 31.88  | 33.10  | 8.79    |
| EBITDA         | 16.14  | 14.37  | 14.06  | NA      |
| EBITDA(含补贴收入)  | 16.37  | 14.93  | 14.27  | NA      |
| EBITDA(含投资收益)  | 15.40  | 13.82  | 13.56  | NA      |
| 净利润            | 6.61   | 5.88   | 6.14   | 1.57    |
| 主营业务利润率        | 6.32%  | 5.84%  | 5.69%  | 5.77%   |
| 主营业务收入增长率      | 6.71%  | 3.83%  | 6.53%  | NA      |
| 总资产回报率         | 2.19%  | 1.81%  | 1.72%  | NA      |
| 净资产收益率         | 10.27% | 8.31%  | 7.99%  | NA      |
| 现金收入比          | 97.95% | 99.71% | 99.46% | 88.27%  |
| 经营现金流/EBITDA   | 13.20% | 26.30% | 4.84%  | NA      |
| 流动比率           | 1.41   | 1.35   | 1.35   | 1.39    |
| 速动比率           | 1.08   | 1.01   | 1.00   | 1.04    |
| 应收账款周转率        | 3.61   | 3.67   | 3.75   | NA      |
| 存货周转率          | 7.61   | 6.86   | 6.28   | NA      |
| 资产负债率          | 78.24% | 78.22% | 78.73% | 80.22%  |
| 短期债务/总债务       | 67.93% | 78.53% | 77.30% | 70.94%  |
| 总债务/总资本        | 59.65% | 61.08% | 61.61% | 65.99%  |
| 货币资金/短期债务      | 54.66% | 49.18% | 51.84% | 40.90%  |
| 货币资金/总债务       | 37.13% | 38.62% | 40.07% | 29.02%  |
| 经营现金流/总债务      | 2.13%  | 3.27%  | 0.53%  | -18.96% |
| EBITDA/利息支出    | 4.26   | 3.78   | 4.03   | NA      |
| EBITDA/总债务     | 0.16   | 0.12   | 0.11   | NA      |
| 应付票据           | 36.90  | 43.66  | 47.85  | 47.26   |
| 永续债            | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 债务资本比 (含票据、永续) | 66.92% | 68.37% | 68.79% | 71.59%  |
| 净短期债务 (含票据)    | 65.15  | 87.68  | 93.73  | 110.56  |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 中金公司研究部

## 广州医药股份有限公司

### 发行人简介

- 国有控股公司。**公司成立于 1951 年, 2007 年 12 月变更为中外合资有限责任公司, 其中中方股东为广药白云山, 外方股东为联合美华, 双方各持有公司 50% 的股份。2018 年 5 月, 广药白云山以现金 10.94 亿元收购联合美华所持有的公司 30% 股份并成为公司控股股东。截至目前, 广药白云山持有公司 90.92% 的股份, 所持股份无质押, 广州市人民政府为公司的实际控制人。
- 华南区域的医药流通龙头企业。**公司主营医药流通业务, 2024 年批发和零售业务收入占比为 94% 和 6%, 毛利占比为 85% 和 13%。按下游客户分医院纯销和商业分销的占比分别为 58% 和 36%。截至 2024 年末, 公司医药批发业务已覆盖全国 31 个省 (直辖市、自治区), 向国内外超 6000 家企业采购药品、医疗器械及大健康产品等, 向国内外逾 50000 名客户提供批发、零售及供应链配套服务, 并在广东省实现了等级医院全覆盖。公司批发业务销售区域主要集中于华南地区, 目前来自广东省销售收入超过 70%, 是华南地区龙头医药销售企业, 区域竞争优势较强。公司 2024 年销售额在全国医药商业企业中排名第 6。

### 发债和评级评分历史

- 公司曾多次发行 ABS, 目前不含本期未到期债务余额为 16 亿元。中诚信国际于 2021 年 8 月首次给予主体评级 AA+ 并维持, 中金评分本次由 4- 下调至 5+。
- 母公司广州医药集团有限公司目前未到期债券余额 35 亿元。中诚信国际于 2025 年 7 月给予主体评级 AAA。中金评分为 3-。

### 盈利和现金流

- 收入保持稳定增长, 作为医药流通企业, 盈利能力偏低。**受益于公司销售渠道拓展以及零售业务扩张, 公司近年来收入稳定增长。医药流通行业毛利率水平较低, 公司毛利率在行业中亦属于偏低水平, 近两年受到集采目录持续扩大的影响, 毛利率进一步有所下滑, 2025 年综合毛利率降至 5.88%, 不过公司通过控制销售费用和财务费用, 销售净利率基本维持稳定水平, 但整体盈利规模仍然较低。
- 规模扩张导致的垫资增加使公司盈利变现效率持续较低。**公司 EBITDA 规模近几年整体稳定, 2025 年为 14 亿元, 我们按此推算公司现金流产生能力约 12 亿元。不过由于公司业务规模扩张, 应收账款和存货持续增加, 虽然应付票据也有增长, 但规模不及应收账款和存货, 因此经营现金流表现较弱, 近几年盈利变现效率基本不到 30%。投资方面, 由于公司所处行业的特点, 其历年投资支出较少, 每年固定资产支出约 2-3 亿元, 多数年份投资活动现金流可以被经营活动现金流覆盖。据募集说明书披露, 公司主要在建设项目计划总投资 10 亿元, 资本支出压力可控。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担偏重, 且流动性压力较大。**2020 年 12 月, 公司在广州产权交易所公开挂牌, 通过增资扩股引入 1 家战略投资者和 5 家普通投资者, 同年将部分盈余公积和未分配利润转增股本, 此后净资产增长主要依赖盈利积累。公司债务规模亦持续有所增加, 近几年债务资本比持续上升。截至 2026 年 3 月末, 考虑应付票据后公司债务资本比为 71.6%, 在医药流通行业中属于偏高水平。此外, 公司近两年短债占比略有所下降至 70%-80%, 虽仍然偏高但为行业普遍现象。截至 2026 年 3 月末, 公司含票据的短债缺口为 110.56 亿元, 2025 年末银行授信额度为 341.1 亿元, 其中 158.7 亿元未使用, 可以提供流动性支持。不过根据募集说明书披露, 公司银行借款中基本为信用借款, 外部支持较好, 其母公司作为上市公司也能向其提供一定支持。

## 债券基本情况

|      |                                                |
|------|------------------------------------------------|
| 债券简称 | 26 大唐发电 SCP006                                 |
| 发行人  | 大唐国际发电股份有限公司                                   |
| 发行期限 | 0.33 年                                         |
| 发行额  | 20 亿元人民币                                       |
| 付息方式 | 到期还本付息                                         |
| 发行利率 | 1.3500%                                        |
| 增信方式 |                                                |
| 信用级别 | 东方金诚、大公国际给予主体<br>评级 AAA                        |
| 主承销商 | 北京银行股份有限公司，中国<br>民生银行股份有限公司，中国<br>邮政储蓄银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 12 日                                |
| 上市日  | 2026 年 6 月 16 日                                |
| 行业   | 电力                                             |
| 中金评分 | 2-                                             |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 3039.99  | 3226.02  | 3335.27  | 3313.51 |
| 货币资金          | 90.17    | 77.34    | 92.67    | 93.66   |
| 净资产           | 884.66   | 934.84   | 995.73   | 1027.88 |
| 总债务           | 1761.68  | 1872.40  | 1906.94  | 1906.76 |
| 短期债务          | 609.19   | 661.47   | 698.75   | 693.21  |
| 净短期债务         | 519.02   | 584.13   | 606.08   | 599.55  |
| 经营活动现金流       | 212.14   | 261.23   | 378.36   | 85.69   |
| 投资活动现金流       | (176.84) | (287.14) | (264.60) | (36.89) |
| 筹资活动现金流       | (45.88)  | 13.00    | (96.99)  | (47.53) |
| 主营业务收入        | 1224.04  | 1234.74  | 1212.55  | 302.71  |
| 主营业务利润        | 131.57   | 170.26   | 214.36   | 55.49   |
| EBITDA        | 228.93   | 273.75   | 329.03   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 237.81   | 281.17   | 333.25   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 258.41   | 301.91   | 352.48   | NA      |
| 净利润           | 30.05    | 68.58    | 100.23   | 34.46   |
| 主营业务利润率       | 10.75%   | 13.79%   | 17.68%   | 18.33%  |
| 主营业务收入增长率     | 4.77%    | 0.87%    | -1.80%   | NA      |
| 总资产回报率        | 0.99%    | 2.19%    | 3.06%    | NA      |
| 净资产收益率        | 3.65%    | 7.54%    | 10.38%   | NA      |
| 现金收入比         | 111.16%  | 110.77%  | 111.77%  | 105.63% |
| 经营现金流/EBITDA  | 92.67%   | 95.43%   | 114.99%  | NA      |
| 流动比率          | 0.44     | 0.43     | 0.42     | 0.43    |
| 速动比率          | 0.40     | 0.38     | 0.38     | 0.40    |
| 应收账款周转率       | 6.50     | 6.09     | 5.82     | NA      |
| 存货周转率         | 27.29    | 24.85    | 21.47    | NA      |
| 资产负债率         | 70.90%   | 71.02%   | 70.15%   | 68.98%  |
| 短期债务/总债务      | 34.58%   | 35.33%   | 36.64%   | 36.36%  |
| 总债务/总资本       | 66.57%   | 66.70%   | 65.70%   | 64.97%  |
| 货币资金/短期债务     | 14.80%   | 11.69%   | 13.26%   | 13.51%  |
| 货币资金/总债务      | 5.12%    | 4.13%    | 4.86%    | 4.91%   |
| 经营现金流/总债务     | 12.04%   | 13.95%   | 19.84%   | 4.49%   |
| EBITDA/利息支出   | 3.75     | 4.84     | 6.93     | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.13     | 0.15     | 0.17     | NA      |
| 应付票据          | 9.10     | 10.72    | 10.60    | 16.49   |
| 永续债           | 462.11   | 462.72   | 463.03   | 460.53  |
| 债务资本比（含票据、永续） | 84.09%   | 83.25%   | 81.72%   | 80.77%  |
| 净短期债务（含票据）    | 527.93   | 590.16   | 616.39   | 614.88  |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 大唐国际发电股份有限公司

### 发行人简介

- **央企大唐集团核心上市公司**。公司前身北京大唐发电股份有限公司成立于 1994 年 12 月，1997 年 3 月在港交所和伦交所上市，2006 年 12 月在 A 股上市并更为现名（601991.SH），截至 2026 年 3 月末，中国大唐集团有限公司及其子公司合计持有公司 53.04% 股权，大唐集团为公司的控股股东，实际控制人为国务院国资委。
- **火电为主的发电企业，行业地位较高**。公司经营以火电为主的发电业务，公司在全国电力生产市场上行业地位较高。截至 2025 年末，公司控股装机容量 8619.21 万千瓦，其中火电 5861.34 万千瓦、水电 920.47 万千瓦、风电 1119.69 万千瓦、光伏 717.71 万千瓦。2023-2025 年公司机组平均利用小时数分别为 3984、3877 和 3614 小时，同期公司实现上网电量 2594.26、2693.22 和 2731.09 亿千瓦时，同期上网电价（含税）466.41、451.43 和 434.82 元/兆瓦时。

### 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 605 亿元。东方金诚、大公国际给予主体评级 AAA。中金评分 2008 年 9 月由 2 下调至 2-，2009 年 9 月上调至 2，2021 年 9 月下调至 2-。
- 控股股东中国大唐集团有限公司目前未到期债券余额 1117 亿元。中证鹏元、中诚信国际、东方金诚、大公国际均给予主体评级 AAA。中金评分 2009 年 9 月由 2-上调至 2。

### 盈利和现金流

- **2025 年盈利继续改善**。公司售电区域集中在京津唐和沿海地区等电力需求旺盛以及电价较高区域，历史年份盈利能力相对较强，2021-2022 年煤炭价格上涨对公司盈利造成影响，随着煤炭价格回落，公司盈利逐步改善，2025 年及 2026 年一季度公司净利润同比继续增长。
- **公司现金流产生能力较强**。公司 2025 年 EBITDA 规模随盈利回升至 329.03 亿元，公司现金流产生能力较强，公司盈利变现效率较好。公司经营现金流持续净流入，2025 年公司不存在自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司主要的在建工程总投资 292.45 亿元，已投资 120.11 亿元。

### 资本结构和偿债能力

- **债务负担偏重，融资渠道顺畅**。截至 2026 年 3 月末考虑到 16.49 亿元应付票据和 460.53 亿元永续债后公司债务资本比为 80.77%，近年来有所回落，不过在行业中债务负担仍偏重。公司短债占比不高但绝对规模较大，账面货币资金对短债的覆盖比率不高，同期末考虑票据后存在 614.88 亿元净短债缺口。截至 2025 年末，公司合并口径综合授信额度为 4868.55 亿元，其中未使用授信余额 2873.55 亿元；此外公司作为境内外三地上市公司可以通过资本市场进行股权融资，公司融资渠道顺畅。公司控股股东大唐集团对公司支持力度较好，公司与大唐财务公司签订的《金融服务协议》，大唐财务公司向公司提供综合授信额度为 270 亿元，2025 年大唐财务公司向公司及子公司提供贷款的期末余额为 119.71 亿元。

## 债券基本情况

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 债券简称 | 26 华电煤业 SCP001                |
| 发行人  | 华电煤业集团有限公司                    |
| 发行期限 | 0.74 年                        |
| 发行额  | 10 亿元人民币                      |
| 付息方式 | 到期还本付息                        |
| 发行利率 | 待确定                           |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 东方金诚、联合资信给予主体<br>评级 AAA       |
| 主承销商 | 北京农村商业银行股份有限公<br>司，招商银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日               |
| 行业   | 煤炭                            |
| 中金评分 | 3-                            |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 854.01   | 893.62  | 942.49  | 977.15  |
| 货币资金          | 94.31    | 97.23   | 106.38  | 125.99  |
| 净资产           | 342.05   | 367.80  | 356.48  | 372.20  |
| 总债务           | 247.67   | 285.03  | 348.08  | 391.17  |
| 短期债务          | 121.94   | 157.63  | 159.71  | 185.83  |
| 净短期债务         | 27.63    | 60.40   | 53.33   | 59.84   |
| 经营活动现金流       | 124.33   | 99.34   | 90.56   | 14.59   |
| 投资活动现金流       | (22.44)  | (38.96) | (62.71) | (25.03) |
| 筹资活动现金流       | (145.59) | (59.82) | (19.99) | 29.11   |
| 主营业务收入        | 443.81   | 426.42  | 357.14  | 92.95   |
| 主营业务利润        | 130.99   | 120.49  | 83.11   | 24.00   |
| EBITDA        | 164.44   | 148.93  | 111.54  | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 168.52   | 155.03  | 114.22  | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 169.91   | 155.61  | 115.54  | NA      |
| 净利润           | 85.16    | 80.98   | 44.77   | 15.56   |
| 主营业务利润率       | 29.51%   | 28.26%  | 23.27%  | 25.82%  |
| 主营业务收入增长率     | -0.96%   | -3.92%  | -16.25% | NA      |
| 总资产回报率        | 9.75%    | 9.27%   | 4.88%   | NA      |
| 净资产收益率        | 25.81%   | 22.82%  | 12.36%  | NA      |
| 现金收入比         | 111.32%  | 72.83%  | 83.22%  | 67.79%  |
| 经营现金流/EBITDA  | 75.61%   | 66.70%  | 81.19%  | NA      |
| 流动比率          | 0.66     | 0.63    | 0.63    | 0.72    |
| 速动比率          | 0.61     | 0.57    | 0.57    | 0.67    |
| 应收账款周转率       | 15.45    | 16.76   | 17.72   | NA      |
| 存货周转率         | 22.97    | 20.32   | 17.23   | NA      |
| 资产负债率         | 59.95%   | 58.84%  | 62.18%  | 61.91%  |
| 短期债务/总债务      | 49.23%   | 55.30%  | 45.88%  | 47.51%  |
| 总债务/总资本       | 42.00%   | 43.68%  | 49.40%  | 51.24%  |
| 货币资金/短期债务     | 77.34%   | 61.69%  | 66.61%  | 67.80%  |
| 货币资金/总债务      | 38.08%   | 34.11%  | 30.56%  | 32.21%  |
| 经营现金流/总债务     | 50.20%   | 34.85%  | 26.02%  | 3.73%   |
| EBITDA/利息支出   | 12.09    | 11.43   | 9.40    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.66     | 0.52    | 0.32    | NA      |
| 应付票据          | 1.22     | 3.12    | 2.52    | 1.75    |
| 永续债           | 15.10    | 15.15   | 25.23   | 25.23   |
| 债务资本比（含票据、永续） | 44.68%   | 46.24%  | 53.15%  | 54.05%  |
| 净短期债务（含票据）    | 28.63    | 63.38   | 55.79   | 60.62   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 华电煤业集团有限公司

### 发行人简介

- 华电集团子公司。**公司是华电集团于 2005 年 10 月以华电煤业有限公司为核心，将中国华电集团燃料有限公司、华电开发投资有限公司的资产并入组建而成。后经华电集团多次内部重组及引入外部投资者，截至目前，华电集团对公司持股比例为 77.96%，为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委。目前旗下拥有 1 家上市公司华电能源股份有限公司（“华电能源”，600726.SH），系公司电力及热力业务的主要经营主体，华电煤业持股比例 59.79%、无质押。
- 华电集团下属煤炭资源整合开发平台。**2025 年煤炭生产、煤炭贸易及发电三大业务板块收入占比分别为 55%、2%和 38%，毛利润占比分别为 89%、2%和 6%。已形成煤、电、路、港、航为一体的综合产业体系，煤炭资源储量丰富，在产煤矿赋存条件较好，煤炭运力保障程度较高。截至 2024 年末，公司拥有煤炭资源地质储量 213.48 亿吨（在产煤矿地质储量 56.90 亿吨、在建及拟建煤矿地质储量 156.58 亿吨），可采储量 92.81 亿吨（在产煤矿可采储量 37.80 亿吨、在建及拟建煤矿可采储量 55.01 亿吨）。煤矿主要分布在陕西、山西、内蒙古、甘肃和新疆，煤种以不粘煤、长焰煤、气煤与 1/2 中粘煤为主。截至 2026 年 3 月末，公司控股项目合计在产、在建产能约为 7,940 万吨/年，其中在产产能 5440 万吨/年。煤炭生产板块主要煤矿的产销比均在 95%以上，其中销售给华电集团内部电厂的煤炭销量占发行人全部煤炭销量的 50%左右，与华电集团内部关联企业之间的业务往来按一般市场经营规则进行，与其他业务往来企业同等对待。2024 年公司煤炭产量 4750 万吨，占华电集团煤炭产量的 80%以上，在华电集团煤炭业务板块地位突出。煤炭 贸易板块主要为华电集团内部煤炭贸易业务。电力板块，2025 年发行人发电企业共发电 309.68 亿千瓦时，2026 年 1-3 月发行人发电企业共发电 79.68 亿千瓦时。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 30 亿元。东方金诚、联合资信分别于 2025 年 12 月、2024 年 7 月给予主体评级 AAA。中金评分 2014 年 4 月由 3-下调至 4+，2016 年 3 月下调至 4，2019 年 11 月上调至 4+，2021 年 12 月上调至 3-。
- 控股股东华电集团目前未到期债券余额 583.65 亿元，中诚信、大公、东方金诚、联合均给予主体评级 AAA 并维持，中金评分 2008 年 9 月由 2 下调至 2-，2009 年 9 月回调至 2。

### 盈利和现金流

- 吨煤成本较低，2021 年开始盈利表现较好，2024 年以来收入和盈利承压。**2022-2024 年、2025 年 1-9 月煤炭销量分别为 4546、4715、4759 和 3300 万吨，销售均价分别为 517、476、452 和 411 元/吨，公司主要在产矿井均为新建矿井，拥有服务年限短、开采设备先进、自动化水平高及人员负担轻等优势，2023-2025 年、2026 年 1-3 月吨煤完全成本分别为 245、255、230 和 241 元/吨，同期煤炭生产板块毛利率分别为 63.44%、52.62%、46.96%、47.56%，发电板块毛利率分别为-1.28%、19.41%、4.92%和 14.39%。2026 年 1-3 月公司收入和净利润同比分别下降 10%和 17%。
- 盈利变现效率尚可，投资压力有所上升，多数年份自由现金流持续为正。**年经营现金流产生能力接近 100 亿元，盈利变现效率近几年在 65-80%左右波动。投资方面，支出主要用于煤矿和电厂建设项目，2024 年、2025 年投资压力有所上升，但投资净流出仍可以被经营现金流覆盖，2026 年一季度产生一定缺口。据募集说明书披露，公司在建项目计划投资 217 亿元，其中截至 2025 年底已投资 79 亿元，未来仍有一定支出需求。

### 资本结构和偿债能力

- 债务规模增长，财务杠杆水平边际上升，银行支持力度较大。**本期债券发行额拟全部用于偿还发行人及其子公司有息债务，不产生新增，但过去几年总债务规模不断增长，截至 2026 年 3 月末公司债务资本比为 55%左右，杠杆水平边际抬升。短期周转方面，账面货币资金较为充裕，净短债规模不算大。截至 2025 年末，公司获得银行授信总额 1053 亿元，未使用银行人民币授信约 810 亿元，银行支持力度较强。

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 北清电力 MTN002(碳中和债)          |
| 发行人  | 天津北清电力智慧能源有限公司                |
| 发行期限 | 5Y3P 年                        |
| 发行额  | 5 亿元人民币                       |
| 付息方式 | 周期性付息                         |
| 发行利率 | 待确定                           |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA+                |
| 主承销商 | 国泰海通证券股份有限公司,<br>中国光大银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日               |
| 行业   | 电力                            |
| 中金评分 | 4                             |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 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           | 425.74  | 428.56  | 437.90  | 440.68  |
| 货币资金          | 29.42   | 16.58   | 27.41   | 25.45   |
| 净资产           | 175.90  | 201.76  | 208.86  | 212.86  |
| 总债务           | 118.82  | 120.36  | 126.94  | 122.26  |
| 短期债务          | 31.97   | 37.51   | 29.56   | 21.55   |
| 净短期债务         | 2.55    | 20.93   | 2.15    | (3.90)  |
| 经营活动现金流       | (18.45) | 11.56   | 29.68   | (3.03)  |
| 投资活动现金流       | (11.23) | (4.86)  | (4.50)  | (1.37)  |
| 筹资活动现金流       | 31.40   | (17.76) | (14.35) | 2.43    |
| 主营业务收入        | 37.95   | 35.17   | 35.07   | 7.01    |
| 主营业务利润        | 20.80   | 19.33   | 18.94   | 2.97    |
| EBITDA        | 31.52   | 34.65   | 31.27   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 31.85   | 35.10   | 31.43   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 31.36   | 35.39   | 31.00   | NA      |
| 净利润           | 7.63    | 9.15    | 7.15    | 1.40    |
| 主营业务利润率       | 54.81%  | 54.96%  | 54.01%  | 42.37%  |
| 主营业务收入增长率     | 1.96%   | -7.33%  | -0.28%  | NA      |
| 总资产回报率        | 1.90%   | 2.14%   | 1.65%   | NA      |
| 净资产收益率        | 5.01%   | 4.85%   | 3.48%   | NA      |
| 现金收入比         | 94.15%  | 95.22%  | 127.20% | 50.50%  |
| 经营现金流/EBITDA  | -58.53% | 33.36%  | 94.92%  | NA      |
| 流动比率          | 1.89    | 1.85    | 2.05    | 2.35    |
| 速动比率          | 1.89    | 1.85    | 2.05    | 2.35    |
| 应收账款周转率       | 0.55    | 0.47    | 0.47    | NA      |
| 存货周转率         | 80.10   | 106.90  | 258.50  | NA      |
| 资产负债率         | 58.69%  | 52.92%  | 52.30%  | 51.70%  |
| 短期债务/总债务      | 26.91%  | 31.16%  | 23.29%  | 17.63%  |
| 总债务/总资产       | 40.32%  | 37.36%  | 37.80%  | 36.48%  |
| 货币资金/短期债务     | 92.02%  | 44.20%  | 92.73%  | 118.10% |
| 货币资金/总债务      | 24.76%  | 13.78%  | 21.59%  | 20.62%  |
| 经营现金流/总债务     | -15.53% | 9.60%   | 23.38%  | -2.48%  |
| EBITDA/利息支出   | 3.58    | 4.66    | 4.51    | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.27    | 0.29    | 0.25    | 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) | 40.32%  | 37.36%  | 37.80%  | 36.48%  |
| 净短期债务(含票据)    | 2.49    | 17.89   | 0.09    | (3.97)  |

资料来源: Wind, 财汇资讯, 中金公司研究部

## 天津北清电力智慧能源有限公司

### 发行人简介

- 山东省国资委实控企业。**公司成立于 2015 年, 历经多次增资及股权变更, 截至 2026 年 3 月末, 天津富清投资有限公司、山高光伏电力发展有限公司和香港富欢国际有限公司分别持有公司 80.24%、19.49%和 0.27%股权, 公司控股股东为天津富清投资有限公司, 天津富清投资的大股东是山高新能源, 山高新能源的大股东是山高控股集团, 公司最终控股股东是山东高速集团, 最终实际控制人为山东省国资委。
- 公司主营光伏及风力发电等清洁能源业务。**2025 年公司营业收入中光伏发电和风力发电占比分别为 67%和 26%。截至 2026 年 3 月末, 公司集中式光伏电站项目合计并网装机容量为 2523MW、分布式光伏电站合计并网装机容量为 772MW、风电项目合计并网装机容量为 793MW。2023-2025 年及 2025 年 1-3 月地面光伏电站上网电量分别为 28.30、28.12、27.1 和 5.33 亿千瓦时, 机组平均利用小时数为 1182、1131、1122 和 215 小时, 同期销售单价(不含税)分别为 0.75、0.71、0.67 和 0.67 元/kWh; 屋顶分布式光伏上网电量分别为 5.65、6.86、7.68 和 1.46 亿千瓦时, 平均利用小时数为 964、961、1013 和 197 小时; 风电上网电量分别为 19.34、19.01、21.36 和 4.73 亿千瓦时, 机组平均利用小时数为 2258、2455、2704 和 610 小时, 同期销售单价(不含税)分别为 0.48、0.45、0.44 和 0.43 元/kWh。2023-2025 年弃光率分别为 6.81%、10.71%和 15.68%, 弃风率分别为 3.39%、4.73%和 4.69%。

### 发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期末到期债券余额 25 亿元。联合资信于 2025 年 9 月给予主体评级 AA+。中金评分于 2025 年 7 月上调至 4。

### 盈利和现金流

- 营收规模稳定, 2025 年利润下降。**公司近年来装机规模稳定, 公司营收规模基本稳定, 公司盈利能力波动, 2023-2025 年及 2026 年一季度公司综合毛利率分别为 55.68%、55.92%、55.79%和 44.28%, 公司财务费用支出规模较大, 侵蚀公司利润, 2025 年及 2026 年一季度公司净利润同比均下降。
- 经营现金流波动, 2025 年不存在自由现金流缺口。**2025 年公司 EBITDA 规模为 31.27 亿元, 相比 2024 年小幅下降, 公司盈利变现效率波动。2024-2025 年公司经营活动现金流转为净流入, 公司投资现金流支出不大, 公司不存在自由现金流缺口。公司应收类款项规模大, 对资金形成一定占用, 截至 2025 年末, 公司应收账款和其他应收款分别为 76.75 亿元和 92.99 亿元, 公司应收账款主要系应收各地电网公司的电费、补贴款等相关款项, 其他应收款主要是股东方的其他应收款项。

### 资本结构和偿债能力

- 债务负担不重。**截至 2026 年 3 月末, 公司债务资本比为 36.48%, 公司债务负担较轻。公司短债占比不高为 17.63%, 同期末不存在净短债缺口。截至 2026 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 203.52 亿元, 其中未使用的授信额度 59.62 亿元, 可提供一定备用流动性支持。融资支持方面, 在山东高速集团和山高新能源的支持下, 公司引入平安资产管理有限责任公司作为战略投资者, 2023 年 12 月 1 日公司获得平安创赢旗下保险私募基金 40 亿元的首期付款, 2024 年一季度公司获得第二期投资款 10 亿元。

## 债券基本情况

|      |                                       |
|------|---------------------------------------|
| 债券简称 | 26 湖南能源 MTN001                        |
| 发行人  | 湖南能源集团有限公司                            |
| 发行期限 | 3+N 年                                 |
| 发行额  | 4 亿元人民币                               |
| 付息方式 | 周期性付息                                 |
| 发行利率 | 待确定                                   |
| 增信方式 |                                       |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级<br>AAA，中诚信国际给予主体评<br>级 AA+ |
| 主承销商 | 招商银行股份有限公司，中国<br>建设银行股份有限公司           |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日                       |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日                       |
| 行业   | 综合投资                                  |
| 中金评分 | 4                                     |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 768.30  | 1014.98 | 1127.88  | 1169.43 |
| 货币资金          | 71.08   | 118.68  | 116.50   | 117.54  |
| 净资产           | 206.68  | 297.72  | 323.33   | 326.12  |
| 总债务           | 247.26  | 314.80  | 350.74   | 365.49  |
| 短期债务          | 78.04   | 111.43  | 131.81   | 111.84  |
| 净短期债务         | 6.96    | (7.25)  | 15.31    | (5.70)  |
| 经营活动现金流       | 18.04   | 26.61   | 54.72    | 2.62    |
| 投资活动现金流       | (21.93) | (44.47) | (128.17) | (19.28) |
| 筹资活动现金流       | 5.98    | 32.73   | 58.74    | 19.54   |
| 主营业务收入        | 44.04   | 203.59  | 163.39   | 37.81   |
| 主营业务利润        | 11.78   | 28.80   | 15.78    | 0.07    |
| EBITDA        | 10.31   | 20.74   | 7.88     | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 15.18   | 25.05   | 10.16    | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 17.48   | 27.92   | 52.36    | NA      |
| 净利润           | 7.68    | 7.10    | 11.80    | 1.97    |
| 主营业务利润率       | 26.75%  | 14.15%  | 9.66%    | 0.19%   |
| 主营业务收入增长率     | -12.96% | 362.28% | -19.75%  | NA      |
| 总资产回报率        | 1.08%   | 0.80%   | 1.10%    | NA      |
| 净资产收益率        | 3.81%   | 2.82%   | 3.80%    | NA      |
| 现金收入比         | 96.89%  | 94.31%  | 107.19%  | 111.16% |
| 经营现金流/EBITDA  | 174.89% | 128.30% | 694.42%  | NA      |
| 流动比率          | 0.39    | 0.51    | 0.48     | 0.53    |
| 速动比率          | 0.37    | 0.48    | 0.45     | 0.50    |
| 应收账款周转率       | 2.16    | 6.56    | 4.37     | NA      |
| 存货周转率         | 3.62    | 14.19   | 9.05     | NA      |
| 资产负债率         | 73.10%  | 70.67%  | 71.33%   | 72.11%  |
| 短期债务/总债务      | 31.56%  | 35.40%  | 37.58%   | 30.60%  |
| 总债务/总资本       | 54.47%  | 51.39%  | 52.03%   | 52.85%  |
| 货币资金/短期债务     | 91.08%  | 106.51% | 88.38%   | 105.10% |
| 货币资金/总债务      | 28.75%  | 37.70%  | 33.22%   | 32.16%  |
| 经营现金流/总债务     | 7.30%   | 8.45%   | 15.60%   | 0.72%   |
| EBITDA/利息支出   | 1.41    | 2.45    | 1.04     | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.04    | 0.07    | 0.02     | NA      |
| 应付票据          | 7.26    | 12.46   | 11.39    | 10.22   |
| 永续债           | 0.00    | 10.00   | 16.00    | 16.00   |
| 债务资本比（含票据、永续） | 55.19%  | 53.96%  | 55.16%   | 55.82%  |
| 净短期债务（含票据）    | 10.54   | (0.68)  | 22.62    | 1.10    |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 湖南能源集团有限公司

### 发行人简介

- 湖南国资委控股。**公司前身为湖南省经济建设投资公司（“湖南经投”），2005 年改制为国有独资公司并更为现名。目前控股股东和实控人为湖南省国资委。
- 2024 年重大资产重组，当前定位为湖南省综合性能源保障主平台和全省能源战略实施主体。**2024 年湖南省煤业集团有限公司股权划转后并纳入合并报表范围。并入湘煤集团后，新增煤矿开采、商品贸易以及建设及经营业务中的能源规划设计、建设及维护业务，现有能源产业（核心主业）、战略性新兴产业、产业投资与金融业三大主业以及其他业务板块。2024 年能源、战略性新兴产业、金融资产投资与管理收入占比分别为 83.33%（其中煤矿开采 12.34%、商品贸易 34.20%、建设及经营 36.79%）、8.93%和 6.94%，毛利润占比分别为 56.90%（其中煤矿开采 26.51%、商品贸易-0.51%、建设及经营 30.90%）、15.19%、28.02%。其中，能源板块煤炭资源储备丰富，2026 年 3 月末，在籍矿井 29 对，生产能力核定数为 614 万吨/年，保有资源量 29,730 万吨，储量 11,478 万吨。商品贸易业务以煤炭贸易为核心。建设及经营板块主要为天然气管网、发电站和矿山的建设及经营。战略新兴产业板块主要包括发行人的金属材料业务（高端钛材、铝基复合材料等）、电子信息业务和智能装备业务。投资与金融板块主要经营银行业务（并表新化农商行，参股多家湖南省内农商行）和创业投资业务，主要经营范围在湖南省区域内。创投业务主要投向基础性的能源产业、战略性新兴产业等符合国家大力支持的行业，自 2000 年初起步发展，截至 2026 年 3 月底，已投资超 120 个项目，投资项目以初创期和成长期的企业为主，近三年累计实现投资收益 5.33 亿元。

### 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 56 亿元。联合资信于 2025 年 12 月给予主体评级 AAA，中诚信国际于 2024 年 7 月给予主体评级 AA+。中金评分 2019 年 10 月由 4+下调至 4。

### 盈利和现金流

- 2025 年主业收入下滑亏损较多，依靠投资收益补正净利润。**公司近年来收入有所波动，经 2024 年重大资产重组后在湖南省内能源保障供应作用更加突出，收入明显增长，但毛利率水平下滑。2025 年各业务板块收入基本均呈下降趋势，特别是能源、战略性新兴产业下降较为明显，此外毛利率也延续走低，能源板块毛利率从 2024 年的 12.61%降至 2025 年的 9.69%，战略性新兴产业从 26.04%降至 24.14%。过去几年每年取得 7-10 亿元投资收益，主要来自权益法核算的长期股权投资收益等，2025 年投资收益增至 44 亿元，其中湘投国际实现投资收益 36 亿元、基金公司实现投资收益 2 亿元、管网公司股权转让形成投资收益 3 亿元，增长主要来自处置长期股权投资产生的投资收益。扣除投资收益后净利润近年来基本处于亏损或盈亏平衡边缘，主业盈利能力较弱，2025 年主业亏损较大。
- 经营现金流产生能力趋弱，投资支出增长，自由现金流缺口扩大。**公司 2025 年 EBITDA 规模降至不足 8 亿元，现金流产生能力不强。投资方面，公司在固定资产和无形资产方面的投资支出过去每年在 10-20 亿元左右，2024 年、2025 年分别增至 41 亿元、78 亿元，此外还涉及股权类投资等。公司经营现金流和投资现金流受金融板块的并表银行（新化农商行）、合并范围变化和股权投资等影响较大，导致现金流每年波动较大。总体看持续存在自由现金流缺口，2025 年缺口明显扩大。后续看，截至 2026 年 3 月末公司在建项目包括火电、光伏、铁路专用线工程、风电等，预计总投资 240 亿元，已投资金额 45 亿元，此外还涉及拟建项目计划投资金额 7 亿元，未来投资压力仍不低。

### 资本结构和偿债能力

- 净资产和债务规模增长，银行支持力度较大。**重大资产重组后净资产有所增长，不过债务规模也随之扩大。本期债券发行额用于偿还有息债务，不产生新增，考虑永续和票据后截至 2026 年 3 月末债务资本比为 56%。短期周转方面，账面货币资金基本可以覆盖短债，不过有 24 亿元货币资金受限（受限数据截至 2025 年末）。截至 2026 年 3 月末发行人共获得授信总额 1302 亿元，尚余授信 973 亿元，可提供一定流动性支持。

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 青岛啤酒 SCP001              |
| 发行人  | 青岛啤酒集团有限公司                  |
| 发行期限 | 0.74 年                      |
| 发行额  | 4 亿元人民币                     |
| 付息方式 | 到期还本付息                      |
| 发行利率 | 待确定                         |
| 增信方式 |                             |
| 信用级别 | NA                          |
| 主承销商 | 招商银行股份有限公司，中国<br>农业银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日             |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日             |
| 行业   | 食品饮料                        |
| 中金评分 | 3                           |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 588.35   | 608.12   | 624.35   | 635.16   |
| 货币资金          | 202.83   | 187.80   | 144.25   | 143.07   |
| 净资产           | 306.75   | 330.74   | 367.16   | 384.14   |
| 总债务           | 26.97    | 16.24    | 16.61    | 18.14    |
| 短期债务          | 21.81    | 15.34    | 14.80    | 15.66    |
| 净短期债务         | (181.02) | (172.46) | (129.45) | (127.41) |
| 经营活动现金流       | 49.45    | 53.10    | 47.20    | 18.49    |
| 投资活动现金流       | (41.26)  | (74.62)  | (31.92)  | (27.94)  |
| 筹资活动现金流       | (50.30)  | (33.02)  | (32.41)  | 4.29     |
| 主营业务收入        | 386.07   | 391.80   | 431.49   | 133.05   |
| 主营业务利润        | 112.84   | 115.21   | 125.01   | 39.83    |
| EBITDA        | 63.37    | 69.58    | 75.56    | NA       |
| EBITDA(含补贴收入) | 67.60    | 75.39    | 80.31    | NA       |
| EBITDA(含投资收益) | 65.60    | 70.92    | 76.99    | NA       |
| 净利润           | 44.89    | 48.25    | 50.40    | 18.52    |
| 主营业务利润率       | 29.23%   | 29.41%   | 28.97%   | 29.94%   |
| 主营业务收入增长率     | 8.57%    | 1.48%    | 10.13%   | NA       |
| 总资产回报率        | 7.60%    | 8.07%    | 8.18%    | NA       |
| 净资产收益率        | 15.33%   | 15.14%   | 14.44%   | NA       |
| 现金收入比         | 115.24%  | 114.35%  | 109.31%  | 91.24%   |
| 经营现金流/EBITDA  | 78.03%   | 76.32%   | 62.47%   | NA       |
| 流动比率          | 1.61     | 1.40     | 1.49     | 1.69     |
| 速动比率          | 1.24     | 1.03     | 1.16     | 1.39     |
| 应收账款周转率       | 82.67    | 100.20   | 108.69   | NA       |
| 存货周转率         | 2.83     | 2.88     | 3.58     | NA       |
| 资产负债率         | 47.86%   | 45.61%   | 41.19%   | 39.52%   |
| 短期债务/总债务      | 80.87%   | 94.46%   | 89.10%   | 86.33%   |
| 总债务/总资本       | 8.08%    | 4.68%    | 4.33%    | 4.51%    |
| 货币资金/短期债务     | 929.99%  | 1224.25% | 974.66%  | 913.60%  |
| 货币资金/总债务      | 752.06%  | 1156.40% | 868.45%  | 788.70%  |
| 经营现金流/总债务     | 183.35%  | 326.97%  | 284.17%  | 101.93%  |
| EBITDA/利息支出   | 53.25    | 81.86    | 85.86    | NA       |
| EBITDA/总债务    | 2.35     | 4.28     | 4.55     | NA       |
| 应付票据          | 2.49     | 3.43     | 3.19     | 3.88     |
| 永续债           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 债务资本比（含票据、永续） | 8.76%    | 5.61%    | 5.12%    | 5.42%    |
| 净短期债务（含票据）    | (178.63) | (169.22) | (129.08) | (125.31) |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 青岛啤酒集团有限公司

### 发行人简介

- **青岛市政府下属国有独资企业，核心下属公司青啤股份 A 股上市。**发行人成立于 1997 年，由青岛市国资委全资持股。发行人核心资产为持有的“A+H”上市公司青啤股份（600600.SH），截至 2026 年 3 月末，公司持有青啤股份 32.51% 股权（均未质押），为第一大股东，将其纳入合并范围。
- **啤酒领域具有强大的品牌和市场优势，房地产板块体量较小。**发行人主要业务分为啤酒、房地产两大板块，2025 年啤酒和房地产板块的收入占比为 75% 和 4%，毛利占比为 90% 和 5%。在世界实验室 2023 年-2025 年发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜中，“青岛啤酒”持续保持中国啤酒行业品牌价值第一。截至 2025 年末，公司啤酒设计产能 145.5 亿升，产能分布于以山东为主的 20 个省、市和自治区。公司啤酒产品矩阵丰富，根据欧瑞数据，公司 2025 年市场占有率约为 18.1%，仅次于华润啤酒位居行业第二。公司主要销售区域为山东，2025 年营收占比达 68%，华北区其次达 24%，在山东及陕西地区的市场占有率均超过 50%。截至 2024 年末，公司在全国拥有 11895 家经销商。房地产经营主体为子公司青啤地产，主要开发原啤酒生产基地内的存量地产，此外以往也代建一些市政建设项目。截至 2025 年 12 月末公司在售项目 10 个，主要位于临沂市、枣庄市和青岛市，去化率 85% 左右，累计回笼资金 149.0 亿元。同期末共有土储 10.64 万平方米，主要位于临沂市和枣庄市。2020 年公司因收购雀巢在中国大陆的饮用水业务新增饮用水板块，收入规模较小。

### 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 4 亿元。中诚信国际于 2026 年 6 月给予主体评级 AAA。中金评分 3。

### 盈利和现金流

- **供应链管理业务带动收入增长，费用率持续压降，盈利稳中有升。**公司近年来收入整体保持增长态势，2024 年营收增速明显有所放缓，盈利同比仍然保持增长，2025 年营收增长主要系供应链管理业务规模扩张。公司啤酒业务毛利率近几年持续增长，主要系大麦、包装材料等原材料价格较低所致，2025 年啤酒业务毛利率提升至 41%。公司近年来费用率持续下降，尤其销售费用率从 2017 年的 20% 左右下降至 2025 年的 11.3%，因此盈利水平持续改善，利润持续增长。此外公司每年可获得 4-6 亿元的营业外收入（含其他收益），主要为搬迁项目、技改等相关政府补助。
- **盈利变现整体良好，多数年份不存在自由现金流缺口。**我们按照公司 2025 年 EBITDA 规模推算，公司年度现金流产生能力约为 59 亿元。公司啤酒业务收现效率良好，盈利变现效率基本上维持在较高水平。投资方面，近三年每年在产能建设方面需投资约 10-20 亿元，同时投资现金流也受理财支出影响较大，2021 年因下属财务公司开展结构性存款及同业存单业务导致净流出规模较大出现自由现金流缺口，2024 年同样因理财投入较多导致投资现金流流出较多。根据募集说明书，截至 2024 年末公司在建项目计划总投资 22 亿元，尚需投资 8 亿元，资本支出压力不大。

### 资本结构和偿债能力

- **债务负担轻，货币资金对债务的覆盖程度充足，流动性充裕。**公司近几年债务规模持续下降，且绝对金额较小，截至 2026 年 3 月末公司债务资本比为 5.4%，债务负担很轻。而且账面货币资金充裕，对债务的覆盖充足，偿债能力强。截至 2025 年末，公司合并层面取得外部授信 388 亿元，其中 369.4 亿元尚未使用，备用流动性充裕。母公司层面，资产端主要为长期股权投资（截至 2026 年 3 月末 47.2 亿元）和其他应收款（截至 2026 年 3 月末 5.96 亿元），同期末债务余额约 4 亿元左右，近两年持续降低。2026 年 3 月末母公司持有青啤股份流通 A 股市值约 274 亿元，可提供充足流动性补充，且青岛啤酒对母公司的分红对偿债起到支持作用。

## 债券基本情况

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 债券简称 | 26 中铝 MTN002(科创债)             |
| 发行人  | 中国铝业股份有限公司                    |
| 发行期限 | 10 年                          |
| 发行额  | 5 亿元人民币                       |
| 付息方式 | 周期性付息                         |
| 发行利率 | 2.1700%                       |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级<br>AAA            |
| 主承销商 | 中国工商银行股份有限公司,<br>中信建投证券股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 15 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 17 日               |
| 行业   | 有色金属                          |
| 中金评分 | 3                             |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 2117.56  | 2158.96  | 2270.22  | 2333.07  |
| 货币资金          | 211.04   | 222.10   | 292.38   | 318.51   |
| 净资产           | 988.89   | 1120.41  | 1225.72  | 1323.66  |
| 总债务           | 692.97   | 563.85   | 554.52   | 508.39   |
| 短期债务          | 274.57   | 125.41   | 192.42   | 158.38   |
| 净短期债务         | 63.53    | (96.69)  | (99.96)  | (160.13) |
| 经营活动现金流       | 270.41   | 328.07   | 340.92   | 108.81   |
| 投资活动现金流       | (111.81) | (76.28)  | (111.79) | (20.24)  |
| 筹资活动现金流       | (141.43) | (229.30) | (155.82) | (61.55)  |
| 主营业务收入        | 2250.71  | 2370.66  | 2411.25  | 584.94   |
| 主营业务利润        | 264.42   | 342.61   | 398.51   | 141.56   |
| EBITDA        | 283.61   | 365.10   | 405.88   | NA       |
| EBITDA(含补贴收入) | 292.50   | 379.06   | 415.31   | NA       |
| EBITDA(含投资收益) | 286.37   | 375.06   | 412.81   | NA       |
| 净利润           | 125.84   | 193.82   | 215.25   | 100.59   |
| 主营业务利润率       | 11.75%   | 14.45%   | 16.53%   | 24.20%   |
| 主营业务收入增长率     | -22.65%  | 5.33%    | 1.71%    | NA       |
| 总资产回报率        | 5.93%    | 9.06%    | 9.72%    | NA       |
| 净资产收益率        | 13.48%   | 18.38%   | 18.35%   | NA       |
| 现金收入比         | 91.69%   | 91.19%   | 99.10%   | 90.32%   |
| 经营现金流/EBITDA  | 95.35%   | 89.86%   | 84.00%   | NA       |
| 流动比率          | 1.00     | 1.28     | 1.36     | 1.57     |
| 速动比率          | 0.61     | 0.75     | 0.90     | 1.08     |
| 应收账款周转率       | 55.37    | 51.23    | 46.36    | NA       |
| 存货周转率         | 8.24     | 8.45     | 8.16     | NA       |
| 资产负债率         | 53.30%   | 48.10%   | 46.01%   | 43.27%   |
| 短期债务/总债务      | 39.62%   | 22.24%   | 34.70%   | 31.15%   |
| 总债务/总资本       | 41.20%   | 33.48%   | 31.15%   | 27.75%   |
| 货币资金/短期债务     | 76.86%   | 177.10%  | 151.95%  | 201.10%  |
| 货币资金/总债务      | 30.45%   | 39.39%   | 52.73%   | 62.65%   |
| 经营现金流/总债务     | 39.02%   | 58.18%   | 61.48%   | 21.40%   |
| EBITDA/利息支出   | 8.49     | 13.19    | 17.26    | NA       |
| EBITDA/总债务    | 0.41     | 0.65     | 0.73     | NA       |
| 应付票据          | 74.76    | 67.80    | 57.84    | 50.56    |
| 永续债           | 20.00    | 10.00    | 0.00     | 0.00     |
| 债务资本比（含票据、永续） | 44.84%   | 36.63%   | 33.32%   | 29.69%   |
| 净短期债务（含票据）    | 138.25   | (28.89)  | (42.12)  | (109.57) |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 中国铝业股份有限公司

### 发行人简介

- **央企子公司，纽约、香港、上海三地上市。**公司成立于 2001 年，经多次股权变动，2022 年并表同一控制下的云铝股份。截至 2026 年 3 月末，中铝集团直接持有公司股权 30.52%，为公司的控股股东，公司实控人是国务院国资委。
- **国内最大的氧化铝生产商，规模优势明显。**公司已完成了铝土矿-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-铝箔等加工的完整铝产业链布局。铝主业的营收毛利占比保持在 98%以上。铝土矿资源方面，截至 2025 年末，公司控制的铝土矿资源量约为 27.32 亿吨，其中国内平果矿、贵州矿、遵义矿等矿山合计资源量为 6.42 亿吨；国外铝土矿资源量为 10.9 亿吨，资源保障年限超过 60 年，整体铝土矿自给率超 60%，2025 年达 66%。氧化铝为公司内部自供，自给率达 100%。2023-2025 年公司氧化铝产量分别为 1667 万吨、1687 万吨和 1735 万吨，产销率在 47-39%左右，电解铝产量分别为 679 万吨、761 万吨和 808 万吨，产销率保持在 99.5%以上。自备电厂方面，截至 2025 年末，公司自备电供应比例降至 18%左右。

### 发债和评级评分历史

- 公司历史不含本期末到期债券余额 95 亿元。中诚信国际于 2026 年 5 月给予主体评级 AAA。中金评分于 2008 年 10 月由 1 下调至 2+，2010 年 7 月下调至 2，2012 年 7 月下调至 2-，2013 年 9 月再次下调至 3+，2015 年 7 月进一步下调至 3。
- 控股股东中国铝业集团有限公司也曾多次发债，目前未到期债券余额 529 亿元。中诚信国际于 2026 年 4 月给予主体评级 AAA。中金评分 2008 年 10 月由 1 下调至 2+，2010 年 7 月由 2+下调至 2，2012 年 7 月由 2 下调至 2-，2015 年 7 月由 2-下调至 3+。

### 盈利和现金流

- **铝价上涨带动营收、盈利增长。**电解铝为强周期性行业，公司经营受铝价影响较大，受益于铝价上涨及产量提升，2024 年来公司营收恢复增长。毛利率方面，受益于铝价回升，毛利率持续抬升，2026 年一季度因电解铝均价环比抬升 11.4 个百分点、原铝价格也抬升较多，公司毛利率也增长较多。此外，2023-2025 年公司计提以存货跌价损失、坏账损失为主的资产减值及信用减值损失分别合计为 6.1 亿元、26.2 亿元和 36.1 亿元，主要为对部分资产计提减值损失，2025 年较高主要是涉及部分投资性房地产减值，同期公司还分别获得政府补助 8.9 亿元、14 亿元和 9.4 亿元，分别获得投资收益 2.8 亿元、10 亿元和 6.9 亿元。
- **盈利变现效率维持高位，无自由现金流缺口。**由于固定资产规模大、折旧额高，EBITDA 规模持续高于主营业务利润，以 2025 年规模计算公司年度现金流产生能力约 363 亿元。随应收款项回收、应付款项及票据增长，盈利变现效率维持较好水平。公司购建固定资产等投资支出在 70-100 亿元左右，同时委托贷款和期权期货保证金的流入流出对投资现金流形成一定干扰，不过投资现金流可充分被经营现金流覆盖。据募集说明书披露，截至 2025 年末，公司在建项目计划总投资 204 亿元，已投资 100 亿元。

### 资本结构和偿债能力

- **财务杠杆逐年回落，短期周转压力不大。**随着持续偿还债务，公司债务规模逐年下降。净资产规模也随盈利累积保持增长，带动杠杆水平回落。截至 2026 年 3 月末，公司考虑永续和票据后的债务资本比为 29.7%。流动性方面，公司短债占比波动降至 30%左右，货币资金可覆盖全部短债。截至 2025 年末，公司共获银行授信 2223 亿元，其中未使用银行授信余额 1793 亿元，外部流动性较充裕。

## 债券基本情况

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 债券简称 | 26 鲁西化工 SCP001                |
| 发行人  | 鲁西化工集团股份有限公司                  |
| 发行期限 | 0.24 年                        |
| 发行额  | 8 亿元人民币                       |
| 付息方式 | 到期还本付息                        |
| 发行利率 | 待确定                           |
| 增信方式 |                               |
| 信用级别 | 中诚信国际给予主体评级<br>AAA            |
| 主承销商 | 北京银行股份有限公司，上海<br>浦东发展银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 16 日               |
| 上市日  | 2026 年 6 月 18 日               |
| 行业   | 化工                            |
| 中金评分 | 4                             |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 352.82  | 362.68  | 356.82  | 359.15  |
| 货币资金          | 3.94    | 7.21    | 6.04    | 7.85    |
| 净资产           | 170.23  | 188.16  | 190.77  | 195.25  |
| 总债务           | 140.58  | 134.19  | 118.01  | 117.62  |
| 短期债务          | 107.86  | 74.98   | 56.46   | 60.84   |
| 净短期债务         | 103.92  | 67.77   | 50.42   | 52.99   |
| 经营活动现金流       | 38.65   | 39.39   | 42.62   | 6.10    |
| 投资活动现金流       | (34.28) | (24.14) | (17.07) | (3.10)  |
| 筹资活动现金流       | (3.36)  | (11.99) | (26.85) | (1.13)  |
| 主营业务收入        | 253.58  | 297.63  | 291.43  | 71.14   |
| 主营业务利润        | 32.18   | 41.75   | 30.29   | 8.92    |
| EBITDA        | 39.58   | 48.80   | 41.35   | NA      |
| EBITDA(含补贴收入) | 41.38   | 52.41   | 43.70   | NA      |
| EBITDA(含投资收益) | 39.61   | 48.85   | 41.32   | NA      |
| 净利润           | 8.20    | 20.31   | 9.08    | 4.38    |
| 主营业务利润率       | 12.69%  | 14.03%  | 10.39%  | 12.54%  |
| 主营业务收入增长率     | -16.47% | 17.37%  | -2.08%  | NA      |
| 总资产回报率        | 2.35%   | 5.68%   | 2.52%   | NA      |
| 净资产收益率        | 4.76%   | 11.33%  | 4.79%   | NA      |
| 现金收入比         | 109.74% | 110.98% | 108.73% | 107.39% |
| 经营现金流/EBITDA  | 97.65%  | 80.72%  | 103.07% | NA      |
| 流动比率          | 0.18    | 0.29    | 0.35    | 0.41    |
| 速动比率          | 0.06    | 0.12    | 0.15    | 0.18    |
| 应收账款周转率       | 522.85  | 734.89  | 525.10  | NA      |
| 存货周转率         | 13.41   | 15.21   | 14.27   | NA      |
| 资产负债率         | 51.75%  | 48.12%  | 46.54%  | 45.64%  |
| 短期债务/总债务      | 76.72%  | 55.88%  | 47.84%  | 51.73%  |
| 总债务/总资本       | 45.23%  | 41.63%  | 38.22%  | 37.59%  |
| 货币资金/短期债务     | 3.65%   | 9.62%   | 10.70%  | 12.90%  |
| 货币资金/总债务      | 2.80%   | 5.37%   | 5.12%   | 6.67%   |
| 经营现金流/总债务     | 27.49%  | 29.35%  | 36.12%  | 5.19%   |
| EBITDA/利息支出   | 15.28   | 27.89   | 20.37   | NA      |
| EBITDA/总债务    | 0.28    | 0.36    | 0.35    | NA      |
| 应付票据          | 3.01    | 1.76    | 10.00   | 6.48    |
| 永续债           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 债务资本比（含票据、永续） | 45.76%  | 41.95%  | 40.16%  | 38.86%  |
| 净短期债务（含票据）    | 106.93  | 69.50   | 60.39   | 59.43   |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 鲁西化工集团股份有限公司

### 发行人简介

- 央企中化集团实际控制的上市公司。**公司成立于 1998 年，是由鲁西集团有限公司为发起人，以下属聊城鲁西化肥厂、东阿化肥厂的部分生产经营性资产投入设立的股份公司，1998 年在深交所上市。2020 年 12 月，公司向中化投资非公开发行 4.4 亿股（募资 33 亿元），中化集团成为公司实控人。截至 2026 年 3 月末，中化投资直接持有公司 23.08% 股份，并通过子公司鲁西集团有限公司间接持有公司 25.85% 股份，为公司的控股股东，公司实际控制人为中化集团。
- 主营化工新材料、化肥业务。**公司传统上以尿素、复合肥等化肥产品为主业，近年来逐渐向化工产业链延伸，2025 年化工新材料、基础化工和化肥的收入占比分别为 65%、20% 和 12%，毛利润占比分别为 60%、32% 和 6%。化工业务方面，截至 2025 年末，公司拥有 26.5 万吨聚碳酸酯、70 万吨己内酰胺、70 万吨尼龙 6、10 万吨甲酸钠、40 万吨烧碱、40 万吨甲酸和 75 万吨多元醇的年产能，整体产销率维持高位，化工产品销售区域以山东、河南、河北、江苏等地域为主。化肥业务方面，公司近年来向生产附加值更高的化工产品方向转型，2020 年以来尿素停止生产，复合肥产能也有所下滑，目前拥有 90 万吨复合肥年产能。公司凭借其园区化和一体化优势，实现各产业链间的原料相互自给，目前已经形成了较强的成本和规模优势，多年积累的工程化经验有助于其持续进行产业链扩张。

### 发债和评级评分历史

- 公司历史曾多次发债，目前不含本期末到期债券余额 36.26 亿元。中诚信国际 2006 年 12 月首次给予主体评级 AA-，2014 年 1 月上调至 AA，2015 年 6 月上调至 AA+，2020 年 6 月上调至 AAA 并维持。中金评分 2010 年 5 月由 4 下调至 4-，2021 年 10 月上调至 4。

### 盈利和现金流

- 主业周期波动明显，近两年处于业绩低谷，但我们认可公司园区内产业链协同带来的成本和规模优势对公司盈利能力的帮助。**2021 年化工行业景气度上行，主要产品价格回升带动公司整体收入同比增长 80.7%，公司综合毛利率也大幅提升至 30.4%，盈利大幅增长，2022 年下半年以来化工行业在原材料成本高企下游需求疲软双重挤压下经营承压，公司盈利也出现一定的下滑。尤其 2023 年公司基础化工板块毛利率从 2022 年的 35% 以上下滑至不足 15%，化工新材料板块则与 2022 年基本持平。2024 年化工行业产品价格回升带动公司毛利率增长，公司业绩有所回升，但 2025 年再次面临行业供给过剩需求不足的局面，毛利率下滑至 11% 的历史较低水平。我们仍认可公司园区化和一体化的竞争优势，其产业链间原材料相互自给的协同作用可以有效降低成本，多产品的产业链布局有助于公司分散市场价格波动风险。
- 盈利变现效率较好，未累积自由现金流缺口。**我们以 2025 年 EBITDA 规模推算，公司年度经营现金流产生能力约 39 亿元。近年公司盈利变现效率大都维持在 80% 以上的较高水平。公司投资支出主要用于购建固定资产等，包括技改及扩建项目，每年的固定资产投资支出在 30 亿元左右，2020 年因转让联营企业股权收回资金，投资现金流净流出规模有所下降。整体看近年的投资支出基本可以被经营现金流全部覆盖，公司未累积自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司主要在建项目为有机硅项目，计划总投资 33.3 亿元，已投资 21.4 亿元，未来投资压力相对可控。

### 资本结构和偿债能力

- 债务规模持续，期限结构改善，外部和关联方授信充足。**公司债务规模 2023 年以来呈现下降趋势。本期募集资金用于偿还债务和补充流动资金，截至 2026 年 3 月末，公司考虑应付票据后的债务资本比为 38.9%，债务负担在行业中属于偏低水平。公司债务规模是 2025 年 EBITDA 的 2.8 倍，公司内在偿债能力较好。流动性方面，公司短债占比近两年有所下降，不过因为账面货币资金规模较小，截至 2026 年 3 月末含票据净短债规模仍有 59.4 亿元。截至 2025 年末公司获得银行授信额度 200.3 亿元，其中 141.4 亿元未使用，可以覆盖净短债。此外中化集团财务公司对公司也有 60 亿元授信额度，截至 2025 年末尚未使用额度为 31.7 亿元。

## 债券基本情况

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 债券简称 | 26 顺鑫 SCP001                |
| 发行人  | 北京顺鑫控股集团有限公司                |
| 发行期限 | 0.73 年                      |
| 发行额  | 5 亿元人民币                     |
| 付息方式 | 到期还本付息                      |
| 发行利率 | 待确定                         |
| 增信方式 |                             |
| 信用级别 | 联合资信给予主体评级 AA               |
| 主承销商 | 北京银行股份有限公司，中国<br>民生银行股份有限公司 |
| 发行日  | 2026 年 6 月 16 日             |
| 上市日  | 2026 年 6 月 18 日             |
| 行业   | 食品饮料                        |
| 中金评分 | 5+                          |

资料来源：Wind，财汇资讯，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           | 358.02  | 339.90  | 327.18  | 325.55 |
| 货币资金          | 87.00   | 88.17   | 81.37   | 81.13  |
| 净资产           | 64.71   | 61.28   | 62.98   | 63.21  |
| 总债务           | 218.21  | 212.16  | 211.14  | 214.97 |
| 短期债务          | 111.76  | 138.94  | 98.23   | 100.97 |
| 净短期债务         | 24.76   | 50.77   | 16.86   | 19.84  |
| 经营活动现金流       | (4.23)  | 5.16    | (3.33)  | (4.47) |
| 投资活动现金流       | (7.30)  | 9.29    | (4.27)  | 0.81   |
| 筹资活动现金流       | (0.14)  | (12.99) | 0.65    | 3.40   |
| 主营业务收入        | 265.03  | 258.77  | 259.91  | 61.47  |
| 主营业务利润        | 28.17   | 30.31   | 21.49   | 7.36   |
| EBITDA        | NA      | 14.50   | 6.92    | NA     |
| EBITDA(含补贴收入) | NA      | 15.19   | 7.20    | NA     |
| EBITDA(含投资收益) | NA      | 14.57   | 6.82    | NA     |
| 净利润           | (9.89)  | (2.65)  | (7.27)  | 0.03   |
| 主营业务利润率       | 10.63%  | 11.71%  | 8.27%   | 11.97% |
| 主营业务收入增长率     | -3.00%  | -2.36%  | 0.44%   | NA     |
| 总资产回报率        | -2.67%  | -0.76%  | -2.18%  | NA     |
| 净资产收益率        | -14.21% | -4.21%  | -11.70% | NA     |
| 现金收入比         | 104.38% | 102.39% | 101.69% | 98.00% |
| 经营现金流/EBITDA  | NA      | 35.59%  | -48.12% | NA     |
| 流动比率          | 1.13    | 0.97    | 1.27    | 1.30   |
| 速动比率          | 0.79    | 0.68    | 0.88    | 0.91   |
| 应收账款周转率       | 34.87   | 36.58   | 38.73   | NA     |
| 存货周转率         | 2.80    | 3.48    | 3.85    | NA     |
| 资产负债率         | 81.93%  | 81.97%  | 80.75%  | 80.58% |
| 短期债务/总债务      | 51.22%  | 65.49%  | 46.52%  | 46.97% |
| 总债务/总资本       | 77.13%  | 77.59%  | 77.02%  | 77.28% |
| 货币资金/短期债务     | 77.85%  | 63.46%  | 82.84%  | 80.35% |
| 货币资金/总债务      | 39.87%  | 41.56%  | 38.54%  | 37.74% |
| 经营现金流/总债务     | -1.94%  | 2.43%   | -1.58%  | -2.08% |
| EBITDA/利息支出   | NA      | 2.06    | 1.13    | NA     |
| EBITDA/总债务    | NA      | 0.07    | 0.03    | NA     |
| 应付票据          | 8.85    | 7.58    | 8.50    | 8.82   |
| 永续债           | 0.00    | 0.00    | 10.00   | 10.00  |
| 债务资本比（含票据、永续） | 77.82%  | 78.19%  | 81.25%  | 81.46% |
| 净短期债务（含票据）    | 32.41   | 56.00   | 20.81   | 24.10  |

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

## 北京顺鑫控股集团有限公司

### 发行人简介

- **北京顺义区国资委独资企业。**截至 2023 年末北京市顺义区国有资本经营管理中心持有公司 100% 股权，公司实际控制人为顺义区国资委。公司下属核心子公司顺鑫农业（000860.SZ）为 A 股上市公司，截至 2026 年 3 月末公司对其持股 38.4%，无质押，所持股权市值约 37 亿元。
- **主营白酒、猪肉、贸易、工程施工四大板块，其中白酒为核心利润来源，房地产项目去化缓慢。**2025 年以上板块的收入占比分别为 20%、7%、60%和 7%，毛利润占比分别为 78%、3%、0.9%和 4%。白酒业务主要由顺鑫农业经营，主要品牌有牛栏山及宁城老窖，知名度较高。牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒生产企业之一，截至 2025 年末牛栏山成品酒产能为 8.1 亿升/年（其中 7.5 亿升为低档酒），近年北京地区销售占比在 18-28%左右。公司猪肉板块已实现“种猪繁育-商品猪养殖-生猪屠宰-肉制品加工”完整产业链。公司猪肉产品销售以北京市场为主，根据募集说明书，公司目前在北京市场的占有率达到 40%左右。贸易业务由子公司顺鑫国际经营，境外贸易包括进口及转口贸易，境内营收占比约 50%-60%，贸易品种以有色金属和农产品为主。工程施工业务范围主要在顺义区，以水利水电工程为主，并逐步向新农村基础设施建设扩展。2023-2025 年新承接工程总金额分别为 10.67 亿元、20.23 亿元和 9.33 亿元，有所下滑。2023 年末子公司顺鑫农业公告称已将公司从事房地产业务的顺鑫佳宇剥离。

### 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为 70.91 亿元。联合资信于 2025 年 10 月给予主体评级 AA。中金评分 5+。
- 控股股东顺义国资目前未到期债券余额 52 亿元。中诚信国际于 2025 年 6 月上调主体评级至 AAA。中金评分 2014 年 5 月由 4+下调至 4。

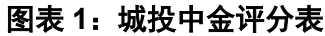
### 盈利和现金流

- **收入和利润持续下滑，剥离房地产板块有助于改善盈利，但白酒板块盈利持续承压。**公司自 2020 年以来收入就持续下滑，利润也呈现下滑趋势，2022 年利润首次出现亏损，一方面系公司房地产板块去化持续缓慢，另一方面公司传统核心板块白酒业务在近几年收入和盈利水平也出现较大下滑。2023 年公司收入同比继续下滑，净利润仍然亏损。2024 年公司利润在剥离地产板块后出现回升，但由于白酒业务收入和利润水平继续下滑，公司 2025 年净利润再次出现亏损。
- **盈利变现效率波动较大，投资压力可控。**公司经营性现金流波动较大，总体看经营性现金流情况不算充裕，近几年账面合同负债持续减少导致盈利变现效率较低。2023 年末公司其他应收款较上年末增加 23 亿元，主要系新增应收北京顺正资产管理有限责任公司项目投资借款。不过公司固定资产支出规模不大，近几年基本在 2-5 亿元之间。截至 2025 年末，公司主要在建项目为顺鑫研发基地项目，计划总投资 5.4 亿元，已投资 3.1 亿元，投资压力较小。

### 资本结构和偿债能力

- **债务负担属于同行业发行人中较重水平，债务结构有所改善。**近三年公司债务规模基本保持稳定，但持续亏损导致净资产下滑较多。本期债券中用于偿还有息债务。截至 2026 年 3 月末，考虑应付票据后公司债务资本比达到 81.5%，债务负担在同行业发行人中处于较重水平。公司近两年债务结构有所改善，短债占比降至 45%左右，截至 2026 年 3 月末含票据净短债规模 24.1 亿元，较此前有所降低，流动性压力有所缓解。截至 2025 年末，公司获得银行授信额度 469 亿元，未使用额度 326 亿元，可以提供一定流动性补充。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



注 1：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  
注 2：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

37

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：城投中金评分表

| 证券简称             | 控股股东                                                | 主要收入来源                                                                       | 年份     | 省份    | 营业收入<br>(亿元) | 补贴或营业外收入<br>(亿元) | 净资产<br>(亿元) | EBITDA<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 自由现金流<br>(亿元) | 总债务<br>(亿元) | 总债务/净资产<br>(亿元) | 货币资金<br>(亿元) | 短期债务<br>(亿元) | 货币资金/短期债务 | 借款余额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 非标余额<br>(亿元) | 发行额<br>(亿元) | 中债区属/<br>发行利率 | 募融资用途                 | 所在地                                                        | 所在地行政级别 | 一般预算收入<br>(亿元)      | 一般公共预算支出<br>(亿元) | 一般公共预算支出/收入 | 一般公共预算收入/一般债务 | 其他说明    | 增信方式<br>评价 | 中金评分                                                                                                                                         | 外部评级 | 评级历史 |                                                       |
|------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------|-------|--------------|------------------|-------------|----------------|-------------|---------------|-------------|-----------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|-----------------------|------------------------------------------------------------|---------|---------------------|------------------|-------------|---------------|---------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|-------------------------------------------------------|
| 26中债安<br>国MTN001 | 郑州市中原区<br>国有资产管理中心（实<br>际控制人：郑州市<br>中原区人民政府）        | 基础设施建设和施工业务收入<br>55.36%，土地开发整理收<br>入21.67%，其他业务收入<br>为15.08%，租赁业务收入<br>7.27% | 2023   | 河南省   | 0.8          | 3.7              | 222.6       | 0.5            | 4.2         | (56.4)        | 121.0       | 28.8            | 26.9         | 26.5         | 1.0       | NA           | NA           | NA           |             | 5             | 1.50%-<br>2.30%/1.89% | 本次债券募集资金5<br>亿元，用于偿还发行<br>人存量债务融资工<br>具，优化债务结构。            | 中原区     | 城市下<br>属区<br>县      | 46.8             | 31.1        | 0.7           | 16.2    | 0.3        | 发行人是中原区唯一的国有资本授权经营主体及<br>国有资本投资运营主体。截至2025年3月末，公<br>司对外提供担保余额为11.22亿元，占净资产<br>3.4%，截至2025年末，发行人受限资产总额为<br>37.19亿元，占总资产5.13%，发行人系市场化地<br>产主体。 | 5    | AA+  | 中诚信国际2021年7月首次给予主体AA+评级并<br>维持，中金评分为5。                |
|                  |                                                     |                                                                              | 2024   | 0.3   | 4.2          | 225.8            | 0.3         | 4.5            | (6.2)       | 119.2         | 26.5        | 18.9            | 63.9         | 0.3          | NA        | NA           | NA           |              | 51.4        |               |                       |                                                            |         |                     | 36.2             | 0.7         | 16.7          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2025   | 1.0   | 3.5          | 310.7            | 0.3         | 3.8            | 6.5         | 127.2         | 33.5        | 36.9            | 46.2         | 0.8          | NA        | NA           | NA           |              | 51.5        |               |                       |                                                            |         |                     | 43.4             | 0.8         | 15.6          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2026.3 | 0.2   | 1.4          | 329.8            | NA          | NA             | (6.4)       | 125.1         | NA          | 40.6            | 43.3         | 0.9          | 89.3      | 34.5         | 7.5          |              | 53.4        |               |                       |                                                            |         |                     | 46.0             | 0.9         | 14.7          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
| 26绿城建<br>设GPO01  | 合肥北城建<br>设投资发展<br>集团有限公<br>司（实际控<br>制人：长丰<br>县人民政府） | 代建收入86.48%，其他业务<br>收入7.73%                                                   | 2023   | 安徽省   | 1.6          | 2.1              | 210.1       | 3.6            | 5.7         | (57.6)        | 132.5       | 23.2            | 60.4         | 17.4         | 3.5       | NA           | NA           | NA           |             | 7             | 1.30%-<br>2.00%/NA    | 本次债券募集资金7<br>亿元，用于归还发行<br>人本部存量债务融<br>资工具本金。               | 长丰县     | 城市下<br>属区<br>县      | 54.9             | 127.0       | 2.3           | 17.2    | 0.3        | 发行人是长丰县国有资本投资和运营主体。截至<br>2026年3月末，公司对外提供担保余额为0.49<br>亿元，占净资产0.22%，截至2025年末，发行人受<br>限资产总额为19.76亿元，占总资产3.17%，发行<br>人系市场化经营主体。                  | 5+   | AA+  | 中证鹏元2022年2月首次给予主体AA+评级并持<br>续，中金评分2025年8月由5上调至5+。     |
|                  |                                                     |                                                                              | 2024   | 1.8   | 2.1          | 191.1            | 6.6         | 8.8            | (33.0)      | 153.0         | 17.4        | 66.3            | 38.6         | 1.7          | NA        | NA           | NA           |              | 60.6        |               |                       |                                                            |         |                     | 146.7            | 2.4         | 17.9          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2025   | 3.4   | 2.9          | 220.5            | 8.6         | 11.5           | (74.1)      | 226.2         | 19.7        | 66.9            | 91.0         | 0.7          | 169.9     | 41.3         | 67.2         |              | 62.8        |               |                       |                                                            |         |                     | 137.0            | 2.2         | 18.7          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2026.3 | (1.4) | 0.0          | 219.1            | NA          | NA             | (27.5)      | 257.7         | NA          | 70.3            | 91.4         | 0.8          | NA        | NA           | NA           |              | 68.0        |               |                       |                                                            |         |                     | 178.5            | 2.6         | 19.3          | 0.3     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
| 26蓉城轨<br>交MTN001 | 成都市国资<br>委                                          | 场站综合开发收入49.03%，<br>地铁运营收入35.04%，经营<br>管理服务收入8.54%                            | 2023   | 四川省   | 24.8         | 70.3             | 1569.5      | 24.6           | 94.9        | (183.7)       | 2189.9      | 23.1            | 318.0        | 187.1        | 1.7       | NA           | NA           | NA           |             | 10            | 1.50%-<br>2.50%/NA    | 本次债券募集资金10<br>亿元，用于偿付有息<br>债务本息。                           | 成都市     | 省会城市                | 1,722.4          | 2,435.0     | 1.4           | 1,257.3 | 0.7        | 发行人是成都市轨道交通规划、建设、运营主体<br>。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为<br>23.61亿元，占净资产1.44%，截至2026年3月<br>末，发行人受限资产总额为80.57亿元，占总资<br>产1.58%。                        | 3    | AAA  | 联合资信2014年1月首次给予主体AA+评级。2015<br>年7月上调至AAA评级并维持，中金评分为3。 |
|                  |                                                     |                                                                              | 2024   | 12.8  | 73.6         | 1586.6           | 7.9         | 81.4           | (71.2)      | 2312.4        | 28.4        | 295.5           | 219.2        | 1.3          | NA        | NA           | NA           |              | 1,929.1     |               |                       |                                                            |         |                     | 2,586.8          | 1.3         | 1,328.9       | 0.7     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2025   | 9.9   | 70.3         | 1646.5           | 13.2        | 83.5           | (63.0)      | 2389.5        | 28.6        | 269.1           | 203.8        | 1.3          | NA        | NA           | NA           |              | 1,949.5     |               |                       |                                                            |         |                     | 2,610.4          | 1.3         | 1,374.8       | 0.7     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2026.3 | (1.3) | 16.1         | 1636.9           | NA          | NA             | (41.3)      | 2454.8        | NA          | 260.0           | 173.5        | 1.5          | 2005.2    | 306.5        | 231.0        |              | 2000.7      |               |                       |                                                            |         |                     | 2680.1           | 1.3         | 1414.2        | 0.7     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
| 26渝城实<br>业MTN001 | 重庆市涪陵<br>区国资委                                       | 能源板块收入36.91%，食品<br>加工收入16.07%，项目经营<br>收入10.64%，临产品销售收<br>入9.68%              | 2023   | 重庆市   | 14.2         | 10.8             | 813.3       | 16.6           | 27.4        | 30.3          | 606.5       | 22.1            | 186.9        | 246.9        | 0.8       | NA           | NA           | NA           |             | 6             | 2.00%-<br>3.00%/NA    | 本次债券募集资金6<br>亿元，用于偿还公<br>司存量债务融资工<br>具，以优化融资渠<br>道，优化债务结构。 | 涪陵区     | 直辖市<br>下<br>属区<br>县 | 60.0             | 120.7       | 2.0           | 82.9    | 1.4        | 发行人是涪陵区重要的项目投资和产业投资主<br>体。截至2026年3月末，公司对外提供担保本<br>额为44.92亿元，占净资产5.63%，截至2026年<br>3月末，发行人受限资产总额为89.71亿元，占<br>总资产5.43%，发行人系市场化经营主体。            | 5+   | AA+  | 中诚信国际2023年6月首次给予主体AA+评级<br>并维持，中金评分为5+。               |
|                  |                                                     |                                                                              | 2024   | 15.3  | 10.4         | 828.5            | 17.0        | 27.3           | (13.2)      | 622.3         | 22.8        | 148.6           | 258.8        | 0.6          | NA        | NA           | NA           |              | 70.0        |               |                       |                                                            |         |                     | 138.8            | 2.0         | 125.2         | 1.8     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2025   | 16.9  | 10.6         | 807.5            | 21.4        | 32.0           | 4.5         | 639.0         | 20.0        | 195.4           | 243.9        | 0.8          | NA        | NA           | NA           |              | 108.9       |               |                       |                                                            |         |                     | 177.6            | 1.6         | 130.2         | 1.2     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |
|                  |                                                     |                                                                              | 2026.3 | 4.4   | 6.2          | 816.0            | NA          | NA             | 21.7        | 691.7         | NA          | 227.7           | 251.0        | 0.9          | 330.6     | 309.4        | 61.9         |              | 108.0       |               |                       |                                                            |         |                     | 180.4            | 1.7         | 134.3         | 1.2     |            |                                                                                                                                              |      |      |                                                       |

注 1：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

注 2：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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 3：永续中票中金评分表

|                | 发行额<br>(亿元) | 期限    | 发行日       | 担保人         | 行业     | 外部评级<br>(主体<br>评级) | 中金评分<br>(主体<br>评级) | 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<br>赎回权 | 会计变更披露 | 发行人是否税<br>前扣除 | 投资者是否缴纳                                                             | 递延次数<br>限制 | 递延利息计息   |                        |            |
| 26 中能水电GN008   | 20          | 5+N 年 | 2026/6/12 |             | 电力     | AAA/NA             | 3+                 | 2026/6/15 | 2031/6/15 | 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 广西能源MTN003  | 5           | 3+N 年 | 2026/6/15 |             | 电力     | AAA/NA             | 4-/5+              | 2026/6/17 | 2029/6/17 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 象屿股份MTN003A | 7.5         | 2+N 年 | 2026/6/12 |             | 贸易     | AAA/NA             | 4-/5+              | 2026/6/15 | 2028/6/15 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 象屿股份MTN003B | 7.5         | 3+N 年 | 2026/6/12 |             | 贸易     | AAA/NA             | 4-/5+              | 2026/6/15 | 2029/6/15 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 鲁国货 MTN003  | 5           | 3+N 年 | 2026/6/10 |             | 综合投资   | AAA/AAA            | 4/4-               | 2026/6/12 | 2029/6/12 | 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 湖南能源 MTN001 | 4           | 3+N 年 | 2026/6/15 |             | 综合投资   | AAA/NA             | 4                  | 2026/6/16 | 2029/6/16 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 甬开投 MTN003  | 10          | 3+N 年 | 2026/6/11 |             | 综合投资   | AAA/NA             | 4+/4               | 2026/6/15 | 2029/6/15 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 兵团建工 MTN001 | 5           | 5+N 年 | 2026/6/11 |             | 基础设施建设 | AA+/NA             | 4-/5+              | 2026/6/15 | 2031/6/15 | 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 维泰 MTN001   | 5           | 3+N 年 | 2026/6/12 | 西安投融资担保有限公司 | 基础设施建设 | AA/NA              | 5/5+*              | 2026/6/15 | 2029/6/15 | 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 长春轨交 MTN007 | 10          | 5+N 年 | 2026/6/10 |             | 城投     | AAA/AAA            | 4                  | 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  | NA          | NA     | 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 苏科技城 MTN003 | 1.5         | 3+N 年 | 2026/6/12 |             | 城投     | AA/NA              | 5/5-               | 2026/6/15 | 2029/6/15 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+200bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 中电路桥 MTN004 | 9.6         | 3+N 年 | 2026/6/11 |             | 基础设施建设 | AAA/NA             | 4-/5               | 2026/6/12 | 2029/6/12 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+280bps | 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 华能 MTN003   | 20          | 2+N 年 | 2026/6/16 |             | 电力     | AAA/AAA            | 2                  | 2026/6/17 | 2028/6/17 | 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 鲁钢铁 MTN001  | 10          | 2+N 年 | 2026/6/16 |             | 钢铁     | AAA/AAA            | 4-/5               | 2026/6/17 | 2028/6/17 | 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 连云港 MTN002A | 3           | 5+N 年 | 2026/6/16 |             | 港口     | AA+/NA             | 5+/5               | 2026/6/18 | 2031/6/18 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 连云港 MTN002B | 3           | 7+N 年 | 2026/6/16 |             | 港口     | AA+/NA             | 5+/5               | 2026/6/18 | 2033/6/18 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps | 所有者权益  | NA          | NA     | 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 中建 MTN001   | 20          | 3+N 年 | 2026/6/16 |             | 基础设施建设 | AAA/AAA            | 2+                 | 2026/6/17 | 2029/6/17 | 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+200bps | 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 晋能煤业 MTN010 | 10          | 3+N 年 | 2026/6/16 |             | 煤炭     | AAA/NA             | 4                  | 2026/6/17 | 2029/6/17 | 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



**邱子轩, CFA 分析员**

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



**许艳 分析员**

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



**王瑞娟 分析员**

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



**雷文斓 分析员**

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



**汪晴 分析员**

SAC 执证编号: S0080522010002  
qing7.wang@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  
sipeng.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

**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