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(亿元)	期限	发行利率(%)	发行日	上市日	担保人	行业	外部评级(主体/债项)	主承销商	中金评分(主体/债项)	发行人全称	最近评论报告日期
短期融资券												
26 恒逸 CP004	10	1 年		26-08-11	26-08-14		化工	AA+/A-1	渤海银行/杭州银行	5	浙江恒逸集团有限公司	26-03-18
26 湖南钢铁 CP001	5	0.8 年		26-08-11	26-08-13		钢铁	AAA/NA	浦发银行/中信银行	4+	湖南钢铁集团有限公司	26-04-16
26 苏交通 CP003	20	0.9 年	1.44	26-08-05	26-08-07		高速公路	AAA/NA	交通银行/兴业银行	2-	江苏交通控股有限公司	26-03-11
26 海通恒信 CP001	8	1 年		26-08-10	26-08-12		租赁	AAA/NA	浦发银行/邮储银行	4	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	26-03-11
26 国耀融汇 CP001	4	0.9 年	1.59	26-08-07	26-08-11		租赁	AAA/NA	杭州银行/中信银行	5+	国耀融汇融资租赁有限公司	26-04-23
26 郑州公交 CP001	6	1 年		26-08-11	26-08-14		公交	AA+/NA	民生银行	5+	郑州市公共交通集团有限公司	26-07-29
超短期融资券												
26 韵达股份 SCP001	5	0.7 年		26-08-11	26-08-13		仓储物流	AA+/NA	北京银行/南京银行/中信银行	4	韵达控股集团股份有限公司	26-05-28
26 环球租赁 SCP009	5	0.5 年		26-08-10	26-08-12		租赁	AAA/NA	邮储银行/中信银行	4	中国环球租赁有限公司	26-03-04
26 广州地铁 SCP010	20	0.6 年	1.41	26-08-05	26-08-07		城投	AAA/NA	招商银行/民生银行	3	广州地铁集团有限公司	26-08-05
26 现代投资 SCP004	5	0.7 年	1.42	26-08-05	26-08-07		高速公路	AA+/NA	光大银行/中信银行	4	现代投资股份有限公司	25-10-15*（P20）
26 中国医药 SCP001	5	0.7 年	1.45	26-08-05	26-08-07		医药	AAA/NA	北京银行/工商银行	4	中国医药健康产业股份有限公司	25-11-12
26 中国医药 SCP002	5	0.4 年	1.42	26-08-05	26-08-07		医药	AAA/NA	光大银行/中信银行	4	中国医药健康产业股份有限公司	25-11-12
26 太龙 SCP002	3	0.5 年	2.8	26-08-05	26-08-10		医药	AA/NA	浦发银行	5	河南太龙药业股份有限公司	25-09-24*（P21）
26 宁沪高 SCP010	5.9	0.7 年		26-08-11	26-08-13		高速公路	AAA/NA	江苏银行/中信银行	3+	江苏宁沪高速公路股份有限公司	26-01-07
26 京能电力 SCP005	15	0.7 年		26-08-11	26-08-13		电力	AAA/NA	兴业银行/中信银行	3-	北京京能电力股份有限公司	26-07-22
26 外高桥 SCP001	10	0.7 年		26-08-11	26-08-13		房地产	AAA/NA	上海银行/工商银行	4	上海外高桥集团股份有限公司	25-11-26

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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方法律责任的权利。

26 京电子城 SCP004	2.2	0.1 年	1.66	26-08-07	26-08-11	房地产	AA/NA	北京银行	5+	北京电子城高科技集团股份有限公司	26-02-04
26 中国水务 SCP001	7	0.3 年		26-08-11	26-08-13	公用事业	AAA/NA	兴业银行/光大银行	4	中国水务投资集团有限公司	26-07-09
26 中铁四局 SCP001	5	0.4 年	1.4	26-08-06	26-08-10	基建设施	AAA/NA	招商银行/邮储银行	4+	中铁四局集团有限公司	24-12-12*（P17）
26 上海机场 SCP010	10	0.5 年		26-08-10	26-08-12	机场	AAA/NA	浦发银行	2-	上海机场(集团)有限公司	26-07-08
26 湘高速 SCP002	20	0.5 年	1.41	26-08-06	26-08-10	高速公路	AAA/NA	华夏银行/兴业银行/中信银行	4+	湖南省高速公路集团有限公司	26-01-07
26 首钢 SCP005	20	0.7 年	1.41	26-08-06	26-08-10	钢铁	AAA/NA	北京农商行/北京银行/光大银行	3-	首钢集团有限公司	25-11-26
26 杭州钢铁 SCP002	10	0.7 年		26-08-10	26-08-12	钢铁	AAA/NA	兴业银行/浙商银行	4	杭州钢铁集团有限公司	25-12-18
26 京城建 SCP003	5	0.2 年	1.37	26-08-06	26-08-10	房地产	AAA/NA	华夏银行/中信银行	4	北京城建集团有限责任公司	26-07-29
26 京城建 SCP004	5	0.2 年	1.37	26-08-06	26-08-10	房地产	AAA/NA	北京农商行/兴业银行	4	北京城建集团有限责任公司	26-07-29
26 中交一航 SCP005	10	0.7 年	1.46	26-08-05	26-08-07	基建设施	AAA/NA	渤海银行/兴业银行	4	中交第一航务工程局有限公司	26-03-25
26 苏盐业 SCP001	3	0.7 年		26-08-11	26-08-13	化工	AA+/NA	兴业银行	4	江苏省盐业集团有限责任公司	25-11-19
26 供销 SCP002	20	0.7 年		26-08-11	26-08-13	贸易	AAA/NA	兴业银行/浙商银行/中信银行	4	中国供销集团有限公司	26-02-04
26 锡产业 SCP013	5	0.6 年	1.51	26-08-06	26-08-10	综合投资	AAA/NA	兴业银行/民生银行	4	无锡产业发展集团有限公司	26-02-04
26 锡交通 SCP005	4	0.7 年	1.42	26-08-05	26-08-07	城投	AAA/NA	兴业银行/招商银行	3-	无锡市交通产业集团有限公司	26-04-01
26 南京交建 SCP003	3	0.7 年		26-08-10	26-08-12	城投	AAA/NA	华夏银行/浦发银行	3	南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司	26-07-29
26 广州港 SCP005	3	0.5 年	1.41	26-08-07	26-08-11	港口	AAA/NA	浦发银行/民生银行	3	广州港集团有限公司	26-04-15
26 广州港 SCP006	3.5	0.5 年	1.41	26-08-07	26-08-11	港口	AAA/NA	平安银行/招商银行	3	广州港集团有限公司	26-04-15
26 武金控 SCP004	4	0.6 年	1.58	26-08-05	26-08-07	多元金融	AAA/NA	平安银行	4-	武汉金融控股(集团)有限公司	25-12-10
26 武金控 SCP005	6	0.7 年		26-08-11	26-08-13	多元金融	AAA/NA	汉口银行/浙商银行	4-	武汉金融控股(集团)有限公司	25-12-10
26 华发集团 SCP006	10	0.7 年	2.36	26-08-06	26-08-10	城投	AAA/NA	北京银行/上海银行	4	珠海华发集团有限公司	26-07-15
26 苏广播 SCP006	5	0.6 年	1.43	26-08-06	26-08-10	传媒	AAA/NA	江苏银行/南京银行	4+	江苏省广播电视集团有限公司	25-11-19
26 苏广播 SCP007	5	0.7 年	1.43	26-08-06	26-08-10	传媒	AAA/NA	南京银行/建设银行	4+	江苏省广播电视集团有限公司	25-11-19

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方法律责任的权利。

26 苏交通 SCP011	20	0.7 年	1.41	26-08-06	26-08-10		高速公路	AAA/NA	南京银行/上海银行	2-	江苏交通控股有限公司	26-03-11
26 苏农垦 SCP016	5	0.2 年		26-08-11	26-08-13		农业	AAA/NA	南京银行/农业银行	4	江苏省农垦集团有限公司	25-12-24
26 江苏资产 SCP003	5	0.6 年	1.41	26-08-06	26-08-10		资管	AAA/NA	南京银行/中信银行	4-	江苏资产管理有限公司	26-03-19
26 山东金融 SCP004	5	0.7 年	1.42	26-08-05	26-08-07		资管	AAA/NA	广发银行/中信银行	4-	山东省金融资产管理股份有限公司	25-11-19
26 山东金融 SCP005	5	0.7 年	1.42	26-08-05	26-08-07		资管	AAA/NA	兴业银行/浙商银行	4-	山东省金融资产管理股份有限公司	25-11-19
26 南京公路 SCP001	5	0.7 年		26-08-10	26-08-12	南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司	高速公路	AA+/NA	兴业银行/中信银行	4-/3	南京公路发展(集团)有限公司	26-07-29
26 华电租赁 SCP008	5	0.4 年		26-08-11	26-08-13		租赁	AAA/NA	中信银行	4-	华电融资租赁有限公司	25-12-17
26 浩吉铁路 SCP001(乡村振兴)	7.5	0.7 年	1.42	26-07-31	26-08-04		铁路	AAA/NA	浦发银行/农业银行	3	浩吉铁路股份有限公司	25-12-17
26 广州净水 SCP002	2	0.7 年	1.49	26-08-06	26-08-10		公用事业	AAA/NA	中信银行	4	广州市净水有限公司	25-12-10
26 中建二局 SCP009	8	0.7 年	1.41	26-08-07	26-08-11		基建设施	AAA/NA	江苏银行/南京银行	4	中国建筑第二工程局有限公司	26-04-15
26 中建二局 SCP010	8	0.7 年	1.41	26-08-07	26-08-11		基建设施	AAA/NA	渤海银行/民生银行	4	中国建筑第二工程局有限公司	26-04-15
26 平安租赁 SCP002	5	0.7 年	1.5	26-08-06	26-08-10		租赁	AAA/NA	平安银行	4-	平安国际融资租赁有限公司	26-01-15
26 平安租赁 SCP003	5	0.7 年	1.5	26-08-07	26-08-11		租赁	AAA/NA	渤海银行	4-	平安国际融资租赁有限公司	26-01-15
26 凤凰传媒 SCP005	10	0.7 年	1.43	26-08-06	26-08-10		传媒	AAA/NA	北京银行/南京银行	3-	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	26-03-04
26 宁波港 SCP001	20	0.5 年	1.45	26-08-06	26-08-10		港口	AAA/NA	招商银行	NA	宁波舟山港股份有限公司	21-03-11
26 可克达拉 SCP002	4	0.7 年		26-08-10	26-08-13		综合投资	AA+/NA	交通银行/兴业银行	4-	新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司	25-09-03*（P26）
26 金合盛 SCP002	2	0.7 年		26-08-10	26-08-12		多元金融	AA/NA	江苏银行/交通银行	5	苏州金合盛控股有限公司	25-11-19
26 金合盛 SCP003	2	0.7 年		26-08-10	26-08-12		多元金融	AA/NA	上海银行/光大银行	5	苏州金合盛控股有限公司	25-11-19
26 电建新能 SCP003	10	0.2 年	1.39	26-08-05	26-08-07		电力	AAA/NA	平安银行/兴业银行	4+	中电建新能源集团股份有限公司	26-07-29
26 电建新能 SCP004	10	0.2 年	1.39	26-08-05	26-08-07		电力	AAA/NA	浦发银行/中信银行	4+	中电建新能源集团股份有限公司	26-07-29

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方法律责任的权利。

26 华能江苏 SCP003	10	0.1 年		26-08-11	26-08-13	电力	AAA/NA	北京银行	3-	华能国际电力江苏能源开发有限公司	26-07-15
26 中建三局 SCP001	15	0.2 年		26-08-11	26-08-13	基建设施	AAA/NA	平安银行/浙商银行	4	中建三局集团有限公司	25-06-04*（P28）
26 润泽科技 SCP001	10	0.7 年		26-08-12	26-08-17	电子通信	AA+/NA	北京银行/广发银行/华夏银行/浦发银行/兴业银行/招商银行/光大银行/民生银行/邮储银行/中信银行	NA	润泽智算科技集团股份有限公司	26-01-07
26 海发宝诚 SCP006	5	0.2 年	1.5	26-08-06	26-08-10	租赁	AAA/NA	南京银行/浦发银行	5+	海发宝诚融资租赁有限公司	25-11-19
26 中交路桥 SCP008	12	0.4 年	1.42	26-08-05	26-08-07	基建设施	AAA/NA	杭州银行/平安银行	4-	中交路桥建设有限公司	26-06-24
26 大唐租赁 SCP005	5	0.3 年		26-08-11	26-08-13	租赁	AAA/NA	恒丰银行/民生银行	4	大唐融资租赁有限公司	26-07-29
26 国能新能 SCP002	10	0.6 年	1.41	26-08-06	26-08-10	电力	AAA/NA	浦发银行/中信银行	3	国家能源集团新能源有限责任公司	25-11-26
26 苏州资产 SCP003	3	0.3 年	1.4	26-08-07	26-08-11	资管	AAA/NA	江苏江南农商行/中信银行	5+	苏州资产管理有限公司	26-01-28
26 华能新能 SCP007	20	0.2 年		26-08-11	26-08-13	电力	AAA/NA	北京农商行/浦发银行	3	华能新能源股份有限公司	26-05-13
26 天成租赁 SCP023	10	0.4 年		26-08-11	26-08-13	租赁	AAA/NA	浙商银行	4	华能天成融资租赁有限公司	26-01-07
26 江苏广电 SCP007	6	0.3 年	1.49	26-08-10	26-08-12	传媒	AAA/NA	建设银行	3-	江苏省广电有线信息网络股份有限公司	26-04-15
中期票据											
26 中燃气 MTN006	7.5	5 年		26-08-11	26-08-13	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 恒安国际 MTN001	10	5 年		26-08-12	26-08-17	造纸	AAA/NA	工商银行/建设银行/中国银行/中信银行	3-	恒安国际集团有限公司	26-04-01
26 中国物流 MTN005	10	3 年		26-08-11	26-08-13	贸易	AAA/AAA	申万宏源/中国银行	3-	中国物流集团有限公司	26-02-11
26 乌经建 MTN002	5	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AA+/NA	北京银行/东兴	5+	乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司	26-04-15
26 金融街 MTN004A	10.4	4Y2P 年		26-08-11	26-08-14	房地产	AAA/AAA	第一创业/华夏银行/平安	4	金融街控股股份有限公司	26-01-28
26 金融街 MTN004B	10.4	5Y3P 年		26-08-11	26-08-14	房地产	AAA/AAA	第一创业/华夏银行/平安	4	金融街控股股份有限公司	26-01-28
26 武商 MTN002	2	3 年		26-08-11	26-08-13	零售	AA+/NA	招商银行/中信银行	4	武商集团股份有限公司	26-04-22

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方法律责任的权利。

26 信达 MTN002	5	2+N 年		26-08-10	26-08-12	厦门国贸控股集团有限公司	贸易	AA+/AAA	中信银行	5/4-*	厦门信达股份有限公司	26-01-07
26 陕投集团 MTN002	10	5 年	1.83	26-08-05	26-08-07		综合投资	AAA/NA	中信银行	4	陕西投资集团有限公司	26-04-30
26 市北高新 MTN002	8	3 年		26-08-12	26-08-14		城投	AAA/NA	南京银行/兴业银行	4-	上海市北高新(集团)有限公司	26-07-22
26 北方企业 MTN001	4	3 年		26-08-11	26-08-13		城投	AAA/NA	杭州银行/上海银行	5+	上海北方企业(集团)有限公司	25-04-09*
26 华能 MTN010(能源保供特别债)	25	2+N 年	1.67	26-08-05	26-08-07		电力	AAA/AAA	国泰海通/招商银行/中信建投	2	华能国际电力股份有限公司	25-10-22*（P18）
26 广州发展 MTN002	15	7 年		26-08-11	26-08-13		综合投资	AAA/AAA	杭州银行/中金	4+	广州发展集团股份有限公司	26-02-04
26 同方 MTN002(科创债)	5	3 年	1.68	26-08-06	26-08-10		软件服务	AAA/NA	北京银行/上海银行	5+	同方股份有限公司	26-06-10
26 兖矿能源 MTN002A	12	3+N 年		26-08-11	26-08-14		煤炭	AAA/AAA	兴业银行/招商银行/中国银行	NA	兖矿能源集团股份有限公司	21-11-24
26 兖矿能源 MTN002B	13	5+N 年		26-08-11	26-08-14		煤炭	AAA/AAA	兴业银行/招商银行/中国银行	NA	兖矿能源集团股份有限公司	21-11-24
26 京城投 MTN002	8.6	3 年	2.14	26-08-06	26-08-10		房地产	AAA/NA	上海银行/中信建投	4	北京城建投资发展股份有限公司	26-06-10
26 深圳高速 MTN003	10	3 年	1.58	26-08-07	26-08-11		高速公路	AAA/NA	工商银行/中信银行	3	深圳高速公路集团股份有限公司	26-01-08
26 金桥开发 MTN001	8	3 年	1.68	26-08-05	26-08-07		房地产	AAA/NA	上海银行/中信银行	4	上海金桥出口加工区开发股份有限公司	25-12-11
26 金桥开发 MTN002	7	3 年	1.68	26-08-07	26-08-11		房地产	AAA/NA	招商银行/民生银行	4	上海金桥出口加工区开发股份有限公司	25-12-11
26 太极实业 MTN003(两新科创债)	2	5 年		26-08-10	26-08-12		电子通信	AA+/NA	宁波银行/中信银行	4-	无锡市太极实业股份有限公司	26-04-01
26 鲁银投资 MTN001	4	5Y3P 年	1.85	26-08-05	26-08-07		化工	AA+/NA	国泰海通/青岛银行	5+	鲁银投资集团股份有限公司	24-07-31*（P19）
26 陕有色 MTN004	10	5+N 年		26-08-11	26-08-13		有色金属	AAA/AAA	申万宏源/中信银行	4+	陕西有色金属控股集团有限责任公司	25-10-22*（P30）
26 绿城地产 MTN004	15	3 年	3.1	26-08-06	26-08-10		房地产	AAA/NA	北京银行/中信	4	绿城房地产集团有限公司	26-04-01
26 华电股 MTN002	10	5 年		26-08-10	26-08-12		电力	AAA/NA	招商银行/中国银行	2	华电国际电力股份有限公司	26-07-01
26 绍兴文化 MTN003	5	5Y3P 年	1.76	26-08-06	26-08-10		旅游	AA+/NA	东方/国信	5+	绍兴市文化旅游集团有限公司	26-07-15
26 绍兴文化 MTN004	5	5Y3P 年	1.76	26-08-06	26-08-10		旅游	AA+/NA	长城/国信	5+	绍兴市文化旅游集团有限公司	26-07-15

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方法律责任的权利。

26 皖国资 MTN003	7.5	3 年	1.6	26-08-06	26-08-10	综合投资	AAA/NA	徽商银行/招商银行	4+	安徽省国有资本运营控股集团有限公司	26-03-25
26 闽高速 MTN003	12	3 年	1.6	26-08-07	26-08-11	高速公路	AAA/NA	建设银行	3	福建省高速公路集团有限公司	25-08-13*（P23）
26 湘高速 MTN007	10	2 年		26-08-11	26-08-13	高速公路	AAA/NA	浦发银行/民生银行	4+	湖南省高速公路集团有限公司	26-01-07
26 建发集 MTN003	5	5 年	2.18	26-08-06	26-08-11	房地产	AAA/NA	厦门银行/中信银行	4	厦门建发集团有限公司	26-03-11
26 中建材集 MTN001	13	5 年		26-08-11	26-08-13	建筑建材	AAA/NA	北京银行/南京银行	2-	中国建材集团有限公司	26-03-25
26 碧水源 MTN006(科创债)	5	2 年	1.98	26-08-06	26-08-11	基建设施	AA+/NA	招商银行/浙商银行	4-	北京碧水源科技股份有限公司	25-10-22*（P22）
26 苏元禾 MTN001A	5	3 年		26-08-11	26-08-13	多元金融	AAA/NA	江苏银行/招商银行	4	苏州元禾控股股份有限公司	26-03-05
26 苏元禾 MTN001B	5	5 年		26-08-11	26-08-13	多元金融	AAA/NA	江苏银行/招商银行	4	苏州元禾控股股份有限公司	26-03-05
26 冀中能源 MTN015A	2	2+N 年		26-08-10	26-08-12	煤炭	AAA/NA	中信建投/中信	5+/5	冀中能源集团有限责任公司	25-11-12
26 冀中能源 MTN015B	3	3+N 年		26-08-10	26-08-12	煤炭	AAA/NA	中信建投/中信	5+/5	冀中能源集团有限责任公司	25-11-12
26 绍兴公用 MTN001	6	3 年	1.76	26-08-05	26-08-07	公用事业	AA+/NA	国信/工商银行	4-	绍兴市公用事业集团有限公司	23-08-30*（P16）
26 深圳地铁 MTN008A	11	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AAA/AAA	兴业银行	3+	深圳市地铁集团有限公司	25-11-19
26 深圳地铁 MTN008B	11	10 年		26-08-11	26-08-13	城投	AAA/AAA	兴业银行	3+	深圳市地铁集团有限公司	25-11-19
26 格力 MTN001	5	3 年		26-08-10	26-08-12	综合投资	AAA/NA	国泰海通/兴业银行	4	珠海格力集团有限公司	26-07-22
26 新业国资 MTN002A	2	3+N 年	2.1	26-08-05	26-08-07	综合投资	AA+/NA	北京银行/招商	5+/5-	新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司	26-07-29
26 新业国资 MTN002B	3	5+N 年	2.58	26-08-05	26-08-07	综合投资	AA+/NA	北京银行/招商	5+/5-	新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司	26-07-29
26 津保投 MTN004	5	2+N 年	1.97	26-08-07	26-08-11	城投	AAA/NA	渤海银行/中信	5+/5	天津保税区投资控股集团有限公司	26-01-28
26 广晟 MTN002	10	5 年	1.76	26-08-05	26-08-07	综合投资	AAA/NA	江苏银行/中信银行	3-	广东省广晟控股集团有限公司	26-01-07
26 晋能煤业 MTN013	10	5 年	2.12	26-08-06	26-08-10	煤炭	AAA/NA	渤海银行/华泰	4	晋能控股煤业集团有限公司	26-03-11
26 泸州窖 MTN003A	15	5+N 年	1.99	26-08-06	26-08-10	食品饮料	AAA/AAA	兴业银行/招商银行/中信银行	3-	泸州老窖集团有限责任公司	25-11-26

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方法律责任的权利。

26 泸州窖 MTN003B	10	7+N 年	2.28	26-08-06	26-08-10	食品饮料	AAA/AAA	兴业银行/招商银行/中信银行	3-	泸州老窖集团有限责任公司	25-11-26
26 皖交控 MTN007	20	10 年	2.1	26-08-05	26-08-07	高速公路	AAA/NA	徽商银行/工商银行/中信银行	3+	安徽省交通控股集团有限公司	26-03-04
26 福建港口 MTN001	9	3 年	1.62	26-08-06	26-08-10	港口	AAA/NA	中国银行/中信银行	4+	福建省港口集团有限责任公司	26-05-28
26 沈阳地铁 MTN003	10	5+N 年		26-08-11	26-08-14	城投	AAA/AAA	招商银行/中国银行	4+	沈阳地铁集团有限公司	25-12-10
26 新余城建 MTN001	9.6	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AA/NA	江西银行/中金	5+	新余市城市建设投资开发有限公司	25-08-13*
26 海淀国资 MTN005A	5	2 年	1.69	26-08-06	26-08-10	城投	AAA/AAA	兴业银行/中信	3-	北京市海淀区国有资本运营有限公司	26-04-15
26 海淀国资 MTN005B	15	5 年	2.03	26-08-06	26-08-10	城投	AAA/AAA	兴业银行/中信	3-	北京市海淀区国有资本运营有限公司	26-04-15
26 无锡创新 MTN001(科创债)	2.5	10Y5P 年	1.92	26-08-06	26-08-10	多元金融	AA+sti/NA	江苏银行/民生银行	5	无锡市创新投资集团有限公司	26-06-11
26 无锡创新 MTN002(科创债)	2.5	10Y5P 年	1.92	26-08-06	26-08-10	多元金融	AA+sti/NA	南京银行/光大银行	5	无锡市创新投资集团有限公司	26-06-11
26 甘金控 MTN002	5	3 年	1.92	26-08-06	26-08-10	多元金融	AAA/NA	兴业银行/光大银行	4-	甘肃金融控股集团有限公司	25-12-10
26 岳阳建投 MTN003	4	5 年	1.94	26-08-07	26-08-11	城投	AAA/NA	交通银行/中信建投	4-	岳阳市城市建设投资集团有限公司	26-08-05
26 岳阳建投 MTN004	2	5 年		26-08-10	26-08-12	城投	AAA/NA	建设银行	4-	岳阳市城市建设投资集团有限公司	26-08-05
26 甘肃机场 MTN001A	2.5	3 年		26-08-11	26-08-13	机场	AA+/NA	国泰海通/兴业银行	4-	甘肃省民航机场集团有限公司	25-11-26
26 甘肃机场 MTN001B	2.5	5 年		26-08-11	26-08-13	机场	AA+/NA	国泰海通/兴业银行	4-	甘肃省民航机场集团有限公司	25-11-26
26 湖州经开 MTN003	4.8	5Y3P 年	1.78	26-08-05	26-08-07	城投	AA+/NA	宁波银行/中国银河	5+	湖州经开投资发展集团有限公司	25-12-10
26 驻马店投 MTN003	5	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AA+/NA	国泰海通/中信建投	4-	驻马店市城乡建设投资集团有限公司	26-04-29
26 昆明高速 MTN001	2	2 年	2.49	26-08-05	26-08-07	高速公路	AA+/NA	德意志银行(中国)/国泰海通	5	昆明市高速公路建设开发股份有限公司	25-12-17
26 陕西交通 MTN009	20	3 年	1.58	26-08-05	26-08-07	高速公路	AAA/NA	浦发银行/浙商银行/中信银行	4+	陕西交通控股集团有限公司	25-12-03

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方法律责任的权利。

26 越秀产投 MTN001(科创债)	5	5 年	1.88	26-08-06	26-08-10	广州越秀集团股份有限公司,广州越秀资本控股集团股份有限公司	多元金融	AA+/AAAsti	兴业银行/民生银行	4-/3-	广州越秀产业投资有限公司	26-06-11
26 陕能投资 MTN002	10	5Y3P 年		26-08-11	26-08-13		电力	AAA/NA	浦发银行/招商银行	4+	陕西能源投资股份有限公司	26-04-23
26 紫金矿业 MTN005(并购)	30	5Y3P 年	1.65	26-08-10	26-08-12		有色金属	AAA/NA	兴业银行/工商银行/建设银行	3+	紫金矿业集团股份有限公司	26-03-25
26 昌源水务 MTN003	2	5 年		26-08-11	26-08-14		公用事业	AA+/NA	兴业银行/民生银行	5+	新疆昌源水务集团有限公司	25-12-03
26 京水投 MTN001	6	3 年		26-08-11	26-08-13		公用事业	AA+/NA	北京银行/中信银行	4+	北京水务投资集团有限公司	25-04-16*（P27）
26 越秀租赁 MTN001A(绿色)	3	3 年	1.7	26-08-06	26-08-10		租赁	AAA/NA	江苏银行	4	广州越秀融资租赁有限公司	26-08-06
26 越秀租赁 MTN001B(绿色)	3	10 年	2.46	26-08-06	26-08-10		租赁	AAA/NA	江苏银行	4	广州越秀融资租赁有限公司	26-08-06
26 西安高新 MTN008	10	3 年	2.53	26-08-06	26-08-10		城投	AAA/NA	招商银行/邮储银行	5+	西安高新控股有限公司	26-01-21
26 西安高新 MTN008A	5	3 年	2.53	26-08-06	26-08-10		城投	AAA/NA	招商银行/邮储银行	5+	西安高新控股有限公司	26-01-21
26 西安高新 MTN008B	5	5 年		26-08-06	26-08-10		城投	AAA/NA	招商银行/邮储银行	5+	西安高新控股有限公司	26-01-21
26 南安发投 MTN001	5	5 年	2.02	26-08-06	26-08-10		城投	AA+/NA	申万宏源/中国银行	5+	南安市发展投资集团有限公司	25-01-02*
26 理想汽车 MTN002(科创债)	30	3 年	1.75	26-08-05	26-08-11		汽车	AAAsti/NA	宁波银行/浦发银行/兴业银行/招商银行/工商银行/中金/建设银行/民生银行/农业银行/中信银行	NA	理想汽车	26-06-17
26 长沙国控 MTN001	5	5 年	1.92	26-08-06	26-08-10		综合投资	NA/NA	兴业银行/中信建投	4-	长沙市国资产业控股集团有限公司	首发*（P15）
26 武汉城建 MTN001	15	5 年		26-08-11	26-08-13		城投	AAA/NA	国泰海通/兴业银行	3	武汉城市建设集团有限公司	26-02-11
26 黄山供销 MTN001	5	3 年	1.85	26-08-06	26-08-10		贸易	AA+/NA	申万宏源/中信银行	5	黄山供销集团有限公司	26-03-11
26 电建地产 MTN003	7.8	2Y1P 年	2.03	26-08-07	26-08-11		房地产	AAA/NA	东方/光大	4-	中国电建地产集团有限公司	26-04-15
26 电建地产 MTN003A	3.9	2Y1P 年	2.03	26-08-07	26-08-11		房地产	AAA/NA	东方/光大	4-	中国电建地产集团有限公司	26-04-15

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方法律责任的权利。

26 电建地产 MTN003B	3.9	2 年		26-08-07	26-08-11	房地产	AAA/NA	东方/光大	4-	中国电建地产集团有限公司	26-04-15
26 日照高新 MTN002	4.5	3 年	2.09	26-08-05	26-08-07	城投	AA+/NA	东兴	5	日照高新发展集团有限公司	26-03-25
26 润城城投 MTN001	4	5 年	2	26-08-05	26-08-10	城投	AA+/NA	江苏银行/中国银河	5	江苏润城城市投资控股集团有限公司	23-07-26*
26 福建漳州 MTN005	5	3+N 年	1.8	26-08-06	26-08-10	城投	AAA/NA	广发/中信银行	4-/5+	福建漳州城投集团有限公司	25-12-17
26 济南能源 MTN001	10	5+N 年		26-08-10	26-08-12	公用事业	AAA/NA	国投/中金	4-/5	济南能源集团有限公司	25-10-29*（P25）
26 广州资管 MTN004	5	5 年		26-08-10	26-08-12	资管	AAA/NA	恒丰银行/中信银行	4	广州资产管理有限公司	26-03-25
26 贵州高速 MTN003	8	5 年	1.9	26-08-06	26-08-10	高速公路	AAA/NA	华夏银行/招商银行	4	贵州高速公路集团有限公司	25-11-20
26 寿光金旭 MTN006	6	3 年		26-08-11	26-08-13	贸易	AA+/NA	第一创业/东兴	5	寿光市金旭产业发展集团有限公司	26-07-22
26 温公用 MTN001	4	5Y3P 年	1.59	26-08-06	26-08-10	公用事业	AAA/NA	宁波银行/浦发银行	4	温州市公用事业发展集团有限公司	25-01-16*（P14）
26 南京地铁 MTN002	10	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AAA/NA	南京银行/浦发银行	3	南京地铁集团有限公司	26-07-29
26 安吉租赁 MTN002	4	3 年		26-08-10	26-08-12	租赁	AA+/NA	上海银行/光大银行	5+	安吉租赁有限公司	25-09-10*（P24）
26 广弘交通 MTN001	7	5 年	2.01	26-08-05	26-08-07	城投	AA+/NA	江苏银行/浦发银行	4-	徐州市广弘交通建设发展有限公司	23-08-09*
26 嘉秀发展 MTN002	5	5 年	1.9	26-08-05	26-08-07	城投	AA+/NA	杭州银行/中金	5+	嘉兴市嘉秀发展投资控股集团有限公司	26-06-24
26 园博园 MTN002	3	3 年	1.85	26-08-07	26-08-11	城投	AA/NA	北京银行/宁波银行	5	江苏园博园建设开发有限公司	25-11-05*
26 先正达 MTN003(科创债)	50	3+N 年	1.82	26-08-07	26-08-11	化工	AAA/AAAsti	招商银行/中信建投/中信	3	先正达集团股份有限公司	26-02-11
26 泉州交通 MTN005	5	5 年	1.8	26-08-05	26-08-07	城投	AAA/NA	国泰海通/浦发银行	4	泉州交通发展集团有限责任公司	26-04-29
26 泉州交通 MTN005A	2	3 年		26-08-05	26-08-07	城投	AAA/NA	国泰海通/浦发银行	4	泉州交通发展集团有限责任公司	26-04-29
26 华润燃气 MTN003A	15	3 年	1.57	26-08-06	26-08-10	公用事业	AAA/AAA	招商银行/农业银行/中信银行	3	华润燃气投资(中国)有限公司	26-01-28
26 华润燃气 MTN003B	10	5 年	1.7	26-08-06	26-08-10	公用事业	AAA/AAA	招商银行/农业银行/中信银行	3	华润燃气投资(中国)有限公司	26-01-28
26 镇江文广 MTN003	2	2 年	1.69	26-08-06	26-08-10	传媒	AA+/NA	南京银行/民生银行	5	镇江文化广电产业集团有限公司	26-05-13
26 荆州开发 MTN001	4.3	3 年	1.99	26-08-06	26-08-10	城投	AA/NA	光大银行	5	荆州市荆州开发集团有限公司	25-08-13*

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方法律责任的权利。

26 南通城建 MTN002	10	5 年		26-08-11	26-08-13	城投	AAA/NA	南京银行/兴业银行	4+	南通城市建设集团有限公司	25-12-17
26 石交投 MTN001	4	2 年	1.71	26-08-05	26-08-07	高速公路	AA+/NA	光大银行	4-	石家庄市交通投资开发有限公司	26-04-15
26 石交投 MTN002	5	2 年	1.7	26-08-05	26-08-07	高速公路	AA+/NA	中信银行	4-	石家庄市交通投资开发有限公司	26-04-15
26 蓉城轨交 MTN002	15	10 年	2.14	26-08-05	26-08-07	城投	AAA/AAA	招商银行	3	成都轨道交通集团有限公司	26-06-17
26 三门峡 MTN003	7	5 年		26-08-10	26-08-12	城投	AA+/NA	中信银行/中原银行	4-	三门峡市投资集团有限公司	25-08-13*
26 湖北科投 MTN003	5	10 年	2.5	26-08-06	26-08-10	城投	AAA/NA	中信银行/中信	4-	湖北省科技投资集团有限公司	26-02-11
26 宁经开 MTN002	7.5	5Y3P 年		26-08-11	26-08-13	城投	AA+/NA	长沙银行	5	宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	25-10-15*
26 灵山 MTN001	3	3 年		26-08-11	26-08-13	旅游	AA+/NA	北京银行/南京银行	5	无锡灵山文化旅游集团有限公司	25-02-26*（P29）
26 灵山 MTN002	3	3 年		26-08-11	26-08-13	旅游	AA+/NA	恒丰银行/上海银行	5	无锡灵山文化旅游集团有限公司	25-02-26*（P29）
26 渤海化工 MTN004(科创债)	3.5	3 年		26-08-10	26-08-12	化工	AA+/NA	渤海银行/中国银河	4-	天津渤海化工集团有限责任公司	26-03-18
26 晋路桥 MTN004	10	3+N 年	2.05	26-08-06	26-08-10	基建设施	AAA/NA	中金/中信建投	4-/5+	山西路桥建设集团有限公司	26-04-29
26 青岛军民 MTN001	3.24	3 年	2	26-08-07	26-08-11	城投	AA+/NA	国泰海通/浦发银行	5+	青岛军民融合发展集团有限公司	25-09-17*

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

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方法律责任的权利。

信用评分

- 从发行品种看，共 6 家发行人公告发行 6 支短融，发行额 53 亿元；共 53 家发行人公告发行 63 支超短融，发行额 494.1 亿元；共 43 家发行人公告发行 115 支中期票据，总发行额 908.44 亿元。从行业分布看，本周短融中票共发行 184 支，其中城投 39 支，占比 21.79%；产业债方面，高速公路 15 支，房地产 14 支，租赁 12 支，公用事业、多元金融、综合投资各 10 支，电力 9 支，基建设施 8 支，化工、贸易、资管、煤炭、传媒各 5 支，旅游、港口各 4 支，医药、钢铁、机场各 3 支，食品饮料、电子通信、有色金属各 2 支，公交、农业、汽车、造纸、建筑建材、零售、软件服务、铁路、仓储物流各 1 支，从外部评级看，评级 AAA 的发行人发行额 263.4 亿元，AA+发行额 5.2 亿元，AA 发行额 5.2 亿元。本周短融中票公告发行额合计 1455.54 亿元，比上周增加 461.13 亿元，发行额位居前五位的行业包括城投 273.94 亿元、高速公路 166.9 亿元、电力 120 亿元、房地产 102.2 亿元和基建设施 73 亿元。

- CRMW 方面，渤海银行为 26 恒逸 CP004 创设信用风险缓释凭证，金额 0.84 亿元；杭州银行为 26 恒逸 CP004 创设信用风险缓释凭证，金额 2.1 亿元；威海银行为 26 丰源远航 PPN002 创设信用风险缓释凭证，金额 1 亿元；青岛银行为 26 丰源远航 PPN002 创设信用风险缓释凭证，金额 0.5 亿元。

- 本周发行人中，盛虹科技、大众交通、春秋航空、荣盛集团、海尔金盈、芯朋微为非国有企业，上海电力、华能水电、招商港口、武商集团、鲁西化工、中国巨石、宁沪高速、大众交通、航天电子、春秋航空、越秀交通、伊力特、赣粤高速、上海电气、芯朋微为上市公司，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为长沙国控。产业债发行人中：

  1）**华能国际**是央企华能集团旗下上市公司，装机规模大，发电资产优良；毛利率回升，盈利能力持续提升；现金流产生能力很强，盈利变现效率较好；债务杠杆下降，融资渠道畅通，财务弹性较好。中金评分为 2。

  2）**闽高速**是福建省国资委全资企业，在省内高速公路投资建设和运营养护方面具有很高市场地位；收入稳步恢复，财务费用对盈利拖累边际减轻，政府补贴补充净利润；盈利变现效率较好，投资规模收缩导致自由现金流转正，未来仍有一定投资需求；财务杠杆稳定中略有下降，短期周转压力尚可。中金评分为 3。

  3）**中铁四局**是中国中铁全资子公司，主营基建，项目类型涵盖市政、铁路和公路等；收入转为边际下滑，毛利率窄幅波动；盈利变现效率持续下滑，不存在自由现金流缺口；债务负担逐年下降，短期周转压力不大。**京水投**是国有独资公司，主营原水销售和自来水生产与销售；收入保持增长，毛利率小幅波动，费用仍侵蚀净利；盈利变现效率较好，2023 年来无自由现金流缺口；债务负担低位下降，货币资金可覆盖全部短债。**陕有色**是陕西省属国有独资企业，钼、钛规模优势突出；营收边际下滑，毛利率窄幅波动，净利受非经常性损益影响较大；盈利变现效率逐年抬升，无自由现金流缺口；债务负担不轻，周转依赖外部授信。以上 3 家公司中金评分为 4+。

  4）**温州公用**是温州市国资委下属公司，水务、燃气业务在温州市具有区域性经营优势；毛利率有所改善，但政府补贴仍无法将净利补正；盈利变现效率较好，持续存在自由现金流缺口；自由现金流缺口推高债务，短期周转依赖外部授信。**现代投资**是国有控股上市公司，核心路产完成置换，新购路产质量较好；通行费收入基本维持稳定，贸易收入大幅下降，期间费用和资产减值拖累盈利；盈利变现效率整体较好，投资现金流主要受金融产品和股权投资影响，基本不存在自由现金流缺口；债务负担偏重，内生偿债压力尚可，短期周转无虞。**济南能源**是济南市国资委独资企业，济南市市属能源企业，具有区域垄断优势；政策性亏损，补贴未能将净利补正；经营现金流波动较大，自由现金流缺口持续，筹资现金流受政府拨付配套费影响；债务负担逐年抬升，未使用授信可覆盖全部短债。**中建三局**是中国建筑旗下企业，主营房建和基建项目工程施工业务，另外涉及基建资本运营和房地产开发业务；2024 年营收转为下滑，毛利率窄幅震荡，减值有损净利；盈利变现效率不高，2025 年首度出现自由现金流缺口；财务杠杆波动抬升，短期周转压力不大。以上 4 家公司中金评分为 4。

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方法律责任的权利。

5）**长沙国控**是长沙国资委下属地方国企，2024 年进行重大资产重组，定位为全市振兴实体产业的国有资产投资运营主体；收入有所波动，毛利率逐年下滑，盈利能力偏弱；经营现金流产生能力较弱，长期存在自由现金流缺口；偿债压力不算大，银行支持力度尚可。**碧水源**是创业板上市公司，控股股东在 2020 年变更为中国城乡，从事环境保护领域，在水处理领域拥有全产业链，国内 MBR 污水处理占有率第一；2024 年收入转为下滑，毛利率波动下滑；盈利变现效率不佳，持续存在自由现金流缺口；存在内生偿债压力，短期周转依赖银行授信。**可克达拉**是国有独资公司，国有资产经营主体，主营白酒、建筑、农业和电力等业务；2023 年营业收入增幅较大，综合毛利率水平不高，2025 年净利润转亏；2021 年以来经营现金流入较少，盈利变现效率较弱，持续存在自由现金流缺口；2023 年资产划出导致债务资本比快速抬升，备用流动性相对有限。以上 3 家公司中金评分为 4-。

6）**绍兴公用**是绍兴市国资委下属企业，主营燃气、水务、工程施工等；营收回落后有所趋稳，毛利率仍偏低，政府补助和投资收益对净利影响较大；盈利变现效率波动较大，持续存在较高投资支出压力；财务杠杆持续抬升，未使用授信无法覆盖全部净短债，关注或有负债风险。**安吉租赁**由上汽集团全资持有，实际控制人为上海市国资委，以经济型汽车租赁业务为主，主要面向二三四线城市客户，近年新增投放由新车回租转向二手车回租，业务和资产规模阶段性下降；息差水平较高，资产质量边际走弱，拨备覆盖增强；资本金实力较弱，风险资产放大倍数较低，资产负债期限匹配程度尚可。**鲁银投资**是山东省国有企业；以“产业+投资”为战略发展定位，主营盐产业和粉末冶金业务，在区域和细分领域具有一定竞争实力；收入规模整体稳定，盈利能力不强；经营性现金流有所波动但整体尚可，多数年份不存在自由现金流缺口；债务负担保持稳定，流动性和偿债压力不大。以上 3 家公司中金评分为 5+。

7）**灵山文旅**是国有控股公司，核心业务是灵山胜境景区、拈花湾景区和尼山圣境景区运营；最近三年收入和盈利持续下滑，2025 年净利润出现亏损；经营活动现金流有所下滑，但拆借款回收带动整体现金流情况有所好转；尼山文旅出表后短期流动性压力有所缓解，部分往来款已回收但仍持续关注表外资产情况。**太龙药业**是国有控股上市公司，主营医药生产和销售业务，其中口服液为主要盈利来源；受中成药集采影响收入有所下滑，盈利能力和规模均较弱；现金流产生能力不强且波动较大；债务负担不算重，但考虑到较弱的盈利，其内生偿债能力一般，且短债占比较高，财务弹性空间不算充裕。以上 2 家公司中金评分为 5。

- 城投债发行人中，以股权从属关系为依据，广弘交通、三门峡、新余城建、北方企业为市级平台（地级市、直辖市下辖区县及国家级新区），分别为各自区域的交通基础设施建设、城市建设、国有资产投资运营及资产经营主体；中金评分方面，广弘交通、三门峡为 4-，新余城建、北方企业为 5+。南安发投、润城城投、园博园、青岛军民为区县级平台，主要从事区域内基础设施建设、项目开发和国有资产运营，其中南安发投、青岛军民为 5+，润城城投、园博园为 5。荆州开发、宁经开为园区级平台，分别为荆州经开区和宁乡经开区的基础设施及城市配套设施投资建设运营主体，中金评分均为 5。

- 本周永续中票有 26 信达 MTN002、26 华能 MTN010（能源保供特别债）、26 兖矿能源 MTN002A、26 兖矿能源 MTN002B、26 陕有色 MTN004、26 冀中能源 MTN015A、26 冀中能源 MTN015B、26 新业国资 MTN002A、26 新业国资 MTN002B、26 津保投 MTN004、26 泸州窖 MTN003A、26 泸州窖 MTN003B、26 沈阳地铁 MTN003、26 福建漳州 MTN005、26 济南能源 MTN001、26 先正达 MTN003（科创债）、26 晋路桥 MTN004。其中，26 信达 MTN002、26 华能 MTN010（能源保供特别债）、26 兖矿能源 MTN002A 及 26 兖矿能源 MTN002B 的发行人为上市公司，其余发行人为非上市公司。非上市公司强制付息条款中分红条款的约束力相对较弱，因此目前永续债的债性强弱总体上与主体资质、再融资需求及维护资本市场形象的动力相关。我们认为，信用资质强、再融资需求较高的主体，选择在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 陕有色 MTN004、26 冀中能源 MTN015A、26 冀中能源 MTN015B、26 新业国资 MTN002A、26 新业国资 MTN002B、26 津保投 MTN004、26 泸州窖 MTN003A、26 泸州窖 MTN003B、26 沈阳地铁 MTN003、26 福建漳州 MTN005、26 济南能源

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方法律责任的权利。

MTN001、26 先正达 MTN003（科创债）、26 晋路桥 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和中金评分调整。

更多作者及其他信息请见文末披露页

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 温公用 MTN001
发行人	温州市公用事业发展集团有限公司
发行期限	5Y3P 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	新世纪主体评级 AAA
主承销商	宁波银行股份有限公司，上海浦东发展银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 6 日
上市日	2026 年 8 月 10 日
行业	公用事业
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	475.65	542.25	536.35	539.01
货币资金	15.46	15.96	17.01	16.38
净资产	129.56	138.58	125.69	124.48
总债务	217.18	255.92	257.67	263.57
短期债务	44.79	31.92	32.91	25.08
净短期债务	29.33	15.96	15.90	8.70
经营活动现金流	13.75	12.73	17.34	1.82
投资活动现金流	(66.25)	(30.30)	(31.20)	(8.97)
筹资活动现金流	33.22	15.67	14.68	6.52
主营业务收入	54.53	61.21	62.57	13.77
主营业务利润	5.52	7.80	9.08	1.63
EBITDA	12.02	14.68	15.51	NA
EBITDA(含补贴收入)	14.73	17.84	18.48	NA
EBITDA(含投资收益)	12.04	14.68	15.64	NA
净利润	(6.37)	(5.47)	(4.46)	(1.22)
主营业务利润率	10.12%	12.74%	14.51%	11.84%
主营业务收入增长率	66.10%	12.25%	2.22%	NA
总资产回报率	-2.03%	-1.07%	-0.83%	NA
净资产收益率	-6.84%	-4.08%	-3.38%	NA
现金收入比	95.78%	94.54%	102.37%	133.84%
经营现金流/EBITDA	93.35%	86.72%	111.80%	NA
流动比率	0.66	0.82	0.84	0.96
速动比率	0.59	0.74	0.75	0.85
应收账款周转率	9.22	5.58	4.50	NA
存货周转率	7.69	6.12	5.67	NA
资产负债率	72.76%	74.44%	76.57%	76.91%
短期债务/总债务	20.62%	12.47%	12.77%	9.52%
总债务/总资本	62.63%	64.87%	67.21%	67.92%
货币资金/短期债务	34.52%	50.00%	51.69%	65.31%
货币资金/总债务	7.12%	6.24%	6.60%	6.21%
经营现金流/总债务	6.33%	4.97%	6.73%	0.69%
EBITDA/利息支出	2.38	4.15	4.02	NA
EBITDA/总债务	0.06	0.06	0.06	NA
应付票据	3.40	5.35	5.90	7.07
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	62.99%	65.34%	67.71%	68.49%
净短期债务（含票据）	32.73	21.31	20.13	15.77

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

温州市公用事业发展集团有限公司

发行人简介

- **温州市国资委下属公司**。公司是温州市国资委于 2010 年整合温州水务、温州大江南发展有限公司、温州市煤气总公司和温州市排水有限公司组建；2020 年，温州市国资委将其所持股权无偿划转至温州市城市建设发展集团有限公司；2023 年以来，温州政府将下属区县水务、燃气资产陆续纳入公司合并范围；2025 年公司部分股权等价置换至温州市各县（市、区）政府及其他国有平台，注册资本由 50 亿元增至 129.84 亿元。截至 2026 年 6 月末，温州城建持有公司 38.51%股权，为公司控股股东，温州市国资委仍为实际控制人。

- **水务、燃气业务在温州市具有区域性经营优势**。公司承担温州市区及部分县（市）供水、供气、供电和配套安装等公用事业运营职能，2025 年供水、供气、配套安装及其他和供电业务收入占比分别为 58%、28%、11%和 3%，毛利占比分别为 61%、14%、17%和 8%。公司供水业务包括原水、自来水及排水，业务范围覆盖温州主城区及乐清、瑞安、文成、平阳、泰顺、苍南、龙港等区域，截至 2026 年 3 月末，公司日供水能力达 341 万立方米，供水管网超过 1.1 万公里，2023-2025 年供水量分别为 6.83 亿立方米、8.29 亿立方米和 8.30 亿立方米，管网漏损率随水务资产整合，由 5%上升至 14%左右。排水方面，同期末公司运营泵站 349 座、管网约 20230 公里。公司燃气业务覆盖鹿城、瓯海、龙湾部分区域、瓯江口新区和温州经济技术开发区，2023-2025 年供气量分别为 4.00 亿立方米、4.47 亿立方米和 4.72 亿立方米，2026 年一季度为 1.14 亿立方米，2026 年 3 月末燃气管网约 2904 公里。公司供电业务主要负责珊溪水力发电、赵山渡水力发电和高湖电站的发电运行管理工作，总装机容量仅 22.2 万千瓦，发电量取决于来水情况。此外，公司还涉及给水工程、燃气配套工程、户表安装和材料销售等业务。

发债和评级评分历史

- 公司历史上曾多次发行短融和中票，不含本期目前尚余 36.5 亿元未到期债券。新世纪 2012 年 11 月给予主体评级 AA，2017 年 7 月上调至 AA+，2023 年 9 月上调至 AAA 并维持。中金评分 2019 年 9 月由 4 下调至 4-，2025 年 1 月由 4-上调至 4。

- 控股股东温州市城市建设发展集团有限公司曾多次发债，目前未到期债券余额 106.7 亿元。中诚信国际和大公均给予主体评级 AAA。中金评分 2017 年 1 月由 5 上调至 5+，2018 年 3 月由 5+上调至 4-，2020 年 3 月进一步上调至 4，2022 年 4 月上调至 4+。

盈利和现金流

- **毛利率有所改善，但政府补贴仍无法将净利补正**。公司营收保持增长，2023 年以来受益于温州市域公用事业一体化整合、供水和供气业务增长，公司收入规模扩大；毛利率方面，同期公司供水和供电板块毛利率上升、配套安装及其他业务加强成本控制，带动综合毛利率有所改善。公司期间费用率在 22-24%左右，侵蚀较多净利。2023 年-2025 年及 2026 年一季度公司分别获得政府补助 2.7 亿元、3.2 亿元、3.0 亿元和 0.7 亿元，仍无法将净利补正。

- **盈利变现效率较好，持续存在自由现金流缺口**。我们按 2025 年含补贴 EBITDA 规模推算，公司年度经营现金流产生能力约 18 亿元。公司盈利变现效率保持在 85%以上的较好水平，2025 年经营现金流较前期有所改善。不过公司仍需持续投入水厂新建、给排水和燃气管网铺设改造等项目，经营现金流难以覆盖投资支出，2023 年至 2026 年一季度已累计 91 亿元自由现金流缺口。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司主要在建工程计划总投资约 117 亿元、已投资约 46 亿元，且暂无拟建项目，未来仍有较大投融资压力。

资本结构和偿债能力

- **自由现金流缺口推高债务，短期周转依赖外部授信**。受区县水务燃气资产整合及项目建设投入影响，公司债务规模近年维持高位，财务杠杆持续偏高；2025 年公用事业一体化改革推动实收资本大幅增加，同时资本公积转增股本，所有者权益小幅回落。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比为 68.5%，总债务规模是 2025 年含补贴 EBITDA 的 14.3 倍，内生偿债能力仍偏弱。流动性方面，公司短债占比降至 9.5%的较低水平，扣除受限货币资金后净短债缺口约 18 亿元；同期末公司共获银行授信 636 亿元，未使用额度 370 亿元，外部流动性较充裕。

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方法律责任的权利。

长沙市国资产业控股集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 长沙国控 MTN001
发行人	长沙市国资产业控股集团有限公司
发行期限	5 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	NA
主承销商	兴业银行股份有限公司，中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 6 日
上市日	2026 年 8 月 10 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	345.06	465.53	479.87	471.88
货币资金	27.31	19.48	24.73	19.71
净资产	160.43	289.24	291.92	292.25
总债务	97.10	99.12	104.37	99.65
短期债务	24.09	31.74	22.76	28.03
净短期债务	(3.22)	12.26	(1.97)	8.32
经营活动现金流	(15.46)	(0.30)	8.49	2.00
投资活动现金流	(7.91)	(6.25)	(9.56)	(1.61)
筹资活动现金流	12.93	(1.78)	5.11	(5.41)
主营业务收入	63.18	55.32	62.77	15.94
主营业务利润	7.75	6.13	5.91	0.94
EBITDA	3.18	2.65	2.17	NA
EBITDA(含补贴收入)	4.35	3.44	3.15	NA
EBITDA(含投资收益)	4.26	6.52	6.02	NA
净利润	(0.21)	3.23	3.89	(0.66)
主营业务利润率	12.27%	11.08%	9.42%	5.90%
主营业务收入增长率	22.37%	-12.44%	13.47%	NA
总资产回报率	-0.06%	0.80%	0.82%	NA
净资产收益率	-0.13%	1.44%	1.34%	NA
现金收入比	97.42%	87.47%	102.60%	135.57%
经营现金流/EBITDA	-486.16%	-11.32%	391.24%	NA
流动比率	1.61	1.54	1.68	1.57
速动比率	0.86	0.74	0.80	0.71
应收账款周转率	3.79	4.16	4.62	NA
存货周转率	0.76	0.60	0.66	NA
资产负债率	53.51%	37.87%	39.17%	38.07%
短期债务/总债务	24.81%	32.02%	21.81%	28.13%
总债务/总资本	37.70%	25.52%	26.34%	25.43%
货币资金/短期债务	113.37%	61.37%	108.66%	70.32%
货币资金/总债务	28.13%	19.65%	23.69%	19.78%
经营现金流/总债务	-15.92%	-0.30%	8.13%	2.01%
EBITDA/利息支出	1.45	1.46	1.00	NA
EBITDA/总债务	0.03	0.03	0.02	NA
应付票据	2.61	4.16	16.81	12.00
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	38.32%	26.31%	29.34%	27.65%
净短期债务（含票据）	(2.13)	16.35	14.71	20.22

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

发行人简介

- **长沙国资委下属地方国企，2024 年进行重大资产重组。**原名为长沙市国有资本投资运营集团有限公司（“长沙国投”），2016 年 6 月成立，后经历股权变更。2024 年 1 月，根据长沙市属国企改革部署，以原长沙国投、长沙市国有资产经营集团有限公司（“国资集团”）、长沙市产业投资集团有限公司（“产投集团”）等企业为主体，合并组建长沙市国资产业控股集团有限公司，同时亦将部分子公司股权划出，构成重大资产重组，并更为现名。截至目前，长沙国资委持有公司 82.44%的股权，为公司控股股东和实际控制人。

- **定位为全市振兴实体产业的国有资产投资运营主体。**2025 年建筑施工、房地产、贸易、资产运营、现代服务的收入占比分别为 31.61%、9.16%、39.28%、3.85%、5.89%，毛利润占比分别为 15.46%、22.09%、5.38%、17.68%、26.70%。建筑业板块主要由教建集团与湘船钢构负责，是发行人收入和利润的重要来源。房地产板块收入结构以住宅为主，商业、车位为辅，2023-2025 年签约销售面积分别为 16.99、4.50、5.91 万平方米，截至 2026 年 3 月末，该公司在建房产项目为向荣府和云境府等 6 个项目，截至当期已投入资金 30.74 亿元，其中自有资金 24.42 亿元，银行借款 6.32 亿元。贸易业务主要由子公司国控贸易负责，目前正处于由砂石产业链公司到大宗商贸公司功能转型的过渡期。资产运营板块主要包括租赁业务和其他资产运营业务，其中租赁业务占比较大，其他业务主要为物业管理和仓储物流业务。现代服务板块主要包括合作办学、资金占用、文旅体宣、托管服务、餐饮服务、家庭服务、养老康养、食堂服务等其他服务，业务较为零散。

发债和评级评分历史

- 公司首次发债。中金评分 4-。

盈利和现金流

- **收入有所波动，毛利率逐年下滑，盈利能力偏弱**。发行人 2024 年收入下降，主要系建筑施工板块下滑带动，2025 年贸易收入大幅增长带动总体收入反弹。毛利率逐年下滑，主要由于房地产、建筑施工等主要业务影响，此外还与贸易收入占比提升有关，贸易和商品销售毛利率 2024 年毛利率降至负值，主要系国控贸易自 2024 年 7 月重组转型做大宗供应链贸易，业务期初采购等营业成本上升较快所致，2025 年以来回正但仍较低。净利润在盈亏平衡边缘波动，盈利能力不强。2023-2025 年投资收益分别为 1.08、3.87 和 3.85 亿元，主要为对联营企业和合营企业的投资收益，是净利润的重要来源。

- **经营现金流产生能力较弱，长期存在自由现金流缺口。**EBITDA 规模不足 3 亿元，经营现金流产生能力较弱，盈利变现效率波动较大，2023-2024 年两年经营活动现金流为负，主要系公司下属公司业务重组转型，经营活动现金流流出加大所致，2025 年公司优化经营性现金流管理，经营现金流转正。投资方面持续有支出，长期存在自由现金流缺口。后续仍有在建项目，其中房地产板块 2026-2028 年分别计划投资 6.28、5.91、3.98，暂无拟建房产项目。

资本结构和偿债能力

- **偿债压力不算大，银行支持力度尚可**。公司资产重组后净资产规模有所增长，总债务规模在 100 亿元左右波动，截至 2026 年 3 月考虑票据后的债务资本比为 28%，处于行业较低水平。短期周转方面，净短债规模不大，此外截至 2025 年末公司获得的银行授信额度为 511.14 亿元，实际已使用额度为人民币 119.46 亿元，未使用授信额度为 391.68 亿元，备用授信较为充足。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 绍兴公用 MTN001
发行人	绍兴市公用事业集团有限公司
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	待确定
增信方式	
信用级别	联合主体评级 AA+
主承销商	国信证券股份有限公司，中国工商银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 5 日
上市日	2026 年 8 月 7 日
行业	公用事业
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	180.16	200.91	221.66	227.21
货币资金	11.36	18.12	8.95	12.26
净资产	63.43	63.09	61.57	60.50
总债务	72.82	93.09	113.92	118.71
短期债务	18.96	47.61	69.05	73.48
净短期债务	7.60	29.49	60.10	61.22
经营活动现金流	(13.94)	3.49	6.20	1.34
投资活动现金流	(7.46)	(19.26)	(30.94)	(2.32)
筹资活动现金流	25.43	22.40	15.51	4.30
主营业务收入	77.19	70.60	70.05	14.75
主营业务利润	5.05	4.56	4.54	0.46
EBITDA	-	6.72	6.64	NA
EBITDA(含补贴收入)	-	7.32	7.49	NA
EBITDA(含投资收益)	-	7.55	7.22	NA
净利润	(1.41)	(1.56)	(1.35)	(1.08)
主营业务利润率	6.54%	6.46%	6.48%	3.12%
主营业务收入增长率	-9.08%	-8.54%	-0.78%	NA
总资产回报率	-0.85%	-0.82%	-0.64%	NA
净资产收益率	-2.13%	-2.47%	-2.17%	NA
现金收入比	108.99%	111.67%	113.68%	113.29%
经营现金流/EBITDA	-	51.93%	93.37%	NA
流动比率	1.38	0.85	0.55	0.56
速动比率	0.36	0.33	0.17	0.20
应收账款周转率	15.09	14.93	14.17	NA
存货周转率	1.67	1.36	1.62	NA
资产负债率	64.79%	68.60%	72.22%	73.37%
短期债务/总债务	26.04%	51.14%	60.61%	61.90%
总债务/总资本	53.45%	59.60%	64.92%	66.24%
货币资金/短期债务	59.92%	38.06%	12.96%	16.68%
货币资金/总债务	15.60%	19.47%	7.86%	10.33%
经营现金流/总债务	-19.14%	3.75%	5.44%	1.13%
EBITDA/利息支出	-	2.88	2.94	NA
EBITDA/总债务	-	0.07	0.06	NA
应付票据	0.26	0.22	0.02	2.04
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	53.54%	59.66%	64.92%	66.62%
净短期债务（含票据）	7.51	28.74	59.10	62.11

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

绍兴市公用事业集团有限公司

发行人简介

- **绍兴市国资委下属企业**。公司于 2000 年成立，前身为绍兴市水务集团有限公司，全资股东为绍兴市国资委。2018 年绍兴市国资委将所持公司 51%股权无偿划转至绍兴城投，2019 年将所持剩余 49%股权无偿划转至绍兴市国有资本运营有限公司。2023 年 12 月绍兴城投持有的 51%股权划转至绍兴市原水集团有限公司，2025 年 12 月绍兴国资持有的 49%股权划转至绍兴市国资委。截至 2026 年 3 月末，绍兴原水、绍兴市国资委分别持有公司 51%和 49%股权，实控人为绍兴市国资委。

- **主营燃气、水务、工程施工等**。公司主要从事城市水务、燃气供应和环保产业等业务，城市水务及燃气供应在绍兴市具有较强区域专营优势。2025 年公司燃气、工程材料销售、自来水销售、污泥和垃圾处置、污水收集及工程施工收入占比分别约为 65%、7%、7%、5%、4%和 4%，毛利占比分别约为 39%、20%、1%、15%、3%和 8%。燃气业务方面，截至 2026 年 3 月末，公司拥有天然气居民用户约 56.9 万户，天然气管道 3,830 公里；2023-2025 年及 2026 年一季度天然气销售量分别为 14.27 亿立方米、14.62 亿立方米、14.48 亿立方米和 3.14 亿立方米，平均采购价格分别为 3.25 元/立方米、3.16 元/立方米、3.00 元/立方米和 2.95 元/立方米，平均销售价格分别为 3.54 元/立方米、3.30 元/立方米、3.14 元/立方米和 3.02 元/立方米。供水业务方面，截至 2026 年 3 月末，公司供水面积 538.6 平方公里，服务人口 110.4 万人，供水能力 85 万吨/日；2023-2025 年公司售水量分别为 9,814 万立方米、10,276 万立方米和 11,811 万立方米，管网漏损率保持在 3%以下的较低水平。污水处理方面，2023-2025 年公司污水收集量分别为 6,999 万吨、7,933 万吨和 8,037 万吨。公司工程施工、工程材料销售为水务相关工程、材料，污泥和垃圾处置业务对毛利形成一定补充。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债，公司目前不含本期未到期债券余额 21 亿元。联合曾给予主体评级 AA-，2011 年 8 月上调至 AA 级，2015 年 6 月进一步上调至 AA+。中金评级 2023 年 8 月由 4 下调至 4-。

盈利和现金流

- **营收回落后有所趋稳，毛利率仍偏低，政府补助和投资收益对净利影响较大**。2023-2025 年公司营业收入有所下滑，其中，核心主业燃气板块受平均销售价格持续下行拖累，收入同步减少，工程施工、工程材料销售及污水收集业务受项目减少影响同样拖累营收；随着采购气价回落并建立与浙能公司的浮动采购机制，燃气业务供销价差较 2023 年以前有所修复，但利润空间仍低。2023-2025 年公司分别获得政府补助 0.8 亿元、0.6 亿元和 0.9 亿元，分别获得投资收益 0.7 亿元、0.8 亿元和 0.6 亿元，但公司净利润仍持续为负。

- **盈利变现效率波动较大，持续存在较高投资支出压力**。我们以 2025 年 EBITDA 推算，公司年度现金流产生能力约 6.2 亿元。公司盈利变现效率有所改善，主因公司有部分项目投资支出计入经营活动现金流出，近年来项目投资有所减少。公司投资支出主要用于购建固定资产等，受青甸湖未来社区项目影响投资现金流流出规模逐年上升，2023-2025 年由 7 亿元逐渐攀升至 31 亿元左右。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 155.1 亿元，已投资 69.6 亿元，主要为青甸湖未来社区项目；拟建项目计划总投资 20.0 亿元，仍面临较大资本开支压力。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆持续抬升，未使用授信无法覆盖全部净短债，关注或有负债风险**。2023 年以来公司债务规模持续增长，同时净利润持续亏损使净资产小幅下降，财务杠杆抬升较快。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比约 66.6%，总债务/EBITDA 约 15.8 倍，债务负担较重。流动性方面，公司短债占比波动抬升，同期末短债占比约 61.9%，净短期债务缺口约 62.1 亿元；截至 2025 年末，公司共获银行授信 155.6 亿元，尚余 53.4 亿元未使用，无法覆盖全部净短债。此外，截至 2025 年末，公司对外担保余额 18.1 亿元，占同期末净资产的 29.4%，被担保对象均为绍兴市国企，关注或有负债风险。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 中铁四局 SCP001
发行人	中铁四局集团有限公司
发行期限	0.38 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	中诚信主体评级 AAA
主承销商	招商银行股份有限公司，中国邮政储蓄银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 6 日
上市日	2026 年 8 月 10 日
行业	基建设施
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	1195.63	1692.63	1864.96	1794.76
货币资金	199.63	190.79	202.45	162.93
净资产	240.72	264.98	280.92	284.53
总债务	100.16	120.08	124.53	129.52
短期债务	54.63	70.39	46.34	41.16
净短期债务	(145.00)	(120.40)	(156.11)	(121.77)
经营活动现金流	30.82	32.25	22.22	(47.12)
投资活动现金流	(3.53)	(30.17)	(22.15)	(1.59)
筹资活动现金流	(6.99)	(6.41)	19.49	9.31
主营业务收入	1335.75	1319.56	1148.66	248.93
主营业务利润	81.92	80.78	71.83	14.20
EBITDA	48.51	53.96	50.68	NA
EBITDA(含补贴收入)	49.11	54.54	51.54	NA
EBITDA(含投资收益)	48.13	52.29	48.44	NA
净利润	28.75	28.00	21.16	3.65
主营业务利润率	6.13%	6.12%	6.25%	5.70%
主营业务收入增长率	8.71%	-1.21%	-12.95%	NA
总资产回报率	2.55%	1.94%	1.19%	NA
净资产收益率	12.57%	11.07%	7.75%	NA
现金收入比	111.40%	111.29%	105.65%	125.34%
经营现金流/EBITDA	63.53%	59.77%	43.84%	NA
流动比率	0.90	0.93	0.84	0.86
速动比率	0.75	0.79	0.73	0.72
应收账款周转率	7.99	4.46	2.94	NA
存货周转率	11.12	7.77	6.13	NA
资产负债率	79.87%	84.35%	84.94%	84.15%
短期债务/总债务	54.54%	58.62%	37.21%	31.78%
总债务/总资本	29.38%	31.18%	30.71%	31.28%
货币资金/短期债务	365.42%	271.05%	436.88%	395.85%
货币资金/总债务	199.31%	158.89%	162.57%	125.80%
经营现金流/总债务	30.77%	26.86%	17.84%	-36.38%
EBITDA/利息支出	12.60	13.66	12.70	NA
EBITDA/总债务	0.48	0.45	0.41	NA
应付票据	121.42	104.93	83.63	80.91
永续债	15.02	15.00	15.00	15.00
债务资本比（含票据、永续）	51.18%	48.98%	45.62%	45.54%
净短期债务（含票据）	(26.43)	(15.83)	(73.18)	(41.66)

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

中铁四局集团有限公司

发行人简介

- **中国中铁全资子公司**。公司是中国中铁股份有限公司下属全资子公司，前身为 1950 年组建的中国人民志愿军抗美援朝铁道工程总队，1966 年更名为铁道部第四工程局。2000 年公司改制并更为现名，2007 年变更为中国中铁股份有限公司全资子公司。截至 2026 年 3 月末，公司全资股东仍为中铁股份，实控人为国务院国资委。

- **主营基建，项目类型涵盖市政、铁路和公路等**。公司主营基建，2023-2025 年基建营收占比多在 95%以上。公司具有铁路工程、建筑工程、市政公用工程和公路工程四项施工总承包特级资质和相对应的设计甲级资质。2025 年铁路、公路和路外项目的营收占比分别为 29.6%、13.7%和 51.9%，毛利占比分别为 22.1%、10.3%和 57.8%。从趋势上来看，铁路营收占比持续抬升，而路外项目有所下降。2023-2025 年公司新签合同额分别为 3096 亿元、2384 亿元和 2096 亿元，业务类型上铁路占比在 10-25%之间波动，市政占比由 30%降至 10%左右，房建占比由不足 25%持续抬升至近 30%，公路占比由 15%持续降至 8%，区域分布上江浙沪占比由 23%持续降至 14%，皖鄂湘赣占比由 22%持续抬升至 35%。公司下游客户主要是央企、地方国企、铁路总公司和地方政府。截至 2026 年 3 月末，公司在手未完工合同额达 2113 亿元，并表 PPP 项目总投资 106 亿元，已投资 96 亿元，非并表 PPP 项目总投资 370 亿元，已投资 312 亿元，已回款 69 亿元。此外，公司还有部分地产业务，同期末共有 23 个项目，多位于安徽省内，计划总投资 568 亿元，已投资 510 亿元，剩余可售货值 205 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 128.2 亿元。中诚信 2024 年 7 月给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 4+。

- 担保人及控股股东中国中铁股份有限公司目前未到期债券余额 2062.48 亿元，联合 2006 年 12 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中诚信 2024 年 7 月给予主体评级 AAA。中金评分 2011 年 10 月由 2+下调至 2。

盈利和现金流

- **收入转为边际下滑，毛利率窄幅波动**。2024 年来随铁路、公路和路外项目收缩，公司营收转为下滑，2025 年降幅较大主要是路外项目收缩所致。公司毛利率相对稳定，保持在 6%左右。2023-2025 年公司分别计提资产及信用减值损失 2.5 亿元、4.1 亿元和 8.1 亿元。

- **盈利变现效率持续下滑，不存在自由现金流缺口**。我们以 2025 年 EBITDA 计算，公司年度经营现金流产生能力约 44.7 亿元。随应收、存货增长，公司盈利变现效率由近 65%持续降至 45%以下。公司投资现金流受项目投入和对外投资影响较大，2023 年受收回在中铁清算中心的存款影响，投资现金流流出规模较小，整体无自由现金流缺口。

资本结构和偿债能力

- **债务负担逐年下降，货币资金可覆盖全部短债**。公司债务保持增长，但净资产规模随盈利累积增长更快，财务杠杆持续下滑。截至 2026 年 3 月底，考虑票据、永续的债务资本比降至 45.5%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 2.9 倍，内生偿债能力强。流动性方面，公司短债占比持续降至 30%左右，货币资金可覆盖全部短债。截至 2025 年末，公司共获授信 1658 亿元，其中 888 亿元未使用。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 华能 MTN010(能源保供特别债)
发行人	华能国际电力股份有限公司
发行期限	2+N 年
发行额	25 亿元人民币
付息方式	周期性付息
发行利率	1.6700%
增信方式	
信用级别	联合评定为 AAA，主体评级 AAA
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，招商银行股份有限公司，中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 5 日
上市日	2026 年 8 月 7 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	5411.59	5868.43	6117.90	6146.98
货币资金	168.50	199.32	194.56	217.35
净资产	1713.63	2030.48	2125.18	2070.07
总债务	2879.86	2994.12	3124.80	3273.75
短期债务	976.00	1103.36	1054.44	1183.06
净短期债务	807.50	904.04	859.88	965.71
经营活动现金流	454.97	505.30	672.13	124.37
投资活动现金流	(552.26)	(635.97)	(572.92)	(90.71)
筹资活动现金流	94.17	154.83	(104.96)	(10.43)
主营业务收入	2543.97	2455.51	2292.88	567.83
主营业务利润	291.87	351.79	395.38	105.23
EBITDA	457.28	508.67	560.17	NA
EBITDA(含补贴收入)	476.46	516.14	578.88	NA
EBITDA(含投资收益)	485.25	521.10	571.58	NA
净利润	90.82	141.10	195.05	65.07
主营业务利润率	11.47%	14.33%	17.24%	18.53%
主营业务收入增长率	3.11%	-3.48%	-6.62%	NA
总资产回报率	1.74%	2.50%	3.25%	NA
净资产收益率	6.10%	7.54%	9.39%	NA
现金收入比	111.04%	112.34%	113.89%	102.76%
经营现金流/EBITDA	99.49%	99.34%	119.99%	NA
流动比率	0.55	0.54	0.52	0.52
速动比率	0.48	0.46	0.46	0.47
应收账款周转率	5.94	5.25	4.88	NA
存货周转率	18.18	16.44	15.30	NA
资产负债率	68.33%	65.40%	65.26%	66.32%
短期债务/总债务	33.89%	36.85%	33.74%	36.14%
总债务/总资本	62.69%	59.59%	59.52%	61.26%
货币资金/短期债务	17.26%	18.06%	18.45%	18.37%
货币资金/总债务	5.85%	6.66%	6.23%	6.64%
经营现金流/总债务	15.80%	16.88%	21.51%	3.80%
EBITDA/利息支出	4.75	6.84	8.29	NA
EBITDA/总债务	0.16	0.17	0.18	NA
应付票据	35.14	27.22	39.56	23.46
永续债	796.26	801.71	775.38	644.56
债务资本比（含票据、永续）	80.17%	75.68%	74.48%	73.44%
净短期债务（含票据）	829.50	927.06	889.62	978.95

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

华能国际电力股份有限公司

发行人简介

- **央企华能集团旗下上市公司**。公司是国内第一个实现纽交所、港交所、上交所上市的发电公司，公司于 2022 年 7 月 7 日完成美股存托股退市。截至 2026 年 3 月末，华能国际电力开发公司持有公司 32.28%股权，为公司控股股东，华能集团为公司最终控股股东，实际控制人为国务院国资委。

- **装机规模大，发电资产优良**。公司电源结构以煤电为主。截至 2025 年末，公司可控发电装机容量为 15,586.9 万千瓦，其中低碳清洁能源装机容量为 6,391.7 万千瓦，同比提升 5.19%，占比 41.01%；最新资料未披露与上期同口径的煤机、风电和光伏装机容量明细。2023-2025 年公司境内各运行电厂上网电量分别为 4,478.56、4,529.39 和 4,375.63 亿千瓦时，同期平均利用小时数分别为 3,776、3,556 和 3,111 小时，平均上网结算电价分别为 0.509、0.494 和 0.477 元/千瓦时。从区域分布来看，公司境内控股装机主要分布在山东、江苏、浙江、江西及广东等 26 个省市，主要位于沿海沿江地区和电力负荷中心，经济发展水平相对较高，用电需求旺盛，公司新能源机组主要集中在消纳情况相对较好、电价较高的中东部及南部地区。

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 1119.81 亿元。联合、中诚信均给予主体评级 AAA 保持不变。中金评分 2008 年 9 月由 2＋下调至 2，2009 年 9 月上调至 2+，2018 年 7 月下调至 2。

- 间接控股股东华能集团目前未到期债券余额为 3098 亿元。联合、大公、中诚信均给予主体评级 AAA 保持不变。中金评分 2008 年 9 月由 2+下调至 2，2009 年 9 月由 2 上调至 2+。

盈利和现金流

- **毛利率回升，盈利能力持续提升**。公司电源结构以火电为主，盈利受上网电价以及电煤成本影响较大，2023 年以来煤价下行，煤电机组盈利能力持续改善，2023-2025 年及 2026 年 1-3 月公司毛利率分别为 12.12%、15.14%、18.45%和 19.52%，近年来持续回升，公司整体盈利能力进一步改善。

- **现金流产生能力很强，盈利变现效率较好**。2025 年公司 EBITDA 规模为 560.17 亿元，相比 2024 年进一步提升，公司现金流产生能力较强，盈利变现效率较好。公司经营现金流持续净流入，不过投资支出规模较大，2023-2024 年持续存在自由现金流缺口，2025 年自由现金流转正。截至 2025 年末，公司在建工程净值为 671.40 亿元，主要为滇东能源煤矿工程、滇东雨汪煤矿工程及东莞燃机热电联产项目等。

资本结构和偿债能力

- **债务杠杆下降，融资渠道畅通，财务弹性较好**。截至 2026 年 3 月末，考虑 23.46 亿元应付票据和 644.56 亿元永续债后，公司债务资本比为 73.44%，较 2025 年末下降。公司总债务规模增加，短债占比为 36.14%，短债绝对规模较大，考虑票据后净短债缺口增至 978.95 亿元。同期末，公司获得的未提取银行信贷额度仍超过 4,300 亿元，备用流动性充裕；公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，可较好地实现到期债务接续，财务弹性较好。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 鲁银投资 MTN001
发行人	鲁银投资集团股份有限公司
发行期限	5Y3P 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	中诚信评定为 NA，主体评级 AA+
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，青岛银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 5 日
上市日	2026 年 8 月 7 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	53.72	57.16	61.82	62.15
货币资金	4.17	3.29	3.22	2.45
净资产	31.29	34.61	35.87	36.44
总债务	13.82	13.36	16.25	16.75
短期债务	9.93	6.90	7.88	8.61
净短期债务	5.76	3.61	4.66	6.16
经营活动现金流	5.21	2.23	3.51	(0.11)
投资活动现金流	(2.37)	(0.56)	(5.62)	(0.75)
筹资活动现金流	(1.82)	(2.19)	1.96	0.42
主营业务收入	33.48	33.79	33.54	8.00
主营业务利润	7.32	7.99	7.25	1.79
EBITDA	5.14	5.90	4.45	NA
EBITDA(含补贴收入)	5.40	6.30	4.74	NA
EBITDA(含投资收益)	5.96	6.15	4.81	NA
净利润	2.83	3.16	1.86	0.59
主营业务利润率	21.86%	23.65%	21.62%	22.38%
主营业务收入增长率	-11.64%	0.93%	-0.74%	NA
总资产回报率	5.33%	5.70%	3.13%	NA
净资产收益率	9.46%	9.59%	5.28%	NA
现金收入比	82.59%	67.27%	72.24%	48.25%
经营现金流/EBITDA	101.36%	37.80%	78.88%	NA
流动比率	0.90	1.23	1.08	1.13
速动比率	0.70	0.91	0.80	0.82
应收账款周转率	16.02	13.79	11.11	NA
存货周转率	7.47	6.05	5.40	NA
资产负债率	41.73%	39.47%	41.96%	41.37%
短期债务/总债务	71.85%	51.65%	48.49%	51.40%
总债务/总资本	30.64%	27.85%	31.18%	31.49%
货币资金/短期债务	41.99%	47.68%	40.86%	28.46%
货币资金/总债务	30.17%	24.63%	19.82%	14.63%
经营现金流/总债务	37.70%	16.69%	21.60%	-0.66%
EBITDA/利息支出	10.71	14.39	11.41	NA
EBITDA/总债务	0.37	0.44	0.27	NA
应付票据	1.92	1.98	1.63	1.25
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	33.47%	30.71%	33.27%	33.06%
净短期债务（含票据）	5.97	4.34	5.13	6.63

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

鲁银投资集团股份有限公司

发行人简介

- **山东省国有企业。**公司前身为鲁银实业（集团）股份有限公司，系 1993 年 3 月经山东省经济体制改革委员会批准，向社会法人和内部职工定向募集设立的股份公司。公司 1996 年 12 月在上交所上市，1997 年更为现名。2018 年公司控股股东变更为山东国惠，2019 年以支付现金方式购买山东省盐业集团有限公司挂牌转让的山东肥城精制盐厂有限公司 100.00%股权等标的资产。截至 2026 年 3 月末公司控股股东为山东发展，直接持有公司 32.57%股权，山东省国资委为公司实际控制人。

- **以“产业+投资”为战略发展定位，主营盐产业和粉末冶金业务，在区域和细分领域具有一定竞争实力。**2025 年公司盐产业和粉末冶金板块收入占比分别为 48%和 49%，毛利润占比分别为 59%和 37%。公司盐业板块运营主体为全资子公司鲁盐集团，根据评级报告，鲁盐集团拥有全国最大的海盐食盐生产基地和全省唯一的矿盐食盐生产基地，在盐资源储备方面具备一定优势，产能较稳定。截至 2025 年末，公司拥有海盐盐田面积 2.46 万亩，主要分布在潍坊地区，海盐生产能力 100 万吨/年；拥有盐矿区面积 0.35 万亩，主要分布在泰安、肥城地区，矿盐生产能力 380 万吨/年；另有副产品溴素产能 0.25 万吨/年。2025 年食用盐产品在山东省内市场占有率超过 80%。公司粉末冶金板块的经营主体为鲁银新材，鲁银新材同时拥有还原制粉、水雾化制粉、高性能合金特种粉末材料生产线，截至 2025 年末具备年产 25 万吨钢铁粉末生产能力，铁基粉末产品国内市场占有率约为 30%。此外公司还拓展光伏业务，2023 年公司光伏项目实现并网发电，2025 年发电量为 1.92 亿千瓦时，同比小幅下降。

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 7 亿元。中诚信国际 2020 年 12 月首次给予主体评级 AA 并维持。中金评分 5+。

- 控股股东山东国惠投资控股集团有限公司曾多次发债，目前未到期债券余额 164.7 亿元。中诚信国际 2019 年 3 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2022 年 2 月由 4 下调至 4-。

盈利和现金流

- **收入规模整体稳定，盈利能力不强。**公司业务整体较为稳定，2023 年商贸业务收入下滑导致收入下滑较多，此后三年整体维持稳定，2025 年以来，公司钢铁粉末及制品销量增加带动该板块收入有所提升，但工业盐需求偏弱、市场竞争加剧令其价格下行，该板块收入规模同比明显下降，叠加贸易业务持续收缩，公司营业总收入小幅下降。毛利率方面，盐及盐制品毛利率明显下行令营业毛利率亦有所下降。整体看公司收入和盈利规模不大但经营整体稳定。

- **经营性现金流有所波动但整体尚可，多数年份不存在自由现金流缺口。**我们以公司 2025 年 EBITDA 规模推算，公司年度经营性现金流产生能力约 4 亿元，由于盈利规模较小，公司经营性现金流产生能力不强，不过公司盈利变现效率大多数年份保持不错水平，2024 年下降较多系存货和应收款项增加，经营性现金流也维持稳定流入。公司大部分年份资本支出规模较小，因此多数年份不存在自由现金流缺口。2025 年公司投资活动现金流流出较多，主要系固定资产投资和股权投资增加。截至 2025 年末公司主要在建项目计划总投资 6.66 亿元，已投资 4.16 亿元，资本支出压力不大。

资本结构和偿债能力

- **债务负担保持稳定，流动性和偿债压力不大。**公司总债务近几年整体保持稳定，2025 年有小幅上升，净资产在盈利积累下持续增加，债务负担整体保持稳定，截至 2026 年 3 月末公司含票据的债务资本比为 33.06%，在同行业中处于偏低水平。公司总债务为 2025 年 EBITDA 的 3.8 倍，偿债压力不大。流动性方面，公司短债占比目前在 50%左右，截至 2026 年 3 月末含票据净短债缺口 6.6 亿元。截至 2026 年 3 月末公司银行授信总额 42.7 亿元，剩余额度 29.1 亿元，备用流动性较为充裕。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 现代投资 SCP004
发行人	现代投资股份有限公司
发行期限	0.74 年
发行额	5 亿元人民币
付息方式	到期还本付息
发行利率	1.4200%
增信方式	
信用级别	中诚信国际主体评级 AA+
主承销商	中国光大银行股份有限公司，中信银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 5 日
上市日	2026 年 8 月 7 日
行业	高速公路
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	568.19	581.30	596.70	628.57
货币资金	39.28	37.85	43.59	46.41
净资产	142.06	143.09	142.85	154.79
总债务	269.10	263.11	258.59	267.10
短期债务	50.79	57.07	51.53	56.48
净短期债务	11.51	19.22	7.94	10.07
经营活动现金流	19.14	24.56	30.12	0.41
投资活动现金流	(0.09)	(9.02)	(8.60)	(3.22)
筹资活动现金流	(30.98)	(18.32)	(17.88)	(2.12)
主营业务收入	79.10	76.28	59.34	21.61
主营业务利润	20.20	17.95	16.02	5.39
EBITDA	26.30	24.73	22.41	NA
EBITDA(含补贴收入)	26.90	25.00	22.74	NA
EBITDA(含投资收益)	27.29	27.58	22.60	NA
净利润	5.88	3.43	5.08	2.20
主营业务利润率	25.54%	23.53%	27.00%	24.94%
主营业务收入增长率	-50.17%	-3.57%	-22.21%	NA
总资产回报率	1.03%	0.60%	0.86%	NA
净资产收益率	4.21%	2.41%	3.55%	NA
现金收入比	117.94%	115.51%	151.15%	164.04%
经营现金流/EBITDA	72.78%	99.31%	134.40%	NA
流动比率	0.41	0.38	0.42	0.47
速动比率	0.40	0.35	0.39	0.43
应收账款周转率	21.70	22.60	16.02	NA
存货周转率	24.09	13.50	6.76	NA
资产负债率	75.00%	75.38%	76.06%	75.37%
短期债务/总债务	18.87%	21.69%	19.93%	21.15%
总债务/总资本	65.45%	64.77%	64.42%	63.31%
货币资金/短期债务	77.34%	66.32%	84.59%	82.17%
货币资金/总债务	14.60%	14.39%	16.86%	17.38%
经营现金流/总债务	7.11%	9.33%	11.65%	0.15%
EBITDA/利息支出	2.44	2.65	2.91	NA
EBITDA/总债务	0.10	0.09	0.09	NA
应付票据	0.00	0.30	1.02	2.43
永续债	15.00	15.00	15.00	15.00
债务资本比（含票据、永续）	69.10%	68.49%	68.24%	67.06%
净短期债务（含票据）	11.51	19.52	8.67	11.77

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

现代投资股份有限公司

发行人简介

- **国有控股上市公司**。公司成立于 1993 年，1998 年在深交所上市（000900.SZ）。截至 2026 年 3 月末控股股东湖南省高速公路集团有限公司对公司持股比例 27.19%，其余持股比例超过 5%的股东还包括湖南轨道交通控股集团有限公司（持股 11.32%）、招商局公路网络科技控股股份有限公司（持股 8.04%），公司实控人为湖南省国资委。

- **核心路产完成置换，新购路产质量较好**。2025 年道路运输和商品贸易业务的收入占比分别为 45%和 45%，毛利润占比分别为 81%和-1%。截至 2025 年末，公司经营高速公路 5 条，分别为京港澳高速长潭段、许广高速潭衡西段、长芷高速长韶娄段、长芷高速溆怀段、长芷高速怀芷段，合计里程 450 公里，均为经营性质。长韶娄高速（公司持股 100%）、潭衡西高速（公司持股 51%）分别于 2020 年 3 月、2021 年 12 月通过竞拍方式取得，收费里程数分别为 141、139 公里，2025 年毛利率分别为 48%、49%。商品贸易板块主要贸易品种为现货铜和棉花，其他还包括白银、锌、铝、镍、大豆油等。其他业务涵盖金融服务业和产业经营，包含银行、期货、环保、新能源、数字经济及资产经营管理等业务，规模均较小。

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 55 亿元。大公和中诚信国际一直维持 AA+主体评级。中金评分 2019 年 12 月由 4+下调至 4。

- 控股股东湘高速目前未到期债券余额 880.9 亿元。联合资信、中证鹏元分别于 2013 年 6 月、2015 年 5 月将主体评级由 AA+上调至 AAA 并维持不变，中诚信国际于 2023 年 6 月将主体评级由 AA 上调至 AAA，大公维持 AAA 评级保持不变。中金评分 2011 年 12 月由 3-下调至 4+，2014 年 11 月进一步下调至 4，2022 年 10 月进一步调至 4+。

盈利和现金流

- **通行费收入基本维持稳定，贸易收入大幅下降，期间费用和资产减值拖累盈利**。2023-2025 年通行费收入分别为 31.6、28.7 和 27 亿元，2024-2025 年潭耒高速衡耒段、杭长高速长永段收费权先后到期，通行费收入有所回落。2023 年公司暂停子公司现代财富资本管理有限公司的大宗商品贸易业务，板块及公司收入由此大幅下降。盈利水平方面，高速板块毛利率基本维持在 50%左右的较好水平；贸易板块毛利率一直不足 3%，2025 年出现毛利亏损，对综合毛利率形成拖累。公司管理费用及财务费用较高，2023-2025 年及 2026 年一季度财务费用分别为 10.5、9.2、7.6 和 1.8 亿元，对盈利侵蚀严重，但随债务管控呈现高位回落。同期分别计提资产和信用减值损失合计 1.6、3.4、1.8 和 0.2 亿元，主要来自贷款坏账和固定资产减值，拖累净利。同期投资收益分别为 1、2.9、0.2 和-0.2 亿元，主要来自参股及联营企业，政府补贴分别为 0.6、0.3、0.3 和 0.04 亿元，是净利润重要补充。

- **盈利变现效率整体较好，投资现金流主要受金融产品和股权投资影响，基本不存在自由现金流缺口**。公司 2025 年 EBITDA 达 22.4 亿元，随贸易业务收缩，公司盈利变现效率整体好转。2023 年盈利变现效率相对走弱，主要系支付的期货货币保证金增加所致。投资方面，近年每年购建固定资产等的支出仅 2-3 亿元，投资现金流主要受金融产品和股权投资的影响，基本不存在自由现金流缺口。根据募集说明书，目前公司无在建或拟建项目或路产。近年偿还债务叠加分配股利及偿付利息等支付的现金较多，筹资活动现金持续净流出。

资本结构和偿债能力

- **债务负担偏重，内生偿债压力尚可，短期周转无虞**。近年净资产维持稳定，2026 年一季度随少数股权有所增长。公司早年路产收购导致债务扩张较快，2023 年以来债务增速得到控制。截至 2026 年 3 月末，考虑应付票据和永续债后公司债务资本比小幅回落至 67.1%，债务规模是 2025 年 EBITDA 的 12.7 倍。本期募集资金拟全部用于偿还到期债务。近年短债占比维持相对稳定，2026 年 3 月末为 21%，含票据净短债规模为 11.8 亿元。截至 2025 年末公司获得银行授信总额 307 亿元，其中 69 亿元未使用。

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方法律责任的权利。

河南太龙药业股份有限公司

债券基本情况

债券简称	26 太龙 SCP002
发行人	河南太龙药业股份有限公司
发行期限	0.49 年
发行额	3 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	新世纪评定为 NA，主体评级 AA
主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 5 日
上市日	2026 年 8 月 10 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	35.77	34.90	36.42	36.75
货币资金	1.97	1.80	2.24	1.82
净资产	16.23	16.26	16.63	16.64
总债务	6.97	9.87	11.49	13.49
短期债务	5.13	9.84	10.87	11.27
净短期债务	3.16	8.04	8.63	9.45
经营活动现金流	0.44	(0.40)	0.47	(1.98)
投资活动现金流	(1.50)	0.18	0.00	0.97
筹资活动现金流	0.27	(0.10)	(0.15)	0.54
主营业务收入	20.70	19.41	17.58	3.50
主营业务利润	5.55	4.85	4.80	0.90
EBITDA	1.45	1.37	2.12	NA
EBITDA(含补贴收入)	1.64	1.46	2.20	NA
EBITDA(含投资收益)	1.39	1.40	2.12	NA
净利润	0.45	0.53	0.66	0.02
主营业务利润率	26.81%	24.99%	27.30%	25.71%
主营业务收入增长率	5.56%	-6.23%	-9.43%	NA
总资产回报率	1.25%	1.50%	1.85%	NA
净资产收益率	2.78%	3.26%	4.01%	NA
现金收入比	100.82%	100.41%	94.25%	82.29%
经营现金流/EBITDA	30.34%	-29.20%	22.17%	NA
流动比率	1.21	1.06	1.14	1.26
速动比率	0.93	0.86	0.95	0.99
应收账款周转率	2.86	2.34	1.84	NA
存货周转率	3.33	3.51	3.51	NA
资产负债率	54.60%	53.41%	54.34%	54.72%
短期债务/总债务	73.60%	99.70%	94.60%	83.54%
总债务/总资本	30.04%	37.77%	40.86%	44.77%
货币资金/短期债务	38.40%	18.29%	20.61%	16.15%
货币资金/总债务	28.26%	18.24%	19.50%	13.49%
经营现金流/总债务	6.31%	-4.05%	4.09%	-14.68%
EBITDA/利息支出	2.74	2.32	3.85	NA
EBITDA/总债务	0.21	0.14	0.18	NA
应付票据	0.40	0.66	1.36	1.54
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	31.23%	39.30%	43.59%	47.46%
净短期债务（含票据）	2.13	8.24	8.63	9.71

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

发行人简介

- **国有控股上市公司。公司 1999 年在上交所上市。**2021 年之前实际控制人为巩义市竹林镇政府，2021 年 11 月郑州泰荣产业投资有限公司受让公司 14.37%股份，成为公司控股股东，泰荣产投为郑州高新产业投资集团有限公司子公司。截至 2026 年 3 月末，公司控股股东为泰荣产投，持股比例 14.37%，实控人为郑州市高新区管委会。

- **主营医药生产和销售业务，其中口服液为主要盈利来源。**公司主营业务涉及药品制剂、中药饮片、药品研发服务和药品药材流通业务板块。2025 年药品制造、药品研发和药品药材流通板块的收入占比分别为 71%、13%和 16%，毛利润占比分别为 73%、17%和 9%。药品制造板块中中药饮片收入占比较高，但制剂业务贡献了主要的利润，其中中药口服液贡献了超过 55%的毛利润。主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、小儿清热止咳口服液、小儿退热口服液、止咳橘红口服液、丹参口服液等。其中双黄连口服液系列为该公司传统优势产品，公司双金连合剂、双黄连口服液（儿童型）、双黄连合剂为公司独家产品/剂型。公司在公立医疗机构终端的双黄连药品品牌排名第 1 位，在零售药店终端双黄连药品品牌中排名第 2 位。但双黄连口服液在感冒药领域中也面临较多竞品竞争。中药饮片业务主要为各种中药饮片的生产销售，截至目前涵盖 700 多个品种、1100 多个品规，同时依托道地药材基地优势开展药品药材流通业务。药品研发服务业务主要为制药企业和新药研发机构提供临床前药学研究、临床 CRO 研究、申报注册等药品研发全过程，转让研发成果。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 4 亿元。上海新世纪 2025 年 9 月首次给予主体评级 AA，中诚信国际 2013 年 8 月首次给予主体评级 A+并维持。中金评分 5。

盈利和现金流

- **受中成药集采影响收入有所下滑，盈利能力和规模均较弱。**公司 2023 年以来收入水平持续下滑，主要系公司产品参与中成药集采导致价格下降所致。公司综合毛利率整体保持稳定，但因为毛利率较低的饮片业务收入占比较高，整体毛利率水平不高，仅 25%左右，且公司收入绝对规模不大，因此盈利能力和规模均较弱，净利润水平从未超过 1 亿元。

- **现金流产生能力不强且波动较大。**由于公司盈利能力较弱，因此经营活动现金流的产生能力同样较弱，且近三年波动较大，2022 年和 2024 年经营活动现金流均呈现流出，应收账款的增加为公司经营活动现金流走弱的主要因素。投资方面，公司固定资产支出规模很小，每年基本在 0.5 亿元以下，资本支出压力较小，投资活动现金流还受到金融类投资的影响。

资本结构和偿债能力

- **债务负担不算重，但考虑到较弱的盈利，其内生偿债能力一般，且短债占比较高，财务弹性空间不算充裕。**公司近三年债务水平持续有所增加，截至 2026 年 3 月末考虑票据的债务资本比上升至 47.5%，公司总债务为 2025 年 EBITDA 的 6.4 倍，此外考虑到公司其他应付款中包括关联方融资款和往来款，其负债率可能更高，内生偿债能力一般。公司短债占比较高，账面货币资金规模较小，截至 2026 年 3 月末存在净短债缺口 9.7 亿元。截至 2025 年末公司共获得银行授信总额 17.74 亿元，未使用授信额度 8.1 亿元，财务弹性空间不算充裕。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 碧水源 GN006
发行人	北京碧水源科技股份有限公司
发行期限	2 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	联合评定为 NA，主体评级 AA+
主承销商	招商银行股份有限公司，浙商银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 6 日
上市日	2026 年 8 月 11 日
行业	基建设施
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	765.31	797.44	812.41	817.28
货币资金	41.98	42.52	44.82	39.88
净资产	302.05	301.59	305.57	306.28
总债务	263.09	293.04	299.96	319.40
短期债务	96.89	115.15	124.00	128.14
净短期债务	54.91	72.63	79.18	88.26
经营活动现金流	3.31	(2.38)	12.11	(3.05)
投资活动现金流	(14.03)	(10.66)	(13.79)	(5.92)
筹资活动现金流	(0.34)	10.43	1.31	3.13
主营业务收入	89.53	85.49	77.84	13.00
主营业务利润	25.05	24.21	18.29	3.02
EBITDA	30.57	31.21	27.39	NA
EBITDA(含补贴收入)	31.28	32.14	28.01	NA
EBITDA(含投资收益)	34.02	28.76	27.16	NA
净利润	8.16	1.77	1.68	0.85
主营业务利润率	27.98%	28.32%	23.50%	23.23%
主营业务收入增长率	3.03%	-4.51%	-8.95%	NA
总资产回报率	1.09%	0.23%	0.21%	NA
净资产收益率	2.74%	0.59%	0.55%	NA
现金收入比	69.84%	75.53%	106.22%	118.77%
经营现金流/EBITDA	10.83%	-7.63%	44.21%	NA
流动比率	0.86	0.88	0.88	0.93
速动比率	0.85	0.87	0.88	0.92
应收账款周转率	0.87	0.73	0.63	NA
存货周转率	33.78	28.52	26.11	NA
资产负债率	60.53%	62.18%	62.39%	62.52%
短期债务/总债务	36.83%	39.29%	41.34%	40.12%
总债务/总资本	46.55%	49.28%	49.54%	51.05%
货币资金/短期债务	43.33%	36.93%	36.15%	31.12%
货币资金/总债务	15.96%	14.51%	14.94%	12.49%
经营现金流/总债务	1.26%	-0.81%	4.04%	-0.95%
EBITDA/利息支出	2.78	2.84	2.78	NA
EBITDA/总债务	0.12	0.11	0.09	NA
应付票据	4.14	1.88	0.06	0.10
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	46.94%	49.44%	49.54%	51.06%
净短期债务（含票据）	57.87	74.41	79.24	88.36

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

北京碧水源科技股份有限公司

发行人简介

- **创业板上市公司，控股股东在 2020 年变更为中国城乡**。公司成立于 2001 年 7 月，2010 年在创业板上市（300070.SZ）。2019 年原自然人实控人文剑平等将公司股权转让至中国城乡。截至 2026 年 3 月末，中国城乡及其一致行动人持有公司 33.4%的股权，并通过表决权委托持有公司 7.74%的表决权，为公司控股股东，中国城乡为中国交通建设集团有限公司的子公司，故公司实控人为国务院国资委。

- **从事环境保护领域，在水处理领域拥有全产业链，国内 MBR 污水处理占有率第一**。公司主营业务是采用 MBR（膜生物反应器污水处理）技术为客户提供一揽子建造污水处理厂或再生水厂的整体技术解决方案，包括技术方案设计、工程设计、技术实施与系统集成、运营技术支持和托管运营服务等，并生产和提供应用 MBR 技术的核心设备膜组器和其核心部件膜材料等。2025 年环保整体解决方案、运营服务、市政与给排水、城市光科技解决方案的营收占比分别为 36.5%、51.2%、7.2%和 5.1%，环保整体解决方案、运营服务、市政与给排水、城市光科技解决方案的毛利占比分别为 41.3%、50.4%、3.9%和 4.4%。（1）公司通过 PPP（BOT）模式推动环保整体解决方案业务。销售区域集中于北京、江苏、云南、新疆和广东等地。截至 2025 年末公司主要 PPP 项目合同金额 93 亿元，已投资 88 亿元；公司处于施工期的特许经营项目订单未完成投资额达 152 亿元。（2）市政与给排水工程板块由子公司久安建设负责运营，在 PPP 项目公司本部提供核心技术设计和设备系统，久安建设进行土建施工和安装。2017 年以来久安建设多承接 PPP 业务中的 EPC 工程土建部分，来自外部的市政与给排水工程项目有所减少。截至 2025 年末，公司承接的给排水工程项目累计达 415 个，合同金额 591 亿元，其中完成合同额达 511 亿元。城市光环境解决方案主要为城市大型灯光山水秀、夜景观光带及路灯节能改造等，业务模式以 PPP 为主。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 69 亿元。联合资信和联合评级均给予主体评级 AA+。中金评分 2016 年 7 月由 4-上调至 4，2018 年 11 月由 4 下调至 4-。

盈利和现金流

- **2024 年收入转为下滑，毛利率波动下滑**。受到政策影响，PPP 项目投资进度、确认收入放缓，叠加行业竞争加剧及疫情影响，环保整体解决方案业务拖累公司营业收入 2024 年来转为下滑。公司历史毛利率稳定在 27-28%左右，2025 年因环保整体解决方案、市政与给排水和城市光科技解决方案业务毛利率下滑较多，公司整体毛利率降至 24%以下。公司 2023-2025 年投资收益分别为 3.5 亿元、-2.5 亿元和-0.2 亿元，主要来自长期股权投资和 BT 项目，2024 年来亏损主要是股权处置影响。此外，因公司部分项目融资进度放缓，结款周期拉长，公司 2023-2025 年分别计提资产及信用减值损失 7.1 亿元、8.3 亿元和 7 亿元，主要是应收款项坏账损失。

- **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，现金流产生能力约 26.3 亿元。随应收账款、合同资产增长，应付账款增速放缓，公司盈利变现效率维持较低水平，2024 年因地方支付情况受限叠加公司下游付款仍保持增长节奏，公司经营现金流转负，2025 年公司加强收款力度，催收取得成效，经营现金流明显转正。公司投资支出不低，持续存在自由现金流缺口。据募集说明书披露，截至 2025 年末，公司在建项目合同金额 14.9 亿元，已投资 9.2 亿元，拟建项目计划总投资 11 亿元，未来投资压力尚可。

资本结构和偿债能力

- **存在内生偿债压力，短期周转依赖银行授信**。自由现金流缺口推升公司债务规模，公司净资产随盈利累积而缓慢扩张。截至 2026 年 3 月末，考虑票据后债务资本比为 51.1%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 11.7 倍，存在内生偿债压力。流动性方面，同期末扣除 10 亿元受限货币资金后，公司净短债缺口约 98 亿元。截至 2025 年末，公司共获授信 587 亿元，其中母公司综合授信 263 亿元，未使用部分达 177 亿元，子公司项目贷款额度 324 亿元，未使用部分达 112 亿元，可覆盖全部净短债缺口。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 闽高速 MTN003
发行人	福建省高速公路集团有限公司
发行期限	3 年
发行额	12 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	中诚信评定为 NA，主体评级 AAA
主承销商	中国建设银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 7 日
上市日	2026 年 8 月 11 日
行业	高速公路
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	3709.97	3853.69	3924.61	3929.66
货币资金	91.64	90.46	121.48	121.41
净资产	1130.49	1213.40	1290.38	1297.85
总债务	2375.81	2359.12	2352.82	2345.09
短期债务	221.26	240.19	230.88	188.69
净短期债务	129.62	149.73	109.40	67.28
经营活动现金流	158.42	134.97	141.16	21.36
投资活动现金流	(42.40)	(35.81)	(49.76)	(11.73)
筹资活动现金流	(94.31)	(100.96)	(59.79)	(9.50)
主营业务收入	330.29	308.29	330.41	80.01
主营业务利润	131.49	127.93	128.38	28.92
EBITDA	141.84	135.70	133.89	NA
EBITDA(含补贴收入)	144.65	138.07	136.20	NA
EBITDA(含投资收益)	142.71	137.45	135.13	NA
净利润	19.21	22.80	31.65	8.02
主营业务利润率	39.81%	41.50%	38.85%	36.15%
主营业务收入增长率	25.61%	-6.66%	7.18%	NA
总资产回报率	0.52%	0.60%	0.81%	NA
净资产收益率	1.72%	1.95%	2.53%	NA
现金收入比	91.97%	85.57%	77.71%	97.44%
经营现金流/EBITDA	111.69%	99.46%	105.43%	NA
流动比率	0.44	0.43	0.55	0.62
速动比率	0.39	0.38	0.52	0.57
应收账款周转率	17.92	12.38	10.05	NA
存货周转率	13.21	11.25	14.89	NA
资产负债率	69.53%	68.51%	67.12%	66.97%
短期债务/总债务	9.31%	10.18%	9.81%	8.05%
总债务/总资本	67.76%	66.04%	64.58%	64.37%
货币资金/短期债务	41.42%	37.66%	52.62%	64.34%
货币资金/总债务	3.86%	3.83%	5.16%	5.18%
经营现金流/总债务	6.67%	5.72%	6.00%	0.91%
EBITDA/利息支出	1.52	1.57	1.78	NA
EBITDA/总债务	0.06	0.06	0.06	NA
应付票据	0.26	0.13	0.13	0.17
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	67.76%	66.04%	64.58%	64.37%
净短期债务（含票据）	128.72	149.59	108.97	67.34

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

福建省高速公路集团有限公司

发行人简介

- **福建省国资委全资企业**。公司成立于 1997 年，2017 年更为现名，目前福建省国资委及其下属福建省产业投资有限公司分别持有公司 80%和 20%股权。公司与福建省高速公路建设总指挥部合署办公，统一负责全省高速公路的建设、运营和管理工作，是福建省资产规模最大的省属国有企业之一。下属子公司福建发展高速公路股份有限公司（600033.SH）为上市公司，截至 2026 年 3 月末公司持股比例为 38.16%，股权无质押。

- **在省内高速公路投资建设和运营养护方面具有很高市场地位**。2025 年通行费业务、经营开发和养护业务的收入贡献率分别为 50%、36%和 13%，毛利润贡献率分别为 88%、8%和 4%。公司是福建省高速公路建设、运营和管理最重要的主体，截至 2025 年末参股、控股的福建境内路段已通车 77 条（段）高速公路，通车总里程 5257.47 公里，收费里程 5138.82 公里，其中控股高速公路已通车的有 60 条，通车总里程 4647.24 公里，收费里程 4530.85 公里，国高网在福建省内路段占比约 92%。在公司控股的高速公路中，福泉、泉厦、罗宁和浦南高速公路为经营性高速公路，其余路产均为收费还贷高速公路。经营开发板块主要包括公司所属子公司与中石化、中石油、中化合作开发高速公路加油站汽柴油销售业务，以及公司所属子公司软件产品销售和提供的技术服务及高速公路服务区投资。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债，目前未到期债券余额为 316 亿元（不含本期）。中诚信 2009 年 4 月将主体评级由 AA 上调至 AA+，2014 年 5 月上调至 AAA 并维持。中金评分为 3。

盈利和现金流

- **收入稳步恢复，财务费用对盈利拖累边际减轻，政府补贴补充净利润**。2023-2025 年通行费收入分别为 164、162 和 164 亿元，为整体收入增长的主要动力，2023 年新冠疫情后通行费收入稳定恢复。公司收费还贷高速路产不计提折旧，通行费板块毛利率维持在 70%以上，经营开发板块毛利率在 5%-10%，养护业务毛利率在 10-15%，近年公司综合毛利率维持在约 40%的较好水平。近年公司财务费用持续收窄，2025 年降至 75 亿元，对盈利拖累仍明显。2023-2025 年及 2026 年一季度其他收益和营业外收入合计分别为 2.8、2.4、2.3 和 0.2 亿元，主要为政府补助，对净利润形成补充。

- **盈利变现效率较好，投资规模收缩导致自由现金流转正，未来仍有一定投资需求**。我们按 2025 年 EBITDA 规模推算，公司年度经营现金流产生能力约 128 亿元。公司盈利变现效率维持高位，与高速公路行业特征一致。投资支出主要用于购建固定资产，近年规模收缩至每年约 35 亿元，2018 年以来自由现金流转正。根据信用评级报告，截至 2025 年末公司在建控股高速公路项目总建设里程为 146.95 公里，计划总投资 263 亿元，已投资 39 亿元，拟建控股高速公路项目计划投资 32 亿元，资金来源主要为银行贷款等，需关注后续的投资支出情况。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆稳定中略有下降，短期周转压力尚可**。近年来公司总债务规模稳定中小幅压降，受益于省级资本金投入、土地使用权评估增值转增国有资本金及盈利积累等，净资产规模整体增加。本期募集资金全部用于偿还到期债务。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比小幅下降至 64.4%，债务规模是 2025 年 EBITDA 的 17.5 倍，内生偿债压力尚可。短债占比维持在较低水平，2026 年 3 月末仅 8%，净短债规模 67.3 亿元。同期末公司获得银行授信总额 9296 亿元，其中 5289 亿元未使用，外部授信较为充裕，短期周转压力尚可。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 安吉租赁 MTN002
发行人	安吉租赁有限公司
发行期限	3 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	大公评定为 NA，主体评级 AA+
主承销商	上海银行股份有限公司，中国光大银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 10 日
上市日	2026 年 8 月 12 日
行业	租赁
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	142.46	105.52	108.54	110.23
货币资金	22.55	7.22	7.56	4.71
净资产	30.26	31.87	33.65	34.09
总债务	98.84	65.42	68.21	70.12
短期债务	75.91	48.50	48.41	52.44
净短期债务	53.36	41.28	40.85	47.73
经营活动现金流	33.22	13.90	(2.98)	(4.32)
投资活动现金流	(0.74)	0.91	0.01	0.00
筹资活动现金流	(27.07)	(30.16)	3.35	1.47
主营业务收入	10.80	11.80	13.25	3.71
主营业务利润（扣除财务费用）	6.62	6.62	3.84	0.83
营业利润	1.86	2.14	2.38	0.58
净利润	1.41	1.61	1.78	0.44
主营业务利润率（扣除财务费用）	61.30%	56.10%	28.98%	22.37%
主营业务收入增长率	-22.08%	9.26%	12.29%	NA
主营业务收入/平均应收融资租赁款	8.35%	11.06%	13.35%	NA
平均计息负债成本率	3.09%	2.73%	2.22%	NA
净利差	5.26%	8.33%	11.13%	NA
总资产回报率	0.88%	1.30%	1.66%	NA
净资产收益率	4.77%	5.18%	5.43%	NA
现金收入比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	78.77%	69.80%	69.00%	69.07%
短期债务/总债务	76.80%	74.14%	70.97%	74.79%
总债务/总资本	76.56%	67.24%	66.96%	67.29%
货币资金/短期债务	29.71%	14.89%	15.62%	8.98%
(货币资金+一年内到期的非流动资产)/短债	115.36%	119.38%	104.01%	92.20%
货币资金/总债务	22.81%	11.04%	11.08%	6.72%
经营现金流/总债务	33.61%	21.25%	-4.37%	-6.16%
应付票据	0.12	0.48	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）	76.58%	67.40%	66.96%	67.29%
净短期债务（含票据）	53.48	41.76	40.85	47.73
关注类资产占比	1.58%	2.36%	2.35%	2.14%
不良率	1.45%	1.43%	1.43%	1.44%
风险资产放大倍数	3.96	3.08	3.00	3.10

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

安吉租赁有限公司

发行人简介

- **上汽集团全资持有，实际控制人为上海市国资委**。公司成立于 1993 年，2006 年获得融资租赁资质，2016 年原股东上海汽车工业销售有限公司将其持有公司 100%股权转让给上海汽车集团金控管理有限公司，纳入上汽集团金融板块。2025 年末，公司实收资本 26.64 亿元，上汽金控持有公司 100%股权，上汽金控由上海汽车集团股份有限公司全资持股，最终实际控制人为上海市国资委。

- **以经济型汽车租赁业务为主，主要面向二三四线城市客户，近年新增投放由新车回租转向二手车回租，业务和资产规模阶段性下降**。2016 年之前，公司融资租赁业务涉及船舶航运、机械设备、豪华汽车等领域，业务开展专业化程度较低。2016 年公司开始大规模业务转型，结合上汽集团的资源，为企业或个人客户提供融资租赁+汽车服务，在中低端轿车品牌领域发展，主要目标城市为二、三、四线城市，聚焦均价 8 万元左右的中低端轿车品牌。在租赁业务产品上，公司现有新车融资租赁、二手车融资租赁等产品。2023-2025 年和 2026 年一季度，公司新增投放金额分别为 41、57、66 和 19 亿元，新增投放逐步向二手车倾斜，2025 年二手车投放占比超 90%，期末租赁资产余额 105 亿元。区域上仍集中在东部和西部地区，2025 年公司租赁业务投放区域分散，前五大投放省份为浙江、广东、江苏、四川、贵州，投放占比分别为 14.24%、11.77%、6.23%、5.27%、4.77%，五大省份合计投放占比 42.28%。客户集中度方面，公司汽车融资租赁业务以零售业务为主，客户分散且户均余额较低。截至 2026 年 3 月末，公司客户融资集中度以及客户关联度指标均低于 2%，客户集中度风险很低。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发债，目前未到期余额 23.74 亿元（不含本期）。新世纪、中诚信和大公均一直给予主体评级 AA+，中金评分 5+。

- 控股股东上海汽车集团金控管理有限公司目前未到期债券余额 100 亿元，联合 2023 年 5 月首次给予主体评级 AA+，2023 年 11 月上调至 AAA，中金评分 2023 年 11 月由 4-上调至 4。

盈利和现金流

- **息差水平较高，资产质量边际走弱，拨备覆盖增强**。公司租赁资产收益率较高而融资成本较低，根据我们的计算，2022-2024 年净息差分别为 5.26%、8.33%和 11.13%，息差逐步走高主要为公司逐步下沉二手车市场。除了利息支出之外，公司营业成本中还包括服务费支出，2023-2025 年分别为 4.4、6.4 和 8.7 亿元，系公司通过与汽车渠道服务商合作拓展融资租赁业务支付的佣金，此外坏账分别计提 2.96、2.98 和 0.66 亿元，扣除后净利润和 ROA 水平处于行业一般水平。近年资产质量边际走弱，2023 年末、2024 年末、2025 年末及 2026 年 3 月末，公司应收融资租赁款不良资产余额分别为 1.40 亿元、1.36 亿元、1.45 亿元、1.51 亿元，对应不良率依次为 1.45%、1.43%、1.43%、1.44%；各期关注类资产占比分别为 1.58%、2.36%、2.35%、2.14%，关注类占比整体呈上升态势，资产劣变风险需持续警惕。公司持续足额计提资产减值准备，拨备保持较高覆盖水平，2023-2025 年末及 2026 年 3 月末拨备覆盖率分别为 294.67%、463.58%、433.29%、383.62%，风险抵补能力较强。

资本结构和偿债能力

- **资本金实力较弱，风险资产放大倍数较低，资产负债期限匹配程度尚可**。公司资本金实力较弱，近年盈利积累带动净资产小幅增长。同时新增投放减少叠加出表型资产证券化产品发行与结清，杠杆水平和风险资产放大倍数持续降低，2026 年 3 月末债务资本比 67.29%、风险资产放大倍数 3.1 倍。资产负债匹配度方面，截至 2026 年 3 月末公司货币资金和一年内到期的非流动资产合计对短债的覆盖比例为 92%，资产负债期限匹配程度尚可。同期末公司共获银行授信总额 185 亿元，尚未使用额度 125 亿元，可以覆盖 48 亿元的净短债缺口，不过公司短期周转仍需依赖应收融资租赁款的回收。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 济南能源 MTN001
发行人	济南能源集团有限公司
发行期限	5+N 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	联合主体评级 AAA
主承销商	国投证券股份有限公司，中国国际金融股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 10 日
上市日	2026 年 8 月 12 日
行业	公用事业
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	700.26	880.97	1085.19	1089.61
货币资金	92.86	79.98	126.87	122.07
净资产	203.11	268.79	332.50	333.09
总债务	146.66	227.42	309.39	398.67
短期债务	48.66	80.24	102.17	68.44
净短期债务	(44.20)	0.26	(24.70)	(53.63)
经营活动现金流	6.20	(11.59)	4.83	(30.13)
投资活动现金流	(99.77)	(121.24)	(131.95)	(10.39)
筹资活动现金流	112.78	119.72	171.38	37.25
主营业务收入	151.01	172.29	255.07	64.54
主营业务利润	7.59	13.70	19.23	8.00
EBITDA	0.63	6.91	15.03	NA
EBITDA(含补贴收入)	15.81	20.34	28.07	NA
EBITDA(含投资收益)	1.89	8.75	15.83	NA
净利润	(3.83)	(3.03)	(2.59)	0.35
主营业务利润率	5.03%	7.95%	7.54%	12.40%
主营业务收入增长率	23.10%	14.09%	48.05%	NA
总资产回报率	-0.62%	-0.38%	-0.26%	NA
净资产收益率	-2.15%	-1.28%	-0.86%	NA
现金收入比	90.50%	98.19%	140.14%	140.38%
经营现金流/EBITDA	39.22%	-167.73%	32.14%	NA
流动比率	0.89	0.85	1.03	1.17
速动比率	0.76	0.74	0.89	1.01
应收账款周转率	5.18	4.48	5.72	NA
存货周转率	3.95	3.81	4.64	NA
资产负债率	71.00%	69.49%	69.36%	69.43%
短期债务/总债务	33.18%	35.28%	33.02%	17.17%
总债务/总资本	41.93%	45.83%	48.20%	54.48%
货币资金/短期债务	190.83%	99.68%	124.18%	178.36%
货币资金/总债务	63.32%	35.17%	41.01%	30.62%
经营现金流/总债务	4.23%	-5.10%	1.56%	-7.56%
EBITDA/利息支出	0.12	1.13	1.43	NA
EBITDA/总债务	-	0.03	0.05	NA
应付票据	28.35	29.37	17.32	57.09
永续债	20.00	20.00	40.00	40.00
债务资本比（含票据、永续）	51.57%	52.66%	55.63%	62.84%
净短期债务（含票据）	(16.67)	29.29	(8.31)	(1.13)

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

济南能源集团有限公司

发行人简介

- **济南市国资委独资企业**。公司由济南市国资委于 2020 年 7 月出资设立，整合济南市四家供热燃气企业。截至 2026 年 6 月末，济南市国资委仍为公司全资股东及实控人。

- **济南市市属能源企业，具有区域垄断优势**。公司主营供热、供气和工程相关业务，2025 年上述业务营收占比分别为 20%、13%和 25%，毛利润占比分别为-38%、23%和 71%；其他业务收入占比在 2025 年升至 43%，主要系当年临时开展黑色矿产及制品业务，已于 2025 年末终止，2026 年一季度材料销售营收占比已回落至 4%的正常水平。公司供热业务主要为提供供暖和热水，收取由政府制定的供暖费和市场化的热水费，外购热源容量占热源总容量约 35%。截至 2026 年 3 月末，公司拥有自有大中型热源 44 处、外购热源容量 5880MW，供热管网总长 12544 公里，供热开户面积达 3.98 亿平方米，覆盖济南市约 97%区域，2025-2026 采暖季收费率在 94%左右。供气方面，公司主要从中石油及中石化外购燃气，同期末公司共有运行门站 8 座、调压站 37 座和调峰储配站 3 座，管网总长达 12283 公里，现有民用户约 259 万户、公福户 2477 户、商业用户 13110 户、工业用户 707 户。公司工程相关业务主要负责供热、供气相关配套及管道施工，业务模式包括施工总承包、EPC 和设计+施工等，2023-2025 年及 2026 年一季度新签合同金额分别为 143 亿元、150 亿元、131 亿元和 53 亿元，下游业主方主要集中在山东省内。截至 2026 年 3 月末，公司在手未完工合同额为 119 亿元。此外公司还涉及少量上网电、软件与信息技术服务、租赁、酒店、污水处理等业务。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 118 亿元。联合 2021 年 9 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 4-。

盈利和现金流

- **政策性亏损，补贴未能将净利补正**。公司 2025 年营收受临时开展黑色矿产及制品业务影响大幅上升，剔除该板块后，2023-2025 年营收规模由 150 亿元逐步上升至 200 亿元。得益于供热业务亏损收窄和供气业务毛利率提升，公司综合毛利率波动上升，且期间费用率由 2023-2024 年的 16%-17%左右降至 2025 年的 14%左右。但因公司供热业务具有一定公益性质，热源和供热价格倒挂现象明显，公司仍处于政策性亏损状态。2023 年-2025 年及 2026 年一季度公司分别获得政府补贴 15.1 亿元、12.4 亿元、12.7 亿元和 3.1 亿元，相对亏损规模有限，年度净利仍为负。此外，公司 2023-2025 年分别计提资产及信用减值损失 0.9 亿元、1.7 亿元和 1.0 亿元。

- **经营现金流波动较大，自由现金流缺口持续，筹资现金流受政府拨付配套费影响**。我们按照 2025 年含补贴 EBITDA 计算，公司具备产生约 28.1 亿元经营现金流的能力。公司盈利变现效率不佳，经营现金流波动较大，2024 年主要受购买商品、接受劳务支付的现金增加，及工程结算和回款节奏等影响转负。公司投资支出主要用于供热管网、热源及相关配套项目投入，购建固定资产等支出近年来维持 100 亿元左右的高位，2023 年-2026 年一季度累计自由现金流缺口约 394 亿元。据募集说明书披露，截至 2025 年末公司主要在建项目计划总投资 90.7 亿元，已投资 32.1 亿元，拟建项目 37.2 亿元，尚存一定的投资压力。筹资现金流方面，由于公司供热、气业务收到的政府拨付的配套费计入收到与其他筹资活动有关的现金，筹资现金流与债务规模并不匹配。

资本结构和偿债能力

- **债务负担逐年抬升，未使用授信可覆盖全部短债**。自由现金流缺口推高公司债务规模，净资产规模随资本公积、永续债等增长而扩大，但增速不及债务，公司杠杆持续抬升。截至 2026 年 3 月末，考虑票据及永续后公司债务资本比为 62.8%。流动性方面，公司短债占比降至 17%，同期末扣除 7.8 亿元受限货币资金后含票据净短债缺口约 7 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司共获银行授信 614 亿元，其中 292 亿元未使用，可充分覆盖净短债缺口。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 可克达拉 SCP002
发行人	新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司
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	新世纪主体评级 AA+
主承销商	交通银行股份有限公司，兴业银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 10 日
上市日	2026 年 8 月 13 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	403.03	420.80	496.38	488.61
货币资金	46.15	37.21	55.42	51.19
净资产	112.34	107.54	116.00	113.53
总债务	194.54	217.88	268.08	272.40
短期债务	133.94	130.13	138.82	136.96
净短期债务	87.79	92.92	83.40	85.77
经营活动现金流	1.72	2.22	1.67	4.62
投资活动现金流	(51.24)	(16.42)	(30.69)	(4.23)
筹资活动现金流	55.03	5.27	46.74	(4.62)
主营业务收入	191.70	196.26	195.43	40.50
主营业务利润	19.84	20.09	17.74	5.10
EBITDA	20.42	24.75	18.76	NA
EBITDA(含补贴收入)	21.24	25.91	20.11	NA
EBITDA(含投资收益)	21.04	26.37	20.46	NA
净利润	2.29	1.76	(2.11)	0.79
主营业务利润率	10.35%	10.24%	9.08%	12.59%
主营业务收入增长率	34.65%	2.38%	-0.42%	NA
总资产回报率	0.40%	0.43%	-0.46%	NA
净资产收益率	0.71%	1.60%	-1.89%	NA
现金收入比	100.68%	96.43%	108.55%	116.12%
经营现金流/EBITDA	8.42%	8.97%	8.90%	NA
流动比率	0.98	0.98	1.04	1.07
速动比率	0.64	0.54	0.61	0.62
应收账款周转率	8.10	6.28	5.72	NA
存货周转率	2.49	2.01	1.74	NA
资产负债率	72.13%	74.45%	76.63%	76.76%
短期债务/总债务	68.85%	59.73%	51.78%	50.28%
总债务/总资本	63.39%	66.95%	69.80%	70.58%
货币资金/短期债务	34.46%	28.59%	39.92%	37.38%
货币资金/总债务	23.72%	17.08%	20.67%	18.79%
经营现金流/总债务	0.88%	1.02%	0.62%	1.70%
EBITDA/利息支出	2.87	2.53	2.03	NA
EBITDA/总债务	0.10	0.11	0.07	NA
应付票据	5.60	5.46	11.18	11.57
永续债	0.49	0.35	10.00	10.00
债务资本比（含票据、永续）	64.20%	67.60%	73.18%	73.95%
净短期债务（含票据）	90.87	97.75	92.62	96.23

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司

发行人简介

- **国有独资公司**。公司成立于 2005 年，此后兵团第四师国资委多次以现金和股权方式注资，2019 年 1 月公司更为现名。目前公司由兵团第四师国资委持股 90%、兵团国资委持股 10%，实际控制人为兵团第四师。2022 年第四师政府向公司划转经营地、草地等非公益性资产，增加无形资产和净资产 376.42 亿元，评估基准日为 2022 年 10 月 15 日。2024 年 4 月第四师政府将公司下属价值 376.42 亿元林地草地等土地资产、价值 31.44 亿元交通资产和 11.58 亿元水利资产（均为非经营性资产）划出，资产划转基准日为 2023 年 12 月 31 日。

- **国有资产经营主体，主营白酒、建筑、农业和电力等业务**。2025 年以上四大主业的收入占比分别为 9%、24%、45%和 9%，毛利润占比分别为 40%、23%、16%和 15%。（1）白酒板块主要由上市公司伊力特运营，是新疆区域龙头白酒企业。截至 2026 年 3 月末，公司拥有 13 条白酒生产线，白酒产能 5.2 万吨/年，目前疆内销售额占比在 70%以上。（2）建筑板块主要由宏远建设运营，主要承担辖区内房屋建筑、道路桥梁、水利水电及市政公用工程施工项目的建设。2023-2025 年公司合同签约金额分别为 60、68 和 61 亿元。另一子公司可克达拉建投公司为可克达拉市的基础设施项目建设主体。（3）农业板块主要由农四师供销社运营，主要从事农资、棉花、糖业的销售。其中下属农资公司是第四师区域农资产品流通的主渠道，主要销售给区域内各团场农户；棉业公司是辖区内唯一具有棉花收购权的大型收储加工企业。（4）电力板块主要负责 18 个农牧团场及 4 个地方乡场的工业、农业、居民、商业供电任务。目前公司火电装机容量 546 兆瓦，水电装机容量 100 兆瓦，光伏装机容量 250 兆瓦。2025 年公司自发电量与外购电量分别占比 48%和 52%。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 60 亿元。新世纪自 2014 年 8 月起给予主体评级 AA+并维持。中金评分维持在 4-。

盈利和现金流

- **2023 年营业收入增幅较大，综合毛利率水平不高，2025 年净利润转亏**。2023 年在农业和建筑板块带动下，公司收入同比大幅增长 34.7%，之后维持相对稳定。盈利水平方面，白酒业务毛利率在 50%左右，处于较高水平，但农业、建筑、电力业务毛利率基本均不足 15%，使得综合毛利率不高。2025 年白酒业务收入和毛利率下降导致综合毛利率下滑。公司期间费用收入占比在 8-9%之间，其中财务费用随有息债务持续增长。净利润规模相对有限，对参股企业投资收益（每年 0.6-1.7 亿元）及政府补贴（每年 0.8-1.4 亿元）形成补充。2025 年核心的白酒板块需求下滑、财务费用增长至 8.3 亿元、子公司缴纳滞纳金导致营业外支出增长至 2.8 亿元，共同拖累当年净利润转负。

- **2021 年以来经营现金流入较少，盈利变现效率较弱，持续存在自由现金流缺口**。我们以 2025 年含补贴 EBITDA 规模推算，公司年经营现金流产生能力约 18 亿元。2021 年以来公司经营现金流入较少，盈利变现效率较弱，主要由于棉花收储等导致的存货增长、下属宏远建设业务扩张导致的应收账款增长，以及与政府机构、关联方的往来款增长。作为第四师国有资产运营的重要主体，公司承担了支援地方经济建设的重要任务，投资支出规模较大，2024 年有所收窄。自由现金流净流出规模波动下降，2023-2025 年及 2026 年一季度共累积自由现金流缺口 92 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 121 亿元，已累计投资 42 亿元，后续投资压力仍大。

资本结构和偿债能力

- **2023 年资产划出导致债务资本比快速抬升，备用流动性相对有限**。近年债务规模在自由现金流缺口推动下持续增长，2025 年长期借款和应付债券分别增长 33 和 8 亿元，债务增速较快。2023 年资产划出后净资产规模大幅收缩，对应债务资本比快速抬升，截至 2026 年 3 月末考虑应付票据和其他权益工具后债务资本比达 73.95%，债务规模是 2025 年含补贴 EBITDA 的 14.6 倍，杠杆水平较高，内生偿债压力尚可。近年受子公司经营发展需要影响，公司短期借款增长较快，2023 年公司为融资困难的子公司补充流动资金用于日常周转，短期借款大幅增长 37 亿元，之后增长较小。2026 年 3 月末短债占比高位回落至 50%，考虑票据的净短债规模 96 亿元。同期末公司获得银行授信总额 372 亿元，其中 154 亿元未使用。

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方法律责任的权利。

北京水务投资集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 京水投 MTN001
发行人	北京水务投资集团有限公司
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	待确定
增信方式	
信用级别	中诚信评定为 NA，主体评级 AA+
主承销商	北京银行股份有限公司，中信银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 11 日
上市日	2026 年 8 月 13 日
行业	公用事业
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	231.07	224.45	236.34	239.89
货币资金	14.12	17.29	18.85	19.80
净资产	169.96	170.63	172.05	172.29
总债务	35.37	32.38	28.59	28.51
短期债务	10.30	10.20	10.35	10.23
净短期债务	(3.82)	(7.09)	(8.50)	(9.57)
经营活动现金流	9.10	10.34	6.30	0.68
投资活动现金流	(0.56)	(1.81)	0.41	0.50
筹资活动现金流	(5.71)	(5.16)	(4.99)	(0.24)
主营业务收入	10.96	11.33	11.65	2.79
主营业务利润	4.12	4.04	4.20	0.83
EBITDA	7.63	7.85	8.20	NA
EBITDA(含补贴收入)	7.68	7.89	8.58	NA
EBITDA(含投资收益)	7.73	7.90	8.20	NA
净利润	0.92	1.15	1.67	0.24
主营业务利润率	37.59%	35.66%	36.05%	29.75%
主营业务收入增长率	6.51%	3.38%	2.82%	NA
总资产回报率	0.40%	0.50%	0.72%	NA
净资产收益率	0.54%	0.68%	0.97%	NA
现金收入比	111.41%	111.47%	99.48%	64.52%
经营现金流/EBITDA	118.49%	131.72%	76.83%	NA
流动比率	1.17	1.20	0.80	0.78
速动比率	1.16	1.20	0.80	0.78
应收账款周转率	1.97	2.08	2.01	NA
存货周转率	112.67	205.71	733.00	NA
资产负债率	26.45%	23.98%	27.20%	28.18%
短期债务/总债务	29.12%	31.50%	36.20%	35.88%
总债务/总资本	17.23%	15.95%	14.25%	14.20%
货币资金/短期债务	137.09%	169.51%	182.13%	193.55%
货币资金/总债务	39.92%	53.40%	65.93%	69.45%
经营现金流/总债务	25.73%	31.93%	22.04%	2.39%
EBITDA/利息支出	5.19	7.62	10.12	NA
EBITDA/总债务	0.22	0.24	0.29	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）	17.23%	15.95%	14.25%	14.20%
净短期债务（含票据）	(3.90)	(7.18)	(8.50)	(9.57)

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

发行人简介

- **国有独资公司**。公司前身是 2011 年成立的北京南水北调工程投资中心，2023 年改制为国有独资公司并更为现名。截至 2026 年 3 月末，公司全资股东和实际控制人仍为北京市国资委。

- **主营原水销售和自来水生产与销售**。2025 年上述业务的营收占比分别为 77%和 15%，毛利占比分别为 91%和 11%，其他业务毛利为负。公司负责的南水北调配套工程项目已陆续投入使用并进入运营，截至 2026 年 3 月末，相关工程计划总投资 291 亿元，已到位资金 207 亿元，剩余部分均由财政资金投入。公司原水销售业务主要是收取南水北调配套工程水费，截至 2025 年末，北京南水北调工程年入京水量约 7-13 亿立方米，占北京城区供水的 70%以上，覆盖范围包括北京中心城区、城市副中心和经开区等，为北京的主力水源。价格方面，发行人原水收费为居民 0.62 元/立方米，非居民 1.3 元/立方米，对于居民水费无法覆盖成本的部分，由北京财政拨付可行性缺口补助资金计入递延收益。由于原水水费收取情况良好，公司 2018 年后未新增财政补助资金，2022-2024 年间未发生递延收益转入其他收益，2025 年起按每年 0.33 亿元恢复结转。公司自来水业务供水范围主要在京西南地区，客户主要为房山区的国央企下属水厂，取水来源为本地水，年供水能力 0.77 亿立方米，2023-2025 年供水量分别为 9,530.15 万立方米、7,897.15 万立方米和 7,075.84 万立方米，供水量下降主要受到 2023 年海河特大洪水后供水设施损坏和部分用水户由本地水切换为南水影响，产能利用率保持在 91%以上。此外公司还有部分污水处理和涉水业务咨询等。

发债和评级评分历史

- 公司历史曾多次发债，目前不含本期未到期债券余额 6 亿元。中诚信国际于 2025 年 4 月给予主体评级 AA+。中金评分 4+。

盈利和现金流

- **收入保持增长，毛利率小幅波动，费用仍侵蚀净利**。原水销售收入持续提升，带动公司营收保持增长，原水销售毛利率维持较高水平，整体主营业务毛利率在 36%-38%左右波动。但因管理和财务费用仍较高，公司费用率虽由 23%降至 19%左右，仍侵蚀较多利润；2025 年起递延收益按南水北调配套工程剩余使用年限逐年转入其他收益，带动净利润有所改善，但绝对规模仍不大。

- **盈利变现效率较好，2023 年来无自由现金流缺口**。我们按照 2025 年 EBITDA 规模计算，公司年度经营现金流产生能力在 7.9 亿元左右，公司盈利变现效率维持在 75%以上的较高水平，2025 年偏弱主要受北三县代建工程款计入科目调整及原水水费账期等影响。公司投资支出主要用于购建固定资产和对外投资，2023 年来投资现金流均可被经营现金流覆盖。

资本结构和偿债能力

- **债务负担低位下降，货币资金可覆盖全部短债**。公司持续偿还债务，公司净资产规模也随盈利累积而扩张，债务负担逐年下降。截至 2026 年 3 月末，公司债务资本比约 14.2%，债务负担倍数约 3.3 倍，债务负担轻。流动性方面，公司短债占比有所上升至 36%左右，但货币资金仍可覆盖全部短债，净短期债务保持为负。同期末公司共获授信 77 亿元，剩余 51 亿元未使用，可提供流动性补充。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 中建三局 SCP001
发行人	中建三局集团有限公司
发行期限	0.25 年
发行额	15 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	中诚信主体评级 AAA
主承销商	平安银行股份有限公司，浙商银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 11 日
上市日	2026 年 8 月 13 日
行业	基建设施
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	2535.23	3178.60	3896.57	3883.92
货币资金	341.98	448.86	451.28	350.71
净资产	667.56	749.95	812.42	835.74
总债务	286.84	377.59	611.72	559.13
短期债务	172.55	241.17	519.99	452.11
净短期债务	(169.43)	(207.69)	68.71	101.40
经营活动现金流	44.11	46.10	45.67	(75.18)
投资活动现金流	(24.16)	(25.85)	(72.16)	(10.26)
筹资活动现金流	16.61	61.31	24.66	(16.56)
主营业务收入	3604.17	3524.21	3351.18	992.72
主营业务利润	258.12	271.97	257.42	57.07
EBITDA	147.14	152.62	136.31	NA
EBITDA(含补贴收入)	148.13	153.62	137.56	NA
EBITDA(含投资收益)	152.47	157.83	137.99	NA
净利润	110.60	109.11	91.47	23.86
主营业务利润率	7.16%	7.72%	7.68%	5.75%
主营业务收入增长率	13.26%	-2.22%	-4.91%	NA
总资产回报率	4.70%	3.82%	2.59%	NA
净资产收益率	17.81%	15.39%	11.71%	NA
现金收入比	97.24%	98.75%	98.65%	99.92%
经营现金流/EBITDA	29.98%	30.21%	33.50%	NA
流动比率	1.23	1.21	1.14	1.15
速动比率	1.21	1.20	1.13	1.14
应收账款周转率	8.10	5.82	4.14	NA
存货周转率	112.82	113.99	104.23	NA
资产负债率	73.67%	76.41%	79.15%	78.48%
短期债务/总债务	60.16%	63.87%	85.00%	80.86%
总债务/总资本	30.05%	33.49%	42.95%	40.08%
货币资金/短期债务	198.19%	186.12%	86.79%	77.57%
货币资金/总债务	119.22%	118.87%	73.77%	62.72%
经营现金流/总债务	15.38%	12.21%	7.47%	-13.45%
EBITDA/利息支出	11.68	11.36	13.04	NA
EBITDA/总债务	0.51	0.40	0.22	NA
应付票据	19.66	17.25	14.69	7.14
永续债	67.30	70.00	70.00	70.00
债务资本比（含票据、永续）	38.37%	40.61%	48.40%	45.38%
净短期债务（含票据）	(153.66)	(196.44)	80.20	104.73

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

中建三局集团有限公司

发行人简介

- **中国建筑旗下企业**。公司成立于 2003 年，2013 年更为现名，经多次股权变更，公司股东变更为中国建筑第三工程局有限公司，截至目前中建三局对公司全资持股，公司间接控股股东为中国建筑股份有限公司，最终控制人为国务院国资委。

- **主营房建和基建项目工程施工业务，另外涉及基建资本运营和房地产开发业务**。2023-2025 年工程承包业务对公司收入的贡献比例均保持在 99%以上，是收入和利润的最主要来源。公司工程承包业务分为房建和基建两个板块。房建方面，2023-2025 年新签合同额分别是 6333 亿元、6283 亿元和 7518 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司房建板块在建工程总合同额达 8145 亿元，主要分布在广东、湖北、浙江、江苏、四川等地。基建业务方面，2023-2025 年新签合同额分别是 2427 亿元、2799 亿元和 3154 亿元。截至 2026 年 3 月末，基建项目总合同额 5787 亿元，主要分布在湖北、四川、广东、山东等地。资本运营业务方面，截至 2026 年 3 月末公司在手 BT 项目共计 25 个，计划总投资 654 亿元，已投资 606 亿元，已回款 562 亿元；主要 PPP 项目计划投资总额 317 亿元，已完成投资额 201 亿元，回款 87 亿元，回款对整体投资支出覆盖有限。房地产开发业务方面，公司将该部分业务划拨至股东中建三局后，公司仅负责少量存量地产项目。2025 年万科为公司第五大客户，销售收入约 10 亿元，占营收的 0.3%，关注回款情况。

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 101.94 亿元。中诚信 2018 年 9 月给予主体评级 AAA 并维持不变。中金评分为 4。

盈利和现金流

- **2024 年营收转为下滑，毛利率窄幅震荡，减值有损净利**。公司历史收入随着新签合同额增加持续增长，2024 年来小幅下滑。毛利率方面，因为工程承包业务行业竞争较为激烈及人工成本提升，整体毛利率不高，保持在 7-8%左右。2023-2025 年公司分别计提资产及信用减值损失 14.6 亿元、18.9 亿元和 21.2 亿元。截至 2025 年末，公司涉诉金额合计 3.6 亿元，我们认为需关注或有负债风险。

- **盈利变现效率不高，2025 年首度出现自由现金流缺口**。我们按照 2025 年 EBITDA 规模计算，公司年度产生现金流能力在 123.7 亿元左右。公司盈利变现效率下滑至 30%左右。公司投资支出主要用于 PPP 项目投资，2023 年来因债权投资支出增加，投资现金流再度转负，2025 年因对外股权投资增加，首度出现自由现金流缺口。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司拟建项目计划总投资 144 亿元，2026-2027 年分别计划投资 16 亿元和 18 亿元。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆波动抬升，短期周转压力不大**。公司债务规模波动上升，不过近年来盈利积累、投资类业务增多和引入战略投资者等使得净资产持续增长，杠杆波动抬升。截至 2026 年 3 月末债务资本比 45.4%。流动性方面，扣除 69 亿元受限货币资金后，公司同期末净短债缺口约 174 亿元。截至 2026 年 3 月末公司共获得银行授信 2635 亿元（其中中建财务公司 200 亿元），未使用授信额度 1291 亿元，可覆盖全部净短债缺口。公司借款超 75%为信用借款，银行支持力度较大。

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方法律责任的权利。

债券基本情况

债券简称	26 灵山 MTN001	26 灵山 MTN002
发行人	无锡灵山文化旅游集团有限公司	
发行期限	3 年	
发行额	3 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	中诚信主体评级 AA+	
主承销商	北京银行股份有限公司，南京银行股份有限公司	恒丰银行股份有限公司，上海银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 11 日	
上市日	2026 年 8 月 13 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	127.16	125.98	128.18	127.03
货币资金	3.16	3.82	9.50	10.22
净资产	49.73	50.98	53.61	53.12
总债务	65.50	64.21	62.68	62.67
短期债务	32.44	22.25	21.75	21.74
净短期债务	29.28	18.43	12.25	11.52
经营活动现金流	4.17	1.98	0.60	1.07
投资活动现金流	(0.64)	2.31	7.83	(5.29)
筹资活动现金流	(4.79)	(3.62)	(3.72)	(0.04)
主营业务收入	16.37	14.43	13.62	2.28
主营业务利润	5.85	3.99	2.93	0.53
EBITDA	4.93	4.94	3.26	NA
EBITDA(含补贴收入)	5.08	5.04	3.90	NA
EBITDA(含投资收益)	6.07	6.25	3.45	NA
净利润	0.16	0.45	(0.56)	(0.48)
主营业务利润率	35.74%	27.65%	21.51%	23.25%
主营业务收入增长率	10.24%	-11.85%	-5.61%	NA
总资产回报率	0.12%	0.36%	-0.44%	NA
净资产收益率	0.31%	0.89%	-1.07%	NA
现金收入比	112.03%	101.66%	89.72%	198.25%
经营现金流/EBITDA	84.58%	40.08%	18.40%	NA
流动比率	0.78	1.03	1.01	1.01
速动比率	0.74	0.99	0.96	0.95
应收账款周转率	2.25	2.32	1.97	NA
存货周转率	6.52	6.61	6.77	NA
资产负债率	60.89%	59.53%	58.18%	58.18%
短期债务/总债务	49.53%	34.65%	34.70%	34.69%
总债务/总资本	56.84%	55.74%	53.90%	54.12%
货币资金/短期债务	9.74%	17.17%	43.68%	47.01%
货币资金/总债务	4.82%	5.95%	15.16%	16.31%
经营现金流/总债务	6.37%	3.08%	0.96%	1.71%
EBITDA/利息支出	2.22	2.35	1.90	NA
EBITDA/总债务	0.08	0.08	0.05	NA
应付票据	0.00	0.02	0.58	0.99
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	56.84%	55.75%	54.13%	54.51%
净短期债务（含票据）	28.13	15.81	12.50	12.51

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

无锡灵山文化旅游集团有限公司

发行人简介

- **国有控股公司**。公司前身是无锡灵山实业有限责任公司，于 2000 年由无锡市灵山发展有限公司和无锡市灵山景区管理处共同投资设立。后经多次股权转让及注资，截至目前无锡市灵山景区管理中心持有公司 51%股权，为公司第一大股东及实际控制人。无锡太湖国家旅游度假区管委会是无锡市灵山景区管理中心全资股东，是公司的最终控制人。其他股东中，无锡国联发展持股 36.39%，无锡市产业发展集团公司持股 0.62%，无锡市文化旅游发展集团有限公司持股 1.22%，无锡国发开元股权投资中心持股 10.77%。

- **核心业务是灵山胜境景区、拈花湾景区和尼山圣境景区运营**。2025 年景区经营、制造和策划咨询板块对营业收入的贡献分别为 55%、2%和 39%，对毛利润的贡献分别为 49%、8%和 38%。景区经营板块收入包括门票收入和景区二次消费收入。公司的核心业务是灵山胜境景区、拈花湾景区和尼山圣境景区的运营，其中灵山胜境景区为 5A 级景区。2023-2025 年公司景区客流量分别为 460 万、401 万和 447 万人次。游客二次消费包括商品经营、电瓶车和摇橹船运营、导游服务、餐饮和住宿。制造板块主要是香烛、香薰等产品的生产制造，并依托景区进行销售，同时有部分外销。随着公司前期合作项目逐步开展，咨询策划业务收入有所增长，成为营业收入的重要补充，该业务主要为客户提供文旅项目策划、规划、设计、施工管理、运营托管等全产业链服务。其他业务板块主要包括园区商品区域摊位的租赁和物业管理等。公司还参股国联人寿 16.5%股权，此部分计入其他非流动金融资产。

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 36.3 亿元。中诚信于 2024 年 6 月给予主体评级 AA+。中金评分 2016 年 9 月由 5+下调至 5。

盈利和现金流

- **最近三年收入和盈利持续下滑，2025 年净利润出现亏损**。公司景区业务在 2020-2022 年受疫情影响下滑严重，尤其 2022 年降幅较大，2023 年公司旅游板块的收入和盈利出现了明显回升，但 2023 年以来受到宏观经济等因素影响，公司景区业务又呈现出逐年回落的态势，咨询业务在 2023 年达到高点后也有所回落，因此公司收入水平持续下滑。但公司各项业务成本刚性相对较强，较高的财务费用也对盈利形成侵蚀，公司盈利能力整体偏弱，2025 年和 2026 年第一季度公司净利润均出现亏损。

- **经营活动现金流有所下滑，但拆借款回收带动整体现金流情况有所好转**。2025 年公司含补贴 EBITDA 为 4 亿元，公司由于能力较弱，现金流产生能力有限，前几年公司盈利变现效率尚可，但 2024 年以来公司盈利变现效率有所下滑。投资方面，2021 年之前公司投资建设拈花湾和尼山圣境项目，每年固定资产等投资支出均在 8 亿元以上，2021 年固定资产投资明显收窄但支付用于其他投资活动有关的现金 13.8 亿元，导致投资性现金流大幅流出，主要为对宜兴大拈花湾文化旅游投资发展有限公司的借款。2022 年公司收回对大拈花湾文投的拆借款，但又完成对无锡灵山大拈花湾文旅产业发展基金和无锡灵山文旅产业发展基金合伙企业的出资约 14 亿元，实际对外投资额未发生变化，2023 年以来公司对外投资支出规模明显有所收窄，2024 和 2025 年投资活动现金流均呈现流入，2025 年投资活动现金流净流入规模较大主要系公司对曲阜尼山文旅的往来款回收。

资本结构和偿债能力

- **尼山文旅出表后短期流动性压力有所缓解，部分往来款已回收但仍持续关注表外资产情况**。此前公司新建项目带动负债规模持续增长，子公司尼山文旅于 2022 年 5 月得到原股东济宁文投增资，自 2022 年二季度起不再纳入合并范围，该公司出表后公司债务负担有所减轻，近两年债务规模整体保持稳定，短期流动性压力也有所缓解。此外股东增资也带动公司净资产增加。截至 2026 年 3 月末，考虑应付票据后公司债务资本比为 55.51%，较之前有所下降。流动性方面，尼山文旅出表后公司净短债缺口缩小，截至 2026 年 3 月末存在净短债缺口 12.5 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司其他应收款余额 13.2 亿元，主要为对尼山文旅的拆借款，其他非流动资产 18.6 亿元，主要为对灵山大拈花湾文旅基金的投资，需持续关注资金回收情况。截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信总额 53.6 亿元，其中 33.4 亿元未使用，银行支持力度一般。

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方法律责任的权利。

陕西有色金属控股集团有限责任公司

债券基本情况

债券简称	26 陕有色 MTN004
发行人	陕西有色金属控股集团有限责任公司
发行期限	5+N 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	中诚信评定为 AAA，主体评级 AAA
主承销商	申万宏源证券有限公司，中信银行股份有限公司
发行日	2026 年 8 月 11 日
上市日	2026 年 8 月 13 日
行业	有色金属
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	1430.32	1421.37	1492.22	1506.25
货币资金	186.04	205.65	234.76	229.45
净资产	484.39	489.39	500.46	512.60
总债务	711.47	678.79	724.97	709.55
短期债务	372.91	301.80	296.36	292.28
净短期债务	186.87	96.15	61.60	62.83
经营活动现金流	92.11	98.66	104.92	11.73
投资活动现金流	(50.66)	(26.33)	(63.26)	(9.51)
筹资活动现金流	(29.21)	(52.94)	(12.32)	(7.80)
主营业务收入	1767.35	1770.12	1430.00	431.57
主营业务利润	143.72	133.50	128.59	25.96
EBITDA	137.73	128.25	131.78	NA
EBITDA(含补贴收入)	141.76	131.84	135.83	NA
EBITDA(含投资收益)	140.71	133.00	135.57	NA
净利润	17.11	23.14	28.43	8.16
主营业务利润率	8.13%	7.54%	8.99%	6.02%
主营业务收入增长率	0.30%	0.16%	-19.21%	NA
总资产回报率	1.19%	1.62%	1.95%	NA
净资产收益率	3.51%	4.75%	5.74%	NA
现金收入比	102.76%	100.59%	118.00%	98.85%
经营现金流/EBITDA	66.88%	76.93%	79.62%	NA
流动比率	1.09	1.24	1.28	1.25
速动比率	0.75	0.85	0.94	0.91
应收账款周转率	33.20	26.36	20.02	NA
存货周转率	8.20	8.59	7.08	NA
资产负债率	66.13%	65.57%	66.46%	65.97%
短期债务/总债务	52.41%	44.46%	40.88%	41.19%
总债务/总资本	59.49%	58.11%	59.16%	58.06%
货币资金/短期债务	49.89%	68.14%	79.21%	78.50%
货币资金/总债务	26.15%	30.30%	32.38%	32.34%
经营现金流/总债务	12.95%	14.53%	14.47%	1.65%
EBITDA/利息支出	4.51	4.90	6.38	NA
EBITDA/总债务	0.19	0.19	0.18	NA
应付票据	4.88	14.38	19.36	31.10
永续债	92.00	90.00	95.00	105.00
债务资本比（含票据、永续）	67.32%	66.23%	67.43%	67.48%
净短期债务（含票据）	177.24	101.57	61.99	78.57

资料来源：Wind，财汇资讯，中金公司研究部

发行人简介

- **陕西省属国有独资企业**。公司前身为陕西有色金属集团有限公司，目前公司全资股东和实际控制人均为陕西省国资委，下属 A 股上市公司金钼股份（601958.SH）、宝钛股份（600456.SH）和宝色股份（300402.SZ），截至 2026 年 3 月末持股比例分别为 72.36%、49.4%和 48.5%，均无质押记录，市值合计约 536 亿元。

- **钼、钛规模优势突出**。公司是陕西省有色金属龙头企业和国内最大的钼等有色金属复合型资源企业，本身为投资控股型企业，生产活动主要由下属子公司进行，核心子公司包括金钼集团、宝钛集团、汉中锌业、陕西锌业和榆林新材料，拥有钼业、钛业、铅锌业、铝业和贵金属生产基地，2025 年钼、铅、锌、钛、铝产品和煤炭产品收入占比分别为 16.5%、14.3%、13.3%、24.1%和 3.8%，毛利占比分别为 38%、3.3%、12.1%、18.9%和 25.9%。公司钼矿资源储量丰富，截至 2026 年 3 月末拥有钼金属可采储量 100.8 万吨，2023-2025 年公司钼铁产量分别为 1.56 万吨、2.28 万吨和 2.25 万吨，自给率达到 100%；钛产业集中于宝钛集团，宝钛集团钛材年产量居全国首位，在国内航空和特殊装备等高端钛材市场约有 50%的市场占有率，同期末钛材产品产能达到 4 万吨/年，2023-2025 年产量分别为 3.49 万吨、4.05 万吨和 4.3 万吨。公司锌冶炼规模居全国前列，2022-2024 年销量分别为 40.4 万吨、32.5 万吨和 41.2 万吨，2026 年 3 月末，电解锌年产能维持 50 万吨，铅锌矿保有金属量 135.2 万吨；受环保因素影响，2020 年起公司不再单独生产电解铅。铝产业集中于榆林新材，同期末公司拥有 90 万吨/年电解铝产能，2023-2025 年电解铝产量保持在 90 万吨左右。煤炭板块由榆林煤业运营，同期末拥有煤炭地质储量约 11.8 亿吨，可采储量 10.59 亿吨，年产能 1000 万吨。此外，2017 年公司成立贸易公司，从事有色金属、钢材贸易，收入计入其他板块。

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 165 亿元。中诚信国际 2024 年 6 月给予主体评级 AAA。中金评分 2009 年 12 月由 2 下调至 2-，2011 年 2 月下调至 3+，2012 年 2 月再次下调至 3，2012 年 9 月进一步下调至 3，2020 年 7 月下调至 4+。

盈利和现金流

- **营收边际下滑，毛利率窄幅波动，净利受非经常性损益影响较大**。随公司贸易、铝及煤炭业务规模扩大，公司历史收入持续增长，2025 年来钼、铅锌和钛产品均有收缩，拖累营收下滑。2024 年因多晶硅价格下降叠加锌冶炼加工费跌至历史低位，毛利率下滑较多，而 2025 年各金属价格抬升，带动整体毛利率回升。2023-2025 年公司分别计提资产及信用减值损失 34 亿元、24.7 亿元和 16.4 亿元，主要为存货、固定资产和子公司商誉减值损失，其中 2023 年主要为机器设备减值损失，同期投资收益分别为 3 亿元、4.8 亿元和 3.8 亿元，主要是参股企业分红和理财产品收益。

- **盈利变现效率逐年抬升，无自由现金流缺口**。我们按公司 2025 年 EBITDA 规模推算，年度现金流产生能力约 118.2 亿元。随其他应收款减少、存货转为减少，盈利变现效率逐年抬升。投资方面，随项目逐步完工转固，购建固定资产支出维持在 20-30 亿元左右，但对外投资规模对投资现金流有一定影响，不过投资活动现金流均可被经营现金流覆盖。据募集说明书披露，截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目多为技改项目，计划总投资 162 亿元，已投资 16 亿元。

资本结构和偿债能力

- **债务负担不轻，周转依赖外部授信**。公司债务规模波动抬升，公司分红规模较大，盈利累积偏慢，公司净资产小幅抬升，公司债务资本比相对稳定。考虑票据和永续后截至 2026 年 3 月末公司债务资本比为 67.5%，债务负担不轻。流动性方面，扣除 12 亿元受限货币资金后，同期末考虑票据的净短债约 91 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司本部共获综合授信 1308 亿元，其中 1021 亿元未使用，可覆盖全部净短债。此外，公司有 15 亿元理财产品可补充流动性。且公司所持上市公司股权均未质押，可提供一定流动性补充。

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方法律责任的权利。

图表 1：城投中金评分表

证券简称	控股股东	主营收入来源	年份	省份	营业利润（亿元）	补贴或营业外收入（亿元）	净资产（亿元）	EBITDA（亿元）	含补贴EBITDA（亿元）	自由现金流（亿元）	总债务（亿元）	总债务/含补贴EBITDA	货币资金（亿元）	短期债务（亿元）	货币资金/短期债务	借款余额（亿元）	债券余额（亿元）	申标余额（亿元）	发行额（亿元）	本购区间/发行利率	募集资金用途	所在地	所在地行政级别	一般预算收入（亿元）	一般预算支出（亿元）	一般预算支出/收入	一般债务余额（亿元）	一般政府债务余额/一般预算收入	其他说明	增信方式评价	中金评分	外部评级	评级历史
26南安发投MTN001	南安市国资委	基础设施建设收入51.96%，国内贸易收入37.97%	2023	福建省	2.7	1.7	131.7	2.1	3.8	(18.8)	137.8	36.3	21.8	37.8	0.6	NA	NA	NA	5	1.60%-2.60%/2.02%	本次债券募集资金5亿元，用于偿还债务融资工具本金。	南安市	地级市	74.3	106.1	1.4	90.8	1.2	发行人是南安市重要的国有资产投资经营及基础设施建设主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为61.08亿元，占净资产44.38%。截至2025年末，发行人受限资产总额为19.09亿元，占总资产4.47%。发行人系市场化经营主体。		5+	AA+	中诚信国际2022年11月首次给予主体AA+评级并维持至2025年6月。中金评分为5+。
			2024		2.8	5.4	138.2	1.9	7.3	(44.5)	195.3	26.8	26.5	71.8	0.4	NA	NA	NA						78.2	100.3	1.3	94.7	1.2					
			2025		3.1	8.4	138.7	0.7	9.1	(32.1)	223.3	24.5	31.6	55.8	0.6	NA	NA	NA						70.5	77.8	1.1	98.5	1.4					
			2026.3		(1.1)	0.0	137.6	NA	NA	0.3	215.2	NA	21.9	50.5	0.4	98.1	95.5	10.8						NA	NA	NA	NA	NA					
26润城城投MTN001	邳州市财政局（实际控制人为：邳州市人民政府）	项目代建服务收入49.79%，安置房建设收入25.84%，水利建设收入6.59%，商品房收入5.20%	2023	江苏省	7.1	2.8	357.4	3.7	6.5	(47.7)	385.1	59.2	16.6	119.1	0.1	NA	NA	NA	4	1.50%-2.50%/2.00%	本次债券募集资金4亿元，用于偿还发行人到期债务融资工具本金。	邳州市	地级市	46.4	129.4	2.8	40.3	0.9	发行人是邳州市最核心的基础设施建设投融资主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为235.91亿元，占净资产6.11%。截至2025年末，发行人受限资产总额为126.07亿元，占总资产13.24%。发行人系市场化经营主体。		5	AA+	中诚信国际2022年11月首次给予主体AA+评级并维持。中金评分为5。
			2024		5.7	3.5	361.4	1.8	5.3	10.3	386.1	72.8	15.7	134.5	0.1	NA	NA	NA						47.9	140.5	2.9	40.5	0.8					
			2025		5.1	3.6	356.1	1.3	4.9	(42.1)	428.6	87.5	19.8	189.0	0.1	NA	NA	NA						50.2	139.5	2.8	44.3	0.9					
			2026.3		0.7	0.4	356.9	NA	NA	5.7	448.2	NA	47.0	186.2	0.3	289.7	122.6	33.2						NA	NA	NA	NA	NA					
26广弘交通MTN001	徐州市交通控股集团有限公司（实际控制人为：徐州市人民政府）	城建工程项目收入97.27%	2023	江苏省	2.5	0.1	147.1	2.4	2.5	(22.9)	34.0	13.6	11.5	1.2	9.6	NA	NA	NA	7	1.80%-2.40%/2.01%	本次债券募集资金7亿元，用于归还发行人本部存量债务融资工具本金。	徐州市	地级市	546.0	1,056.9	1.9	351.1	0.6	发行人是徐州市重要的交通基建项目建设开发和运营主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保金额为18.77亿元，占净资产1.25%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为0.001亿元，占总资产0.00%。发行人系市场化经营主体。		4-	AA+	中诚信国际2015年6月首次给予主体AA评级，2017年6月上调至AA+并维持至2023年7月。中金评分2017年6月由5+下调至4-。
			2024		2.0	0.0	149.9	2.3	2.3	(25.3)	54.8	23.8	10.0	5.4	1.9	NA	NA	NA						560.3	1,052.4	1.9	361.5	0.6					
			2025		0.9	0.0	150.5	1.6	1.6	(22.8)	78.1	48.8	7.5	21.0	0.4	NA	NA	NA						575.3	1,053.7	1.8	393.7	0.7					
			2026.3		0.2	0.0	150.6	NA	NA	(6.1)	84.3	NA	8.6	23.0	0.4	73.9	7.3	2.8						NA	NA	NA	NA	NA					
26荆州开发MTN001	荆州市荆开产业投资开发有限公司（实际控制人为：荆州市国资委）	工程项目建设收入97.67%	2023	湖北省	2.0	2.4	183.5	1.0	3.4	(59.0)	171.4	50.4	6.5	42.0	0.2	NA	NA	NA	4.3	1.80%-2.50%/1.99%	本次债券募集资金4.3亿元，用于偿还发行人将要到期的债务融资工具。	荆州经开区	国家级经济开发区	168.8	562.1	3.3	301.0	1.8	发行人是荆州经开区重要的基础设施建设主体。截至2023年末，公司对外提供担保金额为37.33亿元，占净资产25.04%。截至2023年末，发行人受限资产总额为48.06亿元，占总资产11.31%。发行人系市场化经营主体。左为荆州市财力情况。经开区2024年一般公共预算收入35.33亿元。		5	AA	中证鹏元2022年4月首次给予主体AA评级并维持。中金评分为5。
			2024		2.8	1.9	161.8	0.9	2.8	(5.3)	140.2	50.1	4.8	44.9	0.1	NA	NA	NA						175.0	615.5	3.5	340.0	1.9					
			2025		2.1	1.9	149.2	0.5	2.4	24.8	109.1	45.5	8.5	30.3	0.3	NA	NA	NA						191.0	583.0	3.1	363.5	1.9					
			2026.3		0.0	0.0	149.1	NA	NA	8.3	105.2	NA	12.2	23.6	0.5	48.2	54.0	3.6						NA	NA	NA	NA	NA					
26南京溧山温泉文化旅游产业集团有限责任公司MTN002	南京溧山温泉文化旅游产业集团有限责任公司（实际控制人为：南京市江宁区人民政府）	商业配套收入62.38%，景区收入36.88%	2023	江苏省	1.7	0.0	67.0	(1.4)	(1.4)	(9.4)	191.7	(136.9)	4.0	56.8	0.1	NA	NA	NA	3	1.60%-2.20%/1.85%	本次债券募集资金3亿元，用于偿还发行人本部即将到期的债务融资工具本金。	江宁区	城市下属区县	238.3	272.6	1.1	216.8	0.9	发行人是江苏国博园（一期）项目唯一的建设运营主体及江宁区部融街道和汤山街道部分区域的开发主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为23.11亿元，占净资产37.04%。截至2025年末，发行人受限资产总额为112.59亿元，占总资产39.53%。发行人系市场化经营主体。		5	AA	中诚信国际2022年1月首次给予主体AA评级并维持。中金评分为5。
			2024		1.2	0.0	68.3	(1.5)	(1.5)	10.1	189.6	(126.4)	4.7	70.8	0.1	NA	NA	NA						245.7	259.2	1.1	240.1	1.0					
			2025		0.5	0.0	72.9	(0.6)	(0.6)	1.2	190.0	(316.7)	3.8	84.0	0.0	NA	NA	NA						258.3	243.4	0.9	241.0	0.9					
			2026.3		(0.4)	0.0	62.4	NA	NA	(5.3)	213.6	NA	10.2	91.1	0.1	126.3	57.6	18.0						NA	NA	NA	NA	NA					
26青岛军民MTN001	青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司（实际控制人为：青岛西海岸新区国管局）	贸易收入58.72%，制造业收入23.88%，工程收入11.78%，其他业务收入5.62%	2023	山东省	2.3	5.2	305.7	7.0	12.2	(115.0)	468.6	38.4	104.2	173.5	0.6	NA	NA	NA	3.24	1.60%-2.60%/2.00%	本次债券募集资金3.24亿元，用于偿还债务融资工具本金。	黄岛区	城市下属区县	231.8	235.8	1.0	43.2	0.2	发行人是西海岸新区重要的基础设施建设主体。截至2025年末，公司对外提供担保余额为24.8亿元，占净资产7.39%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为310.38亿元，占总资产24.77%。发行人系市场化经营主体。		5+	AA+	联合资信2019年5月首次给予主体AA+评级并维持，中金评分为5+。
			2024		3.9	1.2	318.2	11.7	12.9	(46.3)	528.1	40.9	83.2	168.3	0.5	NA	NA	NA						231.5	219.9	0.9	43.2	0.2					
			2025		5.5	1.9	335.5	14.6	16.4	(52.5)	596.3	36.4	107.7	197.3	0.5	NA	NA	NA						231.7	247.5	1.1	43.4	0.2					
			2026.3		0.6	0.1	337.0	NA	NA	6.4	625.0	NA	150.6	207.5	0.7	443.3	158.7	62.2						NA	NA	NA	NA	NA					
26三门峡MTN003	三门峡市人民政府国资委（实际控制人为：三门峡市人民政府）	金银精炼加工、销售收入78.36%，工程建设收入8.97%	2023	河南省	4.3	1.8	427.8	16.0	17.8	(22.7)	429.0	24.1	38.0	112.0	0.3	NA	NA	NA	7	1.70%-2.50%/2.14%	本次债券募集资金7亿元，用于偿还发行人存量债务融资工具本金。	三门峡市	地级市	140.7	283.0	2.0	115.3	0.8	发行人是三门峡市国资委下属的重点企业、重大项目建设主体。城市基础设施营运主体。截至2026年3月末，发行人对外担保余额为6.02亿元，占净资产1.43%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为30.33亿元，占总资产2.96%。发行人系市场化经营主体。		4+	AA+	东方金诚2019年3月首次给予主体AA+评级并维持，中诚信国际2020年11月首次给予主体AA+评级并维持。中金评分为4-。
			2025		5.5	1.1	416.5	23.8	24.9	8.5	434.1	17.4	26.1	135.3	0.2	240.9	81.1	0.2						149.5	286.7	1.9	120.3	0.8					
			2026.3		0.4	0.1	419.9	NA	NA	(3.3)	449.9	NA	36.2	149.0	0.2	NA	NA	NA						NA	NA	NA	NA	NA					

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

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方法律责任的权利。

图表 2：城投中金评分表（续表）

证券简称	控股股东	主要收入来源	年份	省份	营业利润（亿元）	补贴或营业外收入（亿元）	净资产（亿元）	EBITDA（亿元）	含补贴EBITDA（亿元）	自由现金流（亿元）	总债务（亿元）	总债务/含补贴EBITDA	货币资金（亿元）	短期债务（亿元）	货币资金/短期债务	信用余额（亿元）	债券余额（亿元）	非标余额（亿元）	发行额（亿元）	申购区间/发行倍率	募集资金用途	所在地	所在地行政级别	一般预算收入（亿元）	一般预算支出（亿元）	一般预算支出/收入	一般债务余额（亿元）	一般政府债务余额/一般预算收入	其他说明	增信方式评价	中金评分	外部评级	评级历史
26新金城建MTN001	新余市投资控股集团有限公司（实际控制人为：新余市国资委）	房屋销售收入44.91%，出售土地收入34.50%，项目工程建设收入19.95%，其他业务收入0.56%	2023	江西省	2.1	3.8	181.8	0.4	4.2	(11.0)	293.2	69.8	50.5	86.5	0.6	NA	NA	NA	9.6	1.80%-2.80%/NA	本次债券募集资金9.6亿元，用于偿还发行人到期的债务融资工具本金。	新余市	地级市	91.6	207.1	2.3	179.6	2.0	发行人是新余市内最重要的项目建设和国有资产运营主体之一。截至2026年3月末，公司对外担保余额为77.54亿元，占净资产37.72%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为18.83亿元，占总资产3.57%。		5+	AA	中证鹏元2010年8月首次给予主体AA-评级，2012年6月上调至AA并维持。中金评分为5+。
			2024		2.1	6.4	183.4	(2.5)	3.8	5.9	267.9	70.5	24.3	101.5	0.2	NA	NA	NA						84.3	218.8	2.6	187.6	2.2					
			2025		1.7	8.1	205.6	(4.2)	3.9	12.6	243.3	62.4	13.3	57.5	0.2	NA	NA	NA						85.1	204.0	2.4	194.4	2.3					
			2026.3		0.0	0.0	205.6	NA	NA	16.6	241.4	NA	26.7	55.4	0.5	121.6	103.8	17.4						NA	NA	NA	NA	NA					
26宁经开MTN002	长沙蓝月谷集团有限公司（实际控制人为：宁乡经开区管委）	其他业务收入36.53%，土地整理收入32.23%，工程建设收入31.25%	2023	湖南省	5.3	1.4	202.9	5.2	6.6	(20.5)	289.6	43.9	19.7	46.5	0.4	NA	NA	NA	7.5	1.70%-1.99%/NA	本次债券募集资金7.5亿元，用于偿还23宁经开MTN002本金。	宁乡经济技术开发区	国家级经开区	83.4	135.7	1.6	52.9	0.6	发行人是宁乡经开区重要的城市配套设施投资建设和运营主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为68.72亿元，占净资产32.25%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为61.17亿元，占总资产11.89%。发行人系市场化经营主体，左侧为宁乡市财力情况。		5	AA+	中证鹏元2014年3月首次给予主体AA评级，2023年8月上调至AA+评级并维持。大公国际2015年8月首次给予主体AA评级，2020年5月上调至AA+并维持，中金评分为5。
			2024		4.3	1.2	206.0	5.2	6.4	6.0	302.4	47.3	20.8	65.4	0.3	NA	NA	NA						83.7	138.0	1.6	54.8	0.7					
			2025		3.1	1.5	212.0	3.8	5.4	26.9	276.5	51.2	6.6	58.8	0.1	NA	NA	NA						86.5	144.8	1.7	57.1	0.7					
			2026.3		1.3	0.7	213.1	NA	NA	3.9	279.6	NA	8.6	56.0	0.2	215.1	106.8	5.2						NA	NA	NA	NA	NA					
26北方企业MTN001	上海市静安区国资委	物业及维护收入34.82%，代建管理费收入20.62%，房产租金收入17.80%，直管公房收入14.45%	2023	上海市	0.2	0.4	36.0	0.0	0.4	(10.7)	75.0	187.5	3.0	42.4	0.1	NA	NA	NA	4	1.50%-1.90%/NA	本次债券募集资金4亿元，用于偿还发行人到期的债务融资工具本金。	静安区	直辖市下属区县	287.8	346.0	1.2	72.1	0.3	发行人是静安区资产管理和运营主体。截至2026年3月末，公司无合并报表范围外担保情况。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为21.92亿元，占总资产15.17%。		5+	AAA	东方金诚2023年4月首次给予主体AA+评级，2025年4月上调至AAA并维持。中金评分2019年9月由5上调至5+。
			2024		0.7	0.2	46.7	0.2	0.4	10.7	84.1	210.3	4.2	34.2	0.1	NA	NA	NA						302.2	350.3	1.2	72.4	0.2					
			2025		(1.2)	3.4	38.4	0.2	3.5	6.3	91.4	26.1	7.0	29.5	0.2	NA	NA	NA						308.3	361.1	1.2	72.0	0.2					
			2026.3		(0.4)	0.0	38.0	NA	NA	(3.2)	95.5	NA	7.5	38.6	0.2	53.0	48.2	NA						NA	NA	NA	NA	NA					

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

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方法律责任的权利。

图表 3：永续中票中金评分表

	发行额（亿元）	期限	发行日	担保人	行业	外部评级（主体/债项）	中金评分（主体/债项）	起息日	首次递延日	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		强制付息事件	偿付顺序
											会计处理	会计变更原面权	会计变更按需	发行人是否税前扣除	投资者是否缴纳	递延次数限制	递延利息计息		
26信达MTN002	5	2+N年	2026/8/10	厦门国贸控股集团有限公司	贸易	AA+/AAA	贸易	2026/8/11	2028/8/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定上缴国有资本收益除外）/减资	等同于发行人其他同类型债务
26华能MTN010(能源保供特别债)	25	2+N年	2026/8/5		电力	AAA/AAA	电力	2026/8/6	2028/8/6	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（按规定上缴国有资本收益除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26克矿能源MTN002A	12.0	3+N年	2026/8/11		煤炭	AAA/AAA	煤炭	2026/8/13	2029/8/13	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人发行的普通债券和其他债务
26克矿能源MTN002B	13.0	5+N年	2026/8/11		煤炭	AAA/AAA	煤炭	2026/8/13	2031/8/13	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人发行的普通债券和其他债务
26陕有色MTN004	10	5+N年	2026/8/11		有色金属	AAA/AAA	有色金属	2026/8/12	2031/8/12	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	否	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（按规定上缴国有资本收益除外）/减资	等同于发行人普通债务
26冀中能源MTN015A	2	2+N年	2026/8/10		煤炭	AAA/NA	煤炭	2026/8/11	2028/8/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	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（国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具
26冀中能源MTN015B	3	3+N年	2026/8/10		煤炭	AAA/NA	煤炭	2026/8/11	2029/8/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	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（国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具
26新业国资MTN002A	2	3+N年	2026/8/5		综合投资	AA+/NA	综合投资	2026/8/6	2029/8/6	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	NA	是	无	票面利率累计计息	分红（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人所有其他待偿还普通债务
26新业国资MTN002B	3	5+N年	2026/8/5		综合投资	AA+/NA	综合投资	2026/8/6	2031/8/6	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	NA	是	无	票面利率累计计息	分红（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人所有其他待偿还普通债务
26津保投MTN004	5	2+N年	2026/8/7		城投	AAA/NA	城投	2026/8/10	2028/8/10	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（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泸州客MTN003A	15	5+N年	2026/8/6		食品饮料	AAA/AAA	食品饮料	2026/8/7	2031/8/7	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（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泸州客MTN003B	10	7+N年	2026/8/6		食品饮料	AAA/AAA	食品饮料	2026/8/7	2033/8/7	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（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沈阳地铁MTN003	10	5+N年	2026/8/11		城投	AAA/AAA	城投	2026/8/13	2031/8/13	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（按规定上缴国有资本收益除外）/减资	等同于发行人普通债务
26福建漳州MTN005	5	3+N年	2026/8/6		城投	AAA/NA	城投	2026/8/7	2029/8/7	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	NA	是	无	票面利率累计计息	分红/减资	等同于发行人其他同类型待偿还债务融资工具
26济南能源MTN001	10	5+N年	2026/8/10		公用事业	AAA/NA	公用事业	2026/8/11	2031/8/11	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	否	否	是	是	无	票面利率累计计息	分红（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于一般债务（次级）
26先正达MTN003(科创债)	50	3+N年	2026/8/7		化工	AAA/AAAsti	化工	2026/8/10	2029/8/10	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	否	否（发行方和投资方均为居民企业的，永续债利息收入可以适用企业所得税法规定的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免征企业所得税规定）	无	票面利率累计计息	分红（按国有资产管理相关规定上缴国有资本收益除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26晋路桥MTN004	10	3+N年	2026/8/6		基建设施	AAA/NA	基建设施	2026/8/7	2029/8/7	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（国有独资企业按规定上缴利润除外）/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

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方法律责任的权利。

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
siping.gao@cicc.com.cn

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方法律责任的权利。

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。

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方法律责任的权利。

特别声明

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

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

中金 1~5 级评分体系定义

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

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

V160908
编辑：张莹

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方法律责任的权利。

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２１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

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方法律责任的权利。