中国公司债及企业债信用分析周报


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


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


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

新券信息

债券名称	发行额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行日	增信方式	行业	外部评级(主体/债项)	主承销商	中金评分(主体/债项)	交易所发行	发行人全称	最近报告日期
公司债(小公募)												
26 高投 K1	3	3	1.63	26-09-18	深圳市高新投融资担保有限公司	多元金融	AA+/AAAsti	国信	5+/4	深交所	深圳市高新投创业投资有限公司	26-01-14
26 环球 03	10	5Y3P4P	1.74	26-09-21		租赁	AAA/NA	长城/光大/国泰海通/兴业/中信	4/4	上交所	中国环球租赁有限公司	26-03-04
陕煤 KY24	30	5+N	1.68	26-09-22		煤炭	AAA/AAAsti	东方/光大/广发/国泰海通/开源/申万宏源/西部/招商/中金/中信建投/中信	3-/3-	上交所	陕西煤业化工集团有限责任公司	26-06-04
26 电投 K7	20	20	2.25	26-09-17		电力	AAA/NA	东方/光大/国泰海通/平安/中泰/中银国际	2/2	上交所	国家电力投资集团有限公司	26-03-25
电投 KY22	8	3		26-09-23		电力	AAA/AAAsti	东方/光大/国开/国泰海通/华泰联合/平安	2/2	上交所	国家电力投资集团有限公司	26-03-25
大唐 YK20	25	3+N	1.59	26-09-17		电力	AAA/AAAsti	光大/国泰海通/华泰联合/申万宏源/中金/中国银河/中信建投/中信	2/2	上交所	中国大唐集团有限公司	25-12-17*（P）
26 深能 Y5	15	3+N	1.71	26-09-17		电力	AAA/AAA	广发/国泰海通/国信/招商/中金/中信	3/3	深交所	深圳能源集团股份有限公司	26-09-16
26 甘能 K2	7	5	1.93	26-09-21		煤炭	AAA/NA	国泰海通/中信建投/中信	4-/4-	深交所	甘肃能化股份有限公司	26-08-27
26 陕投 Y5	15	5+N	1.92	26-09-17		综合投资	AAA/AAA	西部/兴业	4/4	深交所	陕西投资集团有限公司	26-04-30
26 鄂交 03	20	5	1.72	26-09-21		高速公路	AAA/AAA	国泰海通/国信/华泰联合/平安/中信建投	4+/4+	深交所	湖北交通投资集团有限公司	26-02-11
26 鄂交 04		10	2.03									

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 建发 Y4	20	5+N	2.47	26-09-17	房地产	AAA/AAA	国泰海通/华福/兴业/中金/中信建投	4/4	上交所	厦门建发股份有限公司	26-08-06
26 京电 K1	10	3	1.58	26-09-22	电力	AAA/NA	第一创业/东方/光大/国泰海通/招商/中国银河/中泰/中信建投	3-/3-	上交所	北京京能电力股份有限公司	26-07-22
26 宿产 01	6.5	10Y5P	1.79	26-09-15	食品饮料	AAA/NA	中金/中信建投	3-/3-	上交所	宿迁产业发展集团有限公司	25-04-24*（P）
26 津投 09	15	3	1.57	26-09-21	城投	AAA/AAA	渤海/财达/东方/浙商/中金/中信建投/中信	4+/4+	上交所	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	26-01-07
26 津投 10		7	2.13								
26 轻工 01	5	3	1.55	26-09-17	贸易	AAA/NA	广发/中信	4-/4-	深交所	广州轻工工贸集团有限公司	首发*（P6）
26HDGJK2	13	5	1.69	26-09-18	电力	AAA/NA	广发/国泰海通/华泰联合/兴业/招商/中国银河	2/2	上交所	华电国际电力股份有限公司	26-07-01
26 青港 01	21	5Y3P	1.5	26-09-17	港口	AAA/NA	国泰海通/中泰/中信建投/中信	3/3	上交所	山东港口青岛港集团有限公司	24-04-17*（P8）
26 华资 01	17	3	1.68	26-09-17	多元金融	AAA/AAA	长城/招商/中信建投/中信	3-/3-	深交所	华能资本服务有限公司	24-11-21*（P10）
26 鲁高 K1	25	3	1.63	26-09-22	高速公路	AAA/NA	德邦/广发	3-/3-	上交所	山东高速集团有限公司	26-07-22
26 铁四 Y1	10	5+N	1.91	26-09-22	基建设施	AAA/NA	中信建投	4+/4	上交所	中铁四局集团有限公司	26-08-12
26 广越 14	20	10	2.27	26-09-21	综合投资	AAA/NA	广发/华泰联合/中金/中信建投/中信	3-/3-	上交所	广州越秀集团股份有限公司	26-07-23
26 皖能 02	7	20	2.25	26-09-22	电力	AAA/NA	中金/中信建投/中信	4+/4+	上交所	安徽省能源集团有限公司	26-04-15
华能 YK33	10	20+N	2.39	26-09-22	电力	AAA/AAAsti	长城/国泰海通/国投/平安/招商/中信	2+/2+	上交所	中国华能集团有限公司	26-09-16
26 象集 04	15	5	2.2	26-09-18	贸易	AAA/NA	光大/广发/国泰海通/华福/平安/兴业/中国银河	4-/4-	上交所	厦门象屿集团有限公司	26-07-15
26 扬州 G3	10	5	1.67	26-09-21	城投	AAA/NA	东方/东吴/光大/国泰海通/华泰联合/中国银河/中信建投/中信	4/4	上交所	扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司	26-07-16

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 株发 01	4	5		26-09-23		城投	AA+/NA	财信/国海/华福/华泰联合/中信建投	4-/4-	上交所	株洲市城市建设发展集团有限公司	26-03-04
26 铝集 K7	5	30	2.43	26-09-17		有色金属	AAA/NA	国泰海通/华泰联合/平安/中信建投/中信	3/3	上交所	中国铝业集团有限公司	26-03-18
26 皖交 02	20	5	1.69	26-09-18		高速公路	AAA/NA	招商/中金	3+/3+	上交所	安徽省交通控股集团有限公司	26-03-04
26 广药 01	30	5Y3P		26-09-22		医药	AAA/NA	华泰联合/万联/中信建投/中信	3-/3-	上交所	广州医药集团有限公司	25-01-22*（P16）
26 广药 02		10	2.07									
26 苏交 01	10	3	1.49	26-09-21		高速公路	AAA/NA	国泰海通/华泰联合/中金/中信	2-/2-	上交所	江苏交通控股有限公司	26-03-11
26 天宁 G1	10	5	1.82	26-09-18		城投	AA+/NA	东海/国泰海通	5+/5+	上交所	常州天宁建设发展集团有限公司	26-03-11
26 港口 Y3	8	2+N	1.63	26-09-18		港口	AAA/NA	国泰海通/华福/兴业/中信建投/中信	4+/4	上交所	福建省港口集团有限责任公司	26-05-28
G26 交租 1	5	3	1.56	26-09-21		租赁	AAA/NA	光大/广发/国泰海通/中国银河/中信建投	4/4	上交所	中交融资租赁有限公司	26-03-18
26 恒信 G3	8	2.1	1.67	26-09-17		租赁	AAA/NA	国泰海通/华泰联合	4/4	上交所	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	26-03-11
26 润租 G2	15	5Y3P	1.63	26-09-21		租赁	AAA/AAA	广发/国泰海通/华泰联合	5+/5+	深交所	华润融资租赁有限公司	26-09-02
26 长发 03	5	5	1.69	26-09-21		城投	AAA/NA	中信	3-/3-	上交所	长沙城市发展集团有限公司	26-03-12
26 国管 K3	20	5	1.65	26-09-21		城投	AAA/AAAsti	第一创业/光大/国泰海通/华泰联合/平安/招商/中金/中信建投/中信	2-/2-	上交所	北京国有资本运营管理有限公司	26-03-18
26 国管 K4		10	1.95									
26 桂交 Y5	8	3+N	1.77	26-09-17		高速公路	AAA/NA	广发/申万宏源/招商/中信建投/中信	4/4	上交所	广西交通投资集团有限公司	26-07-30
26 财信 03	12	5	1.62	26-09-22		多元金融	AAA/NA	财信	4/4	上交所	湖南财信金融控股集团有限公司	26-03-26
26 新集 01	4	2Y1P	6.44	26-09-21	贵港恒悦商业管理有限公司	房地产	AAA/NA	中信	5+/	上交所	新城控股集团股份有限公司	26-07-22
26 新集 02		2Y1P	7.8									
CZ 旭辉 01	1.4081	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*

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

CZ 旭辉 02	0.3525	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
CZ 旭辉 03	0.3435	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
CZ 旭辉 04	1.1764	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
CZ 旭辉 05	2.2924	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
CZ 旭辉 06	0.3661	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
CZ 旭辉 07	0.0601	3	1			房地产	AAA/NA		5-/5-	上交所	旭辉集团股份有限公司	22-03-23*
26 苏国 G2	32	3	1.55	26-09-18		综合投资	AAA/NA	东吴/华泰联合/中信	3-/3-	上交所	苏州国有资本投资集团有限公司	26-01-29
26 苏国 G3		7	1.9									
26 苏农 K1	2	3	1.58	26-09-22		多元金融	AAA/NA	东吴	5+/5+	上交所	苏州市农业发展集团有限公司	25-11-27*（P14）
26 晋金 03	20	3	1.68	26-09-22		多元金融	AAA/NA	中信	4/4	上交所	山西金融投资控股集团有限公司	26-06-25
26 晋金 04		5	1.8									
26 桂铁 08	5	2		26-09-23		城投	AAA/NA	东方/平安/兴业	4/4	深交所	广西铁路投资集团有限公司	26-01-07
26 扬子 G7	11.9	3	1.56	26-09-22		城投	AAA/NA	广发/国开/国泰海通/华泰联合/中金/中信建投/中信	4-/4-	上交所	南京扬子国资投资集团有限责任公司	26-03-26
26 扬子 G8		5	1.66									
26 信科 K3	8	3	1.6	26-09-21		电子通信	AAA/AAAsti	财通/华泰联合/中信	4+/4+→3-/3-	上交所	中国信息通信科技集团有限公司	25-09-18*（P12）
26 抚州 03	1	5		26-09-23		城投	AA+/NA	财信/光大/国投	4-/4-	上交所	抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	26-04-29
26 保置 04	3.13	7Y5P		26-09-22		房地产	AAA/AAA	国泰海通/华泰联合/中金/中信	4/4	上交所	保利置业集团有限公司(上海)	26-07-22
26 广城 08	21	7Y5P	1.92	26-09-18	广州越秀集团股份有限公司	房地产	AAA/AAA	中信	4+/3-	上交所	广州市城市建设开发有限公司	26-06-11
26ZTTZK2	10	5	1.77	26-09-21		基建设施	AAA/AAAsti	东方/申万宏源/中信建投	4-/4-	上交所	中铁投资集团有限公司	26-09-03

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，中金公司研究部

信用评分

- 本周未发行企业债。公司债共发行 65 支，其中 12 支为城投，发行金额 81.9 亿元，公司债发行金额 641.5291 亿元。本周企业债公司债合计发行额为 641.5291 亿元。
- 本周公司债发行人 50 家，城投发行人 9 家。

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。

- 山东港口青岛港集团是山东省国资委实际控制企业，青岛港核心运营商，区域地位较高、竞争实力强；主营业务收入增长稳定，盈利能力强，投资收益对净利润形成重要补充；盈利变现效率好转带动经营活动现金流入规模改善，不存在自由现金流缺口，未来资本开支规模或有提升；债务负担轻,流动性充裕。中金评分 3。
- 华能资本为央企华能集团下属金融控股公司，业务涵盖证券、保险、信托、租赁等；收入持续下滑，投资收益和公允价值变动收益是净利润的重要补充；资产端以各类金融资产为主，资产质量较好；杠杆率较为稳定，备用流动性充裕；母公司层面债务集中于短端而货币资金有限，不过账面的交易性金融资产可提供一定的流动性支持。中金评分 3-。
- 广州医药集团为广州市人民政府全资持有的大型医药集团，医药流通业务作为地区龙头拥有较强的竞争优势，医药制造和天然饮品板块也具有较强的品牌影响力、产品认可度以及规模优势，产品竞争力和市场地位较强。财务方面，公司近两年盈利有所下滑，2025 年经营现金流走弱，债务负担持续上升，流动性边际有所弱化。中金评分 3-。
- 中国信息通信科技集团是国务院国资委下属企业，主营业务包括移动通信、光通信、光电子和集成电路、算力与数据、网信安全和专用通信、智能化应用六大板块。收入较为稳定，期间费用对盈利形成较大侵蚀，净利润较大程度依赖投资收益及政府补助等非经常性损益。经营现金流波动明显，存在小幅自由现金流缺口。债务负担不重，内外流动性较为充裕。中金评分 3-。
- 广州轻工工贸集团是广州市国企，主营贸易、日用消费品和资产运营，收入保持增长，毛利率持续下降，非经常性损益补充净利，盈利变现效率较好，多数时间无自由现金流缺口，杠杆水平持续抬升，不过债务负担不重，货币资金可持续覆盖全部短债。中金评分 4-。
- 苏农是苏州市国资委实控国企，业务涉及融资租赁、担保、小额贷款等综合性服务。收入和盈利规模较小，盈利对非经常性项目依赖较高，资产以江苏区域类金融债权资产为主，整体资产质量尚可，但业务风险点较分散。自身内生偿债来源有限，短期周转依赖外部流动性支持。中金评分 5+。

► 本周不涉及外部评级调整。中金评分方面，中国信息通信科技集团经营较为稳定，债务不重，央企性质融资渠道通畅，本次将公司中金评分上调一小档至 3-。

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 轻工 01
发行人	广州轻工工贸集团有限公司
发行期限	3
发行额	5 亿元人民币
发行利率	1.5500%
增信方式	
信用级别	中证鹏元，AAA/NA
交易场所	深交所
主承销商	广发证券股份有限公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 9 月 17 日
行业	贸易
中金评分	4-/4-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	226.09	231.46	254.96	342.12
货币资金	71.45	70.38	68.62	61.41
净资产	140.09	150.32	161.15	208.84
总债务	5.97	8.62	10.96	37.95
短期债务	3.43	6.66	9.70	24.66
净短期债务	(68.02)	(63.72)	(58.92)	(36.75)
经营活动现金流	8.89	0.88	8.44	(0.43)
投资活动现金流	3.52	(2.09)	(7.81)	(13.27)
筹资活动现金流	(7.12)	0.65	(3.36)	2.83
主营业务收入	212.77	227.46	258.02	68.00
主营业务利润	17.58	17.18	18.98	5.21
EBITDA	8.35	8.23	5.04	NA
EBITDA(含补贴收入)	10.81	12.14	7.44	NA
EBITDA(含投资收益)	9.87	9.12	6.13	NA
净利润	7.80	11.09	7.81	1.68
主营业务利润率	8.26%	7.55%	7.36%	7.66%
主营业务收入增长率	0.88%	6.90%	13.44%	NA
总资产回报率	3.43%	4.85%	3.21%	NA
净资产收益率	5.66%	7.64%	5.01%	NA
现金收入比	106.63%	110.34%	109.58%	118.25%
经营现金流/EBITDA	106.47%	10.69%	167.46%	NA
流动比率	1.90	1.94	1.81	1.61
速动比率	1.62	1.62	1.48	1.32
应收账款周转率	24.91	19.72	17.40	NA
存货周转率	11.35	11.37	10.66	NA
资产负债率	38.04%	35.06%	36.79%	38.96%
短期债务/总债务	57.45%	77.26%	88.50%	64.98%
总债务/总资本	4.09%	5.42%	6.37%	15.38%
货币资金/短期债务	2083.09%	1056.76%	707.42%	249.03%
货币资金/总债务	1196.82%	816.47%	626.09%	161.82%
经营现金流/总债务	148.91%	10.21%	77.01%	-1.13%
EBITDA/利息支出	14.40	16.14	6.72	NA
EBITDA/总债务	1.40	0.95	0.46	NA
应付票据	2.79	2.69	5.29	6.25
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	5.89%	6.99%	9.16%	17.47%
净短期债务（含票据）	(65.37)	(61.16)	(53.72)	(31.52)

资料来源：Wind，中金公司研究部

广州轻工工贸集团有限公司

发行人简介

- **广州市国企。**公司成立于 2000 年，2002 年更为现名，全资股东为广州市政府，后经多次股权变更，截至 2026 年 6 月末，广州市政府持有公司 35.3%股权，为公司控股股东和实控人，广州产投和广州工投分别持有公司 33%和 22.5%股权。同期末公司持有核心上市子公司红棉股份（000523.SZ）27.8%股权，市值约 13 亿元。2025 年公司以 7.5 亿元收购上市公司泰慕士（001234.SH）29.99%股权，将其并表，2026 年一季度以 7.1 亿元对价通过直接持股联合表决权委托方式获得上市公司沧州明珠（002108.SZ）19.78%股权，将其并表。

- **主营贸易、日用消费品和资产运营。**2025 年前述业务的营收占比分别为 67.5%、22.3%和 4.7%，毛利占比分别为 19%、31.5%和 22.2%。（1）公司贸易业务品种涉及塑料、有色金属冶炼及延压产品、化工原料、纺织服装、金属制品、农副食品等，国内贸易和进出口贸易约各占一半，内贸板块主要涉及塑料、有色金属冶炼及压延产品、化工原料、纺织服装等，出口板块主要涉及纺织服装、化工原料、塑料等，进口板块主要涉及化工原料、农副食品及动植物油制品、塑料、纺织服装等，2025 年各业务前五大供应商占比多在 40%以上，存在一定集中度，前五大客户集中度在 15-80%左右，方差较大。（2）公司日用消费品业务包括制糖、电池、香精日化、食品饮料和电器。截至 2025 年末，公司制糖业务的年设计产能为 18 万吨。公司电池业务以外销为主、内销为辅，出口主要产品包括干电池、蓄电池、锂电池、食品和电光源产品。公司香精日化产品主要包括食品用香精、日用香精、烟用香精、香茅油系列和紫罗兰酮系列等。公司食品业务主要包括鹰金钱公司的罐头、饼干、饮料、酒、冷链食品等和广氏菠萝系列饮料、双喜啤酒、广氏干啤、广氏菠萝啤等系列产品。电器产品以电风扇和电饭煲为主，目前拥有“三角牌”、“钻石牌”两知名品牌。（3）公司资产运营业务以物业资产经营、租赁为主。截至 2025 年末，公司主要产业园出租面积为 50.98 万平方米，多数物业出租率在 90%以上。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 5 亿元，中证鹏元 2025 年 8 月首次给予主体评级 AAA 并维持。本次中金评分为 4-。

盈利和现金流

- **收入保持增长，毛利率持续下降，非经常性损益补充净利。**公司营收保持增长，因贸易、日用消费品业务毛利率持续下降，资产运营毛利率波动下降，公司整体毛利率逐年下滑。公司费用率保持在 6%左右，侵蚀较多利润。2023-2025 年公司分别获得政府补助 2.5 亿元、3.9 亿元和 2.4 亿元，同期投资收益分别为 1.5 亿元、0.9 亿元和 1.1 亿元，主要来自长期股权投资和其他权益工具投资（广州农商行、广汽集团等股权），资产处置收益分别为 2.2 亿元、0.7 亿元和 3.1 亿元，主要为名下土地被收储形成的处置收益，上述非经常性损益对净利形成补充。

- **盈利变现效率多较好，多数时间无自由现金流缺口。**以公司 2025 年 EBITDA 估计，公司年度现金流产生能力为 2.7 亿元。公司多数年份盈利变现效率保持在 100%以上，仅 2024 年因子公司集中采购原糖材料、应收账款及存货增长，经营现金流走弱。公司购建固定资产等支出在 3 亿元左右，投资现金流受对外投资影响较大，2024-2025 年流出较多主要是当年购买较多短期理财产品及 2025 年收购泰慕士股权所致，多数年份无自由现金流缺口。

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。

资本结构和偿债能力

- **杠杆水平持续抬升，债务负担不重，货币资金可持续覆盖全部短债。**公司债务规模逐年增长，净资产规模随盈利累积而扩张，增速不及债务，杠杆水平持续抬升。截至 2026 年 3 月末公司含票据债务资本比升至 17.5%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 7.5 倍，债务负担不重。此外 2026 年 4 月广州市政府还对公司货币增资 8.7 亿元，资本实力进一步增强。流动性方面，公司短债占比保持在 55%以上，不过货币资金可持续覆盖全部短债。截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信总额 131 亿元，其中 73 亿元未使用。此外，截至 2026 年 3 月末，公司存在一项已逾期对外担保，担保余额 11.5 亿元，被担保方为民企，提供股权质押作为反担保措施，关注或有负债风险。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司是广州市国企，主营贸易、日用消费品和资产运营，收入保持增长，毛利率持续下降，非经常性损益补充净利，盈利变现效率多较好，多数时间无自由现金流缺口，杠杆水平持续抬升，不过债务负担不重，货币资金可持续覆盖全部短债。综上考虑，维持公司中金评分 4-不变。

- **债项评分 4-**。本期债券无增信措施，债项评分等同于主体评分。

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 青港 01
发行人	山东港口青岛港集团有限公司
发行期限	5Y3P
发行额	21 亿元人民币
发行利率	1.5000%
增信方式	
信用级别	中诚信，AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，中泰证券股份有限公司，中信建投证券股份有限公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 9 月 17 日
行业	港口
中金评分	3/3

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	952.80	1026.04	1099.42	1152.99
货币资金	138.58	174.71	221.65	232.14
净资产	600.10	639.33	680.96	705.43
总债务	154.81	185.47	225.53	236.70
短期债务	43.21	61.84	88.77	101.43
净短期债务	(95.37)	(112.87)	(132.88)	(130.71)
经营活动现金流	34.91	74.63	86.07	40.56
投资活动现金流	(49.23)	(14.90)	(44.20)	(33.41)
筹资活动现金流	5.98	(20.48)	(14.61)	6.61
主营业务收入	203.28	211.32	209.36	118.79
主营业务利润	65.74	69.55	71.28	43.84
EBITDA	67.64	71.29	72.94	NA
EBITDA(含补贴收入)	70.39	73.13	74.92	NA
EBITDA(含投资收益)	85.58	91.63	92.64	NA
净利润	54.07	59.78	63.20	30.48
主营业务利润率	32.34%	32.91%	34.05%	36.91%
主营业务收入增长率	-8.82%	3.96%	-0.93%	NA
总资产回报率	5.85%	6.04%	5.95%	NA
净资产收益率	9.28%	9.65%	9.57%	NA
现金收入比	103.49%	104.47%	107.47%	95.65%
经营现金流/EBITDA	51.61%	104.69%	118.00%	NA
流动比率	1.80	1.90	1.97	1.79
速动比率	1.76	1.79	1.85	1.68
应收账款周转率	9.82	10.13	9.91	NA
存货周转率	18.74	10.32	5.99	NA
资产负债率	37.02%	37.69%	38.06%	38.82%
短期债务/总债务	27.91%	33.34%	39.36%	42.85%
总债务/总资本	20.51%	22.49%	24.88%	25.12%
货币资金/短期债务	320.71%	282.52%	249.69%	228.87%
货币资金/总债务	89.52%	94.20%	98.28%	98.07%
经营现金流/总债务	22.55%	40.24%	38.16%	17.14%
EBITDA/利息支出	11.39	13.79	14.98	NA
EBITDA/总债务	0.44	0.38	0.32	NA
应付票据	10.86	8.17	7.60	10.54
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	21.64%	23.25%	25.50%	25.95%
净短期债务（含票据）	(85.40)	(106.94)	(127.42)	(122.61)

资料来源：Wind，中金公司研究部

山东港口青岛港集团有限公司

发行人简介

- **山东省国资委实际控制企业**。公司前身为青岛港务局，2003 年改制为青岛港集团，2021 年更为现名，2022 年 1 月青岛市国资委将公司 51%股权无偿划转至山东省港口集团，变更后山东省港口集团 100%持有公司股权，为公司控股股东，实际控制人为山东省国资委。公司下属子公司青岛港国际股份有限公司为 A+H 股上市公司，截至 2026 年 6 月末，公司持有 54.26%股份，无质押。

- **青岛港核心运营商，区域地位较高、竞争实力强**。2025 年公司装卸、物流、工程施工、金融服务、贸易和其他业务的收入占比分别为 49.88%、33.83%、0.79%、3.46%、4.07%、7.97%，毛利润占比分别为 61.18%、25.47%、0.11%、5.15%、0.07%、8.01%。青岛港是我国北方地区重要的沿海港口和枢纽，直接经济腹地包括山东省尤其是青岛市，间接腹地包括京、津、冀、晋等。（1）2025 年青岛港口货物吞吐量和集装箱吞吐量保持全国沿海港口第四位，外贸吞吐量保持全国沿海港口第二位、北方港口第一位。公司港口业务主要分布在大港港区、前湾港区、黄岛港区和董家口四大港区和威海港区，前湾港区以集装箱为主，董家口港区以干散货为主，黄岛油港区以油品为主，大港港区主要为件杂货作业，威海港以集装箱和干散货为主。2023-2025 年，公司及其合营、联营企业货物吞吐量为 71438、74452 和 77355 万吨，集装箱吞吐量为 3002、3217 和 3420 万 TEU，货种以金属矿石、煤炭以及液体散货为主。截至 2025 年末，公司拥有生产性泊位 132 个，其中 10 万吨级以上泊位 38 个。（2）物流业务方面，运营主体是青岛港国际物流有限公司，主要包括运输、拖轮、理货、代理、场站等。（3）公司其他业务包括工程施工、金融服务、贸易、销售油电、租赁业务等。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额为 63 亿元。大公国际 2013 年 8 月首次给予主体评级 AAA 并维持，中诚信国际 2020 年 10 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分为 3。控股股东山东省港口集团有限公司目前未到期债券余额 119.6 亿元。联合资信 2021 年 12 月首次给予主体评级 AAA 并维持，东方金诚 2022 年 10 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分为 3+。

盈利和现金流

- **主营业务收入增长稳定，盈利能力强，投资收益对净利润形成重要补充**。近年来公司吞吐量稳定增长，装卸收入总体提升，2025 年物流与贸易业务收入下滑，使得公司主营业务收入边际下降，但整体仍保持波动增长态势。公司毛利率稳步提升，主营业务利润逐年增长。公司期间费用率在 10%左右，投资收益对净利润形成边际补充，净利水平逐年增长。2023-2025 年及 2026 年上半年公司投资收益分别为 18、20、20 和 6 亿元，其中 2025 年对合营企业 QQCT 在权益法下确认投资收益 12 亿元，较上年基本持平，占比较高。

- **盈利变现效率好转带动经营活动现金流入规模改善，不存在自由现金流缺口，未来资本开支规模或有提升**。公司 EBITDA 规模持续提升，2024 年起经营性应付项目明显增加带动盈利变现效率好转，经营活动现金净流入规模大幅好转、逐年增长。投资方面，2023-2025 年公司构建固定资产等长期资产的支出规模均在 30 亿元左右，较为稳定，2026 年董家口港区建设项目开工，该项支出有所提高；股权投资、金融资产、理财产品买卖导致投资活动现金流净流出规模波动较大，但近年来均不存在自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司在建项目计划总投资 14 亿元，已投资 4 亿元，拟建项目均在董家口港区琅琊台湾，计划总投资 157 亿元，未来资本开支规模或有增加。

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。

资本结构和偿债能力

- **债务负担轻，流动性充裕**。近年来公司总债务与净资产规模均有所上升，杠杆率小幅抬升，但截至 2026 年 6 月末公司债务资本比仍处于 26%的较低水平。我们以公司 2025 年的 EBITDA 计算，公司债务负担倍数为 3.25，内生偿债压力不大。流动性充足，公司短期债务占比有所提升，但账面货币资金充足，不存在净短债缺口。截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 487 亿元，尚有 407 亿元未使用，备用流动性充裕。

中金评分

- **主体评分 3**。公司是山东省国资委实际控制企业，青岛港核心运营商，区域地位较高、竞争实力强；主营业务收入增长稳定，盈利能力强，投资收益对净利润形成重要补充；盈利变现效率好转带动经营活动现金流入规模改善，不存在自由现金流缺口，未来资本开支规模或有提升；债务负担轻，流动性充裕。

- **债项评分 3**。本期债券无增信措施，债项评分与主体评分一致。

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。

华能资本服务有限公司

债券基本情况

债券简称	26 华资 01	26 华资 02
发行人	华能资本服务有限公司	
发行期限	3	5
发行额	8.5 亿元人民币	
发行利率	1.6800%	待确定
增信方式		
信用级别	中证鹏元，AAA/AAA	
交易场所	深交所	
主承销商	长城证券股份有限公司，招商证券股份有限公司，中信建投证券股份有限公司，中信证券股份有限公司	
发行日	2026 年 9 月 17 日	
行业	多元金融	
中金评分	3-/3-	

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	2454.92	2586.82	2762.60	2971.42
货币资金	206.07	261.62	308.68	414.80
净资产	804.33	826.98	856.16	860.52
总债务	1127.95	1258.36	1311.36	1419.37
短期债务	608.71	737.31	714.68	790.28
净短期债务	402.64	475.69	406.00	375.48
经营活动现金流	(22.33)	151.22	110.44	114.89
投资活动现金流	(71.92)	(101.01)	(74.62)	11.75
筹资活动现金流	97.77	17.54	36.17	8.80
主营业务收入	147.06	142.12	146.77	85.81
主营业务利润	72.95	63.91	76.36	70.60
EBITDA	23.19	16.44	17.96	NA
EBITDA(含补贴收入)	25.91	19.05	20.13	NA
EBITDA(含投资收益)	69.99	67.97	75.55	NA
净利润	53.10	45.89	54.65	27.36
主营业务利润率	49.61%	44.97%	52.03%	82.27%
主营业务收入增长率	31.79%	-3.36%	3.27%	NA
总资产回报率	2.27%	1.82%	2.04%	NA
净资产收益率	6.73%	5.63%	6.49%	NA
现金收入比	97.35%	94.21%	99.34%	98.88%
经营现金流/EBITDA	-96.29%	919.83%	614.92%	NA
流动比率	1.77	1.68	1.66	1.60
速动比率	1.77	1.68	1.66	1.60
资产负债率	67.24%	68.03%	69.01%	71.04%
短期债务/总债务	53.97%	58.59%	54.50%	55.68%
总债务/总资本	58.37%	60.34%	60.50%	62.26%
货币资金/短期债务	33.85%	35.48%	43.19%	52.49%
货币资金/总债务	18.27%	20.79%	23.54%	29.22%
经营现金流/总债务	-1.98%	12.02%	8.42%	8.09%
EBITDA/利息支出	1.46	1.08	1.28	NA
EBITDA/总债务	0.02	0.01	0.01	NA
应付票据	37.28	19.37	12.05	9.15
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	59.16%	60.70%	60.72%	62.41%
净短期债务（含票据）	439.92	495.04	418.05	384.63

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **央企华能集团下属子公司**。公司 2003 年由中国华能集团有限公司独资设立，2017 年引入中国国有企业结构调整基金、北京城建、国新盛德、云南能源金控、深圳华侨城文化集团共 5 家外部投资者增资扩股。截至目前，控股股东中国华能集团有限公司直接持股 61.22%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

- **华能集团旗下金融控股公司，业务涵盖证券、保险、信托、租赁等**。2025 年证券、保险、信托、租赁板块收入占比分别为 30.50%、40.34%、7.53%、19.09%。（1）证券业务由长城证券经营，为 A 股上市公司。2025 年，长城证券实现营业收入 51.96 亿元，实现净利润 23.52 亿元；2025 年营业收入位列行业第 26 名，净利润位列行业第 20 名，投行业务质量评价连续多年获评 A 类。2025 年财富管理、证券投资及交易业务为核心收入来源。（2）保险业务由子公司永诚财产保险股份有限公司运营，公司坚持以电力能源保险为基础，以大型商业风险保险为重点。依托股东电力行业背景优势大力发展电力能源核心业务，2025 年参与承保的装机容量占全国装机容量的 42.4%，电力能源客户保费收入占总保费收入的 43.9%；2025 年实现保险业务收入 72.55 亿元。2025 年末核心偿付能力充足率 131.41%，偿付能力维持监管合格以上水平。（3）信托业务由华能贵诚信托有限公司运营，2025 年末华能贵诚信托存续信托资产规模 6650.21 亿元，实现营业收入 31.10 亿元，净利润 12.60 亿元；2025 年末固有资产总额 330.02 亿元，固有信用风险资产余额 314.08 亿元，不良资产余额 0.18 亿元，固有资产信用风险不良率 0.06%。（4）融资租赁业务由华能天成融资租赁有限公司经营，主要从事清洁能源领域的融资租赁业务；2025 年末应收融资租赁款本金余额 658.98 亿元，业务覆盖风电、光伏、水电等能源电力领域，不良率持续为 0。（5）公司参股晋商银行股份有限公司、华西证券股份有限公司，持股比例分别为 10.28%、11.34%。

发债和评级评分历史

- 公司曾发行公司债，目前不含本期未到期债券余额 67 亿元。中诚信 2020 年 7 月首次给予主体评级 AAA 并维持；中证鹏元 2024 年 11 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2022 年 7 月由 4+上调至 3-。

- 控股股东中国华能集团有限公司目前未到期债券余额 1208.24 亿元，联合 2007 年 12 月首次给予主体评级 AAA 并维持，中金评级 2008 年 9 月由 2+下调至 2，2009 年 9 月上调至 2+。

盈利和资产结构

- **收入较为稳定，投资收益和公允价值变动收益是净利润的重要补充。**2023-2025 年公司营业总收入整体较为稳定。投资收益和公允价值变动收益是净利润的重要补充来源。2024 年受资本市场环境影响，长城证券相关经纪、资管、投行业务承压，华能贵诚信托信托业务调整，公司手续费及佣金收入有所下滑。2025 年随着市场回暖，子公司交易性金融资产公允价值变动及处置收益有所回升，2025 年投资收益 57.59 亿元、公允价值变动收益 9.28 亿元，两项合计 66.87 亿元。公司计提信用及资产减值损失，2023-2025 年信用减值损失、资产减值损失合计分别为-2.09 亿元、-2.32 亿元、-2.38 亿元，减值主要来源于应收融资租赁款等资产计提，对当期利润形成一定程度侵蚀。

- **资产端以各类金融资产为主，资产质量整体较好。**资产构成方面，截至 2025 年末公司总资产 2762.60 亿元，其中交易性金融资产 933.60 亿元，占比 33.79%，主要为长城证券、华能贵诚信托、永诚财产保险持有的债务工具、权益工具、资管及信托计划等投资；2025 年公允价值变动收益 9.28 亿元。应收融资租赁款（含一年内到期部分）合计 639.17 亿元，占

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。

总资产比重约 23.14%。货币资金 308.68 亿元，占比 11.17%，其中受限货币资金账面价值 2.85 亿元。2023-2025 年合并层面信用+资产减值损失合计分别为-2.09 亿元、-2.32 亿元、-2.38 亿元，绝对金额相对于近 2800 亿总资产体量不大，减值主要来自天成租赁应收融资租赁款。

资本结构和偿债能力

- **杠杆率较为稳定，备用流动性充裕**。我们将卖出回购金融资产款和拆入资金计入总债务。合并口径看，近年公司债务规模持续扩张，截至 2026 年 6 月末，合并口径债务资本比为 62.4%。流动性方面，公司短期债务占比偏高为 56%；公司获得充足银行授信支持，同时账面交易性金融资产可形成流动性缓冲。截至 2026 年 6 月末，交易性金融资产合计 934 亿元。2026 年 3 月末剩余授信 2074 亿元。整体备用流动性充裕，可对债务偿付形成有力支撑。

- **母公司层面债务结构偏短，货币资金规模有限，但账面交易性金融资产可提供流动性支持。**截至 2026 年 6 月末，母公司全部有息债务 102.40 亿元；本部货币资金仅 0.81 亿元，账面流动性储备弱；交易性金融资产 142.22 亿元，主要为信托、资管计划，可作为流动性补充，但产品存在期限与底层资产不确定性，本部偿债仍依赖子公司分红及外部融资。

中金评分

- **主体评分 3-**。公司为央企华能集团下属金融控股公司，业务涵盖证券、保险、信托、租赁等；收入持续下滑，投资收益和公允价值变动收益是净利润的重要补充；资产端以各类金融资产为主，资产质量较好；杠杆率较为稳定，备用流动性充裕；母公司层面债务集中于短端而货币资金有限，不过账面的交易性金融资产可提供一定的流动性支持。

- **债项评分 3-**。本期债券无增信措施，债项评分与主体评分一致。

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 信科 K3
发行人	中国信息通信科技集团有限公司
发行期限	3
发行额	8 亿元人民币
发行利率	1.6000%
增信方式	
信用级别	联合，AAA/AAAsti
交易场所	上交所
主承销商	财通证券股份有限公司，华泰联合证券有限责任公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 9 月 21 日
行业	电子通信
中金评分	4+/4+→3-/3-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	1284.61	1344.10	1354.91	1417.01
货币资金	236.04	218.13	223.96	199.08
净资产	605.63	641.53	674.24	691.65
总债务	261.31	300.78	300.99	285.77
短期债务	101.56	203.50	144.62	136.47
净短期债务	(134.48)	(14.63)	(79.34)	(62.61)
经营活动现金流	8.96	35.27	65.71	(19.73)
投资活动现金流	(22.20)	(26.26)	(0.74)	(12.64)
筹资活动现金流	24.83	(38.02)	(50.94)	2.97
主营业务收入	540.84	519.18	513.22	246.32
主营业务利润	128.23	126.42	124.22	61.68
EBITDA	33.74	39.36	35.80	NA
EBITDA(含补贴收入)	46.24	54.91	50.02	NA
EBITDA(含投资收益)	47.09	47.50	66.79	NA
净利润	18.40	15.93	22.64	11.29
主营业务利润率	23.71%	24.35%	24.20%	25.04%
主营业务收入增长率	NA	-4.00%	-1.15%	NA
总资产回报率	1.48%	1.21%	1.68%	NA
净资产收益率	3.20%	2.55%	3.44%	NA
现金收入比	104.39%	104.74%	116.38%	115.52%
经营现金流/EBITDA	26.56%	89.61%	183.55%	NA
流动比率	1.53	1.34	1.58	1.53
速动比率	1.21	1.04	1.17	1.02
资产负债率	52.85%	52.27%	50.24%	51.19%
短期债务/总债务	38.87%	67.66%	48.05%	47.76%
总债务/总资本	30.14%	31.92%	30.86%	29.24%
货币资金/短期债务	232.41%	107.19%	154.86%	145.88%
货币资金/总债务	90.33%	72.52%	74.41%	69.66%
经营现金流/总债务	3.43%	11.73%	21.83%	-6.90%
EBITDA/利息支出	3.46	3.37	4.01	NA
EBITDA/总债务	0.13	0.13	0.12	NA
应付票据	101.15	109.29	88.43	97.86
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	37.44%	39.00%	36.61%	35.68%
净短期债务（含票据）	(50.44)	71.34	(5.59)	16.59

资料来源：Wind，中金公司研究部

中国信息通信科技集团有限公司

发行人简介

- **国务院国资委下属企业**。公司于 2018 年由武汉邮电科学研究院有限公司和电信科学技术研究院有限公司实施联合重组新设成立，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，将武汉邮科院与电信科研院整体无偿划入公司。截至 2026 年 6 月末，公司注册资本 300 亿元，实收资本 111.5 亿元，国务院国资委仍持有公司 90%股权，为公司控股股东及实际控制人，全国社会保障基金理事会持有 10%股权。

- **主营业务包括移动通信、光通信、光电子和集成电路、算力与数据、网信安全和专用通信、智能化应用六大板块。**2025 年度上述六个板块贡献收入占比分别为 11.61%、28.40%、24.66%、11.93%、11.38%和 10.64%。（1）移动通信板块已拥有功能完备的 4G/5G/5G-A 商用产品，主要大客户为中国移动、中国电信和中国联通等电信运营商；2025 年移动通信板块前五大客户销售金额占销售总额比例为 67.71%；光通信产品包括光传输、光接入、光纤、光缆等产品，所需原材料中光棒、光纤主要实现自产，其余光器件、IC 芯片、电源模块及通用电子器件、PCB 板等多为市场化采购，客户以国内外大型电信运营商为主；光电子领域方面，公司是专业从事光电子器件及子系统产品研发、生产、销售及技术服务的企业，光迅科技连续十九年入选“全球光器件最具竞争力企业 10 强”；集成电路设计领域方面，公司重点布局通信 SoC 芯片、安全芯片、行业通信 SoC、特种通信 SoC 等业务，2025 年光电子和集成电路板块前五大客户销售额占该板块销售总额比例为 44.56%；算力与数据产品包括服务器、网络数通产品等，公司数通产品目前服务于国内外 40+运营商，在网设备超过 100 万端；网信安全和专用通信方面，公司为党政机关及能源、金融等重要行业领域持续提供技术产品和服务保障；智能化应用方面，业务聚焦智慧应急、智慧公安、智慧交通、车联网等领域，布局人工智能、数字孪生、卫星互联网等技术，打造形成智慧警务、智慧消防指挥等系列解决方案与软件平台。（2）股权投资方面，截至 2025 年末，公司对中芯国际的长期股权投资账面价值为 274.81 亿元，长飞光纤光缆股份有限公司投资账面价值 21.18 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 117.4 亿元。联合资信 2022 年 8 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 4+。

盈利和现金流

- **收入较为稳定，期间费用对盈利形成较大侵蚀，净利润较大程度依赖投资收益及政府补助等非经常性损益。**公司主营业务收入整体较为稳定。近三年综合毛利率基本保持稳定，分别为 24.23%、24.88%、24.73%。期间费用对盈利侵蚀较为明显，2023-2025 年合计期间费用占营业收入比重分别为 22.94%、23.47%、23.87%，占比持续走高，主要系研发费用投入规模大；扣除非经常性损益后净利润分别为 11.19 亿元、10.50 亿元、0.92 亿元，2025 年扣非净利润大幅收窄，主要是当年收到处置长期股权投资产生投资收益 17.66 亿元。公司参股中芯国际、长飞光纤光缆等企业，2023-2025 年投资收益分别为 13.35 亿元、8.14 亿元、30.99 亿元；2024 年投资收益同比下滑，主要来自中芯国际、长飞光纤的权益法核算投资收益减少；2025 年投资收益大幅抬升，包含权益法核算长期股权投资收益以及处置长期股权投资产生的收益。

- **经营现金流波动明显，存在小幅自由现金流缺口。**公司经营性现金流受阶段性备货、业务结算节奏、采购付款节奏影响较大，波动特征显著；2024 年经营活动现金流净额大幅增长，主要系烽火通信、信科移动控制付款信

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。

用期、采用多元金融产品使得采购付款减少，2025 年进一步增长得益于经营性资金回流力度加大，2026 年上半年经营现金流为负，系阶段性备货及业务结算带来的阶段性波动。公司持续对外布局，投资活动现金流持续净流出，但流出规模有所分化：2024 年加大对外投资所致；2025 年投资支付的现金有所减少。整体看持续存在小幅自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司在建工程项目较多，项目单体投资规模不大，主要在建项目预算合计数为 77.47 亿元，未来仍存在一定资本支出压力。

资本结构和偿债能力

- **债务负担不重，内外流动性较为充裕**。近年来，子公司引入少数股东资本、股本溢价增加以及对中芯国际等联营企业采用权益法核算等因素共同推动集团净资产持续增长；另一方面，受资本投入、业务扩张带来的自由现金流缺口影响，公司债务规模呈现波动扩张特征。截至 2026 年 6 月末，公司总债务 286 亿元，债务资本比 35.68%，整体债务负担处于合理水平。流动性方面，截至 2026 年 6 月末，短债占比 48%，净短债缺口 17 亿元，短期流动性压力不大。同期末，公司合并口径获得的银行授信合计 2061.66 亿元，未使用 1705.35 亿元。

中金评分

- **主体评分 3-**。公司是国务院国资委下属企业，主营业务包括移动通信、光通信、光电子和集成电路、算力与数据、网信安全和专用通信、智能化应用六大板块。收入较为稳定，期间费用对盈利形成较大侵蚀，净利润较大程度依赖投资收益及政府补助等非经常性损益。经营现金流波动明显，存在小幅自由现金流缺口。债务负担不重，内外流动性较为充裕。考虑到公司经营较为稳定，债务不重，央企性质融资渠道通畅，本次将公司中金评分上调一小档至 3-。

- **债项评分 3-**。本期债券无增信措施，债项评分与主体评分一致。

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 苏农 K1
发行人	苏州市农业发展集团有限公司
发行期限	3
发行额	2 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	东方金诚，AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	东吴证券股份有限公司
发行日	2026 年 9 月 22 日
行业	多元金融
中金评分	5+/5+

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	233.56	270.65	273.35	269.66
货币资金	34.71	31.75	29.32	20.16
净资产	69.38	78.32	84.33	85.22
总债务	140.84	171.69	170.15	165.56
短期债务	72.20	90.23	75.30	86.06
净短期债务	37.49	58.48	45.98	65.90
经营活动现金流	(21.30)	(18.03)	5.81	9.57
投资活动现金流	(7.60)	(10.72)	(7.70)	(12.37)
筹资活动现金流	24.79	29.64	(0.54)	(6.37)
主营业务收入	24.48	26.10	25.95	12.53
主营业务利润	3.81	3.34	4.31	2.22
EBITDA	0.63	0.79	1.56	NA
EBITDA(含补贴收入)	2.95	3.27	4.11	NA
EBITDA(含投资收益)	2.37	2.62	2.96	NA
净利润	1.50	2.15	2.10	1.31
主营业务利润率	15.56%	12.80%	16.61%	17.72%
主营业务收入增长率	16.54%	6.62%	-0.57%	NA
总资产回报率	0.67%	0.85%	0.77%	NA
净资产收益率	2.19%	2.91%	2.58%	NA
现金收入比	339.41%	265.25%	379.10%	304.44%
经营现金流/EBITDA	-3380.95%	-2282.28%	372.44%	NA
流动比率	1.12	1.24	1.69	1.58
速动比率	0.94	1.08	1.48	1.40
资产负债率	70.30%	71.06%	69.15%	68.40%
短期债务/总债务	51.26%	52.55%	44.26%	51.98%
总债务/总资本	67.00%	68.67%	66.86%	66.02%
货币资金/短期债务	48.07%	35.19%	38.94%	23.43%
货币资金/总债务	24.64%	18.49%	17.23%	12.18%
经营现金流/总债务	-15.12%	-10.50%	3.41%	5.78%
EBITDA/利息支出	0.62	0.75	1.63	NA
EBITDA/总债务	-	-	0.01	NA
应付票据	5.88	0.00	0.00	0.02
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	67.90%	68.67%	66.86%	66.02%
净短期债务（含票据）	43.37	58.48	45.98	65.92

资料来源：Wind，中金公司研究部

苏州市农业发展集团有限公司

发行人简介

- **苏州市属国企**。公司前身是成立于 2009 年的苏州市农业投资发展有限公司，2011 年更为现名苏州市农业发展集团有限公司，历经多轮股权变更与增资，注册资本增至 36.83 亿元。2025 年 10 月，原控股股东苏州市国资委将所持发行人 74.24%股权无偿注入苏州国有资本投资集团有限公司；截至目前，苏州国有资本投资集团有限公司持有发行人 74.24%股权，其余股东均为苏州市属地国有企业，实际控制人仍为苏州市国资委。

- **业务涉及融资租赁、担保、小额贷款、保理等**。公司是苏州市市属唯一一家提供涉农综合性服务的企业集团，业务主要包括融资租赁、担保、小额贷款和保理，2025 年收入占比分别为 15.25%、3.43%、2.48%和 7.78%，其他业务包括商品销售等。（1）融资租赁方面，子公司农发租赁主要面向“三农”开展售后回租业务，投放资产涵盖管网、医疗设备等，业务投放主要集中在江苏地区；截至 2025 年末，融资租赁本金余额 76.82 亿元，合同期限 1-3 年余额占比 99.78%，不良率 0.64%。（2）担保业务运营主体为苏州市农业融资担保有限公司（苏农担保），主要为“三农”和中小微企业提供融资性担保服务，担保期限集中在 1 年以内，客户分布于制造业、农林牧渔业、建筑业、租赁和商务服务业等行业。近年来公司担保业务规模稳步增长，2023-2025 年担保业务发生额分别为 124.93 亿元、133.64 亿元和 133.55 亿元；截至 2025 年末担保责任余额 161.30 亿元；近三年担保代偿率分别为 0.61%、1.00%和 1.38%，担保投向主要为制造业、租赁和商业服务业。2025 年末融资性担保放大倍数为 6.53 倍，应收代位追偿款余额 1.93 亿元。（3）小额贷款方面，子公司鑫鑫农贷主要面向苏州市“三农”及中小微经营主体发放贷款，业务以保证类贷款为主，贷款期限结构有所拉长，24 个月以上期限占比明显提升，客户主要分布在租赁商务服务、农林牧渔、建筑制造等行业。截至 2025 年末，公司贷款余额为 12.10 亿元，不良贷款率 0.89%，该业务是公司利息收入的主要来源。（4）保理方面，公司保理业务由农发保理、盛泽保理开展，主要面向苏州地区各类市场主体提供贸易融资、应收账款管理等服务；截至 2025 年末，保理余额为 46.72 亿元，不良率 1.70%，不良资产仅为一笔历史保理项目，无新增关注类及以下保理不良资产。

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为 43.04 亿元。东方金诚 2018 年 12 月首次给予主体评级 AA+，2023 年 12 月上调至 AAA 并维持；上海新世纪 2025 年 1 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2019 年 12 月由 4-下调至 5+。

- 控股股东苏州国有资本投资集团有限公司目前不含本期未到期债券余额为 61 亿元。中诚信国际 2024 年 5 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 3-。

盈利和现金流

- **收入和盈利规模较小，盈利对非经常性项目依赖较高**。2023 年以来公司营业收入总体保持平稳，商品销售板块占比较高，该板块系储备粮管理公司并入后形成，业务毛利率偏低，对综合毛利率形成压制。2023-2025 年，公司实现投资收益分别为 1.74 亿元、1.83 亿元、1.40 亿元，主要由理财收益、委托贷款收益以及参股企业投资收益构成，投资收益具备一定可持续性。2023-2025 年公司取得政府补贴分别为 2.28 亿元、2.41 亿元、0.63 亿元，政府补贴对公司净利润形成重要补充，补贴规模存在一定波动性。

- **资产以江苏区域类金融债权资产为主，整体资产质量尚可，但业务风险点较分散。**截至 2025 年末：融资租赁不良率 0.64%；担保业务代偿率逐年走高，应收代位追偿款 1.93 亿元，中小微主体追偿存在不确定性，依靠

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。

担保赔偿准备金缓释损失；小贷不良率 0.89%；保理不良 1.70%。现金流方面，受类金融投放模式影响，经营现金流波动大，2023-2024 年由于农发租赁投放售后回租、农发保理投放保理融资、鑫鑫农贷发放小额贷款，业务扩张阶段投放规模大，经营现金流持续净流出，2025 年转正；投资活动现金流持续净流出，主要为权益性投资和构建长期资产的支出。

资本结构和偿债能力

- **自身内生偿债来源有限，短期周转依赖外部流动性支持**。公司设立以来获得股东层面增资、股权划转等资本支持，注册资本为 36.83 亿元。但伴随业务扩张，有息负债规模持续增长，截至 2026 年 6 月末，有息负债余额 166 亿元，债务资本比 66%。公司自身盈利体量偏小，内生偿债来源有限。货币资金对有息负债覆盖水平不高。期限结构方面，短期债务占比仍偏高，截至 2026 年 6 月末，一年内到期有息负债占有息负债比重 52%，净短债缺口 66 亿元。2025 年末公司未使用授信额度 159 亿元，交易性金融资产 4.28 亿元。

中金评分

- **主体评分 5+**。公司是苏州市国资委实控国企，业务涉及融资租赁、担保、小额贷款等综合性服务。收入和盈利规模较小，盈利对非经常性项目依赖较高，资产以江苏区域类金融债权资产为主，整体资产质量尚可，但业务风险点较分散。自身内生偿债来源有限，短期周转依赖外部流动性支持。
- **债项评分 5+**。本期债券无增信措施，债项评分等同于主体评分。



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。

广州医药集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 广药 01	26 广药 02
发行人	广州医药集团有限公司	
发行期限	5Y3P	10
发行额	7.5 亿元人民币	
发行利率	待确定	2.0700%
增信方式		
信用级别	中诚信，AAA/NA	
交易场所	上交所	
主承销商	华泰联合证券有限责任公司，万联证券股份有限公司，中信建投证券股份有限公司，中信证券股份有限公司	
发行日	2026 年 9 月 22 日	
行业	医药	
中金评分	3-/3-	

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	817.15	847.61	903.57	956.04
货币资金	222.09	194.72	169.28	159.94
净资产	356.96	368.55	390.91	404.98
总债务	156.80	176.36	214.45	274.28
短期债务	98.98	123.72	147.30	180.84
净短期债务	(123.11)	(71.00)	(21.98)	20.90
经营活动现金流	40.22	34.24	(2.39)	(2.90)
投资活动现金流	(36.98)	(59.33)	(35.86)	(47.92)
筹资活动现金流	(13.05)	(7.20)	13.38	51.35
主营业务收入	756.88	752.17	779.50	422.57
主营业务利润	139.11	123.29	124.20	71.89
EBITDA	56.58	44.78	40.88	NA
EBITDA(含补贴收入)	60.36	48.85	44.91	NA
EBITDA(含投资收益)	59.44	47.73	45.73	NA
净利润	40.88	28.91	29.82	21.00
主营业务利润率	18.38%	16.39%	15.93%	17.01%
主营业务收入增长率	6.66%	-0.62%	3.63%	NA
总资产回报率	5.14%	3.47%	3.41%	NA
净资产收益率	11.97%	7.97%	7.85%	NA
现金收入比	99.77%	101.15%	96.56%	94.78%
经营现金流/EBITDA	71.09%	76.46%	-5.85%	NA
流动比率	1.51	1.46	1.53	1.59
速动比率	1.20	1.14	1.21	1.30
应收账款周转率	5.06	4.89	4.80	NA
存货周转率	5.48	5.10	4.99	NA
资产负债率	56.32%	56.52%	56.74%	57.64%
短期债务/总债务	63.13%	70.15%	68.69%	65.93%
总债务/总资本	30.52%	32.36%	35.43%	40.38%
货币资金/短期债务	224.38%	157.39%	114.92%	88.44%
货币资金/总债务	141.64%	110.41%	78.94%	58.31%
经营现金流/总债务	25.65%	19.41%	-1.11%	-1.06%
EBITDA/利息支出	10.62	8.81	7.97	NA
EBITDA/总债务	0.36	0.25	0.19	NA
应付票据	38.44	45.85	50.72	42.76
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	35.36%	37.61%	40.42%	43.91%
净短期债务（含票据）	(93.53)	(30.66)	23.82	57.73

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **广州市人民政府全资持有的企业**。公司前身为广州市医药总公司，1996 年转制成立为国有独资有限责任公司。截至 2025 年末，广东省财政厅持有发行人 10%股权，广州市人民政府持有发行人 90%股权，为公司控股股东和实控人。公司子公司广药白云山为 A 股（600332.SH）及 H 股（00874.HK）上市公司，截至 2026 年 6 月末，公司持股 45.04%，所持股份未被质押或冻结。

- **国内大型医药企业，主要业务集中在上市子公司广药白云山，拥有多个优质品牌**。公司是国内大型药业集团之一，业务主要集中在上市子公司广药白云山，母公司未从事实体业务运营。主营业务包括现代中药、化药科技、天然饮品和医药商业，2025 年占主营业务收入的比例分别为 9.0%、3.2%、12.4%和 73.1%，占毛利润的比例分别为 23.5%、11.1%、34.4%和 26.2%。现代中药板块拥有 12 家中华老字号药企，其中 10 家为百年企业，主要中药产品包括消渴丸、复方丹参片系列、板蓝根颗粒系列、清开灵系列、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒等。化学药品方面以驰名商标“抗之霸”整合抗生素药品品牌。公司及合营公司在糖尿病、心脑血管、抗菌消炎等 10 个领域形成了齐全的品种系列，拥有各类剂型 40 余种、品种规格近 2,000 个，其中 322 个品种纳入《国家医保目录》，143 个品种纳入《基药目录》。天然饮品板块主要为饮料、食品、保健品等产品的生产、研发与销售，主要从事的企业包括发行人下属子公司王老吉大健康公司及王老吉药业等，主要产品包括王老吉凉茶、灵芝孢子油胶囊、润喉糖、龟苓膏等。具有百年历史的老品牌王老吉系列产品为大健康板块主要收入来源，占其收入的 90%以上。医药板块主要经营医药流通业务，包括医药产品、医疗器械、保健品等的批发、零售与进出口业务，是华南地区医药流通的龙头企业，区域竞争优势较强。2025 年 9 月公司旗下广药二期基金拟收购南京医药 11.04%的股权，收购后将成为南京医药第二大股东，可以和公司现有业务形成协同。

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 50 亿元。2017 年 6 月中诚信给予主体评级 AAA 并保持不变。中金评分为 3-。

盈利和现金流

- **公司收入近两年波动增长，但盈利水平有所下滑。**医药商业板块带动公司近年收入总体呈现波动增长态势，但公司毛利率 2024 年下滑约 2 个百分点，导致公司销售净利率从此前的 5%左右下滑到 3.5%左右，净利润水平有所下滑，2025 年公司盈利基本与 2024 年持平。

- **历史盈利变现效率尚可，但 2025 年经营活动现金流转负，投资现金流出一直较大**。公司医药流通业务由于规模扩张持续对资金有一定占用，但其他业务现金流相对较好，历史上盈利变现效率保持较高水平，2025 年公司因合同负债大幅减少 22 亿元导致经营性现金流转负。公司每年固定资产、无形资产方面的投资规模不大，截至 2025 年末主要在建项目计划总投资额合计约 8.1 亿元，资本支出压力不大。不过股权和金融类投资对公司投资性现金流影响较大，公司近几年投资活动现金流净流出规模均较大，除 2021 年主要系参与康美重组外，其余年份主要系购买定期存款和大额存单的支出较大。

资本结构和偿债能力

- **债务负担持续上升，流动性边际有所弱化**。伴随业务规模扩张，公司近几年债务规模持续增长，且近两年增速较快。本期债券募集资金全部用于偿还有息债务，截至 2026 年 6 月末公司含票据的债务资本比为 43.91%，在医药行业中处于中等水平，但较此前上升较多。总债务是 2025 年

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。

EBITDA 的 6.7 倍，偿债能力尚可。公司近两年短期债务新增较多，此前多年不存在净短债缺口，但最近一年开始出现净短债缺口，截至 2026 年 6 月末达 57.7 亿元，流动性边际有所弱化。截至 2026 年 3 月末，公司共获得银行授信 668.8 亿元，未使用授信额度 412.9 亿元，可提供一定流动性补充。此外旗下最主要的经营主体广药白云山为上市公司，直接融资渠道也较为畅通。

中金评分

- **主体评分 3-**。公司为广州市人民政府全资持有的大型医药集团，医药流通业务作为地区龙头拥有较强的竞争优势，医药制造和天然饮品板块也具有较强的品牌影响力、产品认可度以及规模优势，产品竞争力和市场地位较强。财务方面，公司近两年盈利有所下滑，2025 年经营现金流走弱，债务负担持续上升，流动性边际有所弱化。综合考虑维持其主体评分 3-。
- **债项评分 3-**。本期债券无增信措施。

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：中金永续债评分表

	发行额（亿元）	期限	发行日	担保人	行业	外部评级（主体/债项）	中金评分（主体/债项）	起息日	首次递延日	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	会计变更赎回权	会计变更披露	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		
陕煤KY24	30	5+N	2026/9/22		煤炭	AAA/AAAsti	3-/3-	2026/9/23	2027/9/23	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
大唐YK20	25	3+N	2026/9/17		电力	AAA/AAAsti	2/2	2026/9/21	2027/9/21	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（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深能Y5	15.0	3+N	2026/9/17		电力	AAA/AAA	3/3	2026/9/21	2027/9/21	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+150bps	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（根据上级国有资产监督管理机构或其他政府机构要求进行分红、上交国有资本收益或上缴利润的情况除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26陕投Y5	15.0	5+N	2026/9/17		综合投资	AAA/AAA	4/4	2026/9/18	2027/9/18	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps	所有者权益	是	是	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定上缴国有资本收益除外）/减资	等同于发行人普通债务
26建发Y4	20	5+N	2026/9/17		房地产	AAA/AAA	4/4	2026/9/21	2027/9/21	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/减资（因员工股权激励计划导致的减资事宜除外）	等同于发行人其他同类债务
26铁四Y1	10	5+N	2026/9/22		基建设施	AAA/NA	4+/4	2026/9/23	2027/9/23	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+200bps	所有者权益	是	是	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	劣后于发行人普通债务
华能YK33	10	20+N	2026/9/22		电力	AAA/AAAsti	2+/2+	2026/9/23	2027/9/23	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港口Y3	8	2+N	2026/9/18		港口	AAA/NA	4+/4	2026/9/22	2027/9/22	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（国有独资企业上缴利润除外）/减资	劣后于发行人普通债务
26桂交Y5	8	3+N	2026/9/17		高速公路	AAA/NA	4/4	2026/9/21	2027/9/21	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（根据上级国有资产监督管理机构或其他政府机构要求进行分红、上交国有资本收益或上缴利润的情况除外）/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



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



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



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



雷文斓　分析员
SAC 执证编号：S0080518070015
wenlan.lei@cicc.com.cn



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



万筱越　分析员
SAC 执证编号：S0080522070004
xiaoyue.wan@cicc.com.cn



王若阳　分析员
SAC 执证编号：S0080523050006
ruoyang.wang@cicc.com.cn



袁文博　分析员
SAC 执证编号：S0080523060023
wenbo.yuan@cicc.com.cn



徐宇轩　分析员
SAC 执证编号：S0080525090002
yuxuan.xu@cicc.com.cn



高思平　联系人
SAC 执证编号：S0080125070082
siping.gao@cicc.com.cn

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：赵静

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。