www.research.cicc.com

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 国发 05	1	3		26-10-21		多元金融	AAA/NA	东吴	3-/3-	上交所	苏州国际发展集团有限公司	26-03-04
26 远东七	15	2Y1P	1.57	26-10-20		租赁	AAA/NA	国信/平安/申万宏源/中国银河	4-/4-	上交所	远东国际融资租赁有限公司	26-09-03
26 远东八		2	1.76									
26 川桥 01	10	5	1.7	26-10-20		基建设施	AAA/NA	国金/中信	4/4	上交所	四川路桥建设集团股份有限公司	26-04-29
26TCLK4	30	3		26-10-21		电子通信	AAA/NA	国泰海通/申万宏源/中金/中信	NA	深交所	TCL 科技集团股份有限公司	26-04-22
26TCLK5		5										
26 华电 K7	14	3		26-10-21		电力	AAA/NA	广发/华泰联合/申万宏源/兴业/中信建投	2/2	上交所	中国华电集团有限公司	26-04-01
26 桂北 K1	10	3		26-10-21		城投	AAA/NA	国开/国泰海通/华泰联合/中信建投/中信	4/4	上交所	广西北部湾投资集团有限公司	26-03-05
大唐 YK21	21	5+N	1.66	26-10-16		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	26-09-24
26 铁五 Y1	10	5+N		26-10-21		基建设施	AAA/AAA	中信建投	3-/3-→4-/5	上交所	中铁五局集团有限公司	2007 年
26 豫通 Y7	20	5+N	1.75	26-10-16		高速公路	AAA/AAA	国泰海通/平安/中金/中泰/中信	3/3	上交所	河南交通投资集团有限公司	26-03-25
26 鄂交 05	10	5	1.62	26-10-15		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 隧道 K1	20	5	1.69	26-10-15		基建设施	AAA/NA	国泰海通/瑞银/中信建投/中信	4+/4+	上交所	上海隧道工程股份有限公司	26-05-20
26 南控 02	5	5	1.7	26-10-15		城投	AAA/NA	华泰联合/中信建投	4/4	上交所	广东南海控股集团有限公司	26-04-30
26 北控 K5	20	3		26-10-21		综合	AAA/AAAsti	北京/第一	3+/3+	上交所	北京控股集	26-08-26

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个人外传、转发、售卖、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

					投资		创业/光大/华泰联合/申万宏源/首创/招商/中金/中信建投/中信			团有限公司	
26 北控 K6		10									
26 深投 11	10	5		26-10-21	综合投资	AAA/AAA	国泰海通/国信/中信建投/中信	3/3	深交所	深圳市投资控股有限公司	26-03-11
26 深投 12		10									
26 津投 11	15	5	1.65	26-10-19	城投	AAA/AAA	渤海/东吴/国泰海通/中金/中信建投/中信/中邮	4+/4+	上交所	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	26-10-14
26 津投 12		10	2.3								
26 中粮 K1	15	10	1.87	26-10-16	农业	AAA/NA	招商/中信建投/中信	3+/3+	上交所	中粮集团有限公司	26-07-08
26HDGJK3	18	3	1.48	26-10-19	电力	AAA/NA	光大/平安/申万宏源/中金/中信建投/中信	2/2	上交所	华电国际电力股份有限公司	26-07-01
26 鲁高 05	30	10	1.97	26-10-19	高速公路	AAA/NA	德邦/东方/东兴/华福/申万宏源/中泰	3-/3-	上交所	山东高速集团有限公司	26-07-22
建材 YK25	20	3+N	1.6	26-10-15	建筑建材	AAA/AAAsti	国泰海通/华泰联合/中金/中信	3+/3+	上交所	中国建材股份有限公司	26-01-22
建材 YK26		5+N	1.7								
建材 K27	30	3	1.47	26-10-20	建筑建材	AAA/AAAsti	国泰海通/申万宏源/中信建投/中信	3+/3+	上交所	中国建材股份有限公司	26-01-22
建材 K28		5									
三峡 YK03	15	3+N	1.6	26-10-19	电力	AAA/AAAsti	东方/光大/广发/国泰海通/平安/中金/中信建投/中信	1/1	上交所	中国长江三峡集团有限公司	26-04-29
26 石油 K1	50	5	1.51	26-10-16	石油	AAA/AAAsti	国泰海通/申万宏源/中信建投	1/1	上交所	中国石油天然气集团有限公司	26-10-21
26 蛇口 03	50	3	1.45	26-10-15	房地产	AAA/NA	国泰海通/兴业/招商/中金/中信建投/中信	3-/3-	深交所	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	25-06-11*（P24）
26 蛇口 04		3	1.45								
26 路桥 02	10	5	1.75	26-10-16	贸易	AAA/NA	华福/兴业	4/4	上交所	厦门路桥建设集团有限公司	26-07-22
华能 YK35	10.5	20+N	2.27	26-10-20	电力	AAA/AAAsti	长城/国开/国泰海通/国投/西南/中信建投	2+/2+	上交所	中国华能集团有限公司	26-09-16
26 中色 K3	10	3	1.6	26-10-15	有色金属	AAA/NA	长城/国泰海通/招商/中信	3-/3-	上交所	中国有色矿业集团有限公司	26-08-20
26 中色 K4		5	1.7								
26 闽能 Y1	10	3+N	1.69	26-10-16	电力	AAA/NA	华福/中信建投	4+/4	上交所	福建省能源集团有限责任公司	26-05-21
26 矿建 03	1.5	5	2.2	26-10-20	基建设施	AA+/NA	华安/天风	5+/5+	上交所	中煤矿山建设集团有限责任公司	25-10-29*（P22）

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个人客户转发、转载、传播、复制、转售、修改等，如有小道违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangle.com/pdfmaster

26 渝高 Y6	14	5+N	1.78	26-10-15		高速公路	AAA/AAA	国泰海通/申万宏源/中信建投/中信	3-/3-	上交所	重庆高速公路集团有限公司	26-03-18
26 亦庄 K7	15	10	1.97	26-10-15		综合投资	AAA/AAAsti	第一创业/国泰海通/华泰联合/平安/中金/中信建投/中信	4+/4+	上交所	北京亦庄国际投资发展有限公司	26-01-29
26 海国 09	19	5		26-10-21		城投	AAA/AAA	东方/国泰海通/中信建投/中信	3-/3-	上交所	北京市海淀区国有资本运营有限公司	26-04-15
26 海国 10		10										
26 安建 Y1	5	2+N	2.38	26-10-15		基建设施	AA+/AA+	中信建投	5/5-	上交所	安徽建工建设投资集团有限公司	25-10-29*（P12）
26 川资 01	10	7Y5P		26-10-22		资管	AAA/NA	国泰海通/申万宏源/中信	5+/5+	上交所	四川发展资产管理有限公司	25-09-11*（P26）
26 润租 GC3	5	5Y3P	1.63	26-10-20		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 安租 13	14	5Y3P	1.8	26-10-15		租赁	AAA/NA	平安	4-/4-	上交所	平安国际融资租赁有限公司	26-10-21
26 蓉产 03	10	10Y5P	1.64	26-10-20		综合投资	AAA/NA	国金/国泰海通/华泰联合/中金/中信建投/中信	4+/4+	深交所	成都产业投资集团有限公司	26-07-08
26 狮桥 04	5	2	1.9	26-10-16		租赁	AAA/AAA	国投/申港/中信/中银国际	5+/5+	上交所	狮桥融资租赁(中国)有限公司	26-06-18
26 惠州交投 07	3	5	1.69	26-10-19		城投	AAA/NA	广发/中信建投	4/4	深交所	惠州市交通投资集团有限公司	26-04-30
K26 青矩 1	0.3	1.0	1.69	26-10-19	北京中关村科技融资担保有限公司	基建设施	NA/NA	第一创业	5/4		青矩技术股份有限公司	首发*（P16）
26 舟城 01	5	5	1.68	26-10-20		城投	AA+/NA	中金/中信建投/中信	NA	上交所	舟山海城建设投资集团有限公司	25-04-16
26 南租 K1	2	2		26-10-21		租赁	AAA/AAAsti	广发/中信建投	4-/4-	上交所	南航国际融资租赁有限公司	26-02-11
26 黔高 05	20	3	1.56	26-10-15		高速公路	AAA/NA	广发/国泰海通/中金/中信建投/中信	4/4	上交所	贵州高速公路集团有限公司	26-08-26
26 黔高 06		5	1.7									
26 产融 01	3	5Y3P	1.6	26-10-19		多元金融	AAA/NA	国金/中金	4-/4-	深交所	成都产融服务控股集团有限公司	首发*（P20）

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个人客（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）。如有小道违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

G26 建租 4	8	3	1.68	26-10-13		租赁	AAA/NA	国泰海通/华泰联合/申万宏源/中金/中国银河/中信建投/中信	4-/4-	上交所	中建投租赁股份有限公司	25-12-17*（P8）
26 赣金 Y1	7	2+N	1.73	26-10-19		资管	AA+/NA	国金/兴业	5+/5-	深交所	江西省金融资产管理股份有限公司	25-07-17*（P18）
26 宁紫 01	12	5	1.85	26-10-15	南京紫金投资集团有限责任公司	多元金融	AA/AAA	中信建投	5+/4+	上交所	南京紫金资产管理有限公司	21-11-04*（P14）
26 财融 G5	10	5	2.03	26-10-15		租赁	AAA/NA	平安/中信	5+/5+	上交所	无锡财通融资租赁有限公司	25-12-03*（P10）
26 苏高 G1	3	3		26-10-22	苏州苏高新集团有限公司	城投	AA/NA	东吴	5+/4-	上交所	苏州苏高新科技产业发展有限公司	25-11-05*
26 枣矿 Y2	10	3+N	1.72	26-10-19		煤炭	AAA/NA	国泰海通/中信	4/4-	上交所	枣庄矿业(集团)有限责任公司	26-04-09
26 扬子 G9	8.1	3	1.43	26-10-16		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 天投 Y3	10	5+N	1.77	26-10-16		城投	AAA/AAA	中金/中信建投	5+/5	深交所	成都天府新区投资集团有限公司	26-07-09
26 蓉轨 04	15	10	1.95	26-10-19		城投	AAA/AAA	国泰海通/华泰联合/中金/中信建投/中信	3/3	上交所	成都轨道交通集团有限公司	26-06-17
G 风电 K1	10	5Y3P	1.58	26-10-15		电力	AAA/AAAsti	中信建投/中信	4+/4+	上交所	中节能风力发电股份有限公司	24-11-21*（P6）
G 风电 K2		5	1.7									
ZTTZYK1	10	5+N		26-10-21		基建设施	AAA/AAAsti	东方/申万宏源/中信建投	4-/5	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 66 支，其中 12 支为城投，发行金额 93.1 亿元，公司债发行金额 725.4 亿元。本周企业债公司债合计发行额为 725.4 亿元。
- 本周公司债发行人 53 家，其中 10 家为城投。
  - 招商局蛇口是招商局旗下城市综合开发运营企业，公司土储中一二线占比较高，2026 年公司销售表现稳健，拿地更为聚焦核心城市。公司目前盈利仍在走弱，现金流表现尚可。公司债务压力较轻，融资结构合理，融资成本较低，流动性压力较小。中金评分 3-。
  - 中节能风力发电为央企中节能旗下上市公司以及风电开发运营平台，近年来营收利润下滑，

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个人外传、转发、转载、存储、复制、传播、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangle.com/pdfmaster

自由现金流缺口波动，公司财务杠杆变化不大，流动性压力不大。中金评分 4+。

- 中建投租赁为中国建银投资下属企业，息差持续下降，减值损失侵蚀净利润。不良和关注类资产占比较高。2022 年以来租赁资产存量规模下降，经营现金流量净额大幅增长。资产负债期限匹配程度较差，备用流动性较充裕。中金评分 4-。
- 成都产融服务控股集团为成都产投子公司，核心业务分为融资租赁、融资担保、小额贷款三大板块。收入和盈利较稳定，资产减值损失侵蚀净利润。持续累积自由现金流缺口。资产质量一般且区域集中度较高。资本实力较强，合并和母公司层面债务负担不重，偿债压力可控。中金评分 4-。
- 中铁五局集团是中国中铁全资子公司，主营基础设施建设，2024 年来营收转为下滑，毛利率有所波动，非经常性损益侵蚀净利，盈利变现效率一般，持续存在自由现金流缺口，债务负担持续抬升，短期周转依赖外部授信。中金评分 4-。
- 无锡财通融资租赁公司为无锡市国资委实际控制企业，主营融资租赁业务，主要投放租赁和商务服务业、建筑业等，客户集中度不高。近年收入和盈利保持增长，不过规模仍有限，资产质量有所弱化。业务扩张导致持续存在大额自由现金流缺口。风险资产放大倍数有所下降，资产负债存在错配，股东支持力度较大。中金评分 5+。
- 南京紫金资产管理为南京市属企业。现阶段主要业务板块包含投资管理、不良资产处置、科技园区租赁以及典当综合服务。收入规模有限，投资收益对净利润形成重要补充。2026 年上半年退出较多，自由现金流好转。债务负担轻，但杠杆水平对新增债务敏感，流动性压力不大。中金评分 5+。
- 江西省金融资产管理是江西省地方 AMC，由江西省财政资产中心实际控制，江西省地方 AMC，近两年新增收购有所减少，资金逐渐回收。2025 年收入回落，盈利规模有限但保持稳定。2024 年以来自由现金流转正，财务杠杆下降，流动性压力有所改善。中金评分 5+。
- 中煤矿山建设集团是安徽省国资委全资下属企业，在煤矿建设领域具有较强竞争力，兼营基建、房建等，营收多有下滑，毛利率波动，盈利变现效率波动一般，持续无自由现金流缺口，债务负担边际抬升，短期周转压力不大。中金评分 5+。
- 四川发展资产管理由四川省财政厅实际控制，是四川省第一家地方 AMC，金融类不良资产收购处置业务中四川银行成立时剥离的不良资产包占比较大，非金类业务近两年增长速度较快，债务/资产重组业务规模收缩，出现部分风险项目，不过减值计提相对充分。扣除利息支出后的主营业务利润率保持在较好水平，信用减值损失侵蚀盈利，2025 年利息支出减少背景下利润有所增长；公司近几年自由现金流不存在缺口，债务规模和财务杠杆有所下降，短债占比低，流动性压力不大。中金评分 5+。
- 安徽建工建设投资集团是安徽建工下属公司，主营基建和房建，2025 年营收边际下滑，毛利率逐年抬升，减值损失侵蚀净利润，盈利变现效率波动下滑，2024 年来出现自由现金流缺口，债务资本比持续抬升，短期周转压力不大。中金评分 5。
- 青矩技术股份是无控股股东和实控人的北交所上市公司，主营造价为主的全过程工程咨询服务，兼营工程管理科技服务，营收保持增长，毛利率逐年抬升，净利规模小，盈利变现效率一般，不存在自由现金流缺口，债务负担轻，净资产规模小，货币资金可持续覆盖全部短债。中金评分 5。
- 城投方面，苏高为苏高新集团产业园区的运营主体，中金评分 5+。
- 债项方面，26 安建 Y1 为可续期公司债，偿付顺序为普通，考虑公司资质偏弱，债项评分较主体评分下调一档至 5-。26 赣金 Y1 为可续期公司债，考虑到发行人信用资质较弱且偿付顺序次级，债项评分在主体评分基础上连降两档至 5-。26 铁五 Y1 为可续期公司债，偿付顺序次级，考虑公司资质偏弱，债项评分较主体评分下调两档至 5。26 宁紫 01 担保人为南京紫

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展示给自名单客户查阅。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个人外传、转发、转载、复制、传播、复制、传播、修改等，如有小道消息行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

金投资集团有限责任公司，债项评分同担保人中金评分 4+。26 苏高 G1 担保人为苏州苏高新集团有限公司，债项评分同担保人中金评分 4+。K26 青矩 1 担保人为北京中关村科技融资担保有限公司，债项评分同担保人中金评分 4。

- 本周不涉及外部评级调整。中金评分方面，中铁五局集团有限公司因 2024 年来营收转为下滑，毛利率有所波动，非经常性损益侵蚀净利，盈利变现效率一般，持续存在自由现金流缺口，债务负担持续抬升，综合考虑将公司中金评分下调至 4-。

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个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、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。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/purmaster

债券基本情况

债券简称	G 风电 K1	G 风电 K2
发行人	中节能风力发电股份有限公司	
发行期限	5Y3P	5
发行额	5 亿元人民币	
发行利率	1.5800%	1.7000%
增信方式		
信用级别	大公，AAA/AAAsti	
交易场所	上交所	
主承销商	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 10 月 15 日	
行业	电力	
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	2026.6
总资产	420.87	440.66	443.94	456.78
货币资金	21.64	23.23	24.25	30.66
净资产	175.82	183.26	182.42	189.71
总债务	217.25	231.35	237.34	238.72
短期债务	22.75	29.17	28.87	64.05
净短期债务	1.11	5.94	4.62	33.39
经营活动现金流	33.12	33.54	39.36	14.14
投资活动现金流	(0.15)	(35.85)	(28.03)	(17.75)
筹资活动现金流	(45.83)	3.95	(10.87)	10.01
主营业务收入	51.16	50.27	44.95	21.88
主营业务利润	27.13	24.51	18.27	8.53
EBITDA	43.80	42.50	37.47	NA
EBITDA(含补贴收入)	45.12	44.17	38.84	NA
EBITDA(含投资收益)	44.22	42.52	37.48	NA
净利润	15.87	13.71	7.18	3.74
主营业务利润率	53.03%	48.76%	40.65%	38.99%
主营业务收入增长率	-2.37%	-1.74%	-10.58%	NA
总资产回报率	3.70%	3.18%	1.62%	NA
净资产收益率	9.29%	7.64%	3.93%	NA
现金收入比	87.08%	90.07%	111.23%	92.64%
经营现金流/EBITDA	75.62%	78.92%	105.04%	NA
流动比率	2.00	2.05	2.25	1.52
速动比率	1.97	2.03	2.23	1.51
应收账款周转率	0.88	0.71	0.59	NA
存货周转率	16.36	21.30	21.61	NA
资产负债率	58.22%	58.41%	58.91%	58.47%
短期债务/总债务	10.47%	12.61%	12.16%	26.83%
总债务/总资本	55.27%	55.80%	56.54%	55.72%
货币资金/短期债务	95.12%	79.64%	84.00%	47.87%
货币资金/总债务	9.96%	10.04%	10.22%	12.84%
经营现金流/总债务	15.25%	14.50%	16.58%	5.92%
EBITDA/利息支出	5.31	5.97	5.66	NA
EBITDA/总债务	0.20	0.18	0.16	NA
应付票据	1.24	1.18	0.89	0.06
永续债	3.02	3.02	3.02	2.67
债务资本比（含票据、永续）	56.18%	56.65%	57.35%	56.35%
净短期债务（含票据）	2.33	7.10	5.51	33.45

资料来源：Wind，中金公司研究部

中节能风力发电股份有限公司

发行人简介

- **央企中节能下属上市公司**。公司前身是成立于 2006 年 1 月的中节能风力发电投资有限公司，2010 年 6 月整体变更为股份有限公司并更为现名，2014 年 9 月在上交所上市（601016.SH）。截至 2026 年 6 月末，中国节能环保集团有限公司持有公司 47.72%股权，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

- **主营风力发电业务**。公司是中国节能的风电开发运营平台及重要上市子公司，截至 2025 年末，公司风电累计装机容量 614.22 万千瓦，权益装机容量 611.54 万千瓦；公司在建项目装机容量 65 万千瓦。公司风电机组主要分布在甘肃、河北、新疆等区域，存在一定区域集中风险及“弃风限电”损失风险。2023-2025 年及 2026 年 1-6 月公司分别实现上网电量 117.31、117.55、119.13 和 58.50 亿千瓦时，2023-2025 年机组平均利用小时分别为 2331、2163 和 2035 小时，同期平均上网电价分别为 479.2、473.8 和 416.5 元/兆瓦时。2024-2025 年及 2026 年 1-6 月公司弃电率分别为 10.33%、17.41%和 20.84%，走高明显。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 76.52 亿元。大公 2017 年 8 月首次给予主体评级 AA+，2026 年 6 月上调至 AAA。中金评分 2022 年 9 月由 4 上调至 4+。

- 母公司中国节能环保集团有限公司目前未到期债券余额 450.9 亿元。大公 2009 年初次给予主体评级 AA，2009 年 5 月上调至 AA+，2011 年 6 月上调至 AAA 并维持。中金评分 2011 年 7 月由 3-上调至 3。

盈利和现金流

- **营收利润均有下滑**。近年来公司上网电量趋稳，电价有下降，公司收入规模总体下降。盈利方面，2023-2025 年及 2026 年 1-6 月公司毛利率分别为 53.64%、49.38%、41.34%和 39.78%，近年来持续下滑，2025 年及 2026 年 1-6 月公司净利润同比均下滑。

- **自由现金流波动**。公司 2025 年 EBITDA 规模为 37.47 亿元，2025 年公司盈利变现效率改善。公司经营活动现金流持续净流入，公司投资活动现金流支出较大，自由现金流波动较大，2025 年不存在缺口，2026 年 1-6 月自由现金流转负。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆变化不大，股东支持尚可**。截至 2026 年 6 月末考虑 0.06 亿元应付票据和 2.67 亿元永续债后公司债务资本比为 56.35%，公司近年来财务杠杆变化不大。公司短债占比不高为 26.83%，公司账面货币资金无法覆盖短债，同期末存在 33.45 亿元净短债缺口。截至 2025 年末，公司共获得授信总额合计 541.45 亿元，其中未使用额度为 383.87 亿元，银行授信充裕。公司得到控股股东中国节能的有力支持，截至 2025 年末，中国节能下属财务公司为公司提供的授信总额为 77.71 亿元，实际发生额 21.63 亿元。2026 年 1 月公司与中国节能签订借款合同，中国节能向公司项目建设提供 9.77 亿元专项债资金借款，借款利率 2.72%，到期一次性还本，借款期限自 2026 年 1 月 6 日至 2035 年 12 月 16 日，到期时利随本清。股票认购方面，根据公司向特定对象发行 A 股股票的申报材料及其他相关公告，公司拟募集资金不超过 36.00 亿元，中国节能认购比例不低于本次发行股份总数的 31.93%，中节能资本认购比例不低于本次发行股份总数的 0.07%。

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开、转发、转载、传播、复制、转售、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

中金评分

- **主体评分 4+**。公司为央企中节能旗下上市公司以及风电开发运营平台，近年来营收利润下滑，自由现金流缺口波动，公司财务杠杆变化不大，流动性压力不大，综合考虑维持中金评分 4+不变。
- **债项评分 4+**。本次债券无担保，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个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

中建投租赁股份有限公司

债券基本情况

债券简称	G26 建租 4
发行人	中建投租赁股份有限公司
发行期限	3
发行额	8 亿元人民币
发行利率	1.6800%
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，华泰联合证券有限责任公司，申万宏源证券有限公司，中国国际金融股份有限公司，中国银河证券股份有限公司，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 10 月 13 日
行业	租赁
中金评分	4-/4-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	460.01	368.88	426.42	460.13
货币资金	22.42	17.38	23.25	13.96
净资产	72.39	75.92	79.65	82.56
总债务	349.78	266.83	320.16	351.78
短期债务	219.63	160.46	148.36	148.45
净短期债务	197.21	143.08	125.11	134.49
经营活动现金流	46.48	103.82	94.50	40.61
投资活动现金流	(0.55)	(12.16)	(132.32)	(84.67)
筹资活动现金流	(49.96)	(99.19)	43.90	32.23
主营业务收入	27.68	20.98	20.43	15.17
主营业务利润（扣除财务费用）	13.21	9.79	7.38	4.40
营业利润	4.62	4.32	4.53	3.53
净利润	3.18	3.20	3.37	2.60
主营业务利润率（扣除财务费用）	47.72%	46.66%	36.12%	29.00%
主营业务收入增长率	-17.67%	-24.21%	-2.62%	NA
主营业务收入/平均应收融资租赁款	5.98%	5.03%	3.98%	NA
平均计息负债成本率	3.71%	3.18%	2.49%	NA
净利差	2.27%	1.85%	1.49%	NA
总资产回报率	0.67%	0.77%	0.85%	NA
净资产收益率	4.35%	4.32%	4.33%	NA
现金收入比	826.45%	1069.92%	953.30%	470.47%
资产负债率	84.26%	79.42%	81.32%	82.06%
短期债务/总债务	62.79%	60.14%	46.34%	42.20%
总债务/总资本	82.85%	77.85%	80.08%	80.99%
货币资金/短期债务	10.21%	10.83%	15.67%	9.40%
(货币资金+一年内到期的非流动资产)/短债	99.88%	114.40%	79.36%	49.58%
货币资金/总债务	6.41%	6.51%	7.26%	3.97%
经营现金流/总债务	13.29%	38.91%	29.52%	11.54%
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）	82.85%	77.85%	80.08%	80.99%
净短期债务（含票据）	197.21	143.08	125.09	134.47
关注类资产占比	6.22%	8.10%	5.51%	NA
不良率	1.79%	1.45%	1.26%	NA
风险资产放大倍数	6.04	4.63	5.06	5.40

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **中国建银投资下属企业**。公司前身为友联国际租赁有限公司，2010 年中国建银投资完成对公司其他股东所持公司股份的收购，成为公司唯一股东。2015 年，公司引进 GrandLeasingHoldingsLimited（隶属凯雷投资集团）、MainStarInvestmentLimited（隶属招商局中国基金有限公司）、建投华科投资股份有限公司三家战略投资者；2026 年，外资股东全部退出，截至目前，中国建银投资通过直接及间接方式合计持有公司 100%股份，公司最终实际控制人为中国投资有限责任公司。

- **融资租赁企业，客户集中度有所提升**。2025 年公司持续压降传统售后回租业务，加大航空、航运、绿色能源领域经营性租赁业务投放，经营性租赁业务规模实现大幅增长；截至 2025 年末，融资租赁资产余额 213.10 亿元，经营租赁资产余额 137.42 亿元。行业结构方面，截至 2025 年末，装备制造、绿色低碳、消费服务、公用事业、信息技术板块在应收融资租赁款总额中占比分别为 31.34%、25.10%、17.15%、11.37%、10.75%。消费服务板块主要围绕民办教育，公司持续压降该板块业务规模，退出不符合政策要求的公立医院等项目；绿色低碳领域聚焦风电、光伏、氢能、储能等；公用事业领域涵盖水务、热力、城市基础建设，公司不再新增该板块业务，存量业务依靠自然到期实现压降。区域方面，截至 2025 年末，华东、西南、华南、华北、华中、西北占比分别为 41.27%、16.02%、15.42%、15.37%、7.00%、3.69%。2025 年末受新增航空领域头部大客户投放影响，客户集中度有所抬升，单一最大客户应收融资租赁款净额占净资产 16.15%，前十大客户应收融资租赁款净额占净资产 55.98%，单一客户指标仍满足不超过净资产 30%的融资租赁监管要求。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 121.98 亿元。中诚信国际 2017 年 3 月首次给予主体评级 AA+，2020 年 4 月上调至 AAA 并维持。中金评分 4-。

- 控股股东中国建银投资有限责任公司目前未到期债券余额 109 亿元。联合资信 2024 年 4 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 3。

盈利和现金流

- **息差持续下降，减值损失侵蚀净利润**。2024 年以来，受宏观经济环境及公司主动业务结构调整双重因素影响，公司传统融资租赁业务规模持续收缩，同时大力拓展航空、航运、绿色能源方向的经营性租赁业务，经营租赁资产规模实现大幅增长，营收下降。盈利方面，2023-2025 年，生息资产收益率分别为 5.98%、5.03%和 3.98%，计息负债成本率分别为 3.71%、3.18%和 2.49%，利差水平持续收窄至 1.5%左右。2023-2025 年公司应收融资租赁款减值损失分别为 7.22 亿元、3.01 亿元、0.62 亿元，减值计提规模明显回落，净利润保持较为稳定。

- **不良和关注类资产占比较高。**资产质量方面，2023-2025 年末，不良率分别为 1.79%、1.45%和 1.26%，关注类资产占比分别为 6.22%、8.10%和 5.51%，不良资产余额与不良率逐年回落；存量不良主要集中在制造业、医院等领域，公司主要采取沟通催收、诉讼保全、重组以及资产转让等方式处置化解风险；关注类资产主要分布于公用事业板块，西南地区以及山东地区占比相对较高。2023-2025 年公司应收融资租赁款减值损失分别为 7.22 亿元、3.01 亿元、0.62 亿元，减值计提规模明显回落；截至 2025 年末拨备覆盖率 251.71%，仍处于较高水平，风险缓冲较为充足。

- **2022 年以来租赁资产存量规模下降，经营现金流量净额大幅增长**。公司将融资租赁业务投放、回收计入经营现金流，2023-2025 年经营活动现金

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开、转发、传播、复制、转载、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

流持续大额净流入，主要来源于融资租赁业务投放收缩、存量资产回款。从资产负债表来看，2023-2025 年末，融资租赁资产余额分别为 402.62 亿元、297.91 亿元、213.10 亿元；2025 年末经营租赁资产余额达 137.42 亿元，较 2023 年末实现大幅增长。

资本结构和偿债能力

- **资产负债期限匹配程度较差，备用流动性较充裕。**2024 年末得益于资产规模的收缩和自由现金流的净流入，公司债务规模有所下降，2025 年后重新上行。截至 2026 年 6 月末，公司债务资本比为 81%，风险资产放大倍数为 5.4 倍。流动性方面，2026 年 6 月末，公司短债占比 42%，货币资金和一年内到期的非流动资产对短债的覆盖程度为 50%，资产负债期限匹配程度较差。目前公司净短债规模为 134 亿元。截至 2025 年末，公司获得银行授信 812 亿元，其中 639 亿元未使用。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司为中国建银投资下属企业，息差持续下降，减值损失侵蚀净利润。不良和关注类资产占比较高。2022 年以来租赁资产存量规模下降，经营现金流量净额大幅增长。资产负债期限匹配程度较差，备用流动性较充裕。

- **债项评分 4-**。本期债券无担保，债项评分同主体评分。

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个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 财融 G5
发行人	无锡财通融资租赁有限公司
发行期限	5
发行额	5 亿元人民币
发行利率	2.0300%
增信方式	
信用级别	AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	平安证券股份有限公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 15 日
行业	租赁
中金评分	5+/5+

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	434.63	488.45	517.39	515.52
货币资金	23.04	31.46	50.45	33.58
净资产	96.14	125.03	126.27	129.73
总债务	332.09	358.33	378.55	374.76
短期债务	211.67	245.37	275.75	246.40
净短期债务	188.63	213.91	225.30	212.82
经营活动现金流	10.12	9.01	19.45	6.06
投资活动现金流	(89.38)	(42.14)	(14.34)	(22.05)
筹资活动现金流	86.90	41.47	13.81	(0.78)
主营业务收入	26.45	30.42	31.61	14.28
主营业务利润（扣除财务费用）	12.58	12.95	13.60	6.47
营业利润	9.11	8.65	9.18	4.19
净利润	7.17	6.77	6.76	3.11
主营业务利润率（扣除财务费用）	47.56%	42.57%	43.02%	45.31%
主营业务收入增长率	52.98%	15.01%	3.91%	NA
主营业务收入/平均应收融资租赁款	7.61%	6.87%	6.40%	NA
平均计息负债成本率	4.79%	4.81%	4.34%	NA
净利差	2.82%	2.06%	2.06%	NA
总资产回报率	1.93%	1.47%	1.34%	NA
净资产收益率	8.86%	6.12%	5.38%	NA
现金收入比	103.93%	100.62%	115.47%	109.31%
资产负债率	77.88%	74.40%	75.59%	74.84%
短期债务/总债务	63.74%	68.48%	72.84%	65.75%
总债务/总资本	77.55%	74.13%	74.99%	74.28%
货币资金/短期债务	10.88%	12.82%	18.30%	13.63%
(货币资金+一年内到期的非流动资产)/短债	66.97%	70.08%	75.58%	74.62%
货币资金/总债务	6.94%	8.78%	13.33%	8.96%
经营现金流/总债务	3.05%	2.51%	5.14%	1.62%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	26.00	24.00	24.00
债务资本比（含票据、永续）	77.55%	79.51%	79.74%	79.04%
净短期债务（含票据）	188.63	213.91	225.09	212.82
关注类资产占比	2.84%	2.99%	2.50%	NA
不良率	0.79%	1.23%	1.21%	NA
风险资产放大倍数	4.28	3.66	3.70	3.71

资料来源：Wind，中金公司研究部

无锡财通融资租赁有限公司

发行人简介

- **无锡市国资委实际控制企业。**公司为中外合资融资租赁企业，由无锡市建融实业有限公司、锡金国际有限公司等主体出资设立，无锡市建融实业有限公司、锡金国际有限公司均为无锡市建设发展投资有限公司全资子公司，另有少量股份由无锡君来酒店管理集团有限公司下属主体持有；无锡建发由无锡市国资委持股 51.18%、无锡城建发展集团有限公司持股 48.82%，公司实际控制人为无锡市国资委。

- **主营融资租赁业务，主要投放租赁和商务服务业、建筑业等，客户集中度不高。**公司主营融资租赁业务，业务模式以售后回租为主，同时积极布局经营性租赁业务；业务存在一定行业及区域集中度，客户主要为国有企业、上市公司及其供应链上下游资质较好的企业。2023-2025 年，公司签订并投放合同本金金额分别为 224.08 亿元、204.50 亿元和 205.19 亿元。截至 2025 年末，公司应收融资租赁款净额 459.57 亿元。行业分布来看，截至 2025 年末，租赁和商务服务业、建筑业、农林牧渔业、科学研究和技术服务业、水利环境和公共设施管理业占比分别为 41.25%、16.41%、10.55%、8.30%、3.90%。区域分布以江苏省为主，截至 2025 年末江苏省内应收融资租赁款净额占比 50.15%，浙江、山东、安徽、四川占比分别为 14.67%、6.00%、5.71%、5.49%。租赁项目期限一般不超过 8 年，以 3-5 年为主。集中度方面，截至 2025 年末，公司最大单一、前十大客户应收融资租赁款净额分别为 7.08 亿元和 40.46 亿元，分别占净资产的 5.61%和 32.04%，客户集中度较上年有所下降，整体处于可控区间。

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 167.71 亿元。中诚信国际 2021 年 7 月首次给予主体评级 AA+，2023 年 6 月上调至 AAA 并维持。中金评分 2023 年 7 月由 5 上调至 5+。

盈利和现金流

- **近年收入和盈利保持增长不过规模仍有限，资产质量有所弱化。**公司业务规模持续增长，收入保持增长，但受投资收益下滑影响盈利水平有所承压。根据报告数据，2023-2025 年生息资产收益率分别为 7.61%、6.87%和 6.40%，计息负债成本率分别为 4.79%、4.81%和 4.34%。资产质量方面，2023-2025 年应收融资租赁款不良率分别为 0.79%、1.23%和 1.21%，关注类资产占比分别为 2.84%、2.99%和 2.50%。截至 2025 年末，不良类和关注类资产分别为 5.58 亿元和 11.47 亿元。不良资产中主要为陕西省某文旅类企业项目及广东省某物流公司项目，均设有担保及土地抵押，减值准备计提比例约 90%。关注类资产承租人主要涉及部分山东省国有企业，均设置了保证或抵押等增信措施。2023-2025 年分别计提应收融资租赁款减值损失 3.08 亿元、6.49 亿元和 3.77 亿元；2024 年计提规模较高，2025 年计提有所回落，截至 2025 年末拨备覆盖率提升至 352.88%，拨备计提较为充足。

- **业务扩张导致持续存在大额自由现金流缺口。**公司将收到的融资租赁利息收入计入经营现金流，将融资租赁业务的本金投放和收回计入投资现金流。近年公司业务持续扩张，投资现金流大幅净流出，2023-2025 年末应收融资租赁款净额分别为 389.46 亿元、437.33 亿元、459.57 亿元，规模逐年抬升。2023-2025 年经营活动净现金流分别为 10.12 亿元、9.01 亿元、19.45 亿元；投资活动净现金流分别为-89.38 亿元、-42.14 亿元、-14.34 亿元，持续大额净流出，业务扩张带来较大的资金消耗。

资本结构和偿债能力

- **风险资产放大倍数有所下降，资产负债存在错配，股东支持力度较大。**

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开、转发、转载、传播、复制、镜像、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangfile.com/pdfmaster/

2023 年股东对公司增资 12 亿元，2024 年公司发行可续期公司债计入其他权益工具余额为 26.00 亿元，公司净资产规模增长。我们在计算总债务时将其他应付款包含在内，主要是无锡建发以及其他关联方的借款，2025 年末为 154 亿元。持续的自由现金流缺口推动公司债务规模逐年增长。截至 2026 年 6 月末，公司债务资本比 79%，2023-2025 年末和 2026 年 6 月末风险资产放大倍数分别为 4.28、3.66、3.70 和 3.71 倍，受益于股东注资及其他权益工具增长，风险资产放大倍数有所下降。短期流动性方面，考虑其他应付款后净短债规模整体有所增长，2026 年 6 月末为 213 亿元，同期末 134 亿元，资产负债期限有所错配。截至 2025 年末，公司获得金融机构授信额度 303 亿元，其中 165 亿元未使用。

中金评分

- **主体评分 5+**。公司为无锡市国资委实际控制企业，主营融资租赁业务，主要投放租赁和商务服务业、建筑业等，客户集中度不高。近年收入和盈利保持增长，不过规模仍有限，资产质量有所弱化。业务扩张导致持续存在大额自由现金流缺口。风险资产放大倍数有所下降，资产负债存在错配，股东支持力度较大。
- **债项评分 5+**。本期债券无担保，债项评分同主体评分。

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个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 安建 Y1
发行人	安徽建工建设投资集团有限公司
发行期限	2+N
发行额	5 亿元人民币
发行利率	2.3800%
增信方式	
信用级别	东方金诚，AA+/AA+
交易场所	上交所
主承销商	中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 15 日
行业	基建设施
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	151.11	200.64	234.08	223.61
货币资金	35.65	34.90	28.26	13.35
净资产	37.34	39.00	40.54	40.32
总债务	18.68	27.74	32.13	32.12
短期债务	7.86	16.38	18.83	19.57
净短期债务	(27.79)	(18.52)	(9.43)	6.22
经营活动现金流	5.29	0.48	1.30	(6.81)
投资活动现金流	(1.34)	(2.15)	(11.48)	(9.00)
筹资活动现金流	11.47	1.08	1.98	1.35
主营业务收入	104.94	111.44	96.45	25.10
主营业务利润	9.46	11.07	11.22	4.72
EBITDA	5.72	6.51	6.52	NA
EBITDA(含补贴收入)	5.86	6.51	6.55	NA
EBITDA(含投资收益)	5.56	6.75	6.74	NA
净利润	2.20	2.78	2.93	0.97
主营业务利润率	9.01%	9.93%	11.63%	18.80%
主营业务收入增长率	13.51%	6.19%	-13.45%	NA
总资产回报率	1.71%	1.58%	1.35%	NA
净资产收益率	7.46%	7.28%	7.37%	NA
现金收入比	74.90%	61.25%	79.46%	134.26%
经营现金流/EBITDA	92.48%	7.37%	19.94%	NA
流动比率	1.25	1.15	1.13	1.12
速动比率	1.24	1.15	1.13	1.12
应收账款周转率	2.41	1.77	1.35	NA
存货周转率	66.71	136.42	126.06	NA
资产负债率	75.30%	80.57%	82.68%	81.97%
短期债务/总债务	42.08%	59.05%	58.61%	60.93%
总债务/总资本	33.35%	41.56%	44.21%	44.34%
货币资金/短期债务	453.56%	213.06%	150.08%	68.22%
货币资金/总债务	190.85%	125.81%	87.96%	41.56%
经营现金流/总债务	28.32%	1.73%	4.05%	-21.20%
EBITDA/利息支出	8.17	5.81	10.35	NA
EBITDA/总债务	0.31	0.23	0.20	NA
应付票据	2.50	1.15	2.14	2.43
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	36.20%	42.55%	45.81%	46.15%
净短期债务（含票据）	(25.32)	(17.41)	(9.58)	7.67

资料来源：Wind，中金公司研究部

安徽建工建设投资集团有限公司

发行人简介

- **安徽建工下属公司**。公司前身为 1993 年组建的安徽省公路勘测设计院经济技术开发公司，2002 年改制，2007 年公司划入安徽建工集团有限公司，2019 年公司实施债转股，引入安徽省中安金融资产管理股份有限公司作为股东，持股 27.34%，2022 年引入股东工银资产，中安资产股权转让至安徽建工。截至 2026 年 6 月末，安徽建工集团股份持有公司 70.16%股权，为公司控股股东，工银资产持有剩余股权，公司实控人为安徽省国资委。

- **主营基建和房建**。2025 年前述业务的营收占比分别为 90.4%和 7.3%，毛利占比分别为 90.4%和 1.7%。公司基础设施建设与投资涵盖市政公用工程、公路工程、水利水电工程、港口与航道工程施工总承包，公路路面工程、公路路基工程、桥梁工程、隧道工程专业承包。房建工程涵盖建筑工程、机电安装工程施工总承包，建筑装修装饰工程、钢结构工程、消防设施工程专业承包等。公司基金业务的主要经营模式包括单一施工模式、PPP 和 EPC。2023-2025 年公司的基建新签合同额分别为 154 亿元、174 亿元和 325 亿元，其中公路桥梁占比在 45-95%左右，市政工程占比在 5-50%左右，区域上安徽省内占比在 50-90%左右。截至 2026 年 6 月末，公司在手未完工基建合同额为 228 亿元，其中路桥工程和市政工程分别占比 88%和 12%；公司在手 PPP 项目 2 个，合同约定总投资 19.8 亿元，已投资 17.8 亿元，已回款 2.4 亿元。2023-2025 年公司的房建新签合同额分别为 15.6 亿元、27.6 亿元和 3.6 亿元，安徽省内占比超 95%。截至 2026 年 6 月末，公司在手房建未完工合同额仅 6.3 亿元。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额为 10 亿元。东方金诚 2024 年 11 月首次给予主体评级 AA+。中金评分 5。

- 控股股东安徽建工集团股份有限公司目前未到期债券 36.94 亿元。东方金诚 2024 年 5 月将主体评级由 AA+上调至 AAA 并维持；中诚信 2022 年 7 月首次给予主体评级 AA+并维持。中金评分 5+。

盈利和现金流

- **2025 年营收边际下滑，毛利率逐年抬升，减值损失侵蚀净利润**。2024 年来基建业务持续收缩，2024 年房建带动营收增长，2025 年房建转为收缩，拖累整体营收转为下滑。公司 2023 年-2026 年上半年计提资产及信用减值损失 2.2 亿元、2.4 亿元、2.2 亿元和 1.5 亿元。

- **盈利变现效率波动下滑，2024 年来出现自由现金流缺口**。我们按照 2025 年 EBITDA 计算，公司每年产生经营现金流的能力约 5.7 亿元。随着应收账款、合同资产增长，公司盈利变现效率波动下滑。2024 年来下滑较多主要是公司垫资增加、工程项目回款较慢所致。公司投资现金流受对外投资影响较大，2024 年起出现自由现金流缺口，2025 年投资现金流流出较多主要是公司将资金归集至控股股东所致。

资本结构和偿债能力

- **债务资本比持续抬升，短期周转压力不大**。公司债务规模 2024 年来抬升较多，净资产规模随盈利累积而扩张，增速慢于债务，财务杠杆持续抬升。截至 2026 年 6 月末，公司考虑票据后的债务资本比为 46.2%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 4.9 倍，偿债压力尚可。流动性方面，公司短债占比升至 60%左右，扣除 2 亿元受限货币资金后净短债缺口约 10 亿元。截至 2026 年 6 月末，公司共获得银行授信 49.7 亿元，其中 27.5 亿元没有使用，可覆盖全部净短债。

中金评分

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个人发送、转发、转载、存储、复制、传播；修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

- **主体评分 5**。公司是安徽建工下属公司，主营基建和房建，2025 年营收边际下滑，毛利率逐年抬升，减值损失侵蚀净利润，盈利变现效率波动下滑，2024 年来出现自由现金流缺口，债务资本比持续抬升，短期周转压力不大。综合考虑，维持公司中金评分 5 不变。
- **债项评分 5-**。本期债券无增信措施。本期债券为可续期债券。债券设有续期选择权和延期支付利息权。以每 2 个计息年度为 1 个周期，每个周期末，发行人可选择将期限延长 1 个周期。如未发生向股东分红和减少注册资本事件，则可以递延利息。票息方面，首个周期的票面利率为初始基准利率+初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率+初始利差+300bp。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人其他同类型待偿还债务融资工具。考虑公司资质偏弱，债项评分较主体评分下调一档至 5-。

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个人（转发、转载、传播）、复制、传播、修改等，如有非法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanfamine.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 宁紫 01
发行人	南京紫金资产管理有限公司
发行期限	5
发行额	12 亿元人民币
发行利率	1.8500%
增信方式	南京紫金投资集团有限责任公司
信用级别	中诚信，AA/AAA
交易场所	上交所
主承销商	中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 15 日
行业	多元金融
中金评分	5+/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	2026.6
总资产	60.33	66.12	74.13	72.79
货币资金	2.55	3.11	1.75	4.26
净资产	29.84	30.38	31.23	31.65
总债务	10.48	12.94	17.07	16.51
短期债务	0.00	2.90	17.07	13.79
净短期债务	(2.55)	(0.21)	15.32	9.53
经营活动现金流	(0.31)	(2.01)	(6.19)	(0.31)
投资活动现金流	(0.86)	0.81	1.45	3.56
筹资活动现金流	(0.15)	1.76	3.37	(0.74)
主营业务收入	4.47	1.64	1.83	1.00
主营业务利润	1.10	1.11	1.22	0.70
EBITDA	1.16	1.13	1.25	NA
EBITDA(含补贴收入)	1.17	1.14	1.26	NA
EBITDA(含投资收益)	1.92	2.32	2.23	NA
净利润	1.18	1.30	1.46	0.63
主营业务利润率	24.61%	67.68%	66.67%	70.00%
主营业务收入增长率	105.45%	-63.31%	11.59%	NA
总资产回报率	1.96%	2.06%	2.08%	NA
净资产收益率	4.01%	4.32%	4.74%	NA
现金收入比	124.83%	101.83%	99.45%	211.00%
经营现金流/EBITDA	-26.72%	-177.88%	-495.20%	NA
流动比率	3.38	1.72	0.78	0.83
速动比率	2.61	1.72	0.78	0.83
资产负债率	50.54%	54.05%	57.88%	56.52%
短期债务/总债务	0.00%	22.41%	100.00%	83.53%
总债务/总资本	25.99%	29.87%	35.34%	34.28%
货币资金/短期债务	NA	107.24%	10.25%	30.89%
货币资金/总债务	24.33%	24.03%	10.25%	25.80%
经营现金流/总债务	-2.96%	-15.53%	-36.26%	-1.88%
EBITDA/利息支出	3.22	2.76	3.47	NA
EBITDA/总债务	0.11	0.09	0.07	NA
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	25.99%	29.87%	35.34%	34.28%
净短期债务（含票据）	(2.55)	(0.21)	15.32	9.53

资料来源：Wind，中金公司研究部

南京紫金资产管理有限公司

发行人简介

- **南京市属企业**。发行人前身是成立于 1987 年 10 月的南京市投资公司，2014 年完成改制更名为南京紫金资产管理有限公司；截至目前，南京紫金投资集团有限责任公司持有公司 100%股权，公司实际控制人为南京市国资委。

- **国有资产运营平台**。公司是南京市重要的国有资产经营管理与不良资产处置平台，现阶段主要业务板块包含投资管理、不良资产处置、科技园区租赁以及典当综合服务；其中投资管理业务收益在报表体现为投资收益，不良资产处置、科创园区运营、典当综合服务体现在营业收入。（1）投资管理业务方面，公司投资标的集中于能源、金融、科技领域；母公司投资组合包含长期股权投资、交易性金融资产、其他权益工具投资等，截至 2025 年末，母公司直接持有南京证券、华能国际、国睿科技等 7 家上市公司股权，所持上市公司股权在投资组合中占比 19.20%，市值 60 亿元；同时持有 4 支稳定收益型公募基金产品，原始投资成本合计 0.46 亿元，市值合计 0.72 亿元。非上市股权投资包含长期持有的产业基石类投资，主要投向能源、科技等成熟行业。（2）公司不良资产处置业务尚未取得地方 AMC 牌照，现阶段主要通过自主收购及合作收购模式开展业务，同时拓展非金债权、破产重整、共益债投资等创新业务。截至 2025 年末，公司持有资产包共计 46 个，资产规模合计 33.94 亿元，购买成本 20.32 亿元，已收回资金 3.25 亿元；其中 2025 年新购入资产包 29 个，资产规模合计 21.04 亿元，购买成本 11.64 亿元，2025 年资产包处置业务实现收入 1.06 亿元，同比增长 55.88%。（3）租赁业务方面，公司运营紫金研发创业中心一至四期物业；受企业退租、市场环境变化影响，园区出租率及租金水平有所承压。截至 2025 年末，一期 1 号楼处于维修空置状态；二期可租面积 1.68 万平方米，出租率 95.82%；三期可租面积 4.09 万平方米，出租率 89.00%；四期可租面积 5.69 万平方米，出租率 79.00%；2025 年新签租金标准较 2024 年下降 12-30%。此外公司在建紫金研发创业中心雨花园项目，规划总建筑面积 15.2 万平方米，计划 2026 年投入使用，后续需要关注项目招商运营情况。

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为 22 亿元。中诚信国际 2020 年 6 月首次给予主体评级 AA 并维持。中金评分为 5+。

- 担保人南京紫金投资集团有限责任公司曾多次发行债券，目前不含本期未到期债券余额为 111.79 亿元，中诚信国际 2014 年 4 月首次给予主体评级 AA+，2015 年 6 月上调至 AAA 并维持，中金评级为 4+。

盈利和现金流

- **收入规模有限，投资收益对净利润形成重要补充。**公司不良资产处置收益存在一定波动性，科创园区租赁、股权分红收益相对稳健。近年公司主业营业收入规模仅 1.6-1.8 亿元，2023-2025 年及 2026 年上半年投资收益分别为 0.76 亿元、1.19 亿元、0.98 亿元、0.30 亿元，叠加投资收益后，整体净利润规模仍然有限。

- **2026 年上半年退出较多，自由现金流好转。**现金流波动大，受不良资产收购支出影响，经营现金流持续承压。公司经营活动现金流受不良资产包购置支出扰动明显，2023-2025 年经营活动净现金流持续净流出。投资活动现金流主要受股权投资、基金出资及收到分红影响，2024-2025 年保持净流入，2026 年上半年退出较多，自由现金流好转。

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个人外传、转发、转载、传播、复制、转售、修改等，如有非法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

担保人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	1275.41	1601.70	1870.76	1911.46
货币资金	159.51	234.59	301.27	309.20
净资产	610.72	793.15	867.24	890.06
总债务	446.03	574.68	726.13	688.10
短期债务	208.61	256.56	325.71	239.30
净短期债务	49.10	21.97	24.44	(69.90)
经营活动现金流	(48.35)	45.20	(54.79)	(34.32)
投资活动现金流	26.66	(23.56)	(2.08)	9.30
筹资活动现金流	13.28	60.04	124.15	69.67
主营业务收入	58.47	53.94	53.89	25.47
主营业务利润	38.66	35.15	36.02	17.71
EBITDA	20.13	16.22	17.28	NA
EBITDA(含补贴收入)	21.20	16.76	18.23	NA
EBITDA(含投资收益)	54.04	57.81	63.17	NA
净利润	44.78	50.77	55.01	24.01
主营业务利润率	66.12%	65.16%	66.84%	69.53%
主营业务收入增长率	52.07%	-7.75%	-0.09%	NA
总资产回报率	3.71%	3.53%	3.17%	NA
净资产收益率	7.61%	7.23%	6.63%	NA
现金收入比	161.70%	343.17%	374.97%	299.10%
经营现金流/EBITDA	-240.19%	278.67%	-317.07%	NA
流动比率	1.24	1.62	1.49	1.75
速动比率	1.08	1.48	1.37	1.63
资产负债率	52.12%	50.48%	53.64%	53.44%
短期债务/总债务	46.77%	44.64%	44.86%	34.78%
总债务/总资本	42.21%	42.01%	45.57%	43.60%
货币资金/短期债务	76.46%	91.44%	92.50%	129.21%
货币资金/总债务	35.76%	40.82%	41.49%	44.94%
经营现金流/总债务	-10.84%	7.87%	-7.55%	-4.99%
EBITDA/利息支出	5.96	4.58	4.66	NA
EBITDA/总债务	0.05	0.03	0.02	NA
应付票据	0.48	0.30	0.50	1.60
永续债	30.00	40.00	30.00	30.00
债务资本比（含票据、永续）	45.07%	44.95%	47.47%	45.56%
净短期债务（含票据）	49.58	22.27	24.94	(68.30)

资料来源：Wind，中金公司研究部

资本结构和偿债能力

- **债务负担轻，但杠杆水平对新增债务敏感，流动性压力不大**。公司账面债务规模不大。2026 年 6 月末总债务规模 16.5 亿元，债务资本比 34.28%。债务负担轻，但由于净资产规模很小，杠杆水平对新增债务敏感。流动性方面，公司短债规模小，短债占比 85%，净短债缺口 9 亿元。债务基本集中在母公司，偿债指标方面，截至 2025 年末母公司口径债务均为短期债务，债务规模较小，所持有的投资组合资产可提供流动性支持。此外，截至 2026 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信 18.00 亿元，未使用授信额度 11.65 亿元，尚有一定备用流动性。

增信措施

- **本期债券由南京紫金投资集团有限责任公司提供不可撤销连带责任保证担保，担保人中金评分 4+。**担保人由南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司 100%持股，实际控制人为南京市国资委，是南京市属重要综合性金融投资控股平台；业务布局金融、实业股权投资、科创基金、地产载体运营等板块，拥有银行、证券、信托、担保、小贷等多元金融牌照，旗下紫金资管开展不良资产处置、能源股权投资、科创园区运营，创投集团负责政府产业基金运作，金融城公司开展商业地产开发运营，投资标的覆盖金融、能源、科技等多个领域，投资组合中上市公司股权占比较高，资产整体流动性较好，但同时面临资本市场波动、信托地产类项目、子公司管理难度较大等经营压力；盈利方面，公司利润高度依赖参控股企业分红及权益法核算的投资收益，2023-2025 年合并净利润分别为 44.78 亿元、50.77 亿元、55.01 亿元，盈利规模较强，但合并经营活动现金流波动较大，多次出现大额净流出，盈利易受资本市场行情波动影响；偿债层面，截至 2026 年 6 月末合并总债务 688 亿元，债务资本比 46%，短债占比 35%，货币资金可以覆盖短期债务，2026 年 3 月末剩余可使用授信额度 172.10 亿元。银行备用授信较为充足。

中金评分

- **主体评分 5+**。公司为南京市属企业。现阶段主要业务板块包含投资管理、不良资产处置、科技园区租赁以及典当综合服务。收入规模有限，投资收益对净利润形成重要补充。2026 年上半年退出较多，自由现金流好转。债务负担轻，但杠杆水平对新增债务敏感，流动性压力不大。

- **债项评分 4+**。债项评分同担保人中金评分。

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开、转发、转载、传播、复制、转售、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

青矩技术股份有限公司

债券基本情况

债券简称	K26 青矩 1
发行人	青矩技术股份有限公司
发行期限	1.00
发行额	0.3 亿元人民币
发行利率	1.6900%
增信方式	北京中关村科技融资担保有限公司
信用级别	NA/NA
交易场所	北交所
主承销商	第一创业证券承销保荐有限责任公司
发行日	2026 年 10 月 19 日
行业	基建设施
中金评分	5/4

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	2026.6
总资产	14.24	15.55	16.24	14.09
货币资金	4.13	3.23	3.03	1.55
净资产	9.15	9.98	10.91	10.52
总债务	0.42	0.60	0.59	0.62
短期债务	0.42	0.60	0.54	0.62
净短期债务	(3.71)	(2.63)	(2.49)	(0.93)
经营活动现金流	1.19	1.22	1.79	(0.97)
投资活动现金流	(0.67)	(1.17)	(0.85)	0.70
筹资活动现金流	1.00	(1.05)	(1.22)	(1.23)
主营业务收入	9.38	9.59	9.67	3.51
主营业务利润	4.21	4.42	4.60	1.63
EBITDA	2.59	2.80	3.18	NA
EBITDA(含补贴收入)	2.63	2.85	3.20	NA
EBITDA(含投资收益)	2.82	2.84	3.19	NA
净利润	2.00	1.83	1.84	0.67
主营业务利润率	44.88%	46.09%	47.57%	46.44%
主营业务收入增长率	13.29%	2.24%	0.83%	NA
总资产回报率	15.99%	12.29%	11.58%	NA
净资产收益率	27.12%	19.13%	17.62%	NA
现金收入比	92.54%	92.28%	97.31%	94.59%
经营现金流/EBITDA	45.95%	43.57%	56.29%	NA
流动比率	2.51	2.53	2.86	3.66
速动比率	2.49	2.51	2.84	3.64
应收账款周转率	4.48	4.45	4.20	NA
存货周转率	60.12	56.78	55.67	NA
资产负债率	35.74%	35.88%	32.82%	25.34%
短期债务/总债务	100.00%	100.00%	91.53%	100.00%
总债务/总资本	4.39%	5.67%	5.13%	5.57%
货币资金/短期债务	983.33%	538.33%	561.11%	250.00%
货币资金/总债务	983.33%	538.33%	513.56%	250.00%
经营现金流/总债务	283.33%	203.33%	303.39%	-156.45%
EBITDA/利息支出	129.50	93.33	106.00	NA
EBITDA/总债务	6.17	4.67	5.39	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）	4.39%	5.67%	5.13%	5.57%
净短期债务（含票据）	(3.93)	(2.77)	(2.64)	(1.05)

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **无控股股东和实控人的北交所上市公司。**公司前身是成立于 2001 年的北京天职工程咨询有限公司，2015 年改制为股份有限公司，2016 年在全国股转系统挂牌并公开转让，2019 年更为现名，2023 年在北交所上市（920208.BJ）。截至 2026 年 6 月末，自然人陈永宏、谭宪才和张超分别持有公司 11.93%、7.52%和 4.5%股权，为公司前三大股东，因公司单一股东持有公司的股权均未超过公司总股本的 15%，均无法决定董事会多数席位，公司无控股股东和实控人。

- **主营全过程工程咨询服务，兼营工程管理科技服务。**2025 年上述业务的收入占比分别为 98.8%和 1.1%，毛利润占比分别为 100.6%和-0.7%。公司是国内建设工程投资管控领域的领军企业，根据中价协官网发布的全国工程造价咨询企业造价咨询收入排名，子公司青矩顾问是近十年唯一连续位列行业前三名的工程造价咨询企业。公司的全过程工程咨询业务由工程造价咨询和工程设计、工程招标代理、工程监理及项目管理等其他工程咨询构成，其中工程造价对营收贡献超 9 成。公司业务覆盖了民建、能源、工业和信息化、交通、国防等各大领域投资建设活动。其他工程咨询业务包括工程设计、工程招标代理、工程监理及项目管理等。

发债和评级评分历史

- 发行人目前不含本期未到期债券余额为 0.2 亿元。发行人暂无外部主体评级。本次中金评分为 5。

盈利和现金流

- **营收保持增长，毛利率逐年抬升，净利规模小。**全过程工程咨询服务业务带动公司收入规模保持增长，毛利率逐年抬升。由于公司费用率在 17-19%左右，侵蚀部分利润。此外，2023 年-2026 年上半年公司分别计提资产及信用减值损失 0.2 亿元、0.4 亿元、0.5 亿元和 0.2 亿元，公司净利规模始终不足 2 亿元。

- **盈利变现效率一般，不存在自由现金流缺口。**按照公司 2025 年 EBITDA 规模，年度产生现金流的能力约 2.6 亿元。因应收账款、合同资产等保持在较高水平，公司盈利变现效率在 45-55%左右的普通水平。公司投资现金流受对外项目投资和理财申赎影响较大，不过均可被经营现金流覆盖。

资本结构和偿债能力

- **债务负担轻，货币资金可持续覆盖全部短债。**公司债务规模变化不大，净资产规模随盈利累积而小幅抬升，财务杠杆低位波动。截至 2026 年 6 月末公司含票据的债务资本比为 5.6%，总债务规模约为 2025 年 EBITDA 的 0.2 倍，偿债压力轻。短期流动性方面，公司债务几乎全部为短债，不过均可被货币资金覆盖，同期末，公司共获得银行授信 1 亿元，未使用部分 0.9 亿元，授信体量较小，此外公司账面还有以理财和债基为主的交易性金融资产 3 亿元可提供流动性补充。

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展示给自名单客户查阅。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开、转发、传播、复制、转载、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

担保人主要财务数据

	中关村融资担保	AAA（稳定）		4
	2022	2023	2024	2025
总资产（亿元）	115.31	109.8	123.55	123.73
实收资本（亿元）	49.63	49.63	49.63	49.63
净资产（亿元）	65.79	65.89	68.74	68.93
净利润（亿元）	3.66	2.24	2.13	2.59
在保余额（亿元）	485.99	498.56	475.85	500.15
融资担保责任余额（亿元）	339.9	241.65	217.10	230.12
融资性担保放大倍数	4.03	3.94	3.28	3.58
当期代偿率	0.55%	0.73%	0.78%	1.43%
累计代偿率	1.25%	1.25%	1.25%	1.37%
累计代偿回收率	59.82%	56.14%	57.37%	55.09%
I级资产/（总资产-应收代偿款）	64.62%	65.34%	70.06%	NA
（I级资产+II级资产）/（总资产-应收代偿款）	71.90%	70.49%	75.23%	NA
III级资产/（总资产-应收代偿款）	23.30%	24.57%	20.65%	NA

资料来源：Wind，中金公司研究部

增信措施

- **本期债券担保人为北京中关村科技融资担保有限公司，担保人中金评分4。**担保人由中关村金服直接控股，持股比例为 51.15%，北京市人民政府实控，股东背景较强。公司经营情况良好，主营业务规模较大，担保主业以服务科技及现代服务业中小微企业为主，截至 2025 年末担保业务余额 500.15 亿元，其中融资性担保占比 68.20%、非融资性担保占比 31.80%，监管口径融资性担保放大倍数 3.58 倍，处于行业偏低水平。公司资本实力和账面盈利保持较强水平，但代偿风险持续攀升、应收代偿款沉淀严重、短期债务占比偏高，整体财务稳健性面临一定压力。综合考虑，维持担保人中金评分 4 不变。

中金评分

- **主体评分 5**。公司是无控股股东和实控人的北交所上市公司，主营造价为主的全过程工程咨询服务，兼营工程管理科技服务，营收保持增长，毛利率逐年抬升，净利规模小，盈利变现效率一般，不存在自由现金流缺口，债务负担轻，净资产规模小，货币资金可持续覆盖全部短债。综合考虑，我们给予公司中金评分 5。

- **债项评分 4**。债项评分同担保人评分。

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个人、转发、转载、传播、复制、转售、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。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 赣金 Y1
发行人	江西省金融资产管理股份有限公司
发行期限	2+N
发行额	7 亿元人民币
发行利率	1.7300%
增信方式	
信用级别	AA+/NA
交易场所	深交所
主承销商	国金证券股份有限公司，兴业证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 19 日
行业	资管
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	195.92	181.37	172.14	171.53
货币资金	9.12	4.95	3.85	3.81
净资产	43.19	48.90	54.66	52.24
总债务	133.83	121.50	104.53	103.75
短期债务	81.76	47.45	47.47	41.36
净短期债务	72.64	42.50	43.62	37.55
经营活动现金流	(15.02)	13.81	9.52	(0.24)
投资活动现金流	(22.11)	(0.14)	9.01	5.40
筹资活动现金流	34.71	(17.84)	(19.37)	(5.20)
主营业务收入	12.72	13.78	11.21	3.43
主营业务利润（扣除利息支出）	7.26	8.21	7.15	1.88
营业利润	4.67	4.68	4.69	1.10
净利润	3.86	3.94	3.98	0.91
主营业务利润率（扣除利息支出）	57.08%	59.58%	63.78%	54.81%
主营业务收入增长率	30.33%	8.33%	-18.65%	NA
总资产回报率	2.25%	2.09%	2.25%	NA
净资产收益率	9.04%	8.56%	7.69%	NA
流动比率	0.86	1.42	1.74	1.85
资产负债率	77.96%	73.04%	68.24%	69.54%
短期债务/总债务	61.09%	39.05%	45.41%	39.87%
总债务/总资本	75.60%	71.30%	65.66%	66.51%
货币资金/短期债务	11.15%	10.43%	8.11%	9.21%
货币资金/总债务	6.81%	4.07%	3.68%	3.67%
债务平均利息率	4.75%	4.28%	3.52%	NA
应付票据	2.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	5.00	10.00	10.00
债务资本比（含票据、永续）	75.87%	74.23%	71.94%	72.92%
净短期债务（含票据）	74.64	42.50	43.62	37.55
当期收购折扣率	NA	NA	NA	NA
累计收购折扣率	NA	NA	NA	NA
资产回收率	NA	NA	NA	NA
现金回收率	NA	NA	NA	NA

资料来源：Wind，中金公司研究部

江西省金融资产管理股份有限公司

发行人简介

- **江西省财政资产中心实际控制公司**。公司成立于 2016 年 2 月。后经股权转让及增资，目前江西省金融控股集团有限公司直接及通过其子公司江西省金控投资集团有限公司间接合计持有公司 40%股权，同时与吉安城控产业发展集团有限公司（第三大股东，持股比例 23%，2026 年 6 月自吉安市城市建设投资开发有限公司受让）签署《一致行动人协议》，实际控制公司合计 63%的表决权，为公司的控股股东。实际控制人是江西省财政事务中心。

- **江西省地方 AMC，近两年新增收购有所减少，资金逐渐回收**。公司不良资产经营业务按照交易对手类型的不同分为金融类不良资产经营业务和非金融类不良资产经营业务。金融类不良资产经营业务主要采取收购处置的业务模式，2023-2025 年，当期收购的不良资产包收购成本分别为 34.46、42.11 和 24.49 亿元，当期处置和回收不良资产金额（成本）分别为 33.82、41.87 和 26.98 亿元，期末不良资产存续业务账面余额分别为 49.61、49.85 和 47.36 亿元。非金融类不良资产经营业务交易对手主要为地方国企、区域龙头企业及其他困境企业，标的主要为目标企业的应收账款、收益权及其他不良债权等，通过增加回购、抵质押、保证担保等保障措施，旨在实现风险把控的前提下，帮助融资企业实现债务重组，调整负债结构。2023-2025 年，当期收购不良资产成本分别为 33.43、6.85 和 3.74 亿元，当期处置和回收不良资产金额（本金）分别为 18.51、18.58 和 6.15 亿元，期末非金融类不良资产余额分别为 44.97、32.31 和 29.90 亿元，收购规模明显收缩。投资业务方面，主要包括短期理财、信托计划、基金投资、纾困私募可转债等，投资标的主要为能够提供足值抵押的大型企业或集团客户，单笔投资一般不超过 3 亿元。

发债和评级评分历史

- 发行人曾多次发债，目前不含本期未到期债券余额 61.11 亿元。联合 2018 年 7 月首次给予主体评级 AA+并维持；东方金诚 2022 年 10 月首次给予主体评级 AA+并维持不变。中金评分 5+。

盈利和现金流

- **2025 年收入回落，盈利规模有限但保持稳定**。公司营业收入中包含不良资产处置净收益、手续费及佣金收入、投资收益、公允价值变动损益等，不良资产处置净收益主要来自金融类不良资产经营业务，2025 年公司有所回升；投资收益主要来自非金融类不良资产经营及投资业务等，2023-2025 年分别为 3.7 亿元、5.5 亿元和 4.2 亿元，2025 年有所回落；手续费及佣金收入主要来自财务顾问费、保理业务手续费和咨询服务收入等。2023 年-2025 年财务费用分别为 5.1 亿元、5.4 亿元和 3.9 亿元，是公司主要的成本项，2025 年有明显下降。此外 2023-2025 年公司还分别计提信用减值损失 0.9 亿元、1.6 亿元和 0.5 亿元。

- **2024 年以来自由现金流转正**。公司经营活动现金流主要受往来款和金融类不良资产业务影响，2024 年以来公司不良资产收购力度减小，前期投放资金逐渐回收后经营活动现金流转为流入。公司纾困、投资类产生的现金流计入投资现金流，近两年相关业务投放规模减小后投资活动现金流也呈现净流入，2024 年以来公司不存在自由现金流缺口。

资本结构和偿债能力

- **财务杠杆下降，流动性压力有所改善。**2024 年以来公司自由现金流回正，债务规模逐年下降。净资产增长主要来自 2021 年获得股东增资 10 亿元和盈利积累。截至 2026 年 6 月末公司债务资本比为 72.92%，近两年呈现下降趋势。流动性方面，公司短债占比近两年也有所降低，截至 2026 年 6 月末净短债规模降至 37.55 亿元。截至 2026 年 6 月末，公司获得银

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开、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiantie.com/pdfmaster

行授信 189.56 亿元，其中 110.5 亿元未使用。

中金评分

- **主体评分 5+**。公司是江西省地方 AMC，由江西省财政资产中心实际控制，江西省地方 AMC，近两年新增收购有所减少，资金逐渐回收。2025 年收入回落，盈利规模有限但保持稳定。2024 年以来自由现金流转正，财务杠杆下降，流动性压力有所改善。
- **债项评分 5-**。本期债券为可续期公司债，且在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。考虑到发行人信用资质较弱且偿付顺序次级，债项评分在主体评分基础上连降两档至 5-。

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个人客户（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）。如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

成都产融服务控股集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 产融 01
发行人	成都产融服务控股集团有限公司
发行期限	5Y3P
发行额	3 亿元人民币
发行利率	1.6000%
增信方式	
信用级别	东方金诚，AAA/NA
交易场所	深交所
主承销商	国金证券股份有限公司，中国国际金融股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 19 日
行业	多元金融
中金评分	4-/4-

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.6
总资产	230.45	225.61	234.95	258.09
货币资金	79.01	72.80	58.87	55.20
净资产	119.97	121.76	122.11	124.29
总债务	90.53	83.09	94.55	114.80
短期债务	31.36	43.45	45.22	25.37
净短期债务	(47.65)	(29.35)	(13.65)	(29.83)
经营活动现金流	11.10	9.30	5.52	4.22
投资活动现金流	(32.01)	(2.59)	(27.07)	(28.18)
筹资活动现金流	24.11	(12.26)	8.71	20.12
主营业务收入	14.29	14.83	14.34	8.26
主营业务利润	11.35	13.96	9.54	5.50
EBITDA	11.15	13.86	9.04	NA
EBITDA(含补贴收入)	11.68	14.41	9.47	NA
EBITDA(含投资收益)	11.53	14.37	9.33	NA
净利润	3.90	3.49	3.45	2.73
主营业务利润率	79.43%	94.13%	66.53%	66.59%
主营业务收入增长率	98.24%	3.78%	-3.30%	NA
总资产回报率	1.82%	1.53%	1.50%	NA
净资产收益率	3.42%	2.89%	2.83%	NA
现金收入比	98.94%	95.21%	103.99%	106.05%
经营现金流/EBITDA	99.55%	67.10%	61.06%	NA
流动比率	4.05	2.79	2.60	4.30
速动比率	4.05	2.79	2.60	4.30
资产负债率	47.94%	46.03%	48.03%	51.85%
短期债务/总债务	34.64%	52.29%	47.83%	22.10%
总债务/总资本	43.01%	40.56%	43.64%	48.02%
货币资金/短期债务	251.95%	167.55%	130.19%	217.58%
货币资金/总债务	87.27%	87.62%	62.26%	48.08%
经营现金流/总债务	12.26%	11.19%	5.84%	3.68%
EBITDA/利息支出	3.35	4.21	15.07	NA
EBITDA/总债务	0.12	0.17	0.10	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）	43.01%	40.56%	43.64%	48.02%
净短期债务（含票据）	(47.69)	(29.46)	(13.70)	(30.04)

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **成都产投子公司**。公司于 2023 年 3 月设立，设立时由成都产业投资集团有限公司、成都产业资本控股集团有限公司、成都科技创新投资集团有限公司共同出资组建，注册资本 100 亿元，定位为成都产业投资集团旗下产业金融整合运营平台，通过股权划转方式承接整合担保、融资租赁、小额贷款等多家类金融子公司。2024 年 8 月，成都产业资本控股集团有限公司、成都科技创新投资集团有限公司分别将所持公司 2.5%股权全部转让给成都产业投资集团有限公司。截至 2026 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 100 亿元，成都产业投资集团有限公司持有公司 100%股权。成都产业投资集团由成都市国资委持股 90%、四川省财政厅持股 10%，因此公司实际控制人为成都市国资委。

- 公司为投资控股型平台企业，核心业务分为融资租赁、融资担保、小额贷款三大板块。2026 年 1-3 月租赁、担保及相关业务收入占营业总收入比重分别为 58.72%、36.73%。（1）融资租赁业务由子公司成都工投融资租赁有限公司运营，业务模式以售后回租为主、直接租赁为辅，投向集中于民生工程、交通运输、生态环保、文旅、制造业等领域，客户以川渝区域国有企业为主。截至 2026 年 3 月末，融资租赁资产余额 128.75 亿元，租赁不良率 0.45%，风险资产对净资产倍数 4.17 倍，单一客户融资集中度 15.19%。（2）担保业务主要由成都中小企业融资担保有限责任公司、成都小企业融资担保有限责任公司开展，业务包含融资担保、非融资担保，服务中小微、“三农”及省内国企客户。截至 2026 年 3 月末，成都中小担在保余额 371.59 亿元，成都小担在保余额 37.01 亿元；中小担担保放大倍数 4.08 倍，小担担保放大倍数 1.27 倍，累计担保代偿率 1.04%和 4.09%，代偿回收率分别为 49.04%和 40.62%。（3）小额贷款业务由锦泓小贷、兴成小贷经营，立足服务本地科创及中小微企业，贷款方式包含保证、信用、质押、抵押。截至 2026 年 3 月末，两家小贷公司贷款账面余额分别为 4.71 亿元、3.63 亿元；小贷板块资产风险压力较大，锦泓小贷不良率 23.39%，兴成小贷不良率 20.32%。

发债和评级评分历史

- 发行人目前不含本期未到期债券余额 13 亿元。联合、东方金诚 2023 年 11 月首次给予主体评级 AAA 并维持不变。本次中金评分为 4-。

盈利和现金流

- **收入和盈利较稳定，资产减值损失侵蚀净利润。**盈利方面，公司利润主要来源于下属子公司，租赁、担保板块为核心盈利支柱，小额贷款板块受高不良资产拖累形成利润拖累。2023-2025 年公司营业总收入整体波动不大，利润年度波动主要由信用减值计提节奏驱动，2023 年-2025 年计提各类减值损失 3.3、6.3 和 3.7 亿元，2024 年受小贷、担保及部分租赁风险资产影响，信用减值损失大幅增加，2025 年减值计提回落，利润基本企稳。

- **持续累积自由现金流缺口。**2023-2024 年经营活动现金流保持较高净流入水平，主要来源于融资租赁本金回收、担保保证金收付、小贷业务本息回款；受担保、租赁业务保证金收付节奏、税费波动、放款及回款时点影响，经营现金流波动较大。投资活动现金流主要与资产投放、固定资产购置相关，持续净流出，主要对应融资租赁、对外资产配置等业务投放，整体规模受业务拓展节奏影响。2023 年以来公司自由现金流缺口为 60 亿元。

- **资产质量一般且区域集中度较高。**资产质量方面，公司各业务板块分化较

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、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有小范围合法合规引用，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

为明显，融资租赁板块资产质量整体较好，截至 2026 年 3 月末租赁不良率仅 0.45%；担保板块具备一定代偿压力，中小担、小担均存在存量代偿款，需要持续进行追偿处置；风险主要集中在小额贷款业务，锦泓小贷、兴成小贷不良率分别达 23.39%、20.32%，存量不良包袱较重，但仍存在进一步减值计提压力；公司整体业务高度集中于四川省内，区域集中度较高。

资本结构和偿债能力

- **资本实力较强，合并和母公司层面债务负担不重，偿债压力可控**。2023 年以来净资产规模稳定在 120 亿元左右，资本实力较强。总债务规模有所上升，2026 年 6 月末总债务 114.8 亿元，债务资本比 48%，债务负担不重。短期流动性方面，短债占比 22%，货币资金可以覆盖短期债务。母公司层面债务压力较轻，主要负债集中在业务子公司，2025 年末母公司有息债务 30 亿元，短债 9 亿元，债务资本比 22.55%，偿债压力不大。截至 2026 年 3 月末，公司共获得授信总额 82.30 亿元，尚未使用授信额度 40.80 亿元。

中金评分

- **主体评分 4-**。成都产投子公司，核心业务分为融资租赁、融资担保、小额贷款三大板块。收入和盈利较稳定，资产减值损失侵蚀净利润。持续累积自由现金流缺口。资产质量一般且区域集中度较高。资本实力较强，合并和母公司层面债务负担不重，偿债压力可控。

- **债项评分 4-**。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个人（转发、转载、传播、复制、传阅、修改等）、机构以通过法律允许中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

中煤矿山建设集团有限责任公司

债券基本情况

债券简称	26 矿建 02	26 矿建 03
发行人	中煤矿山建设集团有限责任公司	
发行期限	3	5
发行额	1.5 亿元人民币	
发行利率	待确定	2.2000%
增信方式		
信用级别	联合，AA+/NA	
交易场所	上交所	
主承销商	华安证券股份有限公司，天风证券股份有限公司	
发行日	2026 年 10 月 20 日	
行业	基建设施	
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	425.52	469.17	462.66	473.60
货币资金	25.47	28.90	26.77	25.11
净资产	69.91	81.71	78.16	83.68
总债务	170.13	164.46	191.30	189.64
短期债务	71.57	81.16	93.75	84.56
净短期债务	46.10	52.26	66.98	59.45
经营活动现金流	7.30	8.11	8.81	0.27
投资活动现金流	(0.44)	(0.60)	5.78	(2.92)
筹资活动现金流	(7.32)	(4.29)	(17.63)	2.07
主营业务收入	181.83	195.98	184.34	99.15
主营业务利润	26.07	27.36	27.41	10.96
EBITDA	15.60	16.27	16.69	NA
EBITDA(含补贴收入)	15.93	16.71	17.40	NA
EBITDA(含投资收益)	15.62	17.14	17.55	NA
净利润	2.32	2.91	2.71	1.58
主营业务利润率	14.34%	13.96%	14.87%	11.05%
主营业务收入增长率	-10.06%	7.78%	-5.94%	NA
总资产回报率	0.56%	0.65%	0.58%	NA
净资产收益率	3.40%	3.84%	3.39%	NA
现金收入比	110.74%	88.89%	104.36%	72.39%
经营现金流/EBITDA	46.79%	49.85%	52.79%	NA
流动比率	1.00	0.98	1.04	1.07
速动比率	0.87	0.85	0.93	0.98
应收账款周转率	1.66	1.51	1.33	NA
存货周转率	5.27	4.63	4.37	NA
资产负债率	83.57%	82.58%	83.11%	82.33%
短期债务/总债务	42.07%	49.35%	49.01%	44.59%
总债务/总资本	70.88%	66.81%	70.99%	69.38%
货币资金/短期债务	35.59%	35.61%	28.55%	29.69%
货币资金/总债务	14.97%	17.57%	13.99%	13.24%
经营现金流/总债务	4.29%	4.93%	4.61%	0.14%
EBITDA/利息支出	2.15	2.37	2.40	NA
EBITDA/总债务	0.09	0.10	0.09	NA
应付票据	1.19	6.99	4.42	1.19
永续债	1.00	3.99	15.00	20.00
债务资本比（含票据、永续）	71.44%	69.30%	76.93%	76.80%
净短期债务（含票据）	44.74	55.97	67.54	57.55

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **安徽省国资委全资下属企业**。发行人是由中煤第三建设（集团）有限责任公司和中煤特殊凿井（集团）有限责任公司于 2007 年合并组建，截至 2026 年 6 月末全资隶属于安徽省国资委。

- **在煤矿建设领域具有较强竞争力，兼营基建、房建等**。公司主营矿山建筑工程，同时从事基础设施建设、房建工程和房地产开发等，2026 年上半年营收占比分别为 47.6%、30.8%、9.6%和 9.9%，毛利占比分别为 55.4%、31.8%、4%和 1.5%。公司具有矿山工程施工总承包特级资质和房屋建筑、市政公用、机电安装一级总承包资质，在矿山建设业务领域具备较强的竞争力。2023-2025 年矿山建设新签合同额分别 121 亿元、127 亿元和 125 亿元，以煤矿合同为主，主要客户大都为国有大型矿务公司。截至 2026 年 3 月末，公司在手未完工合同额达 176 亿元，区域上集中在山西、陕西、安徽、内蒙、山东五省。基础设施建设方面，以路桥、地铁和市政工程建设为主，除总承包项目外，以 PPP 模式为主。2023-2025 年合同金额分别为 68 亿元、135 亿元和 107 亿元，主要分布在安徽、福建、浙江、新疆和辽宁等地，下游业主方主要为各地平台公司。截至 2025 年 3 月末，公司在手基础设施建设未完工合同额达 239 亿元，无在建 PPP 项目。房建工程业务主要采用施工总承包的经营模式，2023-2025 年合同金额分别为 77 亿元、59 亿元和 57 亿元，区域主要是集中在安徽、山东和福建等地，项目多为安置房及商品房，下游业主多为各地平台公司和当地实力较强房企。截至 2026 年 3 月末，公司在手房建未完工合同额达 99 亿元。公司地产开发主要为拆迁安置项目，利润率较低。

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 31.5 亿元。联合资信 2010 年 7 月首次给予主体评级 AA，2024 年 11 月上调至 AA+；中证鹏元 2024 年 8 月首次给予主体评级 AA+。中金评分 2012 年 9 月由 4 下调至 4-，2018 年 5 月下调至 5+。

盈利和现金流

- **营收多有下滑，毛利率波动**。矿山主业虽保持增长，但基建和房建业务影响，公司营收规模多有下滑，仅 2024 年基建业务增长带动营收抬升。公司矿山主业毛利率维持在 15%以上，随其营收占比波动抬升，叠加一般工程施工毛利率逐年走高，整体毛利率波动抬升。此外，公司 2023 年-2026 年上半年分别计提资产及信用减值损失 2.2 亿元、2.4 亿元、3.1 亿元和 0 亿元，主要为坏账损失。

- **盈利变现效率波动一般，持续无自由现金流缺口**。我们以 2025 年 EBITDA 估算，公司年度现金流产生能力约 16.1 亿元。因应收账款、存货增加，盈利变现效率维持在 45-55%左右的不高水平。公司投资支出主要用于 PPP 项目的投资，不过投资规模持续收缩叠加通过处置固定资产等收回资金，投资现金流均可被经营现金流覆盖。

资本结构和偿债能力

- **债务负担边际抬升，短期周转压力不大**。公司债务规模波动增长，净资产规模受永续债发行、少数股东权益变化影响较大，2025 年少数股东权益收缩较多，拖累净资产下滑，财务杠杆边际抬升。截至 2026 年 6 月末公司含票据、永续债务资本比达 76.8%，总债务是 2025 年 EBITDA 的 12.6 倍，存在内生偿债压力。流动性方面，同期末扣除 4 亿元受限货币资金后公司净短债缺口达 62 亿元，公司获有各行授信 423 亿元，其中未用部分 208 亿元，可覆盖全部净短债。

中金评分

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开、转发、传播、复制、转载、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanfamine.com/pdfmaster

- **主体评分 5+**。公司是安徽省国资委全资下属企业，在煤矿建设领域具有较强竞争力，兼营基建、房建等，营收多有下滑，毛利率波动，盈利变现效率波动一般，持续无自由现金流缺口，债务负担边际抬升，短期周转压力不大。综上，维持公司中金评分 5+不变。
- **债项评分 5+**。本期债券无担保，债项评分同主体评分。

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个人（转发、转载、存储、复制、传播）；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。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 蛇口 03	26 蛇口 04
发行人	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	
发行期限	3	
发行额	32.1 亿元人民币	17.9 亿元人民币
发行利率	1.4500%	1.4500%
增信方式		
信用级别	联合，AAA/NA	
交易场所	深交所	
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，兴业证券股份有限公司，招商证券股份有限公司，中国国际金融股份有限公司，中信建投证券股份有限公司，中信证券股份有限公司	
发行日	2026 年 10 月 15 日	
行业	房地产	
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	9085.08	8603.09	8354.12	8366.02
货币资金	882.90	1003.51	861.27	984.49
预收账款	1617.10	1422.26	1260.79	1442.00
存货	4167.02	3691.83	3623.24	3544.95
投资性房地产	1270.28	1328.70	1406.31	1402.05
净资产	2966.90	2867.45	2713.79	2728.87
其他应收款	1184.30	1078.74	989.43	971.65
其他应收款/总资产	13%	13%	12%	12%
少数股东权益/净资产	60%	61%	64%	64%
少数股东损益/净利润	31%	4%	-45%	29%
总债务	2154.89	2250.83	2463.65	2416.26
短期债务	453.91	524.06	618.84	695.55
净短期债务	(428.99)	(479.45)	(242.43)	(288.94)
经营活动现金流	314.31	319.64	96.93	241.35
投资活动现金流	(122.41)	31.58	(22.87)	28.44
筹资活动现金流	(173.53)	(234.05)	(217.95)	(145.12)
主营业务收入	1750.08	1789.48	1547.28	547.84
主营业务利润	216.49	192.06	169.87	53.66
EBITDA	203.93	180.33	160.95	NA
公允价值变动损益	0.38	(0.36)	5.17	(0.06)
净利润	91.06	41.89	7.04	7.40
主营业务利润率	12.37%	10.73%	10.98%	9.79%
主营业务收入增长率	-4.37%	2.25%	-13.53%	NA
总资产回报率	1.01%	0.47%	0.08%	NA
净资产收益率	3.13%	1.44%	0.25%	NA
现金收入比	112.93%	90.09%	88.95%	142.57%
经营现金流/EBITDA	154.13%	177.25%	60.22%	NA
流动比率	1.56	1.59	1.59	1.55
速动比率	0.58	0.63	0.61	0.62
应收账款周转率	47.56	51.25	44.33	NA
存货周转率	0.36	0.39	0.36	NA
存货/(营业收入+△预收账款)	2.17	2.32	2.61	4.86
资产负债率	67.34%	66.67%	67.52%	67.38%
短期债务/总债务	21.06%	23.28%	25.12%	28.79%
总债务/总资本	42.07%	43.98%	47.58%	46.96%
货币资金/短期债务	194.51%	191.49%	139.17%	141.54%
货币资金/总债务	40.97%	44.58%	34.96%	40.74%
经营现金流/总债务	14.59%	14.20%	3.93%	9.99%
EBITDA/利息支出	2.16	2.11	2.03	NA
EBITDA/净债务	0.16	0.14	0.10	NA
EBITDA/总债务	0.09	0.08	0.07	NA
(存货+货币-预收)/总债务	1.59	1.45	1.31	1.28
应付票据	0.00	0.00	0.24	0.79
永续债	210.89	120.30	0.00	0.00
资产负债率（扣除预收账款）	60.27%	60.07%	61.74%	60.59%
净负债率	42.87%	43.50%	59.05%	52.47%
债务资本比（含永续）	46.19%	46.33%	47.58%	46.96%
债务资本比（含票据、永续）	46.19%	46.33%	47.58%	46.97%
净短期债务（含票据）	(429.25)	(480.08)	(242.43)	(288.17)

资料来源：Wind，中金公司研究部

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

发行人简介

- **招商局集团旗下上市公司**。1992 年 2 月 19 日，招商局集团全资设立招商蛇口，注册资本为 2 亿元。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口吸收合并招商局地产控股股份有限公司并于深交所上市（证券代码 001979.SZ）。截至 2026 年 6 月末，控股股东招商局集团有限公司直接持有公司 51.10%股份，公司实际控制人为国务院国资委。

- **招商局集团旗下城市综合开发运营企业**。公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，目前公司业务板块划分为开发业务、资产运营业务及城市服务业务，2025 年营收占比分别为 84.55%、4.64%和 10.81%。公司 2025 年销售额 1960.09 亿元，在上海、深圳、成都、西安、长沙、南京、郑州、苏州、佛山、南通 10 个城市销售额进入前三；2026 年上半年销售额 962.45 亿元，行业排名维持第四，全国 TOP1 的城市有西安、长沙、南通、温州，TOP2-3 的城市有上海、深圳、成都、南京、佛山、郑州、徐州，TOP4-5 的城市有杭州、苏州、重庆、武汉。截至 2025 年末，项目储备总建筑面积为 2210.53 万平方米，其中一二线城市占比超过 60%，项目储备规模充足。公司资产运营业务涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等多种业态的物业运营及资产管理，资产主要位于一二线城市，截至 2025 年末，公司管理范围内的集中商业在营面积约 340 万平方米，开业三年以上项目期末出租率 93%；公司产业园在营面积 312 万平方米，开业三年以上项目期末出租率 88%。公司旗下物业服务和轻资产运营服务平台为招商积余，截至 2025 年末，招商积余在管项目 2473 个，覆盖全国 166 个城市，管理面积 3.77 亿平方米（其中承接来自招商局集团的物业项目管理面积 1.37 亿平方米）。

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 619.15 亿元。中诚信 2015 年 12 月首次给予主体评级 AAA 并维持；联合资信 2020 年 5 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分维持 3-。

- 控股股东招商局集团有限公司曾多次发债，目前债券余额 565 亿元。中诚信 2007 年 6 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2017 年 8 月由 2 上调至 2+。

盈利和现金流

- **2026 年销售表现稳健，盈利下滑**。2023-2025 年及 2026 年 1-9 月销售面积分别为 1223、936、670 和 432 万平方米，销售金额分别为 2936、2193、1960 和 1401 亿元，销售均价分别为 2.40、2.34、2.93 和 3.24 万元/平方米，2026 年销售规模同比基本持平，销售均价走高，销售表现稳健。公司毛利率继续下降，2023-2025 年及 2026 年 1-6 月分别为 15.89%、14.61%、13.76%和 13.29%，2025 年及 2026 年 1-6 月公司净利润同比均下滑。

- **2026 年拿地强度下降，投资更为聚焦**。2023-2025 年及 2026 年 1-6 月公司拿地支出分别为 1134、486、938 和 184 亿元，同期拿地销售比分别为 38%、22%、48%和 19%，公司拿地强度波动，2026 年有所下降，公司拿地聚焦核心城市，在“核心 10 城”的投资占比接近 100%，其中一线城市上海、北京投资占比 37%。公司经营现金流总体维持净流入，不存在自由现金流缺口。

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个人发送、转发、传播、复制、转载、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangfile.com/pdfmaster

资本结构和偿债能力

- **债务压力较轻，融资成本较低**。截至 2026 年 6 月末，公司总债务规模 2416.26 亿元，其中短债占比 28.79%不高，公司剔除预收款的资产负债率为 60.59%、净负债率为 52.47%、现金短债比为 1.42，公司债务压力较轻，流动性压力较小，财务指标稳健。公司融资结构合理，截至 2025 年末公司债务中银行借款占比 64%、债券融资占比 25%、信托及其他融资占比 11%。截至 2026 年 6 月末公司综合融资成本为 2.61%，处于行业较低水平。截至 2026 年 3 月末，公司授信额度 3187 亿元，剩余额度 1608 亿元，银行授信充裕。股东支持方面，自成立以来，公司得到招商局集团多次增资，资本实力有所提升；此外在招商局集团的协调帮助下，公司获取了深圳等区域大片优质土地，为后续项目开发提供支持。

中金评分

- **主体评分 3-**。公司是招商局旗下城市综合开发运营企业，公司土储中一二线占比较高，2026 年公司销售表现稳健，拿地更为聚焦核心城市。公司目前盈利仍在走弱，现金流表现尚可。公司债务压力较轻，融资结构合理，融资成本较低，流动性压力较小。

- **债项评分 3-**。本期债券无担保，债项评分同主体评分一致。

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个人（转发、转载、复制、传播、复制、传播；修改等）、机构（无论营业性质）进行发布、引用。中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

四川发展资产管理有限公司

债券基本情况

债券简称	26 川资 01
发行人	四川发展资产管理有限公司
发行期限	7Y5P
发行额	10 亿元人民币
发行利率	待确定
增信方式	
信用级别	中诚信，AAA/NA
交易场所	上交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，申万宏源证券有限公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 22 日
行业	资管
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	214.18	242.14	235.63	219.27
货币资金	23.67	42.45	42.46	21.30
净资产	66.17	65.96	81.31	83.34
总债务	139.70	159.85	143.06	126.87
短期债务	0.04	0.00	1.43	32.12
净短期债务	(23.63)	(42.45)	(41.03)	10.82
经营活动现金流	6.59	9.45	8.12	3.36
投资活动现金流	5.18	(12.81)	7.87	(6.58)
筹资活动现金流	(6.55)	22.16	(15.99)	(17.93)
主营业务收入	11.69	12.15	14.59	6.88
主营业务利润（扣除利息支出）	7.93	8.48	11.00	5.56
营业利润	6.23	5.37	7.31	5.35
净利润	5.16	4.47	5.99	4.16
主营业务利润率（扣除利息支出）	67.84%	69.79%	75.39%	80.81%
主营业务收入增长率	5.13%	3.93%	20.08%	NA
总资产回报率	2.43%	1.96%	2.51%	NA
净资产收益率	7.75%	6.77%	8.13%	NA
流动比率	3.92	2.99	3.58	1.70
资产负债率	69.11%	72.76%	65.49%	61.99%
短期债务/总债务	0.03%	0.00%	1.00%	25.32%
总债务/总资本	67.86%	70.79%	63.76%	60.35%
货币资金/短期债务	59175.00%	NA	2969.23%	66.31%
货币资金/总债务	16.94%	26.56%	29.68%	16.79%
债务平均利息率	0.00%	0.00%	0.00%	NA
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	3.00	0.00	10.00	10.00
债务资本比（含票据、永续）	69.32%	70.79%	68.22%	65.11%
净短期债务（含票据）	(23.63)	(42.45)	(41.03)	10.82
当期收购折扣率	41.7%	83.8%	37.0%	NA
累计收购折扣率	NA	NA	NA	NA
资产回收率	70.5%	73.9%	72.0%	NA
现金回收率	NA	NA	NA	NA

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **四川省财政厅实际控制企业**。公司成立于 2014 年，由四川发展（控股）有限责任公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司及四川富润企业重组投资有限责任公司共同组建，持股比例分别为 75%、20%和 5%，2017 年川发展控股将持有的公司 75%股权以股权出资方式注入四川金控集团，公司控股股东变更为四川金控，实际控制人为四川省财政厅。2022 年公司新增 20 亿元注册资本，由四川金控认缴。目前四川金控、四川国资、四川富润的持股比例分别为 85%、12%和 3%。

- **四川省第一家地方 AMC，金融类不良资产收购处置业务中四川银行成立时剥离的不良资产包占比较大，非金类业务近两年增长速度较快，债务/资产重组业务规模收缩，出现部分风险项目，不过减值计提相对充分**。公司为四川省第一家地方 AMC。公司业务主要包括不良资产收购与处置业务、债务/资产重组以及金融管理和服务等业务，近两年非金融机构不良资产处置业务收入成为主要收入来源。（1）不良资产收购处置业务主要为金融类不良业务，受托类收购（含代持）业务余额相对较高，该业务为公司评估风险并锁定投资人后收购不良资产包，后期出售给投资人，2022 年以来未有新增。目前存量受托类项目仅 1 笔，即 2020 年公司为配合四川银行组建，受四川银行推进办等机构委托剥离凉山商行及攀商行不良资产 63.1 亿元，目前公司主要通过拆包处置的方式进行处置，2025 年末投资余额降至 38.37 亿元，但在金融不良投资余额中占比仍较大，后续回收情况仍需关注。截至 2026 年 6 月末，公司金融不良资产累计收购金额 444.1 亿元，资产回收率为 70.06%，累计现金回收金额 224.5 亿元。（2）公司非金融机构不良资产处置业务近两年增长较快，2025 年新增 20 笔省内政府平台类不良债权重组项目，新增投放 56.38 亿元，截至 2025 年末投资余额 109.27 亿元，截至 2026 年 6 月末累计收购金额 204.5 亿元。（3）债务/资产重组业务客户主要为地方政府平台、房地产和建筑施工企业等非金融企业，公司通过债务置换基金、委托贷款、信托投资和认购定向融资工具等手段，为目标企业进行债务置换和提供流动性支持，帮助企业盘活资产，获得投资收益。投资期限主要为 1-3 年，增信方式以抵质押担保及保证担保为主，房产、土地抵押率一般控制在 60%以内。该业务近年来持续压降，2025 年仅新增 1 笔，截至 2026 年 6 月末投资余额 16.84 亿元，其中政府平台占 70%、房地产占 30%。根据募集说明书，同期末，共有 5.05 亿元资产被列为可疑资产，共计提减值准备 5.98 亿元。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 30 亿元。中诚信 2020 年 4 月首次给予主体评级 AA+，2023 年 5 月上调至 AAA。中金评分 5+。

- 控股股东四川金融控股集团有限公司未到期债券余额 70 亿元。中诚信 2020 年 2 月给予 AAA 主体评级。中金评分 2023 年 8 月由 4 上调至 4+。

盈利和资产结构

- **扣除利息支出后的主营业务利润率保持在较好水平，信用减值损失侵蚀盈利，2025 年利润回升。**公司近两年收入水平保持增长，收入结构变化明显，金融类不良资产处置业务和债务/资产重组业务的收入规模均明显下降，非金融机构不良资产处置业务收入逐年上升，2025 年达到 70%。且 2025 年以来公司债务规模下降，财务成本明显降低，扣除利息支出后的主营业务利润率 2025 年提升至 75.39%，尽管信用减值损失仍侵蚀盈利，但 2025 年公司盈利仍实现回升。

- **经营活动现金流基本保持稳定流入，自由现金流整体平衡。**尽管公司近两年逐渐增加非金融不良资产业务规模，但历史处置回款有所增加，公司经营活动现金流基本保持流入，2025 年投资活动现金流也呈现流入，整体

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开、转发、转载、传播、复制、转售、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiantie.com/pdfmaster

看公司近几年自由现金流基本保持平衡，不存在自由现金流缺口。

资本结构和偿债能力

- **债务负担有所降低，流动性压力不大，股东四川金控给予一定资金支持**。2022 年控股股东四川金控对公司增资 21.8 亿元，带动净资产规模增长，2025 年公司发行永续债叠加盈利积累，公司净资产持续增长。2024 年以来公司债务规模持续降低，截至 2026 年 6 月末，考虑永续债后的债务资本比为 65.11%，较此前有所降低。公司短债占比较低，目前仅 25%左右。截至 2026 年 6 月末，公司净短债缺口 10.8 亿元，流动性压力不大。同期末，公司获得金融机构授信总额 276.8 亿元，其中 141.9 亿元未使用。

中金评分

- **主体评分 5+**。公司由四川省财政厅实际控制，是四川省第一家地方 AMC，金融类不良资产收购处置业务中四川银行成立时剥离的不良资产包占比较大，非金类业务近两年增长速度较快，债务/资产重组业务规模收缩，出现部分风险项目，不过减值计提相对充分。扣除利息支出后的主营业务利润率保持在较好水平，信用减值损失侵蚀盈利，2025 年利息支出减少背景下利润有所增长；公司近几年自由现金流不存在缺口，债务规模和财务杠杆有所下降，短债占比低，流动性压力不大。综合考虑维持中金评分 5+。

- **债项评分 5+**。本期债券无担保，债项评分同主体评分一致。

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个人（转发、转载、存储、复制、传播）、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。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

中铁五局集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 铁五 Y1
发行人	中铁五局集团有限公司
发行期限	5+N
发行额	10 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/AAA
交易场所	上交所
主承销商	中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 21 日
行业	基建设施
中金评分	3-/3-→4-/5

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	656.37	863.38	1015.83	995.78
货币资金	80.72	111.25	117.22	63.65
净资产	111.37	113.12	112.73	112.94
总债务	121.84	164.54	202.08	228.43
短期债务	80.00	106.24	117.55	155.90
净短期债务	(0.72)	(5.01)	0.33	92.25
经营活动现金流	13.41	9.82	9.20	(64.21)
投资活动现金流	(20.12)	(16.43)	(21.37)	(3.00)
筹资活动现金流	7.47	31.96	19.21	15.54
主营业务收入	756.67	643.80	602.56	127.23
主营业务利润	45.24	42.18	32.64	7.28
EBITDA	23.87	23.97	20.02	NA
EBITDA(含补贴收入)	24.75	24.92	20.89	NA
EBITDA(含投资收益)	20.78	21.51	15.26	NA
净利润	6.50	5.44	4.47	0.39
主营业务利润率	5.98%	6.55%	5.42%	5.72%
主营业务收入增长率	7.78%	-14.92%	-6.41%	NA
总资产回报率	1.06%	0.72%	0.48%	NA
净资产收益率	5.90%	4.85%	3.96%	NA
现金收入比	100.03%	100.13%	102.54%	102.73%
经营现金流/EBITDA	56.18%	40.97%	45.95%	NA
流动比率	1.00	0.98	1.01	1.00
速动比率	0.95	0.86	0.91	0.88
应收账款周转率	12.27	4.77	2.76	NA
存货周转率	26.58	10.85	6.91	NA
资产负债率	83.03%	86.90%	88.90%	88.66%
短期债务/总债务	65.66%	64.57%	58.17%	68.25%
总债务/总资本	52.24%	59.26%	64.19%	66.92%
货币资金/短期债务	100.90%	104.72%	99.72%	40.83%
货币资金/总债务	66.25%	67.61%	58.01%	27.86%
经营现金流/总债务	11.01%	5.97%	4.55%	-28.11%
EBITDA/利息支出	3.59	3.96	4.65	NA
EBITDA/总债务	0.20	0.15	0.10	NA
应付票据	29.54	14.23	13.12	16.03
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	57.61%	61.25%	65.62%	68.40%
净短期债务（含票据）	28.58	8.73	13.12	108.13

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **中国中铁全资子公司。**公司前身为成立于 1950 年的铁道部第五工程局，2007 年公司全资股东变更为中国中铁。截至 2026 年 3 月末，公司全资股东仍为中国中铁，实际控制人为国务院国资委。

- **主营基础设施建设。**公司基础设施建设主业的营收和毛利占比多保持在95%以上的高位，此外涉及少量物资贸易和房地产开发。公司拥有建筑工程、铁路工程、市政公用、水利水电和公路工程施工总承包特级资质。基建业务内部，2023-2025 年间铁路业务占比由 15%左右持续抬升至近30%，公路业务占比在 20-30%左右，市政业务占比由 13%持续降至 7%以下，房建业务占比在 20%左右，轻轨地铁占比在 5-10%。2023 -2025 年公司新签合同额分别为 2078 亿元、1555 亿元和 1602 亿元，区域上贵州占比保持在 10%以上，四川、广东、湖南、陕西和河南占比也较高。截至 2026 年 3 月末，公司在手合同为 1636 亿元，区域上贵州占比 13%，四川、广东、湖南和河南的占比也在 5%以上。客户集中度方面，同期前五大客户营收占比由 12.8%持续抬升至 19.8%，客户集中度边际上升。据评级报告披露，公司应收账款的欠款方中，中铁集团内客户占比超 20%，央国企和地方政府占比超 50%。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 161.79 亿元。东方金诚 2026 年 9 月首次给予主体评级 AAA。2007 年给予中金评分 3-，此后公司未曾发行信用债，本次下调至 4-。

盈利和现金流

- **2024 年来营收转为下滑，毛利率有所波动，非经常性损益侵蚀净利。**过去收入持续保持增长，2024 年来受行业竞争加剧影响，营收持续下滑，公司毛利率在 5.5-6%左右波动。2023 年-2026 年上半年公司投资收益分别为-3.1 亿元、-2.5 亿元、-4.8 亿元和-1 亿元，主要是应收账款资产证券化或保理产生的金融资产终止确认的投资损失。同期公司分别计提资产及信用减值损失 5.2 亿元、5.1 亿元、2.7 亿元和 0 亿元，主要是坏账和债权投资减值损失。

- **盈利变现效率一般，持续存在自由现金流缺口。**我们以公司 2025 年 EBITDA 推算，公司年度现金流产生能力约 19.5 亿元。随应收账款持续增长、合同资产和存货多有增长，公司盈利变现效率保持在 45-55%左右的普通水平。投资方面，公司购建固定资产等支出不超过 10 亿元，投资活动现金流主要受对外投资影响，均不能被经营现金流覆盖，2023 年-2026 年上半年累计自由现金流缺口达 93 亿元。

资本结构和偿债能力

- **债务负担持续抬升，短期周转依赖外部授信。**自由现金流缺口推动公司债务规模保持增长，因分红较多叠加少数股东权益和其他综合收益波动小幅下降，公司净资产规模变化不大，财务杠杆持续抬升。截至 2026 年 6 月末，考虑票据和永续后公司债务资本比为 68.4%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 11.4 倍，内生偿债能力一般。此外，公司资产负债率升至 88%以上。流动性方面，公司短债占比在 65%左右波动，同期末扣除 13 亿元受限货币资金后，净短债缺口约 121 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信 1220 亿元，其中 474 亿元未使用，可覆盖全部净短债。

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开、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

中金评分

- **主体评分 4-**。公司是中国中铁全资子公司，主营基础设施建设，2024 年来营收转为下滑，毛利率有所波动，非经常性损益侵蚀净利，盈利变现效率一般，持续存在自由现金流缺口，债务负担持续抬升，短期周转依赖外部授信。综合考虑，我们将公司中金评分下调至 4-。

- **债项评分 5**。本期债券无增信措施。本期债券为可续期债券，本期债券在破产清算时清偿顺序劣后于普通债务。债券设有续期选择权和延期支付利息权。以每 5 个计息年度为 1 个周期，每个周期末，发行人可选择将期限延长 1 个周期。如未发生向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）和减少注册资本事件，则可以递延利息。票息方面，首个周期的票面利率为初始基准利率+初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率+初始利差+200bp。考虑公司资质偏弱，债项评分较主体评分下调两档至 5。

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个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、机构进行发布。中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/purmaster

图表 1：中金公司债城投评分表

债券简称	披露报告	2024年主营收入来源	年份	省份	营业总收入（亿元）	非标准审计类外收入（亿元）	净资产（亿元）	EBITDA（亿元）	含非标EBITDA（亿元）	有息债务合计（亿元）	总负债（亿元）	总债务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）	非债余额（亿元）	发行额（亿元）	申报区间/发行利率	募集资金用途	所在地	所在地行政级别	财政一般预算收入（亿元）	财政一般预算支出（亿元）	一般预算支出/收入	一般债务余额（亿元）	一般债券债务余额/一般预算收入	其他说明	增信方式评价	中金评分	外部评级	评级评分历史
26苏高01	苏州苏高新集团有限公司（实际控制人为：苏州市虎丘区人民政府）	房屋出租收入52.33%，物业费等收入25.00%，房产销售业务收入22.44%	2023	江苏省	5.7	0.2	89.1	2.1	2.3	(33.5)	36.8	16.0	3.7	7.0	0.5	NA	NA	NA	3	1.30%-2.30%/NA	本次债券募集资金3亿元，用于置换到期的公司债券本金。	虎丘区	地市下属区县	193.1	143.4	0.7	41.3	0.2	发行人是苏高新集团产业园区业务的运营主体。截至2024年3月末，公司对外担保金额为29.5亿元，占净资产33.33%。截至2024年3月末，发行人受限资产总额为10.27亿元，占总资产6.44%。左侧有息债务数据为2026.3的数据。	苏州苏高新集团有限公司	5+/4-	AA/AA	中诚信国际2020年3月首次给予主体AA评级并维持。中金评分为5+。
			2024		6.2	0.1	90.6	1.6	1.7	7.3	41.3	24.3	3.5	14.9	0.2	NA	NA	NA						194.5	148.5	0.8	41.8	0.2					
			2025		6.1	0.0	84.7	1.8	1.8	5.9	39.8	22.1	2.4	14.6	0.2	NA	NA	NA						197.2	150.3	0.8	50.7	0.3					
			2026.6		5.1	0.0	88.9	NA	NA	0.4	42.7	NA	4.1	15.1	0.3	14.8	27.0	0.0						NA	NA	NA	NA	NA					

说明：非标余额取发行人年报中短期借款、其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债、长期借款明细中借款方为非银机构的借款、融资租赁款及各类债权、直融计划合计值；募集披露的最近一期季度有息债务结构列示在其他说明中

资料来源：募集说明书，跟踪评级报告，Wind，财汇资讯，中金公司研究部

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个人或第三方发布、转发、传播、复制、摘编、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。

Remove Demo Watermark from http://www.watermarkmaster.com/pdfmaster

图表 2：中金永续债评分表

	发行额(亿元)	期限	发行日	担保人	行业	外部评级(主体/债项)	中金评分(主体/债项)	起息日	首次递延日	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		
大唐YK21	21	5+N	2026/10/16		电力	AAA/AAAsti	2/2	2026/10/20	2027/10/20	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和其他债务
26铁五Y1	10	5+N	2026/10/21		基建设施	AAA/AAA	3-/3-	2026/10/23	2027/10/23	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	劣后于发行人发行的普通债券和其他债务，且优先于股东
26豫通Y7	20.0	5+N	2026/10/16		高速公路	AAA/AAA	3/3	2026/10/19	2027/10/19	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
建材YK25	10.0	3+N	2026/10/15		建筑建材	AAA/AAAsti	3+/3+	2026/10/19	2027/10/19	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	等同于发行人普通债务
建材YK26	15	5+N	2026/10/15		建筑建材	AAA/AAAsti	3+/3+	2026/10/19	2027/10/19	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	等同于发行人普通债务
三峡YK03	15	3+N	2026/10/19		电力	AAA/AAAsti	1/1	2026/10/21	2027/10/21	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（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和其他债务
华能YK35	11	20+N	2026/10/20		电力	AAA/AAAsti	2+/2+	2026/10/21	2027/10/21	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（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和其他债务
26闽能Y1	10	3+N	2026/10/16		电力	AAA/NA	4+/4	2026/10/20	2027/10/20	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和其他债务
26渝高Y6	14	5+N	2026/10/15		高速公路	AAA/AAA	3-/3-	2026/10/19	2027/10/19	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和其他债务
26安建Y1	5	2+N	2026/10/15		基建设施	AA+/AA+	5/5-	2026/10/19	2027/10/19	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	等同于发行人其他同类型待偿还债务融资工具
26赣金Y1	7	2+N	2026/10/19		资管	AA+/NA	5+/5-	2026/10/20	2027/10/20	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	劣后于发行人普通债务和其他债务
26枣矿Y2	10	3+N	2026/10/19		煤炭	AAA/NA	4/4-	2026/10/21	2027/10/21	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（按规定上缴国有资本收益除外）/向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付/减资	劣后于发行人普通债务和其他债务
26天投Y3	10	5+N	2026/10/16		城投	AAA/AAA	5+/5	2026/10/20	2027/10/20	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	等同于发行人普通债务
ZTTZYK1	10	5+N	2026/10/21		基建设施	AAA/AAAsti	4-/5	2026/10/20	2027/10/20	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	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个人或第三方发送、转发、传播、复制、编辑、修改等，如有未经许可的违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanfanfile.com/pdfmaster

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个人（转发、转载、复制、传播）、复制（镜像）、修改等，如有未经许可行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

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、传播、复制、转载、修改等，如有未经许可进行使用，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

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个人或（转发、传播、复制、传阅、修改等）加有小说违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

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个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/pdfmaster