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 皖通 03	3.5	3	1.43	26-10-26		高速公路	AAA/NA	国泰海通/中信建投/中信	3-/3-	上交所	安徽皖通高速公路股份有限公司	25-12-03*（P13）
26 开滦 Y2	5	3+N	1.72	26-10-27		煤炭	AAA/NA	财达/国金/国泰海通/华泰联合/平安	4-/5+	上交所	开滦(集团)有限责任公司	26-04-29
26 桂控 06	5	5	1.7	26-10-23		综合投资	AAA/NA	国泰海通/天风/中信	4/4	深交所	广西国控资本运营集团有限责任公司	26-03-26
26 福产 01	8	5Y3P		26-10-27		城投	AAA/AAA	招商	4-	深交所	深圳市福田产业投资服务有限公司	首发*
26 大唐 K1	20	20	2.13	26-10-26		电力	AAA/AAAsti	中信	2/2	上交所	中国大唐集团有限公司	26-09-24
26 越资 05	5	10	2.13	26-10-22		多元金融	AAA/AAA	广发/国泰海通/万联/兴业/中金/中信建投/中信	NA	深交所	广州越秀资本控股集团股份有限公司	25-11-20
26 穗交 01	15	5	1.66	26-10-22		城投	AAA/AAA	平安	3-/3-	深交所	广州交通投资集团有限公司	26-10-14
26 穗发 01	10	5	1.66	26-10-22		综合投资	AAA/AAA	国泰海通/华泰联合/平安	4+/4+	上交所	广州发展集团股份有限公司	26-02-04
26 陆债 04	10	5Y3P	1.59	26-10-23		房地产	AAA/NA	爱建/国泰海通/中信	4+/4+	上交所	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	26-07-30
26 厦贸 Y5	13	1+N	1.57	26-10-26		贸易	AAA/NA	国泰海通/申万宏源/世纪/招商/中金/中信建投/中信	4-/5+	上交所	厦门国贸集团股份有限公司	26-04-16
26 兴湘 05	9	2	1.48	26-10-21		综合投资	AAA/NA	财信/中信建投/中信	4/4	上交所	湖南兴湘投资控股集团有限公司	26-02-04
26 兴湘 06		5	1.72									

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、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.wanxiangtie.com/pdfmaster

赣投 YK09	10	3+N	1.55	26-10-22		综合投资	AAA/NA	国投/华泰联合/申万宏源/中金/中信建投/中信	4/4	上交所	江西省投资集团有限公司	26-03-18
26 中信 03	20	10	1.87	26-10-23		多元金融	AAA/AAA	中信建投/中信	1/1	上交所	中国中信集团有限公司	26-02-05
26 中信 04		30	2.23									
仪电 YK01	20	5+N	1.78	26-10-22		电子通信	AAA/AAAsti	国泰海通/华鑫	4-/5+	上交所	上海仪电(集团)有限公司	24-11-20*（P7）
华能 YK37	20	20+N	2.26	26-10-22		电力	AAA/AAAsti	长城/国开/国投/兴业/招商/中信	2+/2+	上交所	中国华能集团有限公司	26-09-16
26CHNGK2	5	30	2.2	26-10-27		电力	AAA/AAAsti	国泰海通/西南/兴业/招商/中信建投/中信	2+/2+	上交所	中国华能集团有限公司	26-09-16
26 财金 K6	12	7Y5P	1.67	26-10-22		综合投资	AAA/AAAsti	德邦/国泰海通	4+/4+	上交所	山东省财金投资集团有限公司	26-05-14
26 赣水 03	10	5	1.63	26-10-27		城投	AAA/NA	广发/国开/国盛/国泰海通/申万宏源	4+/4+	深交所	江西省水利投资集团有限公司	26-03-19
26 乌电 KV	10	3	1.61	26-10-27		电力	AAA/NA	国泰海通/中信	4+/4+	上交所	贵州乌江水电开发有限责任公司	26-06-03
26 闽能 Y2	10	2+N		26-10-28		电力	AAA/NA	兴业/中信	4+/4	上交所	福建省能源集团有限责任公司	26-05-21
26 甘国 03	8	5	1.66	26-10-27		综合投资	AAA/NA	国泰海通/国投/招商/中国银河/中信建投/中信	4+/4+	上交所	甘肃省国有资产投资集团有限公司	26-03-11
26 粤海 K2	10	2	1.38	26-10-22		综合投资	AAA/NA	兴业/中信建投	3+/3+	深交所	广东粤海控股集团有限公司	26-01-29
26 铁建 K3	30	10		26-10-28		基建设施	AAA/AAAsti	光大/国泰海通/华泰联合/申万宏源/中金/中信建投/中信	2/2	上交所	中国铁建股份有限公司	26-03-26
26 铁建 K4		15										
26 亦庄 K9	10	10	1.92	26-10-22		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 科建 02	5	5	1.76	26-10-26	重庆高新开发建设投资集团有限公司	城投	AA+/NA	中金	5/5+	上交所	重庆科学城城市建设集团有限公司	26-05-28
26 锡创 K2	5	10Y5P		26-10-28		多元金融	AA+sti/NA	国联民生/天风	5/5	上交所	无锡市创新投资集团有限公司	26-06-11
26 锡创 K3		10Y7P										
26 润置 02	30	3	1.42	26-10-27		房地产	AAA/AAA	华泰联合/招商/中金/中信	NA	深交所	润置控股有限公司	26-01-22
26 润置 03		5	1.5									

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）、加有水印违法行为进行追责，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/purmaster

化学 YK06	12	3+N	1.65	26-10-22	基建设施	AAA/AAAsti	华泰联合/招商	3-/3-	上交所	中国化学工程集团有限公司	26-08-27
26 粤港 04	10	3		26-10-28	港口	AAA/NA	广发/国泰海通/中金	3/3	上交所	广州港股份有限公司	26-08-13
26 铁沪 Y1	12	5+N		26-10-28	基建设施	AAA/AAA	中信	4-/5	上交所	中铁上海工程局集团有限公司	26-01-08*（P19）
26 润租 GC4	5	5Y3P	1.61	26-10-26	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 青城 14	10.6	10	2.13	26-10-26	城投	AAA/NA	长江/广发/国泰海通/中泰/中信建投/中信/中邮	3-/3-	上交所	青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	26-02-04
26 蓉金 Y1	10	3+N	1.66	26-10-22	多元金融	AAA/NA	广发/华泰联合/中泰/中信	4+/4+	上交所	成都交子金融控股集团有限公司	26-06-11
26 桂交 Y6	7	3+N		26-10-28	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 建工 3	6	3	2	26-10-26	基建设施	AA+/NA	华泰联合/中金/中信	4-/4-	上交所	成都建工集团有限公司	26-04-16
26 财信 04	20	3	1.5	26-10-21	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 江金 Y1	2.5	3+N	1.7	26-10-26	综合投资	AAA/NA	国泰海通/中信	4-/5	上交所	江西省金控投资集团有限公司	26-01-22*（P11）
26 杭实 K2	20	5	1.63	26-10-26	贸易	AAA/NA	国泰海通/申万宏源/中信	4-/4-	上交所	杭州市实业投资集团有限公司	26-01-28*（P15）
26 青信 14	10	10	2.18	26-10-22	城投	AAA/NA	光大/招商/中信	4+/4+	上交所	青岛国信发展(集团)有限责任公司	26-07-08
26 国润 01	3	3	1.65	26-10-28	公用事业	AA+/AA+	国泰海通/中信	5+/5+	深交所	四川发展国润水务投资有限公司	首发*（P21）
26 东水 Y1	10	3+N	1.65	26-10-22	公用事业	AAA/NA	东莞/中信建投/中信	4/4-	深交所	东莞市水务环境投资控股集团有限公司	24-09-12*（P9）
26 上汽 01	8	5	1.65	26-10-22	多元金融	AAA/NA	国泰海通/平安/中信	4/4	上交所	上海汽车集团产业投资控股有限公司	26-04-02
26 舟城 01	5	5	1.68	26-10-20	城投	AA+/NA	中金/中信建投/中信	4-/4-	上交所	舟山海城建设投资集团有限公司	25-04-16*
26 云交 04	15	5	1.85	26-10-22	高速公路	AAA/NA	广发/国开/国泰海通/中信	4+/4+	上交所	云南省交通投资建设集团有限公司	26-10-21
26 创投 K2	20	5		26-10-28	多元金融	AAA/NA	国泰海通/国投/中金/中信建投/中信	NA	上交所	河南创新投资集团有限公司	25-11-12

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.wanxiangfile.com/purchase/

26JSGJ01	10	3	1.45	26-10-23	多元金融	AAA/NA	中信建投/中信	4+/4+	上交所	江苏省国金投资集团有限公司	26-09-02
26JSGJ02	27	5Y3P		26-10-27	多元金融	AAA/NA	华泰联合/中信建投/中信	4+/4+	上交所	江苏省国金投资集团有限公司	26-09-02
26CEE1K	30	3	1.41	26-10-22	机械设备	AAA/AAAsti	国泰海通/华泰联合/中金/中信建投/中信	3+/3+	上交所	中国电气装备集团有限公司	25-11-13*（P5）
26 皖桥 Y1	5	2+N	2.05	26-10-27	基建设施	AA+/AA+	国泰海通/中金	NA	上交所	安徽建工公路桥梁建设集团有限公司	25-08-06
26 京保 04	10	21Y7P14P	1.72	26-10-23	城投	AAA/NA	国泰海通/招商/中国银河/中信建投	2-/2-	上交所	北京保障房中心有限公司	25-11-13*
26 浙创 02	12	3	1.4	26-10-27	多元金融	AAA/NA	财通/华泰联合/中信建投	3/3	上交所	浙江省创新投资集团有限公司	26-01-08*（P17）
26 东财 03	3	5	1.78	26-10-27	城投	AA+/NA	东方/光大/中泰	4-/4-	上交所	东营市财金投资集团有限公司	26-04-02
26 台州 01	10	5Y3P		26-10-27	城投	AAA/NA	中金/中信建投	4/4	上交所	台州市国有资本运营集团有限公司	26-06-10
26 铁发 01	11	5		26-10-28	城投	AAA/NA	国金/国泰海通/国信/中金	4+/4+	上交所	山东铁路发展基金有限公司	26-03-18

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 59 支，其中 11 支为城投，发行金额 97.6 亿元，公司债发行金额 645.1 亿元。本周企业债公司债合计发行额为 645.1 亿元。
- 本周公司债发行人 52 家，其中 11 家为城投。
  - 中国电气装备集团是国务院国资委实控企业，电气设备行业龙头企业，由西电集团、平高集团、许继集团及山东电工电气等电气装备企业联合重组成立。主营业务收入与利润持续提升，减值损失对利润形成一定侵蚀，但政府补助提供有力补充。盈利变现效率有所波动但整体较好，多数年份不存在自由现金流缺口。整体债务负担较轻，货币资金能充分覆盖短期债务，备用流动性充裕，偿债能力较强。中金评分 3+。
  - 浙江省创新投资集团为浙江省国有企业，以证券、期货业务为主，并涵盖担保、投资管理等业务板块。投资收益是盈利的重要补充，整体盈利较为稳定。合并和母公司口径债务均不重，偿债压力较小。主体评分 3。
  - 安徽皖通高速公路是国有控股 A+H 股上市公司，是安徽省内唯一的公路类上市公司，控股路产运营效率高，近年收入和主业盈利稳中有增，盈利能力强，经营获现能力良好，近年投资

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

有所扩张，暂未积累明显自由现金流缺口，债务有所增长但负担仍轻，流动性充裕。中金评分 3-。

- 上海仪电(集团)为上海市国有资产运营管理平台之一，以电子信息服务业为主，不动产和非银金融业为辅。期间费用较高，公司主业盈利能力仍较弱，2025 年资本支出规模较大，持续累积自由现金流缺口。考虑到公司持有上市公司股权，叠加银行授信充足，整体流动性压力可控。中金评分 4-。
- 江西省金控投资是江西金控旗下唯一的投资平台和类金融机构的投资主体，涉及供应链业务及融资租赁、担保等金融业务。公司整体盈利能力偏弱。债务率较高，资产流动性较弱，备用流动性较充裕。中金评分 4-。
- 中铁上海工程局集团为中国中铁全资子公司，业务板块以铁路、市政、轻轨/地铁和房建为主，2024 年来营收转为下滑，毛利波动抬升，投资收益侵蚀净利，盈利变现效率逐年下滑，持续存在自由现金流缺口，杠杆多有抬升，短债占比高，短期周转依赖外部授信。中金评分 4-。
- 杭州市实业投资集团公司是杭州市国资委控股企业，杭州市重要的综合性国有金融投资平台，本部在大宗商品产业链服务、家电制造的投资占比较大，营收边际下滑，盈利水平波动下降，净利润主要依赖非经常性损益，经营现金流持续弱化，经营现金流受应收账款和应付票据及账款影响较大，债务负担波动上升，短期周转依赖外部授信。中金评分 4-。
- 东莞市水务是东莞市国资委全资子公司，东莞市水务运营主体，具有较强的区域市场优势，营收略有下降，管网盈利下降拖累整体毛利率，2026 年上半年净利润转亏，盈利变现效率明显改善，2025 年来应收回笼推动自由现金流转正，杠杆维持高位，货币资金可持续覆盖短债。中金评分 4-。
- 四川发展国润水务为四川省属水务投资运营企业，主营排水、供水及安装等业务，收入保持增长，毛利率下行及减值增加拖累净利，盈利变现效率一般，投资收缩后 2025 年自由现金流转正。债务持续增长，分红削弱资本积累，短期周转需外部融资支持。中金评分 5+。
- 城投方面，京保、福产、舟城分别为北京市、深圳市福田区和浙江省舟山市平台，中金评分分别为 2-、4-和 4-。
- 债项方面，仪电 YK01 为可续期公司债，偿付顺序为普通，债项评分较主体评分下调一档至 5+。26 东水 Y1、26 江金 Y1、26 江金 Y2、26 铁沪 Y1 为可续期公司债，债券具有破产清偿的次级属性，债项评分较主体评分分别下调至 4-、5、5、5。

► 本周不涉及外部评级调整。中金评分方面，四川发展国润水务的母公司北京清新环境技术股份有限公司被四川国资平台收购后，从 2026 年三季报数据来看边际弱化有所缓和。本次将母公司中金评分由 5 上调至 5+。

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外传、转发、共享、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

债券基本情况

债券简称	26CEE1K
发行人	中国电气装备集团有限公司
发行期限	3
发行额	30 亿元人民币
发行利率	1.4100%
增信方式	
信用级别	中诚信，AAA/AAAsti
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，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 22 日
行业	机械设备
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	1561.51	1715.73	1839.32	1831.07
货币资金	178.79	248.69	303.84	196.97
净资产	709.07	764.53	822.21	848.83
总债务	125.79	131.04	213.14	202.68
短期债务	50.51	66.68	116.06	85.62
净短期债务	(128.28)	(182.01)	(187.78)	(111.35)
经营活动现金流	71.73	79.05	120.54	(38.72)
投资活动现金流	(108.63)	(16.12)	(33.10)	(31.72)
筹资活动现金流	(23.81)	5.42	(40.02)	(33.13)
主营业务收入	1000.81	1036.38	1072.90	498.34
主营业务利润	144.13	175.65	192.67	94.89
EBITDA	81.70	103.84	101.90	NA
EBITDA(含补贴收入)	90.56	115.21	115.68	NA
EBITDA(含投资收益)	85.91	110.44	107.66	NA
净利润	46.50	51.73	57.60	31.78
主营业务利润率	14.40%	16.95%	17.96%	19.04%
主营业务收入增长率	25.10%	3.55%	3.52%	NA
总资产回报率	3.12%	3.16%	3.24%	NA
净资产收益率	6.84%	7.02%	7.26%	NA
现金收入比	94.60%	100.30%	119.86%	104.99%
经营现金流/EBITDA	87.80%	76.13%	118.29%	NA
流动比率	1.38	1.36	1.37	1.42
速动比率	1.18	1.16	1.08	1.07
应收账款周转率	3.13	2.69	2.66	NA
存货周转率	5.36	5.39	4.16	NA
资产负债率	54.59%	55.44%	55.30%	53.64%
短期债务/总债务	40.15%	50.89%	54.45%	42.24%
总债务/总资本	15.07%	14.63%	20.59%	19.28%
货币资金/短期债务	353.97%	372.96%	261.80%	230.05%
货币资金/总债务	142.13%	189.78%	142.55%	97.18%
经营现金流/总债务	57.02%	60.33%	56.55%	-19.10%
EBITDA/利息支出	22.20	33.61	27.03	NA
EBITDA/总债务	0.65	0.79	0.48	NA
应付票据	118.94	144.97	104.38	79.10
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	25.66%	26.52%	27.86%	24.93%
净短期债务（含票据）	(13.55)	(41.19)	(86.25)	(34.98)

资料来源：Wind，中金公司研究部

中国电气装备集团有限公司

发行人简介

- **国务院国资委实控企业**。公司于 2021 年 9 月成立，2021 年 10 月和 2022 年 10 月股东两次增资。截至 2026 年 9 月末，国务院国资委是公司控股股东及实际控制人，持股比例为 50%，诚通、国新均持股 25%。2025 年 2 月，兵器装备集团将其持有保变电气（600500.SH）37.98%股份（2024 年 9 月末兵器装备集团直接持股 53.98%）、同为电气 100%股权无偿划转至公司，划转完成后中国电气装备旗下共有 7 家上市公司。

- **电气设备行业龙头企业，由西电集团、平高集团、许继集团及山东电工电气等电气装备企业联合重组成立**。公司优势业务主要为高压、超高压及特高压等领域高端电气设备的研发及生产，具备很高的技术及资金等壁垒，行业竞争可控且竞争力突出。2026 年上半年智慧电气装备、新型电力控制、能源系统服务的收入占比分别为 78%、9%、13%，毛利润占比分别为 79%、8%、12%。智慧电器装备产业包括高压电气装备、输电线路装备等板块，传统优势产品为高压变压器、高压开关、配套设备、铁塔、线缆、线路附件等；能源系统服务产业包括能源低碳服务和生产性服务等板块，现有业务主要包括储能系统、智慧运维检修、试验检测和标准服务等；新型电力控制产业包括控制保护与自动化、新型配网、新型储能、电力电子等板块。2023 年以来变压器、隔离开关、铁塔的产能及产量均有提高，电缆和组合电器的产量及产量有所下滑。2025 年除电缆仅 63%外，其他主要产品的产能利用率均超 80%。公司主要客户包括电力系统内客户，包括电网和电源客户；国内电力系统外客户，包括大型工业用户、企业用户、市政客户、地产开发商及轨道交通集团等；国际用户。电网体系内市场仍为公司核心业务领域，公司在特高压专项招标、两网集招方面保持了领先行业的市场份额，2025 年公司对国网和南网销售订单合计占比 51%，2026 年上半年公司占比约为 58%。2025 年公司新签合同额为 1500 亿元，同比有所下降，主要系特高压项目招标不及预期，但仍保持高位且订单结构有所改善；2026 年以来国家电网前三批特高压招标已超上年全年，充足的订单可为未来收入提供一定支撑。

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 73 亿元。中诚信国际 2022 年 10 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 3+。

盈利和现金流

- **主营业务收入与利润持续提升，减值损失对利润形成一定侵蚀，但政府补助提供有力补充**。公司智慧电气板块收入持续提升，带动主营业务收入保持增长，同时毛利率较高的高压产品占比提升，带动智慧电气板块毛利率及综合毛利率提升。2023 年-2025 年和 2026 年上半年公司分别计提资产及信用减值损失-11.8、-16.1、-17.5 和-6.1 亿元，主要为坏账、存货和合同资产减值损失；投资收益规模分别为 4.2、6.6、5.8 和 1.9 亿元，其他收益和营业外收入之和分别为 8.9、11.4、13.8 和 3.5 亿元，主要为政府补助，有力补充了净利润，净利润保持增长。

- **盈利变现效率有所波动但整体较好，多数年份不存在自由现金流缺口**。我们以 2025 年 EBITDA 估算，公司年度现金流产生能力约 89 亿元。公司盈利变现效率整体较好，2025 年得益于年底新签订单较多从而集中收到预付款、回款力度加强及利润增长，经营活动现金流入规模明显扩大。2026 年上半年受特高压等重大工程备货采购支付增加和现金支付力度加大等因素，经营活动现金流转为净流出。投资方面，公司推动在建项目建设，2023-2025 年购建固定资产的支出规模在 50-60 亿元，投资收回及支付的现金规模较大，2023 年因基金及套保保证金支付较多，出现自由现金流缺口。截至 2025 年末，在建项目计划总投资为 107 亿元，已投资 91 亿元，2026 和 2027 年分别计划投资 8.0 亿元和 8.1 亿元，投资压力尚可。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、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.wanxiangtec.com/pdfmaster/

资本结构和偿债能力

- **整体债务负担较轻，货币资金能充分覆盖短期债务，备用流动性充裕，偿债能力较强**。2025 年公司总债务规模有所提升，杠杆水平小幅提高，净资产随着未分配利润、少数股东权益和资本公积的增长持续提高，截至 2026 年 6 月末，公司债务资本比为 25%，不存在净短债缺口。截至 2026 年 6 月末，公司获得金融机构综合授信 2923 亿元，其中 2409 亿元未使用，备用流动性充裕，加之公司旗下拥有多家上市公司，外部融资渠道较畅通。

中金评分

- **主体评分 3+**。公司是国务院国资委实控企业；电气设备行业龙头企业，由西电集团、平高集团、许继集团及山东电工电气等电气装备企业联合重组成立；主营业务收入与利润持续提升，减值损失对利润形成一定侵蚀，但政府补助提供有力补充；盈利变现效率有所波动但整体较好，多数年份不存在自由现金流缺口；整体债务负担较轻，货币资金能充分覆盖短期债务，备用流动性充裕，偿债能力较强。

- **债项评分 3+**。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个人（转发、转载、直播、复制、传播、修改等）、机构以违法行为进行使用。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

上海仪电(集团)有限公司

债券基本情况

债券简称	仪电 YK01
发行人	上海仪电(集团)有限公司
发行期限	5+N
发行额	20 亿元人民币
发行利率	1.7800%
增信方式	
信用级别	新世纪，AAA/AAAsti
交易场所	上交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，华鑫证券有限责任公司
发行日	2026 年 10 月 22 日
行业	电子通信
中金评分	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	2026.6
总资产	867.25	944.99	1269.61	1416.67
货币资金	209.96	262.18	386.01	353.21
净资产	284.85	298.94	345.69	378.91
总债务	306.60	345.43	598.18	603.44
短期债务	184.77	178.64	430.17	255.88
净短期债务	(25.19)	(83.54)	44.16	(97.33)
经营活动现金流	(14.64)	59.45	68.55	101.62
投资活动现金流	1.83	(27.20)	(225.42)	(137.69)
筹资活动现金流	(1.63)	36.06	284.67	12.27
主营业务收入	212.30	195.66	193.60	118.03
主营业务利润	50.33	47.05	50.01	28.48
EBITDA	16.44	14.80	28.97	NA
EBITDA(含补贴收入)	19.04	16.95	32.68	NA
EBITDA(含投资收益)	31.55	26.96	42.36	NA
净利润	9.57	7.88	11.97	5.54
主营业务利润率	23.71%	24.05%	25.83%	24.13%
主营业务收入增长率	NA	-7.84%	-1.05%	NA
总资产回报率	1.10%	0.87%	1.08%	NA
净资产收益率	3.45%	2.70%	3.71%	NA
现金收入比	91.09%	85.88%	103.50%	124.09%
经营现金流/EBITDA	-89.05%	401.69%	236.62%	NA
流动比率	1.42	1.44	1.05	1.26
速动比率	1.11	1.19	1.02	1.22
资产负债率	67.16%	68.37%	72.77%	73.25%
短期债务/总债务	60.26%	51.72%	71.91%	42.40%
总债务/总资本	51.84%	53.61%	63.38%	61.43%
货币资金/短期债务	113.63%	146.76%	89.73%	138.04%
货币资金/总债务	68.48%	75.90%	64.53%	58.53%
经营现金流/总债务	-4.77%	17.21%	11.46%	16.84%
EBITDA/利息支出	3.62	3.91	5.20	NA
EBITDA/总债务	0.05	0.04	0.05	NA
应付票据	6.05	3.14	1.80	2.79
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	52.33%	53.83%	63.45%	61.54%
净短期债务（含票据）	(20.58)	(81.32)	45.36	(95.19)

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **上海市国企**。公司前身是 1960 年成立的上海市仪表电讯工业局，1993 年组建为上海仪电国有资产经营管理总公司，2015 年完成公司制改制并更为现名。公司由上海市国资委 100%全资持有。截至 2025 年末，公司下属一级子公司共 17 家；直接及间接控股云赛智联(600602.SH)、飞乐音响(600651.SH)、华鑫股份(600621.SH)三家上市公司。

- **上海市国有资产运营管理平台之一，以电子信息服务业为主，不动产和非银金融业为辅**。（1）业务主体方面，云赛智联主要开展系统集成、软件开发、IDC 业务，推进松江大数据中心二期建设；智算科技、埃迪希科技、埃迪西设施承担集团算力集群建设运营，其中上海仪电智能算力集群平台项目总投资 33 亿元，超大规模智算项目总投资 300 亿元，2025 年算力相关主体收入实现放量，但算力属于重资产模式，折旧压力大，部分主体盈利偏弱；智慧照明板块飞乐投资受产能利用率不足影响盈利波动较大；汽车电子板块仪电汽车电子、仪电显示保持稳定经营。2024 年公司完成仪电物联股权处置，不再持有该主体股权。整体板块 2025 年营业收入占集团总营收比重达 80.32%，毛利占比 60.99%，成为集团核心支柱。（2）不动产业务分为物业租赁、房产开发销售，主要由华鑫置业运营，集团在上海拥有较丰富物业及土地资源。截至 2026 年 3 月末，集团自持物业可供出租面积 45.21 万平方米，已出租面积 38.95 万平方米，综合出租率约 86.16%；物业开发销售方面，存量开发项目逐步进入收尾。截至 2026 年 3 月末，华鑫置业在建房地产项目合计总投资 192.64 亿元，已完成投资 158.70 亿元，在建项目投资体量仍然较大；截至 2025 年末，公司土地储备合计 32.48 万平方米。受存量项目结转节奏影响，不动产板块收入整体呈收缩态势。（3）非银行金融业务涵盖证券、基金、期货、资产管理，核心运营主体为华鑫证券（华鑫股份全资子公司）。华鑫证券经营结构看，经纪业务为稳定收入来源，自营投资业务规模较大，2025 年末自营投资规模 162.11 亿元；投行业务 2024 年起实现盈利，资管、期货业务稳步发展。2025 年华鑫证券实现营业收入 25.94 亿元，同比增长 41.75%，盈利水平进一步提升。

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 25 亿元。上海新世纪 2024 年 8 月将主体评级由 AA+上调至 AAA。中金评分 2019 年 1 月由 4 下调至 4-，2020 年 5 月由 4-下调至 5+，2024 年 11 月由 5+上调至 4-。

盈利和现金流

- **公司主业盈利能力仍较弱，投资收益和政府补贴成为公司利润的重要补充**。2024 年营业收入同比回落，主要系公司主动收缩电子信息服务板块低毛利电子产品贸易业务；2025 年，算力业务放量带动电子信息服务业收入增长，但受鑫侨高置业、馨伴寓等不动产项目处置出表影响，不动产板块收入大幅萎缩，综合致使集团整体营收小幅下滑。公司主业经营盈利能力偏弱，收入占比最高的电子信息服务业板块毛利率仅约 20.4%，叠加每年约 20 亿元规模的管理费用，扣除超 40 亿元期间费用后，主营业务经营利润偏弱。利润补充主要来自投资收益与其他收益：2023－2025 年投资收益分别为 15.11 亿元、12.16 亿元、13.39 亿元，其中华鑫证券自营板块投资损益波动对集团投资收益影响较大；政府补助常年稳定在 2 亿元左右，进一步增厚利润。

- **2025 年资本支出规模较大，持续累积自由现金流缺口**。2023 年受华鑫置业预售回款下滑、华鑫股份加大自营金融资产投资影响，经营现金流为净流出 14.64 亿元；2024-2025 年随着证券业务资金回流、地产项目结转，经营现金流转为大额净流入，分别为 59.45 亿元、68.55 亿元。投资现金流波动更大：2023 年投资现金流净额仅 1.83 亿元；2024 年净流出 27.20

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.wanxiangfe.com/pdfmaster

亿元；2025 年公司集中推进上海超大规模智算集群项目建设、当年购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金 205.62 亿元。2023 年以来公司累计自由现金流缺口 153 亿元。

资本结构和偿债能力

- **考虑到公司持有上市公司股权，叠加银行授信充足，整体流动性压力可控。**2024-2025 年受华鑫证券自营业务扩张、集团智算项目资本开支加大影响，总债务规模明显抬升；2025 年公司资本公积出现较大幅度增长，主要系公司承接上海超大规模智算集群、国密项目等重大战略任务，收到各级政府拨付的权益性项目资本金，净资产则依托利润积累与上海市国资委资本金无偿划拨持续增厚。截至 2026 年 6 月末，总债务规模 603 亿元，债务资本比上升至 61.54%。短债占比 42%，根据评级报告，2026 年 3 月末，公司账面货币资金中包括华鑫证券客户资金存款 172.42 亿元，预计剩余可自由支配资金无法覆盖短期债务。截至 2026 年 3 月末，公司银行综合授信总额 1147.06 亿元，未使用授信额度高达 695.91 亿元。资产保障方面，截至 2026 年 3 月末，公司投资性房地产账面价值 26.75 亿元，地处上海核心区域，资产估值较高；同时持有云赛智联、飞乐音响、华鑫股份三家上市公司股权，持有市值余约 200 亿元，流动性压力整体可控。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司为上海市国有资产运营管理平台之一，以电子信息服务业为主，不动产和非银金融业为辅。期间费用较高，公司主业盈利能力仍较弱，2025 年资本支出规模较大，持续累积自由现金流缺口。考虑到公司持有上市公司股权，叠加银行授信充足，整体流动性压力可控。综合考虑维持公司中金评分 4-。

- **债项评分 5+**。本期债券为可续期公司债，偿付顺序为普通。考虑到公司信用资质一般，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 东水 Y1
发行人	东莞市水务环境投资控股集团有限公司
发行期限	3+N
发行额	10 亿元人民币
发行利率	1.6500%
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	东莞证券股份有限公司，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 22 日
行业	公用事业
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	655.20	692.04	691.99	680.00
货币资金	56.25	42.24	51.09	68.26
净资产	171.98	184.86	189.90	188.89
总债务	369.35	382.93	391.02	382.62
短期债务	31.02	26.83	25.42	30.00
净短期债务	(25.23)	(15.41)	(25.67)	(38.26)
经营活动现金流	45.65	20.01	52.82	61.59
投资活动现金流	(68.68)	(45.37)	(34.14)	(27.12)
筹资活动现金流	0.49	11.12	(10.03)	(17.43)
主营业务收入	87.64	87.63	86.73	41.29
主营业务利润	25.22	25.44	20.67	8.44
EBITDA	55.43	54.48	52.66	NA
EBITDA(含补贴收入)	55.90	55.10	53.19	NA
EBITDA(含投资收益)	56.39	55.33	53.37	NA
净利润	2.25	1.94	0.59	(0.77)
主营业务利润率	28.78%	29.03%	23.83%	20.44%
主营业务收入增长率	9.78%	-0.01%	-1.03%	NA
总资产回报率	0.35%	0.29%	0.09%	NA
净资产收益率	1.28%	1.09%	0.31%	NA
现金收入比	94.00%	65.91%	108.02%	187.41%
经营现金流/EBITDA	81.66%	36.73%	100.30%	NA
流动比率	1.39	1.57	1.82	1.53
速动比率	1.36	1.55	1.77	1.48
应收账款周转率	1.78	1.23	0.99	NA
存货周转率	27.86	29.36	19.84	NA
资产负债率	73.75%	73.29%	72.56%	72.22%
短期债务/总债务	8.40%	7.01%	6.50%	7.84%
总债务/总资本	68.23%	67.44%	67.31%	66.95%
货币资金/短期债务	181.33%	157.44%	200.98%	227.53%
货币资金/总债务	15.23%	11.03%	13.07%	17.84%
经营现金流/总债务	12.36%	5.23%	13.51%	16.10%
EBITDA/利息支出	3.64	3.98	4.23	NA
EBITDA/总债务	0.15	0.14	0.13	NA
应付票据	0.15	0.36	0.36	0.30
永续债	0.00	10.00	10.00	10.00
债务资本比（含票据、永续）	68.24%	69.22%	69.05%	68.72%
净短期债务（含票据）	(25.08)	(15.05)	(25.31)	(37.96)

资料来源：Wind，中金公司研究部

东莞市水务环境投资控股集团有限公司

发行人简介

- **东莞市国资委全资子公司**。公司于 2018 年，以东莞市东江水务有限公司、东莞市水务投资集团有限公司等市属涉水企业股权整合组建。截至 2026 年 9 月末，公司全资股东仍为东莞市国资委。

- **东莞市水务运营主体，具有较强的区域市场优势**。公司是东莞市唯一从事水务投资运营的市属国企。2026 年上半年管网运营、供水和污水处理的收入占比分别约 43%、32%和 20%，毛利占比分别约 41%、41%和 14%。（1）公司自东江、东深供水工程、水库及珠三角水资源配置工程采购原水。截至 2026 年 6 月末运营 29 个水厂，供水能力 708.9 万吨/日，服务覆盖 32 个镇街（园区）、近千万人。2023-2025 年及 2026 年上半年售水量分别为 12.26 亿吨、12.62 亿吨、12.83 亿吨和 6.19 亿吨，漏损率由 2023 年的 9.60%降至 6.53%。2025 年 8 月综合水价上调，改善供水盈利。(2)污水处理方面，公司污水处理业务范围覆盖东莞各镇街，截至 2026 年 6 月末，公司运营 36 个城镇生活污水项目，设计日处理规模 251 万吨，另运营樟村运河水质净化及工业污水项目，日处理能力为 260 万吨；2023-2025 年及 2026 年上半年合计实际处理量分别为 13.6 亿吨、14.6 亿吨、16.7 亿吨和 7.9 亿吨；运营污水处理厂提标改造项目 36 个，主要为 BOT 项目，日处理能力为 247 万吨，同期实际处理量分别为 8.90 亿吨、9.07 亿吨、8.34 亿吨和 4.01 亿吨。（3）公司管网业务承接全市截污管网的投资、建设和运营，并推行厂网一体化工作。项目建设主要采取 PPP 业务模式，建设期通常 1-2 年，合作期 15 或 25 年，项目公司与东莞市各镇政府/街道办事处签订协议，运营期内按季度收取项目服务费。2025 年 PPP 清分降付费使管网收入和毛利率下降。其他业务主要包括工程维修、物业运营、检测科技及原水保障等。

发债和评级评分历史

- 公司曾多次发行债券，目前不含本期未到期债务余额 20 亿元。中证鹏元 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

- **营收略有下降，管网盈利下降拖累整体毛利率，2026 年上半年净利润转亏。**公司近年供水量相对稳定，提价推动供水毛利率回升至约 30%，但 2025 年来的管网清分降付费、污水成本等因素压低相关业务盈利，管网毛利率由 2023 年的约 36%降至 2026 年上半年的约 23%，整体毛利率在 2024 年小幅回升后持续下降。公司费用率由 25%降至 22%，仍侵蚀部分利润。此外，公司每年可获得 0.4 亿元左右的政府补助，但未能抵销主业利润弱化，2025 年利润下降，2026 年上半年出现亏损。

- **盈利变现效率随催收力度加大明显改善，2025 年来自由现金流转正**。我们以公司 2025 年 EBITDA 推算，公司年度现金流产生能力约 52 亿元。公司盈利变现效率有所波动，2024 年政府付款进度延后曾明显拖累公司盈利变现效率，2025 年来发行人加大催收力度，回款改善，公司经营现金流有所增强。公司投资现金流主要用于项目投入，净流出规模有所下滑但仍维持高位，2025 年来能够被经营现金流覆盖，2023 年-2026 年上半年累计无自由现金流缺口。截至 2025 年末，公司主要管网等在建项目计划投资 122 亿元、尚需投资 62 亿元，另有污水处理项目计划总投资 23 亿元、尚需投资 16 亿元，后续仍有较大的投资需求。

资本结构和偿债能力

- **杠杆维持高位，货币资金可持续覆盖短债**。公司 2023-2024 年债务规模随自由现金流缺口存在而逐年增长，2025 年后边际下降，因永续债发行和少数股东权益增加，净资产规模略有上升，财务杠杆边际回落但仍在高位。截至 2026 年 6 月末，公司考虑长期应付款中有息债务的债务资本比

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、传播、复制、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

达 71%，总债务规模为 2025 年 EBITDA 的 8 倍，内生偿债能力尚可。流动性方面，公司短债占比保持在 8%以下，货币资金可持续覆盖全部净短债。同期末，公司共获银行授信 742 亿元，其中 254 亿元尚未使用，外部流动性充裕。

中金评分

- **主体评分 4**。东莞市国资委全资子公司，东莞市水务运营主体，具有较强的区域市场优势，营收略有下降，管网盈利下降拖累整体毛利率，2026 年上半年净利润转亏，盈利变现效率明显改善，2025 年来自由现金流转正，杠杆维持高位，货币资金可持续覆盖短债。

- **债项评分 4-**。本期债券为可续期公司债券，基础期限为 3 年，以每个基础期限为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。本期债券后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。强制付息事件包括向普通股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）以及减少注册资本。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。考虑到公司信用资质偏弱，且本期债券具有破产清偿的次级属性，债项评分较主体评分减一小档至 4-。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等，如有未经许可进行的，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

江西省金控投资集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 江金 Y1	26 江金 Y2
发行人	江西省金控投资集团有限公司	
发行期限	3+N	5+N
发行额	2.5 亿元人民币	
发行利率	1.7000%	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	国泰海通证券股份有限公司，中信证券股份有限公司	
发行日	2026 年 10 月 26 日	
行业	综合投资	
中金评分	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	2026.6
总资产	470.02	530.46	558.24	589.08
货币资金	54.71	33.94	28.47	27.85
净资产	125.97	139.75	144.84	155.76
总债务	222.11	271.40	294.07	311.12
短期债务	82.40	102.70	115.49	119.30
净短期债务	27.69	68.76	87.02	91.45
经营活动现金流	(2.89)	54.32	32.18	37.11
投资活动现金流	(24.54)	(28.63)	(11.62)	(46.16)
筹资活动现金流	27.91	(41.41)	(18.51)	8.51
主营业务收入	83.24	82.94	79.98	44.18
主营业务利润	15.31	16.06	17.79	8.34
EBITDA	12.23	12.49	14.10	NA
EBITDA(含补贴收入)	12.73	13.54	15.11	NA
EBITDA(含投资收益)	18.77	20.76	22.09	NA
净利润	8.90	9.33	10.54	6.47
主营业务利润率	18.39%	19.36%	22.24%	18.88%
主营业务收入增长率	NA	-0.36%	-3.57%	NA
总资产回报率	2.19%	1.87%	1.94%	NA
净资产收益率	7.65%	7.02%	7.41%	NA
现金收入比	314.84%	378.07%	383.96%	290.38%
经营现金流/EBITDA	-23.63%	434.91%	228.23%	NA
流动比率	1.67	1.54	1.48	1.60
速动比率	1.43	1.31	1.22	1.37
资产负债率	73.20%	73.65%	74.05%	73.56%
短期债务/总债务	37.10%	37.84%	39.27%	38.35%
总债务/总资本	63.81%	66.01%	67.00%	66.64%
货币资金/短期债务	66.40%	33.05%	24.65%	23.34%
货币资金/总债务	24.63%	12.51%	9.68%	8.95%
经营现金流/总债务	-1.30%	20.01%	10.94%	11.93%
EBITDA/利息支出	2.11	1.88	2.70	NA
EBITDA/总债务	0.06	0.05	0.05	NA
应付票据	28.92	40.85	18.76	11.73
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	66.59%	69.08%	68.35%	67.46%
净短期债务（含票据）	54.24	108.75	103.61	99.13

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **江西省国企**。公司成立于 2018 年 2 月，由江西金控在整合江西省金控实业投资有限公司与江西省金控投资开发集团有限公司基础上出资设立，初始注册资本 1 亿元，后续江西金控实施多轮增资。2022 年 10 月，江西金控完成内部资产重组，将所持江西省信用融资担保集团股份有限公司、江西省金控融资租赁股份有限公司等 11 家子公司股权整体划转至本公司。2025 年 10 月公司完成新一轮增资；截至目前，公司注册资本及实缴资本均为 43.91 亿元，唯一股东为江西省金融控股集团有限公司，实际控制人为江西省人民政府。

- **公司是江西金控旗下唯一投资平台与类金融业务投资主体，主营供应链业务、融资租赁、融资担保、债权投资与产业基金投资。**2025 年度，供应链业务、融资租赁业务、担保业务、保理业务收入占比分别为 70.19%、11.61%、7.09%、2.08%，资金业务、咨询服务业务占比分别为 1.29%、3.24%。（1）供应链业务：运营主体为子公司财通供应链。截至 2025 年末，供应链金融业务余额 46.02 亿元，客户集中于江西省内，底层标的物以有色金属、钢材、煤炭、建材等大宗商品为主。2025 年末保理业务余额 25.58 亿元，以有追索权保理为主。（2）融资租赁业务：运营主体为江西省金控融资租赁股份有限公司，业务以售后回租为主，省内业务占比 82.74%，重点投向省内基建、产业技改项目。截至 2025 年末，融资租赁资产总额 141.63 亿元；建筑工程、租赁和商务服务业、公用事业、农牧业、旅游业应收融资租赁款占比分别为 18.12%、16.34%、11.19%、9.53%、8.77%；2025 年末正常类资产占比 99.51%，不良资产率 0.49%。（3）融资担保业务：由江西省信用融资担保集团股份有限公司运营。截至 2025 年末，担保在保余额 662.83 亿元；债券类担保余额 431.51 亿元，贷款担保余额 92.49 亿元，履约等非融资性担保余额 93.49 亿元；期末融资担保放大倍数 7.12 倍。前五大行业（租赁和商务服务业、建筑业、水利环境和公共设施管理业、房地产业、电力热力燃气水生产供应业）在保余额合计占比约 86.79%；2025 年末正常类担保项目占比 99%以上。（4）资金业务（委托贷款）：由江西省信用融资担保集团开展。截至 2025 年末，委托贷款账面余额 7.46 亿元，计提减值准备 0.66 亿元，净值 6.80 亿元；客户以国有企业为主，个别民企项目办理展期并落实足额抵质押物，整体风险可控，按规定计提减值。（5）基金投资业务：围绕省内专精特新企业、产业链转型升级项目布局。公司构建母基金+直投的投资体系；截至 2025 年末，公司母基金、直投项目仍主要处于投资期，暂未实现大规模退出收益。（6）债权投资业务：包含财通供应链收购的非金融企业债权资产，以及本部、省信用担保持有的信用债、地方政府债等固收资产，截至 2025 年末债权投资账面价值（含一年内到期的债权投资）账面价值 197 亿元（含短期租赁款）。

发债和评级评分历史

- 公司目前不含本期未到期债券余额 25 亿元。东方金诚 2023 年 6 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 4-。

- 控股股东江西省金融控股集团有限公司目前未到期债券余额 141 亿元。东方金诚和联合资信分别于 2022 年 8 月和 2021 年 11 月给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2020 年 11 月由 4 下调至 4-。

盈利和现金流

- **公司整体盈利能力偏弱。**营业收入主要由供应链业务贡献，融资租赁、担

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、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.wanxiangfile.com/pdfmaster

保业务是核心盈利板块，2024-2025 年各板块业务规模保持相对稳定。投资收益对利润形成重要补充，2023-2025 年公司实现投资收益分别为 6.54 亿元、8.27 亿元、7.11 亿元，收益来源包括债权类项目利息、金融资产处置收益等。供应链贸易板块整体毛利率偏低，拉低集团综合盈利水平，导致公司整体盈利能力不强。

- **公司现金流波动幅度较大，存在阶段性自由现金流缺口。**经营活动现金流受供应链贸易收付、融资租赁投放与回款、担保业务保证金变动共同影响，波动特征显著。2024 年经营活动现金流量净额较 2023 年大幅增加 57 亿元，主要为贸易销售回款增加、融资租赁项目租金回款规模提升。投资活动现金流主要用于债权投资、理财产品配置、股权投资及产业基金出资，投资活动现金流出规模大，投资活动现金流量净额持续承压。受业务扩张持续资本投入影响，公司阶段性存在自由现金流缺口。

资本结构和偿债能力

- **债务率较高，资产流动性较弱，备用流动性较充裕**。得益于江西金控的持续增资及划拨资产，公司净资产规模快速增长。随着合并范围扩大及业务开展，总债务规模不断增长，2026 年 6 月末公司总债务规模 311 亿元，债务资本比 67.46%。根据募集说明书披露，2026 年 3 月末股东借款余额 24.55 亿元。短期流动性方面，2026 年 6 月末为 38%，净短债缺口为 99 亿元。不过公司资产流动性较弱，2025 年末主要资产为一年内到期的非流动资产 111 亿元，债权投资余额 87 亿元，长期应收款 74 亿元，其他非流动金融资产 52 亿元。截至 2025 年末，公司本部及合并范围内子公司在各家商业银行的授信总额为人民币 334.33 亿元，已使用额度 185.54 亿元，尚未使用的额度为 148.79 亿元。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司是江西金控旗下唯一的投资平台和类金融机构的投资主体，涉及供应链业务及融资租赁、担保等金融业务。公司整体盈利能力偏弱。债务率较高，资产流动性较弱，备用流动性较充裕。

- **债项评分 5**。本期债券为可续期公司债，考虑到公司信用资质一般，且债券偿付顺序为次级，债项评分较主体评分下调至 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）、机构或通过互联网进行传播。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

债券基本情况

债券简称	26 皖通 03	26 皖通 04
发行人	安徽皖通高速公路股份有限公司	
发行期限	3	5
发行额	3.5 亿元人民币	
发行利率	1.4300%	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，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 26 日	
行业	高速公路	
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	217.39	244.14	304.08	321.43
货币资金	39.48	47.78	53.72	42.57
净资产	141.15	148.61	142.05	138.60
总债务	65.74	82.30	146.25	154.32
短期债务	6.14	3.49	15.10	16.28
净短期债务	(33.34)	(44.29)	(38.62)	(26.29)
经营活动现金流	26.53	26.29	35.39	17.22
投资活动现金流	(31.18)	(19.60)	(30.47)	(22.85)
筹资活动现金流	(14.77)	4.84	8.32	4.56
主营业务收入	66.31	70.92	67.22	32.27
主营业务利润	25.97	24.15	29.46	14.18
EBITDA	34.44	32.21	41.71	NA
EBITDA(含补贴收入)	34.60	32.39	41.89	NA
EBITDA(含投资收益)	35.02	32.90	42.44	NA
净利润	16.78	16.91	18.59	10.52
主营业务利润率	39.16%	34.05%	43.83%	43.94%
主营业务收入增长率	27.37%	6.95%	-5.22%	NA
总资产回报率	7.80%	7.33%	6.78%	NA
净资产收益率	12.15%	11.67%	12.79%	NA
现金收入比	64.50%	57.33%	79.81%	81.93%
经营现金流/EBITDA	77.03%	81.62%	84.85%	NA
流动比率	2.92	3.60	1.85	1.01
速动比率	2.92	3.60	1.85	1.00
存货周转率	890.67	1161.25	932.50	NA
资产负债率	35.07%	39.13%	53.29%	56.88%
短期债务/总债务	9.34%	4.24%	10.32%	10.55%
总债务/总资本	31.78%	35.64%	50.73%	52.68%
货币资金/短期债务	643.00%	1369.05%	355.76%	261.49%
货币资金/总债务	60.05%	58.06%	36.73%	27.59%
经营现金流/总债务	40.36%	31.94%	24.20%	11.16%
EBITDA/利息支出	14.41	14.32	13.77	NA
EBITDA/总债务	0.52	0.39	0.29	NA
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
永续债	0.00	0.00	0.00	0.00
债务资本比（含票据、永续）	31.78%	35.64%	50.73%	52.68%
净短期债务（含票据）	(33.34)	(44.29)	(38.62)	(26.29)

资料来源：Wind，中金公司研究部

安徽皖通高速公路股份有限公司

发行人简介

- **国有控股 A+H 股上市公司**。发行人成立于 1996 年 8 月，由安徽省高速公路总公司独家发起设立，同年 11 月在香港联交所上市，2003 年 1 月在上交所上市。目前公司前三大股东安徽省交通控股集团有限公司、HKSCC NOMINEES LIMITED 和招商局公路网络科技控股股份有限公司分别持有公司 30.71%、28.63%和 23.66%股权，其余股东持股比例均不超过 5%。公司控股股东皖高速为安徽省国资委独资企业，安徽省高速公路投资主体，公司实际控制人为安徽省国资委。

- **安徽省内唯一的公路类上市公司，控股路产运营效率高**。公司核心业务是收费公路投资建设及运营管理，近年收费公路业务对毛利润的贡献维持 98%以上。2025 年 3 月完成阜周高速和泗许高速的股权收购后，公司控股路产收费里程增至 745 公里，占全省高速公路总里程的 12%。此外，公司还为安徽交控及其相关子公司的营运路段提供资产维护、收费和稽查管理、服务管理、养护管理、机电和信息化管理等委托代管工作，管理的高速公路总里程达 5397 公里，公司控股和代管高速公路里程区域占比 90%左右。截至 2026 年 6 月末，公司拥有 14 条控股路产，均为经营性质，合计营运公路里程约 745 公里。公司控股路产多为安徽同外部省份联络要道，运营效率很高，2024 年单公里通行费收入（税后）为 682 万元。

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 50 亿元。中诚信国际 2014 年 9 月首次给予主体评级 AA+，2024 年 12 月上调至 AAA 并维持。中金评分 2014 年 12 月由 3 下调至 3-。

- 控股股东安徽省交通控股集团有限公司目前未到期债券余额为 608.5 亿元。中诚信国际 2019 年 3 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2010 年 6 月由 3+下调至 3，2018 年 4 月上调至 3+。

盈利和现金流

- **近年收入和主业盈利稳中有增，盈利能力强**。2023-2025 年及 2026 年上半年通行费收入分别为 40.9、38.9、50.8 和 25 亿元，维持相对稳定。公司路产优良且为成熟路产，毛利率维持 60%左右较高水平。近年收入增长主要依赖建造服务收入，不产生盈利。公司期间费用和非经常性损益规模很小，整体盈利能力强。

- **经营获现能力良好，近年投资有所扩张，暂未积累明显自由现金流缺口**。我们按 2025 年 EBITDA 规模推算，公司年度经营现金流产生能力约 34 亿元。盈利变现效率整体表现良好，与高速公路行业特征一致。投资方面，公司近年构建固定资产等支付的现金持续增长，2025 年达 22 亿元，叠加路产收购、申赎定期存款和大额存单等影响，投资活动现金流每年净流出 20-30 亿元左右，整体未积累明显自由现金流缺口。截至 2026 年 6 月末，公司主要在建路产计划总投资 154 亿元，已投资 23 亿元，分别计划于 2028 年末和 2029 年初完工，近两年存在一定投资压力。作为上市公司，每年分配股利、利润或偿付利息支付的现金 12-14 亿元。

资本结构和偿债能力

- **债务有所增长但负担仍轻，流动性充裕**。近年净资产变动主要来自盈利积累和利润分配。历史债务负担较轻，2025 年以来发行公司债叠加长期借款增长较快，截至 2026 年 6 月末总债务升至 154 亿元，债务资本比 52.7%，总债务规模是 2025 年 EBITDA 的 3.7 倍，内生偿债压力仍轻。短债占比维持在 10%左右低位，账面货币资金可充分覆盖短债。同期末共获银行授信总额 767 亿元，其中 629 亿元未使用。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人外传、转发、转售、传播、复制、转载、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.wanxiangtie.com/pdfmaster

中金评分

- **主体评分 3-**。公司是国有控股 A+H 股上市公司，是安徽省内唯一的公路类上市公司，控股路产运营效率高，近年收入和主业盈利稳中有增，盈利能力强，经营获现能力良好，近年投资有所扩张，暂未积累明显自由现金流缺口，债务有所增长但负担仍轻，流动性充裕。综合考虑，维持公司中金评分 3-不变。
- **债项评分 3-**。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个人（转发、转载、复制、传播、复制、传播；修改等）、机构以违法行为进行使用。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

杭州市实业投资集团有限公司

债券基本情况

债券简称	26 杭实 K2
发行人	杭州市实业投资集团有限公司
发行期限	5
发行额	20 亿元人民币
发行利率	1.6300%
增信方式	
信用级别	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 26 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	2026.6
总资产	858.55	933.79	1033.33	1177.54
货币资金	155.02	169.30	178.30	215.98
净资产	252.66	280.28	325.34	348.33
总债务	269.06	301.93	366.47	442.66
短期债务	210.77	254.35	332.99	409.69
净短期债务	55.75	85.05	154.69	193.71
经营活动现金流	21.53	(11.17)	(46.54)	15.22
投资活动现金流	17.59	1.70	(4.18)	(45.36)
筹资活动现金流	(22.65)	27.30	74.63	52.37
主营业务收入	2647.49	2841.80	2785.91	1352.52
主营业务利润	36.22	35.00	31.13	33.39
EBITDA	21.93	16.21	11.78	NA
EBITDA(含补贴收入)	26.60	18.45	14.91	NA
EBITDA(含投资收益)	38.25	71.55	41.78	NA
净利润	32.11	36.58	36.01	13.39
主营业务利润率	1.37%	1.23%	1.12%	2.47%
主营业务收入增长率	49.47%	7.34%	-1.97%	NA
总资产回报率	3.94%	4.08%	3.66%	NA
净资产收益率	13.23%	13.73%	11.89%	NA
现金收入比	113.09%	112.50%	113.62%	117.18%
经营现金流/EBITDA	98.18%	-68.91%	-395.08%	NA
流动比率	1.25	1.22	1.19	1.16
速动比率	0.94	0.86	0.86	0.83
应收账款周转率	53.11	47.16	45.44	NA
存货周转率	20.19	16.91	14.37	NA
资产负债率	70.57%	69.98%	68.51%	70.42%
短期债务/总债务	78.34%	84.24%	90.86%	92.55%
总债务/总资本	51.57%	51.86%	52.97%	55.96%
货币资金/短期债务	73.55%	66.56%	53.55%	52.72%
货币资金/总债务	57.62%	56.07%	48.65%	48.79%
经营现金流/总债务	8.00%	-3.70%	-12.70%	3.44%
EBITDA/利息支出	1.81	1.37	1.23	NA
EBITDA/总债务	0.08	0.05	0.03	NA
应付票据	97.07	90.09	70.87	92.99
永续债	0.00	0.00	23.00	28.00
债务资本比（含票据、永续）	59.17%	58.31%	60.36%	63.76%
净短期债务（含票据）	151.84	173.68	224.19	285.93

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人简介

- **杭州市国资委控股企业**。公司系在杭州化工控股（集团）有限公司、杭州市轻工控股（集团）有限公司等 8 家杭州市市属企事业单位基础上组建的国有独资公司，成立于 2001 年。目前公司由杭州市国资委持股 90%，浙江省财务开发公司持股 10%。

- **杭州市重要的综合性国有金融投资平台，本部在大宗商品产业链服务、家电制造的投资占比较大**。2026 年上半年大宗商品产业服务、家电板块、其他板块分别占收入的 98.2%、1.2%、0.6%，对利润的贡献率分别为 85.9%、7.4%、6.8%。（1）大宗商品产业链服务业务主要由热联集团及其子公司杭实国贸运营，经营品种主要为钢材、化工、焦煤、农产品及有色金属等。（2）家电板块主要由金鱼集团运营，产品以洗衣机为主，公司在售品牌为中日合资品牌“松下”家电和自主品牌“金松”，分别占产销总量的 95%和 5%。金鱼集团参股杭州松下家用电器有限公司（持股 49%），系松下电器海外最大的洗衣机生产基地。产销率在 100%左右，其中 20%用于出口。（3）公司其他业务板块主要为房地产开发收入、让渡资金使用权、租赁、住宿及餐饮等。土地开发业务主要因下属企业搬迁产生，截至 2026 年 3 月末公司已完成土地一级开发毛地面积 1991 亩，同期累计收到土地出让返还款 108.3 亿元，已投资 95.8 亿元。公司资本运营业务主要包括基金管理与资产管理业务，运营主体主要为杭实基金和杭实资管，截至 2025 年末，杭实基金在管基金已累计投放项目 150 个，投资总额超 155 亿元，累计获得投资收益约 15 亿元；杭实基金在管投资金额合计 30 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为 110.7 亿元。中诚信国际 2010 年 6 月首次给予主体评级 AA，2013 年 7 月上调至 AA+，2017 年 7 月进一步上调至 AAA 并维持。中金评分 2012 年 2 月由 3-下调至 4+，2020 年 4 月下调到 4，2020 年 12 月下调至 4-。子公司杭州热联集团股份有限公司目前未到期债券余额为 81 亿元。中诚信国际 2022 年 3 月给予主体评级 AA+并维持。中金评分 2023 年 3 月由 5 上调至 5+。

盈利和现金流

- **营收边际下滑，盈利水平波动下降，净利润主要依赖非经常性损益**。公司收入规模波动较大，其中 2023-2024 年主要是大宗商品业务增长较快，2025 年各业务均有收缩，带动营收下滑。受大宗毛利水平下滑影响，公司毛利率逐年下行。2023 年-2026 年上半年投资收益分别为 16.3 亿元、55.3 亿元、30 亿元和 6.4 亿元，主要为处置衍生金融资产/负债产生的投资收益、权益法核算的长期股权投资收益，其中 2023 年因大宗商品价格变动导致基差波动较大，投资收益明显下降；分别计提资产及信用减值损失 2.7 亿元、10.7 亿元、-0.1 亿元和 7.5 亿元，主要为存货跌价损失及其他流动资产减值损失；公允价值变动净收益分别为 13.5 亿元、-7.1 亿元、10 亿元和-1.5 亿元，主要系热联集团未到期衍生金融工具的公允价值变动导致。

- **经营现金流持续弱化，经营现金流受应收账款和应付票据及账款影响较大**。公司经营活动现金流多较弱，仅 2023 年公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加，经营现金流转正，2024 年因存货、预付款大幅增长，经营现金流大幅转负，2025 年因增加采购备货、追加套保保证金，经营现金流流出规模扩大。投资方面，公司购建长期资产的需求有限，主要受收回投资收到的现金、投资支付的现金影响，近年来多可实现资金净流入。

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、共享、存储、复制、传播、修改等，如有中途再次流转，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/

资本结构和偿债能力

- **债务负担波动上升，短期周转依赖外部授信**。随着业务规模扩大，公司债务规模上升，净资产亦有所增加，但综合来看债务资本比波动提升。截至 2026 年 6 月末，公司含永续、票据的债务资本比上升至 63.8%。流动性方面，公司短债占比波动升至 90%以上，净短债缺口有所扩大，扣除 42 亿元受限货币资金后，公司净短债缺口为 328 亿元。截至 2025 年末，公司获得银行授信总额 1043 亿元，其中 712 亿元未使用，可覆盖全部净短债缺口。截至 2026 年 6 月末，公司账面有交易性金融资产、衍生金融资产 72 亿元，可提供流动性补充。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司是杭州市国资委控股企业，杭州市重要的综合性国有金融投资平台，本部在大宗商品产业链服务、家电制造的投资占比较大，营收边际下滑，盈利水平波动下降，净利润主要依赖非经常性损益，经营现金流持续弱化，经营现金流受应收账款和应付票据及账款影响较大，债务负担波动上升，短期周转依赖外部授信。综合考虑，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个人（转发、转载、直播、复制、传播、修改等）、机构以违法方式进行使用。中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

债券基本情况

债券简称	26 浙创 02
发行人	浙江省创新投资集团有限公司
发行期限	3
发行额	12 亿元人民币
发行利率	1.4000%
增信方式	
信用级别	中诚信，AAA/NA
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，中信建投证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 27 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	2876.66	2937.60	3328.06	3816.21
货币资金	827.58	865.12	1009.54	1084.89
净资产	1202.40	1180.06	1240.19	1256.07
总债务	763.76	805.56	929.07	1091.32
短期债务	395.39	385.06	539.00	617.87
净短期债务	(432.19)	(480.06)	(470.54)	(467.02)
经营活动现金流	(123.13)	158.63	8.88	(77.90)
投资活动现金流	(37.50)	(46.85)	5.24	4.96
筹资活动现金流	123.98	(40.54)	28.47	97.53
主营业务收入	335.27	310.16	116.84	69.55
主营业务利润	115.07	111.75	115.87	69.07
EBITDA	62.73	61.64	65.11	NA
EBITDA(含补贴收入)	62.78	61.72	65.17	NA
EBITDA(含投资收益)	62.73	61.64	65.11	NA
净利润	50.53	47.79	49.02	35.76
主营业务利润率	34.32%	36.03%	99.17%	99.31%
主营业务收入增长率	54.51%	-7.49%	-62.33%	NA
总资产回报率	1.82%	1.64%	1.56%	NA
净资产收益率	4.42%	4.01%	4.05%	NA
现金收入比	78.90%	83.99%	5.88%	156.52%
经营现金流/EBITDA	-196.29%	257.35%	13.64%	NA
流动比率	1.98	1.82	1.62	1.48
速动比率	1.97	1.82	1.62	1.48
资产负债率	58.20%	59.83%	62.74%	67.09%
短期债务/总债务	51.77%	47.80%	58.02%	56.62%
总债务/总资本	38.85%	40.57%	42.83%	46.49%
货币资金/短期债务	209.31%	224.67%	187.30%	175.59%
货币资金/总债务	108.36%	107.39%	108.66%	99.41%
经营现金流/总债务	-16.12%	19.69%	0.96%	-7.14%
EBITDA/利息支出	NA	NA	NA	NA
EBITDA/总债务	0.08	0.08	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）	38.85%	40.57%	42.83%	46.49%
净短期债务（含票据）	(432.19)	(480.06)	(470.54)	(467.02)

资料来源：Wind，中金公司研究部

浙江省创新投资集团有限公司

发行人简介

- **浙江省地方国有企业**。公司于 2012 年成立，截至 2025 年末，股东和实际控制人均为浙江省财政厅，持有公司 100%的股权。

- **证券、期货业务为主，并涵盖担保、投资管理等业务板块**。证券业务由集团持股 29.16%的财通证券承担。截至 2025 年末，财通证券总资产 1614.12 亿元，净资产 378.45 亿元；风险控制指标全部显著高于监管红线，资本杠杆率 16.25%，风险覆盖率 235.55%，整体资本实力与风险缓冲空间充足。2026 年上半年实现营业收入 43.47 亿元，归母净利润 19.00 亿元，归母净利润同比增长 75.38%；截至 2026 年 6 月末，公司合并总资产 1985.63 亿元，归属母公司净资产 394.57 亿元，各项风控监管指标持续满足监管要。期货业务由永安期货开展，集团直接持股 9.53%、间接持股 32.85%，自 2011 年起持续保持期货行业最高监管评级 A 类 AA 级，机构网点布局全国多地。截至 2025 年末永安期货总资产 830.05 亿元，净资产 132.70 亿元，净资本 33.75 亿元；全年境内期货代理成交 2.20 亿手，成交金额 15.99 万亿元，期末客户权益 534.42 亿元。担保业务由全资子公司浙江省担保集团运营，下属浙江省融资再担保有限公司、浙江省融资担保有限公司两大经营主体，定位省级政策性融资担保平台，不以盈利为首要目标，重点服务小微企业、“三农”、科创企业及省内重点产业主体增信。截至 2025 年末，省融资再担保与省内 41 家担保机构建立再担保业务合作，再担保在保责任余额 612.98 亿元，按照业务规划逐步收缩直保业务，直保在保责任余额降至 0.53 亿元；浙江省融资担保在保余额 294.43 亿元，聚焦科创普惠、龙头企业融资增信业务，截至 2025 年末累计代偿金额 8.10 亿元，风险主要来源于小微、科创主体经营波动带来的潜在代偿压力。基金管理业务由集团多家全资私募基金管理人实施，承担浙江省省级政府投资基金、首期认缴 500 亿元浙江社保科创基金的管理职能，合计受托管理母基金总认缴规模 847.99 亿元。业务模式包含母基金出资、项目直投，发挥财政资金杠杆撬动社会资本投向省内重点产业；基金体系整体实行认缴制运作，子基金资金实缴进度跟随项目落地节奏推进；代管的浙江省基础设施投资（含 PPP）基金目前处于退出期。股权投资管理业务为集团核心板块，分为金融股权投资、非金融战略性股权投资，布局银行、证券、保险、金融租赁以及省内重点产业科创项目。截至 2025 年末，母公司层面主要金融股权账面价值合计 405.31 亿元，重点参控财通证券、浙商银行（持股 12.57%）、浙银金融租赁（持股 29.00%）、太平科技保险（持股 33.33%）等机构。

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，中诚信国际 2020 年 6 月首次给予主体评级 AAA 并维持。中金评分 2021 年 11 月由 4+上调至 3-，2022 年 7 月上调至 3。

盈利和资产质量

- **投资收益是盈利的重要补充，整体盈利较为稳定。**2025 年收入大幅下滑主要为营业收入出现大幅下滑，核心原因为下属永安期货执行财政部标准仓单交易会计新规，贸易业务由总额法改为净额法核算。2025 年证券市场交投活跃度回升，带动财通证券财富管理、自营业务表现向好，同时浙银金融租赁等参股企业经营稳健，叠加部分金融工具处置实现收益，集团合并口径实现净利润 49.02 亿元，盈利保持稳健；2023-2025 年投资收益从 27.40 亿元增长至 57.52 亿元，增幅显著，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，包括浙商银行、浙银金融租赁、太平科技保险等参股金融企业，公允价值变动收益分别为 19.6、0.14 和-4.13 亿元，2025 年主要为财通证券、永安期货交易性金融资产公允价值下行。减值方面，2025 年计提减值 4.28 亿元，其中信用减值损失计提 1.27 亿元，主要来自财

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，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangfile.com/pdfmaster/

通证券融出资金（两融业务）减值计提增加；资产减值损失计提 3.01 亿元，来自各类金融及其他资产计提的减值准备。整体来看公司整体净利润规模较为稳定。

- **现金流波动较大。**受旗下财通证券、永安期货金融类子公司业务模式影响，集团经营活动现金流净额波动幅度较大，主要来自经纪、两融、期货保证金、回购等金融业务规模的周期性变动。投资活动现金流主要围绕股权投资、基金出资、收回投资及取得分红，受项目出资节奏、被投企业分红、项目退出进度影响。

资本结构和偿债能力

- **合并和母公司口径债务均不重，偿债压力较小。**合并层面资本实力雄厚，净资产规模大，但少数股东权益占比较高，主要来自财通证券、永安期货等上市子公司外部股东权益，2025 年末集团实际可支配的归属于母公司所有者权益为 915.73 亿元。2026 年 6 月末合并层面总债务 1091 亿元，债务资本比 46.49%，货币资金可以覆盖短期债务。母公司层面，2026 年 6 月末债务 51 亿元，均为长期应付债券，债务资本比 6%，偿债压力很小。

中金评分

- **主体评分 3**。公司为浙江省国有企业，以证券、期货业务为主，并涵盖担保、投资管理等业务板块。投资收益是盈利的重要补充，整体盈利较为稳定。合并和母公司口径债务均不重，偿债压力较小。

- **债项评分 3**。本期债券无担保，债项评分同主体评分。

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）、机构以违法方式进行使用。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

债券基本情况

债券简称	26 铁沪 Y1
发行人	中铁上海工程局集团有限公司
发行期限	5+N
发行额	12 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	中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 28 日
行业	基建设施
中金评分	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	2026.6
总资产	468.04	611.05	723.70	683.52
货币资金	76.27	73.36	84.08	51.09
净资产	63.72	67.50	83.89	85.27
总债务	31.27	46.13	81.64	75.40
短期债务	31.27	44.13	55.94	52.00
净短期债务	(45.00)	(29.23)	(28.14)	0.91
经营活动现金流	5.50	6.45	3.56	(21.04)
投资活动现金流	(6.32)	(19.35)	(13.12)	18.41
筹资活动现金流	1.88	6.73	7.37	(9.27)
主营业务收入	552.36	481.37	417.04	201.22
主营业务利润	25.55	25.91	22.27	7.58
EBITDA	8.95	14.66	11.51	NA
EBITDA(含补贴收入)	9.24	15.14	12.20	NA
EBITDA(含投资收益)	6.95	12.96	10.08	NA
净利润	2.70	4.35	3.84	1.30
主营业务利润率	4.63%	5.38%	5.34%	3.77%
主营业务收入增长率	7.45%	-12.85%	-13.36%	NA
总资产回报率	0.62%	0.81%	0.58%	NA
净资产收益率	4.32%	6.63%	5.07%	NA
现金收入比	97.13%	85.93%	104.07%	107.45%
经营现金流/EBITDA	61.45%	44.00%	30.93%	NA
流动比率	0.83	0.73	0.67	0.66
速动比率	0.77	0.67	0.63	0.60
应收账款周转率	5.26	3.94	3.30	NA
存货周转率	20.06	16.21	14.21	NA
资产负债率	86.39%	88.95%	88.41%	87.52%
短期债务/总债务	100.00%	95.66%	68.52%	68.97%
总债务/总资本	32.92%	40.60%	49.32%	46.93%
货币资金/短期债务	243.91%	166.24%	150.30%	98.25%
货币资金/总债务	243.91%	159.03%	102.99%	67.76%
经营现金流/总债务	17.59%	13.98%	4.36%	-27.90%
EBITDA/利息支出	28.87	29.32	6.77	NA
EBITDA/总债务	0.29	0.32	0.14	NA
应付票据	28.41	28.51	32.40	12.60
永续债	20.97	20.99	29.00	29.00
债务资本比（含票据、永续）	65.36%	67.28%	72.27%	67.53%
净短期债务（含票据）	(17.48)	(1.68)	3.79	13.29

资料来源：Wind，中金公司研究部

中铁上海工程局集团有限公司

发行人简介

- **中国中铁全资子公司**。公司是中国中铁股份有限公司下属全资子公司，前身为 2010 年 11 月成立的中铁上海工程局有限公司，由原中铁股份上海分公司、中铁三局华海公司、中铁四局六公司、市政分公司整体重组而成，截至 2026 年 6 月末，公司仍由中国中铁股份有限公司全资持有，中铁股份由中国铁路工程集团有限公司控股，公司实际控制人为国务院国资委。

- **公司业务板块包括铁路、公路、市政、轻轨/地铁建设和房建**。2025 年上述板块的营收占比分别为 32.4%、7.8%、24.5%、9.7%和 18.4%，毛利占比分别为 21.8%、11.3%、29.8%、3.6%和 25%。公司具有铁路工程、建筑工程、公路工程和市政公用工程四个类别的施工总承包特级资质，业务模式包括施工总承包、EPC、BT 和 PPP 等。2023-2025 年基建业务新签合同额分别为 1176 亿元、978 亿元和 807 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司在手未完工合同额合计 1991 亿元，铁路、公路、市政、轻轨/地铁和房建的占比分别为 20.6%、6.8%、10.6%、6%和 40.2%。客户方面，公司房建业务客户主要为地方政府、园区管委会和教育集团，回款较有保障。

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 314.17 亿元。东方金诚 2020 年 10 月给予主体评级 AA+，2025 年 12 月上调至 AAA。中金评分 4-。

盈利和现金流

- **2024 年来收入转为收缩，毛利波动抬升，投资收益侵蚀净利**。公司历史收入随以房建、铁路为主的各业务扩张而稳步增长，2024 年来市政、房建、公路业务收缩，拖累整体营收下降，铁路、房建带动整体毛利率波动抬升。此外，2023 年-2026 年上半年公司投资收益分别亏损 2 亿元、1.7 亿元、1.4 亿元和 0.6 亿元，主要为 ABS 业务手续及利息费，侵蚀净利。

- **盈利变现效率持续下滑，持续存在自由现金流缺口**。我们以公司 2025 年 EBITDA 估算，公司年度现金流产生能力约 10.8 亿元。随应收账款、合同资产增长，盈利变现效率持续下滑。投资方面，公司投资现金流主要用于项目投入和购建固定资产等，因对外投资规模较大，持续存在自由现金流缺口，2023 年-2026 年上半年累计达 25.9 亿元。

资本结构和偿债能力

- **杠杆多有抬升，短期周转依赖外部授信**。债务规模持续抬升，净资产规模增长主要来源于盈利累积，增速不及债务，整体杠杆多有抬升。截至 2026 年 6 月末，考虑票据、永续后公司债务资本比达 67.5%，资产负债率为 87.5%。债务结构上，公司短债占比持续降至 70%以下，同期末扣除 29 亿元受限货币资金后，净短债缺口约 42 亿元。截至 2026 年 3 月末公司共获银行授信 580 亿元，其中 287 亿元未使用，可覆盖全部净短债。

中金评分

- **主体评分 4-**。公司为中国中铁全资子公司，业务板块以铁路、市政、轻轨/地铁和房建为主，2024 年来营收转为下滑，毛利波动抬升，投资收益侵蚀净利，盈利变现效率逐年下滑，持续存在自由现金流缺口，杠杆多有抬升，短债占比高，短期周转依赖外部授信。综合考虑，维持公司主体评分 4-。

- **债项评分 5**。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

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.wanxiangtie.com/pdfmaster

差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率+初始利差+200bp。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务且优先于股东。考虑到公司信用资质偏弱，且本期债券具有破产清偿的次级属性，债项评分较主体评分减两档至 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，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

债券基本情况

债券简称	26 国润 01
发行人	四川发展国润水务投资有限公司
发行期限	3
发行额	3 亿元人民币
发行利率	1.65%
增信方式	
信用级别	东方金诚，AA+/AA+
交易场所	深交所
主承销商	国泰海通证券股份有限公司，中信证券股份有限公司
发行日	2026 年 10 月 28 日
行业	公用事业
中金评分	5+/5+

资料来源：Wind，中金公司研究部

发行人主要财务数据

人民币亿元	2023	2024	2025	2026.3
总资产	77.04	91.65	95.88	96.06
货币资金	2.58	3.09	3.60	3.13
净资产	25.59	31.64	29.24	29.54
总债务	37.54	42.57	44.76	44.84
短期债务	6.21	11.58	13.70	13.50
净短期债务	3.63	8.49	10.10	10.37
经营活动现金流	3.60	4.29	4.02	(0.27)
投资活动现金流	(6.33)	(6.48)	(2.45)	(0.20)
筹资活动现金流	0.76	2.70	(1.22)	0.05
主营业务收入	13.73	15.30	17.06	3.54
主营业务利润	5.89	6.07	5.91	1.03
EBITDA	6.65	7.32	7.09	NA
EBITDA(含补贴收入)	6.75	7.43	7.23	NA
EBITDA(含投资收益)	7.02	7.84	7.54	NA
净利润	2.98	2.58	2.21	0.30
主营业务利润率	42.90%	39.67%	34.64%	29.10%
主营业务收入增长率	7.86%	11.43%	11.50%	NA
总资产回报率	4.15%	3.06%	2.36%	NA
净资产收益率	23.29%	9.02%	7.26%	NA
现金收入比	85.65%	87.91%	84.23%	73.45%
经营现金流/EBITDA	53.33%	58.61%	56.70%	NA
流动比率	1.12	0.88	0.83	0.87
速动比率	1.09	0.86	0.82	0.85
应收账款周转率	4.55	1.97	1.53	NA
存货周转率	32.43	19.48	24.68	NA
资产负债率	66.80%	65.47%	69.50%	69.25%
短期债务/总债务	16.54%	27.20%	30.61%	30.11%
总债务/总资本	59.46%	57.36%	60.49%	60.29%
货币资金/短期债务	41.55%	26.68%	26.28%	23.19%
货币资金/总债务	6.87%	7.26%	8.04%	6.98%
经营现金流/总债务	9.59%	10.08%	8.98%	-0.60%
EBITDA/利息支出	4.43	4.02	3.92	NA
EBITDA/总债务	0.18	0.17	0.16	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）	59.46%	57.36%	60.49%	60.29%
净短期债务（含票据）	3.63	8.49	10.10	10.36

资料来源：Wind，中金公司研究部

四川发展国润水务投资有限公司

发行人简介

- **四川省属水务投资运营企业。**公司成立于 2019 年，2021 年深交所上市公司北京清新环境技术股份有限公司（002573.SZ，简称“清新环境”）通过竞买取得公司 100%股权。截至 2026 年 9 月末，清新环境仍为公司全资股东，公司实际控制人为四川省国资委。同期末，因前述并购贷款尚有 5.30 亿元未结清，清新环境已将其持有的国润水务 70%及 30%股权分别质押予交通银行四川省分行和招商银行成都分行（合计质押比例 100%），作为该笔贷款的增信担保措施。

- **主营排水、供水及安装等业务。**公司主要采用 BOT、TOT 等模式在四川各地开展业务，并拓展至云南、贵州部分地区。2025 年排水、供水、安装及其他业务的主营收入占比分别约 55%、27%和 18%，毛利占比分别约 62%、22%和 16%。排水主要与政府部门按协议结算，回款受财政支付进度影响；按募集书汇总，截至 2026 年一季度末，公司拥有污水厂 26 座、不含委托运营的处理能力约 107 万吨/日，2023-2025 年及 2026 年 1-3 月处理量分别约 2.13、2.67、3.03 及 0.61 亿吨。供水主要直接向用户收费，同期供水厂 15 座（不含乡镇厂站），供水能力约 69 万吨/日；上述各期日均售水量分别约 35、42、45 及 43 万吨。安装及其他包括管网安装、EPC 和委托运营，安装业务集中于宜宾、雅安、德阳、遂宁等地，地产相关配套安装承压，公司正通过拓展老旧官网改造对冲业务风险，低毛利 EPC 增量对盈利形成稀释。

发债和评级评分历史

- 公司目前暂无不含本期未到期债券余额。东方金诚 2024 年 12 月首次给予主体评级 AA+。本次中金评分为 5+。

- 控股股东北京清新环境技术股份有限公司目前不含本期未到期债券余额为 7 亿元。中诚信国际 2024 年 4 月首次给予主体评级 AA+并维持。中金评分 2018 年 8 月由 5+下调至 5，本次由 5 上调至 5+。

盈利和现金流

- **收入保持增长，毛利率下行及减值增加拖累净利。**2024 年收并购增加扩大排水业务规模，2025 年 EPC 收入增加，带动收入持续增长；但供水业务的取水、人工及维修成本上升，加之低毛利 EPC 占比提高，公司综合毛利率逐年下降，2026 年一季度高毛利安装收入下滑使板块盈利继续承压。期间费用率维持在约 21%，政府补助和投资收益提供一定补充，但近年来应收账款增长带动信用减值增加，近三年净利润持续下降。

- **盈利变现效率一般，投资收缩后 2025 年自由现金流转正。**以 2025 年 EBITDA 推算，公司年度现金流产生能力约 6.9 亿元。近三年盈利变现效率在 50%-60%之间，应收账款及合同资产持续增长，政府回款进度约束获现，2026 年 1-3 月经营现金流净流出。投资现金流方面，购建资产及收购支出收缩后，2025 年经营现金流能够覆盖投资净流出，但 2023-2025 年及 2026 年 1-3 月累计仍有约 3.8 亿元自由现金流缺口。截至 2026 年 3 月末，公司重点在建项目计划总投资 5.55 亿元、已投 1.68 亿元，主要为水环境综合治理项目和水厂项目，后续仍有一定投资需求。

资本结构和偿债能力

- **债务持续增长，分红削弱资本积累，短期周转需外部融资支持。**公司总债务近年来维持增长，股东 2024、2025 年分别增资 2.2 亿元和 0.8 亿元，但 2025 年公司向清新环境分配现金股利 4.97 亿元，净资产回落、杠杆抬升。截至 2026 年 3 月末，公司按照有息债务口径测算的债务资本比约 61.5%，总债务为 2025 年含补贴 EBITDA 的 6.5 倍，内生偿债能力尚可。流动性方面，公司短债占比约 30%，扣除受限货币资金后净短债缺口约

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

10.5 亿元。同期末银行授信 55.94 亿元、未使用 11.16 亿元，尚可覆盖全部净短债。公司受限资产占比较高，截至 2026 年 3 月末达 38.6%，主要为发行人通过收费权质押及特许经营权质押方式向银行取得的贷款。同期末公司信用借款占比为 46%，进一步融资弹性或受到一定约束，需持续关注政府回款和债务接续。

中金评分

- **主体评分 5+**。四川省属水务投资运营企业，主营排水、供水及安装等业务，收入保持增长，毛利率下行及减值增加拖累净利，盈利变现效率一般，投资收缩后 2025 年自由现金流转正。债务持续增长，分红削弱资本积累，短期周转需外部融资支持。
- **债项评分 5+**。本期债券无担保及可续期选择权，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）、修改等一切有违法行为，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

图表 1：中金公司债城投评分表

债券简称	授权签发	2024年业务收入来源	年份	省份	营业收入（亿元）	非城投债务占比收入（亿元）	净资产（亿元）	EBITDA（亿元）	净利润EBITDA（亿元）	自由现金流（亿元）	总债务（亿元）	总债务-货币资金EBITDA	货币资金（亿元）	期限结构（亿元）	受限资金/短期债务	债权余额（亿元）	债务余额（亿元）	净资金额（亿元）	发行期（亿元）	中债区间-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）	一般政府债务余额/一般预算收入	其他说明	增信方式评分	中金评分	外部评级	评级评分历史
26舟城01	舟山市国资委	燃气收入24.52%，电力资金制造收入21.21%，土地出让收入20.99%，租金收入3.62%	2023	浙江省	2.3	2.4	225.0	1.2	3.6	(10.0)	209.9	58.3	27.4	46.5	0.6	NA	NA	NA	5	1.30%-2.30%/1.68%	本次债券募集资金6亿元，用于偿还到期的公司债券本金。	舟山市	地级市	193.5	376.5	1.9	307.0	1.6	发行人是舟山市重要的城市基础设施及保障房投资建设主体。截至2024年3月末，公司对外担保金额为0元，占净资产0.00%。截至2025年末，发行人受限资产总额为53.79亿元，占总资产8.02%。发行人系市场化经营主体，左侧有息债务数据为2026.3的数据。		4+/4-	AA+/AA+	中诚信国际2017年9月首次给予主体AA+评级并维持，中金评分为4-。
			2024		2.7	2.6	235.6	1.5	4.1	(4.4)	204.9	50.0	11.8	38.6	0.3	NA	NA	NA						207.1	383.2	1.8	310.1	1.5					
			2025		2.3	0.3	239.8	3.2	3.5	0.3	213.2	60.9	20.3	59.1	0.3	NA	NA	NA						217.5	381.2	1.8	324.1	1.5					
			2026.6		0.2	0.2	240.3	NA	NA	(1.3)	214.4	NA	25.9	66.1	0.4	132.8	113.1	4.8						NA	NA	NA	NA	NA					
26京保04	北京市国资委	储备房销售收入50.15%，公租房租金收入33.30%，限制购件销售收入8.90%	2023	北京市	2.9	1.6	634.3	10.8	12.4	(147.6)	565.0	45.6	97.6	26.2	3.7	NA	NA	NA	10	1.30%-2.30%/1.72%	本次债券募集资金10亿元，用于偿还公司债券。	北京市	直辖市	6,181.1	7,971.3	1.3	2,459.8	0.4	发行人是北京市最大的保障性住房建设投资主体。截至2026年3月末，公司对外提供担保余额为0元，占净资产0.00%。截至2025年末，发行人受限资产总额为0.11亿元，占总资产0.00%。左侧有息债务数据为2026.3的数据。		2-/2-	AAA/AAA	中诚信国际2020年3月首次给予主体AAA评级并维持；大公国际2014年7月首次给予主体AAA评级并维持。中金评分为2-。
			2024		2.2	2.8	655.6	23.1	25.9	(120.2)	661.9	25.6	76.4	21.7	3.5	NA	NA	NA						6,372.7	8,396.5	1.3	2,689.7	0.4					
			2025		0.1	1.7	664.5	27.2	28.9	(70.9)	741.9	25.7	76.7	46.4	1.7	NA	NA	NA						6,680.6	8,401.9	1.3	2,927.8	0.4					
			2026.6		0.1	0.9	667.6	NA	NA	(20.9)	760.5	NA	68.5	31.5	2.2	520.6	215.0	0.0						NA	NA	NA	NA	NA					
26福产01	深圳市福田区财政局（实际控制人为：深圳市福田区国资局）	租赁业务收入51.72%，物业管理业务收入29.20%，运营管理业务收入12.38%，人力资源服务业务收入6.14%	2023	广东省	1.0	0.0	39.0	1.1	1.1	(16.4)	9.2	8.4	6.0	0.5	12.0	NA	NA	NA	8	1.20%-2.20%/1.60%	本次债券募集资金8亿元，用于偿还发行人及发行人合并范围子公司有息债务。	福田区	城市下属区县	207.8	268.9	1.3	3.0	0.0	发行人是深圳市福田区以产业投资、园区运营、保障房运营和人才服务为核心发展方向的前片产业综合平台。截至2026年3月末，公司对外担保金额为0.0元，占净资产0.00%。截至2026年3月末，发行人受限资产总额为74.63亿元，占总资产0.97%。左侧有息债务数据为2026.3的数据。		4-	AAA/AAA	远东资信2026年3月首次给予主体AAA评级并维持。中金评分为4-。
			2025		0.9	0.1	56.8	2.6	2.7	(15.7)	59.0	21.9	6.9	1.9	3.6	NA	NA	NA						194.0	261.6	1.3	4.0	0.0					
			2026.6		0.0	0.0	0.0	NA	NA	0.0	0.0	NA	0.0	0.0	0.0	48.9	8.9	1.5						215.1	268.5	1.2	7.7	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外公布、转发、转载、复制、链接、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.wanfanfile.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		
26开滦Y2	5	3+N	2026/10/27		煤炭	AAA/NA	4-/5+	2026/10/29	2027/10/29	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分红/减资	等同于发行人普通债务
26厦贸Y5	13	1+N	2026/10/26		贸易	AAA/NA	4-/5+	2026/10/27	2027/10/27	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/减资	等同于发行人普通债务
赣投YK09	10.0	3+N	2026/10/22		综合投资	AAA/NA	4/4	2026/10/26	2027/10/26	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
仪电YK01	20.0	5+N	2026/10/22		电子通信	AAA/AAAsti	4-/5+	2026/10/26	2027/10/26	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	等同于发行人普通债务
华能YK37	20	20+N	2026/10/22		电力	AAA/AAAsti	2+/2+	2026/10/26	2027/10/26	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Y2	10	2+N	2026/10/28		电力	AAA/NA	4+/4	2026/10/30	2027/10/30	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
化学YK06	12	3+N	2026/10/22		基建设施	AAA/AAAsti	3-/3-	2026/10/26	2027/10/26	当期票面利率=当期基准利率+初始利差+280bps	所有者权益	是	是	是	是	无	票面利率累计计息	分红（按规定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铁沪Y1	12	5+N	2026/10/28		基建设施	AAA/AAA	4-/5	2026/11/2	2027/11/2	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蓉金Y1	10	3+N	2026/10/22		多元金融	AAA/NA	4+/4+	2026/10/23	2027/10/23	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（国有独资企业上缴利润除外）/减资	等同于发行人普通债务
26桂交Y6	7	3+N	2026/10/28		高速公路	AAA/NA	4/4	2026/10/30	2027/10/30	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
26江金Y1	3	3+N	2026/10/26		综合投资	AAA/NA	4-/5	2026/10/30	2027/10/30	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（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
26东水Y1	10	3+N	2026/10/22		公用事业	AAA/NA	4/4-	2026/10/26	2027/10/26	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（依财政部规定要求上交国有资本收益事项除外）/减资	劣后于发行人普通债务和其他债务
26皖桥Y1	5	2+N	2026/10/27		基建设施	AA+/AA+	NA	2026/10/29	2027/10/29	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/减资	等同于发行人其他同类型待偿还债务融资工具

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、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.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、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.wanfamine.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：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.wanxiangtec.com/purchase/

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