

2014 年 11 月部分信用债券的中债估值说明

2014 年 11 月的中债估值说明共涉及个券 69 只，约占中债信用债估值只数的 0.71%。欢迎广大中债估值用户就此与我们深入交流（联系方式详见正文最后部分）。个券具体说明如下：

1) 14 中关村集 MTN001 (101456078)、11 中关村 PPN001 (031124001)：中关村发展集团股份有限公司的股东较为分散，第一大股东北京市海淀区国有资本经营管理中心控股 20.98%，第二大股东中关村高科技产业促进中心控股 17.13%。公司主要收入来源为园区开发业务与园区配套业务，期间费用增长较快，造成毛利率出现小幅下滑。资产负债率不断走高，已逾 75%，且经营性现金流持续为负，利息保障倍数逐年下降，面临一定资金压力。此外，对外担保比例较高，存在一定或有风险。中关村国家自主创新示范区位于北京市海淀区，2013 年示范区实现总收入 30497.4 亿元，工业总产值为 7890.3 亿元，企业达 15455 家，实缴税费 1506.6 亿元。

14 中关村集 MTN001 评级机构给予主体评级 AAA，评级展望稳定，债项评级 AAA。该券为 5 年期中票，票面利率 5.5%，发行及上市首日报价、成交均属 AA+ 水平。综合地区经济财政实力、企业经营与财务状况、一级市场发行、二级市场报价及成交情况，14 中关村集 MTN001、11 中关村 PPN001 均暂置于中债城投债收益率曲线(AA+)估值，待观察。

2) 14 忠旺债 (1480425)、12 忠旺 MTN1 (1282212)、12 忠旺 MTN2 (1282298)、13 忠旺 PPN001 (031390325)、14 忠旺 PPN001 (031490004)：辽宁忠旺集团有限公司为外商独资企业，公司主要生产铝型材及制品。公司产能不断扩张，营业收入与利润总额逐年增长，但费用增长速度较快，使得毛利率以及营业利润率出现小幅下滑。公司短期负债占比不断走高，项目投资需求较大，经营性现金流与利息保障倍数存在较大波动，面临一定资本支出压力。

14 忠旺债评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定，债项评级 AA+。该券为 6 年期企业债（第三年末含调整票面利率选择权与回售选择权），票面利率为 5.48%，分销情况一般，发行利率属 AA 水平。存量券 12 忠旺 MTN1、12 忠旺 MTN2 成交价格亦属 AA 水平。综合企业性质、经营与财务状况、一级市场发行及分销、二级市场成交情况，14 忠旺债暂置于中债企业债收益率曲线(AA)估值，12 忠旺 MTN1、12 忠旺 MTN2、13 忠旺 PPN001、14 忠旺 PPN001 均暂置于银行间中短期票据收益率曲线(AA)估值，待观察。

3) 14 鹤城投债 (1480557)、09 鹤城投债 (0980160)、12 鹤城投债 (1280186)：齐齐哈尔市为黑龙江省地级市，2013 年地区生产总值为 1230.4 亿元，一般预算收入为 64.43 亿元。黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司由齐齐哈尔市国资委控股 99.94%，收入来源主要为棚改项目，自身盈利能力较弱，且波动性较大，对政府补贴收入依赖度高。经营性现金流表现欠佳，2012 年起持续为负，公司面临一定资金压力。

14 鹤城投债评级机构给予主体评级 AA，评级展望稳定，债项评级 AA。该券为 7 年期企业债（含提前还本条款），票面利率为 5.6%，分销情况一般。存量券

09 鹤城投债评级机构给予主体评级 AA-。根据中证登发布的《关于调整部分回购质押券折扣系数取值的通知》中所述“债项评级对应主体评级基础上的孰低原则”等内容，发行人存量券 09 鹤城投的折扣系数降为 0.48，12 鹤城投的折扣系数降为 0，且存量券成交价格亦属 AA-水平。

综合地区经济财政实力、企业经营与财务状况、一级市场发行及分销、交易所折扣系数与二级市场成交情况，14 鹤城投债、09 鹤城投债、12 鹤城投债均暂置于中债城投债收益率曲线(AA-)估值，待观察。

4) 14 渝双桥债 (1480566)、13 渝双桥债 (1380187)：重庆市双桥经济技术开发区于 2011 年 12 月正式挂牌成立，2013 年实现地区生产总值 100.3 亿元，公共财政预算收入 9.18 亿元。重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司由重庆市双桥经济技术开发区管理委员会 100%控股，主要负责经开区的基础设施建设、土地开发整理以及保障性住房建设等业务。公司自身盈利能力一般，对政府补贴收入有一定依赖性，且土地出让收入易受政策影响，具有不稳定性。经营性现金流表现欠佳，一直处于净流出状态，公司面临一定资本支出压力。

14 渝双桥债评级机构给予主体评级 AA，评级展望稳定，债项评级 AA。该券为 7 年期企业债（含提前还本条款），票面利率为 5.99%，分销情况一般，发行利率属 AA-水平。存量券 13 渝双桥债成交价格亦属 AA-水平。综合地区经济财政实力、企业经营与财务状况、一级市场发行及分销、二级市场成交情况，14 渝双桥债、13 渝双桥债均暂置于中债城投债收益率曲线(AA-)估值，待观察。

5) 14 亿利集 MTN002 (101454064)、14 亿利集 MTN001 (101454001)、14 亿利集 CP001 (041454014)、13 亿利集 MTN001 (101354004)：发行人亿利资源集团有限公司为民营企业，主要从事聚氯乙烯（PVC）、煤炭、医药等产品的生产和销售及工程施工、房地产开发等业务。控股子公司亿利能源为上市公司，亿利资源持股比例 62.19%公司主要收入来自煤化工和煤炭销售。我国 PVC 行业产能过剩严重，其下游行业主要为房地产建筑行业，随着国家一系列调控政策的出台，房地产投资和供给速度放缓，压缩了 PVC 行业的利润空间。此外公司商品房板块主要位于鄂尔多斯，该地区商品房供给过剩较为严重，公司未来销售存在很大不确定性。公司负债率和有息债务逐年增加，其中短期有息负债比重较大，短期有较大的还本付息压力，13 年末已获利息倍数仅为 1.59。同时公司现金回笼率水平较低，ROE 和 ROA 下滑严重，投资收益受房地产市场影响存在较大不确定性。

新券 14 亿利集 MTN002 为 3 年期中票，票面利率为 7.5%，评级机构给予主体评级 AA，评级展望稳定，债项评级 AA，发行及上市首日 20 笔成交均属 AA-水平，存量券近期成交支持 AA-水平估值。综合行业状况、企业财务、一级市场发行、存量券成交情况，暂置于银行间中短期票据收益率曲线(AA-)估值，待观察。

6) 14 德泰 MTN001 (101456077)、13 德泰 MTN1 (1382300)、12 德泰 MTN1 (1282556)、12 德泰控股债 (1280395)：发行人大连德泰控股有限公司为地方国有企业，股东为大连开发区管委会，持股比例 100%。德泰公司是大连开发区内唯一从事园区综合开发的企业，承担了大连开发区多个重点项目的融资和建设任务，建设了一批专业化的产业园区。同时公司拥有供热、供水、燃气等公共事业的经营权和资产所有权。大连开发区是国务院兴建的第一个国家级经济开发区，2013 年 GDP1616 亿元，在同等级开发区中属规模较大，石油化工、化工原料和化学用品

制造为前三大支柱行业。但近年来受土地市场下行影响，开发区财政收入下降明显，13 年地方财政收入下降至 180.35 亿元，13 年公共财政预算收入为 119.62 亿元。公司近年来负债率上升速度较快，对财政补贴的依赖逐渐减弱，整体上看对债务的保证能力稍显不足，过多的往来借款使现金流波动加大。2015 年公司面临 74 亿的还款，从 2015 年到 2017 年还款压力较大。

新券 14 德泰 MTN001 为 5 年期中票，票面利率为 5.72%，评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定，债项评级 AA+，发行及上市首日 9 笔成交均属 AA 水平。发行人发行的企业债 12 德泰控股债近期成交支持 AA 水平估值。综合地区财政经济实力、企业财务状况、一级市场发行及存量券成交情况，暂置于中债城投债收益率曲线 (AA) 估值，待观察。

7) 14 国裕物流 CP002 (041464071)、14 国裕物流 CP001 (041464057): 发行人武汉国裕物流产业集团有限公司为民营企业，主要从事船舶制造及航运业务。企业为家族企业，实际控制人夫妻分别持有 55% 和 45% 的股份，股权集中度很高。09 年以来航运行业持续低迷，我国沿海散货运价保持低位，短期内运力过剩情况很难得到改变，中国远洋等大型航运集团几年来亏损严重，同时我国船舶制造业也面临产能过剩问题。国裕集团规模偏小，负债率较高，近年来营业收入和毛利率逐年下降，主要是受船舶订单不稳定影响。公司票据结算比例较高，现金获取能力相对偏弱，流动资产和经营性现金流对债务的保障能力均显不足。

新券 14 国裕物流 CP002 为 1 年期短融，票面利率为 7.4%，评级机构给予主体评级 AA-，评级展望稳定，债项评级 A-1，发行及上市首日 6 笔成交均属 A+ 水平。综合行业状况、企业财务、一级市场发行、存量券成交情况，暂置于银行间中短期票据收益率曲线 (A+) 估值，待观察。

8) 14 西安高新 MTN001 (101455032)、13 西安高新债 (1380074): 发行人西安高新控股有限公司为地方国有企业，实际控制人为西安高新技术产业开发区管委会，持股比例 70%。公司是高新区基础设施开发建设的唯一主体，主要负责道路、桥梁、新农村建设以及其他配套设施的建设，同时肩负着高新区内供水、供电业务以及污水处理业务。西安高新区为西安市两个国家级开发区之一，2013 年实现生产总值 557.99 亿元，一般预算收入 73.36 亿元。高新区主导板块有电子信息、现金制造、生物医药等，入驻企业有三星、中兴、华为、杨森等。公司营业收入偏弱，13 年营业利润为 -2.04 亿元，利润主要来自营业外收入，以政府补贴收入为主且逐年增加，13 年达到 3.8 亿元。公司资本结构偏弱，负债率逐年上升，截止到今年 3 季度接近 80%，现金流和利润对短期债务的保障能力不高。公司今年已发行 10 期 PPN，总融资金额达到 95 亿元，期限为 1-5 年，未来中短期债务集中到期兑付压力较大。

新券 14 西安高新 MTN001 为 5 年期中票，票面利率为 5.5%，评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定，债项评级 AA+，发行及上市首日 7 笔成交均属 AA 水平，存量券 13 西安高新债近期成交支持 AA 水平估值。综合地区财政经济、企业财务、一级市场发行情况和存量券成交，暂置于中债城投债收益率曲线 (AA) 估值，待观察。

9) 14 中天 MTN001 (101453023)、14 中天 CP001 (041458024)、13 中天 MTN1 (1382195): 中天集团建设有限公司为民营企业，第一大股东为中天发展控股集

团有限公司（2014年全国民营企业排名第41位），持股比例97%。中天建设主营业务以房屋工程施工为主，兼营交通路桥、城市轨道、钢构等其他工程施工业务。房屋工程收入在营业收入中占比达到96.97%。公司承接了大量的政府工程和大型房地产建设项目。公司资产规模在同等级企业中偏小，资本结构良好，负债率在建筑行业中属偏低，企业利润率较高，主要来自主营施工业务。但房屋建筑市场与房地产行业的发展密切相关，中天建设收入来源又高度集中，近年来多轮房地产调控政策的出台对企业发展带来不确定性。公司应收账款比例逐年升高，有一定坏账和或有负债压力。此外，公司对外担保比例较高，占所有者权益的24%，且被保单位多为同行业企业，负债率均高于中天建设。

新券14中天MTN001为3年期中票，票面利率为5.8%，评级机构给予主体评级AA+，评级展望稳定，债项评级AA+，发行及上市首日3笔成交均属AA水平。存量券近期成交支持AA水平估值。综合行业状况、企业财务、一级市场发行、存量券成交，暂置于银行间中短期票据收益率曲线(AA)估值，待观察。

10) 14双欣CP001(041454071): 发行人内蒙古双欣能源化工有限公司是一家民营企业，主营业务涉及煤炭、电力、PVA、结晶硅等，其中煤炭业务收入占2014年上半年公司营业收入的约60%。2011年来，公司现金流较为稳健，经营现金流一直是公司现金主要来源，公司负债水平逐年下降，然而由于当前行业不景气，公司营业利润逐年下降近10%。

新券14双欣CP001为1年期短期融资券，票面利率7%，评级机构给予主体评级AA，展望稳定，债项评级A-1。发行利率和上市首日成交均为A+水平。综合公司企业性质、所处行业情况、一级市场发行和二级市场成交水平，暂将新老券置于银行间中短期票据收益率曲线(A+)估值，待观察。

11) 14晋焦煤CP002(041461062)、14晋焦煤CP001(041464012)、14晋焦煤MTN001(101452002): 发行人山西焦煤集团有限责任公司由山西省国资委控股，是国内规模最大、煤种最全的炼焦煤生产企业。受宏观经济影响，公司所在煤炭行业近年来景气度较低，2011年来公司盈利大幅缩水，2014年上半年净利润再次较上年同期减少80%。公司负债水平也大幅上升，2014年上半年达到78%。

新券14晋焦煤CP002为1年期短期融资券，票面利率4.3%，评级机构给予主体评级AAA，展望稳定，债项评级A-1。发行利率和上市首日成交均为AA+水平。综合公司所处行业情况、财务状况、一级市场发行和二级市场成交水平，暂将新老券置于银行间中短期票据收益率曲线(AA+)估值，待观察。

12) 14山钢CP005(041458081)、13山钢MTN2(1382253)、12山钢MTN1(1282433)、10山钢MTN1(1082057)、14山钢CP004(041469048): 发行人山东钢铁集团有限公司是由山东省国资委控股的大型钢铁企业。由于所处行业竞争激烈，产能过剩，发行人近年来经营面临较大挑战，过去两年及今年上半年发行人严重亏损，2013年开始经营现金流开始呈净流出，资产负债率也一路攀升，今年上半年达到80%。

新券14山钢CP005是1年期短期融资券，票面利率4.5%，评级机构给予主体评级AAA，展望稳定，债项评级A-1。发行利率和上市首日成交均为AA水平。发行人存量券13山钢MTN2、12山钢MTN1、10山钢MTN1、14山钢CP004近期成交活跃，收益率均支持AA水平。综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价

格及存量券成交情况, 暂将新老券置于银行间中短期票据收益率曲线(AA)估值, 待观察。

13) 14 三星 MTN001 (101460035)、14 鲁三星债 (1480517)、14 三星 CP001 (041459057): 发行人山东三星集团有限公司是一家从事玉米油生产和销售的民营企业。公司财务资质整体尚可, 资产规模偏小, 盈利水平逐年稳步上升, 现金流状况良好, 负债压力也较小。

新券 14 三星 MTN001 是 3 年期中期票据, 票面利率 6.75%, 评级机构给予主体评级 AA, 展望稳定, 债项评级 AA。发行利率和上市首日成交均为 AA-水平。存量券 14 鲁三星债 01 和 14 三星 CP001 近期成交活跃, 综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价格及存量券成交情况, 暂将新老券置于银行间中短期票据收益率曲线(AA-)估值, 待观察。

14) 14 厦翔业 SCP001(011499050)、12 厦翔业 MTN1(1282353)、12 厦翔业 MTN2(1282491)、13 厦翔业 MTN001(101354017)、14 厦翔业 CP001(041454041)、14 厦翔业 MTN001(101454023) : 发行人厦门翔业集团有限公司是厦门市地方国有企业, 主营业务为机场、物流、酒店等。公司下辖福州和厦门机场是东南沿海区域航空枢纽, 该地区机场众多竞争激烈。当前公司机场运力饱和, 拟建项目对公司有一定资本支出要求。2013 年底公司资产总额 148 亿, 净利润 6 亿, 旗下厦门高崎机场旅客吞吐量暂列第八名, 与行业龙头尚有一定差距; 公司资产负债率连续五年增长, 截止到 14 年 3 季度已达到 63%。评级机构给予主体评级 AAA, 评级展望稳定。

新券 14 厦翔业 SCP001 为 0.25 年期超短融, 票面利率 4.1%, 发行利率和上市首日有 4 笔成交均为 AA+水平。发行人存量券 14 厦翔业 MTN001、14 厦翔业 CP001 有成交支持 AA+水平。综合公司所处行业地位、财务资质、新券一二级市场价格及存量券成交情况, 暂将 14 厦翔业 SCP001、12 厦翔业 MTN1、12 厦翔业、13 厦翔业 MTN001、14 厦翔业 CP001、14 厦翔业 MTN001 置于银行间中短期票据收益率曲线(AA+)估值, 待观察。

15) 14 神火 MTN002 (101461021)、14 神火 MTN001 (101461002): 发行人河南神火煤电股份有限公司是一家以煤炭生产销售、电解铝经营为主的国有企业。神火所处的煤炭、电解铝行业面临产能过剩的问题, 由于需求放缓导致产品价格下跌。财务方面, 神火公司资产负债率持续偏高, 连续三年在 74%以上; 2013 年底净利润 0.185 亿, 14 年三季报显示已亏损; 2014 年前三季度, 公司销售现金流入减少导致经营性现金净流量持续为负值, 现金流弱化明显。

新券 14 神火 MTN002 为 5 年期中票, 3 年末设有回售条款, 票面利率 7.2%, 评级机构给予主体评级 AA, 评级展望稳定, 债项评级 AA, 发行利率和上市首日有 10 笔成交均为 AA-水平。发行人存量券 14 神火 MTN001 有成交支持 AA-水平。综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价格及存量券成交情况, 暂将 14 神火 MTN002、14 神火 MTN001 置于银行间中短期票据收益率曲线(AA-)估值, 待观察。

16) 14TCL 集 CP001(041456050)、10TCLMTN2(1082131)、11TCL 集 MTN2(1182299)、12TCL 集 MTN1(1282470)、13TCL 集 MTN002(101356003)、13TCL 集 MTN1(1382022) :

发行人 TCL 集团股份有限公司是一家公众企业，以多媒体、通讯、华星光电、TCL 家电经营为主。2013 年彩电市场竞争激烈，多家互联网企业进军彩电行业，产品价格下行；公司资产负债率 74% 较高，销售净利率 3.37% 略低。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 14TCL 集 CP001 为 0.5 年期超短融，票面利率 4.2%，发行利率和上市首日有 3 笔成交均为 AA 水平。发行人存量券 14TCL 集 CP001、10TCLMTN2、11TCL 集 MTN2、12TCL 集 MTN1、13TCL 集 MTN1 有多笔成交支持 AA 水平。综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价格及存量券成交情况，暂将 14TCL 集 CP001、10TCLMTN2、11TCL 集 MTN2、12TCL 集 MTN1、13TCL 集 MTN002、13TCL 集 MTN1 置于银行间中短期票据收益率曲线（AA）估值，待观察。

17) 14 厦路桥 SCP002(011499057)、10 厦路桥 MTN1(1082044)、12 厦路桥 MTN1(1282046)、14 厦路桥 CP001(041460035)、14 厦路桥 SCP001(011499046): 发行人厦门路桥建设集团有限公司是厦门市国资委控股企业，以厦门市基础设施建设经营为主业。2013 年底厦门市 GDP 3018 亿，一般预算收入 490 亿。财务方面，公司资产规模较大，2013 年年终为 510 亿，而净利润仅实现 1.8 亿，经营性现金流近年来也明显走弱。同时，资产负债率持续位于高位，2013 年底达到 69%。目前公司建筑材料已超出代建工程需求量，公司面临库存跌价风险。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 14 厦路桥 SCP002 为 0.5 年期超短融，票面利率 4.48%，发行利率和上市首日有 3 笔成交均为 AA 水平。发行人存量券 12 厦路桥 MTN1 有可靠成交支持 AA 水平。综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价格及存量券成交情况，暂将 14 厦路桥 SCP002、10 厦路桥 MTN1、12 厦路桥 MTN1、14 厦路桥 CP001、14 厦路桥 SCP001 置于银行间中短期票据收益率曲线（AA）估值，待观察。

18) 14 酒钢 CP002(041453118)、13 酒钢 MTN001(101356012)、13 酒钢 MTN002(101364015)、14 酒钢 CP001(041451037): 发行人酒泉钢铁集团有限责任公司是甘肃省国资委控股国企。公司所处钢铁行业景气度依然偏低，公司主业盈利持续下滑，2014 年第三季度净利润已亏损 9.6 亿；公司短期债务压力较大，债务结构亟需调整；此外，公司存货和原材料较多，存在一定的跌价风险。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望负面。

新券 14 酒钢 CP002 为 1 年期短融，票面利率 5.2%，发行利率和上市首日有 12 笔成交均为 AA 水平。发行人存量券 13 酒钢 MTN001、13 酒钢 MTN002 有成交支持 AA 水平。综合行业状况、企业财务、新券一二级市场价格及存量券成交情况，暂将 14 酒钢 CP002、13 酒钢 MTN001、13 酒钢 MTN002、14 酒钢 CP001 置于银行间中短期票据收益率曲线（AA）估值，待观察。

19) 14 芜湖宜居债(1480327): 发行人芜湖宜居投资(集团)有限公司为国有企业，主要从事保障房和公共租赁房的建设运营业务。评级公司将发行人主体评级由 AA 稳定上调至 AA+，评级展望稳定。芜湖市 2013 年 GDP 为 2099.53 亿元，一般预算收入 213.99 亿元。公司得到政府的有力支持和补贴，资产规模显著扩大。但同时公司债务规模持续上升，未来面临资本支出压力较大，保障房建设盈利能力较弱。

市场价格方面,该券 11 月 20 日银行间成交在 AA 水平。综合公司财务状况、地区经济实力和成交情况,暂置于中债城投债收益率曲线(AA)估值,待观察。

20) 14 大渡河 CP001 (041452051)、14 大渡河 CP002 (041452060)、10 大渡河 MTN1(1082205)、13 大渡河 PPN001(031333001)、13 大渡河 PPN002(031333002): 发行人国电大渡河流域水电开发有限公司为国有企业。主营水电业务。公司获得国家各项优惠,控股股东实力雄厚,装机规模稳步增长。但是公司资产负债率高于 80%,债务压力较大,生产经营对大渡河来水依赖度较大。评级公司将发行人主体评级从 AA+正面上调至 AAA 稳定。

市场价格方面,14 大渡河 CP001 成交和经纪公司报价以及 14 大渡河 CP002 成交均属 AA+水平。综合公司财务状况、市场报价和成交,暂置于银行间中短期票据收益率曲线(AA+)估值,待观察。

21) 13 吴忠城投债 (1380303): 发行人吴忠市城乡建设投资开发有限公司股东为吴忠市国资委,主要经营基础设施建设、工程施工、供水供热和交通运输。2013 年吴忠市 GDP 为 349.06 亿元,一般预算收入 32.47 亿元,财政总收入对上级补助收入依赖性较大。公司在财政补助和资产注入方面得到较大支持。但是,公司在建项目较多,面临较大资金压力,营业利润持续亏损,有息债务规模增长迅速,2013 年底有息债务规模较上年增长 400.62%。评级公司将发行人主体评级从 AA-稳定上调至 AA 稳定,债项评级维持 AA+,该券有重庆市三峡担保集团有限公司提供担保。

市场价格方面,经纪公司卖盘收益率高于城投 AA(2)水平。综合公司性质、地区经济实力、担保和成交情况,暂置于中债城投债收益率曲线(AA(2))估值,待观察。

联系方式:

质量组:

刘海凡 (010-88170625, liuhf@chinabond.com.cn)

周舟 (010-88170642, zhouzhou@chinabond.com.cn)

估值组:

赵凌 (010-88170613, zhaoling@chinabond.com.cn)

陈宁 (010-88170616, chenning@chinabond.com.cn)

周潇 (010-88170719, zhouxiao@chinabond.com.cn)

李妍 (010-88170632, liyan@chinabond.com.cn)

贾舍 (010-88170637, jiashe@chinabond.com.cn)

殷劼 (010-88170641, yinjie@chinabond.com.cn)

张涤非 (010-88170640, zhangdf@chinabond.com.cn)