

# 中债信用债估值月度说明

中债金融估值中心有限公司

2019年3月

# 目 录

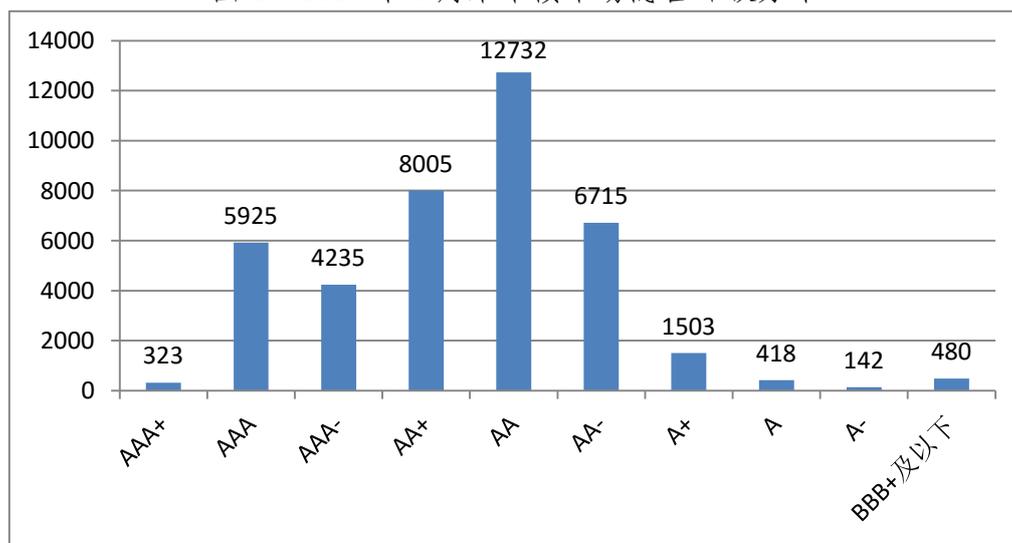
一、中债市场隐含评级分布及变动.....	3
二、新发行债券估值说明.....	4
三、跟踪评级债券估值说明.....	6
四、重大信用事件相关债券.....	7
五、联系方式.....	8

中债信用债估值月度说明主要包括当月中债市场隐含评级<sup>1</sup>分布与变动情况以及部分信用债的估值说明。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）。

## 一、中债市场隐含评级分布及变动

2019年3月末中债市场隐含评级整体分布详见图1，其中AA等级债券只数最多，占比32%。

图1 2019年3月末中债市场隐含评级分布



2019年3月，中债市场隐含评级变动的债券192只，约占全部中债信用债估值数量的0.52%，参见表1。

表1 2019年3月中债市场隐含评级转移矩阵

		2019年3月初中债市场始隐含评级																	
		AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB	B	CCC	CC	C		
2019 年3月 底中 债市 场始 隐含 评级	AAA+	303	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持	
	AAA	0	5587	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	上调	
	AAA-	0	1	3785	21	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	下调
	AA+	0	0	9	7142	1	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AA	0	0	0	2	11441	61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AA-	0	0	0	0	6	6124	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	A+	0	0	0	0	0	0	1318	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	A	0	0	0	0	0	2	14	355	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	A-	0	0	0	0	0	0	0	0	135	0	0	0	0	0	0	0	0	
	BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	2	0	0	0	0	0	0	
	BBB	0	0	0	0	0	0	1	8	3	0	68	0	0	0	0	0	0	
	BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11	26	0	0	0	0	0	
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0	0	0	
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	
	CC	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	1	0	1	5	0	0	
	C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	1	10	8	0	248	0	

注：对角线为中债市场隐含评级维持、右上三角为中债市场隐含评级上调、左下三角为中债市场隐含评级下调。

<sup>1</sup>本说明中“中债市场隐含评级”指中债市场隐含评级-债券债项评级，中债市场隐含评级-债券债项评级是中债金融估值中心有限公司综合市场价格信号、发行主体公开信息等因素得出的动态反映市场投资者对债券的信用评价。

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，上调债券 106 只，占全部中债信用债估值数量的 0.29%。调升债券涉及发行主体 8 家，以建筑业企业为主。调升发行主体所处区域经济水平稳步增长，主营业务收入稳定，新发债券一级市场价格和存续债券二级市场价格支持中债市场隐含评级调升。具体调升发行主体所属行业统计详见表 2。

表 2 2019 年 3 月中债市场隐含评级上调债券对应发行主体所属行业统计(前三位)

发行主体所处行业	发行主体数量占全部上调发行主体比例
建筑业	50.00%
制造业	37.50%
采矿业	12.50%

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，下调债券 86 只，占全部中债信用债估值数量的 0.23%。调降债券涉及发行主体 22 家，以制造业企业为主，包括珠宝首饰加工、服装生产、汽车制造、食品生产、石油化工等制造类企业。发行主体多处于景气度较低行业，且企业自身偿债压力较大。我们根据发行主体存量债券市场价格及时调整中债市场隐含评级。具体调降发行主体所属行业统计详见表 2。

表 3 2019 年 3 月中债市场隐含评级下调债券对应发行主体所属行业统计(前三位)

发行主体所处行业	发行主体数量占全部下调发行主体比例
制造业	50.00%
建筑业	13.64%
房地产业	9.09%

## 二、新发行债券估值说明

2019 年 3 月新发行的信用债中，选取部分中债市场隐含评级与评级公司评级存在差异的债券给予说明，具体如下：

### 1) 19 鲁晨鸣 SCP003 (011900758)：

发行人山东晨鸣纸业集团股份有限公司为寿光市地方国有企业，主要从事机制纸业务，并辅以融资租赁业务。2019 年，公司与长城国瑞证券有限公司签署战略合作协议，拟将其融资租赁业务剥离。从行业角度看，我国造纸业原材料供给的进口依赖程度较高，2018 年以来造纸行业需求减弱，同时成本回调导致行业利润承压，作为周期性行业，企业收入和盈利能力受经济和环保政策影响较大。近年来，随着业务规模扩大，公司债务规模持续上升，短期债务规模占比较大，给公司带来一定的短期偿债压力，并且较大规模有息债务造成财务费用公司增长，对利润实现带来负面影响；同时公司现金分红比例维持在较高水平，对公司流动性和短期偿债能力带来压力；此外公司的股权结构分散，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性相对较弱。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 鲁晨鸣 SCP003 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 6.5%，发行及上市首日成交均属于 AA-水平，18 鲁晨鸣 MTN002、17 晨债 01、17 鲁晨鸣 MTN002，19 鲁晨鸣 SCP002 等存量券均有成交和经纪报价支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 19 鲁晨鸣 SCP003 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

#### **2) 19 鸿达兴业 SCP001 (011900804) :**

发行人鸿达兴业集团有限公司是以化工生产及塑料加工、工程塑料商贸为主业的民营企业。近年来，公司业务规模扩张较快，存货、应收账款周转率较低且持续下滑，经营效率有所下降，资金占用规模持续扩大。此外，公司刚性债务持续持续扩张，财务负担较重，资产抵押比例较大，资产流动性较弱，偿债压力较大。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 鸿达兴业 SCP001 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 7%，发行及上市首日成交均属 AA-水平，18 鸿达兴业 MTN001、18 鸿达兴业 SCP003、17 鸿达兴业 MTN001、16 鸿达兴业 MTN001 均有较丰富的成交或报价支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 19 鸿达兴业 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

#### **3) 19 鲁商 SCP003 (011900735) :**

发行人山东省商业集团有限公司系地方国有企业。公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育传媒在内的多元化业务格局，零售业务在山东省具有较强的区域规模优势。但是由于公司所处零售行业收到电商平台快速发展影响，毛利率处于较低水平。公司在建地产项目大多处于二三线城市，受到房地产市场调控政策影响，具有较大去库存压力。公司债务总规模持续扩大，有息债务占比较高，资产负债率处于较高水平。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 鲁商 SCP003 为 0.27 年超短期融资券，票面利率为 6.49%，发行及上市首日成交均属于 AA-水平，18 鲁商 MTN001、17 鲁商 MTN001、19 鲁商 SCP001 和 15 鲁商 MTN002 等券均有成交或报价支持 AA-水平。

综合企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，19 鲁商 SCP003 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

#### **4) 19 柳投控 (155198) :**

发行人柳州市投资控股有限公司是柳州市城市基础设施及公用事业投资建设和运营的投融资主体之一，主要从事柳州市范围内的土地整理、保障房建设以及水务、燃气、公交、基础设施建设等业务。近年来，公司有息债务规模快速增长，未来到期债务压力较大，利息支出的增加也使得公司利息保障能力偏弱。同时，公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 柳投控为 3 年期公司债券，票面利率为 5.45%，发行情属 AA(2) 水平。16 柳州投控债、17 柳州投资 MTN001、19 柳州投资 SCP001 与 18 柳投控等均有丰富的市场成交或报价支持 AA(2) 水平。

综合企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 19 柳投控及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA(2)，待观察。

#### **5) 19 恒逸 SCP003 (011900745) :**

发行人浙江恒逸集团有限公司为石化化纤生产的民营企业。发行人近年来收入规模和盈利水平稳定，但公司长期债务兑付时间较为集中，且短期债务比例较高，截至 2017 年底，公司速动比率为 71.17%，短期存在一定偿债压力。公司贸易业务规模持续扩大且利润水平较低，可能对公司盈利能力造成不利影响。同时由于公司在文莱投资的石油化工项目规模较大，未来存在一定的资本支出压力，对公司偿付能力可能造成不利影响。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 恒逸 SCP003 为 9 个月超短期融资券，票面利率为 6.72%，发行及上市首日多笔成交均属 AA- 水平。18 恒逸 MTN002、18 恒逸 MTN001 等有成交或报价支持 AA- 水平。

综合企业性质、行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 19 恒逸 SCP003 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

### 三、跟踪评级债券估值说明

2019 年 3 月跟踪评级的信用债中，选取部分中债市场隐含评级与评级公司跟踪评级结果存在差异的债券给予说明，具体如下：

#### 1) 16 北新集 (136583) 等：

北新建材集团有限公司（以下简称“北新建材”或“公司”），系中央国有企业。公司主营业务以大宗建材贸易和新型房屋产业为主，是中国建材集团有限公司“轻钢结构新型房屋”产业的主要经营主体。公司建材贸易收入占比主营业务收入超过 95%，易受大宗商品价格和人民币汇率波动影响，存在一定不稳定因素。此外，公司主营业务毛利率相对较低，盈利能力较弱，利润对投资收益的依赖程度较高。

评级机构于 2019 年 3 月将北新建材主体信用等级由 AA 调升至 AA+，评级展望为稳定。

二级市场方面，16 北新集等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 AA 水平。

综合分析北新建材所处行业、经营与财务状况、存量债券二级市场价格，我们维持公司存续债券中债市场隐含评级-债券债项评级 AA，待观察。

#### 2) 14 金贵债 (112231) 等：

郴州市金贵银业股份有限公司（以下简称“金贵银业”或“公司”），系湖南省民营企业。金贵银业主营业务为白银等多种金属冶炼，其中白银和点解铅为主导产品。2018 年公司主要经营指标下滑明显，其中营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润同比下降约 40%。债务方面，公司有息债务规模较大，2019 年多期债券将面临到期兑付或投资人行使回售选择权，存在集中兑付的压力。

评级机构于 2019 年 3 月将金贵银业主体信用等级由 AA 调降至 AA-，评级展望为负面。

二级市场方面，14 金贵债等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 BBB 水平。

综合分析金贵银业所处行业、经营与财务状况、存量债券二级市场价格，我们将公司存续债券中债市场隐含评级-债券债项评级由 A-调整至 BBB，待观察。

## 四、重大信用事件相关债券

2019年2月重大风险事件的发行人涉及1家，为国购投资有限公司。

2019年3月重大风险事件的发行人涉及5家，分别为东方金钰股份有限公司、东辰控股集团有限公司、山东胜通集团股份有限公司、三胞集团有限公司和成都天翔环境股份有限公司。

### 1. 东方金钰股份有限公司

2019年3月18日，东方金钰股份有限公司（以下简称“发行人”）发布《关于“17金钰债”暂时无法按期付息暨债券停牌的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，“截至公告日，资金暂时未到账，公司无法按期支付‘17金钰债’利息。”

2019年3月18日，我们调整发行人存续债券中债市场隐含评级-债券债项评级。我们对发行人发布的经审计的2017年年度财务报告、2018年三季度报及中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格进行比较，根据审慎的估值原则，采用中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

### 2. 东辰控股集团有限公司

2019年3月15日，山东省东营市中级人民法院出具《民事裁定书2019（鲁）05破申30号》。该民事裁定书裁定，“受理申请人东辰控股集团有限公司的重整申请。本裁定自即日起生效”。

2019年3月18日，我们调整东辰控股集团有限公司（以下简称“发行人”）所发行债券中债市场隐含评级-债券债项评级。我们对发行人发布的经审计的2017年年度财务报告、2018年三季度报及中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格进行比较，根据审慎的估值原则，采用发行人发布的2017年年度财务报告估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

### 3. 山东胜通集团股份有限公司

2019年3月18日，山东胜通集团股份有限公司（以下简称“发行人”）发布《关于公司重整及公司债券停牌的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，“2019年3月15日，山东省东营市中级人民法院裁定受理公司的重整申请”。

2019年3月18日，我们调整发行人存续债券中债市场隐含评级-债券债项评级。我们对发行人发布的经审计的2017年年度财务报告、2018年三季度报及中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格进行比较，根据审慎的估值原则，采用中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

### 4. 三胞集团有限公司

2019年3月19日，三胞集团有限公司（以下简称“发行人”）发布《关于“12三胞债”兑付资金发放有关事宜的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，“对于在银行间市场及上海证券交易所持有本期债券的机构投资者，本次兑付日暂不兑付本息，后续将由我司与机构投资者沟通协商解决。”2019年3月20日，中证鹏元将发行人主体长期信用等级由BB下调至C，将“12三胞债”信用等级由BB下调为C。

2019年3月20日，我们调整发行人相关债券中债市场隐含评级-债券债项评级。我们对发行人发布的经审计的2017年年度财务报告、2018年三季度报及中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格进行比较，根据审慎的估值原则，采用发行人发布的2017年年度财务报告估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

## 5. 成都天翔环境股份有限公司

2019年3月25日，成都天翔环境股份有限公司（以下简称“发行人”）发布《关于“16天翔01”未能及时兑付本息的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，“截至本公告日，因公司流动资金紧张，未能如期兑付‘16天翔01’本金和利息。由于公司未能如期足额兑付‘16天翔01’本息，‘16天翔01’构成实质性违约。”

2019年3月25日，我们调整发行人相关债券中债市场隐含评级-债券债项评级。我们对发行人发布的经审计的2017年年度财务报告、2018年三季度报及中债企业债收益率曲线（CC）估算的清算价格进行比较，根据审慎的估值原则，采用发行人发布的2017年年度财务报告估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

## 五、联系方式

### 中债金融估值中心有限公司

#### 质量控制部：

陈 宁 (010-88170616, chenning@chinabond.com.cn)  
高 超 (021-60813562, gaochao@chinabond.com.cn)  
王 千 (010-88174536, wangqian@chinabond.com.cn)  
张 圆 (021-60813561, zhangyuan@chinabond.com.cn)

#### 债券估值部：

张涤非 (010-88170640, zhangdf@chinabond.com.cn)  
周 潇 (010-88170719, zhouxiao@chinabond.com.cn)  
赵树佼 (010-88170647, zhaosj@chinabond.com.cn)  
姚 楠 (010-88170641, yaonana@chinabond.com.cn)  
周曦彤 (010-88170665, zhouxt@chinabond.com.cn)  
崔胤卿 (010-88174524, cuiyq@chinabond.com.cn)  
张煜乾 (010-88174537, zhangyq@chinabond.com.cn)  
刘静仪 (010-88174549, liujy@chinabond.com.cn)  
黄 山 (010-88170620, haungshan@chinabond.com.cn)