

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 4 月

目 录

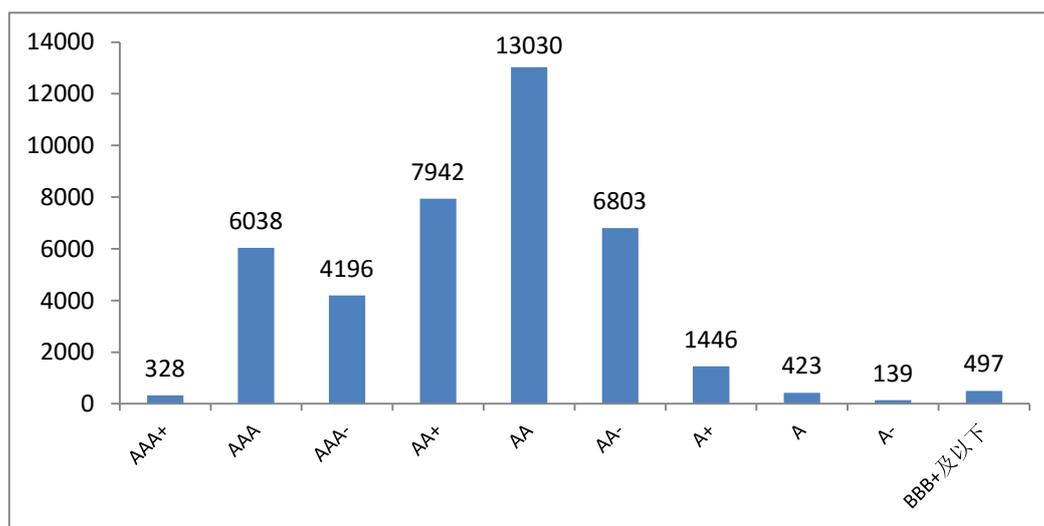
一、中债市场隐含评级分布及变动.....	3
二、新发行债券估值说明.....	4
三、跟踪评级债券估值说明.....	6
四、重大信用事件相关债券.....	错误! 未定义书签。
五、联系方式.....	7

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¹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4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4月末中债市场隐含评级分布



2019年4月，中债市场隐含评级变动的债券349只，约占全部中债信用债估值数量的0.93%，参见表1。

表1 2019年4月中债市场隐含评级转移矩阵

		2019年4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	维持	上调	下调
2019 年4月 底中 债市 场始 隐含 评级	AAA+	316	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	AAA	0	5780	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	AAA-	0	0	3751	48	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	AA+	0	0	0	7255	11	32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	AA	0	0	0	74	11797	18	20	2	0	0	0	0	0	0	0	0			
	AA-	0	0	0	0	27	6141	7	3	1	0	0	0	0	0	0	0			
	A+	0	0	0	0	0	24	1238	6	0	0	0	0	0	0	0	0			
	A	0	0	0	0	0	0	24	348	0	0	0	0	0	0	0	0			
	A-	0	0	0	0	0	0	0	0	129	0	0	0	0	0	0	0			
	BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	44	0	0	0	0	0	0			
	BBB	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	67	0	0	0	0	0			
	BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	0	0	0	0			
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	28	0	0	0			
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0			
	CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	12	0	2	8	0			
	C	0	0	0	0	0	0	0	14	0	0	8	0	0	0	1	272			

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。

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，上调债券154只，占全部中债信用债估值数量的0.41%。调升债券涉及发行主体9家，以制造业企业为主。调升发行主体所处行业外部发展环境较好、行业地位突出、控股股东实力强，公司主营业务收入持续增长，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。

¹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。

表 2 2019 年 4 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
制造业	44.44%
建筑业	22.22%
房地产业	22.22%

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，下调债券 195 只，占全部中债信用债估值数量的 0.52%。调降债券涉及发行主体 39 家，以制造业企业为主，包括电子设备制造、珠宝首饰加工、塑料化工等制造类企业。调降发行主体大体资本支出压力较大，企业自身偿债压力较高，债务结构有待优化。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 3。

表 3 2019 年 4 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	30.55%
建筑业	20.51%
房地产业	12.82%

二、新发行债券估值说明

2019 年 4 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 同方 SCP002 (011900870):

发行人同方股份有限公司为国有企业，主营业务覆盖互联网内容服务与终端应用、云计算与大数据系统集成、公共安全和节能环保等，是国内领先的科技类综合性上市公司。近年来，公司海外贸易环境波动较大，销往海外市场的产品（尤其是销往欧美市场的产品）容易受到国际贸易争端导致的政策变动风险和汇率风险影响，进而对公司及境外机构经营带来不利影响。公司存货和应收账款占比高，资产减值较大，周转效率下降，对公司资金形成一定占用。此外，公司债务规模持续增长，债务负担较重。

新券 19 同方 SCP002 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 4.13%，发行及上市首日成交均属 AA 水平，18 同方 MTN003、18 同方 MTN002、16 同方 MTN002、19 同方 SCP001 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 同方 SCP002 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 阳煤 SCP003 (011900975):

发行人阳泉煤业（集团）有限责任公司，系山西省地方国有企业，主营煤炭开采洗选、化肥及精细化工、钢贸化工物流、以及冶铝业务。公司各主营业务均受宏观经济运行影响较大，特别是下游行业需求低迷，行业产能过剩等因素影响，公司盈利能力较弱；同时，公司资产负债率持续处于高位，流、速动比率较低，短期偿债压力较大。评级机构给予主体评级 AAA，评级展望稳定。

新券 19 阳煤 SCP003 为 0.65 年期超短期融资券，票面利率为 3.59%，发行及上市首日成交均属于 AA 水平。存量债 19 阳煤 SCP002、19 阳煤 CP005、19 阳煤 CP004、19 阳煤 CP003、19 阳煤 MTN001 等券均有成交或报价支持 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 阳煤 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。

3) 19 苏沙钢 SCP004 (011900827):

发行人江苏沙钢集团有限公司为民营企业，主要从事钢铁冶炼、钢材轧制、金属结构及其构建制造、加工与销售，产品主要包括钢坯、高速线材、热轧带肋钢筋、热轧圆钢、热轧卷板及宽厚板等。近年来，受我国环保制约因素以及下游钢材价格上涨的影响，铁矿石价格上涨，公司原材料成本持续上升，同时由于公司铁矿石主要依赖进口，对外依赖度较高。近年来公司负债规模增长较快，有息债务规模较大，短期债务占比较高，且公司对外担保比例较高，存在一定的或有负债风险。此外，近期公司由于涉及环保问题被工信部列入整改名单。评级机构给予主体评级 AAA，评级展望稳定。

新券 19 苏沙钢 SCP004 为 7 个月期超短期融资券，票面利率 3.45%，发行及上市首日成交均属于 AA 水平，19 苏沙钢 SCP003、18 苏沙钢 MTN001、17 苏沙钢 MTN001 和 17 苏沙钢 MTN006 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 苏沙钢 SCP004 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 福晟 01 (155205):

发行人福建福晟集团有限公司是一家民营地产企业，主要从事建筑施工和房地产开发业务。公司房地产业务销售区域集中，销售面积集中在福州、漳州、漳州港地区，存在一定的区域集中风险。同时，公司受限资产规模较大，关联方应收账款金额较大，资产整体变现能力弱。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 福晟 01 为 3 年期公司债券，含第 2 年末投资人回售及发行人调整票面利率选择权，票面利率为 7.80%，发行情况属 AA-水平。18 福晟 03 与 18 福晟 02 均有丰富的市场成交支持 AA-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情况，新券 19 福晟 01 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

5) 19 广汇汽车 SCP002 (011900828):

发行人广汇汽车服务股份公司为民营企业，主要从事乘用车经销与综合服务。2018 年以来，汽车市场增速明显放缓，汽车经销行业集中度较低，竞争激烈，新车销售业务毛利率普遍较低，且融资租赁业务持续投入，公司盈利面临不确定性。公司存货和预付账款在总资产和总负债中占比较高，2015~2017 年，公司负债规模快速增长，截至 2017 年底，公司负债总额同比增长 9.38%至 910.09 亿

元，有息债务已超过 700 亿元，债务规模较大，存在一定偿付压力。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 广汇汽车 SCP002 为 9 个月超短期融资券，票面利率为 6.5%，发行及上市首日多笔成交均属 AA- 水平。19 广汇汽车 MTN001、19 广汇汽车 SCP001 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 广汇汽车 SCP002 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 4 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) 19 世茂 G1 (155142) 等 11 只债券：

上海世茂股份有限公司（以下简称“上海世贸”或“公司”），系外资企业。公司主要从事商业物业运营和住宅地产业务。业务经营方面，公司自持商业物业规模较大，未来经营或面临一定的市场风险。资本投资方面，公司投资建设规模较大，未来可能面临一定资本支出压力。此外，公司关联方往来款规模较大，财务独立性存在一定风险。

评级机构于 2019 年 4 月将上海世贸主体信用等级由 AA+ 调升至 AAA，评级展望为稳定。

二级市场方面，17 世贸 G3 和 17 世贸 G1 等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 AA 水平。

综合分析上海世贸所处行业、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) 12 南糖债 (112109) 等 3 只债券：

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”），系广西省国有企业。南宁糖业主要从事机制糖的生产与销售业务。业务运营方面，受机制糖售价低于吨糖成本影响，公司 2018 年毛利润同比大幅下降，净利润大幅亏损。流动性方面，2018 年公司货币资金大幅减少，资产流动性明显下降。此外，公司短期债务规模和占比均有所提升，债务负担持续加重。

评级机构于 2019 年 4 月将南宁糖业主体信用等级由 AA 调降至 AA-，评级展望为稳定。

二级市场方面，12 南糖债等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 BBB+ 水平。

综合分析南宁糖业所处行业、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 4 月重大风险事件的发行人涉及 3 家，分别为大连天宝绿色食品股份有限公司、中国民生投资股份有限公司和中信国安集团有限公司。

1. 大连天宝绿色食品股份有限公司

2019 年 4 月 9 日，大连天宝绿色食品股份有限公司（以下简称“发行人”）

发布《关于2017年非公开发行公司债券未按时兑付本息的公告》。公告称，“截至2019年4月9日，公司未能按时兑付‘17天宝01’本息，构成实质性违约。”

2019年4月9日，我们调整发行人相关债券中债市场隐含评级。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。

2. 中国民生投资股份有限公司

根据银行间市场清算所股份有限公司发布的“关于未收到‘16民生投资PPN002’付息兑付资金的通知”，2019年4月10日我们调整中国民生投资股份有限公司（以下简称“发行人”）相关债券的中债市场隐含评级。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. 中信国安集团有限公司

2019年4月28日，银行间市场清算所股份有限公司发布《关于未收到“15中信国安MTN001”付息资金的通知（清算所发（2019）69号）》。通知称，“截至今日日终，我公司仍未收到中信国安集团有限公司支付的付息资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息工作。”

2019年4月28日我们调整中信国安集团有限公司（以下简称“发行人”）相关债券的中债市场隐含评级。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（010-88170622, haungshan@chinabond.com.cn）