

# 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6月

# 目 录

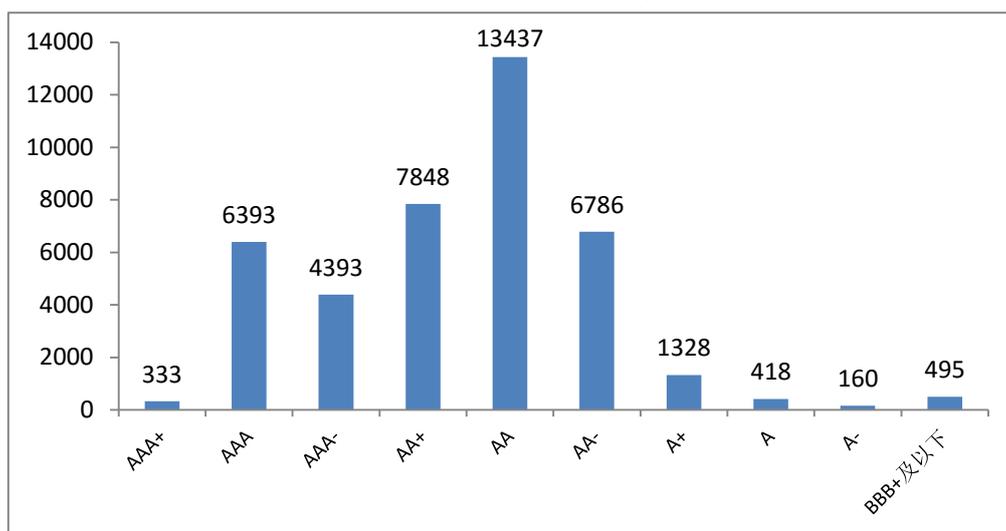
一、中债市场隐含评级分布及变动.....	3
二、新发行债券估值说明.....	4
三、跟踪评级债券估值说明.....	5
四、重大信用事件相关债券.....	6
五、联系方式.....	7

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<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6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6月末中债市场隐含评级分布



2019年6月，中债市场隐含评级变动的债券253只，约占全部中债信用债估值数量的0.66%，参见表1。

表1 2019年6月中债市场隐含评级转移矩阵

		2019年6月初中债市场隐含评级																
		AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB	B	CCC	CC	C	
2019年6月底中债市场隐含评级	AAA+	320	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AAA	0	5963	23	55	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	上调
	AAA-	0	0	3908	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	下调
	AA+	0	0	0	7238	6	28	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AA	0	0	0	8	12285	14	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AA-	0	0	0	0	20	6301	17	2	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A+	0	0	0	0	0	15	1229	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A	0	0	0	0	0	0	10	387	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A-	0	0	0	0	0	2	7	8	140	0	0	0	0	0	0	0	维持
	BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	3	39	0	0	0	0	0	0	维持
	BBB	0	0	0	0	0	0	2	0	0	63	0	0	0	0	0	0	维持
	BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	0	0	0	0	0	维持
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19	0	0	0	0	维持
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	维持
	CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16	0	0	维持
	C	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	19	291	维持

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，除资产支持证券外上调公司信用类债券共计12只，占比0.03%。调升公司信用类债券涉及发行主体3家，以建筑业企业为主。调升债券发行主体经营得到当地政府支持，各板块业务收入稳定，现金持续流入。市场价格方面，相关发行人存续债券一级市场价格和存续债券二

<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。

级市场价格支持调升。具体调升债券发行主体所属行业统计详见表 2。

表 2 2019 年 6 月中债市场隐含评级上调公司信用类债券对应发行主体所属行业统计

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	66.67%
房地产业	33.33%

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，除资产支持证券外下调公司信用类债券共计 92 只，占比 0.24%。调降公司信用类债券涉及发行主体 24 家，以制造业企业为主，包括汽车制造、珠宝首饰加工、生物制药等制造类企业。调降债券发行主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调整中债市场隐含评级。具体调降债券发行主体所属行业统计详见表 3。

表 3 2019 年 6 月中债市场隐含评级下调公司信用类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	29.17%
建筑业	16.67%
房地产业	12.50%

## 二、新发行债券估值说明

2019 年 6 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 冀中能源 SCP008 (011901447):** 发行人冀中能源集团有限责任公司主要从事煤炭、物流贸易、医药和化工业务。作为河北省最大的煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富，煤种以优质炼焦煤为主，规模优势突出。但受去产能、环保限产和托管矿井不再纳入产量核算等因素影响，公司近年煤炭产能和产量有所下降，部分矿井开采条件复杂，面临一定的安全生产风险。公司物流贸易业务收入规模较大，但获利能力不强。此外，公司有息债务规模较大，债务负担较重，债务结构以短期有息债务为主，未来两年内将面临一定的债务集中偿付压力。

新券 19 冀中能源 SCP008 为 9 个月期超短期融资债券，票面利率为 4.2%，发行及上市首日成交均属 AA 水平，18 冀中能源 MTN004、18 冀中能源 MTN003、19 冀中能源 CP008、19 冀中能源 CP006 等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 冀中能源 SCP008 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 比亚迪 SCP005 (011901291):**

发行人比亚迪股份有限公司是一家民营汽车制造企业，主要业务包括传统燃油汽车及新能源汽车的汽车业务、手机部件及组装、二次充电电池等。2019 年，受新能源汽车补贴政策的影响，公司新能源汽车业务利润空间持续受到挤压。同

时，公司债务规模持续扩大且有息债务以短期债务为主，存在一定的短期偿债压力。另外，公司应收账款规模较大，新能源补贴回款周期较长，面临较大的运营资金占用压力。评级机构给予主体评级 AAA，评级展望稳定。

新券 19 比亚迪 SCP005 为 1 个月超短期融资券，票面利率为 2.80%，发行情况属 AA 水平。18 比亚迪 SCP005、16 比亚迪 MTN002、18 亚迪 02、18 亚迪 01 与 18 亚迪绿色债 01 等均有丰富的市场成交或报价支持 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 比亚迪 SCP005 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA，后续继续跟踪观察。

### 3) 19 阳集 03 (155476) :

发行人福建阳光集团有限公司为民营企业，主营业务为房地产开发、贸易、环保设备制造以及民办教育。发行人贸易业务毛利率较低，盈利能力偏弱。此外，公司近年来投资规模较大，带动公司有息债务规模大幅增长，债务负担较重并且面临债务集中偿付压力。公司受限资产规模较大。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 19 阳集 03 为 3 年期公司债，票面利率为 7.50%，发行及上市首日成交均属 AA-水平。存量债 19 福建阳光 SCP003、19 福建阳光 SCP002 和 16 阳集 03 等均有成交或报价支持 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 阳集 03 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 恒逸 02 (112910) :

发行人恒逸石化股份有限公司为民营企业，在石化化纤行业具有一定的行业竞争优势。发行人近年来收入规模和盈利水平较好，公司长期债务兑付时间较为集中，且短期债务比例较高。随着恒逸石化经营规模的扩大，短期债务规模增加，截至 2019 年 3 月末，受限资产占总资产比例为 49.14%，公司面临一定的短期债务压力。公司所处 PTA 行业易受到宏观政策影响，具有一定周期性，且行业竞争激烈，利润率较低。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 02 为 3 年期公司债，含投资人选择权，票面利率为 6.5%，发行及上市首日多笔成交均属 AA-水平。19 恒逸 01 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 02 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。发行人目前有存量债 4 只。

## 三、跟踪评级债券估值说明

2019 年 6 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) 17 华鲁 01 (143198) 等 2 只债券：

华鲁控股集团有限公司（以下简称“华鲁控股”或“公司”），系山东省地方国有企业。公司主要从事煤化工和医药生产等业务。行业政策方面，化工行业承受着经济形势不确定性、产能过剩等方面的压力；同时，伴随着国际能源价格的

大幅波动，行业整体面临较大的发展和经营压力。资本支出方面，公司近年投资规模扩大，投资活动现金流持续净流出。

评级机构于 2019 年 6 月将华鲁控股主体信用等级由 AA+调升至 AAA，评级展望为稳定。

二级市场方面，17 华鲁 01 等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 AA 水平。

综合分析华鲁控股所处行业、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，后续继续跟踪观察。

## **2) 18 铁牛 02 (143683) 等 4 只债券:**

铁牛集团有限公司(以下简称“铁牛集团”或“公司”),系浙江省民营企业。铁牛集团主营业务为汽车整车、车用零部件、五金冲压件及模具等。收入方面,2018 年公司主营业务收入同比下降近三成。毛利率方面,受汽车整车和房地产毛利率下滑影响,公司综合毛利率有所下降。业务运营方面,受下游经销商资金紧张的状况,公司给予核心经销商一定赊销比例,占用公司一定运营资金。此外,公司商誉规模较大,未来存在减值的风险。

评级机构于 2019 年 6 月将铁牛集团主体信用等级由 AA+调整至 AA,评级展望为稳定。

二级市场方面,16 铁牛债等债券的市场价格支持中债市场隐含评级 A 水平。

综合分析铁牛集团所处行业、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 A,后续继续跟踪观察。

## **四、重大信用事件相关债券**

2019 年 6 月重大风险事件的发行人涉及 5 家,分别为腾邦集团有限公司、甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司、哈尔滨秋林集团股份有限公司、南京建工产业集团有限公司和北讯集团股份有限公司。

### **1. 腾邦集团有限公司**

2019 年 6 月 10 日,腾邦集团有限公司(以下简称“发行人”)发布《关于“17 腾邦 01”无法按时付息的公告》。公告称,“因短期内资金周转困难,公司未能按时足额支付‘17 腾邦 01’2019 年度利息,构成实质违约。”

2019 年 6 月 10 日我们调整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 2018 年年度财务报告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 2018 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. 甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司**

2019 年 6 月 11 日,东方金诚国际信用评估有限公司发布《甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司主体及“16 刚泰 02”2019 年定期跟踪评级报告》。报告称,“截至本报告出具日,‘16 刚泰 02’在展期内利息支付逾期,已构成实质性违约;东方金诚下调刚泰控股主体信用等级为 C。”

2019 年 6 月 11 日我们调整甘肃刚泰控股(集团)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 2018 年年度财务报告、2019 年一季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。

### 3. 哈尔滨秋林集团股份有限公司

近日，哈尔滨秋林集团股份有限公司（以下简称“发行人”）发布《关于黑龙江监管局对公司出具警示函有关事项的整改报告》。报告称，“相关事项导致‘16秋林 01’、‘16秋林 02’后续回售本息未能按时划至中证登上海分公司，直接导致两期债券违约。”

2019年6月13日我们调整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2018年年度财务报告、2019年一季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2018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。

### 4. 南京建工产业集团有限公司

2019年6月18日，南京建工产业集团有限公司（以下简称“发行人”）债券受托管理人发布《临时受托管理事务报告》。报告称，发行人资金紧张，未能按期足额划付债券的回售金额及利息。

2019年6月18日我们调整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年中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. 北讯集团股份有限公司

2019年6月25日，北讯集团股份有限公司（以下简称“发行人”）的债券受托管理人发布《重大事项之临时受托管理事务报告》。报告称，2019年6月25日，发行人未能按照相关规定按时足额支付利息，构成违约。

2019年6月26日我们调整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2018年年度财务报告、2019年一季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2018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, zhouxut@chinabond.com.cn)  
崔胤卿 (010-88174524, cuiyq@chinabond.com.cn)  
刘静仪 (010-88174549, liujy@chinabond.com.cn)

黄 山 (010-88170622, haungshan@chinabond.com.cn)