

中债信用债估值月度说明

中债金融估值中心有限公司

2020 年 4 月

目 录

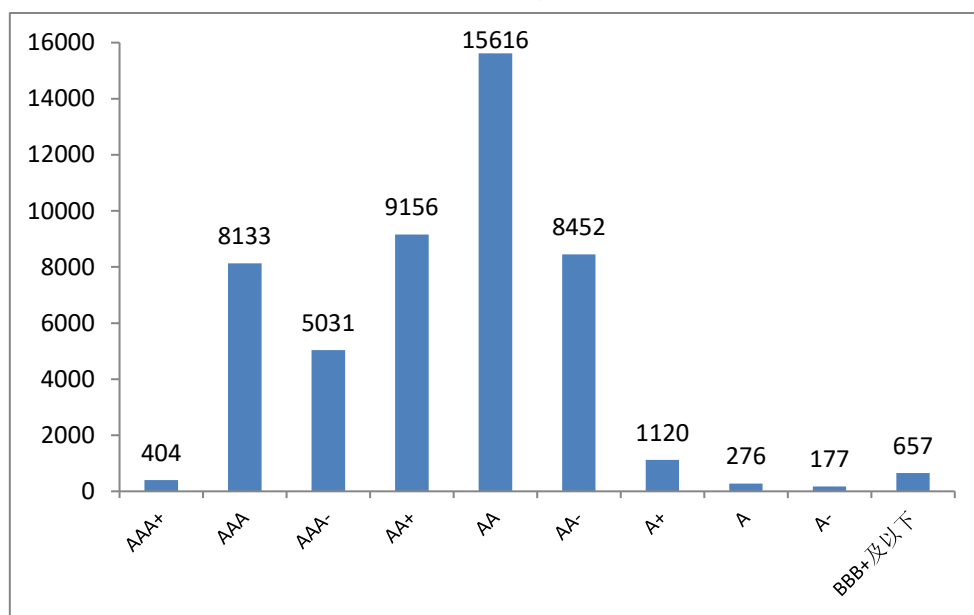
一、中债市场隐含评级分布及变动.....	3
二、信用债券估值说明.....	4
三、重大信用事件相关债券.....	6
四、联系方式.....	7

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

2020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31.86%。

图1 2020年4月末中债市场隐含评级分布



2020年4月，中债市场隐含评级变动的债券739只，约占全部中债信用债估值数量的1.66%，参见表1。

表1: 2020年4月中债市场隐含评级变动情况

		2020年4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	
2020年4月底中债市场隐含评级	AAA+	384	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AAA	0	7826	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	上调
	AAA-	0	0	4505	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	下调
	AA+	0	0	0	7954	196	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AA	0	0	0	9	14083	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	AA-	0	0	0	0	391	7244	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A+	0	0	0	0	0	33	906	4	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A	0	0	0	0	0	23	13	227	0	0	0	0	0	0	0	0	维持
	A-	0	0	0	0	0	0	0	0	158	0	0	0	0	0	0	0	维持
	BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24	0	0	0	0	0	0	维持
	BBB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	22	0	0	0	0	0	维持
	BB	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	15	0	0	0	0	维持
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	维持
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	33	0	维持
	CC	0	0	0	0	0	0	1	0	8	10	4	0	0	4	33	0	维持
	C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	458	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，除资产支持证券外调升隐含评级的公司信用类债券共计220只，占比约0.49%。调升隐含评级公司信用类债券涉及发行主体15家，其中建筑业占比最高，均为城投类企业。建筑业方面，发行主体所处区域持续保持较快发展，公司生产经营等方面得到实际控制人和相关各

方有力支持。金融业方面，隐含评级调升债券涉及发行主体最新财务指标良好，资本实力提升，资产质量持续改善，市场价格支持中债市场隐含评级调升。制造业方面，隐含评级调升债券涉及发行主体为行业头部企业，公司行业地位、产能规模、技术水平等方面具备显著优势；公司近年资产规模稳步提升，营业收入及利润总额持续增长。具体调升债券发行主体所属行业统计详见表 2。

表 2: 2020 年 4 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（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	66.67%
金融业	13.33%
制造业	6.67%

本月中债市场隐含评级发生变动的债券中，除资产支持证券外调降隐含评级的公司信用类债券共计 503 只，占比 1.13%。调降隐含评级的公司信用类债券涉及发行主体 32 家，以制造业企业为主，包括有色金属冶炼和压延加工业、医药制造业、石油化工等制造类企业。隐含评级调降债券涉及发行主体债务规模增速较快，短期债务占比较高，债务结构有待优化。具体调降债券发行主体所属行业统计详见表 3。

表 3: 2020 年 4 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	21.88%
金融业	18.75%
建筑业	18.75%

二、信用债券估值说明

我们从 2020 年 4 月新发行的信用债中选取部分债券估值方案给予说明，具体如下：

1) 20 融创 01 (163376) :

20 融创 01 为 4 年期一般公司债，在第 2 年末附有调整票面利率权及投资者回售选择权，前 2 年票面利率 4.78%。债券起息日 2020 年 4 月 1 日，每年付息 1 次，发行规模 40 亿元。发行人融创房地产集团有限公司（以下简称“融创地产”）是一家民营房地产公司，也是港交所上市公司融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）全资子公司，截至 2019 年年末，融创地产总资产为 9173 亿元，融创中国总资产为 9606 亿元，融创地产资产规模约占融创中国的 95.5%。融创中国和融创地产实际控制人均为孙宏斌。

经营方面，2019 年融创地产销售金额和销售面积分别为 5518 亿元和 3787 万平方米，较 2018 年同比增长 23.17%和 27%，销售规模位列全国第四。战略上公司全国化布局并以一二线城市为主。具体分区域来看，2019 年签约销售额来自一、二线城市销售金额占比约 82%，其中重庆、青岛、上海等合同销售额前 10 大城市占比达约 45.8%。公司发起于天津，在该地区 9 年蝉联销售第一，竞争优势明显。但 2020 年以来，受疫情影响，融创中国一季度签约销售金额及签约销售面积分别同比下降约 23%和 16%，疫情对融创地产销售可能产生一定影响。

公司通过并购及招拍挂的方式持续扩张，2019 年公司新增土地储备面积同比增长 128%至 9972 万平方米，其中通过收购方式获取的土地占比达 50%。截至 2019 年底，公司土地储备及权益土地储备分别约为 2.3 亿平方米和 1.5 亿平方米，主要集中在重庆、武汉、青岛及天津等一二线及环一线城市，土地储备支持公司 4 年及以上开发投资。

财务方面，公司 2017 年至 2019 年净利润连续 3 年稳步增长，公司盈利能力提升，2019 年公司营业收入及净利润同比增长 46.4%和 121.16%。债务方面，近年公司有息债务规模增长较快，2019 年有息债务同比增长 37.1%至 2715 亿；短期债务 1319 亿占比约 48.59%，短期债务占比略高；公司少数股东权益规模同比增长 116.8%至 270.9 亿元，且对联营合营及同一控制下的关联公司提供担保余额达 434.88 亿元，占期末净资产的比重约 35%，或存在一定的表外债务及或有负债。

2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金同比增长，但因土地款支出增长影响导致经营活动净现金流下降，对债务本息的覆盖能力同比下滑，公司通过股权方式获取大量房地产项目导致投资性现金流较上年显著减少，长期债务增长进而导致筹资性现金流增长。此外，公司近年来收购万达文旅项目股权支付对价款 438.44 亿元；对乐视及其关联方确认资产减值损失及股权投资损失共计约 234.59 亿元，相关事项可能对公司产生一定影响。

市场价格方面，20 融创 01 发行价格处于隐含评级 AA 等级收益率区间，16 融创 07、16 融创 06、15 融创 03 等在二级市场有报价和成交处于隐含评级 AA 等级收益率区间。

根据一级市场发行和二级市场成交报价情况，综合经营与财务状况，维持相关债券中债市场隐含评级 AA，待观察。

2) 20 柳州投资 MTN001:

20 柳州投资 MTN001 为 5 年期中期票据，在第 3 年末附有调整票面利率权及投资者回售选择权，前 3 年票面利率 4.26%。债券起息日 2020 年 4 月 29 日，每年付息 1 次，发行规模 10 亿元。发行人柳州市投资控股有限公司（以下简称“柳州投资”）由柳州市国有资产监督管理委员会 100%控股，是柳州市六家发债平台之一，截至 2019 年末，公司资产规模 1464 亿元，排名第一。公司为柳州市的基础设施项目投资、建设主体之一。政府支持力度尚可，近三年财政补贴分别为 2 亿元、4.8 亿元和 2.9 亿元。

地区经济实力方面，柳州市为广西壮族自治区下辖地级市，经济财力尚可，但产业偏重，增速缓慢，平台债务负担偏重。2019 年柳州市 GDP 为 3128 亿元，增速 2.4%，经济增速有所放缓，区域经济财力在自治区内排名第二。支柱产业是汽车、机械、冶金等，产业偏重。2019 年柳州市一般预算收入为 221 亿元，财政自给率 44%，水平偏低。柳州市发债平台较多，截至 2019 年末全市口径发债城投债务超过 1700 亿元，平台债务率超过 900%，平台债务负担偏重。

经营方面，柳州投资以公益性业务和市政公用事业为主，主要包括市土地开发整理、保障房建设、供水、公交运营、燃气运营和污水处理业务，在市政公用领域具有垄断地位。从收入占比来看，土地开发整理、保障房建设近两年收入占比超过 60%，供水、公交运营、燃气运营和污水处理业务收入占比约 25%。近三年经营比较稳定，盈利能力和经营活动现金流尚可。

财务方面，公司资产流动性偏弱。柳州投资资产主要包括存货（土地整理和保障房建设业务相关的开发成本和开发产品）、其他非流动资产（主要为代建项目款、拆借给其他平台的借款）、货币资金（主要为银行存款）等。至 2019 年末，公司受限资产 207.35 亿元，占公司总资产的 14%。

公司债务负担偏重且增速较快，不过融资结构尚可。2019 年末，公司净债务 633 亿元，占净资产 104%。公司融资渠道比较多元化，银行贷款和债券融资占比较高，两者合计超过 60%，非标占比约 10%。债务期限结构尚可，短期债务占比约 20%。尽管公司盈利能力相对稳定，但由于债务规模偏高且近年来公司对外项目投资维持较高水平，公司偿债能力偏弱。对外担保方面，2019 年末公司对外担保的余额 67.45 亿元，占净资产的比例为 11%，担保的对象主要为当地的国有控股企业，或有债务风险可控。

市场价格方面，20 柳州投资 MTN001 发行价格处于隐含评级 AA(2) 等级收益率区间，17 柳州投资 MTN001、19 柳控 01 等在二级市场报价均处于隐含评级 AA(2) 等级收益率区间。

根据一级市场发行和二级市场成交报价情况，综合企业所在区域经济财力、经营与财务状况，维持相关债券的中债市场隐含评级 AA(2)，待观察。

3) 20 乐山银行小微债 01 (2020027):

20 乐山银行小微债 01 为 3 年期小型微型企业贷款专项金融债券，债券起息日 2020 年 4 月 30 日，票面利率 3.75%，发行规模 15 亿元。发行人乐山市商业银行股份有限公司（以下简称“乐山银行”）是四川省乐山市的城市商业银行。

经营方面，乐山银行主营业务由公司银行业务、零售银行业务和金融市场业务构成。主要业务以乐山市为中心，在乐山市当地的同业竞争力较强，近年存贷款业务市场占有率稳定在第 3 名。近年来，乐山银行的信贷资产质量有所下降。

财务方面，从盈利能力方面看，乐山银行的净利润持续下降，近 3 年净利润分别为 6.56 亿元、5.33 亿元和 5.29 亿元。从资产规模方面看，乐山银行的市场融入资金较多，对同业融资依赖较大，2018 年末市场融入资金余额 434.62 亿元，占负债总额的 44.41%；受金融去杠杆进程推进影响，近 3 年乐山银行资产规模有所波动，分别为 1096.02 亿元、1068.24 亿元和 1101.69 亿元。此外，从部分监管指标来看，乐山银行不良贷款率有所上升，不良贷款率自 2017 年 12 月的 1.9% 升至 2019 年 6 月的 2.91%，高于同期城商行不良贷款率平均水平。受到资产质量下降影响，乐山银行拨备覆盖率有所下降，拨备覆盖率自 2017 年 12 月的 204.65% 降至 2019 年 6 月的 141.9%，接近监管红线，未来可能存在一定的拨备计提压力。

市场价格方面，20 乐山银行小微债 01 发行价格处于隐含评级 AA- 等级收益率区间。二级市场方面，近期乐山银行同业存单的报价及成交价格均处于隐含评级 AA- 等级收益率区间。

根据一级市场发行和二级市场价格情况，综合经营与财务状况，给予相关债券中债市场隐含评级 AA-，待观察。

三、重大信用事件相关债券

2020年4月重大风险事件涉及发行人1家，为中融新大集团有限公司。

1. 中融新大集团有限公司

2020年4月20日晚间，中融新大集团有限公司（以下简称“发行人”）发布《2018年度第二期中期票据未足额偿付利息及回售部分本金的公告》。公告称，本期债务融资工具未足额偿付利息及回售部分本金。

2020年4月21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年三季度报和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，采用发行人发布的经审计的2018年年报估算的清算价格，并对相应债券估值予以调整。

四、联系方式

中债金融估值中心有限公司

质量控制部：

陈楠 (010-88174551, chennan@chinabond.com.cn)
张圆 (021-60813561, zhangyuan@chinabond.com.cn)
高超 (021-60813562, gaochao@chinabond.com.cn)
李珺恒 (010-88174712, liyh@chinabond.com.cn)
王千 (010-88174536, wangqian@chinabond.com.cn)
陈宁 (010-88170616, chenning@chinabond.com.cn)

债券估值部：

张涤非 (010-88170640, zhangdf@chinabond.com.cn)
程珺洁 (010-88174537, chengjj@chinabond.com.cn)
方初阳 (010-88174538, fangcy@chinabond.com.cn)
莫家琦 (010-88170629, mojq@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)
刘天禹 (010-88170646, liuty@chinabond.com.cn)
黄山 (010-88170622, huangshan@chinabond.com.cn)