

信用产品周报
(2011年10月30日)

陶金志
Taojinzhi105@pasc.com.cn
010-66299516

苏延辉
Suyh@pasc.com.cn
010-66299510

本周发行概览:

债券名称	发行日期	金额(亿元)	发行期限	发行利率(%)	债项/主体评级	评级机构	主承销商	增级方式	信用水平
企业债券									
11 同煤债 01	10-24	20	5+5 年	5.85	AAA/AAA	中诚信	信达证券	无担保	很好
11 同煤债 02	10-24	20	7+3 年	5.95	AAA/AAA	中诚信	信达证券	无担保	很好
11 南平高速债	10-26	10	7 年	7.90	AAA/AA-	大公	平安证券	中债信用增进	很好
11 铁道 03	10-26	100	7 年	4.93	AAA/AAA	中诚信	中信证券、招商证券	第三方担保	极好
11 铁道 04	10-26	100	20 年	5.33	AAA/AAA	中诚信	平安证券、中信建投 光大证券、国信证券	第三方担保	极好
11 中兴新债	10-28	10	5+3 年	6.50	AA+/AA+	联合	平安证券	无担保	较好
11 厦门建发债	10-28	16	5+3 年	7.30	AA+/AA+	中诚信	兴业证券	无担保	一般
公司债券									
11 浦路桥	10-24	7	3+2 年	6.90	AA/AA	中诚信	国泰君安	无担保	一般
11 健康元	10-28	10	5+2 年	7.10	AA+/AA+	中诚信	渤海证券	无担保	一般
中期票据									
11 汉江 MTN1	10-24	3	5 年	7.25	AA/AA	联合	华夏银行	无担保	较好
11 晋煤 MTN1	10-24	33	5 年	5.50	AAA/AAA	联合	农业银行、中金	无担保	很好
11 南网 MTN1	10-25	50	5 年	5.30	AAA/AAA	中诚信	工商银行、中金	无担保	极好
11 彩虹 MTN1	10-25	10	5 年	6.97	AA/AA	新世纪	建设银行	无担保	一般
11 三峡 MTN2	10-25	80	3 年	5.24	AAA/AAA	中诚信	中信证券、招商银行	无担保	极好
11 祁水泥 MTN1	10-25	7	5 年	7.99	AA-/AA-	新世纪	招商银行	无担保	一般
11 电网 MTN2	10-25	100	5 年	5.30	AAA/AAA	大公	农业银行、建设银行	无担保	极好
11 南山 MTN2	10-26	7	5 年	6.13	AA+/AA+	联合	招商银行	无担保	较好
11 铜有色 MTN1	10-26	30	5 年	6.13	AA+/AA+	联合	农业银行	无担保	较好
11 沙钢 MTN2	10-27	20	5 年	待定	AA+/AA+	中诚信	农业银行、中国银行	无担保	很好
11 浙物产 MTN1	10-27	20	5 年	待定	AA+/AA+	中诚信	光大银行、招商银行	无担保	较好

债券名称	发行日期	金额(亿元)	发行期限	发行利率(%)	债项/主体评级	评级机构	主承销商	增级方式	信用水平
11 云铝 MTN1	10-28	2	5 年	待定	AA/AA	中诚信	招商银行	无担保	一般
短期融资券									
11 红豆 CP002	10-25	8	366 天	8.35	A-1/AA-	联合	农业银行	无担保	一般
11 北车 CP003	10-25	20	366 天	5.43	A-1/AAA	中诚信	中信银行	无担保	很好
11 赣粤 CP002	10-25	7	366 天	5.43	A-1/AAA	大公	农业银行	无担保	较好
11 津建材 CP001	10-25	4	366 天	8.00	A-1/AA-	中诚信	兴业银行	无担保	一般
11 原水 CP001	10-26	4	365 天	6.87	A-1/AA	大公	浙商银行	无担保	一般
11 七师柳沟 CP001	10-26	4	366 天	8.60	A-1/A+	新世纪	浦发银行	无担保	——
11 三桥 CP001	10-26	4	366 天	待定	A-1/A+	大公	招商银行	无担保	——
11 万宝 CP001	10-26	8	366 天	7.99	A-1/AA-	新世纪	农业银行	无担保	一般
11 首发 CP001	10-27	30	366 天	待定	A-1/AAA	中诚信	光大银行	无担保	很好
11 营口港 CP001	10-27	12	366 天	待定	A-1/AA	大公	浦发银行	无担保	一般
11 厦门港 CP001	10-27	5	366 天	待定	A-1/AA+	联合	中金、建设银行	无担保	一般
11 皖高速 CP001	10-28	20	366 天	待定	A-1/AAA	大公	招商银行、民生银行	无担保	较好
11 青国投 CP002	10-28	9	366 天	待定	A-1/AA+	大公	浦发银行	无担保	较好
11 宁交投 CP002	10-28	3	366 天	待定	A-1/AA+	中诚信	招商银行	无担保	较好
11 蒙大唐 CP001	10-28	10	366 天	待定	A-1/AA+	大公	国开行	无担保	较好
11 粤中旅 CP001	10-28	3.5	366 天	待定	A-1/AA-	中诚信	国开行	无担保	一般

11 同煤债简评

债券基本资料

发行人	大同煤矿集团有限责任公司	
债券简称	11同煤债01	11同煤债02
发行规模	20亿元	20亿元
发行期限	5+5年	7+3年
担保方式	无担保	无担保
发行利率	5.85% (附五年末上调利率和回售条款)	5.95% (附七年末上调利率和回售条款)
主承销商	信达证券股份有限公司	
发行日	2011年10月24日	
主体评级	AAA	
债项评级	AAA	
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司	
信用水平	很好	

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	1,129.67	1,021.66	921.59	749.77
所有者权益	364.97	339.27	285.26	253.48
流动资产	614.34	521.86	430.57	312.93
货币资金	221.37	208.00	177.41	130.98
总债务	356.56	330.05	262.04	215.24
短期债务	108.02	90.43	99.55	71.98
长期债务	248.54	239.63	162.49	143.26
主营业务收入	394.41	618.07	425.43	513.24
利润总额	10.90	31.74	11.78	23.15
净利润	4.63	17.88	4.78	12.94
EBITDA	-	71.03	43.95	51.24
经营活动净现金流	43.35	20.13	63.38	69.34
毛利率 (%)	21.42	24.33	25.51	24.95
总资产周转率 (次)	0.37	0.64	0.51	0.83
流动资产周转率 (次)	0.69	1.30	1.14	1.90
总资产报酬率 (%)	1.91	4.58	2.57	5.04
净资产收益率 (%)	1.32	5.73	1.77	7.11
资产负债率 (%)	67.69	66.79	69.05	66.19
流动比率 (倍)	1.47	1.49	1.07	1.06
速动比率 (倍)	1.34	1.35	0.97	0.92
EBITDA/利息支出 (倍)	-	4.10	3.83	5.89

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司的前身是成立于1949年的大同矿务局。2000年,大同矿务局实施债转股并改制为大同煤矿集团有限责任公司。2003年12月,山西省委、省政府将大同煤矿集团有限责任公司与山西煤炭运销集团公司、朔州矿业公司等单位的资产进行重组,成立了新的大同煤矿集团有限责任公司。2005年12月,中国信达与山西省国资委等签订协议,共同出资设立大同煤矿集团有限责任公司。截至2010年12月31日,公司注册资本为170.35亿元,其中山西省国资委持股65.17%,为公司实际控制人。截至2010年12月31日,纳入公司合并范围的子公司共45家,其中全资子公司15家,控股子公司30家。公司是国内最大的煤炭生产销售企业之一,形成了煤炭为主,电力、煤化工、冶金、煤机制造、建筑安装、旅游等多业并举的业务结构。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具49亿元,其中9亿元为企业债券,40亿元为中期票据。

● 国家宏观经济政策和煤炭行业政策变动给公司盈利能力带来一定压力

煤炭企业的盈利能力与宏观经济运行状况相关性较高,经济增速放缓会影响煤炭行业的整体盈利状况,从而影响公司的经营业绩。2010年下半年以来,在通货膨胀率的逐步高企压力下,国家采取了稳健的货币政策,对信贷进行严格控制,煤炭行业下游电力、钢铁、建材和化工等行业对煤炭需求的不确定性增加,煤炭行业的景气度受到影响,从而对公司的经营业绩产生不利影响。

● 煤炭企业成本提高使得公司面临一定的成本上升风险

2006年以来,为保护煤炭资源合理开采,保障安全生产和提高资源利用效率,政府出台了一系列行业政策来提高准入门槛,增加煤炭资源使用成本。2009年矿产品增值税税率从13%恢复到17%,进一步增加了煤炭企业的生产成本。近期资源税改革方案出台,有可能给公司进一步带来成本上升的风险,降低公司盈利能力。

● 公司经营活动现金净流量的波动使得公司短期偿债能力面临一定风险

2008~2010年以及2011年1~6月,公司经营活动现金流量净额分别为69.34亿元、63.38亿元、20.13亿元和43.35亿元,尽管公司经营活动净现金流总体较为充沛,但由于公司2010年购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加,致使公司当年经营活动净现金流出现较大幅度下降。经营现金流的波动,不利于公司债务保障能力的稳定。

● 公司未来投资额巨大,面临一定的资金压力

“十二五”期间,公司将重点支持煤炭、电力、煤化工、冶金、煤机制造、光伏等六大产业,建设五个园区,目前已进入投资高峰期,计划投资保持在较高水平,五年内投资总额将达到1,359亿元,其中2011年计划投资99.48亿元,公司未来将面临一定的资金压力。

11 南平高速债简评

债券基本资料

发行人	福建省南平市高速公路有限责任公司
发行规模	10亿元
发行期限	7年（后三年分别提前偿还本金的30%、30%和40%）
担保方式	中债信用增进投资股份有限公司担保
发行利率	7.90%
主承销商	平安证券有限责任公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	AA-
债项评级	AAA
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	很好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

南平市资料（人民币亿元）

	2010	2009	2008
地区 GDP	728.70	621.70	559.10
地区财政总收入	61.70	52.26	47.62
地区本级一般预算收入	8.27	7.34	6.58
地区本级一般预算支出	12.90	11.48	8.07

发行人资料（人民币亿元）

	2010	2009	2008
总资产	82.26	55.62	27.31
所有者权益	63.46	31.27	15.29
流动资产	13.49	18.06	12.45
货币资金	4.28	8.09	3.55
总债务	14.62	18.42	8.54
短期债务	5.22	6.54	4.06
长期债务	9.41	11.89	4.48
营业收入	3.07	0.23	0.18
补贴收入	0.62	0.30	0.31
利润总额	1.58	0.66	1.72
净利润	1.36	0.57	1.70
EBITDA	3.87	1.11	2.18
经营活动净现金流	4.12	0.95	1.47
总资产报酬率（%）	2.35	1.95	7.87
净资产收益率（%）	2.15	1.82	11.10
资产负债率（%）	22.86	43.78	44.02
流动比率（%）	1.44	1.46	1.67
EBITDA/利息支出(倍)	6.10	1.35	5.07

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于2004年3月，是由南平市交通局出资设立的国有独资公司。2006年3月，公司改由南平市国资委履行出资人职责。经多次增资后，公司2010年末注册资本为7.50亿元。截至2010年末，公司拥有3家全资子公司，参股公司4家。公司是南平市最大的交通及工业投资公司，主要业务包括南平市境内的高速公路、高速铁路、桥梁、隧道等基础设施的建设投资和经营管理，并通过子公司——福建省南平市国有资产投资经营有限公司对南平市境内优质的工业企业进行投资。公司此前未发行过债务融资工具。

● 南平市经济总量相对较小，地区财政收入水平较低

南平市地处福建省北部，是福建沿海连接中国内陆的交通走廊和海峡西岸经济区建设的重要组成部分。南平市是福建省辖区面积最大的地级市，占福建省的五分之一，下辖一区四市五县。南平市经济总量相对较小，2010年实现地区生产总值728.70亿元，在全省9个地级市中排名最后。2008~2010年，南平市全市财政本年收入合计分别为96.72亿元、103.97亿元和162.90亿元，2010年出现较大增幅。南平市市本级一般预算收入水平较低，2008~2010年分别为6.58亿元、7.34亿元和8.27亿元。

● 公司主营业务收入规模小，政府补贴收入、股权转让收益以及土地出让收益等对公司利润形成有力支撑，但存在一定的波动性

公司通过控股和参股南平市境内高速公路项目公司，参与南平市高速公路的投资建设和经营管理，在建成通车收费后，通过分红或者出售所持项目公司股权获得投资收益。另外，还通过南平国投公司对南平市境内优质的工业企业进行投资，并通过分红或者出售所持股权获得投资收益。因此，公司主营业务收入规模很小，利润的实现主要依赖投资收益、补贴收入和以土地出让返还收入为主的营业外收入。2008~2010年，公司投资收益分别为1.79亿元、0.11亿元和0.18亿元，补贴收入分别为0.31亿元、0.30亿元和0.62亿元；2009年实现营业外收入0.47亿元，数额较大，其他年份数额较小。同期，公司利润总额分别为1.72亿元、0.66亿元和1.58亿元，有所波动。

● 高速公路及铁路项目投资规模较大，未来存在较大的融资需求，公司融资压力较大

公司承担南平市所有高速公路和高速铁路的投资建设，目前资金来源主要有财政补贴、各县（市、区）由市政府摊派筹资任务上缴的资金、公司对自有土地使用权的经营开发与出让、对已建成高速公路的股权转让以及控股、参股公司的股利分红等。截至2011年2月底，8条在建和前期项目所需市级资金共计46.06亿元，已到位11.87亿元，还需34.19亿元，未来存在一定的融资压力。

● 中债信用增进投资股份有限公司为本期债券提供连带担保，增信效果较好

担保人是我国首家全国性专业债券信用增进机构，注册资本60亿元，由中石油集团、国网资产管理有限公司、中国中化股份、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司等7家机构共同出资成立。截至2010年末，担保人资产总计111.37亿元，所有者权益合计63.30亿元。截至2011年6月22日，担保人对外增信余额为人民币377.29亿元，所有业务均无违约情况发生。担保人具备很强的担保实力，可为本期债券提供很好的偿还保障。

11 铁道 03、04 简评

债券基本资料

发行人	中华人民共和国铁道部	
债券简称	11铁道03	11铁道04
发行规模	100亿元	100亿元
发行期限	7年	20年
发行利率	4.93%	5.33%
担保方式	铁路建设基金担保	
主承销商	中信证券、招商证券、平安证券 中信建投、光大证券、国信证券	
发行日	2011年10月26日	
主体评级	AAA	
债项评级	AAA	
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司	
信用水平	极好	

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2010	2009	2008
总资产	32,937.38	24,566.39	18,553.15
所有者权益	14,019.37	11,532.53	9,869.20
流动资产	2,949.14	2,109.28	1,841.60
货币资金	952.91	598.06	591.77
总负债	18,918.01	13,033.86	8,683.95
流动负债	5,812.41	4,485.70	3,200.81
非流动负债	13,105.60	8,548.16	5,483.14
营业收入	6,857.01	5,521.77	5,333.88
利润总额	667.83	613.97	461.13
净利润	0.15	27.43	-129.51
EBITDA	1,622.88	1,312.89	1,050.76
毛利率 (%)	12.56	14.41	12.43
总资产周转率 (次)	0.24	0.26	0.31
流动资产周转率 (次)	2.71	2.80	2.88
总资产报酬率 (%)	3.19	3.56	3.50
净资产收益率 (%)	0.00	0.26	-1.38
资产负债率 (%)	57.44	53.06	46.81
流动比率 (倍)	0.51	0.47	0.58
速动比率 (倍)	0.43	0.39	0.48
EBITDA/利息支出 (倍)	6.48	8.59	7.78

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

铁道部是主管铁路工作的国务院组成部门。截至2010年底,铁道部内设11个机关部门,下辖18个铁路局(或铁路公司),各铁路局为国有运输企业,主要经营货物和旅客运输工作。2010年,铁道部实现收入合计6,857亿元,其中运输收入4,491亿元;其他收入(铁道运输企业投资的控股企业及其他企业收入)2,366亿元。截至本期债券发行前,铁道部尚有未到期债务融资工具5,680亿元,其中中国铁路建设债券3,930亿元,短期融资券550亿元,中期票据850亿元,超短期融资券350亿元。

● 铁道部为国务院直属职能机构,其地位不可替代

铁道部是主管铁路工作的国务院组成部门,承担着国家铁路建设和经营的职能,在铁路运输市场地位显著,并拥有庞大的运输资产,在铁路运输行业具有不可替代的战略重要性。由于其国务院直属机构的背景,铁道部所发行债券违约风险极低。

● 铁路运输面临其他运输形式的分流挑战

近年来,我国公路、航运建设的力度不断加强,运输市场格局正在发生转换,消费者可选择方式增多,在一定程度上对铁路运输起到了分流竞争的压力,铁路运输在国内运输市场的优势地位有所削弱。

● 铁路运输行业经营风险有所增加

铁路运输行业在建设及运营过程中,持续受到来自于地质、气候及人为等风险因素的威胁,且铁路运输事故往往具有技术难度大、所需资金多以及恢复周期长等问题。随着我国铁路路网规模的不断扩大,铁路建设已经延伸到地质条件不利铺设铁路的地区,而近年来反复无常的气候环境以及逐渐增多的人为因素导致的事故都对铁道部的正常运营发展提出了挑战。

● 铁路运价受政府控制,整体水平不高,在成本上涨等因素的作用下,铁路运输盈利空间受到一定限制

我国铁路运输价格实施以政府定价为主的价格管理体制。2009年底,国家铁路货物统一运价平均每吨公里由9.61分提高至10.31分,铁路货物运价总体水平偏低。在铁道部的成本构成中,工资约占总成本的20%,燃料、材料及电力等成本约占40%。在价格限定的条件下,燃料、电力等主要生产资料价格较大幅度上涨,钢材和水泥等建筑材料价格波动较大等因素导致铁路运输成本逐年提高,在一定程度上限制了铁路运输行业的盈利空间。

● 铁道部负债规模快速增长,资产负债率有所提高

随着铁道建设投资不断加大,债务融资规模的上升,铁道部总体负债水平提高较快。截至2010年末,铁道部总负债18,918亿元,较2009年末增长45.15%,资产负债率由53.06%提高到57.44%。根据发展规划,2011~2012年,铁路大规模建设仍处于高峰期,其中2011年我国铁路建设总投资将达7,455亿元,其资金仍然主要通过债务融资解决,负债规模将保持增长。

● 本期债券由铁路建设基金提供不可撤销连带担保

铁路建设基金是经国务院批准征收的专门用于铁路建设的政府性基金,主要用于国家计划内的大中型铁路建设项目以及与建设有关的支出。从开征至2010年底,累计征收额7,819.93亿元。2008年至2010年每年实收的税后建设基金分别为550.03亿元、549.01亿元和613.39亿元,基金收入稳定增长。铁路建设基金提供的连带担保有利于本期债券的本息偿付。

11 中兴新债简评

债券基本资料

发行人	深圳市中兴新通讯设备有限公司
发行总额	10亿元
发行期限	5+3年
担保方式	无担保
发行利率	6.50%（附五年末上调利率和回售条款）
主承销商	平安证券有限责任公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料（人民币亿元）

	2010	2009	2008
总资产	862.53	701.20	521.18
所有者权益	263.68	192.51	159.16
流动资产	666.35	563.49	433.82
货币资金	156.76	146.66	116.80
总债务	238.27	215.61	171.14
短期债务	183.02	155.16	118.47
长期债务	55.25	60.45	52.67
营业收入	714.88	608.34	448.42
利润总额	44.76	35.39	24.21
净利润	35.78	28.86	20.40
EBITDA	56.88	43.40	44.93
经营活动净现金流	9.03	41.22	35.89
毛利率（%）	32.51	32.86	33.94
总资产周转率（次）	0.91	1.00	0.97
流动资产周转率（次）	1.16	1.22	1.20
总资产报酬率（%）	7.27	7.10	8.12
净资产收益率（%）	15.69	16.41	13.95
资产负债率（%）	69.43	72.55	69.46
流动比率（倍）	1.36	1.36	1.44
速动比率（倍）	1.11	1.13	1.14
EBITDA/利息支出（倍）	4.69	5.42	3.38

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司的前身为深圳市中兴半导体有限公司，成立于1985年，由航天系统691厂与长城工业深圳分公司和香港运兴电子贸易公司合资创立。1993年，深圳市中兴半导体有限公司实施重组，由两家国有企业即西安微电子技术研究所、深圳广宇工业（集团）公司（后更名为深圳航天广宇工业（集团）公司）与民营企业深圳市中兴维先通讯设备有限公司共同出资成立公司。截至2010年底，公司的注册资本为1亿元，深圳市中兴维先通讯设备有限公司、西安微电子技术研究所和深圳航天广宇工业（集团）公司分别持有公司49%、34%和17%的股份。公司直接控股的二级子公司有11家，主要下属子公司中兴通讯在香港和深圳两地上市。公司以通信设备及相关零部件研发、生产、制造为主，主要收入来源包括运营商网络产品、终端产品、电信软件系统、服务及其他等。公司是中国通信网络设备骨干制造商之一，为全球第五大电信设备商、第四大通信终端厂商。子公司中兴通讯于2008年1月30日发行了40亿元5年期的认股权证和债券分离交易的可转换公司债券。

● 公司所处通讯设备制造行业易受电信运营商经营行为影响，目前应收账款、应收工程合约款、存货等占用资金偏大

通讯设备制造业的客户群主要面向电信运营商。与通讯设备制造业日益激化的市场竞争不同，电信经营行业往往带有一定的特许经营性质，在上下游产业链中居于主导地位。电信运营商的技术选择、网络升级、扩建以及运维策略的变动都会对公司业务产生直接影响，运营商的投资变动对公司的业务影响较大。由于运营商的项目通常包括设备购买、设备安装、设备运维以及工程建设等，工期较长，回款较慢，目前多数运营商需要通信设备制造商为其提供技术方案以及融资计划。受此影响，公司资产中应收款项和存货等流动资产占比偏大。截至2011年6月末，公司应收账款、应收工程合约款、存货分别为178.25亿元、142.08亿元和124.06亿元，分别占总资产的20.67%、16.47%和14.38%。

● 公司正处于转型期，未来有大量的项目投资，面临一定的资本支出压力

为落实公司的发展规划，公司启动了一系列项目建设。除已经开建项目外，公司还有一系列投资计划。2010年7月，公司与河源市高新技术开发区管理委员会签订了投资合同书，根据该投资合同，河源高新管委会同意公司在河源市高新技术产业开发区投资兴建“中兴通讯河源生产研发培训基地”，此次投资总额约100亿元人民币，项目建设期预计6年。公司拟在南京市雨花台区投资兴建“中兴通讯（南京）三区研发基地”项目，拟投资总额160亿元人民币（其中基建投资60亿元人民币），项目建设工期预计10年。公司将利用自有资源完成上述两个项目的投资。

● 近年来公司经营活动现金流波动较大，加之未来资本支出规模大，对外部融资的依赖程度较高

2008~2010年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为35.89亿元、41.22亿元和9.03亿元，呈现波动趋势，2010年同比下降78.11%，主要是原材料采购量增加，对供应商付款增加所致。总体看，公司经营活动现金流波动较大，难以满足投资支出的需要，对外部融资的依赖度较高，导致公司资产负债率一直处于较高水平。

11 厦门建发债简评

债券基本资料

发行人	厦门建发集团有限公司
发行规模	16亿元
发行期限	5+3年
担保方式	无担保
发行利率	7.30% (附五年末上调利率和回售条款)
主承销商	兴业证券股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	614.21	530.56	370.27	286.27
所有者权益	131.67	111.91	90.34	85.03
流动资产	451.90	387.75	250.07	179.24
货币资金	64.27	51.18	39.78	23.46
总债务	298.76	266.56	198.58	141.58
短期债务	142.19	133.67	123.42	98.66
长期债务	156.57	132.89	75.16	42.92
营业收入	393.30	675.93	418.35	360.01
利润总额	19.68	33.46	17.73	10.20
净利润	14.78	26.05	13.70	7.93
EBITDA	-	42.34	23.85	19.06
经营活动净现金流	-3.39	-41.55	-6.54	-1.58
毛利率 (%)	9.49	9.83	10.27	8.40
总资产周转率 (次)	0.69	1.50	1.27	1.31
流动资产周转率 (次)	0.94	2.12	1.95	2.02
总资产报酬率 (%)	4.04	8.61	6.51	6.18
净资产收益率 (%)	12.13	25.76	15.62	9.56
资产负债率 (%)	78.56	78.91	75.60	70.30
流动比率 (倍)	1.40	1.36	1.22	1.14
速动比率 (倍)	0.56	0.51	0.56	0.46
EBITDA/利息支出 (倍)	-	7.52	6.57	2.82

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身系厦门建设发展公司, 设立于1981年1月, 后于1995年更名为现公司名称。2000年3月, 公司改制为国有独资有限责任公司。截至2011年6月末, 公司注册资本32亿元, 厦门市国资委为公司实际控制人。公司目前拥有控股子公司8家, 主要联营、参股公司23家, 其中控股公司建发股份为A股上市公司。公司以进出口贸易和物流、房地产开发、旅游为主业, 并涉及会展服务、物业租赁及信托投资等业务。截至本期债券发行前, 公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具21.30亿元, 其中短期融资券9亿元, 企业债券6.30亿元, 中期票据6亿元。

● 受经济和国际贸易环境影响, 公司从事的贸易、物流业务波动性明显

贸易、物流业务是公司传统核心业务, 对公司营业收入的贡献率基本在80%以上。公司进口产品主要以五矿类、化工类、粮油土畜类及造纸原料和纸制品为主; 出口产品主要以轻工、五矿类、机电和纺织服装为主; 国内贸易主要包括钢材、浆纸、汽车、化工产品、橡胶贸易等。国际金融危机爆发后, 我国进出口贸易受到巨大冲击, 2009年中国对外贸易进出口总值同比下降13.9%。同时, 国内贸易环境也出现较大波动, 2009年全国社会物流总额96.65万亿元, 同比增长7.4%, 其中一季度下降3.3%, 前三季度才由降转升实现增长2%。公司2009年内外贸、物流收入增幅下降明显, 进出口贸易业务毛利率由2008年5.29%下降到2009年3.57%。全球经济形势仍存在较大不确定性, 国际贸易摩擦加剧, 公司对外贸易仍面临发展压力。

● 我国房地产调控不断深入, 对公司房地产业务增长和存量房地产开发成本带来较大风险

2010年以来, 中央及地方政府连续加大房地产市场调控力度, 使房地产市场再次出现浓厚的观望情绪并造成成交量持续低迷。2011年前9个月, 全国商品房销售面积7.1亿平米, 同比上升12.0%, 升幅较1~8月下降0.7个百分点; 9月份当月住宅销售面积同比增长7%, 销售额增幅5.6%, 较8月份24.1%的增幅明显回落。从城市情况来看, 9月统计的15个主要城市销售总面积同比下降约23%, 较8月份降幅有所扩大; 9月份新房价格环比基本持平, 同比涨幅从2010年4月以来逐月下降, 9月份涨幅下降较为明显。公司房地产项目多位于厦门地区, 并向周边城市辐射, 在资金实力、品牌等方面没有优势, 销售压力加大。

● 公司存货资产占比很大, 资产流动性一般

由于公司房地产项目投入的加大, 导致公司存货持续较快增加。截至2011年6月末, 公司存货为270.17亿元, 比年初增长26.77亿元, 占流动资产的59.79%、总资产的43.99%。由于目前房地产市场仍处于调整时期, 公司存货流动性受到较大限制, 并面临较大的跌价风险。另外, 公司还有较大数额的预付土地款项, 2011年6月末预付款项余额为70.17亿元, 对公司资金流动产生较大影响。

● 公司经营性净现金流获取能力不足, 债务压力不断提高
公司经营性现金流获取能力较差, 营运资金及资本投入资金很大程度上来源于负债的增加。2008~2010年以及2011年上半年经营性净现金流分别为-1.58亿元、-6.54亿元、-41.55亿元和-3.39亿元, 同期末公司资产负债率分别为70.30%、75.60%、78.91%和78.56%, 2011年6月末总债务为298.76亿元, 债务压力较大。

11 浦路桥简评

债券基本资料

发行人	上海浦东路桥建设股份有限公司
发行总额	7亿元
发行期限	3+2年
担保方式	无担保
发行利率	6.90% (附三年末上调利率和回售条款)
主承销商	国泰君安证券股份有限公司
发行日	2011年10月24日
主体评级	AA
债项评级	AA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	133.33	128.99	114.44	85.14
所有者权益	43.37	40.06	33.20	31.91
流动资产	42.82	30.30	16.33	14.18
货币资金	16.65	5.21	4.65	5.57
总债务	80.44	79.55	70.95	45.01
短期债务	17.22	13.38	66.04	43.66
长期债务	63.22	66.16	4.91	1.35
营业收入	4.08	9.32	17.60	11.49
利润总额	4.50	4.55	2.03	1.25
净利润	3.40	3.62	1.64	1.12
EBITDA	-	7.53	2.82	1.93
经营活动净现金流	-2.87	0.32	0.63	0.55
毛利率 (%)	12.36	13.49	13.77	8.33
总资产周转率 (次)	0.03	0.08	0.18	0.19
流动资产周转率 (次)	0.11	0.40	1.15	0.87
总资产报酬率 (%)	4.60	5.65	1.99	1.85
净资产收益率 (%)	7.84	9.04	4.95	3.50
资产负债率 (%)	67.47	68.94	70.99	62.51
流动比率 (倍)	1.60	1.33	0.21	0.27
速动比率 (倍)	1.33	1.06	0.11	0.15
EBITDA/利息支出 (倍)	-	2.75	1.06	0.78

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1998年1月,前身为上海浦东路桥建设总公司,并于2004年3月在上海证券交易所挂牌上市。截至2010年末,公司注册资本为3.46亿元,浦发集团合计持有公司28.52%的股份,是公司的控股股东。浦东新区国资委作为浦发集团的出资人是公司的实际控制人。公司主营业务以路桥工程施工为主,涉及路桥BT项目投资及施工、沥青砼及相关产品生产销售及环保产业,拥有二级控股子公司5家,三级控股子公司3家,参股公司3家。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具12亿元,其中中期票据7亿元,短期融资券5亿元。

● 公司在浦东地区城市基础设施建设领域得到政府及股东支持,具有较强的竞争地位

公司地处上海浦东新区,具备雄厚的经济和财政实力。2002~2010年,浦东新区的地方财政收入由95.18亿元增长至425.40亿元,年均复合增长率20.57%。浦东新区政府较好的信用状况以及不断增强的财政实力使得区内BT项目面临较小的回购风险。公司拥有股东浦发集团以及实际控制人浦东新区政府的支持,在上海尤其是浦东地区市场地位突出,拥有较明显的竞争优势。

● 公司业务受宏观政策以及区域发展规划影响较大

国民经济发展程度特别是固定资产投资总额,对国内建筑行业具备较为显著的影响。近两年,由于政府推出投资拉动经济增长的政策,建筑施工领域得到较快增长。随着宏观经济刺激政策的逐渐退出,建筑行业或将面临负面影响。从上海地区看,世博会筹备期间,基础设施施工领域出现较快增长,但同时也在一定程度上提前透支了建筑市场业务量。2009年,公司营业收入增至17.60亿元,增幅53.17%;2010年,公司营业收入为9.32亿元,下降47.06%,主要是因为受世博会影响,许多市政工程项目在2009年底前完工,2010年施工项目减少,新项目推迟启动。

● 公司业务以 BT 项目运作模式为主,业务地域较单一

公司的经营模式以BT项目投资为主,市政工程施工和沥青路面摊铺相结合,经营中带有鲜明的BT性质的投资和风险。公司主要的BT项目合作客户为上海浦东新区政府、无锡市惠山区政府等,由于这些客户均为财政实力较强的地区政府及政府投融资平台,BT项目回款的安全性较高。但是,公司现有业务大部分位于上海浦东地区,地域集中度过高以及对单一项目依赖程度过高,江苏、浙江和安徽等外地项目仍然较少,对于地域经营风险分散有限。

● 公司债务增加较快,面临一定的债务压力

在机场北通道等BT项目投资的带动下,公司债务增加较快,2008年和2009年短期债务增速分别达到145%和51%,总债务也随之快速增长,使公司面临一定的债务压力,财务负担有所加重。

● 公司经营净现金流对债务的总体保障能力较弱

2008~2010年及2011年上半年,公司经营净现金流分别为0.55亿元、0.63亿元、0.32亿元和-2.87亿元,相对于公司债务规模和利息支出规模,总体维持在较低水平。2011年上半年,公司购买材料和支付工程款增加,导致出现较大数额净流出。

11 健康元简评

债券基本资料

发行人	健康元药业集团股份有限公司
发行总额	10亿元
发行期限	5+2年
担保方式	无担保
发行利率	7.10% (附五年末上调利率和回售条款)
主承销商	渤海证券股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	中诚信证券评估有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	75.82	71.08	61.46	58.21
所有者权益	53.76	53.17	44.02	38.62
流动资产	36.79	32.69	29.03	24.95
货币资金	13.82	11.20	8.98	8.45
总债务	11.11	6.71	8.91	12.38
短期债务	8.88	5.55	5.37	10.43
长期债务	2.22	1.15	3.55	1.95
营业收入	23.95	44.73	36.83	29.38
利润总额	4.50	11.17	8.89	0.06
净利润	3.83	10.04	7.85	0.25
EBITDA	-	13.75	11.55	3.30
经营活动净现金流	2.99	11.05	6.06	4.55
毛利率 (%)	51.61	57.38	55.62	50.99
总资产周转率 (次)	0.33	0.67	0.62	0.50
流动资产周转率 (次)	0.69	1.45	1.36	1.11
总资产报酬率 (%)	5.84	16.05	15.15	1.68
净资产收益率 (%)	7.12	18.87	17.82	0.65
资产负债率 (%)	29.09	25.19	28.38	33.66
流动比率 (倍)	1.92	2.02	2.18	1.45
速动比率 (倍)	1.58	1.62	1.80	1.15
EBITDA/利息支出 (倍)	-	47.39	26.09	3.52

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身为“深圳爱迷尔食品有限公司”，是于1992年12月18日正式设立的中外合资经营企业，主要从事太太口服液的生产及销售。1999年11月，公司整体改组为股份有限公司，更名为“深圳太太药业股份有限公司”。2003年9月，公司最终更名为“健康元药业集团股份有限公司”。2001年2月，公司公开发行境内上市内资股股票并在上海证券交易所上市。截至2011年3月末，公司股本总额13.17亿股，深圳市百业源投资有限公司持股48.48%，为公司控股股东，自然人朱保国为公司实际控制人。公司目前已发展成为国内大型综合性药业集团之一，纳入合并范围子公司41家，产品涵盖处方药、化学原料药、OTC和保健品等领域，拥有太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参、丽珠得乐等知名品牌。截至本期债券发行前，公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具4亿元，全部为短期融资券。

● 公司部分药品业务面临激烈的市场竞争，加之国家相关政策调整等影响，盈利空间受到挤压

目前我国超过97%的化学药是仿制药，行业进入壁垒较低，产品雷同问题突出，行业内企业数量众多，且规模偏小，集中度偏低，导致市场竞争激烈。随着医药行业对外开放的深入，国外医药企业将更大程度参与我国医药市场的竞争，市场竞争日趋激烈。政策方面，自1997年至今国家已对药品价格进行了二十多次降价，涉及2,000多种常用中、西药，特别是2009年新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2009年10月和2011年3月先后实施了两次大幅度降价政策。受药品降价、新药品流通监督管理办法等政策的推行及市场竞争加剧等多重因素的影响，公司部分主要产品价格出现波动，如头孢曲松价格由2010年的963.64元/公斤下降至2011年一季度的829.76元/公斤，头孢唑辛则由1,531.06元/公斤下降至1,281.3元/公斤。

● 药材价格上涨，使公司面临的成本控制压力有所加大

受物价上涨等国内外经济环境影响，公司原材料供应趋紧，尤其是中药原料药价格近一年多来持续上涨。2010年，公司采购的主要中药原材料价格涨幅均超过30%，2011年一季度，公司采购的主要中药原材料价格涨幅平均超过20%。同时，化学药原材料随国际市场价格变动较为频繁，2010年上半年，公司采购的部分化学药原材料价格呈上升势头，而2010年下半年至2011年一季度，公司采购的部分化学药原材料价格则出现缓慢下跌，如7-ACA，2011年一季度价格较同期下降近30%。原材料价格波动对公司成本控制形成一定压力。

● 公司产品结构调整及项目投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力以及发展的不确定性

考虑到原料药行业生产成本上升，价格波动较大，竞争者数量增多，毛利率水平较低，公司计划调整产品结构，于2010年投资设立珠海市丽珠单抗生物技术有限公司，拟专注于单抗药物的研究和开发，准备在创新、仿制两大方向上推进单抗业务，但这一块业务技术难度大，目前离形成产品、实际贡献利润还有很大的距离，未来发展具有一定的不确定性。在项目投资方面，截至2010年末，海滨制药技改项目、丽珠集团丽珠制药厂迁建项目后续投资额分别为0.14亿元和12.13亿元。此外，海滨制药新版GMP生产线改造项目未来需投资0.75亿元；焦作健康元7-ACA产能扩充项目未来尚需投资1.25亿元。整体来看，公司未来将面临一定的资本性支出压力。

11 汉江 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	汉江水利水电(集团)有限责任公司
发行规模	3亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	7.25%
主承销商	华夏银行股份有限公司
发行日	2011年10月24日
主体评级	AA
债项评级	AA
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	112.30	106.10	97.42	76.58
所有者权益	42.28	40.42	38.93	32.88
流动资产	31.66	32.18	29.87	22.16
货币资金	5.89	4.60	8.11	3.68
总债务	59.26	51.34	47.01	36.41
短期债务	12.27	18.09	23.77	23.28
长期债务	46.99	33.25	23.25	13.12
营业收入	25.24	54.20	37.48	39.61
利润总额	0.70	2.88	2.52	1.23
净利润	0.60	1.91	1.77	0.89
EBITDA	-	7.17	6.88	6.14
经营活动净现金流	2.52	6.38	4.54	3.71
毛利率(%)	21.33	26.16	29.07	19.54
总资产周转率(次)	0.23	0.53	0.43	0.57
流动资产周转率(次)	0.79	1.75	1.44	1.90
总资产报酬率(%)	1.38	4.25	4.56	4.73
净资产收益率(%)	1.44	4.81	4.92	2.80
资产负债率(%)	62.35	61.90	60.03	57.06
流动比率(倍)	1.50	1.06	0.86	0.74
速动比率(倍)	1.08	0.80	0.66	0.56
EBITDA/利息支出(倍)	-	4.95	4.76	2.97

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身为1958年6月设立的湖北省汉江丹江口工程局, 1996年7月进行公司制改制, 于1996年9月设立为国有独资有限责任公司并启用现名; 1999年12月, 公司由水利部划转至水利部长江水利委员会管理。截至2010年末, 公司注册资本为13.77亿元, 由水利部长江水利委员会全资拥有。公司拥有全资子公司11家、控股子公司10家, 主要从事水电开发与运营、电力冶炼业(铝产品、碳素、电石)生产及制造等。目前拥有发电总装机114.9万千瓦; 拥有电力直供区内的输变电路资产, 年均供电20亿千瓦时; 拥有原铝12万吨/年、电石43.2万吨/年的生产能力。截至本期债券发行前, 公司尚有未到期债务融资工具12亿元, 其中企业债券6亿元, 中期票据3亿元, 短期融资券3亿元。

● 受汉江上游来水状况影响, 公司水电发电量波动较大

公司水力发电业务对汉江来水依赖较大, 汉江水流量在年度和月度间分布存在不均衡性, 导致公司发电量存在一定的波动。公司主要发电单位丹江口电厂, 建成以来年均发电量为33.8亿千瓦时, 2007~2009年发电量分别为26.04亿千瓦时、24.34亿千瓦时和43.34亿千瓦时。2007年及2008年发电量较往年的发电量均值有所减少, 主要是受近年汉江来水量较往年有所减少影响, 且丹江口水库大坝的加高工程对水库的蓄水和发电也造成一定影响。发电量不足将影响公司售电收入, 同时自身发电量无法满足直供单位用电需求时, 还需从华中电网倒送电以满足用电需求。倒送电的售电电价较直供电价高出70%以上, 将增加公司相关业务经营成本。

● 公司电解铝业务面临竞争加剧、行业波动大等风险, 近年来盈利水平明显下降

公司从事的电解铝行业周期性比较明显, 随着我国对铝行业的宏观调控的深化, 国内铝市场供应过剩, 竞争加剧, 铝价波动加大, 在2008年金融危机的冲击下, 整个产业链陷入市场需求不足的困境。公司铝锭、铝板和铝杆等主要产品的销售均价大幅下滑, 铝产品的利润空间受到挤压。另外, 公司氧化铝资源控制力不足, 氧化铝供应主要依赖企业外部, 采购价格波动较大, 减弱了公司电解铝业务的抗风险能力。公司2007年以来各年铝产品毛利率分别为19.90%、5.36%、3.35%和9.44%, 下降幅度较大。近期随着经济形势好转, 电解铝价格止跌回升, 但铝价仍然面临重启产能的压力, 公司电解铝业务发展的不确定性较强。

● 公司债务增加较快, 并面临一定的资本支出压力

公司近年投资多个重要建设项目, 资本投入加大, 债务增加较快。截至2011年6月末, 公司总债务为59.26亿元, 比2008年末增加63%, 在负债总额中的占比为84.64%。2011~2013年, 公司规划中的投建项目计划投入分别为12.81亿元、18.44亿元和11.47亿元, 将进一步推高公司债务规模, 面临一定融资压力。

● 公司由于历史原因形成了较重的社会负担

丹江口水利枢纽工程作为“二五”期间开工的大型水利枢纽工程, 在当时特定的历史条件下, 为了解决10万大坝建设人员及其子女的医疗、教育和卫生等基础保障, 兴建了医院、学校等社会公益性单位, 企业办社会的现象增加了公司管理费用的开支, 降低了企业盈利能力。尽管公司社会移交工作已取得一定成效, 但目前仍存在社会负担较重的压力。

11 晋煤 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司
发行规模	33亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	5.50%
主承销商	中国农业银行股份有限公司 中国国际金融有限公司
发行日	2011年10月24日
主体评级	AAA
债项评级	AAA
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	很好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	1,187.22	1,002.79	847.43	633.67
所有者权益	297.04	265.38	223.26	161.34
流动资产	530.57	373.44	327.72	225.21
货币资金	141.47	101.25	145.19	101.74
总债务	600.78	481.63	409.31	312.40
短期债务	184.97	157.52	192.94	140.30
长期债务	415.81	324.11	216.37	172.10
营业收入	452.17	623.23	508.94	412.15
利润总额	29.78	45.07	43.70	39.32
净利润	22.86	26.67	32.71	30.32
EBITDA	-	108.67	97.30	78.41
经营活动净现金流	49.63	65.18	77.68	75.23
毛利率 (%)	18.20	21.03	21.80	24.22
总资产周转率 (次)	0.41	0.67	0.69	0.76
流动资产周转率 (次)	1.00	1.78	1.84	2.18
总资产报酬率 (%)	4.00	7.06	8.26	9.59
净资产收益率 (%)	8.13	10.92	17.01	21.62
资产负债率 (%)	74.98	73.54	73.65	74.54
流动比率 (倍)	1.13	0.92	0.81	0.76
速动比率 (倍)	0.99	0.77	0.72	0.65
EBITDA/利息支出 (倍)	-	4.50	4.90	4.93

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身为泽州煤矿筹备处，始建于1958年，1965年更名为晋城矿务局，2000改制并变更为现名，目前注册资本为40.52亿元。山西省国资委持有公司60.31%股份，为公司控股股东和实际控制人。国家开发银行持有公司19.63%股份，为第二大股东。公司2010年末纳入合并范围的子公司共52家，主营业务为煤炭和煤化工产品的生产和销售，主要产品包括无烟煤、合成氨、尿素和甲醇、合成汽油等。截至本期债券发行前，公司（含子公司）尚有待偿付债券60亿元，其中中期票据30亿元，企业债券20亿元，短期融资券10亿元。

● 公司是国内主要无烟煤生产基地之一，在无无烟煤、煤化工行业有一定竞争优势

公司是全国煤炭行业特大型企业，其主要生产地域为国家13个大型煤炭基地之一的晋东煤炭基地。公司无烟煤产量占其煤炭总产量1/3，是国内主要无烟煤生产基地之一。公司在2010年煤炭工业100强中位列第九位，具备较强的综合实力。2010年末公司煤炭可采储量15.68亿吨，核定煤炭生产能力3,990万吨/年，实际产量4,597万吨。公司同时为全国最大的煤化工企业集团，氨年产能1,200万吨，尿素年产能1,000万吨，2010年总氨产量1,005.09万吨。

● 公司所处煤炭和煤化工行业受政策调控影响较大

煤炭作为基础性能源行业一直受到政府的监管和控制。为优化行业结构，山西省2008年以来加快了对煤炭行业的整合，鼓励重组和兼并。政府调控还包括加强对煤炭企业的环保监管，山西煤炭企业被要求计提和缴纳可持续发展基金，煤炭的增值税率2009年起从13%上调至17%等。煤化工行业市场集中度低，产能过剩较为严重，发改委已出台政策淘汰落后产能，并严控新增产能。在煤炭和煤化工产品供给相对过剩情况下，调控带来的成本上升较难通过煤炭价格转嫁给下游行业，政府监管和调控将给公司经营带来一定影响。

● 公司资产负债率较高，面临一定的债务压力

随着公司经营规模的不断扩大，负债水平维持高位。2008~2010年末以及2011年6月末，公司资产负债率分别为74.54%、73.65%、73.54%和74.98%；2011年6月末，公司总债务达到600.78亿元，债务压力逐步加大。

● 公司未来资本支出较大，所投资项目尚存在不确定性

公司近年来因收购煤炭资源及对煤化工企业的收购兼并使得对外投资较多，根据公司十二五规划，未来三年公司资本性支出将达到360亿元左右，大规模的投资将给公司带来较大的资金压力。

● 公司担保金额较大，存在或有负债风险

截至2010年末，公司对内、对外担保总额分别为173.25亿元、21.32亿元，分别占2010年末净资产的65.28%、8.04%。其中，对外的主要被担保企业有山西潞安矿业集团有限责任公司、山西亚美大宁能源有限公司、济南圣泉集团股份有限公司、黑龙江神农农业生产资料有限公司等。被担保人与公司处于相同或相近行业，使公司抵御行业风险能力受到一定影响，高额担保存在一定或有负债风险。

11 南网 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	中国南方电网有限责任公司
发行规模	50亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	5.30%
主承销商	中国工商银行股份有限公司 中国国际金融有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AAA
债项评级	AAA
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	极好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	5,074.95	4,907.73	4,404.39	3,837.15
所有者权益	1,625.22	1,585.71	1,502.46	1,419.60
流动资产	597.35	457.26	458.38	563.10
货币资金	292.08	203.52	236.54	307.49
总债务	2,383.89	2,322.54	2,088.44	1,628.47
短期债务	233.83	227.12	291.12	309.19
长期债务	2,150.07	2,095.42	1,797.31	1,319.28
营业收入	1,862.85	3,682.32	3,122.69	2,855.25
利润总额	42.33	101.15	35.67	64.65
净利润	30.72	71.79	18.87	41.38
EBITDA	-	576.41	447.58	398.38
经营活动净现金流	302.36	625.89	442.52	324.94
毛利率 (%)	6.25	6.19	4.66	6.70
总资产周转率 (次)	0.37	0.79	0.76	0.81
流动资产周转率 (次)	3.53	8.04	6.11	5.76
总资产报酬率 (%)	2.03	4.27	2.75	4.07
净资产收益率 (%)	1.91	4.65	1.29	3.04
资产负债率 (%)	67.98	67.69	65.89	63.00
流动比率 (倍)	0.48	0.39	0.43	0.52
速动比率 (倍)	0.43	0.35	0.39	0.48
EBITDA/利息支出 (倍)	-	5.44	4.89	4.58

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司是按照国家电力体制改革的要求组建的有限责任公司,由中央直接管理,财务关系在财政部单列,于2002年12月29日正式挂牌并开始运作。截至2011年6月末,公司注册资本为600亿元,广东省人民政府、中国人寿保险(集团)公司、国家电网公司、海南省人民政府分别持股38.40%、32.00%、26.40%、3.20%。公司目前拥有11家控股或全资子公司,主要以经营广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)电网业务为主,是国家授权的南方五省(区)电网的唯一运营商。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具428.34亿元,其中企业债券228.34亿元,中期票据150亿元,超短期融资券50亿元。

● 公司为南方五省(区)电网的唯一运营商,区域经营垄断性强,受国家重点支持

公司是我国两大国家级电网公司之一,是国家授权的南方五省(区)电网的唯一运营商,主要负责广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)电网的投资、建设和经营管理,运行电网覆盖面积100万平方公里,供电总人口2.4亿人。截至2010年底,全网总装机容量1.7亿千瓦,35千伏及以上电压等级变电站数量6,576座,变电容量60,213.52万千伏安,输电线路总长度达245,990.94公里。同时,公司也是东盟及大湄公河次区域电力合作和泛珠三角区域电力合作的执行单位,可通过云南、广西向越南售电,通过广东与港澳地区进行电量交易。

● 我国输配电价管理体制仍未完全理顺,网售电价调整存在滞后性,影响公司经营效益

近两年国家对电价的构成作了适当调整,电价矛盾在一定程度上得到缓和,但尚未完全形成全面反映市场供需变化、合理的成本补偿定价机制和电网监管规则。为缓和电煤涨价对电力企业带来的成本压力,我国近年来多次上调了上网电价,但网售电价调整往往存在一定的滞后期,出现阶段性的电网企业补贴发电企业的现象。2008年8月20日起,全国火力发电企业上网电价平均提高2分钱/千瓦时,而电网销售价格调整在2009年11月20日,且调整幅度不能完全匹配。国家电价政策调整仍将对公司的经营产生一定的影响,增加了公司盈利的不确定性。

● 公司在建工程规模较大,未来仍将进行大规模的固定资产投资,将面临一定的资本支出压力

我国电网发展滞后于电源发展,电网累计投资占电力投资的比例约30%左右,远低于发达国家50%以上的水平,电网建设仍有较大空间。“十二五”期间,公司固定资产投资将超过5,000亿元,公司资本支出需求较大。国内投资方面,公司计划未来投资项目众多,尽管在自筹资金、国家预算内拨款等方面有一定资金保障,但总体来看,由于资金需求庞大,以及受央行稳健货币政策的影响,未来仍将面临一定资本支出压力。海外投资方面,公司目前正与越南、老挝等国家逐步展开合作,为公司提供了良好的国际电力发展空间,但同时也要面临国外整体投资环境变化带来的一系列投资风险。

11 彩虹 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	彩虹集团公司
发行规模	10亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	6.97%
主承销商	中国建设银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AA
债项评级	AA
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	162.20	144.41	81.36	86.35
所有者权益	76.06	74.53	41.69	56.22
流动资产	55.61	59.72	40.48	34.36
货币资金	31.84	40.15	19.36	9.10
总债务	61.63	46.89	17.04	15.30
短期债务	13.33	15.56	11.88	11.14
长期债务	48.30	31.33	5.16	4.15
营业收入	24.29	46.73	36.89	49.53
利润总额	0.36	0.63	-18.68	0.92
净利润	0.19	0.36	-19.18	0.82
EBITDA	-	3.47	-14.52	5.14
经营活动净现金流	-1.18	7.44	-0.28	3.05
毛利率 (%)	13.56	15.85	6.43	17.19
总资产周转率 (次)	0.16	0.41	0.44	0.58
流动资产周转率 (次)	0.42	0.93	0.99	1.38
总资产报酬率 (%)	0.68	1.49	-21.56	1.85
净资产收益率 (%)	0.25	0.62	-39.17	1.45
资产负债率 (%)	53.11	48.39	48.76	34.89
流动比率 (倍)	1.73	1.75	1.29	1.38
速动比率 (倍)	1.42	1.48	1.05	0.99
EBITDA/利息支出 (倍)	-	1.86	-19.32	6.65

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身为成立于1979年的陕西彩色显像管总厂(国营4400厂)。1989年4月,以陕西彩色显像管总厂为主体组建成立了彩虹电子集团公司,并于1995年9月更名为彩虹集团公司。截至2011年6月末,公司注册资本为15.02亿元(实收资本14.36亿元),由国务院国资委全资持有。截至2011年3月末,公司纳入合并报表范围内的直接控股和全资子公司共计11家。公司主营业务由单一彩色显像管生产,扩展为显示器业(重点发展OLED及彩色显像管)、部品材料业(重点发展电子玻璃制品、发光材料、金属部品)、光电子相关业(重点发展LED外延及芯片、LED封装、LED照明、LED显示屏以及新能源等)等三大主业以及贸易物业等。截至本募集说明书签署之日,公司(含子公司)债务融资工具待偿还余额为0.6亿元,为公司下属上海蓝光科技有限公司发行的集合票据。

● 彩管产品需求下滑,公司面临较大的转型压力

近年来,平板显示器件在全球显示器件产业中的主流地位得到进一步强化,CRT显示技术越来越边缘化。2010年全球CRT电视机出货量同比下降约25%,2011年彩管市场形势依然严峻,全球和国内彩管市场预计出货量为3,500万只和1,100万只,同比分别减少22.2%和33.4%。随着市场对CRT彩管整体需求的持续降低和电视机生产厂商业务战略重点的调整,公司CRT产品市场空间日益收缩,公司开始推进企业战略转型及产业结构调整,正在介入OLED、玻璃基板、光伏玻璃、LED等新兴产业,但OLED、玻璃基板、合肥LED等项目目前正处于建设期和试生产期,已大大落后于同行业竞争对手,竞争力存在较大差距,公司在新领域的发展面临较大挑战。

● 公司近几年主营业务盈利状况较差

受市场需求下滑、新项目未能达产等影响,公司近几年主营业务盈利状况较差且波动较大。2008~2010年以及2011年上半年,公司实现利润总额分别为0.92亿元、-18.68亿元、0.63亿元和0.36亿元。其中,同期实现营业外净收入分别为0.44亿元、0.70亿元、0.74亿元和0.32亿元。总体来看,营业外净收入在当期利润总额中占比较高。公司营业外收入主要来自政府的政策性扶持基金,可持续性不强,未来盈利状况压力较大。

● 公司经营活动净现金流波动较大

2008~2010年以及2011年上半年,公司经营性净现金流分别为3.05亿元、-0.28亿元、7.44亿元和-1.18亿元,历年波动较大。一方面是由于存货、经营性应收及应付项目、经营性预收及预付项目的变动幅度与营业收入不匹配,另一方面是由于公司近年来正值产业转型阶段,CRT产品市场需求萎缩,新产品尚未完全达产。经营活动净现金流的波动可能会对公司经营产生一定影响。

● 公司面临较大的资本支出压力

公司未来几年将维持较大的资本性支出规模。公司2010年资本性支出为47.37亿元,2011年资本性支出预算为66.74亿元,预计今后几年仍将维持较高水平。上述投资部分将采取债务性融资,会导致公司的债务负担加大,资本支出压力较大。同时,公司投资项目主要集中于OLED研发及产业化项目、玻璃基板项目、光伏玻璃项目等,项目投资未来收益不确定性较为突出。

11 三峡 MTN2 简评

债券基本资料

发行人	中国长江三峡集团公司
发行规模	80亿元
发行期限	3年
担保方式	无担保
发行利率	5.24%
主承销商	中信证券股份有限公司 招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AAA
债项评级	AAA
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	极好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	2,893.72	2,861.85	2,809.40	2,241.79
所有者权益	2,074.91	2,061.02	1,909.32	1,553.68
流动资产	258.10	220.80	186.31	160.20
货币资金	123.95	104.93	108.63	114.15
总债务	674.49	632.14	684.46	436.10
短期债务	265.44	223.56	130.72	78.10
长期债务	409.05	408.57	553.74	358.00
营业收入	121.33	294.11	259.08	212.76
利润总额	62.16	142.56	127.94	113.52
净利润	48.92	108.34	96.42	85.07
EBITDA	-	224.92	214.57	189.55
经营活动净现金流	51.19	139.72	176.39	158.41
毛利率 (%)	40.96	50.22	51.91	56.39
总资产周转率 (次)	0.04	0.10	0.10	0.10
流动资产周转率 (次)	0.51	1.44	1.50	1.37
总资产报酬率 (%)	2.48	5.68	6.00	6.44
净资产收益率 (%)	2.37	5.46	5.57	5.83
资产负债率 (%)	28.30	27.98	32.04	30.69
流动比率 (倍)	0.68	0.61	0.59	0.51
速动比率 (倍)	0.64	0.57	0.56	0.50
EBITDA/利息支出 (倍)	-	8.10	8.09	7.82

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1993年9月,原名为中国长江三峡工程开发总公司,作为三峡工程项目的业主,全面负责三峡工程的建设与运营,2002年,国务院正式批准公司成为国家授权的投资机构。2002年,公司联合华能国际电力股份有限公司、中国核工业总公司、中国石油天然气总公司、中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司和长江水利委员会长江勘察设计院等五家发起人对其全资所属葛洲坝电厂进行股份制改组成立长江电力股份有限公司,并于2003年11月在上交所上市。2009年,公司完成主营业务整体上市,三峡工程主体发电资产全部注入长江电力。截至2011年6月末,公司注册资本为1,374.58亿元,拥有10个二级子企业,以水电为主业,同时从事开发风电、抽水蓄能等其他清洁能源,并开拓国际清洁能源业务。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具654亿元,其中公司债券75亿元,企业债券285亿元,中期票据50亿元,短期融资券244亿元。

● 公司作为三峡工程的经营开发主体,发电资产质量优良,经营效益良好,行业领先优势明显

公司于2009年完成整体上市,将三峡工程主体发电资产全部注入长江电力。截至2010年末,公司累计控股发电装机容量达到2,107.7万千瓦,另外有部分参股电站权益装机容量,成为全国规模最大的水力发电企业。葛洲坝水电站目前装机容量277.7万千瓦,年平均发电量157亿千瓦时,在全国各发电厂中位居前列;三峡电站26台机组,总装机容量为1,830万千瓦,为世界最大发电机组之一,单机额定功率70万千瓦,技术水平处于国际领先水平。公司水电资产总体质量高,拥有很强的低成本优势和调度优势,并符合节能减排发展方向,得到国家相关政策大力支持。近几年,公司保持了良好的财务表现,经营活动现金流充沛,盈利能力和偿债能力很强。

● 公司电源结构单一,业务经营受来水情况影响存在一定的波动情况

公司电源结构单一,所属的葛洲坝电站和三峡电站均处于长江干流,发电量与长江来水情况直接相关。2008~2010年,长江流域来水量分别为4,289.70亿立方米、3,881.29亿立方米、4,066.57亿立方米,公司的葛洲坝电站机组年利用小时分别为6,233.25小时、5,938.94小时和5,938.21小时,三峡电站机组年利用小时数分别为4,920.30小时、4,363.57小时和4,610.38小时;葛洲坝电站上网电量分别为168.37亿千瓦时、160.54亿千瓦时、160.60亿千瓦时,三峡电站上网电量分别为803.40亿千瓦时、793.75亿千瓦时、838.66亿千瓦时。总体看,葛洲坝电站受来水情况影响不大,但三峡电站受来水影响运行情况有所波动。

● 公司海外投资和承包业务存在一定的风险

公司的海外业务受到国际政治、经济、外交多重因素的影响,近年来,公司积极实施“走出去”战略,海外承包业务和海外投资业务均有较大发展。目前公司在28个国家和地区承建74个海外项目,并且在多个国家和地区寻找投资机会。公司海外业务分布范围较广,所在地可能的政局不稳、经济波动、贸易摩擦、军事冲突、自然灾害、政策和法律不利变更、国际诉讼和仲裁都可能影响到公司海外业务的正常开展和工程的顺利实施。

11 祁水泥 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司
发行规模	7亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	7.99%
主承销商	招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AA-
债项评级	AA-
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	77.62	65.06	46.18	33.30
所有者权益	30.93	28.26	23.12	11.99
流动资产	21.97	17.02	16.91	12.09
货币资金	6.01	5.75	7.60	3.73
总债务	35.21	29.77	16.44	15.56
短期债务	14.76	8.59	3.90	13.46
长期债务	20.45	21.18	12.54	2.11
营业收入	16.85	29.87	24.58	18.23
利润总额	3.41	6.11	5.45	2.64
净利润	2.63	5.33	4.68	2.18
EBITDA	-	9.02	7.95	5.14
经营活动净现金流	2.39	6.28	10.27	4.97
毛利率 (%)	35.37	35.35	42.05	38.22
总资产周转率 (次)	0.24	0.54	0.62	0.58
流动资产周转率 (次)	0.86	1.76	1.70	1.77
总资产报酬率 (%)	5.22	10.75	13.74	10.95
净资产收益率 (%)	8.49	18.86	20.24	18.16
资产负债率 (%)	60.15	56.56	49.94	64.00
流动比率 (倍)	0.84	1.10	1.64	0.63
速动比率 (倍)	0.62	0.85	1.37	0.46
EBITDA/利息支出 (倍)	-	6.59	6.56	4.98

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司是1995年11月在永登水泥厂股份制改组的基础上,联合永登永青水泥有限责任公司等七家发起人发起设立的股份有限公司。1996年7月,公司在上海证券交易所上市。公司原控股方为甘肃省国资委下属的甘肃祁连山建材控股有限公司,2009年和2010年,中材股份先后向公司及其投资方进行增资,成为公司的控股股东,公司实际控制人成为国务院国资委。截至2011年6月末,公司注册资本4.75亿元,中材股份直接持股12.81%,通过甘肃祁连山建材控股有限公司间接持股12.78%。公司合并范围内子公司19家,参股公司2家,联营公司3家,主营业务为水泥、熟料和混凝土的生产与销售。公司是国家重点支持的12户大型水泥企业之一。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具4亿元,均为短期融资券。

● 公司作为区域性水泥龙头企业,在西北地区拥有一定的竞争优势,但水泥行业产能过剩,抑制了公司规模增长

公司是甘肃省最大的水泥企业和西北地区重要的特种水泥生产基地,在西北地区市场份额较大,有一定的品牌优势。但是,近年来我国水泥投资一直处于高位,2009和2010年全国共有近4,000亿元水泥固定资产投资,2年内新增360余条新型干法水泥生产线,这些产能将在2012年集中释放,存在一定的产能过剩压力。政府四万亿投资刺激政策在2010年底逐步退出,与之配套的宽松货币政策逐步收紧,尽管未来具有大规模的水利建设项目政策,但投资的推进力度具有不确定性,同时加上房地产调控政策收紧等多种因素,水泥行业需求仍将受到不确定因素的影响。另外,国内水泥市场的竞争已从区域化竞争逐步进入全国性竞争阶段,大型水泥企业集团对各区域市场的争夺将愈演愈烈,不利于公司市场份额的扩张。

● 煤电等价格上涨对公司成本带来一定压力

公司水泥生产的原燃料和能源主要以煤和电为主,煤和电成本约占总成本的55%,且公司煤电主要是依靠外部采购,煤电价格上涨将直接对公司盈利情况造成影响。近年来,煤炭价格因煤炭市场需求旺盛、煤炭运力不足等因素影响而呈现上涨态势,电力价格也因煤炭价格的上涨而有所增加,公司近三年公司煤的不含税采购成本分别为324.93元/吨、334.82元/吨和361.09元/吨,增幅较大;近三年平均不含税电价分别为0.36元/度、0.3607元/度和0.3927元/度,略有上涨。受此影响,公司2010年以来毛利率已有所下降。

● 公司债务增长较快,债务压力有所加大

由于近年来公司建设和并购项目较多,资金需求较大,银行借款规模不断增长,截至2011年6月末,公司银行借款余额已达到34.83亿元,其中短期借款6.4亿元,一年内到期的长期借款7.98亿元,长期借款20.45亿元。债务规模的快速增,一定程度上加大了公司的财务负担。同时,由于公司流动资产占比偏低,导致公司流动比率和速动比率有所下降,短期债务保障能力偏弱。

● 公司规划资本投入较大,面临一定的资本支出压力

近年来,公司为扩大产能,不断加大区域内的整合力度,近期仍有一系列的建设项目处于正在或计划实施过程中。此外,未来公司还将通过并购方式扩大经营规模。预计未来三年,公司在并购和新项目上的总投资将超过40亿元,其中资本性支出将超过18亿元,将增加公司的资金供给压力。

11 电网 MTN2 简评

债券基本资料

发行人	国家电网公司
发行规模	100亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	5.30%
主承销商	中国农业银行股份有限公司 中国建设银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AAA
债项评级	AAA
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	极好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	21,714	20,775	18,419	16,435
所有者权益	8,452	7,929	6,435	6,071
流动资产	4,009	3,452	2,736	2,425
货币资金	1,143	1,066	961	912
总债务	6,779	6,712	6,767	6,362
短期债务	1,712	1,649	1,385	2,217
长期债务	5,067	5,063	5,382	4,145
营业收入	8,198	15,288	12,580	11,407
利润总额	250	451	46	98
净利润	185	324	-17	45
EBITDA	-	2,234	1,661	341
经营活动净现金流	1,167	2,344	2,066	1,503
毛利率(%)	6.27	6.96	4.13	5.80
总资产周转率(次)	0.39	0.78	0.72	0.76
流动资产周转率(次)	2.20	4.94	4.87	4.99
总资产报酬率(%)	1.87	3.60	1.72	2.27
净资产收益率(%)	2.26	4.52	-0.27	0.79
资产负债率(%)	61.07	61.83	65.07	63.06
流动比率(倍)	0.50	0.45	0.43	0.40
速动比率(倍)	0.42	0.37	0.33	0.32
EBITDA/利息支出(倍)	-	7.64	5.67	1.12

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于2003年5月,是国家实行厂网分开、重组发电和电网资产后,在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的全国性电网公司。公司是国务院国资委管理的特大型国有企业,是经国务院批准进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点单位,在国家财政及相关计划中实行单列。截至2010年末,公司拥有57个全资、控股子公司。公司是国内仅有的两家跨区域大型电网公司之一,是国家电网投资和经营的主体,以建设和运营电网为核心业务。截至本期债券发行前,公司及其下属子公司待偿还债务融资工具为2,652.67亿元,其中中期票据1045亿元,超短期融资券100亿元,企业债券1,427.67亿元,金融债80亿元。

● 公司是国家电网投资和经营的主体,在国民经济中地位突出,受国家支持力度大

公司是我国仅有的两家跨区域大型电网公司之一,是国家电网投资和经营的主体。公司经营区域包括26个省、自治区、直辖市(南方电网经营范围包括广东、云南、贵州、广西、海南五省区),覆盖国土面积的88%以上,拥有包括区域电网公司和省电力公司在内的57个全资企业、控股企业。2010年,公司跨省交易电量共完成7.44亿千瓦时,同比增长10.89%,占全国发电装机容量的77.02%。公司名列2010年《财富》全球企业500强第8位,是全球最大的公用事业企业,得到国家相关政策的大力支持。

● 上网电价和销售电价受到国家管控,公司整体盈利水平不高,未来电力体制改革的推进增加了盈利水平的不确定性

由于电网经营事关国民经济发展,上网电价和终端销售电价受到国家管控,公司没有自主定价权,盈利空间被限制在较低水平。2009年以来,随着国内外经济复苏,主要能源燃料原材料的价格快速攀升,而销售电价的调整存在一定时滞性,公司盈利能力出现波动,2008~2010年,公司实现的利润总额分别为97.52亿元、45.99亿元、450.72亿元,净利润分别为45.32亿元、-17.19亿元、324.43亿元。随着主辅分离、输配分开等电力体制改革的深入,电网企业将面临机构调整、人员分流的艰巨任务,加大公司未来经营和盈利的不确定性。

● 公司未来电网投资规模大,面临一定的资本支出压力

公司电网基建投资规模较大,建设周期较长,需要大规模的资金支持。公司“十二五”期间计划每年电网投资规模将达到3,000亿元以上,公司资本支出需求较大。随着公司未来几年投资规模的逐步加大,以及受央行紧缩货币政策的影响,公司债务负担、融资成本方面的压力可能进一步加大。

● 公司持有的金融资产规模较大,公允价值较易发生波动,将影响公司盈利的稳定性

截至2010年末,公司可供出售金融资产460.92亿元、交易性金融资产3.45亿元,其中股票等权益类投资占比超过80%。可供出售金融资产产生的投资收益是公司投资收益和利润的重要来源。近年来我国股票市场波动较大,未来市场行情仍面临很大不确定性,加大了公司盈利波动的风险。

11 南山 MTN2 简评

债券基本资料

发行人	中国南山开发(集团)股份有限公司
发行规模	7亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	6.13%
主承销商	招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	201.65	192.94	162.40	137.98
所有者权益	85.91	81.51	74.98	60.38
流动资产	92.55	90.12	74.91	58.68
货币资金	31.71	35.08	35.69	17.20
总债务	69.05	67.86	52.17	45.41
短期债务	32.05	28.36	15.84	41.37
长期债务	37.00	39.50	36.32	4.05
营业收入	29.72	53.86	52.11	61.05
利润总额	6.48	15.26	11.40	15.74
净利润	5.27	12.95	9.95	13.92
EBITDA	-	22.66	17.53	22.17
经营活动净现金流	3.16	5.48	17.95	9.19
毛利率(%)	35.89	39.10	35.09	37.30
总资产周转率(次)	0.15	0.30	0.35	0.46
流动资产周转率(次)	0.33	0.65	0.78	1.09
总资产报酬率(%)	3.59	9.60	8.58	13.45
净资产收益率(%)	6.30	16.56	14.70	24.15
资产负债率(%)	57.40	57.75	53.83	56.24
流动比率(倍)	1.44	1.57	1.88	0.95
速动比率(倍)	0.81	0.92	1.38	0.58
EBITDA/利息支出(倍)	-	12.60	11.88	11.13

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身是成立于1982年9月的中国南山开发股份有限公司,1994年10月更名为现名。截至2010年底,公司注册资本5亿元,其中招商局(南山)控股有限公司持股36.518%,为公司第一大股东,其他股东包括深圳市投资控股有限公司、广东省广业投资控股有限公司、中海石油投资控股有限公司、香港黄振辉投资有限公司、中国近海石油服务(香港)有限公司等。公司第一大股东是招商局集团有限公司下属控股公司的全资子公司,公司实际控制人为招商局集团有限公司。公司是国内最早一批成立的股份制公司之一,从开发经营赤湾港口、石油基地起步,现主要经营港航运输、海洋石油后勤服务及物流园区、房地产开发、集成房屋体系等。截至2010年底,公司拥有6家全资及控股子公司。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具18亿元,均为中期票据。

● 全球经济波动对港口经营发展影响大,公司所属港区资源空间有限,并面临周边同业的激烈竞争

港口行业与宏观经济相关性极高,2008年全球金融危机和中国对外贸易萎缩导致国内港口需求下降,对于集装箱业务占比大和对外依存度较高的赤湾港冲击较大,尽管2009年以来,受益于相关宏观经济刺激政策,国内经济回暖和外贸良好增长拉动了港口吞吐量企稳回升,但欧债危机等不确定因素加大了未来经济波动的风险,港区经营仍将面临较大压力。由于赤湾港区资源空间有限,不能满足集装箱吞吐量增长和船舶大型化的需求,面对来自于周边香港港和盐田港的主要竞争压力,以及来自于大铲湾和南沙港的未来潜在竞争威胁。

● 公司石油后勤服务方面的生产能力有限,中海油惠州基地等项目的建成将对公司相关业务带来冲击

石油后勤服务方面,公司所属深基地现有生产能力有限,赤湾基地现有的石油后勤服务资源(仓库、堆场和码头等)利用率接近饱和,已无法满足新一轮深水作业后勤服务不断增长的需求。同时赤湾胜宝旺市场开拓能力不强,未来能否获得订单,在相当程度上仍受制于中海油。中海油惠州基地将于2011年建成,将在一定程度上冲击赤湾基地石油后勤的现有业务及未来发展。另外,随着中石化、中石油“下海”的战略实施,新建后勤基地将对深基地的业务造成较大威胁。

● 国家调控力度不断加大对公司房地产业务形成较大压力

全国房地产市场在经历了2009年的繁荣后,2010年再次进入了政策密集调控期。自2010年4月国务院颁布“国十条”调控政策以来,我国房地产市场观望情绪浓厚,市场交易清淡,房屋价格调整压力加大。受工程进度延后及政策密集调控影响,公司房地产业务2010年销售面积17.1万平方米,同比有所下降。公司房地产业务品牌影响力一般,未来发展面临较大压力。

● 公司应收款项和存货占用资金较大,带来一定资金压力

随着公司集成房屋体系业务生产和销售规模的扩张,应收账款增长较快,公司应收账款管理难度加大。同时,公司以房地产开发成本为主的存货也保持增长,在资产中占比较高。截至2011年6月末,公司应收账款为12.07亿元,存货为40.34亿元,在流动资产中的占比分别为13.05%和43.59%。上述资产占用资金较大,在房地产市场持续低迷的环境下,将带来一定的资金压力。

11 铜有色 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	铜陵有色金属集团控股有限公司
发行规模	30亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	6.13%
主承销商	中国农业银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	530.41	508.02	385.76	308.29
所有者权益	143.43	116.24	97.18	94.14
流动资产	282.90	269.12	180.23	119.52
货币资金	46.53	32.99	33.92	27.90
总债务	264.20	272.54	206.18	151.65
短期债务	182.29	177.47	165.97	114.28
长期债务	81.92	95.06	40.21	37.37
营业收入	409.63	668.03	401.76	441.67
利润总额	10.40	14.28	10.07	9.30
净利润	8.94	12.05	8.66	7.06
EBITDA	-	32.08	24.25	25.32
经营活动净现金流	16.00	-53.49	1.48	28.64
毛利率 (%)	5.54	5.62	6.40	7.27
总资产周转率 (次)	0.79	1.49	1.16	1.49
流动资产周转率 (次)	1.48	2.97	2.68	3.45
总资产报酬率 (%)	2.89	5.10	4.55	6.17
净资产收益率 (%)	6.88	11.29	9.05	7.80
资产负债率 (%)	72.96	77.12	74.81	69.46
流动比率 (倍)	0.93	0.91	0.73	0.68
速动比率 (倍)	0.46	0.40	0.37	0.44
EBITDA/利息支出 (倍)	-	3.38	3.87	2.53

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司是新中国最早建设的有色金属工业重要生产基地,原名铜官山矿务局,成立于1952年9月28日。1995年底,公司改组为“铜陵有色金属(集团)公司”。公司原属于中央直属企业,历经多次变革,2000年7月划归安徽省人民政府管理。2006年5月,经安徽省国资委批准同意铜陵有色金属(集团)公司改制为铜陵有色金属集团控股有限公司,由一个工厂制特大型企业发展成为符合现代企业制度要求的现代公司制企业集团。公司目前注册资本为45.32亿元,实际控制人为安徽省国资委。截至本期中票发行日,公司纳入合并范围的二级子公司共29家,无其他债务融资工具余额。

● 国内人均铜资源储量较低,国内骨干企业铜资源自给率较低

根据美国地质调查局美国地质勘探局近期公布数据,截至2009年底世界铜储量为5.5亿吨,储量基础为10.0亿吨。中国已探明矿产资源呈现矿床小,品位低特点,且中国铜资源人均储量相当于世界人均水平的18%。据国家发改委预测,到2020年,中国铜资源可供储量的保障程度为27.4%,铜矿资源相对贫乏。从铜精矿自给率来看,江西铜业、云南铜业、铜陵有色等骨干企业铜精矿自给率分别为20.8%、22%、6.16%。中国铜矿紧缺,整个行业的矿产自给率普遍较低。从而导致在国际上议价能力较小,易受制于国际大型铜矿出口国。

● 公司行业内处于领先地位,市场地位突出

公司名列2010年中国企业500强第158位和中国制造业500强第73位,电解铜产量连续多年位居全国及世界前列。2010年公司生产电解铜81.36万吨约占中国电解铜产量的17%,产量仅次于江西铜业集团有限公司,位于行业第二位。此外,公司冶炼技术水平高、物流成本低、冶炼成本优势显著,市场地位突出,在行业内具备一定的竞争优势。

● 国际铜价波动较大,公司业绩存在一定的波动风险

2000年以来,铜价呈波动上涨的趋势,2008年金融危机的爆发使得铜需求量下降,铜价降幅最大,在全球经济形势逐渐好转的情况下,铜价也逐渐恢复到正常水平。从长远来看,铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著,精铜供需相对平衡,短期内不存在严重供不应求的状况,国际铜价继续长期高位运行的可能性不大。2010年中国铜价平均价59,066元/吨,同比上涨40.50%,且2000~2010年间,铜价最低不到2,000美元/吨,2010年最高突破10,000美元/吨,创历史性高位,但随后又持续回落。公司铜精矿的自给率仅为6.16%,绝大部分依靠进口解决,国际铜价的波动幅度一定程度上影响着公司未来的业绩。

● 公司经营活动现金净流量波动较大

公司2008~2010年及2011年1~6月份的经营性净现金流分别为28.64亿元、1.48亿元、-53.49亿元、16.00亿元。2010年度公司经营性净现金流量为-53.49亿元,较上年度大幅减少,主要是由于铜原料价格大幅攀升,从而使得公司用于购买原材料的经营性现金流量增加;此外,公司存货较上年增加,该部分资产替代了公司对应的现金流入,经营活动现金流入因铜价格的上升也有所增加,但增幅小于经营活动现金流出。经营活动产生的净现金流的大幅度波动,影响了公司的偿债能力,增加了公司的财务风险。

11 沙钢 MTN2 简评

债券基本资料

发行人	江苏沙钢集团有限公司
发行规模	20亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	中国农业银行股份有限公司 中国银行股份有限公司
发行日	2011年10月27日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	很好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	1,356.20	1,317.37	1,058.33	783.04
所有者权益	430.51	398.60	320.04	275.84
流动资产	735.88	692.40	516.37	364.03
货币资金	152.32	160.10	182.12	109.34
总债务	638.18	618.28	546.06	365.34
短期债务	478.34	454.39	432.08	315.46
长期债务	159.84	163.89	113.99	49.88
营业收入	806.38	1,350.23	1,025.90	846.55
利润总额	34.40	86.85	30.09	62.27
净利润	27.44	69.57	24.33	53.84
EBITDA	-	114.93	91.00	108.84
经营活动净现金流	31.11	31.54	118.83	67.64
毛利率 (%)	6.81	9.26	4.83	13.35
总资产周转率 (次)	0.60	1.14	1.11	1.35
流动资产周转率 (次)	1.13	2.23	2.33	3.02
总资产报酬率 (%)	3.55	9.36	5.04	13.37
净资产收益率 (%)	6.62	19.36	8.17	22.39
资产负债率 (%)	68.26	69.74	69.76	64.77
流动比率 (倍)	0.97	0.94	0.84	0.80
速动比率 (倍)	0.70	0.68	0.57	0.43
EBITDA/利息支出 (倍)	-	4.69	5.33	5.07

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1996年6月,前身为成立于1975年的沙洲县轧钢厂,2001年2月,完成整体改制。截至2011年6月末,公司注册资本为13.21亿元,其中江苏沙钢集团有限公司工会持股18.63%,张家港保税区润源不锈钢贸易有限公司持股17.37%,沈文荣持股29.80%,其余为自然人持股。公司是国内最大的电炉钢和优特钢生产基地、全国最大的民营钢铁企业,也是江苏省最大的企业集团,主要业务涉及钢铁冶炼、钢材轧制、金属结构及其构件制造等。截至本期债券发行前,公司(含子公司)有未到期债务融资工具40亿元,均为中期票据。

● 我国钢铁行业集中度低,产能利用不足,周期性波动明显,目前处于景气低谷,钢铁生产企业面临较大的经营压力

中国钢铁生产规模世界第一,但市场集中度低,产能过剩压力较大。进入2009年,受国际市场萎缩、世界贸易保护主义加重等因素影响,中国钢材的出口形势急剧恶化,全年钢材和钢坯折合粗钢净出口286万吨,同比下降94%,加剧了国内供需矛盾。近几年钢材价格呈大幅波动,钢材价格综合指数于2008年5月达到217.4的历史最高点后快速下降,并在低位波动。受此影响,公司2008年下半年起钢铁产量下降,均价下滑明显并低位运行;2010年产品均价回升幅度有限。房地产市场调控等将抑制国内钢材需求,出口面临的压力仍然较大,钢铁行业供过于求的矛盾仍较为突出。

● 公司总体规模较大,产品线较为丰富,具备较强的竞争优势

公司是江苏省最大的工业企业,也是国内大型钢铁企业之一,目前生铁、粗钢、钢材产能分别达到2,900万吨、3,500万吨、3,300万吨;2010年,公司生铁、粗钢、钢材产量分别为2,506万吨、3,012万吨和2,860万吨,在全国位均列第五。公司产品结构多元化也有利于增强竞争能力。2010年公司本部及下属企业淮钢特钢生产钢材2,223.15万吨,其中螺纹钢占比约20.89%、优质线材占比约16.55%,热卷板占比约35.86%、宽厚板占比约11.91%、特钢占比约12.05%。

● 公司资产负债率处于较高水平,债务负担加重

随着公司规模的扩张,公司负债也快速增加,资产负债率已处于较高水平。2008~2010年末,公司资产负债率分别为64.77%、69.76%和69.74%。公司总债务规模则由2007年末的172.09亿元增加到2011年6月末的638.18亿元,带来了较大的利息费用负担。从结构上看,2009年以来公司虽然降低了流动负债的比重,但仍超过80%,短期偿债压力较大。

● 受钢材价格下降等影响,公司2009年净利润下滑幅度很大,盈利能力受经济周期影响明显

公司的主营业务收入主要来自于钢材及钢坯产品的销售,占比在90%以上。从2008年下半年开始,受到金融危机的影响,钢铁产品价格和原材料价格双双下降,但前者下降幅度更大,因此在主营业务收入保持增长的同时,净利润持续下降,总资产报酬率、净资产收益率也出现明显下滑。2010年以来,公司盈利水平得到较大恢复,但未来钢铁业发展仍面临一定的不确定性,公司经营仍存在波动风险。

11 浙物产 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	浙江省物产集团公司
发行规模	8亿元
发行期限	3年
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	中国光大银行股份有限公司 招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	AA+
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	531.02	455.58	370.90	293.36
所有者权益	104.43	96.39	78.84	68.47
流动资产	439.81	368.59	293.63	224.76
货币资金	92.20	78.62	63.02	47.36
总债务	254.97	218.19	175.90	150.75
短期债务	224.44	196.13	161.42	138.27
长期债务	30.53	22.06	14.49	12.48
营业收入	781.56	1,350.71	956.52	958.09
利润总额	13.74	21.09	16.46	12.82
净利润	10.04	15.05	12.47	9.32
EBITDA	-	30.95	24.61	23.56
经营活动净现金流	-6.69	-15.66	27.92	7.84
毛利率 (%)	3.82	3.51	3.32	4.03
总资产周转率 (次)	1.58	3.27	2.88	3.38
流动资产周转率 (次)	1.93	4.08	3.69	4.34
总资产报酬率 (%)	3.19	5.87	5.61	6.89
净资产收益率 (%)	9.61	15.62	15.82	13.61
资产负债率 (%)	80.33	78.84	78.74	76.66
流动比率 (倍)	1.12	1.10	1.07	1.06
速动比率 (倍)	0.64	0.60	0.62	0.60
EBITDA/利息支出 (倍)	-	5.49	5.65	3.19

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1996年,由浙江省物资局成建制转体组建而成。公司是浙江省人民政府批准成立的国有独资企业,由浙江省国资委履行出资人职责。截至2011年6月末,公司注册资本为3.50亿元,公司拥有11个控股子公司。公司主要从事生产资料批发贸易及资产经营管理等,以金属材料、汽车、能源、国际贸易、化工、现代物流六大板块为主,同时发展主业相关的流通加工、物业等服务业,其中钢材、汽车、煤炭等几大品种的销售额所占比重保持在70%左右。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具24亿元,均为短期融资券。

● 公司主要从事大宗物品贸易业务,对宏观经济波动反应敏感

公司主业属于流通批发行业,其所从事的钢材、汽车、煤炭等大宗商品的经营业务,由于利润空间较小,对于宏观经济波动的反应更为敏感。2008年下半年以来,金融危机在全世界范围内的蔓延使得全球经济处于低谷,我国的宏观经济也受到一定程度的影响,大部分大宗物品价格自历史高位快速回落,除汽车销售受益于国家鼓励消费政策明显增长外,公司钢材贸易及其他业务板块受到冲击。公司2009年钢材贸易业务在实物量增长21.16%的情况下销售额下降9.5%,当年公司全部销售收入增长率仅为0.2%,远低于历年30~50%的增长速度。2010年以来,受益我国经济恢复增长,公司业务大幅增长,但未来国际国内经济发展面临的形势仍较为复杂,经济发生波动的可能性加大,将对公司业务增长带来压力。

● 公司存货和预付款项占用大量资金,并存在一定的跌价风险

近年来,受公司经营规模扩张,存货价格上涨以及公司合并报表范围增加等因素影响,公司存货持续增长,特别是2009年以来受下游需求偏弱等影响,存货增幅较大。2011年6月末,公司存货为189.82亿元,在流动资产中的占比为43.16%。同期,公司预付款项为100.56亿元,预付款项主要是向供应商预付的购货款。较大数额的存货和预付款项,对公司资产的流动性造成一定影响,同时也增加了产品价格的波动给公司经营带来的风险。

● 公司负债水平较高,债务压力较大

由于大量铺货以及预付款项占用大量流动资金,单靠自身积累难以满足需要,随着经营规模和投资规模的扩大,公司债务规模也不断上升,持续较高的资产负债率对公司外部融资形成一定压力。公司2009年末资产负债率为78.74%,同比上升2.08个百分点,主要是因2009年市场行情回暖,客户订货和备货增加以及期货业务发展客户保证金增加导致。2011年6月末,公司资产负债率进一步提高到80.33%。

● 公司经营活动现金流波动明显

公司销售回现能力较好,但由于预付款较多等原因,采购商品支付的现金与现金流入不很匹配,导致公司经营性净现金流波动较大。2008~2010年,公司经营性净现金流分别为7.84亿元、27.92亿元、-15.66亿元,2009年通过加大客户信用管理,控制应收款项等各项资金占用,较历年有大幅提升;而2010年,由于相应的存货、预付款资金占用的增加,导致公司经营活动净现金流为较大额净流出。

11 云铝 MTN1 简评

债券基本资料

发行人	云南铝业股份有限公司
发行规模	2亿元
发行期限	5年
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA
债项评级	AA
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	127.05	118.89	96.89	74.34
所有者权益	47.38	45.55	45.00	34.55
流动资产	43.04	43.27	40.16	30.36
货币资金	18.29	22.08	17.78	19.14
总债务	72.88	64.77	41.42	33.13
短期债务	29.71	23.66	24.52	17.19
长期债务	43.17	41.11	16.90	15.94
营业收入	39.91	73.26	52.10	61.61
利润总额	0.51	0.59	0.62	0.36
净利润	0.39	0.49	0.62	0.21
EBITDA	-	5.46	4.35	4.66
经营活动净现金流	-0.52	-2.20	5.27	5.23
毛利率(%)	9.55	7.51	12.33	9.22
总资产周转率(次)	0.32	0.68	0.61	0.94
流动资产周转率(次)	0.92	1.76	1.48	2.42
总资产报酬率(%)	1.30	2.08	1.84	3.02
净资产收益率(%)	0.82	1.07	1.37	0.62
资产负债率(%)	62.71	61.69	53.55	53.52
流动比率(倍)	1.20	1.37	1.15	1.28
速动比率(倍)	0.87	0.97	0.75	0.99
EBITDA/利息支出(倍)	-	2.59	2.65	2.21

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司于1998年由云南冶金集团股份有限公司以其原子公司云南铝厂的资产向社会公开募集股份设立而成。1998年4月公司股票在深圳证券交易所上市,公司目前注册资本约11.84亿元,云南省冶金集团持有公司49.13%股份,为公司控股股东。公司实际控制人为云南省国资委。公司主要经营铝冶炼、铝加工产品、炭素及炭素制品的生产和销售,主要产品包括铝锭、铝板带、铝圆杆、铝合金等四大系列,公司目前电解铝产能为50万吨/年,铝加工能力34万吨/年,炭素制品产能18万吨/年。截至本期债券发行前,公司尚有5亿元短期融资券将于2012年2月16日到期。

● 电解铝行业面临产能过剩压力

近年来电解铝产业快速发展,中国已成为全球电解铝生产和消费的主要推动国。2008年下半年以来,由于经济危机影响,电解铝下游需求大幅减少,全球电解铝产能利用率持续下降,铝库存持续上升。2009年我国电解铝产能约1,800万吨,过剩约600万吨。为缓解电解铝产能过剩,政府2009年对电解铝产业实施调控,规定今后三年不再核准新建和扩建电解铝项目,并对落后产能予以淘汰。电解铝行业短期内仍将保持供过于求的局面,未来供求变化、上游氧化铝、电价的波动以及相关产业政策的影响都将对公司经营产生较大影响。

● 公司面临一定存货跌价风险

截至2011年6月末,公司存货净值为11.87亿元,占流动资产的比例为27.58%。公司存货主要为氧化铝等原材料以及铝锭等库存商品。同期,公司预付账款为10.44亿元,存在一定数量的预付氧化铝款。由于氧化铝等价格波动较大,公司存货及预付款项面临一定的跌价风险。

● 公司产品价格波动较大,影响盈利的稳定性

由于2008年下半年以来下游行业需求下降,铝产品价格大幅下滑,公司的铝锭含税平均销售单价由2007年的19,572元/吨下降至2008年的16,810元/吨,2009年达到最低点13,730元/吨,2010年以来逐步回升,2011年一季度已回升至16,586元/吨;在此期间公司铝锭业务的毛利率分别为15.28%、7.46%、11.85%、7.41%和8.28%;公司铝加工产品含税平均销售单价也在2009年达到低点。此外,2010年以来公司电力成本上升,公司盈利空间受到进一步挤压,整体毛利率处于低位波动。

● 公司2010年以来经营活动现金流呈净流出状态,加大资金压力

2008~2010年及2011年上半年,公司经营活动净现金流分别为5.23亿元、5.27亿元、-2.20亿元和-0.52亿元。公司2008年经营活动现金净流量较2007年下降55.46%,主要原因是公司2008年营业收入同比减少所致。公司2010年以来经营活动现金净流量为负数,主要原因是公司支付原材料等款项同比增幅较大。整体看公司获取现金能力下降,对其经营造成不利影响。

● 公司未来面临一定资本支出压力

公司为打造“氧化铝~电解铝~铝加工”产业链,近年来开展了系列重点项目建设。预计2011~2014年项目投资支出分别为44.88亿元、26.74亿元、5.65亿元和10.45亿元。公司已通过增发股票募集资金解决了部分资金,但仍然面临一定资本支出压力。

11 红豆 CP002 简评

债券基本资料

发行人	红豆集团有限公司
发行规模	8亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	8.35%
主承销商	中国农业银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AA-
债项评级	A-1
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	166.85	150.66	121.13	101.31
所有者权益	60.69	57.33	50.46	45.03
流动资产	108.70	95.64	72.65	58.42
货币资金	21.22	19.58	18.67	15.99
总债务	94.99	83.94	53.32	48.25
短期债务	63.82	53.23	38.17	34.52
长期债务	31.18	30.70	15.14	13.72
营业收入	71.92	146.36	122.31	111.90
利润总额	4.56	9.46	7.15	6.86
净利润	3.80	7.60	5.68	5.26
EBITDA	-	14.57	11.97	10.35
经营活动净现金流	-0.72	-12.52	7.15	3.50
毛利率 (%)	13.74	13.94	13.17	13.61
总资产周转率 (次)	0.45	1.08	1.10	1.18
流动资产周转率 (次)	0.70	1.74	1.87	2.03
总资产报酬率 (%)	3.47	8.30	8.19	9.08
净资产收益率 (%)	6.43	14.10	11.90	12.31
资产负债率 (%)	63.62	61.95	58.34	55.55
流动比率 (倍)	1.45	1.53	1.31	1.37
速动比率 (倍)	0.66	0.69	0.68	0.70
EBITDA/利息支出 (倍)	-	8.03	6.11	5.88

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身是成立于1984年的无锡县针织内衣厂,1992年更名为江苏红豆针纺(集团)公司。历经数次更名重组后,于2002年11月改制为红豆集团有限公司,由集体企业改为自然人控股的有限责任公司。截至2011年6月末,公司注册资本为8亿元,纳入合并范围的二级子公司为8家。公司是一家多元化的控股集团,目前已形成以纺织服装为主业,以及机车轮胎、房地产、生物医药等四大领域的经营架构,其中服装产业是其核心产业,2010年服装板块实现营业收入82.30亿元,占全部营业收入的56.23%。截至本期债券发行前,公司(含子公司)有未到期债务融资工具12亿元,其中企业债券5亿元,短期融资券7亿元。

● 服装等行业产能过剩压力加大,增加了公司竞争压力

服装业进入门槛低,是典型的需求拉动型产业,对市场的依赖性很大,2008年以来的经济危机造成的外部市场恶化进一步加剧国内的产能过剩。同时,我国轮胎工业对国际市场的依赖程度比较大,由于出口形势的不乐观和国内产能的不断增加,我国轮胎行业已出现产能过剩。目前公司经营的服装行业、橡胶行业市场已出现从单纯的价格、市场份额之间的竞争演变为产品规模、技术、实力和销售渠道等全方位的竞争。公司在国内服装行业处于领先阵营,但面临着雅戈尔等诸多知名企业的竞争;其轮胎业务与全球性、全国性企业相比还有一定差距。另外,中国的电动自行车和摩托车产能过剩导致行业低价竞争已经成为普遍情况,公司没有明显竞争优势。

● 公司海外投资项目面临不确定性

公司下属子公司与柬埔寨公司在柬埔寨金边市合资设立了西哈努克港经济特区有限公司,专门负责西港特区的开发、建设、运营和管理。项目建设将形成道路、排污、通电等基础设施建设、厂房以及行政办公、生活服务配套等,项目将分多期进行,拟采用滚动开发形式。该项目总投资3.2亿美元,目前已经投资金额为10,147万美元。本项目开发过程中资金来源、开发进度和开发收益均存在一定的不确定性,此外,海外投资项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境、市场利率、汇率和货币政策等变化,均可能对项目产生一定影响。

● 公司存货余额较大,存在跌价风险和变现压力,增加了短期偿债压力

2010年末,公司存货为52.52亿元,占流动资产和总资产比重分别为54.91%和34.86%。公司存货主要是原材料、在产品、开发成本和产成品。其中开发成本33.13亿元,各类产成品12.76亿元。受经济波动及国家产业政策不断调整等影响,公司存货中房地产开发成本面临房地产市场调控带来的巨大压力,服装等产品价格波动明显,面临一定的存货跌价风险。同时,公司流动负债占负债总额比重偏高,2010年末流动负债为62.63亿元,占总负债比重为67.10%,当期流动比率和速动比率分别为1.45和0.66,由于存货占比过高,存在即期变现压力,其短期债务保障能力受到影响。

● 公司经营活动现金净流量波动较大

2008~2010年及2011年上半年,公司的经营活动现金净流量分别为3.50亿元、7.15亿元、-12.52亿元和-0.72亿元,波动较大。2010年以来公司的经营活动净流量为负数,主要是由于房地产开发投入大幅增长占用资金较多。

11 北车 CP003 简评

债券基本资料

发行人	中国北车股份有限公司
发行规模	20亿元
发行期限	366天
发行利率	5.43%
担保方式	无担保
主承销商	中信银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AAA
债项评级	A-1
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	很好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	995.06	771.62	633.41	413.49
所有者权益	250.72	241.35	216.32	73.19
流动资产	696.76	513.69	439.72	243.84
货币资金	50.38	52.53	113.63	25.27
总债务	282.96	122.87	95.87	94.68
短期债务	272.78	122.60	86.58	64.88
长期债务	10.18	0.26	9.29	29.80
营业收入	411.32	621.84	405.16	347.11
利润总额	19.69	23.33	16.09	14.30
净利润	16.67	20.30	14.14	12.75
EBITDA	-	37.57	28.96	28.01
经营活动净现金流	-85.82	9.05	9.25	37.28
毛利率 (%)	12.61	13.25	12.52	14.99
总资产周转率 (次)	0.47	0.89	0.77	-
流动资产周转率 (次)	0.68	1.30	1.19	-
总资产报酬率 (%)	2.39	3.38	3.04	4.69
净资产收益率 (%)	6.65	8.41	6.53	17.42
资产负债率 (%)	74.80	68.72	65.85	82.30
流动比率 (倍)	1.00	1.03	1.16	0.86
速动比率 (倍)	0.49	0.54	0.82	0.53
EBITDA/利息支出 (倍)	-	10.90	7.80	4.66

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于2008年6月,是在中国北方机车车辆工业集团公司的基础上重组改制成立的股份有限公司,并于2009年12月在上海证券交易所上市。截至2011年6月末,公司注册资本为83亿元,国务院国资委通过中国北车集团持有公司61%的股权,是公司的实际控制人。公司拥有全资或控股子公司23家,分公司1家,主要合营企业7家、联营企业9家。公司主要从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨车辆及重要零部件的研发、制造、修理等业务。截至本期债券发行前,公司(含子公司)有未到期债务融资工具60亿元,均为短期融资券。

● 公司是我国轨道交通装备制造业双寡头之一,得到国家政策支持,但客户集中度较高,业务经营受客户影响大

我国轨道交通装备行业政策性进入壁垒高,呈北车集团和南车集团双寡头竞争的市场格局。公司是北车集团的核心企业,在我国相关领域市场占有率均接近或超过50%,市场地位稳固。但同时,公司客户主要集中在铁道部及其所属铁路局以及城市轨道交通运营运营商、少数拥有自备车的大型工矿企业,其中2008~2010年对铁道部及其所属铁路局的销售占比分别为54.66%、43.41%和51.85%。由于铁道部在国内铁路市场的绝对垄断地位,在产品定价、技术方案、产品要求、结算方式等多方面居于主导地位,公司经营自主性低,资金垫付较大,灵活安排生产经营受到限制。2011年5月,铁道部宣布我国铁路固定资产投资从8,500亿元下降为7,455亿元,将对公司未来业务增长产生一定影响。

● 原材料价格大幅波动,不利于公司控制生产成本

钢材、铝材和铜材是公司生产的基础原材料,约占公司生产成本的80%左右。2008年后,受国际金融危机的影响,钢材、铝材、铜材价格均出现大幅下跌。但随着宏观经济复苏及下游需求的逐步释放,2009年以来,原材料价格经过一段时期的波动后逐步反弹,近尤其是2010年9月以来国际大宗原材料商品价格大幅走高。由于上述产品价格不仅受供求影响,且与市场投机、炒作有较大关系,长期看仍会表现出较强的波动性,不利于公司控制生产成本。

● 公司应收预付等往来账款占比较高,周转效率不高,并影响到经营性现金流的稳定性

公司主要产品生产周期较长,资金周转较慢,同时公司因提前订货而支付较大数额的预付款。因此,公司应收、预付账款等往来资金始终维持在较高规模。2011年6月末,公司应收账款和预付账款分别为174.27亿元和88.16亿元,分别占流动资产的25.01%和12.65%。此外,公司存货为358.83亿元,占用资金加大。2008~2010年以及2011年上半年,公司经营性净现金流分别为37.28亿元、9.25亿元、9.05亿元和-85.82亿元,2011年上半年现金净流量同比大幅减少并转为负数的主要原因是铁道部回款较慢所致。

● 公司资产负债率较高,短期债务保障水平偏弱

公司于2009年上市后通过募集资金偿还了大部分长期借款和应付债券,资产负债率明显降低,但公司2010年以来公司负债水平重回上升通道,截至2011年6月底,公司资产负债率由2010年底的68.72%上升至74.80%,债务负担加重。同期,公司流动比率和速动比率分别为1.00和0.49,较高的流动负债占比以及存货余额使得公司面临一定的短期偿付风险。

11 赣粤 CP002 简评

债券基本资料

发行人	江西赣粤高速公路股份有限公司
发行规模	7亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	5.43%
主承销商	中国农业银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AAA
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	208.90	185.89	147.11	121.69
所有者权益	104.55	99.78	93.60	77.11
流动资产	39.58	29.43	12.76	11.24
货币资金	22.52	16.18	6.77	5.10
总债务	76.24	58.15	39.61	35.20
短期债务	53.38	38.28	23.66	12.92
长期债务	22.86	19.87	15.96	22.28
营业收入	19.68	39.78	32.52	30.86
利润总额	8.41	16.60	16.32	14.65
净利润	6.89	13.53	13.35	11.91
EBITDA	-	22.06	20.59	18.79
经营活动净现金流	7.87	20.82	19.21	17.57
毛利率(%)	49.51	48.81	58.55	55.01
总资产周转率(次)	0.10	0.24	0.24	0.26
流动资产周转率(次)	0.57	1.89	2.71	2.69
总资产报酬率(%)	4.54	9.42	11.37	12.63
净资产收益率(%)	6.59	13.56	14.27	15.45
资产负债率(%)	49.95	46.32	36.37	36.64
流动比率(倍)	0.49	0.45	0.35	0.51
速动比率(倍)	0.47	0.43	0.32	0.42
EBITDA/利息支出(倍)	-	16.28	11.47	7.12

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1998年3月,由江西高速公路投资发展(控股)有限公司(现已重组更名为江西省高速公路投资集团有限责任公司)作为主发起人,联合江西公路开发总公司等以发起方式设立,并于2000年5月在上海证券交易所上市。截至2010年末,公司注册资本为22.35亿元,江西省高速公路投资集团有限责任公司持有公司51.98%的股权,公司的实际控制人是江西省交通运输厅。公司主要从事高速公路投资、运营和管理。2010年末,公司拥有10家全资、控股子公司和6家参股公司,经营管理的高速公路总里程为623公里,占江西省高速公路已通车总里程的20.17%。截至本期债券发行前,公司(含子公司)尚有未到期债务融资工具34亿元,其中分离交易可转债12亿元,短期融资券22亿元。

● 公路收费政策性强,公司业务易受国家及地方政策影响

公路运营具有一定的社会公益性质,公路收费标准主要由政府统一制定。根据江西省《关于全省高速公路统一车型分类及统一收费标准的通知》的规定,从2004年11月1日起江西省全省高速公路车辆通行费按部颁标准统一车型分类、统一收费标准,因此公司在决定收费标准时自主权很小。自2009年1月1日起,国家开始实施燃油税费改革,逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费,并调高成品油消费税、汽油消费税单位税额。江西省已于2009年2月21日零时起,对全省境内政府还贷二级公路(含桥梁)收费站点全部统一取消收费,保留一级公路和经营性二级公路收费站点。上述政策的实施对与收费二级公路平行的高速公路车流量产生一定的分流作用。

● 公司面临城际铁路、在建高速公路及其他并行路网等方面的分流压力

公司所辖高速公路面临城际铁路、在建高速公路等并行线路的分流压力。昌九城际铁路是江西省第一条城际铁路轨道,已于2010年9月下旬正式通车,实现了南昌与九江45分钟到达,将对公司所属昌九高速公路的客车车流产生较大的分流效应。与公司昌九高速、昌樟高速、昌泰高速并行的济广高速公路景德镇至寻乌段是江西省规划高速公路主骨架线路,也是国家规划7918网的重要组成部分,部分路段已通车运行,瑞寻段预计在2012年初通车,届时济广高速在江西境内的路段将会全线通车,对公司相关高速公路产生一定竞争。

● 公司有息债务占比较高,存在一定的短期债务压力

2008~2010年末及2011年6月末,公司速动比率分别为0.42、0.32、0.43和0.47,总体处于较低水平,主要是公司短期债务增加较多且长期应付款不断临近偿还期所致。由于公司短期借款、短期融资券等刚性债务占比较高,将使公司面临一定的短期债务偿付压力。

● 公司在建和拟建项目投资额较大,面临资本支出压力

公司未来三年资本性支出包括在建高速公路建设项目、前期高速公路建设款、核电投资项目以及固定资产购置等,其中在建的高速公路项目里程数为167公里。2011年至2013年,公司预计需支付的资本性支出分别为48.48亿元、31.63亿元和19.31亿元。资本性支出的扩大将使公司面临一定的资金压力,对公司财务管理带来了挑战。

11 津建材 CP001 简评

债券基本资料

发行人	天津市建筑材料集团(控股)有限公司
发行规模	4亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	8.00%
主承销商	兴业银行股份有限公司
发行日	2011年10月25日
主体评级	AA-
债项评级	A-1
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	50.09	52.34	48.73	39.97
所有者权益	20.97	20.00	18.26	17.05
流动资产	20.16	23.44	20.58	14.94
货币资金	4.15	4.33	3.81	1.38
总债务	12.03	11.55	11.01	7.86
短期债务	2.45	3.38	2.21	2.34
长期债务	9.58	8.16	8.80	5.52
营业收入	7.94	18.13	11.41	7.85
利润总额	0.47	1.71	1.35	0.73
净利润	0.33	0.80	0.74	0.45
EBITDA	-	2.70	2.03	1.45
经营活动净现金流	0.41	1.91	2.08	-0.93
毛利率(%)	32.28	36.52	36.10	33.50
总资产周转率(次)	0.16	0.36	0.26	0.39
流动资产周转率(次)	0.36	0.82	0.64	0.53
总资产报酬率(%)	1.40	3.88	3.43	4.36
净资产收益率(%)	1.63	4.18	4.18	5.27
资产负债率(%)	58.13	61.79	62.53	57.36
流动比率(倍)	1.04	0.97	0.95	0.86
速动比率(倍)	0.77	0.74	0.71	0.52
EBITDA/利息支出(倍)	-	10.63	12.02	10.46

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身是天津市建筑材料工业管理局,1994年12月改组为天津市建筑材料集团总公司,2001年改制为现公司,目前注册资本为20.10亿元,天津市国资委为公司唯一出资人,并对公司履行国有资产出资人职责。截至2011年3月末,纳入公司合并报表范围的全资及控股子公司共58家(含企业化管理的事业单位1家),其中全资子公司46家,控股子公司12家。公司目前主要拥有建材制造、商贸物流、房地产开发和经营性物业四大业务板块。公司此前未曾有债券市场融资经历。

● 公司所处行业面临激烈市场竞争,同时将受到房地产行业波动影响

建材制造、商贸物流行业的进入门槛不高,新型建材生产厂商和商贸物流经销商众多,竞争激烈,公司面临激烈的同业竞争及价格竞争。近年来我国基础设施建设加快,建材产品需求旺盛,各生产企业纷纷扩大产能,国内建材产量大幅上升。随着宏观经济政策调整、基础工程建设投资增幅趋缓以及生产成本的不断提高,行业平均利润率逐渐下降,同质化竞争加剧了市场竞争程度。同时,公司产品主要用于建筑及装修市场,目前我国房地产行业面临调整关键期,房地产开发景气指数较低,销售增速放缓,房地产行业的调整将对公司建材制造、房地产开发、经营性物业等各业务板块都将造成较大影响。

● 公司短期偿债指标较低,其他应付款和长期应付款规模较大

公司短期偿债指标长期保持较低水平,截至2011年6月30日,公司流动比率和速动比率分别为1.04和0.77。2008~2010年末,公司其他应付款分别为12.73亿元、16.98亿元、16.65亿元,占当期流动负债的比率分别为55.42%、73.90%、68.90%,长期应付款分别为5.05亿元、7.01亿元、7.16亿元,占当期非流动负债的比率分别为91.12%、79.68%、87.62%。公司的应付款项数额较大,主要为集团及其下属子公司已收到的土地拆迁补偿款,需等待土地清理完毕后才能确认为收入,应付款项对公司当期盈利情况的影响较大。

● 公司应收账款存在较大坏账风险,其他应收款占用较大流动资金

2008~2010年末及2011年3月末,公司应收账款余额分别为2.73亿元、2.49亿元、4.17亿元和3.89亿元,分别占流动资产的18.30%、12.10%、17.80%和17.46%;其他应收款余额分别为4.45亿元、8.38亿元、7.37亿元和7.72亿元,分别占流动资产的29.81%、40.71%、31.44%和34.64%。公司应收账款增加主要由于产品销售给市政建设公司造成回款慢。截至2010年末,公司账龄在3年以上的应收账款余额为1.52亿元,账龄在1年以上的其他应收款余额为0.71亿元。公司应收款项面临一定坏账风险,同时,其他应收款余额较大,占用大量流动资金。

● 公司注册资本与实收资本不一致

公司在成立时,根据有关文件,以经审核后的1999年末授权经营的账面国有资产总额20.10亿元确定注册资本金。而1999年末,公司汇总实收资本金额约为10亿元,以此作为集团汇总报表1999年末实收资本的记账依据。多年来公司与天津市国资委进行了数次沟通,2010年天津市国资委提出了做实建材集团国有资产的建议,正在制定可行的解决方案,但有关进展面临很大不确定性。

11 原水 CP001 简评

债券基本资料

发行人	宁波原水集团有限公司
发行规模	4亿元
发行期限	365天
担保方式	无担保
发行利率	6.87%
主承销商	浙商银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	AA
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

宁波市资料 (人民币亿元)

	2010	2009	2008
地区 GDP	5,126	4,215	3,964
地区财政总收入	530.90	432.80	390.39
地区本级一般预算收入	113.43	97.28	-
地区本级一般预算支出	141.83	131.31	-

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	54.85	57.73	53.21	48.13
所有者权益	28.22	28.47	28.54	28.14
流动资产	11.51	14.48	11.94	6.90
货币资金	3.01	6.04	4.10	1.77
总债务	11.52	13.95	12.36	12.03
短期债务	7.09	9.29	5.34	4.07
长期债务	4.43	4.65	7.02	7.96
营业收入	1.05	3.45	1.72	1.62
补贴收入	0.00	2.29	5.35	3.07
利润总额	-0.25	0.24	0.04	0.14
净利润	-0.25	0.10	0.02	0.06
EBITDA	-	1.58	0.76	0.86
经营活动净现金流	0.49	0.48	0.41	0.69
总资产报酬率 (%)	0.08	1.26	0.92	1.26
净资产收益率 (%)	-0.89	0.36	0.06	0.22
资产负债率 (%)	48.55	50.68	46.36	41.53
流动比率 (%)	1.31	1.27	1.76	1.16
EBITDA/利息支出(倍)	-	2.41	0.91	0.81

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1996年4月, 前身为宁波市水利局投资组建的宁波市水利投资开发有限公司; 在此基础上, 于2005年12月增资扩股, 改组成立现公司。截至2011年6月末, 公司注册资本20亿元, 其中宁波市国资委、奉化市水利局、宁波市鄞州区水利局分别出资37.50%、33.90%、28.60%, 宁波市政府是公司实际控制人。公司纳入合并报表子公司5家, 联营企业4家。公司是宁波市唯一代表市政府从事水资源建设投资、开发、利用和保护的企业, 拥有宁波八大原水供应水库和姚江水源地工程, 负责向宁波市区以及奉化、宁海和象山三县(市)部分地区的自来水厂和工商业用户提供原水。截至本期债券发行前, 公司(含子公司)有未到期债务融资工具4亿元, 均为短期融资券。

● 宁波市属于水资源相对紧缺地区, 公司水资源开发利用得到政府资金财力支持

宁波属于水资源相对紧缺地区, 人均水资源量仅为浙江省人均水平的59%, 全国的55%, 水资源开发、利用和保护对于地区经济和社会发展至关重要。宁波市整体经济、财政实力很强, 对水利工程建设资金给予了较好保障。2007~2009年, 宁波市水利工程建设投资分别为40.30亿元、41.20亿元和43.50亿元。公司是宁波市唯一代表市政府从事水资源建设投资、开发、利用和保护的企业。公司所拥有的水库除了承担为城乡居民生活提供原水的职能外, 同时负有防洪、抗旱以及保障农田灌溉等职责。随着水利项目投资的推进, 宁波市财政对公司支持力度不断加强。2008~2010年, 公司获得的宁波市专项拨款分别为3.07亿元、5.35亿元和2.29亿元。

● 宁波市大工业供水工程投产后, 公司垄断地位受到一定削弱

为保障居民饮用水安全, 宁波市提出城市供水区和其他有条件的地区实施分质供水, 开始实施大工业用水项目。2008年12月, 由宁波工业供水有限公司建设的宁波市大工业供水主要工程——姚江水厂已投产, 开始为宁波钢铁有限公司、台塑集团热电(宁波)有限公司等工业企业提供工业用水。目前姚江水厂日供水量约为15万吨, 规划供水能力为50万吨/日。随着大工业用水工程的推进, 将有更多的工业企业使用河网水。尽管短期内由于利益协调等原因对公司供水业务量尚不能产生很大影响, 但长期看公司垄断地位受到一定削弱。

● 公司盈利水平较低, 经营性现金流对债务的保障程度一般

公司原水供应行业属于市政公用事业, 主要是满足城乡居民生产生活安全用水, 大部分业务处于保本微利状态。公司同时负有防洪、抗旱以及保障农田灌溉等, 免费为水库所在区域提供农业及生态用水, 但水库的运营管理成本较大, 削弱了公司盈利水平。公司2008~2010年的净利润分别为0.06亿元、0.02亿元、0.10亿元。受收入及盈利能力所限, 公司经营性净现金流获取能力一般, 2007~2009年经营性净现金流分别为0.69亿元、0.41亿元和0.48亿元, 对债务的保障程度一般。

● 公司对外担保金额较大, 存在一定或有风险

截至2011年6月末, 公司对外担保3.84亿元, 占所有者权益的13.47%; 公司对下属控股公司担保2.55亿元。公司对外担保的被担保方主要是余姚市水资源投资公司和奉化亭横水资源有限公司, 存在一定的或有风险。

11 七师柳沟 CP001 简评

债券基本资料

发行人	新疆兵团农七师柳沟总场
发行规模	4亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	8.60%
主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	A+
债项评级	A-1
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
信用水平	---

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	26.93	27.87	6.77	5.65
所有者权益	20.20	20.14	2.75	2.48
流动资产	4.34	5.89	3.22	2.94
货币资金	0.60	1.34	0.84	0.67
总债务	4.37	3.02	1.75	1.74
短期债务	1.29	1.14	0.85	1.21
长期债务	3.08	1.88	0.90	0.53
营业收入	1.55	7.20	4.43	4.03
利润总额	0.04	0.12	0.21	0.17
净利润	0.04	0.11	0.20	0.17
EBITDA	-	0.79	0.35	0.36
经营活动净现金流	-1.39	1.33	0.65	0.66
毛利率 (%)	18.19	7.32	11.09	10.84
总资产周转率 (次)	0.06	0.42	0.71	0.73
总资产报酬率 (%)	0.45	1.48	5.20	6.09
净资产收益率 (%)	0.21	0.98	7.69	6.98
资产负债率 (%)	25.00	27.72	59.35	56.12
流动比率 (倍)	1.29	1.06	1.25	1.33
速动比率 (倍)	1.06	0.80	0.68	0.79
EBITDA/利息支出 (倍)	-	5.68	3.15	2.15

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

发行人成立于1999年7月，由新疆生产建设兵团农业第七师出资设立，注册资本为1,810万元。发行人控股股东为农七师国有资产监督管理委员会，实际控制人为新疆生产建设兵团农业建设第七师。发行人是一个以农为主、农林牧渔等共同发展的国有农牧团场，经营范围主要包括棉花、番茄、粮食种植，禽畜养殖，农业机械制造，汽车客货运输，水力发电，农副产品购销，籽棉收购、加工、皮棉及棉副产品销售等。截至2010年末，发行人下属建制单位42个（农业连队23个，企事业单位19个）以及权属公司1家，其中控股子公司1家，参股公司5家。发行人此前未发行过债务融资工具。

● 发行人收入规模小，盈利能力较弱

发行人收入主要来自农业种植和畜牧业。种植业的收益主要反映为农产品购销价差和加工过程中的副产品收入，2008~2010年以及2011年上半年经营利润分别为1,926.74万元、2,589.06万元、2,163.78万元和1,091.02万元，盈利能力较弱；发行人畜牧业尚处于发展的初期，短期内尚难以形成显著的规模化收益，以上因素影响了其整体盈利能力水平。

● 发行人正处于业务调整期，发展前景存在不确定性

发行人是农七师的重要农牧团场，通过多年的农业生产经营，积累了较为丰富的农业种植和管理经验，目前正处于农业种植结构调整和产业多元化发展阶段，通过自主投资和合作整合成立了控股和参股企业，从单一的农业种植业走向多元化生产经营。同时结合农七师整体发展规划，发行人将来可能涉及更多产业，业务复杂程度提高，发展前景存在不确定性。

● 发行人盈利受到大宗农产品的市场价格影响较大

大宗农作物产品生产（主要是棉花和番茄）近年来由于受到劳动力成本、农业生产资料价格等大幅度上涨，特别是化肥等生产资料价格的上涨，使农产品的种植成本大幅度提高，导致收购成本居高不下，同时受国内外市场供需、种植地气候条件等因素的影响，价格波动较大。农作物产品价格波动可能影响发行人的收入和盈利能力。

● 发行人流动资产占比较低，资产变现能力弱

2008~2010年以及2011年6月末，发行人流动资产占资产总额的比例逐渐降低，截至2011年6月末，流动资产占资产总额的比例为16.12%，资产流动性较弱。发行人资产中以农业用地为主的无形资产占比高，截至2011年6月末，发行人的无形资产占当年资产总额的比重达到60.01%，该部分资产中短期内变现能力较弱。

● 发行人投资项目较多，未来面临一定的资本支出压力

发行人为提高农业生产效率而推行大规模农业机械化生产，在农业设施方面的投入较大，2008~2010年发行人投资活动产生的现金流量净额分别为-0.55亿元、-0.70亿元和-2.83亿元。随着子公司澳大利亚牧业的成立，2010年发行人投资活动现金支出主要用于畜牧产品生产相关的设施建设及奶牛的购置，因此投资性现金净流出迅速增加；且当年新增的番茄等农产品种植业务进一步增加了投资性现金支出。根据发行人的“十二五规划”，预计未来投资性现金支出仍将维持较大规模。

11 三桥 CP001 简评

债券基本资料

发行人	南京长江第三大桥有限责任公司
发行规模	4亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	A+
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	---

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	32.59	33.45	33.83	34.04
所有者权益	10.25	10.13	9.85	9.72
流动资产	2.77	3.22	2.56	2.28
货币资金	0.85	1.32	0.68	0.39
总债务	21.69	22.76	23.15	23.75
短期债务	4.50	6.00	5.30	5.50
长期债务	17.19	16.76	17.85	18.25
营业收入	1.51	2.92	2.52	2.40
利润总额	0.16	0.41	-0.06	-0.27
净利润	0.12	0.28	0.14	-0.27
EBITDA	-	2.41	2.06	2.01
经营活动净现金流	1.21	2.29	2.03	1.91
毛利率(%)	64.04	62.68	64.06	63.87
总资产周转率(次)	0.05	0.09	0.07	0.07
流动资产周转率(次)	0.50	1.01	1.04	1.02
总资产报酬率(%)	2.38	4.90	4.00	4.01
净资产收益率(%)	1.19	2.78	1.43	-2.75
资产负债率(%)	68.54	69.71	70.87	71.46
流动比率(倍)	0.54	0.49	0.42	0.38
速动比率(倍)	0.54	0.49	0.42	0.38
EBITDA/利息支出(倍)	-	1.95	1.45	1.22

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司由南京市交通建设投资控股(集团)有限公司于2003年1月28日出资成立,成立之初为国有独资公司。2004年公司增资扩股,引入亿阳集团有限公司、深圳高速公路股份有限公司、江苏省南京浦口经济开发总公司三家股东,后各方股东再次增资,截至2011年3月31日,公司注册资本10.80亿元,控股股东为南京市交通建设投资控股(集团)有限公司,持股比例45%。公司无权益投资及下属子公司,主要业务是从事南京长江三桥的投资、建设、运营、管理及附属设施的经营和综合开发。截至本期短期融资券发行日,公司没有已发行尚未兑付的企业债、中期票据和短期融资券。

● 公司所在区域同质化路桥较多,主业面临竞争较为激烈;车流量尚处于培育期,未来增长具有一定不确定性

公司核心路产南京三桥位于现南京长江大桥上游19公里的大胜关处,目前长江江苏段已建和在建的过江大桥共有七座:从西到东依次是南京长江三桥、南京长江大桥、南京长江二桥、润扬大桥、泰州大桥(在建)、江阴大桥和苏通大桥,此外南京市首座长江隧道于2010年5月28日开通,公司核心路产周边密集分布的路桥和隧道对通车量有着较强的分流作用,使得公司通行收费收费主业存在巨大的竞争压力;同时,由于长江三桥建成较晚,车流量尚待培养,其客车通行量一直低于建设初期的预测值,未来随着分流效应增强,车流量的增加存在一定不确定性。

● 股东占款影响公司流动性;公司建设期形成了较大的债务规模,存在较重的债务负担

2008~2010年末及2011年6月末,公司其他应收款分别为1.89亿元、1.88亿元、1.91亿元和1.91亿元,占公司流动资产比例为83%、74%、59%和69%。上述应收款性质均为股东借款及联网运营款,期限较长,其中2010年末3年以上应收款占总应收款比重达到98.57%。虽然上述款项可在股东投资收益中扣回,但仍挤占了公司资金,对公司流动性造成一定不利影响。由于行业特点,公司在建设长江三桥期间形成了大量的有息债务,截至2011年6月末,公司短期借款4.5亿元,占流动负债的87.36%;长期借款17.19亿元,占非流动负债比重100%,有息债务负担较重。

● 公司经营毛利率有一定的波动;高企的财务费用挤占了公司的盈利空间

2008~2010年及2011年上半年,公司营业毛利率分别为63.87%、64.06%、62.68%和64.04%,收入和成本增速不同步,存在一定的波动性;同期,公司财务费用分别为1.64亿元、1.40亿元、1.23亿元和0.62亿元,占总成本比例分别为59%、55%、47%和46%;同期,公司净利润分别为-0.27亿元、0.14亿元、0.28亿元和0.12亿元,高额的财务成本是公司盈利水平一般的重要原因。

● 公司经营现金流入较为稳定,但对债务保障水平不高

2008~2010年及2011年上半年,公司经营现金净流量分别为1.91亿元、2.03亿元、2.29亿元和1.21亿元,对于总负债的保障倍数为7.78%、8.48%、9.81%和5.43%,经营现金流利息保障倍数分别为1.16倍、1.43倍、1.85倍和1.95倍,保障能力一般。

11 万宝 CP001 简评

债券基本资料

发行人	广州万宝集团有限公司
发行规模	8亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	7.99%
主承销商	中国农业银行股份有限公司
发行日	2011年10月26日
主体评级	AA-
债项评级	A-1
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
信用水平	一般

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	128.72	113.66	85.25	69.14
所有者权益	40.82	40.09	31.42	26.61
流动资产	93.18	79.45	51.91	42.48
货币资金	8.89	6.59	5.70	3.22
总债务	44.29	35.62	31.71	28.23
短期债务	38.56	30.85	27.84	26.75
长期债务	5.73	4.77	3.87	1.48
营业收入	97.57	151.80	103.43	120.87
利润总额	4.03	12.45	2.40	4.74
净利润	3.08	9.73	1.90	3.38
EBITDA	-	18.09	6.98	9.48
经营活动净现金流	11.56	8.18	8.04	-2.69
毛利率 (%)	13.51	16.76	16.04	14.91
总资产周转率 (次)	0.81	1.53	1.34	-
流动资产周转率 (次)	1.13	2.31	2.19	-
总资产报酬率 (%)	4.52	13.66	4.17	-
净资产收益率 (%)	7.61	27.22	6.54	25.41
资产负债率 (%)	68.29	64.73	63.14	61.51
流动比率 (倍)	1.16	1.19	1.05	1.04
速动比率 (倍)	0.96	0.98	0.85	0.78
EBITDA/利息支出 (倍)	-	15.92	8.52	8.81

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于2000年8月，系由广州机电工业资产经营有限公司出资组建成立的国有独资有限公司。截至2011年6月末，公司注册资本为16亿元，广州市国资委为公司唯一出资人和实际控制人。截至2011年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共31家，包括20家一级子公司和11家二级子公司。公司主要业务分为冰箱产业链、空调产业链、小家电及其他类等业务板块，主要产品包括冰箱、冷柜、空调（家用、商用、中央）、太阳能及热泵热水器（家用、商用）、家庭用小电器、压缩机及配套产品等，形成了完整的制冷设备产业链及家电系列产品集群。公司此前未发行过债务融资工具。

● 公司主要收入来源于冰箱、空调及压缩机业务，但对主要经营主体控制力偏弱，且面临较大竞争压力

空调产业链在公司收入中占有约69%比重，主要来自广州松下空调器有限公司（41%）、松下·万宝压缩机有限公司（30%），但公司对两家合资公司控股均在31%左右，控制力偏弱。目前，国内家电行业市场竞争已从产品价格、市场份额之间的竞争演变为产品性能、技术、品牌、销售渠道等方面的竞争，家电企业逐步形成了产业聚集区域，主要集中在长江三角洲、珠江三角洲和环渤海区域以及目前新兴的合肥地区。海尔、美的、格力、海信、新飞、松下、LG等企业在家电行业里具有较大的影响力和知名度。公司的家电产品主要用于出口，国内市场份额占比不高。未来公司将重点加大对冰箱产业链的投入，新建产能的释放将面临一定压力。另外出口退税率政策、家电下乡补贴及以旧换新补贴政策、环保政策及能耗标准的调整将直接影响公司产品的成本，对公司盈利能力产生影响。

● 人民币汇率持续上升，不利于公司业务增长

公司生产冰箱的原材料以及空调器的生产设备部分需要进口。同时，公司的冰箱80%用于出口，空调器60%用于出口，其中日本是空调器产品的主要出口国，冰箱压缩机也有部分产品销往国外。公司出口至欧美地区的产品主要以美元结算，出口至日本的产品以日元结算。因此，人民币的汇率波动将影响公司的采购成本、产品出口及汇兑损益等，进而影响到公司利润水平。

● 公司应收账款集中；流动负债占比过高，负债结构不尽合理

近三年来，公司应收账款占总资产的比例逐年上升，至2011年6月末达31.61%。2010年末，前五名债务人的金额占总应收账款比例为37.53%，集中度较高，公司会面临一定的坏账损失风险。从负债期限结构来看，公司负债以流动负债为主，2011年6月末流动负债在负债总额中占比为91.56%，短期刚性债务为38.56亿元，占流动负债的47.91%，公司短期债务占比过大，债务结构不合理。

● 公司低盈利冰箱业务扩张存在盈利风险

2010年，公司利润总额为12.45亿元，其中营业收益为5.70亿元，占利润总额的45.80%；公允价值变动净收益为5.78亿元，占利润总额的46.41%。由于万宝压缩机、松下空调和松下压缩机稳定增长，2010年公司营业收入为151.80亿元，较上年增长46.77%。但毛利水平较低的冰箱压缩机业务规模大幅扩增，使得公司综合毛利仅小幅上升。未来公司仍会加大冰箱产业投入，由于市场竞争激烈，相关业务拓展面临较大经营压力。

11 首发 CP001 简评

债券基本资料

发行人	北京市首都公路发展集团有限公司
发行规模	30亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	中国光大银行股份有限公司
发行日	2011年10月27日
主体评级	AAA
债项评级	A-1
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	很好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	835.61	802.27	734.88	655.21
所有者权益	339.13	338.24	332.66	312.36
流动资产	39.26	40.00	35.80	39.17
货币资金	15.12	21.95	13.82	9.60
总债务	462.80	431.46	378.29	321.66
短期债务	206.46	185.44	152.98	129.05
长期债务	256.34	246.03	225.32	192.61
营业收入	31.85	60.79	56.13	36.05
利润总额	0.47	1.49	2.30	0.67
净利润	0.38	1.07	1.80	0.54
EBITDA	-	30.20	26.82	17.27
经营活动净现金流	13.96	30.80	33.85	14.78
毛利率 (%)	38.13	35.92	34.13	30.43
总资产周转率 (次)	0.04	0.08	0.08	0.06
流动资产周转率 (次)	0.80	1.60	1.50	0.65
总资产报酬率 (%)	1.17	2.42	2.63	1.74
净资产收益率 (%)	0.11	0.32	0.56	0.18
资产负债率 (%)	59.42	57.84	54.73	52.33
流动比率 (倍)	0.16	0.18	0.20	0.26
速动比率 (倍)	0.15	0.17	0.20	0.20
EBITDA/利息支出 (倍)	-	1.47	1.46	1.27

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1999年9月，是北京市国有大型企业，负责北京高速公路建设、运营管理、筹融资和相关产业开发。截至2010年末，公司注册资本为305.78亿元，北京国有资本经营管理中心持有公司84.74%的股权，实际控制人为北京市国资委。截至2010年末，公司自主营运的公路总里程达到754公里（含五环路），其中收费高速公路659公里，占北京市域内高速公路总里程的80%以上，是北京市最主要的高速公路运营实体。截至本期中票发行前，公司（含子公司）尚有未到期债务融资工具63亿元，其中企业债券23亿元，中期票据40亿元。

● 公司得到北京市政府部门的支持，面临较好的发展条件

作为北京市高速公路建设和投融资的最重要主体，公司在北京市高速公路行业中处于主导地位，政府持续的资本金注入在一定程度上为公司的公路建设提供了资金支持。政府还对一些项目增加了资本金配置比例，有利于缓解公司资金压力。作为我国重要的政治和经济中心，北京市经济基础雄厚，经济持续快速增长，也为公司发展提供了有力支撑。

● 公司资产构成以收费路产类固定资产为主，流动资产对流动负债的覆盖程度有所不足

截至2010年末，公司路产账面价值为683.60亿元，占公司资产总额的83.99%。目前公司已经建成并投入运营的收费高速公路，包括京石高速公路（北京段）、八达岭路高速公路及联络线、京沈高速公路（北京段）、京哈高速公路（北京段）、京开高速公路（北京段）、六环路、京承高速公路（一期、三期）、机场南线、京包高速、京津高速及机场北线，公司拥有上述高速公路的经营收费权。公司2008~2010年末及2011年6月末的流动比率分别为0.26、0.20、0.18和0.16，速动比率分别为0.20、0.20、0.17和0.15。公司资产流动性不高，且呈下降趋势，流动资产对流动负债的覆盖程度不高。

● 公司质押资产规模较大影响其外部融资能力

截至2011年3月末，公司以高速公路收费权质押向银行融资162.60亿元，公司用于质押的资产账面价值为325.42亿元，占公司总资产的比例为40.56%，大量高速公路收费权质押将对公司的后续融资以及资产运用带来一定的限制。

● 公司目前自身盈利能力不足，盈利主要靠财政补贴

由于公司人工费用、材料费用等上涨较快，使得运营成本较快上升，并且部分运营管理的高速公路处于培育期，通行费收入低于成本支出，使得2007年以来公司各期营业利润为负，公司盈利主要依靠财政补贴。2008~2010年，公司获得的财政补助分别为2.02亿元、3.79亿元、1.02亿元，高于各期利润总额水平。

● 公司经营性净现金流对其短期债务的覆盖程度偏低

公司经营活动现金流入主要来自于通行费收入，2008~2010年公司分别实现经营性净现金流14.78亿元、33.85亿元和30.80亿元；同期末，公司短期债务分别为129.05亿元、152.98亿元和185.44亿元。经营活动产生的现金流量净额对短期债务覆盖程度偏低。

11 营口港 CP001 简评

债券基本资料

发行人	营口港务集团有限公司
发行规模	12亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司
发行日	2011年10月27日
主体评级	AA
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	560.02	494.93	420.01	377.14
所有者权益	178.38	151.69	135.64	128.19
流动资产	56.37	62.71	48.90	47.36
货币资金	18.26	28.13	24.32	24.93
总债务	331.59	323.32	254.46	210.48
短期债务	48.21	34.23	17.47	67.00
长期债务	283.39	289.08	236.99	143.49
营业收入	37.28	64.09	41.28	39.45
利润总额	4.53	4.54	3.46	4.00
净利润	4.10	3.99	3.04	3.34
EBITDA	-	17.53	15.43	12.18
经营活动净现金流	2.05	7.11	2.00	6.47
毛利率 (%)	29.29	26.01	29.35	31.45
总资产周转率 (次)	0.07	0.14	0.10	0.12
流动资产周转率 (次)	0.63	1.15	0.86	1.18
总资产报酬率 (%)	1.40	2.46	2.38	2.14
净资产收益率 (%)	2.30	2.63	2.24	2.61
资产负债率 (%)	68.15	69.35	67.71	66.01
流动比率 (倍)	0.74	1.39	1.31	0.50
速动比率 (倍)	0.52	1.06	1.19	0.49
EBITDA/利息支出 (倍)	-	0.78	1.10	1.15

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身为成立于1963年的营口港务局,于2003年4月改制组建为现公司。截至2011年6月末,公司注册资本为90亿元,营口市资产经营公司为公司唯一出资人,营口市国资委是公司实际控制人。公司主要从事港口装卸、仓储、船舶物资供应等业务。截至2010年末,公司拥有35家控股子公司,其中核心控股子公司——营口港务股份有限公司为上交所A股上市公司;此外公司还有合营公司4家,参股公司32家。公司运营管理的营口港是东北三省及内蒙东部地区重要的海上门户。截至2010年末,营口港共有生产性泊位70个,年吞吐能力13,947万吨。2010年,公司完成货物吞吐量22,579万吨,同比增长28.3%;集装箱吞吐量333.8万TEU,同比增长31.6%。公司货物吞吐量以及集装箱吞吐量均位于全国沿海港口第10名。截至本期债券发行前,公司(含子公司)有未到期债务融资工具48亿元,其中公司债券12亿元,中期票据24亿元,短期融资券12亿元。

● 营口港周边港口较多,对公司构成较大竞争压力

营口港地处环渤海地区,周边拥有大连港、锦州港、丹东港、秦皇岛港等众多大型港口,市场竞争日益激烈。大连港与营口港处于同一经济腹地,是营口港最主要的竞争港口。大连港地理、自然条件优越,是我国东北部第一大港,是沿海集装箱运输的干线港、区域能源和原材料运输的主要中转港,已开辟了至欧洲、美国、地中海和波斯湾等区域的远洋集装箱航线,外贸集装箱吞吐量约占东北地区的90%。大连港也是中国东北部最大的油品码头营运商,是我国指定的四大战略储油基地之一。大连港相对营口港在港口自然条件、综合功能、吞吐量规模以及外贸集装箱、油品等货种业务上都具有一定优势。锦州港处于营口港的关联腹地,在吉林、黑龙江两省的粮食货源市场上,锦州港具有一定的竞争优势,在东北及内蒙煤炭的周转上也与营口港存在一定的竞争。

● 公司债务规模持续扩大,债务压力较大

随着公司投资规模的增加,公司近年来负债规模增长较快,特别是银行借款等有息债务增长迅速。截至2011年6月末,公司负债总额为381.64亿元,资产负债率为68.15%,处于较高水平;其中有息刚性债务为331.59亿元,占比86.89%,公司面临较大债务压力以及由此带来的沉重利息负担。公司2008~2010年财务费用呈现逐年递增趋势,各年财务费用分别为4.46亿元、5.40亿元和6.56亿元。

● 由于公司建设项目尚未完全发挥效益,财务费用的逐年增长限制了公司盈利水平的提高

公司大部分建设项目已接近尾声,但尚未发挥效益,收入增长幅度不大。由于债务增长带来的利息费用的持续增加,削弱了公司盈利水平。2008~2010年以及2011年上半年,公司净利润分别为3.34亿元、3.04亿元、3.99亿元和4.10亿元,净资产收益率分别为2.61%、2.24%、2.63%和2.30%,净资产收益水平较低。

● 公司经营现金流波动较大,对债务的保障水平不高

公司销售回现能力总体一般,经营性净现金流波动较大。2008~2010年,公司现金回笼率分别为76.53%、81.42%、86.58%,经营性净现金流分别为6.47亿元、2.00亿元和7.11亿元。总体看,公司投融资规模较大,经营性现金流对债务及利息的覆盖保障水平较低。

11 厦门港 CP001 简评

债券基本资料

发行人	厦门国际航空港集团有限公司
发行规模	5亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	中国国际金融有限公司 中国建设银行股份有限公司
发行日	2011年10月27
主体评级	AA+
债项评级	A-1
评级机构	联合资信评估有限公司
信用水平	一般

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	79.55	75.85	64.71	57.89
所有者权益	46.10	42.89	38.23	35.26
流动资产	24.84	23.79	17.30	14.17
货币资金	7.38	9.74	6.14	3.17
总债务	7.98	9.35	8.90	8.12
短期债务	4.89	6.27	6.76	5.16
长期债务	3.09	3.08	2.13	2.96
营业收入	25.18	36.29	25.02	21.98
利润总额	3.52	5.66	4.16	3.05
净利润	2.84	4.19	3.18	2.17
EBITDA	-	8.53	7.00	6.41
经营活动净现金流	3.65	6.40	8.92	4.25
毛利率(%)	25.93	29.06	32.87	28.18
总资产周转率(次)	0.32	0.52	0.41	0.39
流动资产周转率(次)	1.04	1.77	1.59	1.67
总资产报酬率(%)	4.81	8.23	7.16	6.30
净资产收益率(%)	6.39	10.34	8.64	6.38
资产负债率(%)	42.04	43.46	40.92	39.09
流动比率(倍)	1.07	1.02	0.81	0.72
速动比率(倍)	0.87	0.83	0.73	0.65
EBITDA/利息支出(倍)	-	66.46	31.30	13.88

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身是始建于1983年的中国民航厦门站。1988年10月,经国务院批准,厦门高崎国际机场作为中国第一家下放地方政府管理的机场,实行企业化经营。1995年1月,厦门高崎国际机场更名为厦门国际航空港集团有限公司。截至2011年6月末,公司注册资本为18亿元,由厦门市国资委代表厦门市人民政府履行出资人职责。截至2011年6月30日,公司实际控制43家子公司,参股3家公司,形成了机场、酒店、物流和配套四大业务板块。公司拥有厦门高崎国际机场、福州长乐国际机场和龙岩冠豸山机场3个机场,2010年度合计旅客吞吐量达1,972.49万人次,货邮吞吐量达32.50万吨,起降架次达17.75万次。截至本期债券发行前,公司(含子公司)无未到期债务融资工具。

● 公司主要收入来源于机场业务及配套业务,辅以酒店和物流业务

公司以机场业务和配套业务为主营业务,并逐渐向酒店、物流和汽车销售等行业延伸。2008年、2009年、2010年以及2011年上半年,两个版块合计营业收入占比分别达到86.07%、84.75%、80.44%和82.82%,总体略有下降,多元化战略倾向明显。鉴于机场业务以收取服务费为盈利模式,收入较稳定。

● 公司所属机场周边机场众多,面临较大竞争压力,并面临高铁等其他运输方式的竞争

公司下辖厦门和福州机场是东南沿海区域性航空枢纽,该地区机场数量众多,各自具有航线优势,公司面临激烈的市场竞争。航空、公路、铁路、水路等各类交通运输方式即互相合作又互相竞争。近年来,国家斥巨资改善铁路和公路网络,可能进一步加剧航空运输与公路和铁路运输之间的业务竞争。目前从整个出行时间来看,与高速铁路相比,航空运输在800公里以内的距离中已不占竞争优势。随着铁路系统未来建设规划的出台,客运专线和高速铁路等项目的全面建设和陆续投入运营,高速铁路势必成为航空运输未来最强大的竞争对手。

● 公司在建工程增加较快,未来计划资本性支出较大,对外融资需求将进一步增加

由于厦门机场和福州机场设施保障能力已趋于饱和,为解决设施瓶颈对业务发展的制约,提高公司的服务竞争优势,公司正大力加快厦门机场和福州机场的改扩建,在建工程持续较快增加,未来资本开支较大,可能对公司的财务状况和盈利能力造成一定压力。此外,公司物流和酒店业务的发展也将需要大量的资金投入。目前公司在建工程余额为10.24亿元。根据公司未来投资计划,公司2011年至2013年的投资规模分别为11.53亿元、19.45亿元和15.41亿元,资本支出规模较大。从资金筹措看,公司将通过自有资金和债务融资为主。整体看,公司目前在建项目较多,投资规模较大,面临一定的资本支出压力。

● 公司涉及业务庞杂,下属成员公司过多,影响管理水平的提升

公司目前实际控制43家子公司,参股3家公司,涉及机场业务、物流、酒店、汽车销售等众多产业。根据公司战略规划还要加快非航空业务(酒店、物流、航空食品、配套等业务)的发展,管理难度加大。

11 皖高速 CP001 简评

债券基本资料

发行人	安徽省高速公路控股集团有限公司
发行规模	20亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	招商银行股份有限公司 中国民生银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AAA
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	752.68	709.02	636.36	547.96
所有者权益	142.79	140.57	129.15	114.32
流动资产	139.37	119.93	97.33	72.46
货币资金	45.00	42.52	47.16	39.68
总债务	499.56	459.74	411.01	349.59
短期债务	83.62	89.24	74.61	84.95
长期债务	415.94	370.50	336.40	264.65
营业收入	36.51	68.95	52.26	49.04
利润总额	7.10	7.71	7.52	5.59
净利润	4.96	4.24	3.52	8.22
EBITDA	-	52.07	41.12	33.42
经营活动净现金流	24.76	26.19	28.57	18.79
毛利率 (%)	56.00	53.19	55.05	55.93
总资产周转率 (次)	0.05	0.10	0.09	0.10
流动资产周转率 (次)	0.28	0.63	0.62	0.72
总资产报酬率 (%)	2.50	4.44	3.96	4.01
净资产收益率 (%)	3.50	3.14	2.89	7.39
资产负债率 (%)	81.03	80.17	79.70	79.14
流动比率 (倍)	0.95	0.81	0.84	0.63
速动比率 (倍)	0.47	0.42	0.61	0.43
EBITDA/利息支出 (倍)	-	2.21	2.08	1.70

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司前身是安徽省高速公路总公司,成立于1993年,初始注册资金1亿元。经多次增资后,公司2011年6月末注册资本为50.03亿元,公司的控股股东和实际控制人均为安徽省国资委,持有公司100%的股权。公司以高等级公路建设规划、设计及配套业务为主,兼营房地产投资和汽车配件业务。截至2011年6月末,公司拥有14家全资或控股子公司;公司全资及控股高速公路营运路段18条,通车总里程约1,716公里,占全省高速公路通车里程数的58.59%,在建和拟建高速公路总里程达1,200公里。截至本期债券发行前,公司(含子公司)有未到期公司债券20亿元。

● 城际铁路的开通以及新建道路对公司车流产生一定的分流

近年来城际高速铁路快速发展,城际高速铁路线的投入运行对高速公路的车流量产生一定的分流。2008年,合肥至南京城际铁路开通,分流了合宁高速部分小型客车,导致客车车流量的减少。同时,公司经营的高速公路的车流量会受到周边路网情况变化的影响。现有平行国道与省道的分流、新建的平行高速公路的竞争,将分流公司经营的高速公路的车流量,对公司的经营业绩增长产生不利影响。

● 公司房地产业务受国家宏观调控政策影响较大,收入占主营业务收入比重波动较大

公司全资子公司高速地产集团主要从事房地产开发经营,2008~2010年以及2011年上半年,公司房地产业务收入分别为5.53亿元、1.85亿元、5.89亿元和0.83亿元,在公司主营业务收入中的占比分别为11.53%、3.53%、8.55%和2.36%。2008年以来,由于宏观经济下行影响以及国家房地产相关调控政策的出台,房地产市场需求波动较大,导致公司2008~2009年房地产开发业务收入下降较快。2009年底以来,为促进房地产市场平稳健康发展,坚决遏制部分城市房价过快上涨势头,国家陆续出台了一系列房地产调控政策,房地产市场已出现调整迹象,导致公司开发周期延长或资金回笼速度放慢。公司2011年6月末存货为70.39亿元,大部分为房地产开发成本,未来面临较大销售回笼压力。

● 公司债务规模增长较快,债务压力较大

近年来公司建设高速公路规模逐步扩大,资金需求量较大,总债务规模增长较快。2008~2010年末以及2011年6月末,公司总债务分别为349.59亿元、411.01亿元、459.74亿元和499.56亿元;资产负债率分别为79.14%、79.70%、80.17%和81.03%。资产负债率较高且呈现缓慢上升趋势,面临较大债务压力。

● 公司未来面临较大的资本支出压力

公司目前正在进行多个高速公路项目建设,项目多为国家及安徽省高速公路网的重要组成部分,建设规模较大;随着在建高速公路和在建房地产项目的开展,公司未来两年存在较大规模的融资需求,资本支出压力较大。预计2011~2014年高速公路建设项目总投资373亿元。

● 公司抵质押资产规模较大

公司向银行的负债中质押贷款占比较大,质押标的为公司相应高速公路的收费权。截至2011年6月末,公司用于质押的资产金额达119.62亿元,占公司资产总额的15.89%,占净资产的83.77%。

11 青国投 CP002 简评

债券基本资料

发行人	青海省国有资产投资管理有限公司
发行规模	9亿元
发行期限	365天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	458.29	447.01	371.96	313.10
所有者权益	196.33	171.72	152.89	133.96
流动资产	159.04	171.67	143.73	129.53
货币资金	57.07	55.87	51.13	49.37
总债务	194.50	183.70	143.51	116.32
短期债务	76.88	96.49	64.86	50.64
长期债务	117.62	87.21	78.65	65.68
营业收入	92.08	149.26	120.56	127.32
利润总额	31.53	32.39	30.67	33.54
净利润	27.11	26.89	25.47	29.38
EBITDA	-	47.80	44.77	46.95
经营活动净现金流	26.78	31.78	14.43	32.94
毛利率 (%)	40.07	38.16	40.88	41.31
总资产周转率 (次)	0.20	0.36	0.35	0.47
流动资产周转率 (次)	0.56	0.95	0.88	1.11
总资产报酬率 (%)	7.68	9.31	10.57	14.44
净资产收益率 (%)	14.73	16.56	17.76	23.95
资产负债率 (%)	57.16	61.59	58.89	57.21
流动比率 (倍)	1.19	0.97	1.10	1.23
速动比率 (倍)	1.00	0.80	0.88	0.97
EBITDA/利息支出 (倍)	-	5.89	5.96	5.62

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司是经青海省人民政府批准，于2001年4月17日成立的国有独资有限责任公司，出资人为青海省政府国有资产监督管理委员会。2005年12月28日，公司名称变更为“青海省国有资产投资管理有限公司”。截至本期债券发行日，公司注册资本为40亿元。公司主要承担对青海省特色经济和优势产业进行投资、受托管理和经营国有资产、信用担保体系等。公司目前拥有控股子公司5家。截至本募集说明书公告日，公司本部待偿还企业债8亿元，短期融资券9亿元；公司控股子公司西宁特殊钢股份有限公司待偿还公司债券10亿元，短期融资券5亿元。

● 公司主营业务之钢铁行业属于国家政策重点调控领域，可能面临一定的经营风险

钢铁行业属于国家政策重点关注的行业，在历次宏观经济调控中，都属于调控重点。根据国家发改委公布的《钢铁产业发展政策》，钢铁产业今后的发展重点是技术升级和结构调整。到2010年，钢铁冶炼企业数量将大幅减少，国内排名前10位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例达到50%以上，2020年达到70%以上。国家产业政策的调整使得小规模钢铁企业生存空间受到挤压，公司也可能因此受到影响。

● 公司钢铁板块的主要原材料成本价格面临较大的变动风险

公司钢铁板块的主要原材料为铁精粉、废钢，重要燃料为焦炭。2007~2010年，公司铁精粉的采购均价为692元/吨、1,171元/吨、672元/吨、780元/吨；同期，公司采购废钢量分别为33.96万吨、38.32万吨、31.88万吨、22.30万吨，采购均价分别为2,102元/吨、3,053元/吨、2,186元/吨、2,312元/吨，原材料供应价格的波动较为明显，如未来出现原材料价格的大幅波动，将会对公司产品成本的控制带来一定的风险。

● 公司主营业务之钾肥板块受行业政策性限制较大，且钾肥市场价格受进口价决定，具有一定不确定性

为了控制国内钾肥价格，保障农民利益，2008年4月，国家发改委发布了《关于加强氯化钾及复合肥价格监管的通知》，要求国内化肥生产企业未实行政府指导价的将实行提价申报或调价备案制度。提价申报或调价备案制度可能延缓国内企业氯化钾出厂价上涨速度。这在一定程度上影响了公司钾肥产品的价格。我国氯化钾市场价由进口价决定，国内企业是市场价格的接受者，其出厂价随着市场价格变动而变化。该板块的盈利水平也因此具有一定的不确定性。

● 公司应收账款坏账准备计提比例较低，应收账款防范风险能力下降

公司2009年8月26日董事会决议批准，自2009年1月1日起调整降低应收款项坏账准备的计提比例。账龄1年以内的应收账款坏账计提比例由10%变更为1%；1年至2年（含）的应收账款坏账计提比例由10%变更为1%；2年至3年（含）的应收账款坏账计提比例由30%变更为2%；3年至4年（含）的应收账款坏账计提比例由50%变更为5%；5年以上的应收账款坏账计提比例由100%变更为10%。应收账款坏账准备计提比例的大幅降低，将降低公司应收账款出现坏账的风险防范能力，对公司的经营产生一定的风险。

11 宁交投 CP002 简评

债券基本资料

发行人	宁波交通投资控股有限公司
发行规模	3亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	招商银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	A-1
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	较好

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

宁波市资料 (人民币亿元)

	2010	2009	2008
地区 GDP	5,126	4,215	3,964
地区财政总收入	530.90	432.80	390.39
地区本级一般预算收入	113.43	97.28	-
地区本级一般预算支出	141.83	131.31	-

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	531.32	513.33	337.00	239.61
所有者权益	140.72	136.99	84.12	56.75
流动资产	147.21	149.63	150.42	86.42
货币资金	34.58	35.26	42.53	30.68
总债务	360.10	334.84	215.71	158.64
短期债务	46.40	50.45	73.28	38.65
长期债务	313.70	284.39	142.43	119.98
营业收入	18.75	35.03	28.35	16.99
补贴收入	0.00	2.59	5.47	3.92
利润总额	1.92	5.49	3.56	1.68
净利润	1.49	4.86	2.88	1.50
EBITDA	-	16.08	12.84	7.68
经营活动净现金流	4.38	9.66	17.79	5.35
总资产报酬率 (%)	1.66	2.74	3.29	2.80
净资产收益率 (%)	1.06	3.55	3.43	2.65
资产负债率 (%)	73.51	73.31	75.04	76.31
流动比率 (%)	1.96	1.66	1.37	1.39
EBITDA/利息支出(倍)	-	1.12	1.16	0.78

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司成立于1993年5月, 原名为宁波市交通投资开发公司, 成立时注册资本0.3亿元。2005年7月, 宁波市交通投资开发公司改组设立为宁波交通投资控股有限公司, 注册资本增加到25亿元, 为宁波市国资委下属国有独资公司。公司在授权范围内对国有资产实施经营管理, 主要从事交通基础设施及其他交通项目的投资、建设、经营和管理; 实业项目投资; 房地产开发等。截至2010年6月底, 公司合并范围内子公司共计44家。截至本期债券发行日, 公司(含子公司)已发行尚未兑付债券余额为企业债券18亿元、短期融资券3亿元。

● 公司主业为高速公路运营, 但路产规模偏小, 且主要路产建成时间晚, 前期成本较高

公司作为宁波市唯一的市属收费路桥建设和运营主体, 负责运营宁波市属高速公路路产。但受制于地域范围有限, 公司运营路产规模有限。目前, 公司控股杭州湾跨海大桥南连接线2条高速公路, 权益里程仅约为60公里, 参股杭州湾跨海大桥等5条高速公路, 权益里程合计仅约为60公里, 两类合计约为120公里。2010年, 公司实现的通行费收入为4.23亿元。另外, 公司上述路产中, 除参股的甬台温高速宁波二期建于2001年以外, 其他所有控股及参股路产绝大多数建于2007年以后, 路产建设成本偏高。

● 公司债务水平上升较快, 其中长期借款增速超过整体债务增速, 资产负债率较高且处于上升趋势

2008~2010年末以及2011年6月末, 公司短期债务分别为38.65亿元、73.28亿元、50.45亿元和46.40亿元, 长期债务余额分别为119.98亿元、142.43亿元、284.39亿元和313.70亿元, 债务水平上升较快, 其中长期债务占比较高且增速偏快; 同期, 公司资产负债率分别为76.31%、75.04%、73.31%和73.51%, 整体处于较高水平。由于公司长期债务规模较大、占比较高, 未来将面临一定的偿债压力。

● 公司营业收入波动很大, 财务利息负担较重, 营利性一般, 利润主要依赖于政府补贴

2008~2010年以及2011年上半年, 公司营业收入分别为16.99亿元、28.35亿元、35.03亿元和18.75亿元, 营业收入在2008年出现较大波动幅度, 主业经营收入较少和房地产收入不稳定是主要原因。同期, 公司财务费用分别为4.99亿元、7.45亿元、8.59亿元和6.88亿元, 占营业总成本比例超过20%, 而营业利润则分别仅为-2.15亿元、-1.87亿元、2.98亿元和-0.99亿元, 其中2010年明显增加主要缘于股权处置收益的增加。同期, 公司营业外收入分别为3.92亿元、5.69亿元、2.71亿元和2.95亿元, 基本为政府补贴。依赖于此, 公司实现利润总额1.68亿元、3.56亿元、5.49亿元和1.92亿元。

● 公司经营现金净流量偏小, 投资项目偏多导致投资现金净流量持续高速流出, 公司筹资压力较大

2008~2010年及2011年上半年, 公司经营性现金流量净额分别为5.35亿元、17.79亿元、9.66亿元和4.38亿元, 主业规模决定其经营性现金净流入较少, 相比之下同期投资现金流出分别为32.20亿元、57.76亿元、60.83亿元和22.54亿元, 在建项目较多且资本投入量大是主要原因。随着公司项目建设推进, 经营性现金流入难以覆盖投资现金流出, 公司面临较大筹资压力。

11 蒙大唐 CP001 简评

债券基本资料

发行人	内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司
发行总额	10亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	国家开发银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA+
债项评级	A-1
评级机构	大公国际资信评估有限公司
信用水平	较好

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.3	2010	2009	2008
总资产	92.67	94.43	99.29	110.83
所有者权益	36.72	40.08	39.07	34.85
流动资产	7.56	7.59	9.01	17.76
货币资金	1.01	0.01	0.00	0.25
总债务	48.18	48.34	55.18	71.74
短期债务	14.77	14.91	13.07	23.91
长期债务	33.40	33.42	42.11	47.83
营业收入	12.21	56.07	54.57	51.93
利润总额	3.25	17.12	17.53	12.72
净利润	2.44	14.41	14.89	11.78
EBITDA	-	26.68	29.86	26.77
经营活动净现金流	7.69	24.52	24.83	21.46
毛利率 (%)	32.46	37.42	39.59	34.19
总资产周转率 (次)	0.13	0.58	0.52	0.47
流动资产周转率 (次)	1.61	6.76	4.08	2.92
总资产报酬率 (%)	4.03	19.99	19.40	31.12
净资产收益率 (%)	4.07	20.51	20.53	15.56
资产负债率 (%)	60.38	57.55	60.65	68.56
流动比率 (倍)	0.34	0.36	0.50	0.63
速动比率 (倍)	0.23	0.26	0.37	0.53
EBITDA/利息支出 (倍)	-	11.30	10.43	5.91

资料来源：WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

公司由华北电网有限公司、内蒙古电力(集团)有限责任公司、北京能源投资(集团)有限公司出资于1995年设立。经历次增资重组,截至2011年3月31日,公司注册资本为17.14亿元,各投资方持有公司权益比例为:大唐国际持股60%,京能国际持股25%,内蒙华电持股15%。公司的主营业务是电力生产与销售业务,全部为火电业务,公司目前主要经营资产为6台600MW火力发电机组,电力全部销售给国家电网公司。截至2011年3月末,公司无控股及参股子公司。截至本期短期融资券发行前,公司尚无待偿还债务融资工具。

● 公司业务结构单一,受到煤炭价格上涨影响明显

公司营业收入主要来源于电力销售,2008~2010年和2010年一季度电力销售收入分别为51.73亿元、54.06亿元、55.41亿元和12.12亿元,占当期营业收入的99.60%、99.07%、98.82%和99.26%;公司主营业务成本主要为火电机组燃料等成本,2008~2010年和2010年一季度,公司主营业务成本分别为34.18亿元、32.96亿元、35.09亿元和8.19亿元,占当期营业成本的比例分别为99.77%、98.73%、98.72%和99.27%。公司营业成本受煤价影响较大,2008~2010年,公司入厂标煤每吨单价分别为323.99元、279.67元和345.42元,波动幅度较大,导致营业成本随之波动。2011年一季度,公司营业成本8.97亿元,同比略有上升,主要是煤价有所上升,导致毛利率有所下降。

● 公司其他业务规模小,对经营成果贡献率低

公司其他业务主要包括酒店管理等多项服务业,其他业务毛利润分别为0.12亿元、0.09亿元、0.21亿元和0.04亿元,占当期毛利润比重分别为0.72%、0.43%、1.02%和1.03%,影响相对较小。公司其他业务与主业相关性低,盈利波动明显。

● 公司债务规模较大,长短期资产流动性下降

2008~2010年和2011年3月末,公司负债规模分别为75.98亿元、60.23亿元、54.35亿元和55.95亿元,其中有息负债分别为71.74亿元、55.18亿元、48.34亿元和48.18亿元,在债务总额中占比分别为94.42%、91.62%、88.94%和86.10%。总体而言,公司债务总额、有息债务均呈下降趋势,但受原有项目借款规模较大等因素影响,公司债务仍保持较大规模,且有息债务占比较高,可能会对公司的偿债能力造成影响。近年来,公司发展速度较快,短期负债增加,流动比率、速动比率较低。2008~2010年末,公司流动比率分别为0.63、0.50、0.36,速动比率分别为0.53、0.37、0.26,呈持续下降趋势。

● 公司未来投入水平不高,分红比例较高,滚动发展能力不强

根据公司的公司章程规定,公司每年将净利润的10%转为盈余公积,剩余未分配利润全部作为股利分配给股东,但弥补亏损、缴纳税款、支付工人工资和偿还借款等均优先于股利分配。2008~2010年和2011年一季度,公司实际向各股东分配现金股利分别为14.25亿元、10.68亿元、13.40亿元和5.80亿元。分红的实施降低了公司净资产增长速度,可能对公司财务结构的稳健性产生影响。截至2010年底,公司在建工程总额约1.5亿元,仅维持现有电场的运营及管理,资本支出能力有限。

11 粤中旅 CP001 简评

债券基本资料

发行人	广东中旅(集团)有限公司
发行规模	3.5亿元
发行期限	366天
担保方式	无担保
发行利率	待定
主承销商	国家开发银行股份有限公司
发行日	2011年10月28日
主体评级	AA-
债项评级	A-1
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
信用水平	一般

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

发行人资料 (人民币亿元)

	2011.6	2010	2009	2008
总资产	25.90	24.80	21.99	14.78
所有者权益	9.51	9.39	8.02	3.75
流动资产	4.72	6.12	3.93	2.93
货币资金	1.81	3.44	2.18	0.95
总债务	9.06	8.26	8.23	6.96
短期债务	1.66	0.51	1.11	1.28
长期债务	7.40	7.75	7.13	5.68
营业收入	8.73	18.62	13.77	10.17
利润总额	0.16	0.53	0.51	0.32
净利润	0.12	0.38	0.43	0.23
EBITDA	-	1.32	1.28	1.32
经营活动净现金流	0.36	1.99	1.29	0.93
毛利率 (%)	24.00	24.46	25.14	27.95
总资产周转率 (次)	0.34	0.80	0.75	0.69
流动资产周转率 (次)	1.61	3.71	4.02	3.72
总资产报酬率 (%)	1.42	4.04	4.94	5.57
净资产收益率 (%)	1.32	4.34	7.23	6.43
资产负债率 (%)	63.27	62.15	63.53	74.59
流动比率 (倍)	0.68	1.11	0.73	0.55
速动比率 (倍)	0.67	1.10	0.72	0.54
EBITDA/利息支出 (倍)	-	3.17	3.21	2.62

资料来源: WIND 平安证券固定收益事业部

● 发行人基本情况

广东中旅(集团)有限公司之前身华侨服务社成立于1956年,并于1997年改制为有限责任公司。公司之控股股东及实际控制人均为广东省国有资产监督管理委员会。截至2011年3月末,公司注册资本为4,500万元。公司主要业务是旅游业,兼有酒店、旅游汽车客运、景区投资等业务板块。截至2011年3月末,公司纳入合并范围之控股子公司共27家。截至本期短融发行前,公司尚未有债券市场融资经历。

● 旅游行业波动较为明显、竞争日趋激烈将考验公司业务运营能力

旅游作为一项可选消费品,消费弹性较大,一方面与国民收入水平、物价水平等密切相关,另一方面亦受金融危机、气候条件、流行疾病等宏观性突发性因素的影响,如2003年的非典疫情及2008年雪灾、地震等自然灾害的影响等。行业的走势使公司的盈利能力呈现明显波动。另外,基于旅游业所具有的广阔延伸性和辐射带动作用,各地均十分重视对旅游产业的开发及投入,行业竞争日趋激烈,北上广等地的高端酒店业已趋于饱和,旅行社的市场占有率也从2008年的18%下降至2010年的15%。未来,宏观经济的影响及行业竞争的加剧仍将持续考验公司的业务运营。

● 公司盈利能力较低,对营业外收入的依赖性较强

2008~2010年及2011年上半年,公司实现净利润分别为0.23亿元、0.43亿元、0.38亿元及0.12亿元,波动明显;同期,公司实现的净资产收益率分别为0.23%、0.43%、0.38%及0.12%,保持在较低水平并自2009年以来明显逐步下降。另外,上述会计期间内,公司的营业外收入占利润总额的比例分别为121.4%、97.4%、3.6%及82.5%,利润构成对营业外收入的倚重较大。公司的营业外收入包括非流动资产处置损益、债务重组利得及政府补贴等,利润质量不高且具有较大的不确定性,将对公司未来的盈利能力产生较大影响。

● 公司未来规划投资较大,面临一定的资本支出压力

根据公司长远规划,未来其计划在珠三角、粤东、粤西分别建设南海西岸旅游产业园、梅州客天下旅游产业园、湛江东海岛旅游产业园三个现代旅游产业园项目,其中南海西岸旅游产业园一期项目预计于2011~2013年投资15亿元,对外融资需求明显上升,在市场资金面仍然趋紧的宏观环境下存在着资本性支出较大及资金紧张的风险。

● 公司旗下企业众多,经营管理难度较大

公司目前纳入合并范围的子公司为27家,参股公司45家。除酒店、旅行社、旅游汽车客运、景区投资等主营业务之外,还涉及资产管理、房地产等领域。为数众多的下属企业、较长的管理链条及过于广泛的业务覆盖范围和各业务板块之间经营模式的差异,可能造成监督管理失控,管理成本增加等问题,对公司集中有效的管理提出了很大的挑战。

平安证券信用评级结果含义

信用水平	信用评分	评级含义
极好	85分以上:	生产经营规模庞大,在国民经济中有一定的地位,市场竞争力极强,具有很强的垄断性,政府支持度很好,有很可靠、可预见的经营性净现金流,偿债能力极强。综合来看,信用水平极好;
很好	70~85分:	生产经营规模很大,市场竞争力很强,具有很强的垄断性,政府支持度很好,有可靠、可预见的经营性净现金流,偿债能力很强。综合来看,信用水平很好;
较好	55~70分:	生产经营规模较大,市场竞争力较好,具有较好的垄断性,政府支持度较好,有较可靠、可预见的经营性净现金流,偿债能力较强。综合来看,信用水平较好;
一般	40~55分:	生产经营规模一般,市场竞争力一般,具有一定的垄断性,政府支持度较好,偿债能力一般。综合来看,信用水平一般;
——	40分以下:	不予说明。

法律声明

此报告旨为发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2011版权所有。保留一切权利。