

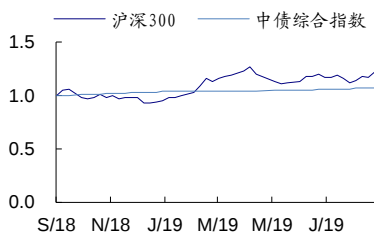
## 证券研究报告—深度报告

### 宏观固收

### 专题报告

2019 年 11 月 05 日

#### 一年沪深 300 与中债指数走势比较



#### 市场数据

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 中债综合指数         | 120              |
| 中债长/中短期指数      | 125/121          |
| 银行间国债收益(10Y)   | 3.73             |
| 企业/公司/转债规模(千亿) | 26.99/73.29/3.02 |

#### 相关研究报告:

《固定收益专题报告: 新旧动能切换的曙光!》——2019-08-28  
《专题报告: 有哪些民企转国企?》——2019-08-27  
《专题报告: 中债市场隐含评级变动跟踪》——2019-09-03  
《固定收益专题报告: 温故知新: 国债期货 1909 合约回顾与总结》——2019-09-06  
《可转债公司 2019 年中报分析: 盈利增速分布呈现“倒 T 型”》——2019-09-04

#### 证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158  
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

#### 证券分析师: 赵婧

电话: 0755-22940745  
E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513080004

#### 专题报告

## 2019 年三季报管窥信用风险

### 主要结论

从 3693 家样本公司的利润情况来看, 2019 年 Q3 A 股非石油石化金融服务扣非净利润增速 1.7%, 延续了二季度小幅改善的趋势。

申万一级行业中, Q3 扣非净利润增速为负的有 11 个, 分别是钢铁、有色金属、通信、纺织服装、采掘、汽车、化工、计算机、休闲服务、医药生物和商业贸易。

另外, 总体增速为正的一级行业中, 二级行业有航天装备、种植业、渔业、林业、农产品加工、动物保健、电机、电器自动化设备、通用机械、金属制品、元件、光学光电子、装修装饰、园林工程、铁路运输、物流、营销传媒、造纸和其他轻工制造 2019 年 Q3 扣非净利润增速也为负。

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>2019 年三季报上市公司业绩总揽.....</b>      | <b>4</b>  |
| 四成行业利润增速下滑 .....                   | 4         |
| 农林牧渔等行业亏损面较大 .....                 | 6         |
| <b>2019 年三季报利润下滑行业及重点个券分析.....</b> | <b>7</b>  |
| 有色金属行业及重点个券分析 .....                | 7         |
| 纺织服装行业及重点个券分析 .....                | 8         |
| <b>国信证券投资评级.....</b>               | <b>11</b> |
| <b>分析师承诺 .....</b>                 | <b>11</b> |
| <b>风险提示 .....</b>                  | <b>11</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>           | <b>11</b> |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1: 各行业 2019 年 Q1、Q2 和 Q3 扣非净利润及增速一览 ..... | 4  |
| 表 2: 申万二级行业 2019 年 Q3 扣非净利润及增速 .....        | 5  |
| 表 3: 2019 年前三季度亏损企业行业分布 .....               | 6  |
| 表 4: 2018 年亏损及 2019 年三季度亏损的有存量债券的上市公司 ..... | 6  |
| 表 5: 有色金属行业扣非净利润一览 .....                    | 7  |
| 表 6: 格林美主要财务数据 .....                        | 8  |
| 表 7: 格林美存量债券 .....                          | 8  |
| 表 8: 纺织服装行业扣非净利润一览 .....                    | 8  |
| 表 9: 部分公司前三季度亏损原因分析 .....                   | 9  |
| 表 10: 搜于特主要财务数据 .....                       | 10 |
| 表 11: 搜于特存量债券 .....                         | 10 |

截至 10 月 31 日，A 股上市公司 2019 年三季报基本披露完毕，本文以已披露上市公司为样本，分析盈利下滑行业及个券信用风险。

## 2019 年三季报上市公司业绩总揽

从 3693 家样本公司的利润情况来看，2019 年 Q3 A 股非石油石化金融服务扣非净利润增速 1.7%，延续了二季度小幅改善的趋势。

### 四成行业利润增速下滑

申万一级行业中，Q3 扣非净利润增速为负的有 11 个，分别是钢铁、有色金属、通信、纺织服装、采掘、汽车、化工、计算机、休闲服务、医药生物和商业贸易。

表 1: 各行业 2019 年 Q1、Q2 和 Q3 扣非净利润及增速一览

| 申万一级行业      | Q1 扣非净利润<br>(亿) | Q2 扣非净利润<br>(亿) | Q3 扣非净利润<br>(亿) | Q1 增速 (%) | Q2 增速 (%) | Q3 增速 (%) |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 钢铁          | 111.8           | 185.4           | 140.4           | -46.9     | -31.2     | -52.2     |
| 有色金属        | 68.9            | 76.1            | 63.3            | -47.3     | -36.1     | -41.4     |
| 通信 (剔除信威集团) | 45.1            | 47.8            | 38.3            | -4.6      | 8.4       | -39.3     |
| 通信          | 43.0            | -12.2           | 36.4            | 1.6       | -127.4    | -38.5     |
| 纺织服装        | 39.4            | 26.9            | 25.6            | -11.2     | -35.2     | -28.2     |
| 采掘          | 411.3           | 478.6           | 405.1           | 12.0      | 8.3       | -26.3     |
| 汽车          | 181.7           | 140.8           | 135.7           | -31.5     | -40.8     | -22.1     |
| 化工          | 378.1           | 464.2           | 375.8           | -20.1     | -18.3     | -19.9     |
| 计算机         | 34.2            | 76.6            | 63.0            | 10.0      | 5.7       | -6.4      |
| 休闲服务        | 22.4            | 24.4            | 33.0            | 21.6      | -3.6      | -5.3      |
| 医药生物        | 299.9           | 315.6           | 267.6           | 1.3       | 1.8       | -2.4      |
| 商业贸易        | 76.3            | 51.3            | 43.1            | -2.4      | 15.3      | -0.5      |
| 轻工制造        | 41.8            | 70.4            | 78.1            | -36.7     | -19.0     | 1.4       |
| 传媒 (剔除乐视网)  | 96.0            | 102.9           | 104.7           | -13.2     | -26.5     | 2.2       |
| 传媒          | 94.2            | 101.2           | 103.2           | -12.3     | -23.3     | 4.7       |
| 家用电器        | 155.2           | 229.8           | 182.5           | 11.8      | 4.2       | 7.6       |
| 交通运输        | 342.4           | 267.5           | 347.7           | 12.5      | 15.8      | 8.2       |
| 银行          | 4,377.2         | 4,532.8         | 4,286.0         | 7.8       | 5.8       | 9.5       |
| 房地产         | 326.8           | 570.0           | 329.9           | 7.7       | 25.3      | 10.8      |
| 建筑装饰        | 294.6           | 380.8           | 354.2           | 7.3       | -6.4      | 12.7      |
| 食品饮料        | 380.7           | 245.5           | 278.8           | 24.5      | 19.3      | 18.1      |
| 电子          | 106.3           | 178.5           | 254.4           | -23.5     | 6.9       | 19.4      |
| 建筑材料        | 98.5            | 228.2           | 193.0           | 54.3      | 14.6      | 20.5      |
| 机械设备        | 131.0           | 202.0           | 152.9           | 39.6      | 46.1      | 21.3      |
| 电气设备        | 63.7            | 131.2           | 128.0           | 14.4      | 5.3       | 30.7      |
| 公用事业        | 255.0           | 300.3           | 365.3           | 18.9      | 19.6      | 57.2      |
| 非银金融        | 1,327.6         | 884.5           | 970.2           | 72.8      | 52.8      | 61.0      |
| 农林牧渔        | 21.1            | 74.4            | 137.9           | -52.4     | 由负转正      | 76.3      |
| 国防军工        | 1.5             | 41.7            | 21.9            | -67.1     | 11.5      | 77.0      |
| 综合          | 2.5             | 3.5             | -0.0            | 47.4      | 977.8     | 负值缩小      |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

另外，总体增速为正的一级行业中，二级行业有航天装备、种植业、渔业、林业、农产品加工、动物保健、电机、电器自动化设备、通用机械、金属制品、元件、光学光电子、装修装饰、园林工程、铁路运输、物流、营销传媒、造纸和其他轻工制造 2019 年 Q3 扣非净利润增速也为负。

**表 2: 申万二级行业 2019 年 Q3 扣非净利润及增速**

| 申万一级行业 | 申万二级行业    | 扣非净利润<br>(亿) | Q3 增速 (%) | 申万一级行业     | 申万二级行业     | 扣非净利润<br>(亿) | Q3 增速 (%) |
|--------|-----------|--------------|-----------|------------|------------|--------------|-----------|
| 采掘     | 石油开采 II   | 109.1        | -61.6     | 农林牧渔       | 种植业        | -2.0         | -171.1    |
|        | 煤炭开采 II   | 266.7        | 6.1       |            | 渔业         | 1.7          | -49.6     |
|        | 其他采掘 II   | 11.0         | 26.6      |            | 林业 II      | 0.0          | -132.5    |
|        | 采掘服务      | 18.3         | 256.1     |            | 饲料 II      | 37.9         | 58.1      |
| 化工     | 石油化工      | 124.7        | -36.2     | 农产品加工      | 农产品加工 II   | 5.7          | -9.7      |
|        | 化学原料      | 21.0         | -44.8     |            | 农业综合 II    | 0.1          | 449.1     |
|        | 化学制品      | 140.8        | -1.3      |            | 畜禽养殖 II    | 90.8         | 159.8     |
|        | 化学纤维      | 67.2         | -0.2      |            | 动物保健 II    | 3.5          | -48.5     |
|        | 塑料        | 6.5          | -50.5     | 食品饮料       | 饮料制造       | 205.2        | 16.3      |
| 钢铁     | 橡胶        | 15.6         | 21.6      |            | 食品加工       | 73.5         | 23.5      |
|        | 钢铁 II     | 140.4        | -52.2     |            | 食品 II      | 10.8         | -4.2      |
| 有色金属   | 工业金属      | 31.7         | -6.7      | 休闲服务       | 景点         | 7.6          | 17.9      |
|        | 黄金 II     | 18.2         | 40.0      |            | 酒店 II      | 13.6         | -13.7     |
|        | 稀有金属      | -2.1         | -106.9    |            | 旅游综合 II    | 0.0          | -94.1     |
| 建筑材料   | 金属非金属新材料  | 15.6         | -48.8     | 医药生物       | 餐饮 II      | 1.0          | 0.3       |
|        | 水泥制造 II   | 151.9        | 16.4      |            | 其他休闲服务 II  | 66.5         | -20.1     |
|        | 玻璃制造 II   | 8.4          | 64.7      |            | 化学制药       | 56.6         | -27.9     |
|        | 其他建材 II   | 32.6         | 33.3      |            | 中药 II      | 39.0         | 43.8      |
| 建筑装饰   | 房屋建设 II   | 104.0        | 15.5      | 生物制品 II    | 医药商业 II    | 38.2         | 14.2      |
|        | 装修装饰 II   | 16.5         | -0.5      |            | 医疗器械 II    | 45.7         | 15.2      |
|        | 园林工程 II   | 2.4          | -67.4     |            | 医疗服务 II    | 21.6         | 77.3      |
|        | 基础建设      | 199.0        | 15.0      | 公用事业       | 电力         | 311.5        | 70.2      |
| 电气设备   | 专业工程      | 32.3         | 19.1      |            | 水务 II      | 21.3         | 9.5       |
|        | 电机 II     | 3.8          | -25.8     |            | 燃气 II      | 7.6          | 6.2       |
|        | 电气自动化设备   | 21.8         | -5.7      | 环保工程及服务 II | 环保工程及服务 II | 24.9         | 9.3       |
|        | 电源设备      | 63.8         | 61.3      |            | 港口 II      | 64.5         | 21.9      |
|        | 高低压设备     | 38.6         | 28.2      |            | 高速公路 II    | 64.3         | 7.6       |
| 机械设备   | 通用机械      | 6.6          | -71.8     | 交通运输       | 公交 II      | 2.4          | 15.9      |
|        | 专用设备      | 87.6         | 46.7      |            | 航空运输 II    | 99.4         | 13.7      |
|        | 仪器仪表 II   | 9.1          | 18.0      |            | 机场 II      | 17.1         | 3.5       |
|        | 金属制品 II   | 1.0          | -83.9     |            | 航运 II      | 19.0         | 326.2     |
| 国防军工   | 运输设备 II   | 48.6         | 69.3      |            | 铁路运输 II    | 43.3         | -2.0      |
|        | 航天装备 II   | 3.5          | -19.3     |            | 物流 II      | 37.8         | -30.0     |
|        | 航空装备 II   | 14.9         | 10.9      | 房地产        | 房地产开发 II   | 317.3        | 9.8       |
|        | 地面兵装 II   | 3.2          | 10.7      |            | 园区开发 II    | 12.6         | 46.9      |
| 汽车     | 船舶制造 II   | 0.3          | 由负转正      |            | 电子         | 22.8         | 275.7     |
|        | 汽车整车      | 55.8         | -35.2     |            | 半导体        | 43.9         | -3.9      |
|        | 汽车零部件 II  | 75.5         | -9.6      |            | 元件 II      | 4.9          | -81.7     |
|        | 汽车服务 II   | 0.7          | -68.8     | 计算机        | 光学光电子      | 20.6         | 97.9      |
| 家用电器   | 其他交运设备 II | 3.8          | 52.4      |            | 其他电子 II    | 162.1        | 30.9      |
|        | 白色家电      | 182.8        | 4.5       |            | 电子制造       | 9.6          | 22.2      |
|        | 视听器材      | -0.3         | 负值缩小      | 传媒         | 计算机设备 II   | 53.4         | -10.2     |
| 纺织服装   | 纺织制造      | 7.6          | -45.5     |            | 计算机应用      | 49.3         | 21.8      |
|        | 服装家纺      | 17.9         | -17.0     |            | 文化传媒       | 9.7          | -46.8     |
| 轻工制造   | 造纸 II     | 20.4         | -14.6     |            | 营销传播       | 44.2         | 10.9      |
|        | 包装印刷 II   | 19.2         | 23.6      |            | 互联网传媒      | 12.1         | -13.8     |
|        | 家用轻工      | 38.4         | 3.1       |            | 通信运营 II    | 24.4         | -46.2     |
|        | 其他轻工制造 II | 0.0          | -90.5     | 通信         | 通信设备       | 4,286.0      | 9.5       |
| 商业贸易   | 一般零售      | 26.9         | -3.9      |            | 银行 II      | 249.6        | 88.5      |
|        | 专业零售      | -5.2         | 负值扩大      |            | 证券 II      | 670.8        | 54.3      |
|        | 商业物业经营    | 13.7         | 24.6      | 非银金融       | 保险 II      | 49.8         | 40.5      |
|        | 贸易 II     | 7.6          | -9.6      |            | 多元金融 II    | -0.0         | 负值缩小      |
|        |           |              |           | 综合         | 综合 II      |              |           |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 农林牧渔等行业亏损面较大

以 2019 年前三季度来看，亏损企业数量占比前五的行业是综合、农林牧渔、休闲服务、房地产和纺织服装。

表 3：2019 年前三季度亏损企业行业分布

| 申万一级行业 | 数量 | 占比 (%) | 申万一级行业 | 数量 | 占比 (%) |
|--------|----|--------|--------|----|--------|
| 综合     | 11 | 31.4   | 采掘     | 9  | 13.6   |
| 农林牧渔   | 19 | 22.1   | 商业贸易   | 13 | 13.5   |
| 休闲服务   | 7  | 21.2   | 电子     | 33 | 13.1   |
| 房地产    | 24 | 18.3   | 机械设备   | 44 | 12.8   |
| 纺织服装   | 14 | 16.9   | 轻工制造   | 11 | 8.5    |
| 国防军工   | 11 | 16.4   | 化工     | 28 | 8.3    |
| 汽车     | 28 | 16.2   | 非银金融   | 6  | 7.6    |
| 传媒     | 26 | 15.4   | 建筑装饰   | 9  | 7.0    |
| 家用电器   | 9  | 15.3   | 食品饮料   | 6  | 6.3    |
| 电气设备   | 29 | 15.1   | 建筑材料   | 4  | 6.0    |
| 计算机    | 32 | 14.8   | 医药生物   | 17 | 5.5    |
| 有色金属   | 17 | 14.8   | 交通运输   | 5  | 4.3    |
| 通信     | 15 | 14.7   | 钢铁     | 0  | 0.0    |
| 公用事业   | 22 | 13.7   | 银行     | 0  | 0.0    |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

然后上述样本中，2018 年亏损及 2019 年三季报亏损的有存量债券的上市公司列表见表 4。

表 4：2018 年亏损及 2019 年三季度亏损的有存量债券的上市公司

| 证券简称   | 申万行业 | 2018 年净利润 | 2019 三季度净利润 | 代表债券代码       | 代表债券名称         | 资产负债率 (%) | 企业属性   |
|--------|------|-----------|-------------|--------------|----------------|-----------|--------|
| *ST 沈机 | 机械设备 | -8.6      | -25.8       | 101564007.IB | 15 沈机床股 MTN001 | 116.7     | 地方国有企业 |
| 金洲慈航   | 轻工制造 | -30.7     | -22.7       | 112505.SZ    | 17 金洲 01       | 84.4      | 民营企业   |
| 金鸿控股   | 公用事业 | -17.6     | -2.7        | 112276.SZ    | 15 金鸿债         | 76.7      | 民营企业   |
| 大连友谊   | 房地产  | -4.3      | -1.6        | 114191.SZ    | 17 大友 01       | 82.4      | 民营企业   |
| *ST 盐湖 | 化工   | -36.0     | -5.1        | 112154.SZ    | 12 盐湖 01       | 75.0      | 地方国有企业 |
| *ST 南糖 | 农林牧渔 | -13.8     | -5.5        | 114276.SZ    | 17 南糖债         | 109.3     | 地方国有企业 |
| *ST 凯迪 | 公用事业 | -48.7     | -14.3       | 112048.SZ    | H1 凯迪债         | 98.5      | 公众企业   |
| ST 银亿  | 房地产  | -4.7      | -6.0        | 112308.SZ    | H5 银亿 01       | 60.6      | 外资企业   |
| 科陆电子   | 电气设备 | -12.2     | -1.9        | 112507.SZ    | 17 科陆 01       | 69.5      | 民营企业   |
| 印纪退    | 传媒   | -18.1     | -1.1        | 101762004.IB | 17 印纪娱乐 MTN001 | 52.5      | 民营企业   |
| ST 天宝  | 农林牧渔 | -1.7      | -4.4        | 114130.SZ    | 17 天宝 01       | 54.3      | 民营企业   |
| 天神娱乐   | 传媒   | -69.8     | -3.2        | 112496.SZ    | 17 天神 01       | 74.9      | 公众企业   |
| *ST 北讯 | 通信   | -11.1     | -7.2        | 114290.SZ    | 18 北讯 01       | 72.9      | 民营企业   |
| 康盛股份   | 家用电器 | -12.5     | -1.6        | 114118.SZ    | 17 康盛 01       | 78.1      | 民营企业   |
| 天广中茂   | 机械设备 | -4.4      | -1.6        | 112467.SZ    | 16 天广 01       | 49.2      | 公众企业   |
| *ST 索菱 | 计算机  | -3.1      | -1.5        | 114252.SZ    | 17 索菱债         | 70.7      | 民营企业   |
| 华谊嘉信   | 传媒   | -7.7      | -0.5        | 114286.SZ    | 17 华谊 01       | 96.4      | 民营企业   |
| 盛运环保   | 公用事业 | -31.2     | -5.5        | 112510.SZ    | H7 盛运 01       | 103.9     | 民营企业   |
| 翰宇药业   | 医药生物 | -3.4      | -0.8        | 112791.SZ    | 18 翰宇 02       | 45.7      | 民营企业   |
| 唐德影视   | 传媒   | -9.5      | -0.6        | 114308.SZ    | 18 唐德 01       | 92.5      | 民营企业   |
| *ST 保千 | 电子   | -17.9     | -3.1        | 145206.SH    | 16 千里 01       | 864.7     | 公众企业   |
| 东方金钰   | 轻工制造 | -17.2     | -5.1        | 143040.SH    | 17 金钰债         | 85.6      | 民营企业   |
| *ST 华业 | 房地产  | -64.7     | -50.5       | 122424.SH    | 15 华业债         | 153.6     | 外资企业   |
| 时代新材   | 化工   | -4.3      | -0.0        | 011902040.IB | 19 株洲新材 SCP001 | 68.9      | 中央国有企业 |
| *ST 信威 | 通信   | -29.5     | -160.5      | 145151.SH    | 16 信集 02       | 211.0     | 民营企业   |
| 长园集团   | 电气设备 | -0.1      | -5.2        | 143139.SH    | 17 长园债         | 61.9      | 公众企业   |
| *ST 中安 | 计算机  | -19.8     | -2.9        | 136821.SH    | 安债暂停           | 100.2     | 民营企业   |
| *ST 刚泰 | 有色金属 | -11.7     | -3.4        | 143387.SH    | 17 刚股 01       | 58.8      | 民营企业   |

|        |      |       |       |           |          |       |      |
|--------|------|-------|-------|-----------|----------|-------|------|
| 实达集团   | 通信   | -2.7  | -2.8  | 145700.SH | PR 实达债   | 58.1  | 外资企业 |
| *ST 秋林 | 轻工制造 | -41.4 | -1.4  | 145140.SH | 16 秋林 02 | 185.2 | 民营企业 |
| *ST 庞大 | 汽车   | -61.7 | -20.8 | 145135.SH | 16 庞大 03 | 84.3  | 民营企业 |
| 贵人鸟    | 纺织服装 | -6.9  | -1.7  | 122346.SH | 14 贵人鸟   | 68.4  | 民营企业 |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理; 注: 灰色标亮表示已出现债券违约或展期

## 2019 年三季度报利润下滑行业及重点个券分析

### 有色金属行业及重点个券分析

A 股有色金属行业目前有 115 家上市公司, 申万细分行业有 4 个, 其中工业金属行业公司数量较多。

从 2018 年三季度开始, A 股有色金属行业利润增速由正转负。截至 2019 年三季度, 已经 5 个单季度利润增速为负。具体子行业来看, 2019 年前三季度仅铜和稀土增速为正。

表 5: 有色金属行业扣非净利润一览

| 申万行业细类                  | 实际上市公司数量 | 2019Q3 扣非净利润 (亿) | 2019Q2 扣非净利润 (亿) | 2019Q1 扣非净利润 (亿) | 2019Q3 增速 (%) | 2019Q1 增速 (%) | 2019Q1 增速 (%) |
|-------------------------|----------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 有色金属-黄金 II-黄金 III       | 12       | 18.2             | 14.6             | 14.1             | 40.0          | -25.1         | -23.7         |
| 有色金属-工业金属-铝             | 21       | 5.2              | 3.0              | -0.6             | -48.0         | 由负转正          | -119.0        |
| 有色金属-工业金属-铅锌            | 14       | 7.0              | 11.0             | 11.8             | -7.2          | -19.6         | -29.3         |
| 有色金属-工业金属-铜             | 14       | 19.5             | 11.4             | 18.4             | 18.6          | 101.5         | 15.3          |
| 有色金属-金属非金属新材料-金属新材料 III | 12       | 3.0              | 3.9              | 2.6              | 51.1          | -23.7         | -24.3         |
| 有色金属-金属非金属新材料-磁性材料      | 10       | 4.0              | 3.6              | 3.8              | -1.1          | -30.3         | 16.8          |
| 有色金属-金属非金属新材料-非金属新材料    | 8        | 8.6              | 11.8             | 11.1             | -64.9         | -48.9         | -58.3         |
| 有色金属-稀有金属-锂             | 2        | 1.1              | 2.6              | 2.3              | -82.6         | -74.5         | -76.1         |
| 有色金属-稀有金属-稀土            | 4        | 2.6              | 3.5              | 1.0              | 24.3          | 126.4         | -40.1         |
| 有色金属-稀有金属-钨             | 4        | -1.1             | 0.7              | -0.2             | -172.3        | -76.1         | -120.7        |
| 有色金属-稀有金属-其他稀有小金属       | 14       | -4.7             | 10.1             | 4.6              | -122.6        | -69.6         | -85.3         |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

存量债券中, 属于有色金属行业的共 327 只, 债券余额为 3929 亿, 涉及 66 个发行人。以上企业中, 我们重点分析格林美。

### 格林美信用风险分析

公司债务负担较重, 且短期刚性债务占比偏高。不过控股股东最新的股权质押比例低于 60%, 公司经营稳定。

**基本情况:** 公司业务较繁杂, 包括废旧电池回收与动力电池材料制造业务、钴镍钨回收与硬质合金制造业务、再生资源业务 (电子废弃物循环利用及报废汽车回收业务)、环境治理业务和贸易等。2018 年, 各项业务营业收入占比分别为 57.4%、21.45%、12.42%、0.95%和 7.79%, 毛利占比为 65.9%、23.5%、8.87%、1.26%和 0.39%。电池材料和硬质合金制造业务是公司收入和利润的主要来源。公司是自然人控制的 A 股上市公司, 许开华和王敏夫妇是公司的实际控制人。

**盈利能力:** 2017 年、2018 年和 2019 年前三季度, 公司毛利率稳定维持在 19%, 电池材料、钴钨等金属价格下降对公司业绩影响有限。

**现金流:** 2016 年-2018 年, 公司的经营性现金流持续增长, 分别为 1.16 亿、2.33 亿和 9.85 亿, 主要是近些年公司固定资产折旧快速增加。

**偿债能力:** 长期偿债能力方面, 2018 年公司 EBITDA/债务总额和全部债务资本

化比率分别为 0.17 和 56.8%，长期偿债能力一般。短期偿债能力方面，2018 年货币资金/短期债务、流动比率和速动比率分别为 0.4、1.21 和 0.75 倍，公司债务以短期债务为主，短期偿债能力一般。

**公司治理：**第一大股东深圳市汇丰源投资有限公司持股数量长期稳定。截至 2019 年 9 月 12 日，深圳市汇丰源投资有限公司已质押 59.99%其所持有的公司股份，丰城市鑫源兴新材料有限公司已质押 76.84%其所持有的公司股份。公司控股股东、实际控制人及一致行动人共质押 59.96%其所持有公司股份。

**表 6：格林美主要财务数据**

|                | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-9-30 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 营业收入（亿元）       | 51.2       | 78.4       | 107.5      | 138.8      | 98.3      |
| 毛利率(%)         | 17.1       | 15.7       | 19.9       | 19.2       | 19.3      |
| 净利润（亿元）        | 2.2        | 3.0        | 6.5        | 7.8        | 6.3       |
| 经营性净现金流（亿元）    | -3.0       | 1.2        | 2.3        | 9.9        | 4.6       |
| EBITDA（亿元）     | 8.3        | 11.4       | 17.9       | 22.3       |           |
| 长期债务（亿元）       | 27.3       | 37.6       | 41.4       | 36.9       | 38.9      |
| 全部债务（亿元）       | 74.5       | 101.2      | 120.9      | 130.0      | 133.9     |
| EBITDA/债务总额    | 0.11       | 0.11       | 0.15       | 0.17       |           |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.3        | 2.7        | 3.5        | 3.3        |           |
| 资产负债率（%）       | 57.4       | 62.2       | 64.5       | 59.0       | 58.8      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 53.2       | 59.5       | 61.6       | 56.8       | 56.5      |
| 短期刚性债务占比（%）    | 63.4       | 62.8       | 65.8       | 71.6       | 70.9      |
| 货币资金/短期债务      | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 0.4        | 0.3       |

资料来源：WIND、评级报告、国信证券经济研究所整理

**表 7：格林美存量债券**

| 债券代码         | 债券简称          | 债券类型    | 主体评级 | 债项评级 | 当前余额 | 剩余期限   | 票面利率 | 收益率（考虑回售） |
|--------------|---------------|---------|------|------|------|--------|------|-----------|
| 112142.SZ    | 12 格林债        | 一般公司债   | AA   | AA   | 7.08 | 1.14   | 6.65 | 7.41      |
| 1680434.IB   | 16 格林绿色债      | 一般企业债   | AA   | AA   | 5    | 2.0+2  | 4.47 | 6.74      |
| 112575.SZ    | 17 格林债        | 一般公司债   | AA   | AA   | 6    | 0.82+2 | 6.27 | 7.37      |
| 011900724.IB | 19 格林美 SCP001 | 超短期融资债券 | AA   |      | 1.5  | 0.13   | 5.5  | 5.99      |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 纺织服装行业及重点个券分析

申万纺织服装一级行业包括纺织制造和服装家纺两个子类。其中服装类上市公司 53 个，细类休闲服装、男装、女装、其他服装和鞋帽子类分别有 6 家、10 家、8 家、17 家和 7 家上市公司。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_9228](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9228)

