

中国企业将在去杠杆道路上艰难前行

2018 年 10 月 15 日

要点速览

- 中国企业连续两年的去杠杆趋势恐难以延续。
- 企业债务对 EBITDA 比率的中位数由 2015 年的 3.8 倍、2016 年的 3.6 倍进一步降至 2017 年的 3.3 倍。
- 受益于供给侧改革及价格持续上涨，去年上游行业国企的去杠杆力度最大。
- 在今天的中国大型企业研究中，房地产行业超过石油和天然气行业，成为第三大高负债行业。
- 根据此前研究，私营企业的资本利用效率和财务指标优于国企。
- 我们评估中国 254 大企业的总体业务状况为普通，财务风险为中等。
- 我们根据业务状况和财务风险矩阵得出 254 大企业的基准评级为“bb+”，而去年的结果为“bbb/bbb-”。
- 财务风险和业务状况弱化反映出我们的前瞻性观点，同时今年的研究样本范围有所扩大。今年我们的样本新增 34 家企业和 2 个行业。
- 我们预计去杠杆将暂停，原因在于影子银行监管导致信贷环境收紧，且利润增速也开始从高位下滑。

中国大型企业的去杠杆动能可能在今年减弱。标普全球评级认为，利润增速放缓将是导致这一局面的主要原因，而并非资本开支或举债无度。总体上看，我们预计中国企业的资本支出将更加审慎，从而为最终实现削减自身债务规模的重要任务创造条件。

在债务对利润比率连续两年改善后，企业的资产负债表得到强化，因此能够更好地应对再通胀放缓及贸易摩擦可能引发的不利经济形势。在国家改革机构的密切监督下，上游行业中的国有企业在强化资本开支纪律方面表现最为突出。而房地产企业则刚刚开始放缓举债扩张的脚步，一定程度上是为了应对不利的融资环境。

我们今年的研究范围有所扩大，加入了一些规模较小、风险较高的企业。总体上看，254 家样本企业均为各自行业中规模最大的企业代表。

2017 年，企业财务指标连续第二年改善，但业务状况和财务风险（标普指标）却有所弱化。这是因为我们的评估体现的是前瞻性观点。评估结果弱化亦反映出本次研究样本范围扩大。

中国国别问题研究专员

李畅

北京
+ 86 10 6569 2705
chang.li@spglobal.com

其他联系人

李国宜

香港
(852) 2533-3562
christopher.k.lee@spglobal.com

吕岚, CFA, FRM

香港
(852) 2533-3596
gloria.lu@spglobal.com

黄馨慧

香港
(852) 2533-3543
cindy.huang@spglobal.com

研究助理

吴天啸

香港

254 大企业总览

今年，我们对中国大型企业的研究涵盖来自 21 个行业的 254 家企业。我们新增了两个行业。为了扩大覆盖面，我们增加了包含 7 家样本企业的化学品行业，以及近年来在消费经济和网络消费方面重要性日益上升的快递行业。

与去年相比，今年的研究样本净增 34 家企业，主要来自资本品（新增八家企业）、化学品（七家）、技术硬件（五家）和消费品（五家）行业。这些变化反映了中国在全球供应链中的定位变化，以及国内经济持续向消费导向型经济转变。

研究样本并不限于受标普评级的中国企业。受评企业在今年 254 大企业中的占比为 1/3，与去年相近。

国有企业仍占主导地位

样本企业都是各自行业中的领军企业或高负债企业。国有企业占样本总量的 63%，略低于去年。国有企业占比的下降趋势反映出私营企业在经济和不断增长的服务行业中的参与度上升。

我们认为样本企业对于评估中国企业的财务健康状况具有重要代表性。作为一个整体，这 254 大企业（含基础设施）的债务总量占中国非金融企业债务总量的 17.8%。

在对中国政府具有重要战略意义的行业中，国有企业占据了主导地位。这些行业包括能源（石油和天然气、公用事业、采矿）、基础设施（电信、运输、铁路和地铁）以及工程建筑行业。这些行业中的国企发挥着双重作用：他们既要支持政府的经济和社会发展政策，又要维持稳健的财务状况以发挥前述作用。

在国有企业财务状况优于私营企业的行业，如电信、石油和天然气、电网运营等行业，其准入门槛通常较高，而背后的原因通常是政策或遗留因素、高市场集中度或特殊经营权等。

各行业企业代表性强

在今年的研究中，绝大部分行业至少包含五家样本企业。例外行业包括电信行业，这是因为该行业在中国仅有四家主要企业。石油和天然气以及媒体娱乐亦仅涵盖了四家样本企业。我们将顺丰控股股份有限公司及其他四家快递公司从运输业划归快递业。

仅就企业数量而言，消费品（零售及商品）行业包含的企业数量仍然最多，其次是资本品和公用事业。这三个行业分别占样本企业总数的至少 10%。

就资产规模而言，资本密集型行业占主导地位，如公用事业、铁路和地铁以及石油和天然气行业（见图 1）。其中公用事业以及铁路和地铁的总债务规模占到了样本企业债务总量的约 40%（见图 2）。

前铁道部的企业职能机构中国铁路总公司是样本企业中的最大债务人，其债务规模占到了样本企业总债务的 19%。

图 1

中国254大企业：各行业资产占比

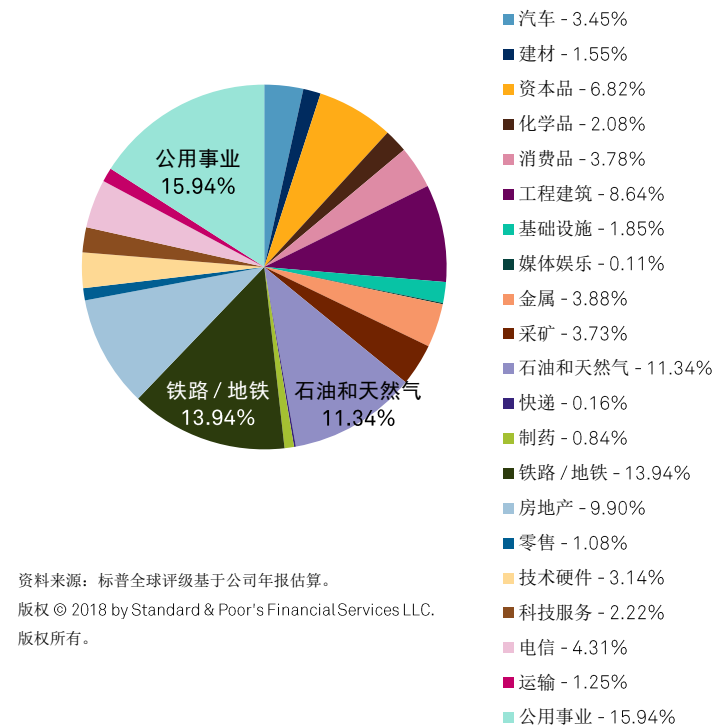
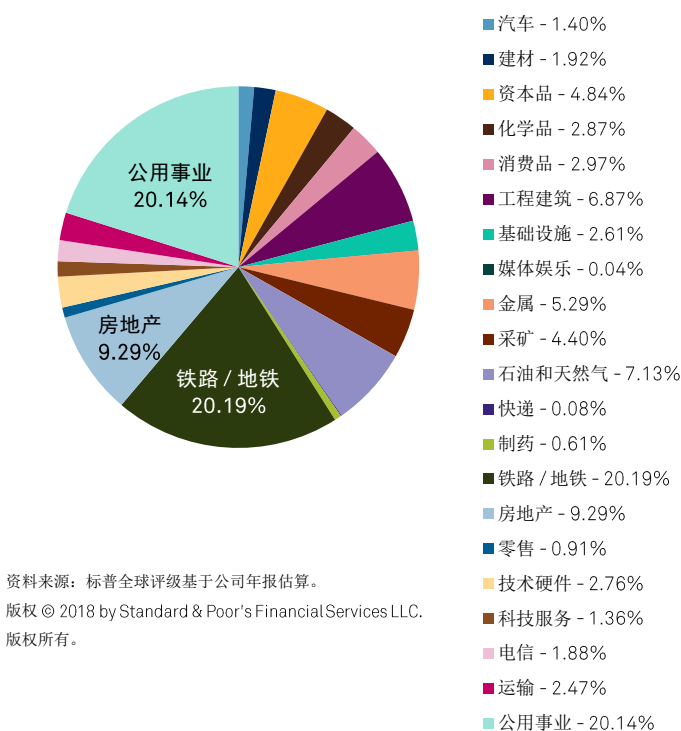


图 2

中国254大企业：各行业总债务占比



在今年的研究中，房地产行业超越石油和天然气行业成为第三大高负债行业，这反映出房地产开发商的激进扩张。相比之下，大型国有石油生产商在政府的要求下进行去杠杆，因此在债务增长方面更为节制。

在分析时，我们使用中位数而非平均数来评估各个行业及样本企业的信用指标，这样便剔除了企业规模和离群值的影响。

排名稍有变化

今年 254 大企业的信用状况排名较去年稍有变化，1/5 行业的业务状况和财务风险相比去年有所改善。由于新增两个行业，排名前五位和后五位的行业发生了变化。快递业排名第四，化学品排名第十九。媒体娱乐排名跌幅最大，从 2017 年的第十名跌至第十四名（见表 1）。

表 1

行业排名：2018 年基准排名与 2017 年基准排名对比

2018 年排名			2017 年排名		
行业*	业务状况	财务风险	行业*	业务状况	财务风险
1 电信 (4)	强劲	较低	1 电信 (4)	强劲	较低
2 基础设施 (15)	较好	中等	2 消费品 (25)	较好	较低
3 石油和天然气 (4)	强劲	较高	3 基础设施 (15)	较好	中等
4 快递 (5)	普通	极低	4 科技服务 (6)	普通	较低
5 消费品 (30)	普通	较低	5 石油和天然气 (4)	强劲	较高
6 科技服务 (6)	普通	较低	6 制药 (10)	普通	较低
7 制药 (11)	普通	较低	7 工程建筑 (10)	较好	较高
8 汽车 (15)	普通	较低	8 公用事业 (23)	较好	较高
9 公用事业 (25)	较好	较高	9 汽车 (16)	普通	较低
10 工程建筑 (11)	较好	较高	10 媒体娱乐 (4)	普通	较低
11 资本品 (29)	普通	中等	11 技术硬件 (14)	普通	中等
12 技术硬件 (20)	普通	中等	12 资本品 (20)	普通	较高
13 零售 (13)	普通	较高	13 房地产 (14)	较好	很高
14 媒体娱乐 (4)	较弱	中等	14 铁路 / 地铁 (8)	较好	很高
15 铁路 / 地铁 (8)	较好	很高	15 采矿 (8)	较好	很高
16 房地产 (14)	较好	很高	16 零售 (13)	普通	较高
17 采矿 (8)	普通	较高	17 运输 (9)	普通	较高
18 建材 (8)	普通	很高	18 建材 (8)	普通	很高
19 化学品 (7)	普通	很高	19 金属 (9)	普通	很高
20 运输 (5)	较弱	很高			
21 金属 (12)	普通	极高			

*括号内的数字表示所包含的企业数目。资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。

前五位与后五位行业的信用质量差距较大。电信、石油和天然气以及基础设施行业获益于较高的行业准入门槛、高度集中的市场结构、以及政府对在战略重要性行业中发挥关键作用的大型企业的政策支持，信用质量

较好。而信用质量排名靠后的行业多是那些行业波动性大、竞争激烈和资本密集型的行业，例如大宗商品行业。

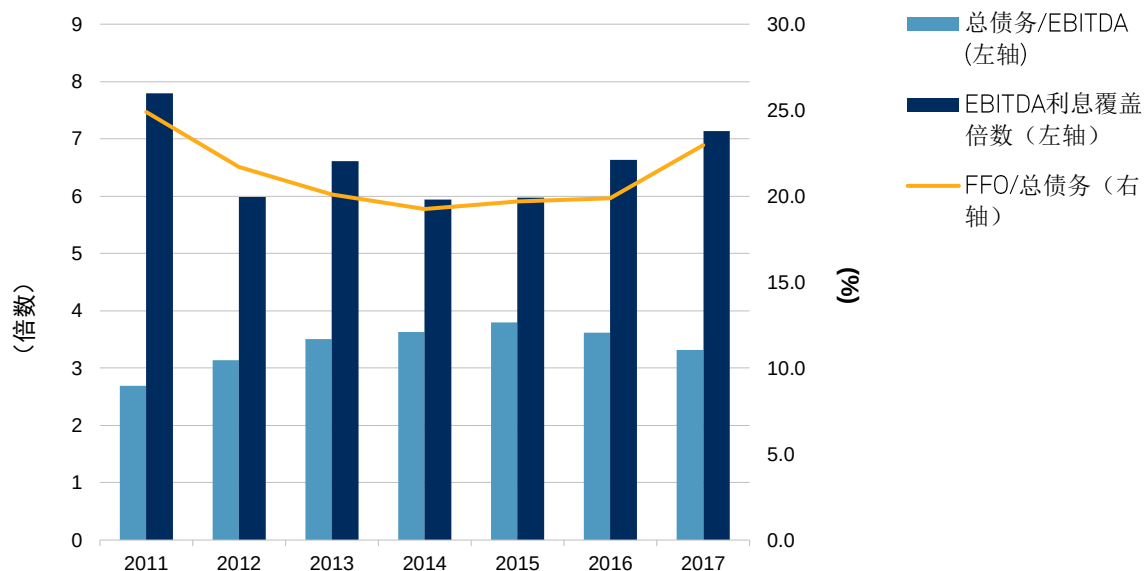
值得注意的是，新增的快递业排在前五位，这反映出该行业健康的财务状况。大多数的主要快递公司于 90 年代开始经营，一直保持着良好的成本控制，并从不断提升的市场集中度中获益。与美国市场相比，中国的快递业虽仍相对分散，但我们样本中的快递公司承运了 2017 年中国包裹总量的近 60%。

杠杆率连续两年下降

2017 年，中国 254 大企业的去杠杆步伐加快。其债务对息税及折旧摊销前利润（EBITDA）比率的中位数由 2015 年的 3.8 倍、2016 年的 3.6 倍进一步降至 2017 年的 3.3 倍。其中，杠杆比率最高的前 25% 企业的去杠杆幅度最大。利息覆盖倍数、现金流对债务覆盖倍数等其他指标也延续了 2016 年以来的向好趋势，录得持续改善。

图 3

中国254大企业信用指标



FFO--经营性现金流。

资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。

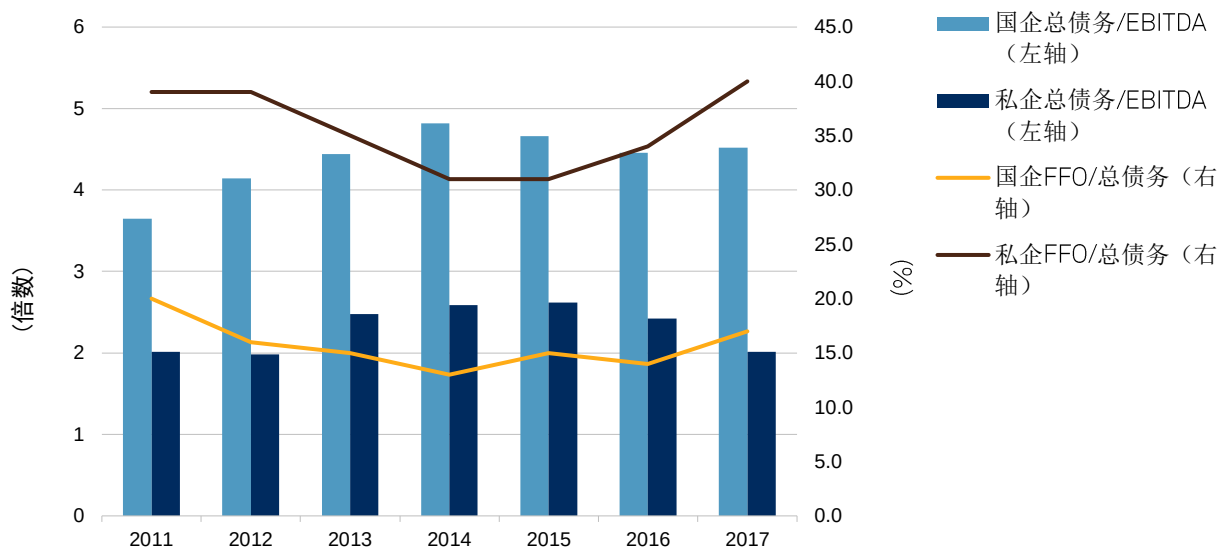
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

2016 至 2017 年间，国有企业的整体信用指标基本保持平稳，但这主要是由于今年新增的国有企业多集中于财务状况偏弱的资本品和大宗商品行业。

私营企业的资本使用效率依旧更高。过去七年间，私营企业的相关比率一直优于国有企业。

图 4

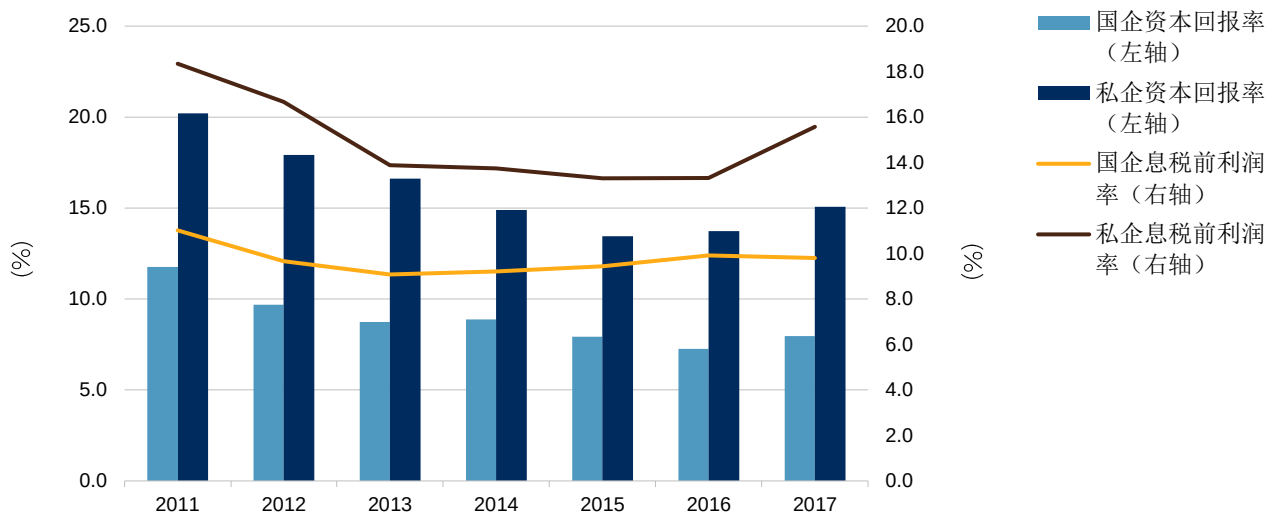
国有企业与私营企业的杠杆率对比



FFO--经营性现金流。
资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 5

国有企业与私营企业的盈利能力对比



资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

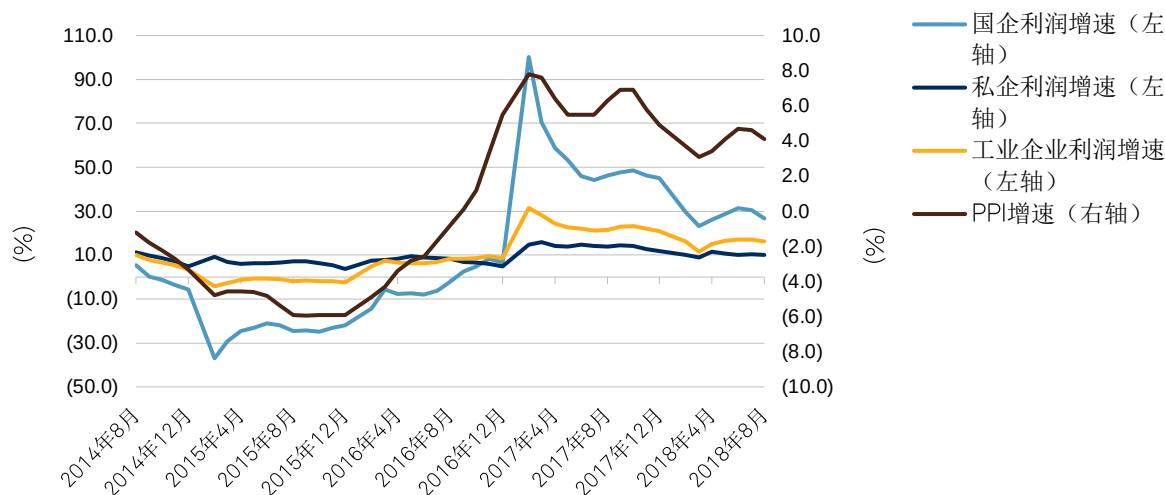
在今年的研究样本中，大宗商品企业的财务风险总体改善。供给侧改革及高污染工业企业关停潮，带动大宗商品价格在 2017 年强劲增长。尽管价格增速已开始放缓，但仍将在 2018 年保持高位水平。

2017 年，上游国有工业企业的杠杆率继续下降。当年企业的资本开支活动更加审慎、海外收购活动数量有限，支撑了其财务状况。

在原材料价格上涨的背景下，私营企业面临的总体利润率压力要高于国有企业。但随着 2017 年中国的再通胀趋势的覆盖面更广，私营企业的利润也随之增加，只是增速或不及国有企业。

图 6

PPI增速放缓使国有企业与私营企业的利润增速逐渐趋同



PPI--生产者价格指数。

资料来源：国家统计局，标普全球评级。

版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

中国对影子银行业务的监管对私营企业造成了更大冲击。私营企业与银行的关系不及国企深厚，因此私企在今年遭遇了再融资难及融资成本上涨的艰难局面。

业务状况和财务风险表现不一

我们评估 254 大企业的总体业务状况为普通，财务风险为中等。与去年相比，业务状况弱化了一个等级，原因在于此次研究覆盖了更多规模较小的企业。我们根据业务状况和财务风险矩阵得出 254 大企业的基准评级为“bb+”，而去年的结果为“bbb/bbb-”。

我们的业务状况和财务风险评估具有前瞻性，因此在信贷环境收紧及经济不确定性上升的背景下，部分评估结果出现恶化。

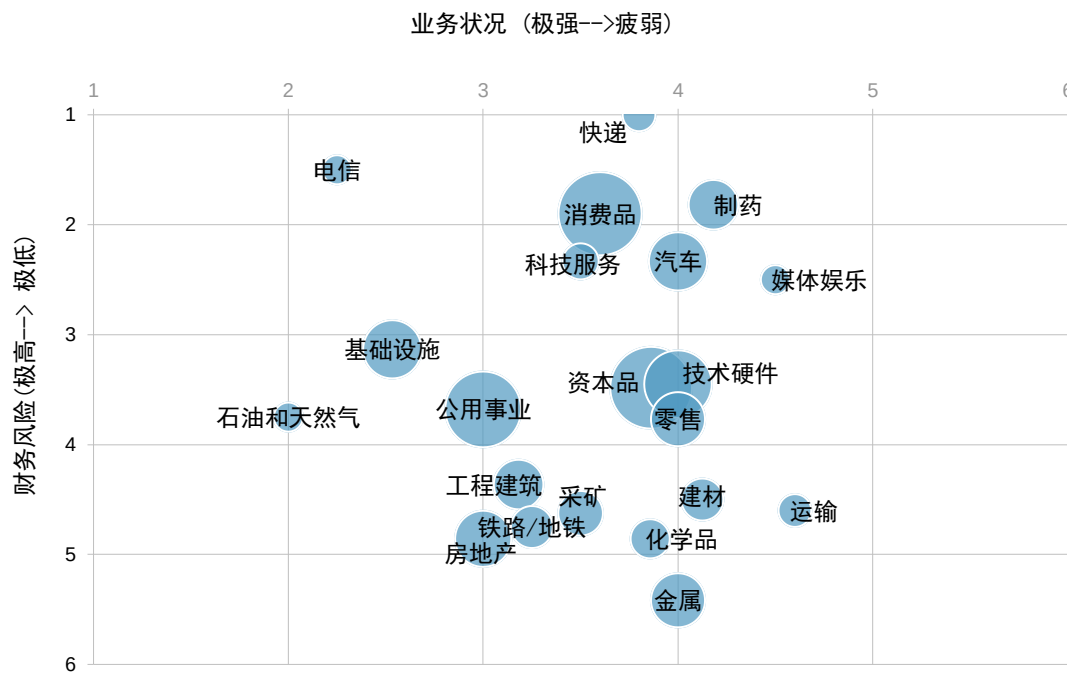
若仅看去年与今年同时上榜的样本企业，约有四分之一（26%）企业的业务状况或财务风险发生了改变。其中，四个行业的业务状况出现恶化；三个行业的财务风险弱化、两个改善。但值得一提的是，财务风险出现改善的行业之一为资本品，其中包含 29 家企业，为一个重要行业类别。而财务风险恶化的行业之一为媒体娱乐业，仅包含四家企业。

由于我们将快递企业单独划为一个行业，因此目前运输业的风险主要来自于航空公司和物流企业。鉴于此，我们下调了运输业的业务状况和财务风险评估，尽管个别企业的信用指标并未恶化。

新增金属采矿企业的财务指标较弱，导致金属行业的财务风险评估降低一个等级。

图 7

中国254大企业：各行业平均业务状况和财务风险



气泡大小代表该行业的样本企业数量。业务状况：1-极强，2-强劲，3-较好，4-普通，5-较弱，6-疲弱。财务风险：1-极低，2-较低，3-中等，4-较高，5-很高，6-极高。

资料来源：标普全球评级。

版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

表 2

中国 254 大企业的业务状况和财务风险评估

序号	企业	业务状况	财务风险	序号	企业	业务状况	财务风险
1	瑞声科技控股有限公司	4	2	128	哈尔滨电气股份有限公司	5	4
2	中国国际航空股份有限公司	4	5	129	河北钢铁集团有限公司	4	6
3	阿里巴巴集团控股有限公司	2	1	130	海澜之家股份有限公司	4	1
4	中国铝业股份有限公司	3	6	131	恒安国际集团有限公司	3	1
5	安徽海螺集团有限责任公司	3	1	132	恒逸石化股份有限公司	5	6
6	安徽省交通控股集团	2	5	133	青岛海信电器股份有限公司	4	1
7	鞍钢集团公司	3	6	134	海信科龙电器股份有限公司	5	1
8	亚洲水泥（中国）控股公司	5	5	135	华虹半导体有限公司	4	2
9	中国航空工业集团公司	3	5	136	华宝国际控股有限公司	4	1
10	上海百联集团股份有限公司	3	3	137	华东医药股份有限公司	5	1
11	北京金隅股份有限公司	4	6	138	华为投资控股有限公司	3	1
12	北京汽车集团有限公司	4	4	139	华域汽车系统股份有限公司	3	1
13	北控水务集团有限公司	4	6	140	内蒙古包钢钢联股份有限公司	5	6
14	北京市燃气集团有限责任公司	3	1	141	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	3	1
15	北京歌华有线电视网络股份有限公司	5	3	142	晶澳太阳能有限公司	5	5
16	北京市基础设施投资有限公司	3	6	143	京东集团	4	1
17	北京碧水源科技股份有限公司	4	3	144	江苏宁沪高速公路股份有限公司	2	2
18	北京王府井百货（集团）股份有限公司	4	3	145	江苏省国信资产管理集团有限公司	4	4
19	北京燕京啤酒股份有限公司	4	1	146	江苏恒瑞医药股份有限公司	4	1
20	京东方科技集团股份有限公司	4	4	147	江苏沙钢集团有限公司	4	2
21	波司登国际控股有限公司	5	3	148	江苏洋河酒厂股份有限公司	4	1
22	光明食品（集团）有限公司	3	5	149	锦江国际（集团）有限公司	3	6
23	华晨中国汽车控股有限公司	4	3	150	金科地产集团股份有限公司	4	6
24	比亚迪股份有限公司	4	4	151	冀中能源集团有限责任公司	4	6
25	首都机场集团公司	2	3	152	大悦城地产有限公司	4	6
26	成都市兴蓉环境股份有限公司	4	2	153	康美药业股份有限公司	4	2
27	中国航天科工集团有限公司	3	1	154	金山软件有限公司	5	3
28	中国航天科技集团公司	2	1	155	昆仑能源有限公司	3	3
29	中国宝武钢铁集团有限公司	3	5	156	贵州茅台酒股份有限公司	3	1
30	中国中煤能源股份有限公司	4	6	157	联想集团有限公司	4	4
31	中国交通建设股份有限公司	3	5	158	蓝思科技股份有限公司	4	3
32	中国通信服务股份有限公司	3	1	159	联华超市股份有限公司	5	6
33	中国供销集团有限公司	4	6	160	龙湖地产有限公司	3	4
34	中国远洋控股股份有限公司	5	6	161	中国龙工控股有限公司	4	3
35	中国船舶工业股份有限公司	5	6	162	立讯精密工业股份有限公司	4	2
36	中国大唐集团公司	4	6	163	茂业国际控股有限公司	4	6
37	中国东方航空股份有限公司	5	5	164	美的集团股份有限公司	3	1
38	中国电子信息产业集团有限公司	4	6	165	敏实集团有限公司	5	2
39	中国能源建设集团有限公司	3	4	166	网易公司	4	1
40	中国光大国际有限公司	3	4	167	新东方教育科技集团有限公司	4	1

中国 254 大企业的业务状况和财务风险评估（续）

序号	企业	业务状况	财务风险	序号	企业	业务状况	财务风险
41	中国恒大集团	3	6	168	宁波港股份有限公司	2	2
42	中国电影股份有限公司	4	1	169	华侨城集团公司	4	5
43	中国燃气控股有限公司	3	4	170	百盛商业集团有限公司	5	6
44	中国广核集团有限公司	2	6	171	保利房地产（集团）股份有限公司	2	5
45	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	4	5	172	中国电力建设集团有限公司	3	5
46	中国国电集团公司	3	5	173	青岛海尔股份有限公司	3	1
47	中国华电集团公司	3	5	174	庆铃汽车股份有限公司	5	2
48	中国华能集团公司	3	5	175	荣盛石化股份有限公司	5	6
49	中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司	4	6	176	顺丰控股股份有限公司	3	1
50	华住酒店集团	3	5	177	上海汽车集团股份有限公司	3	2
51	龙源电力集团股份有限公司	2	5	178	三安光电股份有限公司	4	2
52	中国机械设备工程股份有限公司	4	2	179	三一重工股份有限公司	4	5
53	中国蒙牛乳业有限公司	3	2	180	中芯国际集成电路制造有限公司	4	3
54	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	3	4	181	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	4	6
55	中国冶金科工集团有限公司	3	5	182	山东黄金矿业股份有限公司	4	5
56	中国五矿集团公司	3	5	183	山东钢铁股份有限公司	5	6
57	中国移动有限公司	2	1	184	山东玲珑轮胎股份有限公司	4	4
58	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	4	4	185	上海建工集团股份有限公司	4	4
59	中国建材股份有限公司	4	6	186	上海电气集团股份有限公司	3	1
60	中国化工集团公司	3	6	187	上海复星医药（集团）股份有限公司	4	4
61	中国机械工业集团有限公司	4	3	188	上海华谊集团股份有限公司	4	5
62	中国核能电力股份有限公司	2	6	189	上海实业控股有限公司	4	5
63	中国海洋石油总公司	2	3	190	上海国际机场股份有限公司	2	1
64	中国石油天然气集团公司	1	3	191	上海国际港务（集团）股份有限公司	2	2
65	中国北方工业公司	3	2	192	上海城投（集团）有限公司	4	6
66	中国核工业建设股份有限公司	3	5	193	上海东方明珠新媒体股份有限公司	4	3
67	中国海外发展有限公司	2	4	194	上海医药集团股份有限公司	4	2
68	中国石油化工集团公司	2	3	195	上海申通地铁集团有限公司	3	6
69	中国铁建股份有限公司	3	4	196	山西煤炭运销集团有限公司	5	6
70	中国铁路总公司	2	6	197	山西焦煤集团有限责任公司	4	6
71	中国中铁股份有限公司	3	5	198	陕西延长石油（集团）有限责任公司	3	6
72	中国铁路通信信号股份有限公司	4	1	199	申能（集团）有限公司	3	2
73	华润啤酒（控股）有限公司	3	1	200	深圳市机场股份有限公司	3	1
74	华润水泥控股有限公司	4	4	201	深圳高速公路股份有限公司	3	3
75	华润置地有限公司	2	4	202	深圳市地铁集团有限公司	3	6
76	华润医药集团有限公司	3	3	203	深圳欧菲光科技股份有限公司	4	4
77	华润电力控股有限公司	3	4	204	申洲国际集团控股有限公司	3	1
78	中国神华能源股份有限公司	2	2	205	四川成渝高速公路股份有限公司	3	3
79	中国船舶重工股份有限公司	3	4	206	中国生物制药有限公司	5	1
80	首钢集团有限公司	4	6	207	中国中化集团有限公司	3	5

中国 254 大企业的业务状况和财务风险评估（续）

序号	企业	业务状况	财务风险	序号	企业	业务状况	财务风险
81	中国南方工业集团公司	3	2	208	国药控股股份有限公司	3	3
82	中国南方航空股份有限公司	5	5	209	中国外运股份有限公司	4	2
83	中国南方电网有限责任公司	2	3	210	中国重汽（香港）有限公司	5	3
84	中国建筑股份有限公司	2	4	211	创维数码控股有限公司	5	6
85	中国船舶工业集团有限公司	4	5	212	中国国家电网公司	2	2
86	中国电信集团公司	2	2	213	申通快递有限公司	4	1
87	中国长江三峡集团公司	2	4	214	高鑫零售有限公司	3	1
88	中国联合网络通信股份有限公司	2	2	215	苏宁云商集团股份有限公司	4	4
89	万科企业股份有限公司	2	3	216	舜宇光学科技（集团）有限公司	4	2
90	中国水务集团有限公司	3	4	217	好未来教育集团	4	1
91	中国永达汽车服务控股有限公司	4	6	218	唐山冀东水泥股份有限公司	4	6
92	中国玉柴国际有限公司	3	2	219	腾讯控股有限公司	2	1
93	重庆长安汽车股份有限公司	4	2	220	天津港发展控股有限公司	3	4
94	重庆水务集团股份有限公司	4	1	221	康师傅控股有限公司	3	2
95	中粮集团有限公司	2	6	222	桐昆集团股份有限公司	4	3
96	中远海运港口有限公司	2	4	223	中国民航信息集团公司	4	2
97	中国中车股份有限公司	3	1	224	三角轮胎股份有限公司	4	2
98	中国南玻集团股份有限公司	4	4	225	清华控股有限公司	3	6
99	石药集团有限公司	5	1	226	青岛啤酒股份有限公司	4	1
100	携程国际有限公司	4	6	227	统一企业中国控股有限公司	4	2
101	大连港股份有限公司	4	4	228	维达纸业集团	4	3
102	大连万达商业管理集团股份有限公司	3	5	229	唯品会控股有限公司	4	1
103	大秦铁路股份有限公司	4	1	230	万达电影院线股份有限公司	5	3
104	大商集团有限公司	4	3	231	万华化学集团股份有限公司	3	3
105	东方电气股份有限公司	4	1	232	中国旺旺控股有限公司	4	1
106	东风汽车集团股份有限公司	4	2	233	潍柴动力股份有限公司	3	2
107	东旭光电科技股份有限公司	4	6	234	魏桥纺织股份有限公司	4	2
108	新奥能源控股有限公司	3	3	235	万洲国际有限公司	3	2
109	第一拖拉机股份有限公司	5	5	236	宜宾五粮液股份有限公司	3	1
110	福耀玻璃工业集团股份有限公司	4	2	237	徐工集团工程机械有限公司	4	5
111	保利协鑫能源控股有限公司	4	5	238	兴发铝业控股有限公司	4	5
112	吉利汽车控股有限公司	4	2	239	新兴际华集团有限公司	4	5
113	歌尔股份有限公司	4	3	240	信义玻璃控股有限公司	5	4
114	金鹰商贸集团有限公司	4	4	241	延锋汽车饰件系统有限公司	4	2
115	长城汽车股份有限公司	4	2	242	兖州煤业股份有限公司	4	5
116	珠海格力电器股份有限公司	4	1	243	永辉超市股份有限公司	4	4
117	广东省交通集团有限公司	3	6	244	圆通快递有限公司	4	1
118	粤海投资有限公司	3	1	245	韵达控股股份有限公司	4	1
119	广深铁路股份有限公司	4	1	246	云南铝业股份有限公司	4	6
120	广西柳工机械股份有限公司	5	6	247	云南白药集团股份有限公司	4	1
121	广州汽车工业集团	4	2	248	浙江大华技术股份有限公司	4	2

中国 254 大企业的业务状况和财务风险评估（续）

序号	企业	业务状况	财务风险	序号	企业	业务状况	财务风险
122	广州白云国际机场股份有限公司	2	1	249	浙江省能源集团有限公司	3	3
123	广州白云山医药集团股份有限公司	5	1	250	中升集团控股有限公司	4	4
124	广州交通投资集团有限公司	3	6	251	紫金矿业集团股份有限公司	3	3
125	广州地铁集团有限公司	3	6	252	中联重科股份有限公司	4	6
126	贵州轮胎股份有限公司	6	6	253	中兴通讯股份有限公司	4	4
127	杭州海康威视数字技术股份有限公司	4	2	254	中通快递股份有限公司	4	1

业务状况：1-极强，2-强劲，3-较好，4-普通，5-较弱，6-疲弱。财务风险：1-极低，2-较低，3-中等，4-较高，5-很高，6-极高。资料来源：标普全球评级。

表 3
业务状况和财务风险矩阵

业务状况	财务风险					
	1 (极低)	2 (较低)	3 (中等)	4 (较高)	5 (很高)	6 (极高)
1 (极强)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (强劲)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (较好)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (普通)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (较弱)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (疲弱)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

资料来源：标普全球评级。

形势愈加艰难

去杠杆趋势在延续两年后现在趋于停滞。我们认为停滞的主要原因是利润增长下降，而并非企业的支出或借贷过度上升。我们认为企业的资本支出仍旧受限，特别是国有企业，肩负着控制债务增长和降低资产杠杆（总负债对总资产比率）的任务。金属和采矿、建材、火电等产能过剩的行业也将根据供给侧改革要求继续削减产能。虽然强制性的去产能可以起到降低企业资本支出的作用，但固定资产投资、消费和出口增长的放缓却可能会导致工业企业的利润增速下降。

我们预计，信贷环境持续收紧将导致企业财务风险继续上升。监管机构通过迫使银行将“影子银行”业务纳入资产负债表在打击非标融资方面取得了成效，但这却使一些依赖非标融资的民营企业今年以来因再融资难问题而发生违约。此外，民营企业倾向于通过股权质押获得贷款，因此易受股票市场下行的影响，从而面临平仓风险或因控股权发生变化而违反债务强制条款。

接下来，我们预计违约数量，特别是民营企业违约数量，将继续上升。

贸易紧张升级增加问题复杂性

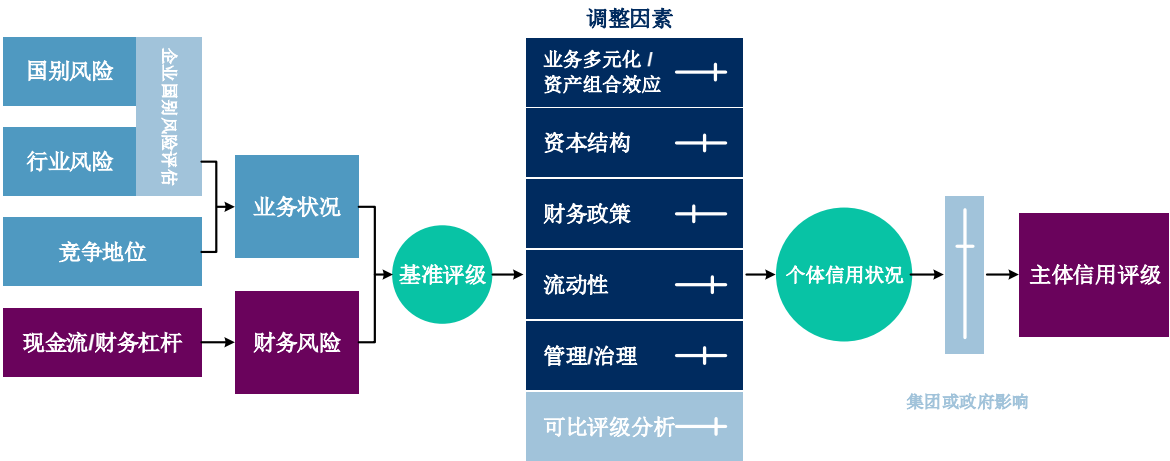
中美贸易摩擦可能会导致工业产品的需求增长放缓，企业生产成本上升。贸易摩擦对投资者信心造成的间接影响更大，会导致投资活动放缓和消费下降。在最糟糕的情况下，企业将面临亏损并进行裁员，使几乎所有行业都受到不同程度的影响，即便那些主要在境内开展业务的企业也不例外。例如，居民的购房能力或购房意愿的下降可能会对地产开发商造成影响。通过增加基础设施投资需求可以减轻贸易战带来的影响，但这会导致地方政府融资平台和地方政府债务进一步上升，使地方政府融资平台去杠杆愈加困难。

附录：我们如何评估业务状况和财务风险

我们通过评估中国 254 大企业的业务状况和财务风险来分析企业的信用状况。

业务状况和财务风险是决定基准评级的两个主要因素（见图 8）。分析时，我们未考虑评级调整因素（包括流动性、资本结构等）和集团或政府支持。对部分企业而言，政府或母公司的特别支持会带来最终评级的调升。

图 8
企业评级方法论框架

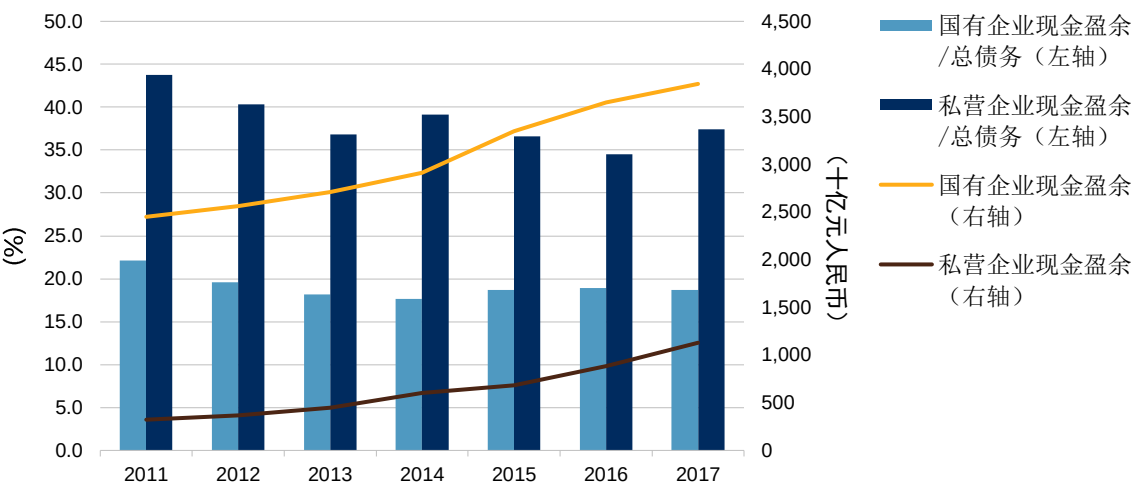


版权 © 2018 by Standard & Poor’s Financial Services LLC。版权所有。

在计算样本企业总债务时，除非有确切信息表明应当使用不同折扣比率，我们通常将现金盈余按 25% 的折扣率折算，再用折后金额抵扣总债务。折后现金占样本公司公布的 2017 年总债务的近 16.3%，因此此种处理方式会对财务风险评估产生较大影响。

图 9

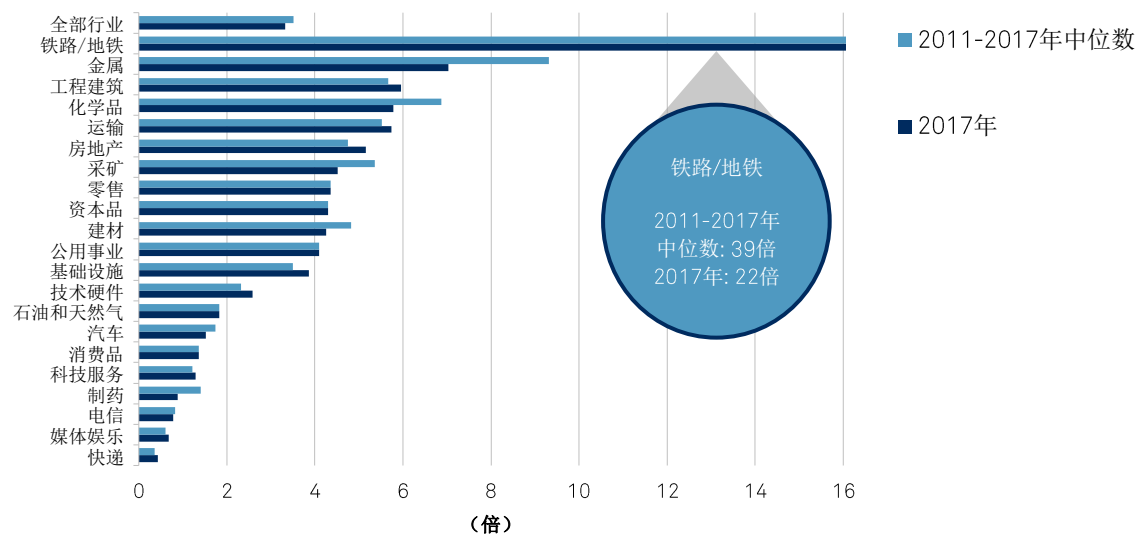
中国254大企业的大量现金盈余在一定程度上缓解企业高杠杆



资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 10

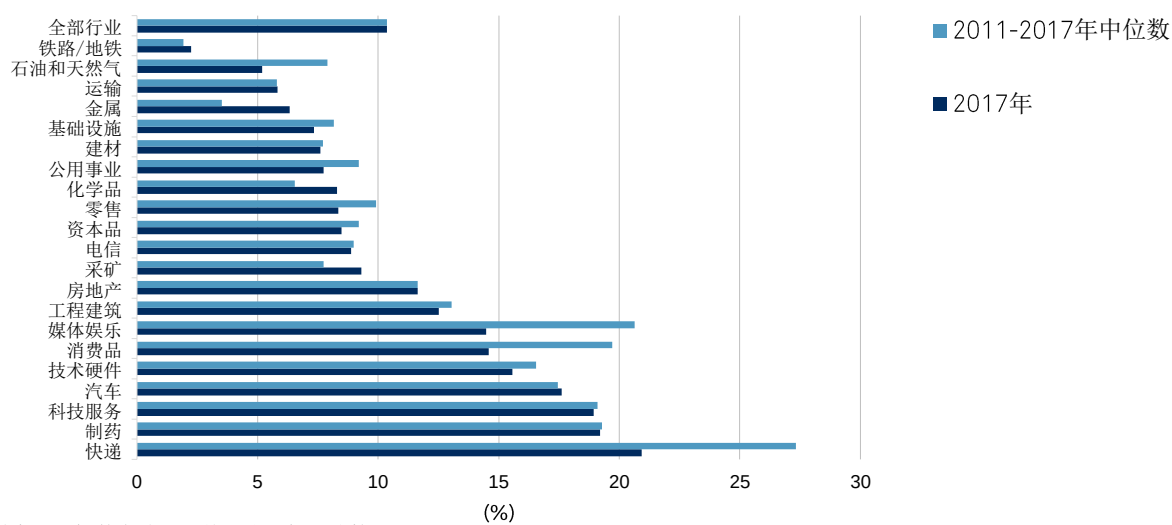
中国254大企业：各行业总债务对EBITDA比率



资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 11

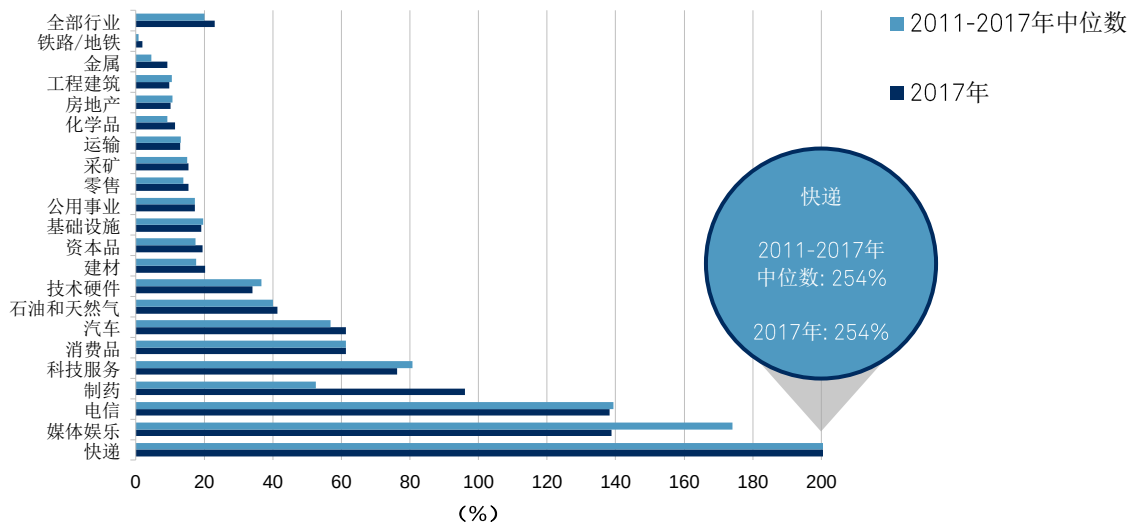
中国254大企业：各行业资本回报率



资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。
版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 12

中国254大企业：各行业经营性资金流对总债务比率



资料来源：标普全球评级基于公司年报估算。

版权 © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

相关准则和研究

相关准则

- 企业评级方法论，2013年11月19日
- 企业评级方法论：比率与调整，2013年11月19日
- 方法论：行业风险，2013年11月19日

相关研究

- 社保证收改革或将增加企业成本负担，2018年9月20日
- 十字路口的全球贸易：美对华2000亿美元关税清单将进一步降低投资者热情，2018年9月18日
- 平台模式生变：对部分而非全部融资平台降级的原因答疑，2018年9月13日
- 中国开发商的利润与债务水平同创新高，2018年9月6日
- 利润增长减速阻碍中国企业去杠杆，2018年8月27日
- 中国的漫长信贷周期已经结束，去杠杆拉开大幕但能否持续？，2018年8月20日
- 违约、迁移和复苏：2017年大中华区企业违约研究和评级迁移，2018年8月15日
- 债券结构特征加剧中国企业违约风险，2018年7月19日
- 融资环境收紧，中国开发商面临考验，2018年6月12日
- 信用答疑：中国企业违约率上升原因解析，2018年5月14日
- 中国式互保链：互相担保如何推升企业流动性风险，2018年5月7日
- 中国开发商加强防范，以应对融资紧缩，2018年4月23日
- 告别粗放扩张，中国消费品和零售企业追求利润率与高质量增长，2018年4月20日
- 十字路口的全球贸易：如果美国关税引发中美贸易战，企业信用将受冲击，2018年3月24日
- 盈利上升不敌流动性趋紧，中国高债务风险企业仍难走出困境，2018年1月30日

版权©2018, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容将可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: www.standardandpoors.com (免费网站), 及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com (收费网站), 及 www.spcapitaliq.com (收费网站), 及并可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。