

# 民企债势头向好，能否成为下一个价值洼地

2024 年 6 月 5 日

## 要点

- 2024 年以来民营企业债券发行量和净融资额呈上升趋势，技术硬件及半导体、整车制造、金属冶炼等重资产行业民营企业持续保持债券融资净流入状态。
- 低资质民企发行人的短久期策略导致债券发行利率与期限倒挂，民营企业所发行的短期债券或可成为资产荒下新的选择。
- 我们认为部分信用质量一般但杠杆水平尚可，未来一年内流动性压力不大，以及二级市场主体利差表现显著高于相同信用资质的主体利差均值的民营企业具有一定的投资价值挖掘潜力。

分析师

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

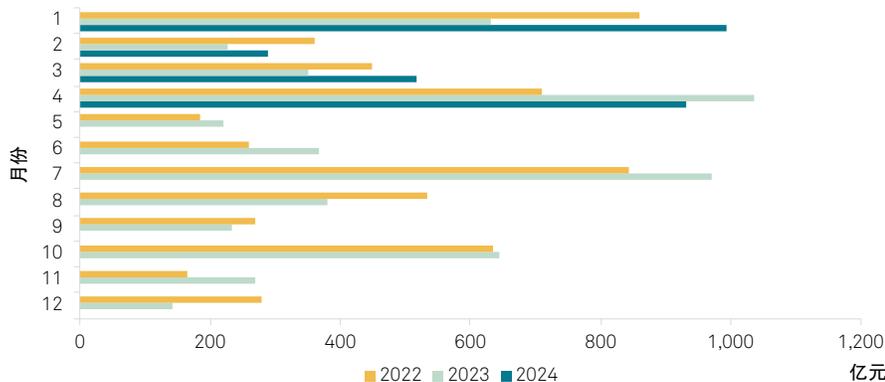
在资金面持续宽松和一揽子化债政策背景下，占据债券市场很大份额的城投企业以及国有产业类企业公开债券的信用成本快速下降，市场上面临资产荒的局面持续难以突破，而与此同时民营企业在政策支持下债券发行量呈现增长趋势，民营企业是否可以成为下一个价值洼地？本篇报告统计分析了 2024 年以来民营企业债券的发行情况及其信用质量状况，以期望为投资人提供有用的信息。

## 2024 年前 4 个月民营企业债券发行量和净融资额呈上升趋势

今年以来，民营企业债券发行量和净融资额呈现较好的增长态势。1-4 月份，民营企业债券发行量一改去年全年有所减少的态势，同比增速达到 22%，净融资额扭转去年由正转负的颓势，同比增长 33%。我们认为，民营企业发债政策上的支持、融资成本的下降以及部分行业市场需求的增长或是民营企业融资需求增长的主要原因。

图1

### 民营企业债券发行情况



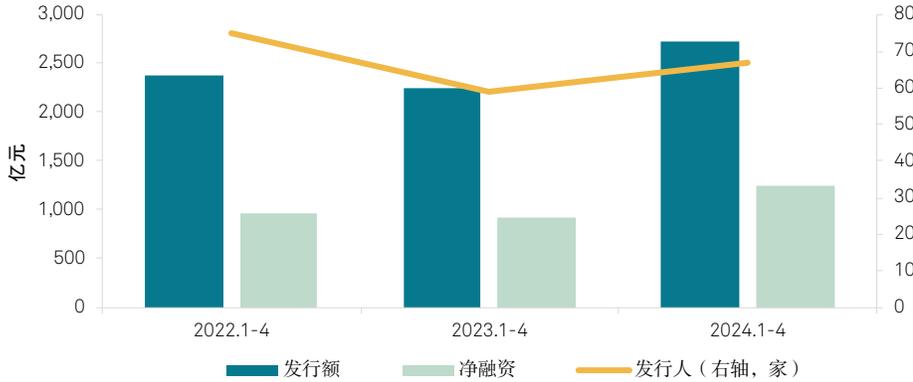
注：债券类型包括中期票据、公司债、短期融资券、定向工具。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

民营企业债券发行情况



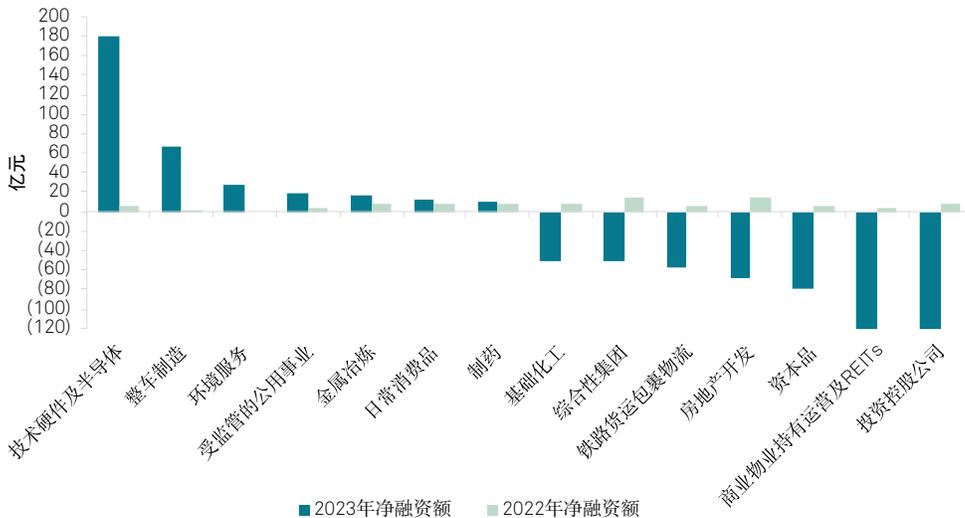
注：债券类型包括中期票据、公司债、短期融资券、定向工具。  
资料来源：Wind，标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分行业看，今年前4个月，技术硬件及半导体、整车制造、金属冶炼等重资产行业民营企业持续保持债券融资净流入状态，日常消费品行业企业在经营压力下净融资额同比增幅显著。

在国家大力支持战略性新兴产业的政策下，技术硬件及半导体行业的龙头企业华为、中兴持续大规模的融资支撑了整个行业在民营企业债券融资中的重要地位。金属冶炼行业中的山东宏桥、南山集团、华友钴业以及整车制造厂商浙江吉利等企业也持续呈现债券融资的净流入。而乳制品龙头企业蒙牛和伊利由于行业特性主要依赖超短融的滚动发行来满足日常资金需求，一般情况下年度融资流入和流出保持相对平衡状态，但2024年1-4月，这两家龙头企业的债券融资净额增长，带动整个日常消费品行业的企业债券融资净额达713亿元，同比增长36%，这或与今年乳制品销售同比下滑导致企业营运资金需求增加所致。

图3

近两年有新发债券的民营企业净融资额变动较大的行业分布



注：2023年和2022年净融资额以当年有新发债券的发行人作为统计样本，债券类型包括中期票据、公司债、短期融资券、定向工具。  
资料来源：Wind，标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4

2024年1-4月新发债券的民营企业债券净融资额较大的行业分布



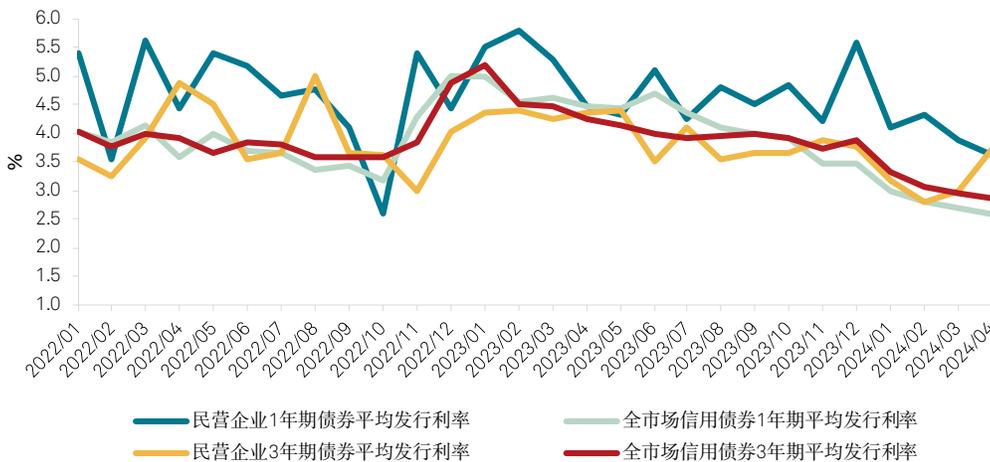
注：净融资额以当年有新发债券的发行人作为统计样本；债券类型包括中期票据、公司债、短期融资券、定向工具。  
资料来源：Wind，标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 民营企业短久期债券或可成为资产荒下的新选择

由于债券市场投资人对国有企业的偏好，以及前几年违约潮下大量民营企业发生了违约事件，民营企业的整体融资环境持续恶化。信用资质相对较弱的企业只能采用短久期策略，发行短期限债券品种来融资，而能够发行3年期等较长期限债券的发行人信用资质相对较好，这导致民营企业短期债券的平均发行利率显著高于同期限全市场债券的平均发行利率，且民营企业所发债券的期限和利率显著倒挂。

图5

债券平均发行利率

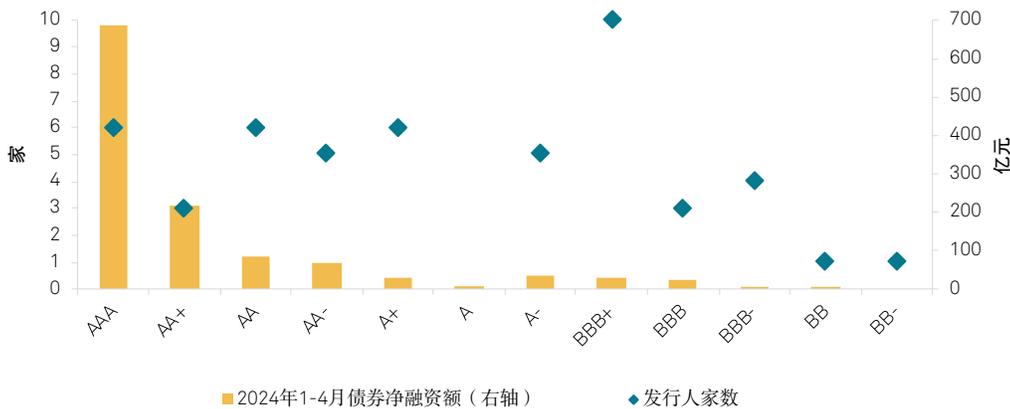


注：1.债券类型包括中期票据、公司债、短期融资券、定向工具；2.剔除无固定期限债券，如果债券含权按照行权之前的期限计算。  
资料来源：Wind，标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从2024年新发债券的民营企业信用质量来看，标普信评通过公开信息评估得出的潜在信用质量在AA序列及以下的发行人仅占总样本的33%，信用质量相对较低的发行人占比较多。

图6

2024年1-4月新发债券的民营企业潜在信用质量分布



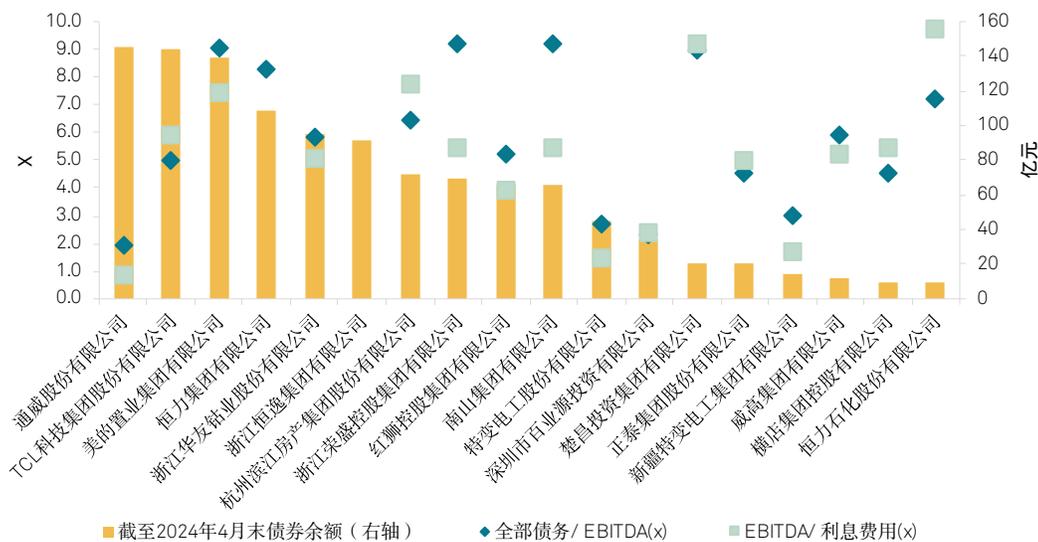
注: 信用等级为标普信评根据公开信息得到的测试结果。  
资料来源: Wind, 标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

民营企业具有投资价值挖掘潜力的三大特征：杠杆水平尚可，流动性压力不大，二级市场主体利差高于同级别主体平均利差

我们认为，部分民营企业虽然整体信用资质一般，但其杠杆水平尚可，未来一年内的流动性压力不大，因此具有一定的投资价值挖掘潜力，例如TCL科技、华友钴业、百业源、特变电工等。

图7

未来一年债务负担尚可且流动性压力不大的民营企业

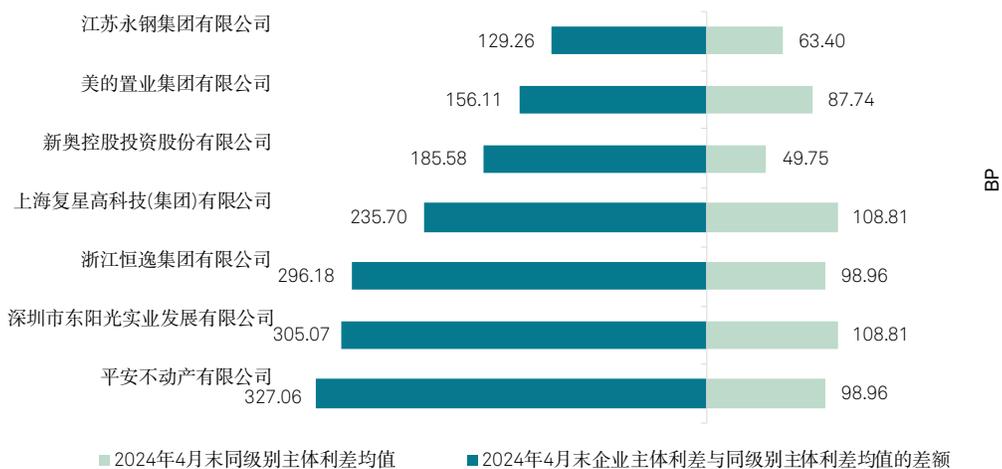


注: 财务指标为2023年末Wind计算口径。  
资料来源: Wind, 标普信评整理。  
版权©2024标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

另外，部分民营企业的二级市场主体利差表现显著高于相同信用资质的主体利差均值，虽然这些企业的信用质量分布广泛且差异显著，但我们认为它们的信用质量应好于二级市场的表现，也具有一定的投资价值挖掘潜力。

图8

2024年3-4月主体利差持续显著高于同级别存续债券企业主体平均利差的企业



注：主体利差是其所有债券的发行待偿期限的中债估值与对应剩余期限国开债中债估值的差值的平均值，主体级别是标普信评根据公开信息按照工商企业的评级方法论得到的企业主体测试结果。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。