

迎风而立：谁是中国信用市场的中坚力量

2019 年 11 月 4 日

要点

- 标普信评对 1200 家非金融企业进行研究，发现其潜在主体信用质量分布在从[AAA_{spc}]*到[B_{spc}]*的广阔区间，潜在主体信用质量中位数位于[BBB_{spc}]*。
- 我们认为，相比于其他行业，发电及公用事业、交通基础设施、周期性运输这三个行业中企业的潜在主体信用质量更好，这是得益于较高的行业集中度、强劲的竞争地位以及与政府紧密的关系。
- 相反，商业服务、医药、零售餐饮、科技硬件和半导体行业中企业的潜在主体信用质量较弱，我们认为这是由于这些行业的竞争通常更为激烈。
- 我们认为，在中国经济增长放缓导致企业信用质量进一步分化的背景下，排名靠前的企业在 2020 年将保持稳定的信用质量。

分析师

钟晓玲

北京

+86 10 6516 6051

may.zhong

@spgchinaratings.cn

李丹

北京

+86 10 6516 6042

dan.li

@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

+86 10 6516 6040

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86 10 6516 6038

lei.wang

@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86 10 6516 6028

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

完整分析师列表请见文末。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取 1200 家中国非金融企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在具体行业的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于各行业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者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。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是在行业层面汇总进行。本报告各章节在呈现各行业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

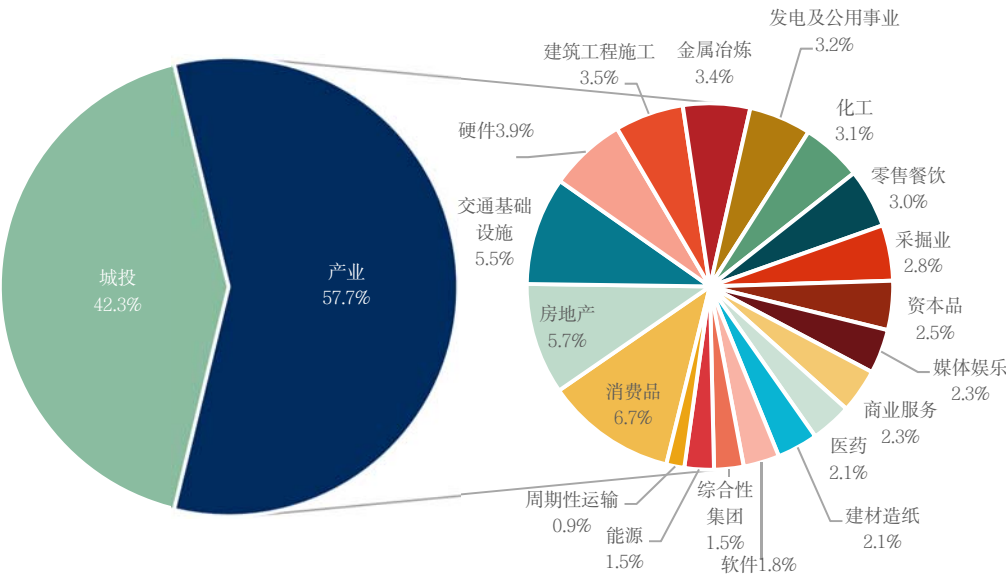
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

样本选取标准

为了真实反映中国信用债券市场的整体状况，我们根据当前非金融发债企业的行业构成的大致比例选取了 1200 家企业作为研究样本，包括了 700 家头部或资产规模最大的产业类企业和 500 家资产规模最大的城投类企业。我们认为这些样本企业能够充分地反映中国非金融企业的整体信用状况。

这些样本企业分布于多个大行业中的近 20 个子行业（见图 1）。无论是从资产规模还是从发债企业数量来看，城投类企业都是最大的一类。以资产规模而论，房地产和交通基础设施行业的占比也较高（见图 2）。

图 1
样本企业行业分布：按主体数量

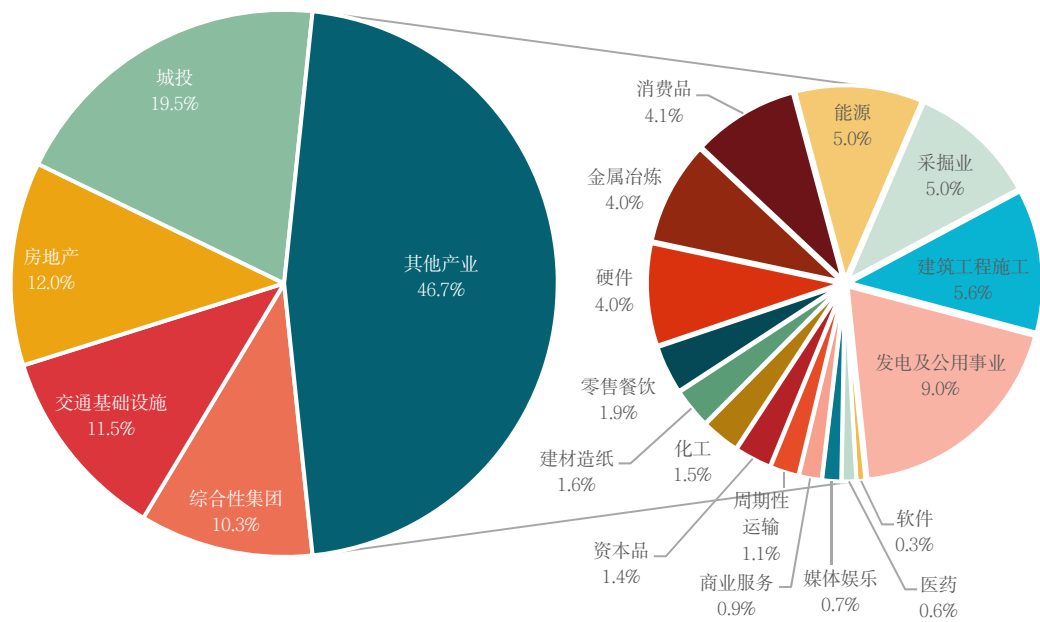


注：本报告将市场化发电和天然气企业从能源行业移出，划为公用事业行业，后同。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 2
样本企业行业分布：按资产规模



资料来源：标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对于城投类企业，我们一般按主要经营业务类型将其归入不同的行业进行分析。但由于市场上基本都将其视为单独的一类企业，为了方便大家了解和跨行业比较，在本报告中我们将城投类企业汇总为单独一类，并与其他行业并列。这里我们所说的城投类企业主要是指代表地方政府从事基础设施建设、土地开发整理等业务的国企。对于地铁企业或者从事公用事业运营的企业，则分别归入交通基础设施和公用事业行业。考虑到市场对城投企业的关注，我们对其进行了更加详细的分析并形成了单独的报告。请参阅《中国城投面面观》。

由于没有详细的公开信息，一些大型央企或地方国企没有包含在我们这次的研究样本中。

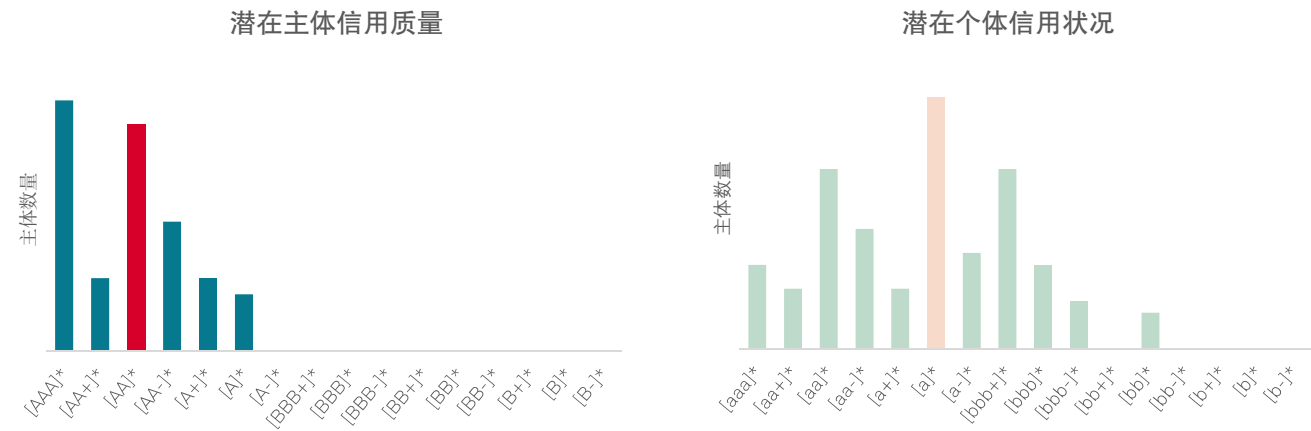
潜在信用质量分布：概览

为了方便说明，我们将样本企业按照不同的潜在信用质量分成了多个组。首先我们看各行业领先企业的情况。我们认为，这类企业应该是中国信用质量最好的企业，即使经济增速放缓，这些企业基本上也能够屹立不倒。

如果我们将城投以外的行业按存续债券规模比例选取每个行业的领先企业，组成 100 家的样本，那么根据我们分析，这些企业潜在主体信用质量的中位数位于[AA_{spc}]*的水平，潜在个体信用状况中位数也处于[a_{spc}]*类的范围内。两者间的差异反映了我们认为其中很多企业有可能获得外部支持。

在我们看来，本组企业在国内的市场占有率高、技术领先，并且/或者在行业整合过程中处于主导者地位。在过去的几年，我们看到中国很多行业的整合和技术投资在不断上升，造就了多个行业内更强、更大、更稳定的企业。事实上，本组中的很多企业不仅在国内市场上是领军企业，在全球范围内同样也是名列前茅。借助中国相对于世界上其他地方的强劲增长，它们的盈利能力也超越了全球平均水平，有着优异的财务指标。

图 3
100 家领先企业潜在信用质量分布



注：红柱代表潜在信用质量的中位数。潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

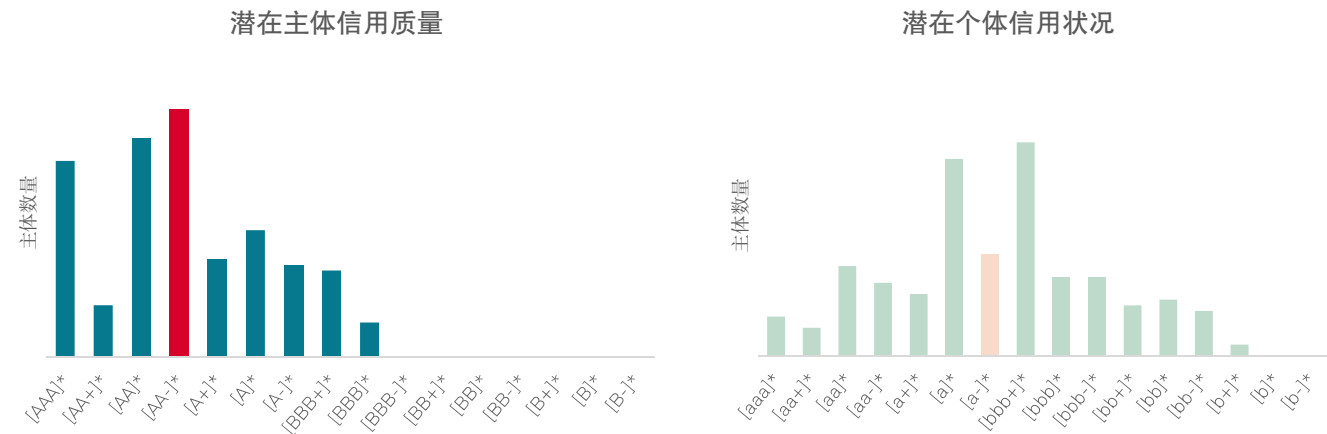
潜在个体信用状况，是指标普信评使用其方法，根据公开信息对企业自身信用质量进行案头分析的结果。

潜在主体信用质量，是指标普信评在潜在个体信用状况的基础上，综合考虑该企业可能获得的外部支持之后得到的企业整体信用质量的初步看法。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

现在我们将样本范围扩大到 200 家，依然是将城投以外的行业按存续债券规模比例选取每个行业的领先企业。根据我们的研究，这 200 家企业的潜在信用质量同样位于上游。其潜在主体信用质量中位数为[AA_{spc}-]*，潜在个体信用状况中位数则在[a_{spc}]*类。这是因为这 200 家基本上都是各行业的头部企业，拥有优于同业的竞争地位。

图 4
200 家领先企业潜在信用质量分布



注：红柱代表潜在信用质量中位数。潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

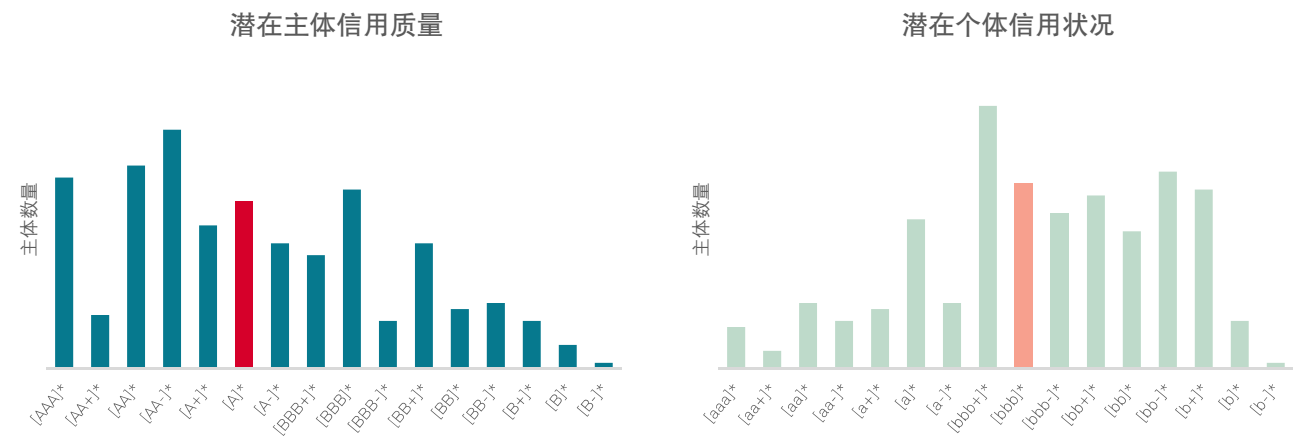
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

但是，如果仅仅是资产规模大，却无助于企业维持市场地位和产生稳定现金流，那么我们不一定认为这样的企业信用质量更好。我们从城投以外的行业中选取了 300 家资产规模最大的企业，发现其潜在信用质量会分布于所有信用大类级别，潜在主体信用质量中位数为[A_{spc}]*，潜在个体信用状况中位数在[bbb_{spc}]*类。虽然弱于领先的 100 家和 200 家，但这 300 家企业的整体信用质量仍然比较好。

在我们的分析当中，我们通常关注现金流的质量，而不是单纯的资产规模。因此，即使一些企业的资产规模在前 300 名以内，其潜在的信用质量也可能相对较弱。例如，与轻资产行业企业相比，房地产开发企业的资产规模通常要大得多，一些开发企业的资产规模可以排在前 300 名以内。然而，在这个竞争激烈的行业，开发企业普遍财务杠杆较高导致其财务风险较其他行业更高一些，从而影响其信用质量。

图 5
300 家资产规模最大企业潜在信用质量分布



注：红柱代表潜在信用质量中位数。潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

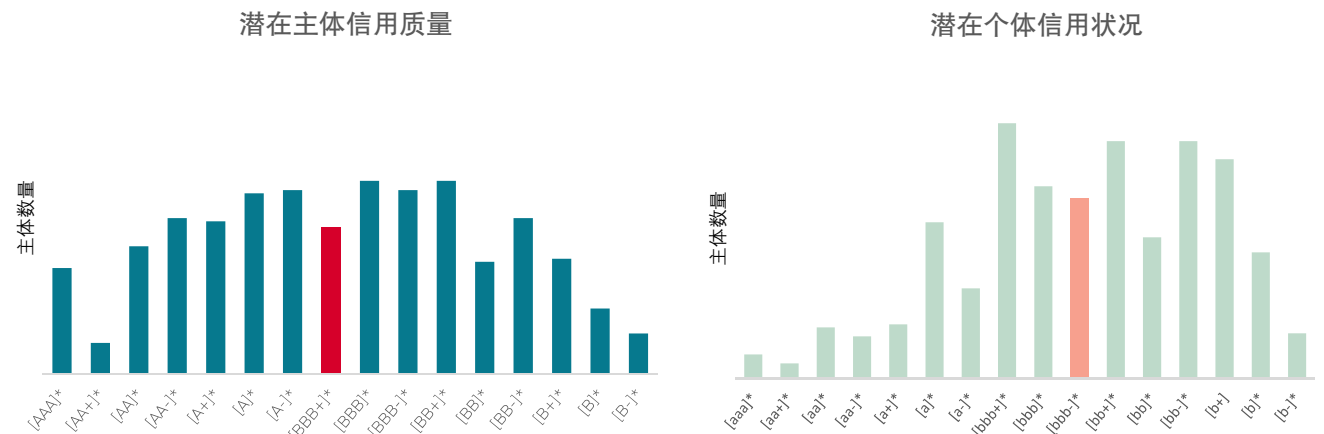
资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

根据我们的研究，不含城投的约 700 家样本企业的潜在主体信用质量分布于从[AAA_{spc}]*到[B_{spc}-]*的区间。其潜在主体信用质量中位数为[BBB_{spc}+]，潜在个体信用状况中位数位于[bbb_{spc}]*类中较弱的位置。

图 6
不含城投的 700 家样本企业潜在信用质量分布



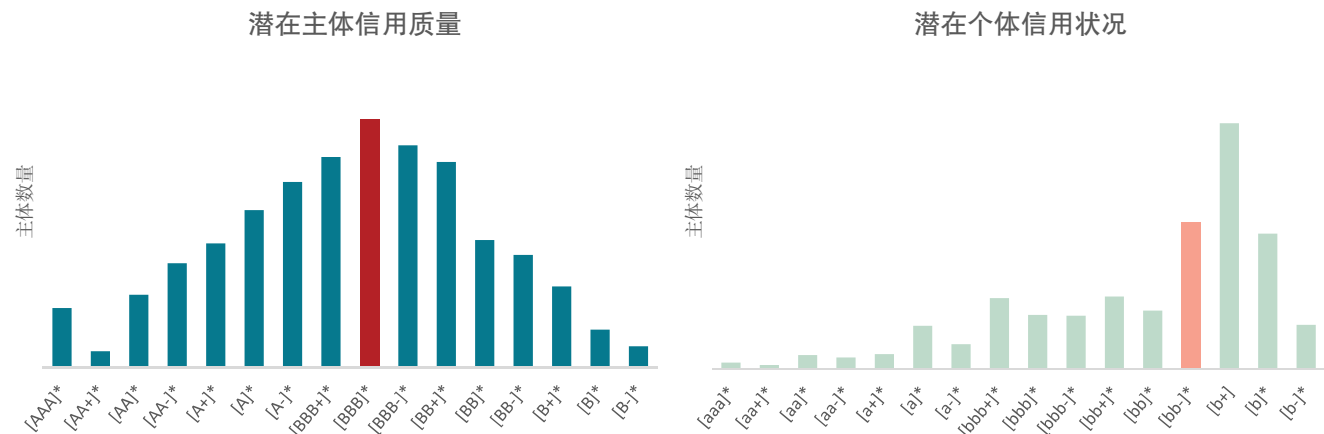
注：红柱代表潜在信用质量中位数。潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

最后，我们再将 500 家资产规模最大的城投企业纳入，组成全样本。此时潜在主体信用质量和潜在个体信用状况的中位数都进一步下降。这主要是因为城投企业从事的业务属性导致它们产生了长期的大额资本支出，和较少的收入回流，造成其财务指标通常弱于产业类企业。

图 7
包含城投的样本企业潜在信用质量分布



注：红柱代表潜在信用质量中位数。潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

潜在信用质量分布：行业排序

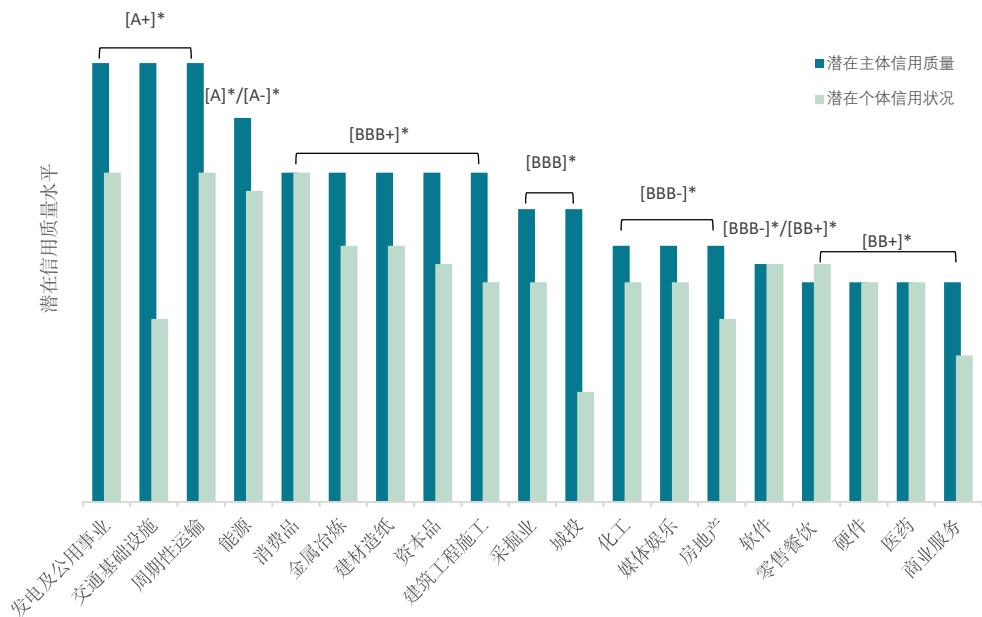
通过研究我们发现，相比于其他行业，发电及公用事业、交通基础设施、周期性运输这三个行业中企业的潜在主体信用质量更好，这是得益于较高的行业集中度、强劲的竞争地位以及与政府紧密的关系。

另一方面，我们也发现某些行业目前的竞争格局十分激烈，如科技硬件和半导体、商业服务、医药、零售餐饮等行业，导致其中企业的潜在信用质量相比其他行业偏弱一些。

尽管城投类企业的潜在个体信用状况通常比较弱，但在考虑政府支持因素之后，其潜在主体信用质量得到提升，中位数位于中间部分。我们认为城投类企业承担的职能对当地政府具有重要性，因此可能会受到一定程度的政府支持。

但是，如果不考虑来自外部的支持因素或负面影响，行业潜在的信用状况排序会发生变化。一般来说，凡政府或集团所有的企业，其潜在主体信用质量会因为政府或集团的支持而获得提升。但在子强母弱的情况下，发债子公司也有可能受到母公司负面的信用影响。例如，零售餐饮行业的企业潜在主体信用质量就弱于其潜在个体信用状况（见图 8）。

图 8
各行业潜在信用质量中位数



注：潜在主体信用质量考虑了潜在的外部支持，潜在个体信用状况则未予考虑。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

潜在信用质量分布：业务状况视角

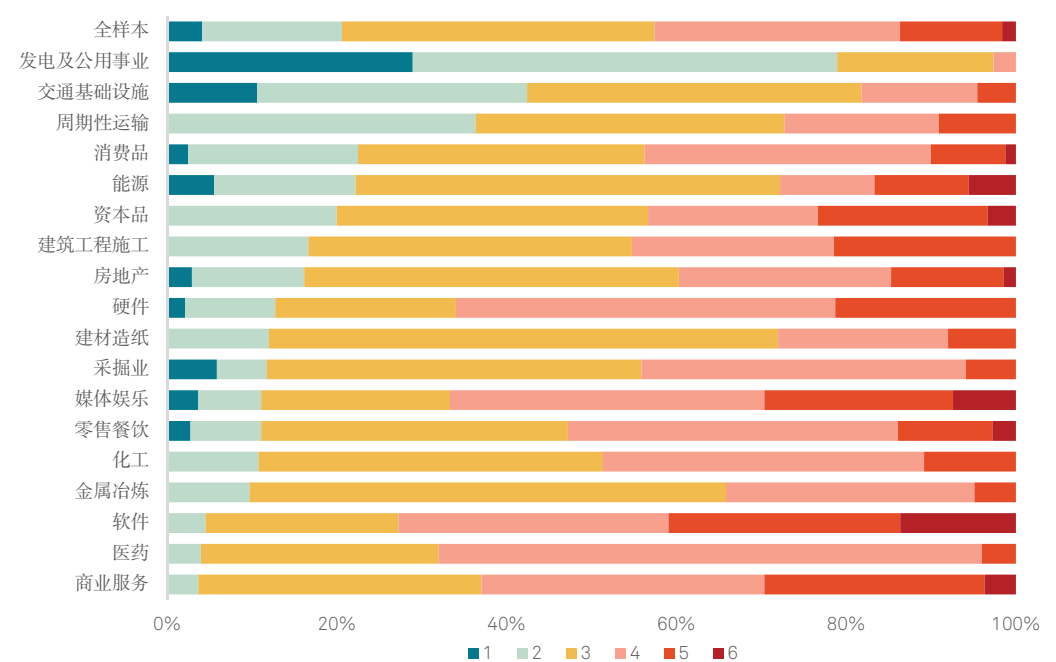
在我们看来，行业风险是影响信用质量的重要因素之一。我们的分析表明，与其他行业相比发电及公用事业行业的业务状况通常是最好的，这是因为对公用事业的需求周期性较低，行业进入壁垒很高，一般又具有自然垄断性质，故而行业风险较低。交通基础设施行业也表现出相似的特征，因此也具有较低的行业风险和较好的业务状况（见图 9）。

在欧美等发达市场，周期性运输行业一般被看作是较高风险的行业。然而在中国，行业集中度较高，国内国际航线的强劲增长也有利于降低行业风险。这些行业特征利于行业企业形成强健的竞争地位。

相比之下，我们认为科技软件和服务企业和商业服务企业整体业务状况通常较弱。对于科技软件和服务业而言，尽管我们认为其周期性适中，但中国的软件产业处于发展的初期阶段且企业规模较小。同时，该行业进入壁垒较低，行业内的企业需要与在中国拥有较大市场份额的外国同行进行竞争。然而我们认为随着研发投入的加大，未来国内软件企业的竞争地位将逐渐巩固和加强。对于商业服务行业而言，其市场进入门槛低导致竞争格局较为激烈，且多数企业不具备明显的核心竞争力。

图 9

各细分行业业务状况分布情况



注：“1”代表业务状况最强，“6”代表最弱。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

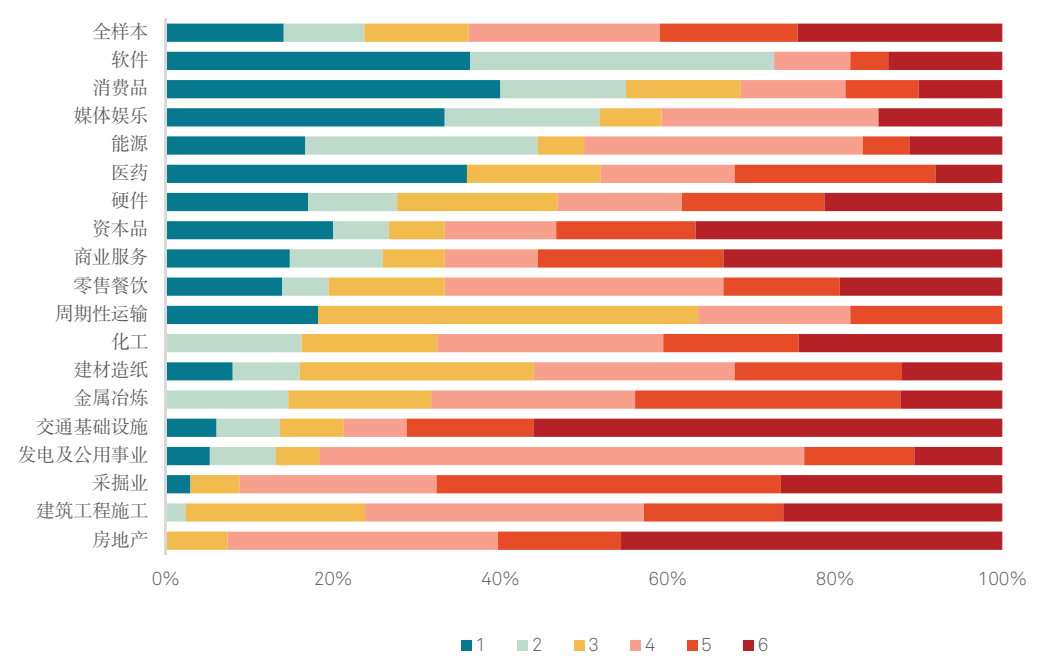
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在信用质量分布：财务风险视角

一般来说，财务杠杆是我们考察企业信用质量时关注的重要指标之一。我们认为，低杠杆的企业在经济下行时面临来自利息和到期债务的刚性压力更小，因此其经营稳定性通常比高杠杆企业更高。

业务模式对投资强度的要求，通常也是影响一个行业总体财务风险的重要因素之一。轻资产模式的企业往往具有较低的杠杆率，而在房地产开发、交通基础设施等重资产行业中的企业杠杆率往往较高。

图 10
各细分行业财务风险分布情况



注：“1”代表财务风险最低，“6”代表最高。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

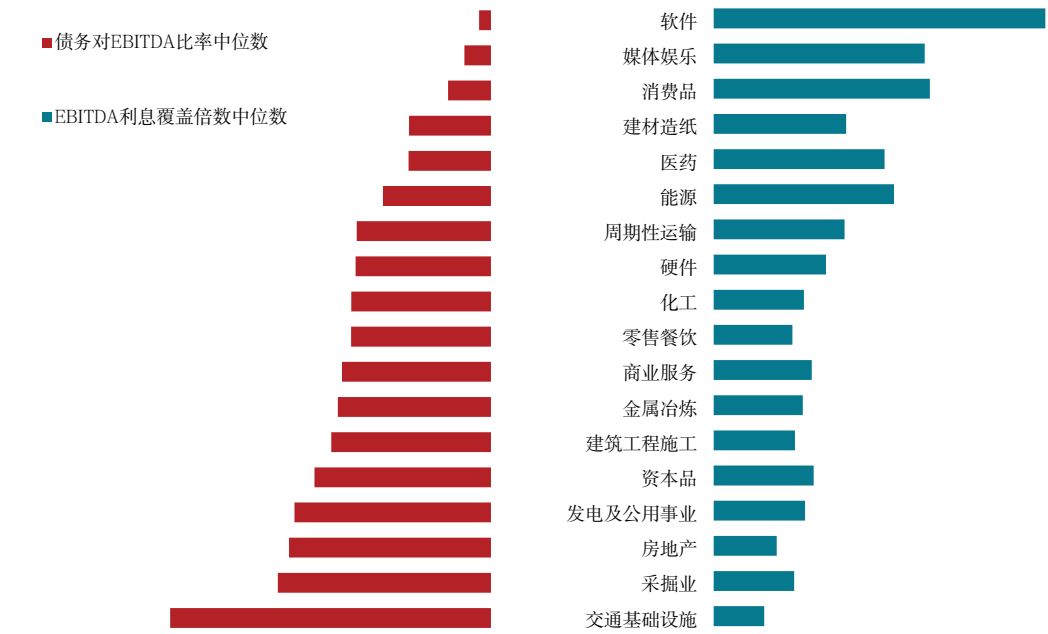
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

消费品企业通常具有较强的现金流产生能力和相对较低的资本支出需求，财务指标通常好于其他行业企业。科技软件和服务行业的企业资本支出需求也较低，且多以股权融资来支持其发展，因此其财务杠杆通常比较低。我们认为，良好的财务状况有利于提升企业应对中国经济增长放缓的能力。当销售额增速放缓时，这类企业至少可以通过削减资本支出来保持正向自由现金流。

下图显示了各个行业财务杠杆的分布情况（按标普信评调整后债务对 EBITDA 比率中位数和调整后 EBITDA 利息覆盖倍数中位数两个指标衡量）。相比资产负债率这一指标，标普信评通常更注重现金流指标的分析，因为现金流指标能够更好的反映企业的偿债能力。

图 11

各细分行业主要财务指标

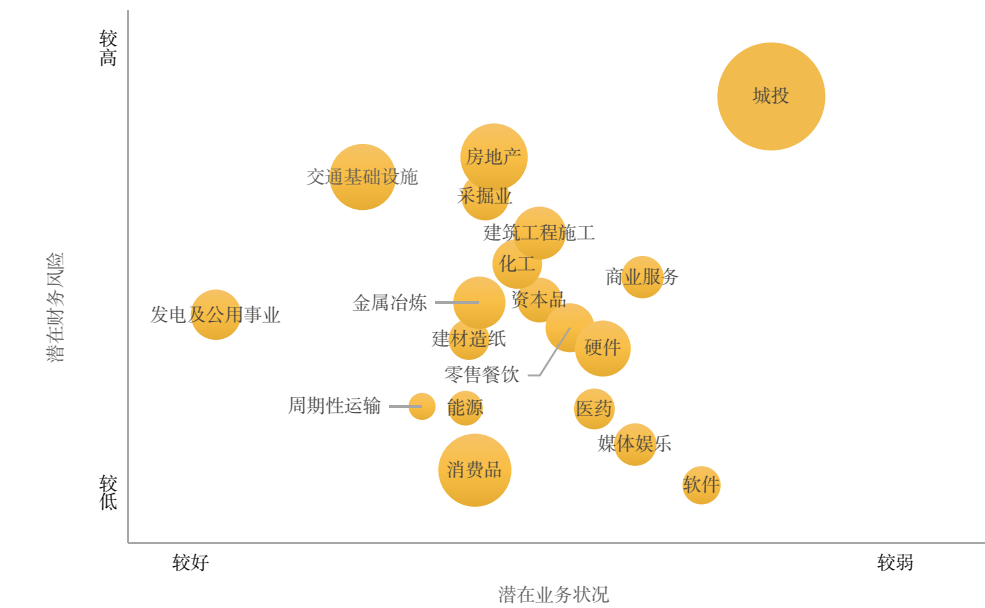


资料来源：公司年报，经标普信评调整。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

下图综合体现了我们对各个行业业务状况和财务风险分析的分布情况。通常而言，业务状况和财务风险是我们分析企业潜在个体信用状况的基准。下图中横轴表示我们对行业平均业务状况的分析，纵轴表示我们对行业平均财务风险的分析。位于图中左下角行业的业务状况更强、财务风险更低。反之，如果某行业位于右上方，则说明其业务状况更弱、财务风险更高。

图 12

各行业平均业务状况和财务风险汇总



注：本图未反映我们对外部支持因素的考虑。气泡大小代表细分行业内的样本企业数量。本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

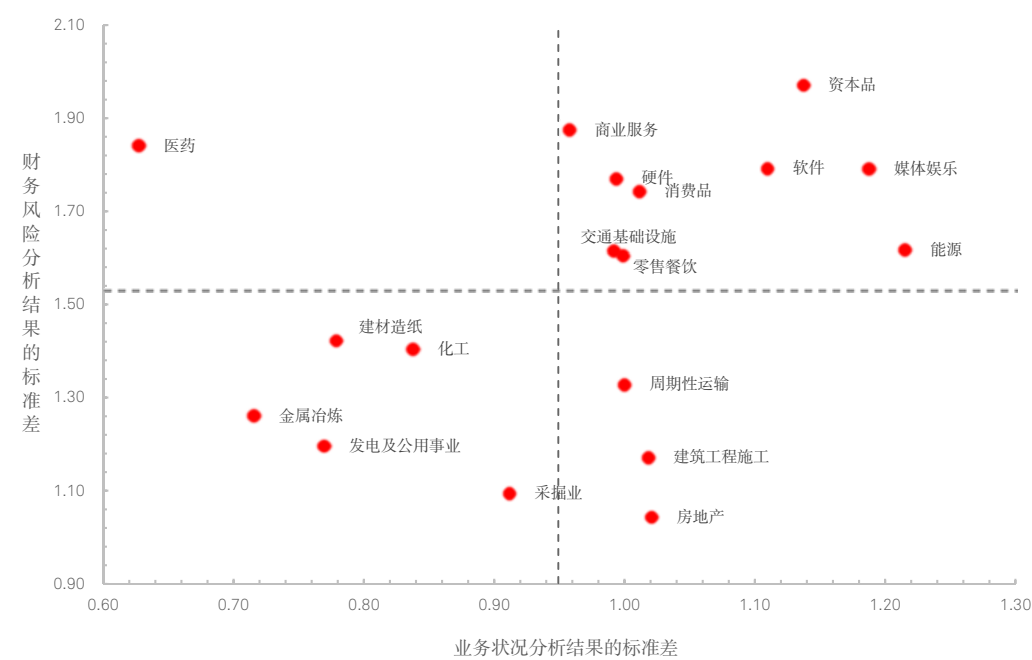
业务状况和财务风险的离散度

根据我们的分析，资本品、科技软件和服务以及媒体娱乐行业的业务状况和财务风险的离散度一般较高，这主要是因为这些行业中的企业在不同细分市场中竞争所致。由于每个细分市场中的企业的信用质量可能受到不同的竞争因素驱动，这些企业的信用质量可能不会同步变化。因此在分析相关企业面临的行业风险时，需要更加仔细地考察企业所在细分行业的情况。

另一方面，金属冶炼和发电及公用事业行业的业务状况和财务风险离散度通常较低，我们认为这些企业在各自行业中面对的竞争态势较为同质化，当行业周期发生变化时，这些行业参与者的信用质量更有可能朝相似的方向发展。

图 13

业务状况和财务风险离散度



资料来源：标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主要行业未来展望

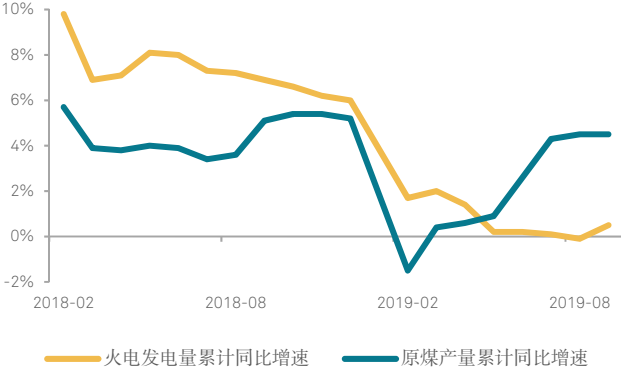
采掘业



行业展望

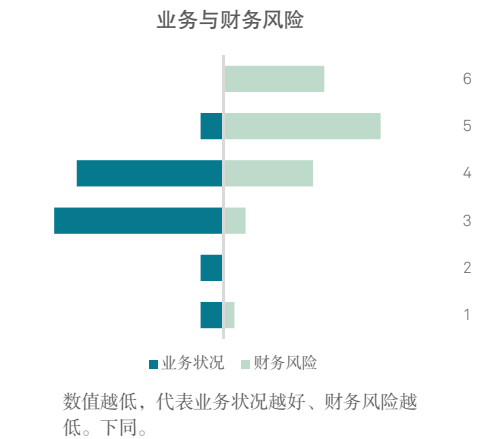
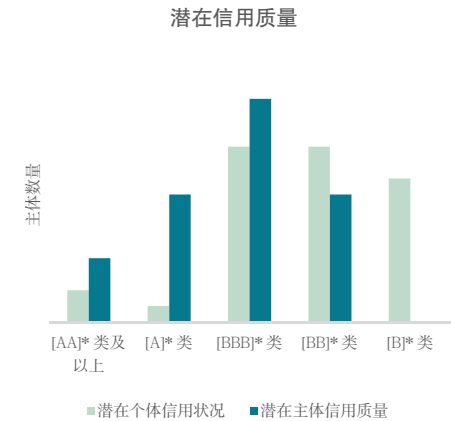
- 我们认为，由于自然资源的战略重要性，本行业以国企为主，政府支持是本行业信用质量的重要组成部分，这导致本行业样本企业整体的潜在主体信用质量高于潜在个体信用状况。由于行业的周期性和资本密集特征，本行业样本企业业务状况集中在中等水平，同时财务风险通常较高。
- 我们预计未来 12 个月内煤炭整体供给的增速将略高于需求增速。一方面，在经济增速放缓的背景下，火电发电量增速可能受到一定的影响，同时火电的市场份额还可能受到可再生能源的挤压，共同导致煤炭的需求增速放缓。另一方面，由于煤炭供给侧改革去产能基本已告一段落，先进产能持续释放，预计其产量将稳步增长。不过我们预计煤价在短期内不会大幅下降。
- 我们认为行业资本开支增速重新上升将削弱煤炭企业的自由现金流，其去杠杆的步伐将放缓。
- 相对于上一次下行周期，我们相信行业内的发行企业在面对新的行业下行周期时将表现出更强的韧性，这主要受益于供给侧改革已经基本淘汰掉了效率较低的竞争者并提升了行业集中度。我们预计届时低成本、运输条件好的企业将体现出更强的抗压能力。

中国原煤与火电发电量累计同比增速



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类

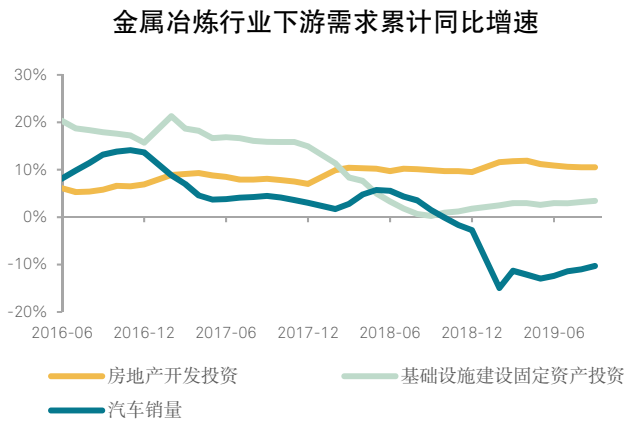


*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

金属冶炼

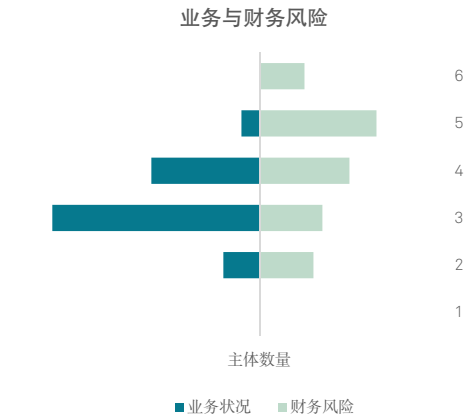
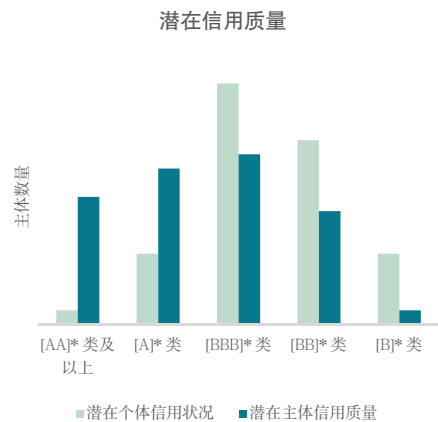
行业展望

- 本行业头部企业竞争优势较明显，且财务风险较上游的采掘业稍低，因此金属冶炼业中样本企业的潜在个体信用状况中位数高于采掘业。但行业中非国企比例较高，导致潜在主体信用质量和潜在个体信用状况的差异较小。
- 尽管房地产开发投资仍稳健增长，政府继续维持对基建的大力投入以及刺激汽车消费，但我们认为针对房地产的调控政策在 2020 年内很难出现大幅调整，加之中央政府对地方政府隐性债务的谨慎态度和汽车行业的缓慢复苏进程，使我们相信未来 12 个月内钢铁和铝等金属将面临需求增速放缓的挑战。
- 我们预计行业供给在 2020 年将逐步增长。这主要是考虑到钢铁行业供给侧改革已基本结束，置换的产能在逐渐释放，环保限产对粗钢生产的边际影响也将降低，但钢材价格也有电炉成本带来的支撑。此外，预计未来 12 个月内电解铝产能增速将超过需求增速，进而压制铝价。
- 由于原材料铁矿石、焦炭价格较高，钢价疲弱将使钢铁企业利润和现金流承压，这或将放缓其降杠杆进程。在铝行业，氧化铝产能在全球范围内有过剩的情况，国外价格低迷，国内价格预计也将小幅回落，有利于缓和电解铝企业面临的价格压力。
- 我们认为周期交替时，预计长流程、低成本、高附加值的企业将体现出更强的抗压能力。



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bbb_{spc}]*类



*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

化工

行业展望

■

由于化工品的多样性，化工行业集中度较低，发债企业多为细分领域龙头。该行业样本企业的业务状况多集中在中间水平，财务风险则差异较大。行业中非国企较多，因此预计受到的政府支持整体上比较有限。

■

我们认为，化工行业面临由国内经济增速放缓、下游需求减弱带来的价格回落和利润下滑压力。在供给侧，环保与安全督察已常态化与制度化，对行业整体产量的边际影响正逐渐减弱。

■

行业整体下行对产业链各环节的具体影响并不完全相同。产业链下端（如化纤与橡胶塑料）较上端（如石油化工、氯碱化工）面临的压力小一些。

■

我们认为周期交替时低成本、产业链较长的企业将体现出更强的抗压能力。

化工行业当月同比PPI

时间	石油、煤炭及其他燃料加工业	化学原料及化学制品制造业	化学纤维制造业	橡胶和塑料制品业
2018-06	20%	8%	5%	2%
2018-09	25%	8%	5%	2%
2018-12	25%	8%	5%	2%
2019-03	5%	5%	2%	2%
2019-06	-5%	2%	0%	2%
2019-09	-10%	0%	-5%	2%

资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类

潜在信用质量

主体数量	[AA]* 类及以上	[A]* 类	[BBB]* 类	[BB]* 类	[B]* 类
潜在个体信用状况	1	1	4	4	2
潜在主体信用质量	2	1	5	4	2

■ 潜在个体信用状况 ■ 潜在主体信用质量

业务与财务风险

主体数量	1	2	3	4	5	6
业务状况	1	2	3	4	5	6
财务风险	1	2	3	4	5	6

■ 业务状况 ■ 财务风险

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

标普信用评级（中国）有限公司 www.spgchinaratings.cn

17

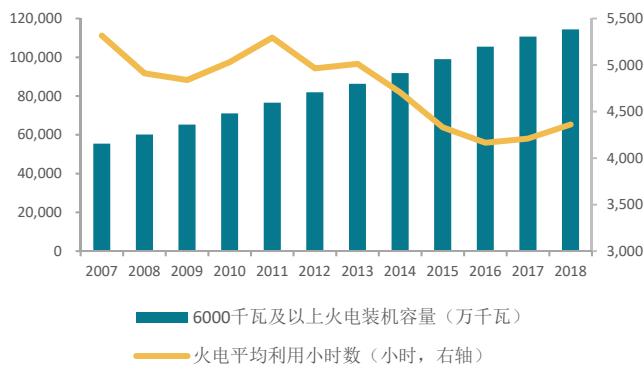
发电及公用事业



行业展望

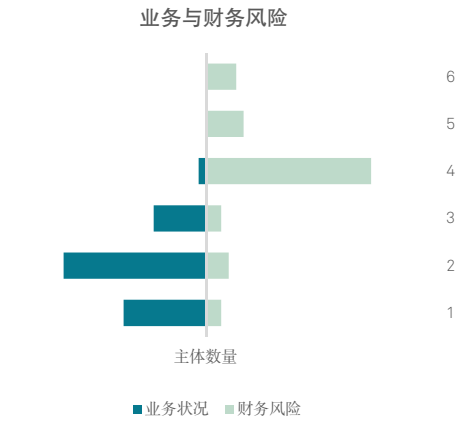
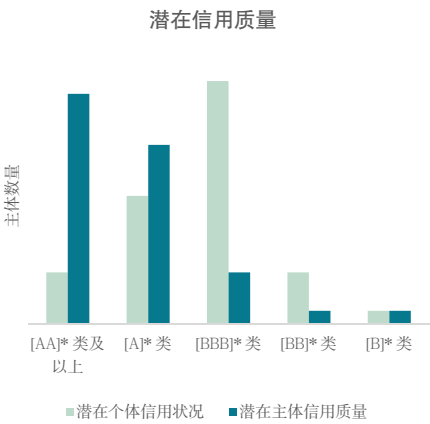
- 电力行业集中度相对较高，而其他子行业（如供水行业）则体现出较强的区域垄断性，这导致行业内样本企业的业务状况普遍较好。不过由于行业属于资本密集型，因此财务风险普遍较高。行业中企业以国企为主。
- 自 2020 年 1 月 1 日起，火电上网电价定价机制将从原有的标杆电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。我们预计该政策将降低火电企业的盈利能力，同时行业资本支出受发电能力过剩的影响也将维持低位。这可能会影响电力企业的潜在个体信用状况，但由于行业受较高的政府支持，电力企业潜在主体信用质量预计将维持稳定。
- 我们预计新能源平价上网政策将进一步降低新能源发电企业的盈利能力和现金流获取能力，行业整合可能性增加。
- 我们预计本行业未来信用质量将保持稳定，主要是考虑到政府支持是本行业的重要信用驱动因素。我们认为核心电厂或者盈利良好的电厂将获得较强的外部支持，因此它们的抗压能力会较强。

火电企业面临产能过剩



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[A_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bbb_{spc}]*类



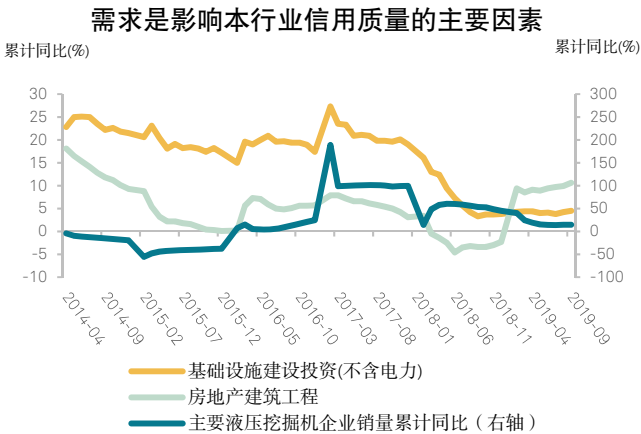
*本报告中呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

资本品



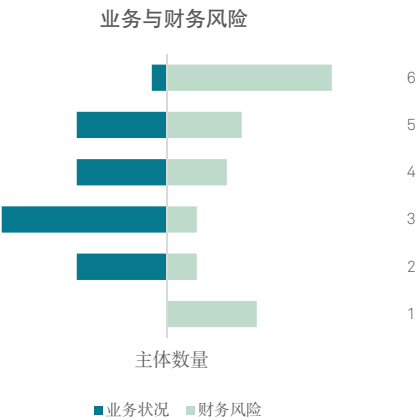
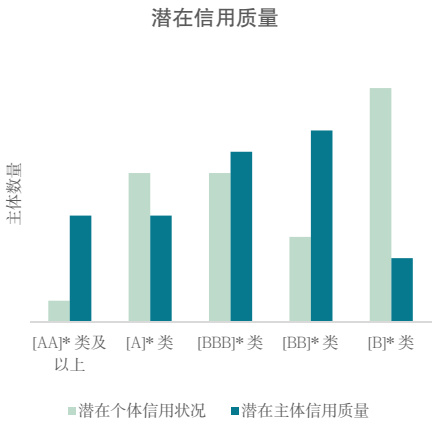
行业展望

- 本行业中样本企业潜在信用质量两极分化明显，既存在信用质量极好的领头羊，同时又存在大量信用质量偏弱的企业。我们认为，整体业务状况集中在中等的水平，体现了企业竞争力较为一般。这反映了国内高端制造业较少，企业普遍产品单一。另一方面，行业集中度较低，行业内样本企业财务风险水平差异化较大。行业内部竞争非常激烈，企业受到的外部支持有很大差异。
- 需求是影响本行业信用质量的重要因素。我们认为未来工程机械需求将保持稳定，这主要是由机器的置换周期、机器替代人工的趋势以及房地产建安投资回暖等多方面因素所致。未来工程机械的实际置换力度将会很大程度上影响其销售情况。
- 我们预计轨道交通设备的需求将随着铁路投资的稳步推进而保持在较高水平，发电设备的需求则将会因为下游火电投资萎缩而继续保持较低水平。
- 我们认为研发能力的不同可能进一步分化行业信用质量。目前包括资本品在内的中国制造业已经步入需求升级的通道，企业研发能力将在很大程度上决定产品的市场占有率，进而影响企业的竞争地位。由于企业间研发能力的差异，我们预计市场占有率将进一步向头部企业集中，增加它们的抗压能力。



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bbb_{spc}]*类



*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

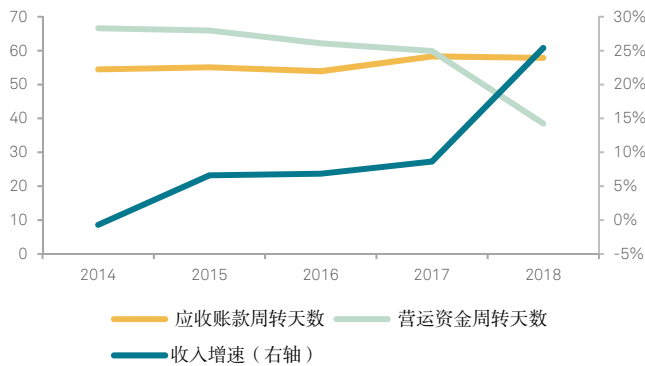
建筑工程施工



行业展望

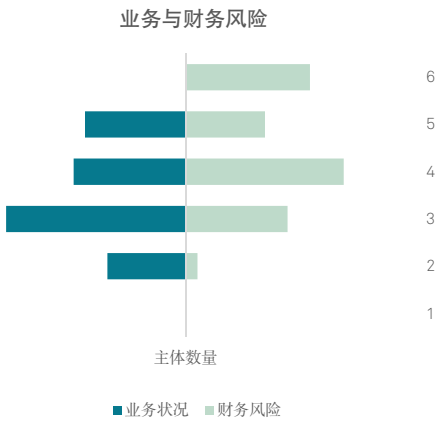
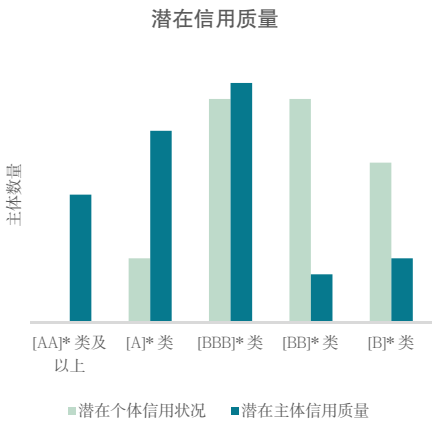
- 我们预计本行业的样本企业未来潜在信用质量将保持稳定。预计下游基础设施固定资产投资稳定，房地产投资开发中的建筑安装投资回暖，这些都将有助于推动在手订单量和收入规模的增长。
- 预计本行业主要原材料成本基本保持稳定。
- 营运资金管理能力和行业内发行企业信用质量差异化的重要因素。由于业主方（城投企业、房地产企业）均面临一定程度的资金压力，建筑工程施工企业的工程款回款能力将受考验。大型建筑工程施工企业由于融资渠道通畅，营运资金管理通常较好，抗压能力也较强。

建筑工程施工企业营运资金表现



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类



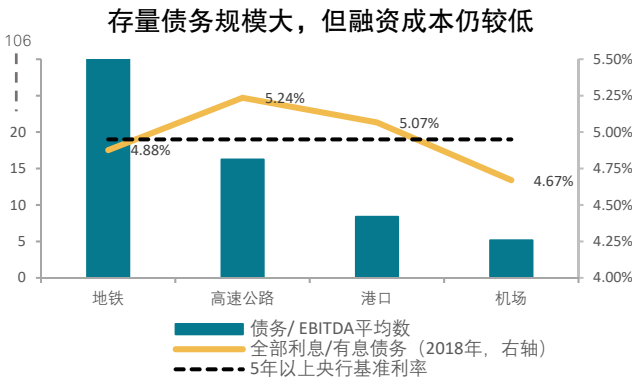
*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

交通基础设施



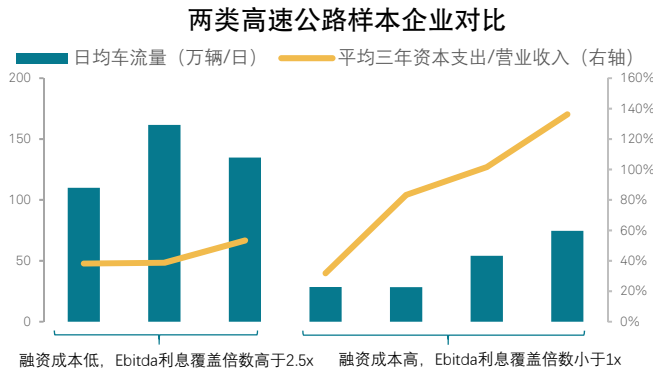
行业展望

- 交通基础设施行业样本企业普遍具有较强的区域专营性，但同时由于投资规模大、回报周期长，其债务压力也较大，行业整体业务状况较好而财务风险较高。同时，政府通常对行业支持力度较大，行业中样本企业潜在主体信用质量较好且相较潜在个体信用状况有较大提升。
- 我们认为，交通基础设施行业的整体信用质量将保持稳定。虽然存量债务规模较大，但受到存量债务化解等政策（如债务重组、置换）的影响，在政府加大基建投资的前提下，未来 12 个月内，行业仍能整体维持融资成本较低、融资能力较强的状态。
- 受基建补短板、交通强国等政策影响，预计交通基础设施行业将持续受到较大力度的政府支持。此外我们认为行业整体，特别是高速公路和地铁企业的现金流表现较高度依赖于政府提供日常支持的能力与意愿。
- 高速公路企业的财务风险将进一步分化。业务覆盖经济活跃度较高地区、路产资源丰富、路网建设成熟的企业，通常其资本支出低、融资成本低，债务压力将保持相对较小；处于中西部经济活跃度较低地区、路网建设不成熟的企业，其资本支出仍将保持高位、融资成本相对较高，债务压力相对较大。



资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

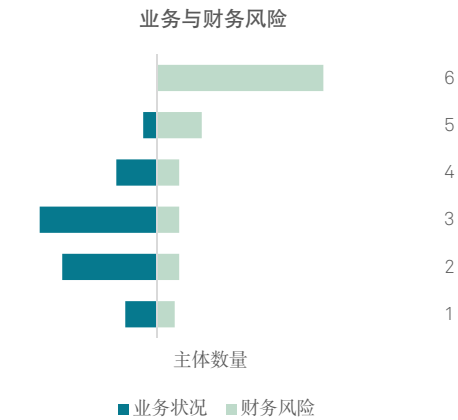
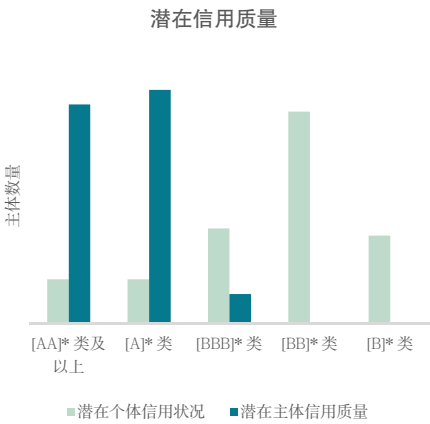


资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[A_{spc}]*类

潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类



*本报告中呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

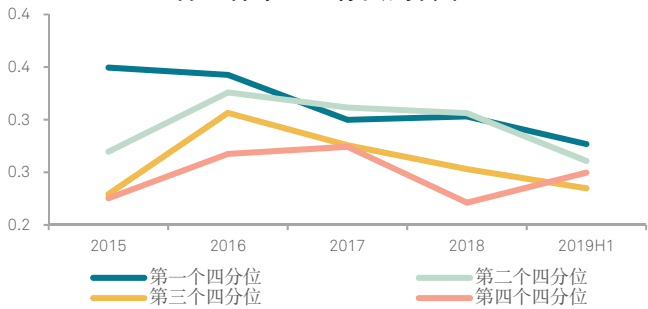
房地产



行业展望

- 中国房地产开发行业正处于行业持续整合过程中，头部企业竞争优势逐步增强，财务实力整体不断提升，但全行业整体财务杠杆较高，表现为样本企业整体财务风险较高。
- 我们预计 2020 年房地产开发行业的信用质量将会持续分化，整体信用质量略有下降。
- 我们预期未来 12 个月，房地产行业的调控政策将保持整体不变，融资环境仍保持偏紧状态。
- 在“一城一策”的调控框架下，部分地区将会边际放松当地的调控政策，这将在一定程度上支持销售额保持稳定的低速增长。预计 2019 年全行业销售增长 5%到 10%，房地产开发投资增长 10%左右。
- 行业整体处于去杠杆的过程中，预计财务杠杆较高、盈利能力较弱的开发商需要加快库存去化以保持流动性。
- 我们认为经营稳健高效的，财务杠杆控制较好的企业一般抗压能力较强。

行业样本企业存货周转率

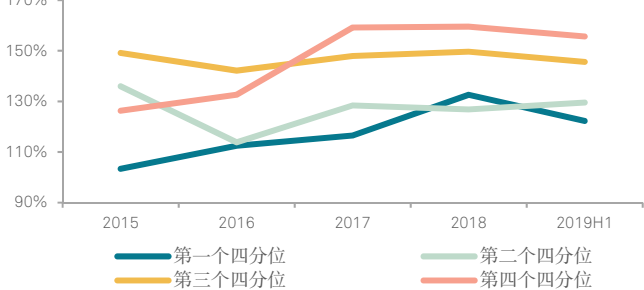


注：四分位数的划分依据为 2018 年测试企业的营业总收入排序。

资料来源：Wind。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业样本企业净负债率



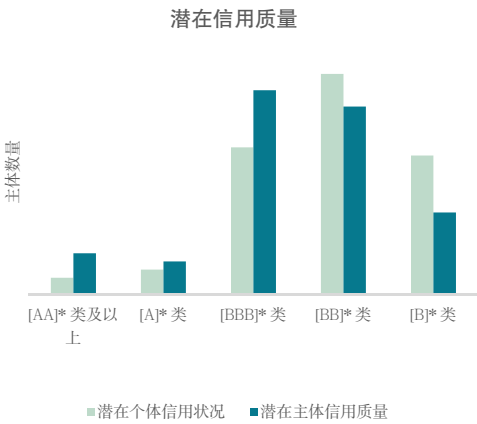
注：四分位数的划分依据为 2018 年测试企业的营业总收入排序。

资料来源：Wind。

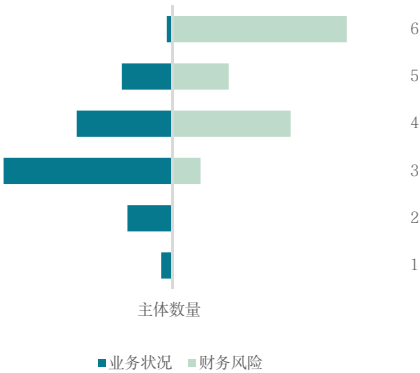
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类

潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类



业务与财务风险



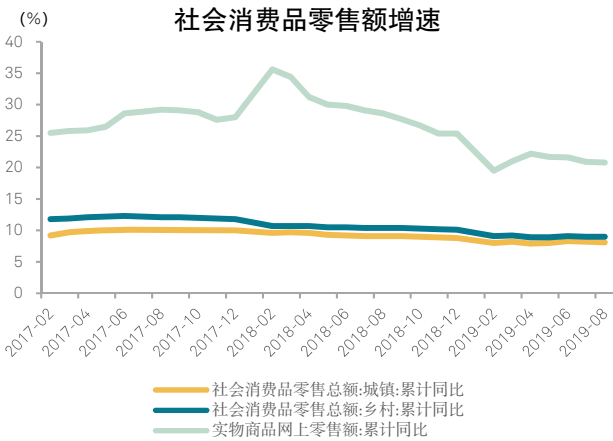
*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

消费品、零售餐饮



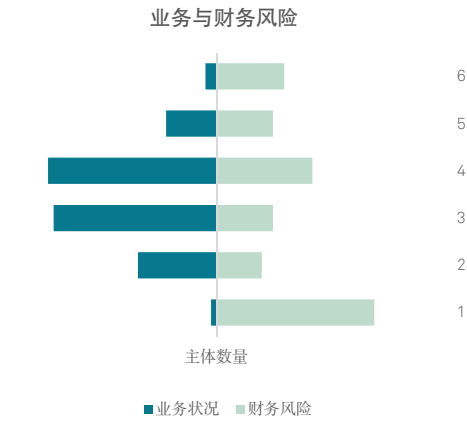
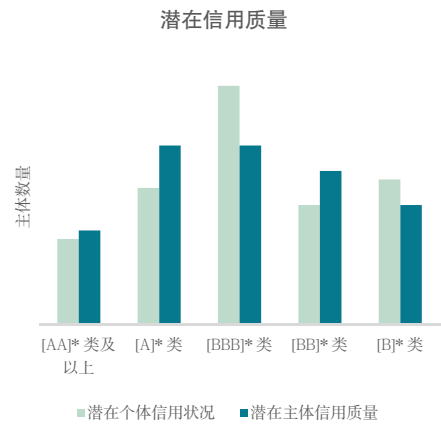
行业展望

- 消费品行业样本企业的整体信用质量分布较为平均和分散，且由于行业内企业以非国企为主，行业中样本企业的潜在个体信用状况和潜在主体信用质量分布基本保持一致。行业内样本企业业务状况集中在中等水平，这体现了我国目前消费品行业整体品牌竞争力不强，市场集中度偏低，行业格局碎片化的特征。但是，由于营运资本对资金占用较少，资本开支的需求也较小，行业内多数企业仍然拥有较强的自由现金流产生能力和较低的杠杆水平。
- 我们预计未来受居民可支配收入增速和消费者信心承压影响，消费品行业整体上营收增速放缓，但现金流生成能力较为稳定，未来 12 个月多数企业的杠杆水平将保持平稳。
- 耐用消费品（特别是空调、厨电等品种）企业的销售收入可能会受到 2019 年房地产销售面积增速疲软的影响，但这一影响具有一定滞后性。
- 零售行业仍将保持较低的行业集中度，竞争较为激烈。我们预计零售行业竞争和扩张重点逐步转向中低端市场；电商渗透率的持续提升，伴随商业模式和竞争格局的多元化，将增加对资本开支的需求。
- 我们认为品牌影响力较强，市场份额较大，对上下游议价能力较强的企业一般抗压能力较强。



资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bbb_{spc}]*类



*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

电信、媒体和科技

行业展望

■ 电信、媒体和科技行业的样本企业体现出极大的差异性。中国电信行业高度集中，整体经营情况极佳、财务风险很低。尽管媒体娱乐及科技软件和服务行业在中国的发展态势良好，但行业门槛不高，加之业态多样、竞争激烈，细分行业龙头竞争地位一般，但受益于轻资产的商业模式，样本企业财务风险处于较低水平。科技硬件企业整体具有较强的竞争力，但行业波动性较大、资产较重，财务风险相对较高。

■ 在中美贸易摩擦的影响下，我们预计对国内产品的需求将加大，国内的高科技企业将增加其研发支出和资本投资。

■ 我们预计 2020 年，在 5G 建设的推动下，科技硬件和半导体行业的收入增速将恢复至 5% 左右。

■ 预计科技硬件和半导体行业将持续增加对云计算和人工智能的资本投资。我们认为在其利润率持续承压的情况下（如下图所示），行业内的企业需要加强成本控制和运营资金管理以维持其自由现金流并保持竞争力。

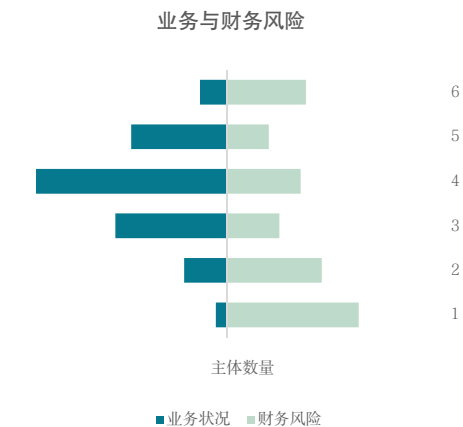
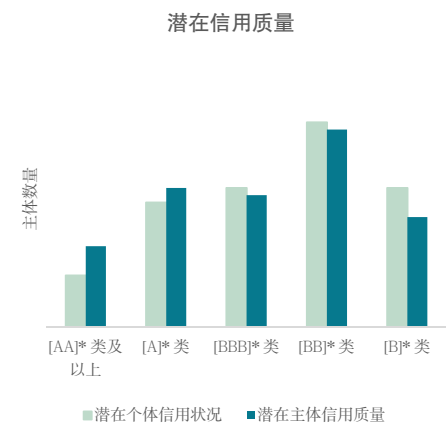
■ 我们认为具有技术优势，用户基础广泛的企业一般抗压能力较强。

科技及媒体娱乐企业毛利率平均值

年份	科技软件及服务	媒体娱乐	硬件及半导体
2014	37.5%	37.5%	22.5%
2015	37.5%	37.5%	22.5%
2016	40.0%	39.0%	21.5%
2017	41.5%	38.0%	20.0%
2018	40.5%	39.0%	19.0%
2019H1	41.0%	35.0%	18.5%

资料来源：Wind。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量中位数：[BBB_{spc}]*类
潜在个体信用状况中位数：[bb_{spc}]*类

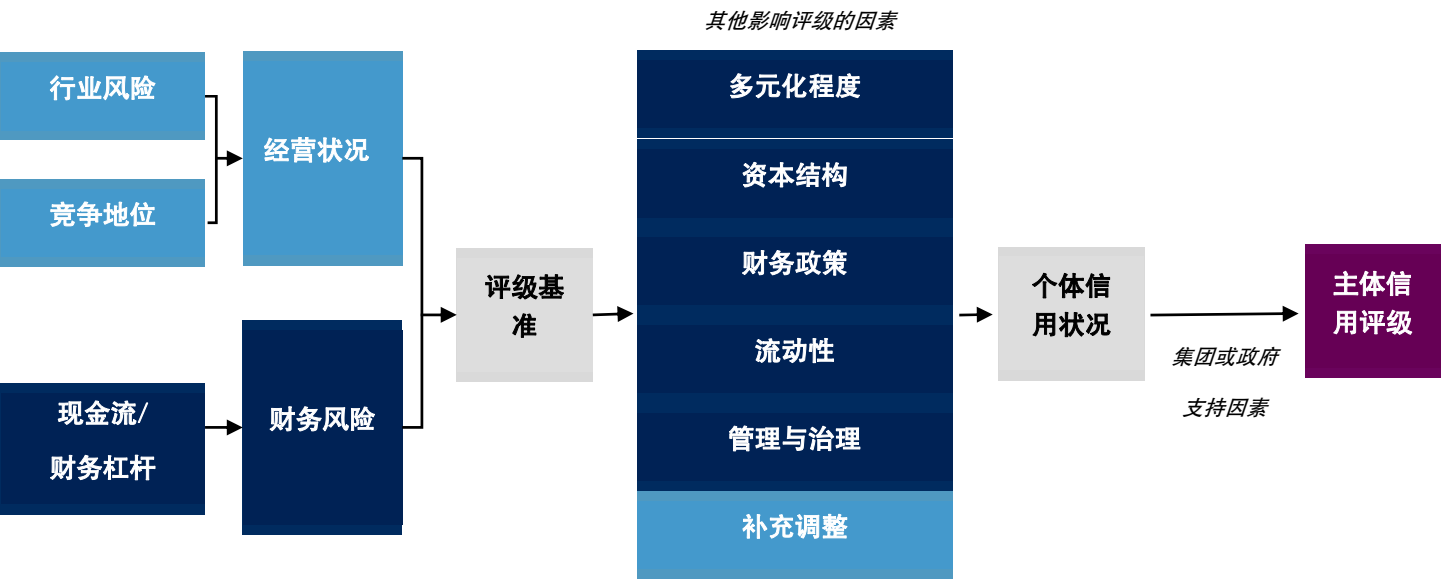


本报告不构成评级行动。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。详见“阅读须知”。

附录：

标普信评工商企业评级方法框架



分析师列表

钟晓玲 北京 may.zhong@spgchinaratings.cn	张娟子 北京 juanzi.zhang@spgchinaratings.cn	王瑾 北京 jin.wang@spgchinaratings.cn
陈歆倩 北京 xiqian.chen@spgchinaratings.cn	张晓 北京 xiao.zhang@spgchinaratings.cn	李丹 北京 dan.li@spgchinaratings.cn
高语泽 北京 yuze.gao@spgchinaratings.cn	葛昱 北京 yu.ge@spgchinaratings.cn	刘晓亮 北京 xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn
黄臻 北京 zhen.huang@spgchinaratings.cn	焦迪 北京 di.jiao@spgchinaratings.cn	王雷 北京 lei.wang@spgchinaratings.cn
贾蕴鑫 北京 yunxin.jia@spgchinaratings.cn	刘晔 北京 ye.liu@spgchinaratings.cn	戎芳春 北京 fangchung.rong@spgchinaratings.cn
王可欣 北京 kexin.wang@spgchinaratings.cn	任映雪 北京 yingxue.ren@spgchinaratings.cn	张任远 北京 renyuan.zhang@spgchinaratings.cn
吴量涵 北京 lianghan.wu@spgchinaratings.cn	王璜 北京 huang.wang@spgchinaratings.cn	

©版权所有 2019 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，除非其注册为该类机构。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 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。