

标普信评

S&P Global

China Ratings

复苏进行时

非金融企业信用 2021 年年中展望

2021 年 7 月 14 日



目录

卷首：尾部企业信用修复难与经济复苏同步	3
城投：尾部城投企业流动性压力进一步加大	8
房地产开发行业：经营效率和再融资能力重要性凸显	9
交通基础设施行业：交通流量复苏将提振企业经营现金流	10
钢铁行业：成本压力犹存，全年盈利良好	11
化工行业：供需格局向好	12
煤炭行业：部分企业继续面临较高的财务风险	13
有色金属行业：不同产品领域盈利水平可能呈现差异	14
火电：短期面临双重压力，长期受到新能源挤压	15
清洁能源发电：持续大额资本开支考验再融资能力	16
建筑工程施工行业：施工强度将得到恢复	17
建筑材料行业：产品价格将维持较高水平	18
资本品行业：头部工程机械企业财务缓冲较大	19
航空运输行业：完全恢复需要时间	20
整车制造行业：销量将呈小幅增长	21
消费品行业：头部企业竞争优势更加明显	22
医药行业：仿制药企业将面临更大压力	23
零售餐饮行业：盈利能力有望恢复到疫情前水平	24
科技硬件及半导体行业：芯片供应紧张缓解尚需时日	25
科技软件及服务行业：5G 商用将使相关企业获得较快发展	26
传媒及娱乐行业：电影制作发行企业现金流将明显改善	27
工商企业评级方法论框架	28
分析师列表	29
商务团队列表	30

卷首：尾部企业信用修复难与经济复苏同步

要点

- 我们预计 2021 年下半年国内经济将延续复苏势头，企业整体信用状况有望随着盈利和收入的改善而得到修复。特别是头部的企业由于领先的竞争地位或较好的政府或集团支持，在未来一段时间仍将保持稳定的信用质量。
- 但一些不利因素，如部分行业和地区信用收紧，投资者投资偏好改变，企业杠杆率较高等，有可能恶化行业尾部企业（业务竞争力较弱并面临偿付压力的企业）的信用质量。
- 我们认为，上述因素导致下半年尾部企业的再融资和流动性压力依然存在，违约风险并未减轻。

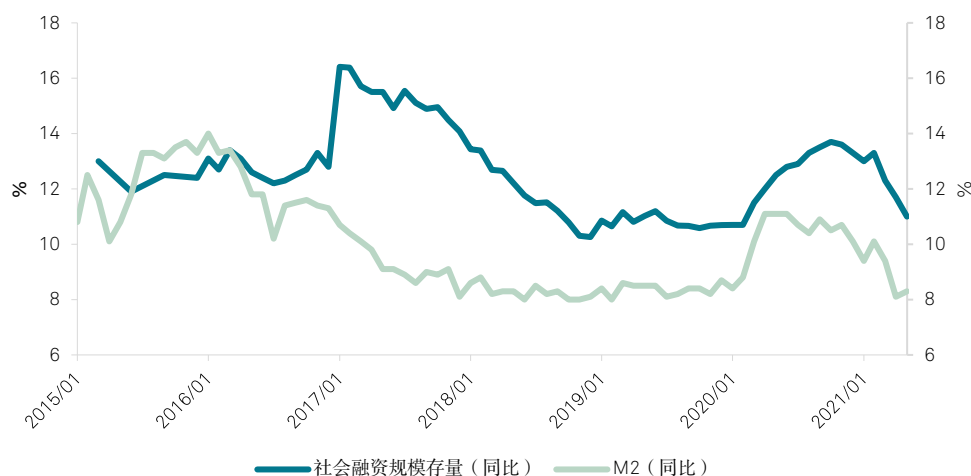
我们认为，2021 年下半年国内经济将延续上半年的复苏势头，大部分行业收入和盈利会继续得到改善，特别是去年受疫情影响较严重的化工、航空和媒体娱乐等行业。但我们预计，2021 年下半年部分行业尾部企业的信用质量将进一步弱化，有可能增加这类企业的违约风险。因此，关注尾部企业的信用状况显得更有必要。

我们认为如下几个不利因素将会增加尾部企业的信用风险：

信用环境继续结构性适度收紧。央行日前宣布于 7 月 15 日降准，市场预计此举将释放长期资金量高达 1 万亿元。但我们认为，这次降准是货币政策回归常态后的常规操作，稳健的货币政策取向没有改变，因此现在的信用环境不会出现大的改变。2020 年在抗击疫情的超常规宽松环境下，全年的社融增速和 M2 增速都高于 10%。我们观察到两者在去年中已达到峰值，后期开始保持或回落。另外，我们认为政府对城投隐性债务和房地产的调控还会继续，这意味着结构性紧信用有可能维持一段时间。

图1

社会融资规模存量、M2同比增速



资料来源：Wind，中国人民银行，标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

李丹

北京
Dan.li
@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京
Xiaoliang.liu
@spgchinaratings.cn

王雷

北京
Lei.wang
@spgchinaratings.cn

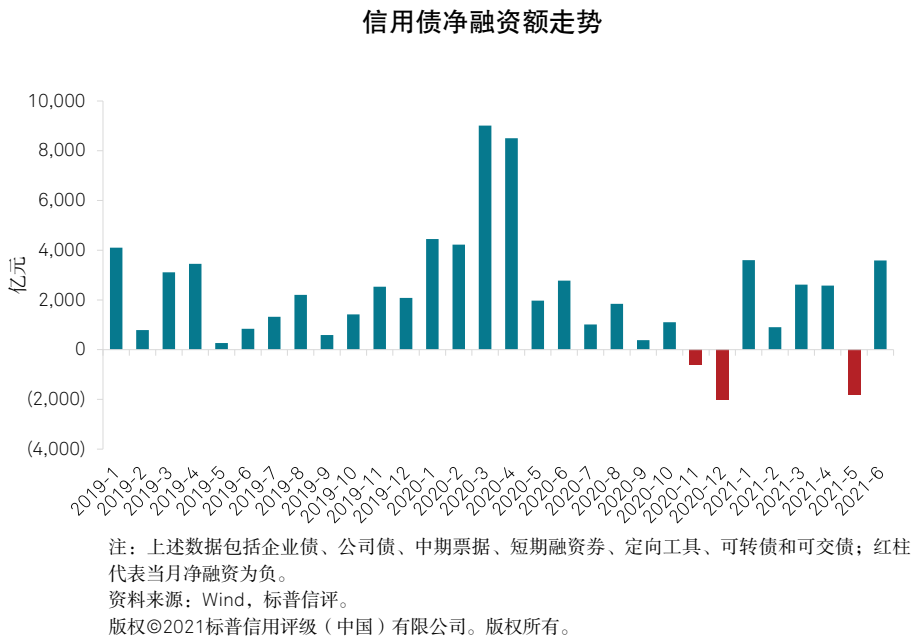
张任远

北京
Renyuan.zhang
@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京
May.zhong
@spgchinaratings.cn

图2



2021 年是债券兑付高峰。根据我们对 Wind 公开数据的统计，2021 年是债券到期的一个高峰。2021 年到期债券涉及行业以综合类、建筑与工程、电力、房地产、交通基础设施等居多，其中综合类和建筑与工程行业包含大量城投。虽然上半年的偿债高峰已过，下半年的到期压力下降，但近期蓝光发展、春华水务等事件显示，尾部企业的违约风险还没有解除。

图3

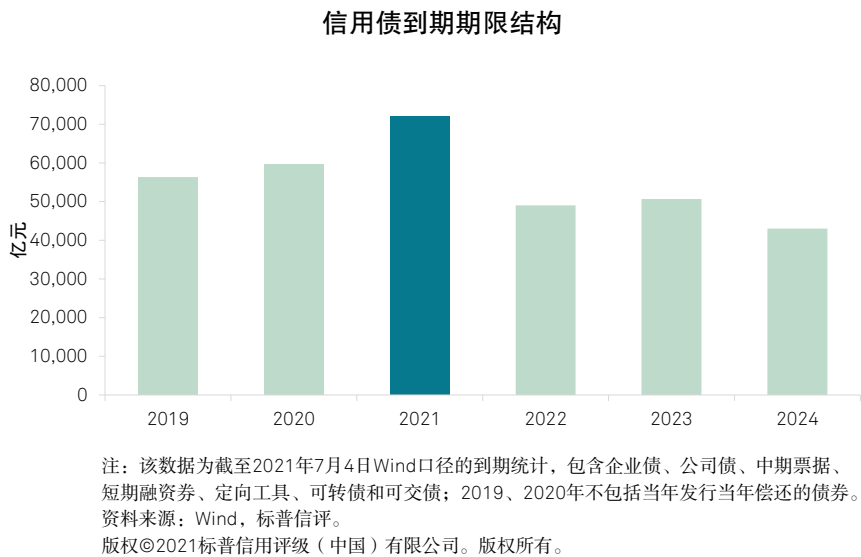


图4



注：该图为Wind三级行业分类。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分行业或地区的融资环境短期难以改善。虽然我们认为大部分行业的融资环境较为稳定，但近期的负面信用事件影响了投资人的偏好，令某些行业或地区的融资环境偏紧，加大了尾部企业的再融资和流动性压力。如下图所示，一些地区今年上半年在公开市场的净融资额是负数。如果公开市场融资受阻，而当地金融机构不能从表内承接融资缺口，这些地区尾部企业的违约风险有可能上升。

图5

	2021年截至月末信用债净融资额 (亿元)						2021年对比上年同期信用债净融资额变动 (亿元)					
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月
江苏	1193	1468	2192	2823	2773	3924	480	448	75	-407	-333	139
浙江	779	979	1925	2634	2621	3200	432	355	502	561	342	676
广东	371	545	1142	2006	1851	2190	336	-18	-161	-184	-117	-197
四川	151	316	651	890	858	1074	25	67	39	-128	-184	-101
山东	241	288	608	901	831	1056	55	-126	-157	-162	-159	-1648
江西	217	336	535	739	685	954	55	231	179	30	30	177
福建	156	249	527	666	736	764	38	36	44	36	47	124
湖南	160	321	486	649	601	693	31	241	94	17	-13	-158
上海	147	20	320	661	703	665	-16	-195	-199	-1273	-1136	-1067
陕西	65	119	241	347	351	517	33	85	93	155	157	182
湖北	90	118	290	411	381	460	60	42	-108	-126	-155	-195
安徽	352	275	293	292	255	382	18	98	-121	-175	103	168
广西	33	50	100	83	86	190	-3	18	-117	-162	103	189
重庆	131	137	71	122	132	177	67	-3	36	130	-151	-118
贵州	34	70	90	102	112	109	23	26	26	74	87	189
甘肃	12	63	45	59	59	80	-7	51	48	-136	-133	-122
内蒙古	128	103	68	136	113	-17	29	101	-2	79	113	4
黑龙江	-35	-38	-42	-33	-32	-30	26	41	29	15	19	25
吉林	16	-12	4	-29	-35	-35	9	5	11	31	12	140
宁夏	-29	-29	-33	-38	-47	-44	51	35	44	57	77	185
青海	-35	-35	-35	-22	-30	-50	27	24	5	26	10	3
新疆	-16	-7	-30	-111	-161	-106	64	44	-139	-159	-124	-166
河南	-108	-197	-333	-345	-296	-145	-16	-168	-192	-121	-177	-118
云南	-107	-86	-177	-269	-399	-376	-156	-169	-170	-162	-172	-120
辽宁	-200	-257	-333	-373	-544	-595	-181	-105	-116	-117	-138	-119
河北	-59	-215	-522	-683	-766	-743	76	170	136	-1227	-1291	-1152
天津	-92	-234	-505	-682	-821	-791	-11	-148	-199	-1193	-1116	-1123
山西	-89	-265	-563	-732	-998	-1067	-186	-198	-129	-1186	-1440	-1102

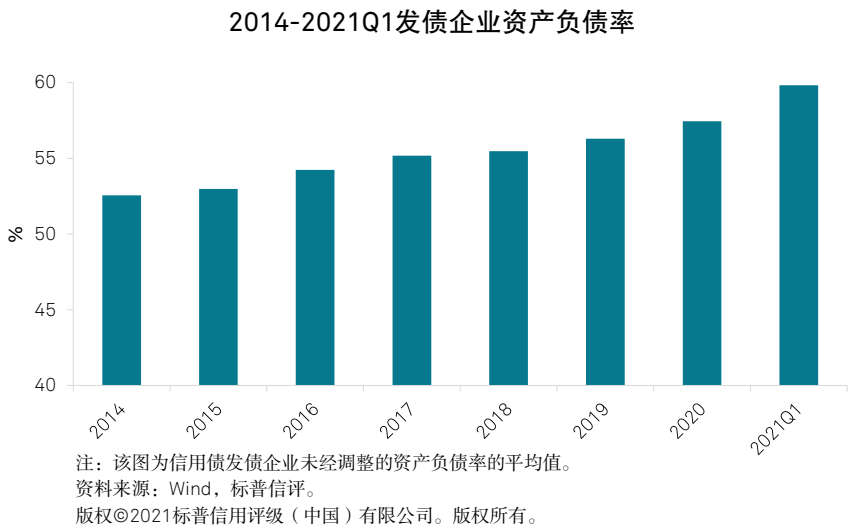
注：数据截至2021年6月末，包括全国部分省份。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

企业整体杠杆率仍然处于较高的水平，影响应对风险的韧性。受疫情影响，去年企业去杠杆的步伐放缓，某些行业企业的杠杆甚至有所升高。2021 年企业盈利和现金流会有所改观，但我们预计杠杆仍然会保持在较高水平。其中，煤炭企业的杠杆率一直处于较高的水平。火电、清洁能源、有色金属、建筑施工企业因为新建产能或投资项目的增加，2021 年杠杆率或将小幅上升。相反，在政策引导下，房地产企业的杠杆率有可能小幅下降。

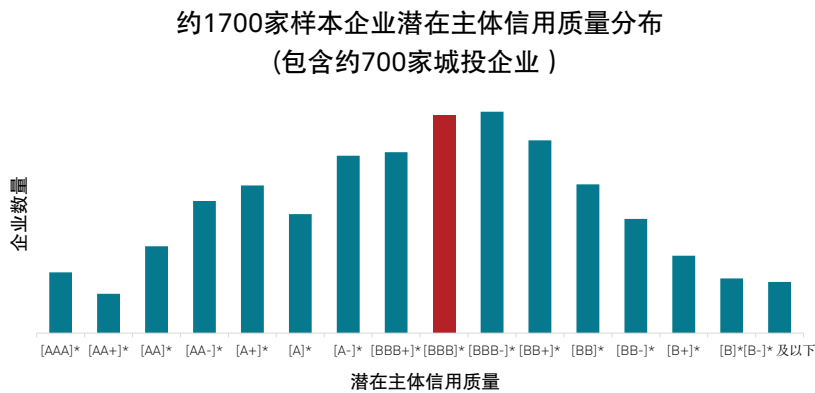
图6



鉴于上述不利因素，我们预计大部分行业的尾部企业的信用质量或将小幅恶化。不过，我们认为，在行业内排名靠前的企业由于领先的竞争地位或较好的政府或集团支持，在未来仍将保持稳定的信用质量。

下图是我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对 1,700 余家企业进行案头分析得出的潜在信用质量分布。这些样本企业分布于多个大行业中的近 20 个子行业，其潜在信用质量中位数位于 [BBB_{spc}] * 序列。

图7



下文是我们按照行业对非金融企业信用趋势的展望。

城投：尾部城投企业流动性压力进一步加大

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
地方政府潜在支持能力		小幅改善			
地方政府潜在支持意愿			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境				小幅恶化	

展望

我们认为，2021 年下半年城投企业整体信用质量将保持稳定。

地方政府的潜在支持能力有望小幅改善。随着经济的明显好转，地方政府的一般公共预算收入将明显呈现正增长，财政平衡能力有望好于 2020 年。虽然 2020 年专项债的快速增长导致地方政府债务率有所上升，但地方政府通过延长债券期限缓解了还本付息的压力。

从地方政府对城投企业的潜在支持意愿看，我们认为市级及核心区县的城投企业仍将发挥区域内基础设施建设投融资的职能，可获得持续较强的支持。在经济和财力较好的地区，地方政府对当地城投企业的支持意愿普遍较强，但在城投企业数量较多且财政平衡能力差、债务率高的地区，地方政府仍将维持差异化的支持意愿。

城投企业的业务规模仍将保持。在国家倡导加大“两新一重”、市政/产业园建设、医疗卫生/教育、等民生支出背景下，城投企业能保持良好的业务可持续性。

尾部城投企业的融资环境或将进一步收紧。虽然上半年监管有条件地收紧了城投债发行政策，但政策是以严控地方新增隐性债务为目标，城投企业再融资渠道仍保持畅通。但我们注意到上半年城投企业债券募集资金用途多以偿还到期债务为主，部分西部/北部地区出现净融资额为负的情况。我们预计，2021 年下半年不同区域融资环境仍呈分化趋势，债务率高、财政实力弱的区县级城投融资渠道将进一步收窄，非标融资占比较高且到期债务规模大的城投企业流动性风险将进一步加大。

未来风险因素

- 城投企业市场化转型的趋势对其业务经营和偿债能力带来更大的挑战。很多城投企业在保持原有传统业务之外，开展了一些盈利性的业务以提升自身的可持续发展。但这些市场化业务的竞争优势仍相对较弱，业务经营能力面临挑战。同时，如果开展市场化业务导致企业债务负担明显加重，政府的支持意愿有可能会有所下降。
- 信用质量较低的城投企业将面临较大的到期偿还压力。债券市场对于城投企业已经形成较明显的信用认可差异，加上发债政策的部分收紧及非标等融资渠道受阻，低资质城投企业的外部融资能力或将更加受限。

房地产开发行业：经营效率和再融资能力重要性凸显

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业景气度		小幅改善			
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率		小幅下降			
融资环境				小幅恶化	

展望

我们认为，2021 年下半年房地产开发行业将保持稳健发展的态势，行业内企业整体信用质量基本稳定，但随着行业外部环境持续偏紧，加之上半年部分企业出现信用风险事件，企业经营效率和再融资能力将面临考验。

我们预计，2021 年下半年房地产宏观调控政策仍将保持当前“房住不炒”和“一城一策”的调控框架，坚持稳房价、稳地价、稳预期的调控目标。房地产开发行业作为中国经济的重要组成部分将保持稳健发展，预计 2021 年商品房销售面积和销售金额将较 2020 年分别增长 5% 和 10% 左右。

我们预计行业融资环境将延续偏紧的状态，下半年“三道红线”、贷款集中度管理和集中供地等长效调控措施持续发挥作用，部分财务杠杆较高、经营效率偏低的企业融资成本可能持续走高，考验其存货去化和持续再融资的能力。

2021 年下半年，房地产开发行业集中度将延续近年来持续提升的趋势。我们相信，在行业增速整体放缓及融资环境偏紧的情况下，具备较强竞争优势和较大融资空间的开发企业将获得更好的发展机会，中小房地产开发企业的竞争压力或将明显提升。

随着外部融资环境逐步收紧，经营效率较低且流动性压力较大的开发企业发生信用风险事件的可能性较高。

未来风险因素

- 如果中央政府采取更加强有力的手段引导信贷资源进入实体经济，将导致房地产开发行业的融资环境比我们预期的更加紧缩。
- 若新的量化监管措施严格落实，个别资产流动性较差的开发企业可能无法通过再融资维持正常经营，从而引发信用风险事件。

交通基础设施行业：交通流量复苏将提振企业经营现金流

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平				小幅上升	
融资环境			稳定		

展望

我们认为，随着交通运输量的恢复，2021 年下半年交通基础设施行业企业的整体信用质量将继续恢复，企业盈利能力将小幅改善，但头部机场企业收入和盈利能力受疫情的负面影响仍将持续。

高速公路行业：我们认为受益于车流量逐步稳定，企业经营现金流状况将恢复至正常水平，企业杠杆率也将由于收入的恢复增长而小幅下降。但由于资本开支仍将保持较大的规模，企业整体杠杆仍将处于较高水平。

机场行业：由于海外疫情仍有较大的不确定性，具有一定规模国际航空业务的机场以及非航收入在业务收入总额中占比较高的大型国际机场，其收入和盈利能力仍将面临很大压力。但同时国内航空业务已基本恢复至正常水平，地区性内陆机场的营收将进一步恢复。但考虑到部分机场受疫情影响工程延后以及新的机场改扩建计划，需注意企业资本开支的增大对杠杆率的影响。

港口行业：我们预计全年港口货运、集装箱等主要类型吞吐量有望超过 2019 年。在低基数、国内外经济持续复苏的影响下，上半年港口行业呈现高增长的态势，全行业吞吐量达到了两位数的同比增长，特别是内贸的货运和外贸的集装箱运输表现较为突出，但下半年受进出口增速可能趋缓的影响，港口企业的吞吐量增速或将有所下降。另外，我们预计智慧型港口建设的持续推进有助于港口企业运营效率的进一步提升。

未来风险因素

- 海外疫情的不确定性和扰动因素仍然存在，特别是大型国际机场受出入境政策限制客流的影响恢复仍较缓慢，未来营收的恢复面临较大压力，另外部分未来 2-3 年有较大资本开支计划的机场的杠杆率或将明显上升。

钢铁行业：成本压力犹存，全年盈利良好

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平			稳定		
行业整体竞争格局		小幅改善			
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年钢铁行业在成本端将继续面临压力，相比上半年，企业盈利水平或将有所下降，但行业整体韧性较好，企业信用质量基本可保持稳定。

我们预计，2021 年下半年钢铁行业的盈利能力或因主要下游需求趋稳、钢价回落而较上半年有所下降，行业全年盈利良好。今年上半年，由于全球经济恢复、流动性宽松、成本抬升、供给端减产预期等因素的影响，钢价大幅上涨，钢企普遍盈利良好。我们认为，下半年行业需求仍将存在一定的分化，在利润好转、全球需求复苏的带动下，制造业仍将保持较好的用钢需求，而房地产、基建用钢则整体趋稳，板材需求料将好于长材。成本方面，我们预计铁矿石供需紧平衡状态改善较为有限，双焦价格下降空间相对有限，钢企仍将面临较大的成本压力。我们认为，行业的供给在下半年对于钢价及钢企盈利能力将具有重要作用，在工信部压降全年产量目标的政策框架下，钢铁供给可能收缩，这将一定程度缓解需求放缓和成本端给企业造成的压力。

我们预计，在政策的支持下，行业整合仍将继续，这将有利于减少同业竞争，进一步提高头部企业的竞争力。

未来风险因素

- 铁矿石、焦炭等原材料价格上升，挤压钢铁企业的盈利空间。
- 疫情反复，冲击下游需求，或需求恢复不及预期，使钢价剧烈波动。
- 盈利下降，杠杆率提升，可能会导致行业内潜在信用质量较弱的企业融资受阻，流动性压力上升。

化工行业：供需格局向好

行业样本企业信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局		小幅改善			
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年化工品价格和企业盈利水平的持续回升有望带动化工行业整体信用质量小幅改善。

我们预计，有利的供需和成本因素将为化工品价格和企业盈利水平提供支撑。国内外经济的持续复苏，特别是下游消费和出口的复苏，将带动化工品需求。除部分石油炼化和煤化工领域外，行业整体产能扩张有限，有利于维持良好的供需关系和产品价格。同时，我们预期短期内原油和煤炭的价格中枢都将维持在较高水平，部分化工品价格涨幅更大，从而使价差走阔，而且高油价有利于煤-化工一体化企业利润的修复。

我们认为，化工行业与产能扩张相关的资本开支将进入稳定状态，叠加较好的盈利水平，利于行业财务杠杆和信用质量的稳定。同时，良好的行业景气度有利于尾部企业的信用质量保持稳定。

未来风险因素

- 如果疫情反弹阻碍国内外经济复苏，需求增长低于预期，导致化工品价格回落，那么将影响企业的盈利水平。
- 随着石油炼化和煤化工领域部分新增产能的释放，当前供需格局将被打破，行业内竞争将会加剧，高成本企业将面临较大压力。

煤炭行业：部分企业继续面临较高的财务风险

样本企业信用潜在质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局		小幅改善			
行业杠杆率		小幅下降			
行业资本开支水平			稳定		
融资环境				小幅恶化	

展望

我们认为，由于煤炭行业财务杠杆的绝对水平高，2021 年下半年企业的融资环境仍然偏紧。但煤价有望维持在较高水平，煤炭企业的盈利良好，行业杠杆将有所下降，有利于行业信用的小幅修复。

我们预计，2021 年下半年煤炭行业供需格局和盈利水平较好。随着中国经济的持续复苏，中下游对煤炭的需求将有较好的表现，而供给端的产能扩张规模不大，供需格局仍然偏紧，煤炭价格仍将处于较高位置，利于煤炭主业盈利水平的维持，煤炭企业全年的盈利将好于去年。

然而，部分煤炭企业受非煤业务拖累或因社会负担较重，企业经营效率偏低，财务杠杆仍在较高位置，且短期内到期债务规模较大，流动性较为紧张，债券融资环境依然不容乐观。我们认为，企业在短期内仍将对政府支持较为依赖，长期来看，整体债务风险的化解将依托企业个体信用状况的提升，基本面的改善是重塑投资者信心的重要因素。

同时，山西和山东的煤炭国企改革提升了煤炭行业的集中度，竞争格局的改善有望延续。

未来风险因素

- 如果行业融资环境持续收紧，债务规模较大、财务风险较高的企业将面临再融资压力，流动性风险将会上升。
- 如果国内疫情反弹，或经济复苏大幅低于预期，导致下游需求萎缩，煤炭价格大幅下跌，则会降低企业的盈利水平。

有色金属行业：不同产品领域盈利水平可能呈现差异

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平			稳定		
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业的资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们预计，2021 年下半年有色金属行业企业的信用质量基本可保持稳定，不同产品领域企业的盈利水平仍将存在一定差异，整体行业将延续上半年良好的态势。

我们认为，随着国内经济的复苏和制造业投资、汽车家电等消费的回暖，工业金属需求将继续向好。供给方面，电解铝产能由于“碳中和”等政策约束而增长有限，预计铝价仍可维持在高位，电解铝企业盈利表现较好；全球铜矿疫后复产困难重重，供给仍然偏紧，使冶炼加工费将继续走低，冶炼企业盈利仍有一定压力。锂钴等能源金属在“碳中和”政策支持下，下游需求将旺盛，但由于前期产能投入不足，短期内供需仍然偏紧，此类金属价格将继续向好。

除部分企业将有较大规模的资本支出外，行业整体将保持稳定，叠加稳定的盈利趋势以及竞争格局，利于行业财务杠杆和信用质量的稳定。

未来风险因素

- 如果疫情出现明显的反弹，对国内经济的复苏产生不利影响，有色金属的需求和价格将受压制。
- 如果疫情导致铜精粉供给进一步收紧，冶炼加工费下降，冶炼企业面临的压力将会上升。
- 行业部分企业的资本开支规模增加较为明显，将增加企业的财务风险和流动性压力。

火电：短期面临双重压力，长期受到新能源挤压

样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平					
行业整体竞争格局					
行业杠杆率					
行业资本开支水平					
融资环境					

展望

我们认为，火电行业的信用质量相比于 2021 年上半年将保持稳定。

虽然疫情稳定后全社会用电量的恢复带动了行业整体需求的改善，但由于煤价持续处于高位，且资本开支推高杠杆，企业信用基本面仍承受一定的压力，但得益于良好且稳定的政府支持，我们认为 2021 年行业的信用质量将保持稳定。

我们认为，受到成本端高煤价、收入端电价市场化改革和“双碳”减排的多重影响，火电全行业发电量在社会总用电量中的占比将进一步受到挤压，火电企业的盈利能力可能仍面临一定的挑战。同时，在逆周期调节等多种因素的作用下，电力行业的固定资产投资和新建产能整体有所上升，行业的杠杆率有进一步提升的趋势。

未来风险因素

- “双碳”目标背景下，火电发电量和利用小时数长期而言将持续受到新能源的挤压。
- 行业尾部风险加剧，资产质量不佳且连年亏损的企业受到集团内部的支持可能会减弱。
- 持续新增机组投资，未来可能会进一步加剧行业供需不平衡，造成利用小时数下滑。
- 电力市场改革进一步推动上网电价下行，挤压电力企业的收入规模和盈利空间。

清洁能源发电：持续大额资本开支考验再融资能力

样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平					
行业整体竞争格局					
行业杠杆率					
行业资本开支水平					
融资环境					

展望

我们认为，得益于相对稳定的竞争格局和盈利水平，2021 年下半年清洁能源发电行业的信用质量将保持稳定。

风电光伏方面，行业资本开支在未来很长时间内将保持高额水平。这种高额水平主要由于国家 2030 年 12 亿千瓦装机容量总目标所带动，短期内叠加平价上网政策推行影响，行业杠杆率将持续推高。但目前行业中大部分以央企和地方国有企业为主，融资环境相对友好，可以一定程度上缓解杠杆率攀升造成的财务风险。

随着行业持续大额资本开支的推进，我们认为未来行业内将出现洗牌，部分企业可能会通过出售资产的方式退出市场，这些企业通常具备的特征包括财务杠杆较高、已投产装机容量较小但持有大量未建设项目、再融资能力较弱等。

未来风险因素

- 若新能源补贴发放持续延迟，持续资本开支将可能进一步造成企业营运资金压力增大。
- 行业持续高额资本开支推高整体杠杆率。
- 部分企业再融资能力可能会出现弱化，引发流动性问题。

建筑工程施工行业：施工强度将得到恢复

样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平					
行业整体竞争格局					
行业杠杆率					
行业的整体订单规模					
融资环境					

展望

我们认为，随着施工强度在疫情受控之后得到恢复，2021 年下半年建筑工程施工行业的信用质量相比 2021 年上半年将保持稳定。

2021 年行业订单规模将有小幅增长。我们预计，房地产的建安投资仍将增加，只是增速将比 2020 年小幅放缓基础设施投资依然承担着经济压舱石作用。

另一方面，我们预计受资质体系改革等方面因素的影响，行业竞争将进一步趋于激烈，而不断使用 PPP 等投资业务推动订单增长的模式也会推高行业内企业的杠杆水平。我们预计，随着行业竞争的加剧，缺乏核心竞争力、在手订单规模较小且再融资能力弱的尾部企业的信用质量有可能呈现小幅恶化的趋势。

未来风险因素

- 如果企业对 PPP 投资业务的风险偏好过高，风险防控不利，将导致 PPP 项目回款出现较大不确定性，进而造成 PPP 融资还款面临压力。
- PPP 投资持续推高行业杠杆率。
- 如果工程结算“两金”的周转速度降低，将造成营运资金持续大量流出。

建筑材料行业：产品价格将维持较高水平

样本企业潜在信用质量长期评估	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平			稳定		
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业的资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年建材行业的整体信用质量将保持稳定。主要产品价格维持在较高的水平，企业盈利水平也表现较好。

我们预计，建材行业在供需保持比较平衡的状态下，产品价格仍可维持较高的水平，从而利于企业保持较好的盈利水平。下游基建与房地产投资仍有一定的韧性，下半年亦是水泥消费传统旺季，对水泥的需求将保持稳定。供给端方面，水泥作为碳排放较多的行业，在“碳中和”政策背景下，总产能仍受到约束，目前以置换为主，新增产能不多。受房地产竣工增长的影响，我们预计下半年浮法玻璃的需求也将保持在较好的水平，然而供给存在一定缺口，利于玻璃价格保持高位，企业盈利也将在较好的水平。

需要注意的是，行业内个别企业短期债务较多，再融资与流动性压力较大。

未来风险因素

— 基建与房地产投资增速明显下降，对建材产品的需求下滑，产品价格承受较大压力。

资本品行业：头部工程机械企业财务缓冲较大

样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平			稳定		
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，资本品行业的整体信用质量在 2021 年下半年将较为稳定。

细分行业中，我们预计铁路设备（含轨道交通）制造商将保持稳定的市场地位和相对垄断的竞争格局。电气设备方面，将得益于火电逆周期投资调节和“双碳”目标下持续的新能源投资，未来电气设备的市场需求将较为乐观。

我们认为，工程机械市场得益于进口替代、旧机置换和环保升级的逐步推动，但在 2021 年后期或 2022 年，随着旧机置换的结束，其增速可能会从正增长转变为负增长。而从另一方面来说，在过去三年的景气周期内，主要企业积累了较多的利润并控制了杠杆率，因此即使销量趋势发生扭转，我们预计头部企业仍可以一定程度上抵御行业下行风险。

未来风险因素

- 如果旧机置换逐步完成后工程机械整体需求出现萎缩，市场竞争地位稍弱的企业可能会面临收入衰退，进而导致财务水平有所恶化。
- 工程机械细分行业，整体行业杠杆率较高，依托于供应链金融所提供的对外担保额度较大。

航空运输行业：完全恢复需要时间

样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平		小幅下降			
融资环境			稳定		

展望

由于国内疫情控制良好，行业可用客公里（ASK）和收入客公里（RPK）的不断恢复，我们预计，2021 年下半年国内航空业的整体信用质量相比于 2021 年上半年将保持稳定。

但该行业仍需要较长时间才能恢复至疫情前水平。我们认为，受到疫情改变出行习惯和人口流动控制的影响，航空业的恢复要晚于整体经济恢复。我们预计，航空业以可用客公里和收入客公里衡量的产能和产量有可能至 2024 年左右方可完全恢复，以国内航线为主的地方航空公司和民营航空公司可能得益于国内疫情控制良好而恢复较快，三大航空公司则受到国际疫情的影响恢复较慢。因疫情导致收入急剧萎缩，为了保障经营活动的进行，大部分航空公司通过增加债务的方式补充流动资金缺口，这导致行业杠杆率相比于 2019 年大幅攀升。我们预计，行业的高杠杆情况将在未来一段时间将维持，直到盈利得以修复才有可能回落，三大航空公司虽然经营上受到国际疫情恢复较慢的拖累，但其通畅的再融资渠道和较强的政府支持可以使得其信用质量保持稳定。

未来风险因素

- 如果疫情反复，将造成飞机出行需求再次大幅萎缩。
- 如果市场景气度恢复不及预期，财务杠杆率较高且规模相对较小的航空公司可能面临再融资压力。

整车制造行业：销量将呈小幅增长

样本企业潜在信用质量长期评估	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平				小幅上升	
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年整车制造行业企业的信用质量相较上半年保持相对稳定。

我们预计，在国内疫情得到有效控制、居民消费需求恢复的影响下，2021 年下半年国内汽车销量仍将呈现小幅增长，2021 年全年销售总量或将恢复至 2019 年水平。乘用车方面，原有居民可支配收入增速的趋缓、购房支出的挤压等不利因素仍然存在，但上半年疫情好转带来的消费复苏、低基数效应叠加行业利好政策的不断出台（例如促进新能源汽车的整个产业链的发展、汽车下乡、扩大购车指标、提供购车补贴等）支撑了销量的增长。我们预计下半年新能源汽车和豪华车的销售仍将有较好的表现。商用车方面，随着疫情后公共出行的恢复、物流的快速发展及基建的持续投入，2021 年上半年延续了去年下半年销量增长趋势，但受去年下半年增速较快影响，我们预计 2021 年下半年商用车销量增速较上半年将明显回调，但全年总销量有望达到 2019 年水平。

我们认为，虽然随着在新能源产能和智能化方面的持续布局和投入，企业资本开支将有所增加，但行业景气度的上升将带动企业整体盈利能力小幅改善，使得企业财务杠杆维持稳定。

政策对于新能源汽车发展的持续支持有助于企业保持良好的融资环境。

未来风险因素

- 汽车核心零部件的暂时性短缺将对整车制造企业的生产和销售产生一定影响。
- 定位中低端市场的自主品牌销量将持续面临较大增长压力。

消费品行业：头部企业竞争优势更加明显

样本企业潜在信用质量长期评估	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平			稳定		
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年消费品行业企业的信用质量整体将维持稳定。

耐用消费品方面，我们认为 2021 年下半年企业产品销量整体保持平稳，但盈利能力受原材料价格上涨的影响面临一定压力。在地产竣工面积有所增长、二手房交易面积稳定、装修施工恢复和海外需求的驱动下，行业景气度保持稳定。行业内企业例如白电企业产品内销规模有望好于去年，但全年恢复至 2019 年的水平仍面临一定压力。外销规模受海外需求恢复正常及复工的进一步落实，下半年销售同比增速较上半年将有所放缓，但总体销量有望超过前两年。家电原材料成本的上涨和线上产品销售占比的提升，以及部分外销订单占比高且价格提升难度相对较大等因素，将对行业内企业的毛利水平造成一定压力，但头部企业提升产品价格的能力相对较强，加之在资本开支方面相对稳定，其杠杆水平仍将保持较好水平。与此同时，小型生产企业由于市场份额较低且对产品的定价能力较弱，将面临更大的竞争压力，盈利能力及杠杆水平或将恶化。

我们认为，耐用品行业特别是家电行业发展相对成熟，行业竞争格局稳定，同时疫情使得行业内龙头企业优势进一步提升，市场集中度有望继续提升。行业内龙头企业凭借较为完善的产业链，产品在高端化、智能化的不断改进，经营效率的提升以及销售模式多元化（线上+线下等）等多方面的竞争优势，挤占了第二梯队企业的市场份额，未来竞争优势仍将保持或提升。

日常消费品方面，服装等部分细分行业企业信用质量将有较好的恢复，日用品、食品企业信用质量仍将保持稳定。日常需求的恢复和国内服装企业产品竞争力的不断提升将促进服装市场需求的增长，从而带动服装企业收入的提升，但盈利能力仍将受制于原材料涨价的负面影响。食品行业方面，受疫情影响人们对健康更加重视，从而可能进行消费升级，因此对高品质食品的需求可能会增加。

未来风险因素

- 原材料价格的上涨将使行业中企业、特别是中小企业面临一定的盈利压力。
- 销售渠道多元化和产品同质化竞争加剧的行业发展背景下，依赖单一业务模式或产品的企业将面临更大的经营压力。

医药行业：仿制药企业将面临更大压力

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平				小幅恶化	
行业整体竞争格局				小幅恶化	
行业杠杆率				小幅上升	
行业的研发投入				小幅上升	
融资环境			稳定		

展望

我们认为，政策影响将持续显现，医药行业的信用质量在 2021 年将有一定的差异化表现，仿制药企业面临的压力将增大。

我们预计，受政策影响，仿制药价格及仿制药企业的盈利能力将被持续压缩，仿制药企业面临创新转型压力，盈利的下降有可能推升企业的财务杠杆率，进而影响信用质量。

在我们看来，在国内医药监管制度逐步完善、审批提速、人才建设不断完备，以及带量采购政策等因素的影响下，未来 1-2 年国内药企研发投入将保持较快增长。虽然这会增加企业的支出，但长期来看，对企业竞争地位的提升较为有利。快速转型压力也可能导致热门领域的重复开发，加剧行业的竞争。我们预计，药品同质性较高、不具备研发实力的小型制药企业将加速被淘汰，成本管理对于仿制药企业将愈发重要。市场也将出现更多兼并与重组，具备资本实力的企业更具备外延式扩张的能力。

我们认为，制药企业的管理和治理也是影响其偿债能力和持续经营的重要因素，对于治理结构混乱、商业贿赂、虚假宣传、财务舞弊等问题应保持重点关注。

未来风险因素

- 在医保控费背景下，集中采购等行业政策会持续对仿制药企业的盈利能力形成压力。
- 激进的多元化拓展或并购可能会导致企业杠杆水平上升，流动性压力增加。
- 企业管理、治理或药品质量方面出现问题，可能影响企业的长期可持续发展。

零售餐饮行业：盈利能力有望恢复到疫情前水平

样本企业潜在信用质量长期评估	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业信用质量					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业盈利水平		小幅改善			
行业整体竞争格局				小幅恶化	
行业杠杆率			稳定		
行业资本开支水平			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们认为，随着疫情防控效果的整体向好，2021 年下半年零售餐饮行业经营状况将持续改善，行业企业信用质量将逐步恢复。

我们认为，在就业改善、居民收入以及消费、社交逐步恢复背景下，2021 年下半年零售餐饮企业的营收规模将会继续改善，盈利能力也将逐步恢复至疫情前水平。为了保持或提升自身的竞争实力，头部企业有可能持续加大线上渠道、供应链、物流等方面的资本投入，但同时收入的增长也将使他们的杠杆水平保持相对稳定。

零售餐饮行业的竞争格局将持续向线上线下融合、多维度多行业综合竞争的方向发展。疫情使得行业内头部企业的竞争优势得到进一步扩大，而尾部企业的持续出清可能使得行业集中度略有上升。但企业面临的竞争内容和形式更加多样化，消费模式的多场景化、供应链的管理以及经营的数字化和信息化都是未来行业内竞争的关键。

企业融资环境保持稳定。国家的经济增长方向，以及中央和地方支持服务业的复苏及加大中小企业扶持政策（例如加大金融支持力度）的逐步落地，有利于行业内企业保持畅通的外部融资渠道。

未来风险因素

- 疫情的不确定性和扰动因素仍然存在，特别是对于餐饮企业和以可选消费、服务类消费为主的购物中心、百货等业态企业，疫情的区域性偶发或将对部分企业的信用恢复产生一定影响。
- 行业竞争内容的多元化将使得企业原有单一的发展模式受到更多的限制，同时对企业的物流、供应链管理 and 资本实力提出更多挑战。

科技硬件及半导体行业：芯片供应紧张缓解尚需时日

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业景气度		小幅改善			
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
行业的整体出货量		小幅改善			
融资环境			稳定		

展望

我们认为，2021 年下半年科技硬件及半导体行业将延续上半年的复苏态势，上游芯片产能仍将偏紧，行业整体盈利能力增强，行业信用水平继续改善。

一方面，企业 IT 支出将维持增长态势，消费电子产品的需求也持续改善；与此同时，云应用的逐步成熟和 5G 逐渐商用带来的新的应用场景也将继续推动相关硬件需求增长。另一方面，我们认为随着疫情得到控制和需求的复苏，半导体行业上游的产能扩张仍将持续，但芯片供应短缺的情况可能要到 2022 年下半年才能明显缓解。

我们预计，全球 2021 年 IT 支出将同比增加 7% 左右，半导体出货量将会出现大约 10%-15% 的反弹；受疫情逐步得到控制和经济恢复导致的需求回暖推动，预计全球手机出货量也将增长 15% 左右，笔记本电脑的销售或将带动个人电脑在 2021 年增长 10% 左右。我们认为，这将带动相关企业的营收增长，推动 2021 年的营收增长。

我们预计，核心科技硬件及半导体制造企业将继续获得国家政策的扶持，融资渠道将保持通畅。

我们认为，科技硬件及半导体企业将在 2021 年实现比较良好的营收和利润增长，这主要是受下游需求强劲推动所致。但仍需关注半导体上游的大幅度扩产，以及云计算、IDC 等相关基础设施的资本支出快速增加对相关企业现金流造成的压力，以及芯片供给不足从汽车行业向其他电子消费品和企业级 IT 产品蔓延带来的负面影响。

未来风险因素

- 如果地缘政治不稳定性增加，持续影响行业供应链和竞争格局，将导致国内科技硬件及半导体企业在全球市场的竞争力下降。
- 下游需求的明显恢复导致产业上游晶圆等供应不足，或将阻碍行业整体复苏的步伐。

科技软件及服务行业：5G 商用将使相关企业获得较快发展

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业景气度			稳定		
行业整体竞争格局			稳定		
行业杠杆率			稳定		
客户整体软件及服务支出		小幅改善			
融资环境			稳定		

展望

我们认为，科技软件及服务行业的整体信用水平在 2021 年下半年将保持基本稳定。

我们认为，2021 年下半年在国内云计算市场持续快速增长的背景下，相关基础软件需求仍将保持旺盛。同时，5G 在汽车、金融、医疗等领域的应用场景将逐步成熟，这些领域内的软件企业也将获得较快发展。

我们认为，随着云端应用的普及，软件企业收入中可持续的订阅类收入占比或将有所提升，这将增强软件企业销售回款的可预见性。此外，我们认为 2021 年下半年软件企业整体财务杠杆仍将保持较低水平。

未来风险因素

- 随着技术进步和需求变化，软件企业需要不断在商业模式、技术储备、人才培养等方面进行调整，否则或将失去竞争优势。
- 境外疫情若持续较长时间，或将影响部分软件外包企业的收入增长和销售回款。

传媒及娱乐行业：电影制作发行企业现金流将明显改善

行业样本企业潜在信用质量中位数	很好	良好	较好	一般	较弱
整体评估	大幅恢复	小幅恢复	稳定	小幅恶化	大幅恶化
信用修复程度（与 2021 年上半年相比）					
尾部企业违约风险					
具体评估	大幅改善/ 大幅下降	小幅改善/ 小幅下降	稳定	小幅恶化/ 小幅上升	大幅恶化/ 大幅上升
行业景气度		小幅改善			
行业整体竞争格局		小幅改善			
行业杠杆率			稳定		
融资环境			稳定		

展望

我们预计，2021 年全年传媒和娱乐行业收入增速将会因为疫情受控而回落。2021 年上半年，国产游戏版号发放数量较 2020 年同期小幅增长，预计全年游戏版号发放数量将与 2020 年基本持平，行业竞争将因此而更为激烈。游戏开发成本和买量推广成本逐步攀升，将对中小型游戏开发企业的现金流造成较大的压力。

我们预计，2021 年电影制作、发行企业及院线的现金流状况将会明显改善，信用水平将整体明显好转。我们预计，2021 年下半年中国电影总票房将基本摆脱疫情影响，全年票房收入与 2019 年基本持平。在承受了 2020 年巨大的经营和流动性压力之后，行业集中度将有所提升。

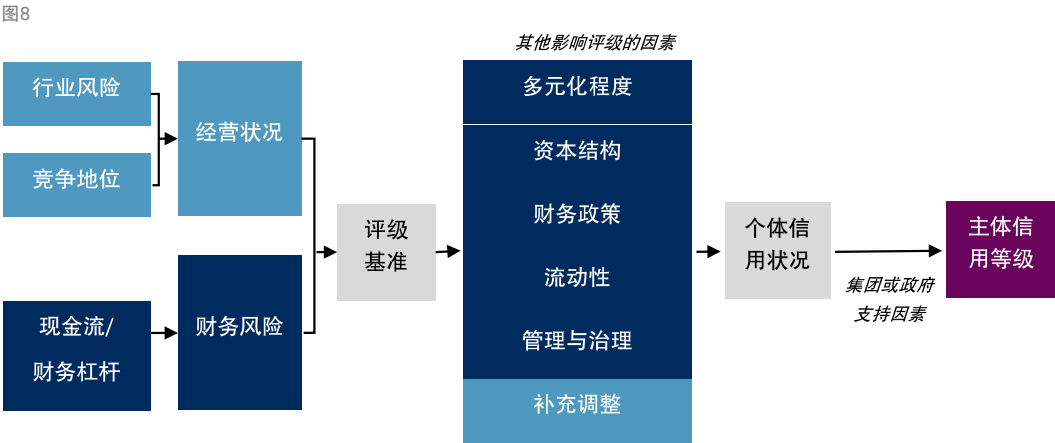
我们认为，出版行业在 2021 年下半年将维持稳定的信用水平。尽管长期来看，报刊图书出版和发行企业仍将面临线上转型带来的经营风险，但由于我们样本中的大部分出版发行类企业具备一定区域垄断性，现金流稳健，财务风险较低，因此 2021 年出现信用风险事件的可能性不高。

未来风险因素

- 如果疫情反复，或造成电影、院线类企业信用状况恢复程度低于我们的预期。
- 在线游戏和电影电视剧制作企业将面临较为严格的监管环境。

工商企业评级方法论框架

根据标普信评工商企业评级方法论框架，在分析非金融企业信用质量的时候，我们通常会对企业的行业风险和竞争地位进行分析得到企业的经营状况，进而分析企业的财务风险和其他影响因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。



阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，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，得出关于企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按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企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。

分析师列表

Peter Eastham

董事总经理, 分析主管

peter.eastham@spgchinaratings.cn

钟晓玲

部门总经理, 工商企业部

may.zhong@spgchinaratings.cn

陈歙倩

高级分析师

xiqian.chen@spgchinaratings.cn

高语泽

高级分析师

yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻

高级分析师

zhen.huang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

分析师

yunxin.jia@spgchinaratings.cn

王可欣

高级分析师

kexin.wang@spgchinaratings.cn

吴量涵

分析师

lianghan.wu@spgchinaratings.cn

陈伟

分析师

wei.chen@spgchinaratings.cn

张晓

高级分析师

xiao.zhang@spgchinaratings.cn

焦迪

评级副总监

di.jiao@spgchinaratings.cn

王璜

高级分析师

huang.wang@spgchinaratings.cn

任映雪

高级分析师

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王瑾

高级分析师

jin.wang@spgchinaratings.cn

李丹

评级总监

dan.li@spgchinaratings.cn

刘晓亮

评级总监

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

王雷

评级总监

lei.wang@spgchinaratings.cn

戎芳春

评级副总监

fangchung.rong@spgchinaratings.cn

张任远

评级总监

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

商务团队列表

周廉慧

董事经理, 首席商务官

rockie.zhou@spgchinaratings.cn

王一钢

市场拓展总监

yigang.wang@spgchinaratings.cn

徐枫

市场副总监

eric.xu@spgchinaratings.cn

李自强

市场总监

peter.li@spgchinaratings.cn

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 2021 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）的附属企业。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。