

标普信评如何理解“企业规模”对信用质量的影响

2021 年 11 月 3 日

要点

- 标普信评认为，“企业规模”与信用质量之间的关联并不是绝对的，信用分析仍要回归到企业现金流的稳定性以及其对债务的覆盖能力。
- “企业规模”对企业业务状况的影响因行业而异。根据我们的研究，样本企业中业务状况与“规模”相关度更高的行业有房地产开发、建筑工程施工、市场化发电及天然气等，“规模”并不显著影响业务状况的行业则包括交通基础设施、受监管的公用事业、基础化工、消费品等。
- 我们认为，衡量企业财务风险高低的核心因素是现金流对债务本息的覆盖能力，“规模”因素并不与财务风险直接相关。
- 外部支持方面，“企业规模”大小和利润贡献是评价重要性水平的主要维度之一，但我们也会考虑企业的业务属性、业务协同性、职能定位、所承担的社会责任等诸多因素。

分析师

任映雪

北京

+86-10-65166037

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-65166028

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

我们在本文中研究视角聚焦于“企业规模”对企业信用质量的影响，并探讨现象背后的原因。我们以约 1,700 家工商企业作为基础，将样本企业的潜在信用质量与总资产和总收入规模进行对比分析。本次研究的样本与标普信评于 2021 年 1 月 12 日发布的《如何理解标普信评的评级体系及信用区分度》所使用的样本相比，删除了部分近期财务数据不可得的样本。本次样本由约 700 家城投企业和约 1,000 家产业类企业组成，样本的行业分布与当前非金融发债企业的行业构成大体一致。

为了便于展示，我们将样本企业的资产和收入规模按分位数从小到大等分成 6 个区间，区间 1 至 6 对应的资产和收入规模从小到大排列。

表1

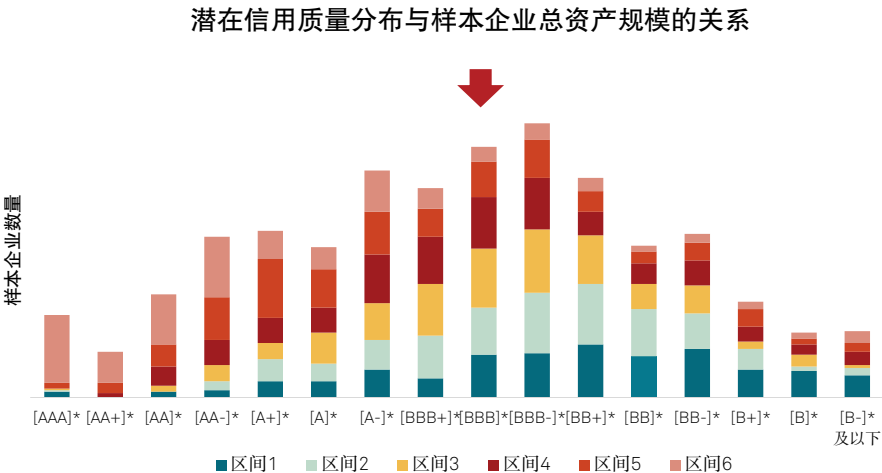
区间	总收入阈值（亿元）	总资产阈值（亿元）
1	<20	<300
2	40	430
3	90	600
4	210	940
5	600	1,800
6	>600	>1,800

注：区间阈值进行取整。

标普信评认为，“企业规模”与信用质量之间的关联并不是绝对的。“企业规模”对信用质量的影响因行业而异，从偿债能力角度看，并非所有行业的企业都是“大而美”，信用分析仍要回归到企业现金流的稳定性以及其对债务的覆盖能力。

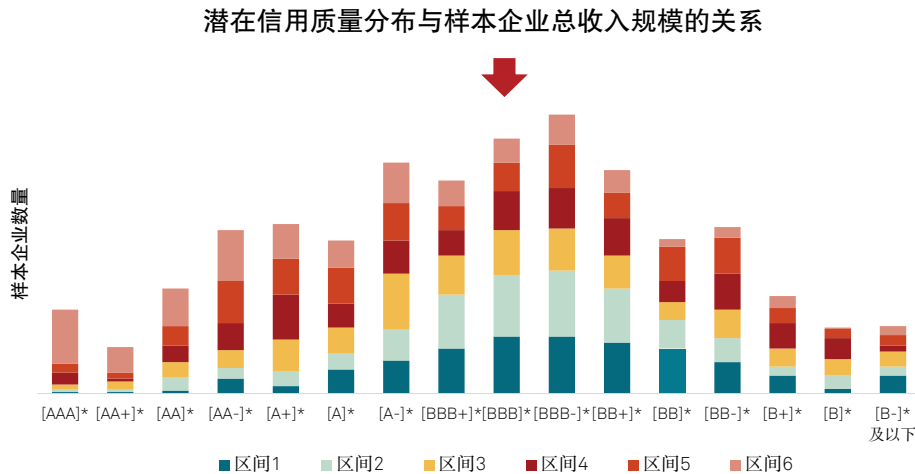
我们的案头分析结果显示，不同规模的样本企业相对均衡地分布在各个级别上，一部分规模很大的样本企业潜在信用质量较弱，处在分布尾部，而规模较小的样本企业也有相当一部分潜在信用质量好于中位水平。这样的分布反映了标普信评对于各个行业关键信用驱动因素的差异化判断，也表明“规模”并不是影响企业潜在信用质量的唯一重要因素。我们认为，对于业务状况、财务风险以及外部支持三个维度来说，都不能简单地认为“越大越强”。

图1



注：箭头代表潜在信用质量分布中位水平。分布数据截至2021年7月末。
*本报告中所呈现的潜在主体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且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，Wind。版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2



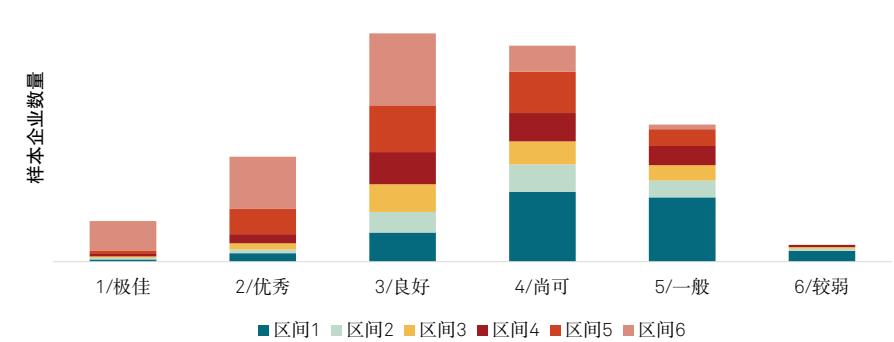
注：箭头代表潜在信用质量分布中位水平。分布数据截至2021年7月末。
*本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可且不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。
资料来源：标普信评，Wind。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

“规模”对业务状况的影响因行业而异

我们认为，“规模”对企业业务状况的影响因行业而异。对业务状况的分析应更加关注行业本身的运行规律和商业模式，以及企业构建竞争壁垒的核心要素，进而落实到对企业现金流稳定性及其对债务覆盖能力的评价。我们认为，规模对于一些行业确实是重要的信用驱动因素，但并不能一概而论，有一些行业“不以规模论英雄”。由下图可知，在我们约 1,000 家非城投工商企业中，存在相当一部分潜在业务状况较好（1-3 档），但总资产规模较小的企业。

图3

潜在业务状况与样本企业总资产规模的关系



注：数据不包括城投样本企业。分布数据截至2021年7月末。
*本报告中所呈现的潜在主体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且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，Wind。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

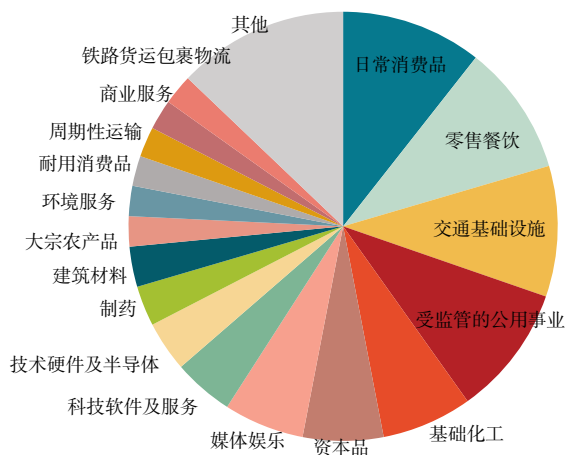
我们认为，信用质量受到“规模因素”影响显著的典型行业包括：房地产开发、建筑工程施工、市场化发电及天然气以及资本品等。对于这些行业，企业规模的大小影响竞争地位和市场份额，一般情况下企业规模越大，经营稳定性就越强，业务状况与规模之间的关联度也就较高。

我们认为，对于一些行业，规模并非是影响企业业务状况的首要因素。典型的行业如交通基础设施、受监管的公用事业、基础化工、消费品、零售餐饮等。这些行业的关键信用驱动因素并不在于业务规模的大小，“规模优势”通常不是区分企业竞争力高下的绝对因素，也不一定是企业获得稳定现金流的必要条件。

对于规模并不显著影响业务状况的典型行业，我们将影响其业务状况的关键因素列示在表 2。

图4

行业分布：资产规模不大但业务状况良好的样本企业



注：上图为资产规模在区间1-3，且业务状况为1/极佳、2/优秀和3/良好的样本企业的行业分布。
资料来源：标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表2

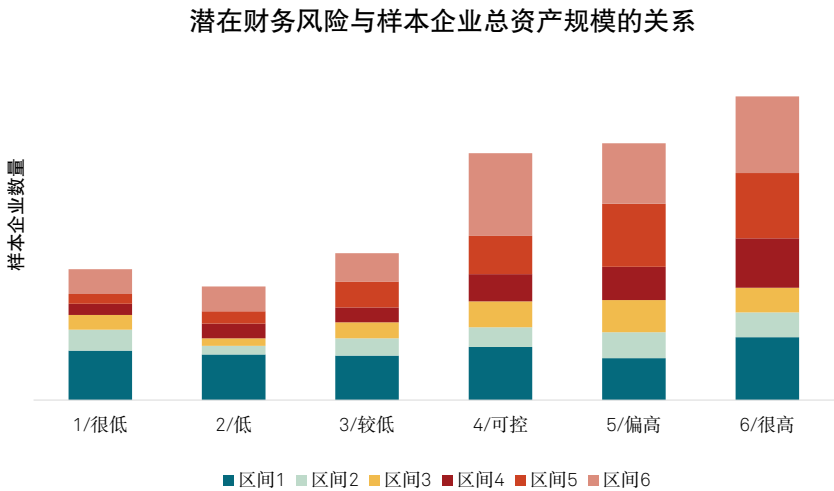
行业	影响业务状况的关键因素
采掘业	成本控制能力 资产地理位置多样性 产品储量和产量
金属冶炼	成本控制能力 产品多样性及附加值 产能规模
基础化工	成本控制能力 产品的多样性 业务和收入规模
受监管的公用事业	监管框架的稳定性、一致性、可预测性 定价机制透明，允许成本上涨向价格传导 服务区域的地理范围，客户的数量和多样性
交通基础设施	主要服务区域的经济发展水平 关键区域市场份额 地理覆盖范围，客户数量和多样性
交通基础设施 – PPP 等投融资公司	投资纪律 投资项目所处区域经济发展水平，政府回款方综合实力 投资项目的回报机制，市场风险敞口大小 投资组合的分散性
消费品	品牌价值和定价能力 市场份额及排名

	营销策略的有效性
投资控股公司	资产组合的信用质量
	资产组合的行业和地理分散度
	资产组合的流动性
	战略投资能力

现金流对债务的覆盖能力是评价财务风险的关键

我们认为，衡量企业财务风险高低的核心指标是现金流对于债务本息的覆盖能力，“规模”因素并不与财务风险直接相关。如果企业只是单纯通过债务扩张的方式推高了资产或者收入规模，但现金流获取能力较差，那么这类企业的财务风险要远高于那些稳健经营、杠杆率相对较低的企业。我们在进行信用分析时关注的是规模的成长是否能带来企业现金流产生能力的实质性增强，这是影响企业偿债能力变化的核心。由下图可知，在我们的评级体系中，有很多规模很大的企业财务风险仍然偏高，而很多规模并不占优的企业，凭借充沛的现金流和相对可控的债务规模，实现了较低的财务风险。

图5

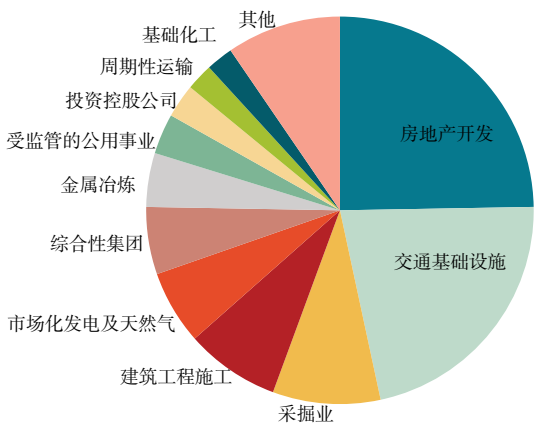


注：数据不包括城投样本企业。分布数据截至2021年7月末。
*本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可且不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。
资料来源：标普信评、Wind。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们的分析显示，不含城投的样本企业中，资产规模大（区间 6）但财务风险较高（4-6 档）的企业主要集中在房地产开发、交通基础设施、建筑工程施工、采掘业等行业。

图6

行业分布：资产规模大但财务风险较高的样本企业



注：上图资产规模在区间6，且财务风险为4/可控、5/偏高和6/很高的样本企业的行业分布。
资料来源：标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

房地产行业属于资本密集型行业，开发期投入资金规模大，企业主要依靠销售回款和对外融资滚动经营。在行业快速发展的时期，相当一部分企业通过高杠杆、快周转的模式实现规模的快速扩张。部分房企竞争地位的提升伴随着财务风险的膨胀，在不断收紧的行业监管环境中面临严峻的挑战。

交通基础设施企业往往承担着所处地区重要的基建职能。基建项目的特点是投资规模大，现金流回收期很长，债务融资比例高。在基建稳增长、补短板的政策导向下，一部分企业资本开支压力持续较大，债务和杠杆需要在未来很长的时间周期内消化。

建筑工程施工行业竞争激烈，利润率较低，日常营运资金周转压力大。近年来为了获取订单，大中型建筑企业普遍参与 PPP 和 BOT 等投融资项目。这类投融资模式要求企业在建设期投入大量资金，运营期普遍很长。企业虽然利用投资拉动了业务规模的增长，但也造成杠杆水平攀升。如果所投项目质量偏弱或自身运营欠佳，则有可能在中长期内埋下偿债隐患。

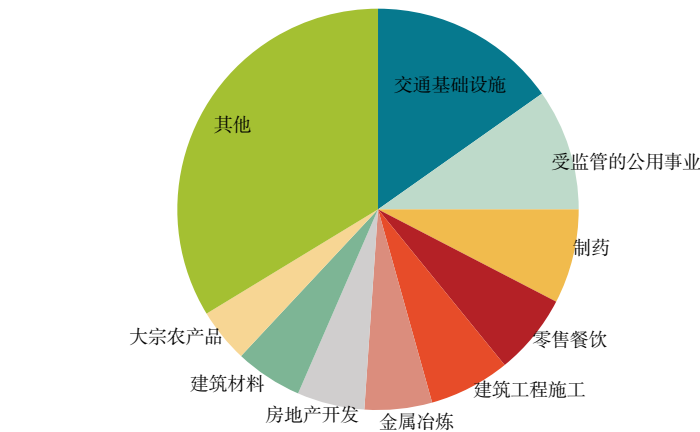
“规模”是影响外部支持的维度之一

我们认为，企业规模大小和利润贡献是评价其对支持主体重要性水平的维度之一。但是在规模之外，我们也会考虑企业的业务属性、业务协同性、职能定位、所承担的社会责任、在所属产业发挥的作用、声誉风险等诸多维度。如果一个企业的业务在所属集团或相关政府体系内相对边缘化，即使其资产或收入体量巨大，我们也不认为它会获得较高的外部支持。

在资产规模相对较小但外部支持极高的样本中，来自交通基础设施和受监管的公用事业的企业占比较高。我们认为，这类企业的重要性与其资产规模的绝对大小没有必然联系，其承担的社会职能是评价重要性水平的核心要素。这类企业通常是所处地区核心基础设施的运营主体，对于保障当地经济发展和民生稳定发挥着相当重要的作用，我们认为这类企业有可能获得极高的外部支持。但是，这类企业也具有明显的地区性，经营范围通常集中在单一区域，因此资产规模一般而言并不会很大。

图7

行业分布：资产规模较小但潜在重要性极高的样本企业



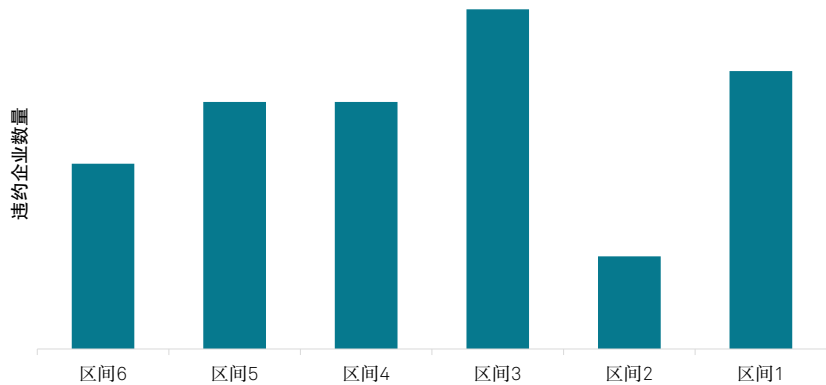
注：上图是为资产规模在区间1-3，且潜在重要性极高的样本企业的行业分布。
资料来源：标普信评。
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

违约趋势：大型企业违约增多

我们发现，2014 年以来的违约主体以规模较小的企业占主导。这些企业的业务状况普遍在所属行业处于尾部，对外部环境变化的抗压能力很弱。然而，自 2020 年起，部分规模较大的企业相继发生违约，大中型企业的违约占比有所上升。我们认为，规模优势并不一定能转化成危机情况下的偿债现金流，对“大而不倒”的信仰也许需要保留一份审慎。

图8

2020年以来实质违约主体的营业总收入规模分布



注：采用首次违约前最近一期财报数据。
资料来源：标普信评，Wind。
版权©2021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 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。