

标普信评

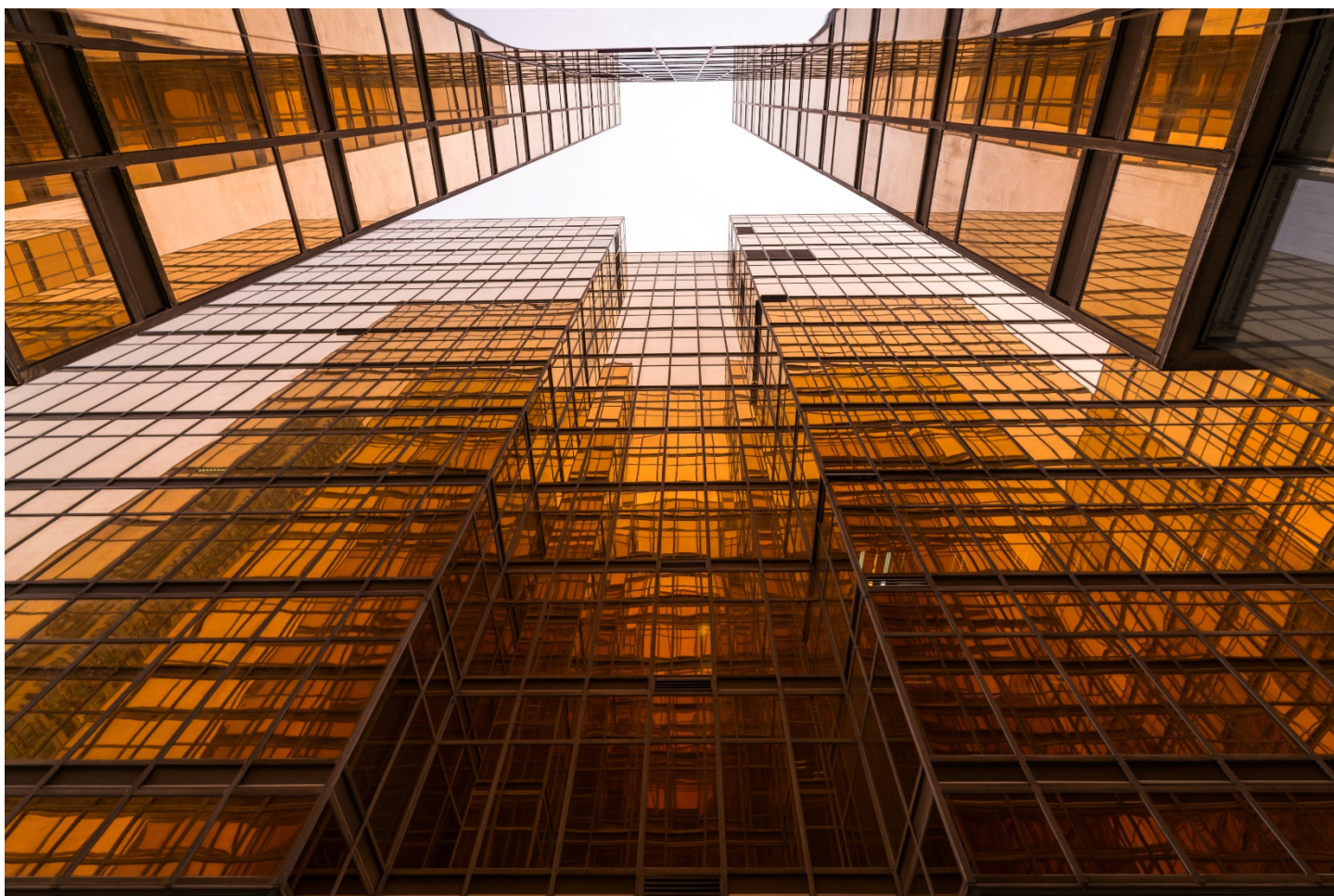
S&P Global

China Ratings

稳中求进

标普信评 2022 年行业展望

2021 年 12 月 16 日



目录

卷首语.....	3
城投	10
房地产开发.....	11
交通基础设施	12
钢铁	13
化工	14
煤炭	15
有色金属	16
火电	17
清洁能源发电	18
建筑工程施工	19
工程机械	20
整车制造	21
科技硬件及半导体	22
大型国有银行	23
股份制银行.....	24
城商行.....	25
农村商业银行	26
外资银行	27
证券公司	28
汽车金融公司	29
金融租赁公司	30
融资租赁公司	31
RMBS	32
车贷 ABS.....	33
工商企业评级方法论框架.....	35
金融机构评级方法论框架.....	36
结构融资评级方法论框架.....	37
商务团队列表	38

卷首语

要点

- 我们预计 2022 年全国 GDP 增速虽将有所回落，但经济向好的基本面和增长动力仍在，保障了大部分金融机构和工商企业的信用状况将保持稳定。
- 与此同时，我们需关注大宗商品价格的回落程度对企业盈利能力的影响，工程机械行业需求量的明显收缩导致收入减少从而推升企业杠杆率的程度，房地产/城投行业政策的变动对企业再融资环境的影响，以及部分中小银行坏账压力增加导致加大信用成本的影响。
- 我们认为行业内企业信用质量分化加剧，部分行业尾部企业高风险仍将存在。

我们预计 2022 年全国 GDP 增速虽将有所回落，但经济向好的基本面和增长动力仍在，保障了大部分金融机构和工商企业的信用状况将保持稳定。2021 年全国经济呈现了较好的恢复性增长，我们预计全年 GDP 增速将达到 8.0%，但 2022 年全国 GDP 增速将回落至 4.9%。主要考虑到低基数效应的消除、内需增长仍面临一定压力，外需增速或将减缓、房地产/城投等重要行业政策仍将保持相对偏紧等因素影响。我们认为虽然经济增速将有所减缓，但在我国疫情的持续有效控制、不断改善的“双循环”经济增长结构、共同富裕/双碳目标等政策的持续推进，将为企业经营基本面提供良好的支撑，大部分金融机构和工商企业的信用状况将保持稳定。特别是各行业的头部企业在技术、资本、盈利能力、再融资渠道等优势持续保持的情况下信用质量将保持良好。

与此同时，我们预计钢铁、化工、有色金属等上游生产企业，2022 年需求的明显回落将降低产品价格，企业的盈利空间将较 2021 年有所收窄，杠杆水平或有小幅上升；煤炭行业受供给增加影响产品价格也将回落至合理水平，但企业降低高杠杆的现状仍将是一个长期过程；工程机械行业由于需求量的减少将导致收入下滑，杠杆率会明显上升；部分中小银行的房地产开发贷款风险或将上升，主要受 2021 年房地产行业部分企业违约以及一段时期内偏紧的相关政策影响，加之疫情期间部分展期贷款的质量也有恶化的趋势，这些银行的坏账和信用成本压力或将有所上升。

我们认为跨周期调节的宏观政策基调下货币政策将维持中性，有利于企业保持融资成本的稳定。我们预计在经济平稳运行难度加大和稳增长的动力目标下，央行将保持货币供应量和社会融资规模的合理增长，货币政策仍将保持稳健。同时银行业通过发行资本补充工具、获得地方政府专项债或者股东增资的支持等方式提升了其服务实体经济和防范化解金融风险的能力，并保障了信贷总量增长的稳定性。

分析师

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

李迎

北京

Ying.li@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.zhou@spgchinaratings.cn

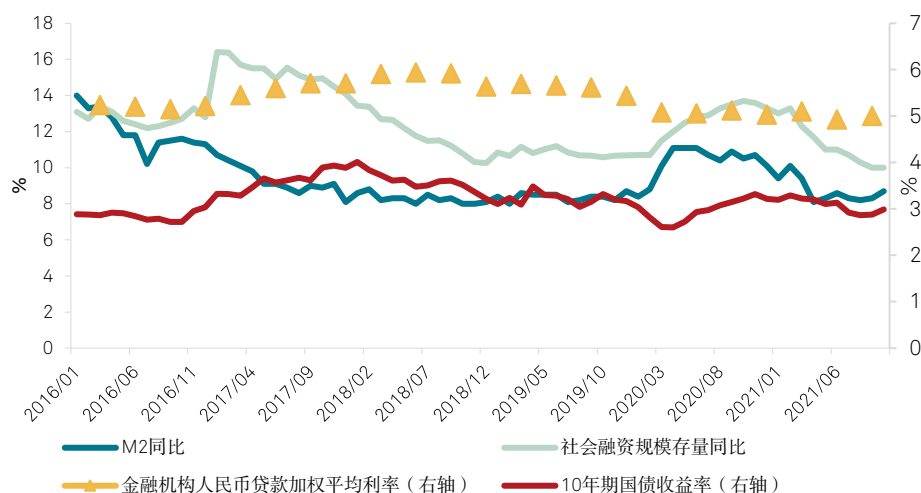
李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

图1

货币政策仍将保持稳定



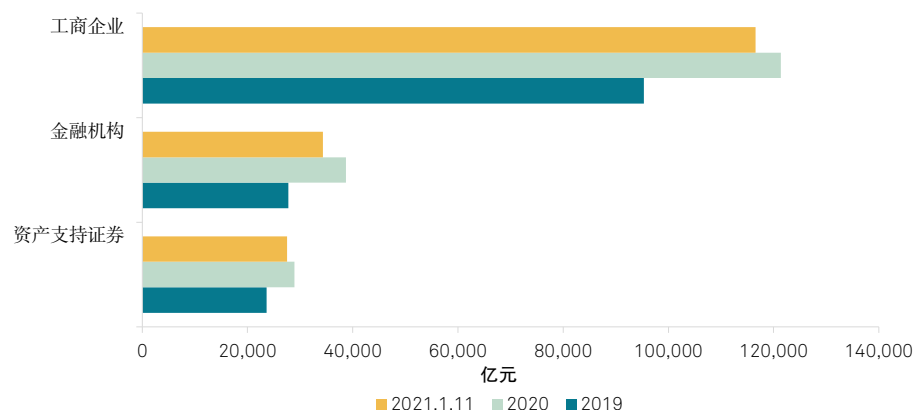
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为不同类型主体 2022 年面临的债券发行政策环境和再融资压力不同，其中工商企业的再融资压力犹存。工商企业由于近两年是债券的偿还高峰期，企业较高的再融资需求导致债券发行规模也较大，我们预计 2022 年其到期偿债压力犹存且城投类企业再融资政策偏紧的背景下整体发行规模或将保持平稳。由于银行的流动性充足，但资本补充的需求大，所以我们预计 2022 年的银行债券发行的增量主要集中在混合资本债；非银金融机构的信用质量分化，发债规模主要取决于投资者的信心；我们预计证券公司的杠杆将继续保持低位，所以发债规模将保持稳定。资产证券化行业相对较易受到监管政策的影响，未来发行情况仍存在较大的不确定性，特别是个人住房按揭贷款资产证券化的发行可能与房地产行业调控机制密切相关。

图2

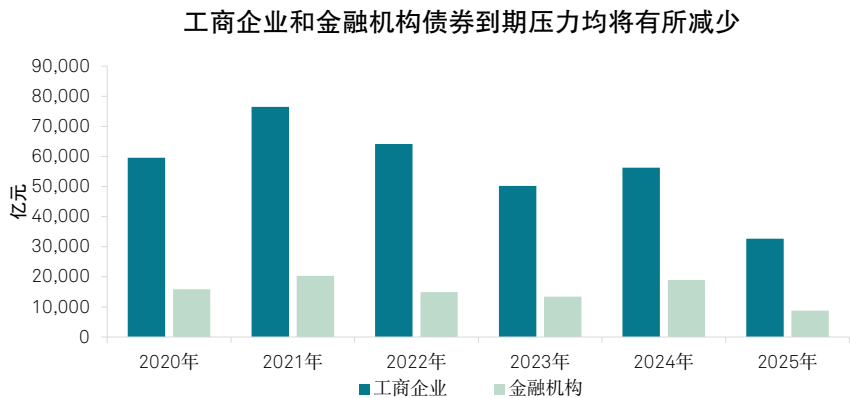
各类债券发行保持平稳



注：根据Wind分类，工商企业债券包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债；金融机构债券包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券、其他金融机构债；资产支持证券包括交易商协会ABN、银保监会主管ABS、证监会主管ABS。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。

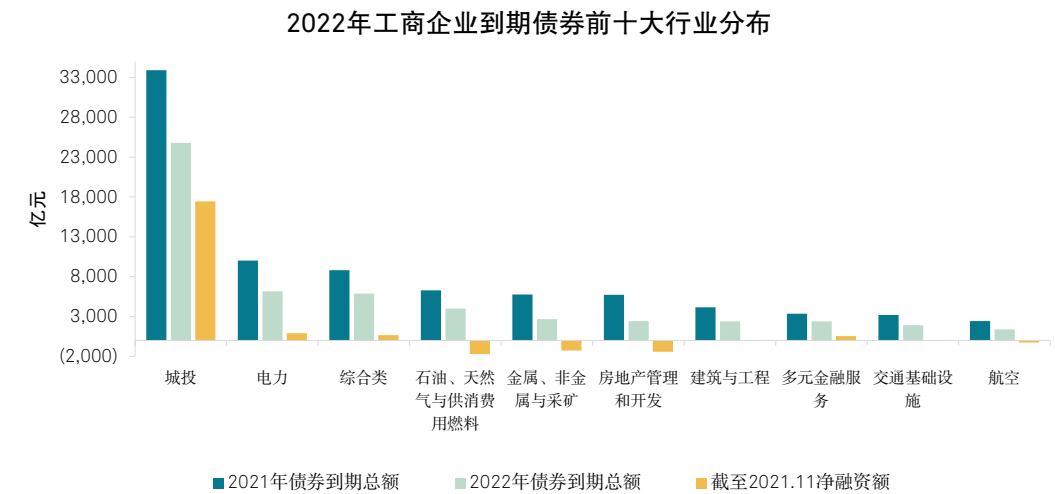
图3



注：该数据为截至2021年11月29日Wind口径的到期统计，工商企业债券包含企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债和可交债；金融机构债券包含商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券、其他金融机构债。
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。

针对具体行业，我们认为“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”的结构性宽松政策将会使得绿色双碳、中小微企业、乡村振兴、科技创新等相关涉及企业及项目在直接融资渠道和间接融资渠道获得更多的支持。但与此同时国家坚持经济增长动能减少对于房地产和债务投资依赖的决心，将使得房地产行业和城投企业的再融资政策在边际放松的情况下仍将相对偏紧，特别是以高杠杆高周转模式经营的房地产企业和财政实力弱/债务率高区域的弱资质城投企业的再融资渠道仍将受限。

图4



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。

我们认为行业内企业信用质量分化加剧，部分行业尾部企业高风险仍将存在。2021 年债券市场的违约事件主要集中于房地产开发企业的境内外债券、区县级城投企业的非标债务，以及个别制造业民企的债券违约或展期。我们预计这些行业的尾部企业未来违约仍将持续。对于房地产企业，存货不足或土储主要分布在低线城市/母公司层面流动性不足/以高杠杆高周转模式在短期内实现销售规模大幅增长的企业的信用质量可能继续恶化甚至发生违约；城投企业受地区财政、融资环境、业务市场化转型等影响信用分化更加明显，特别是部分政府性基金收入下降的地方政府对所辖城投企业的支持能力或将有所弱化，且云贵、东北、天津等地的城投企业流动性压力仍较为明显；农合机构和村镇银行作为

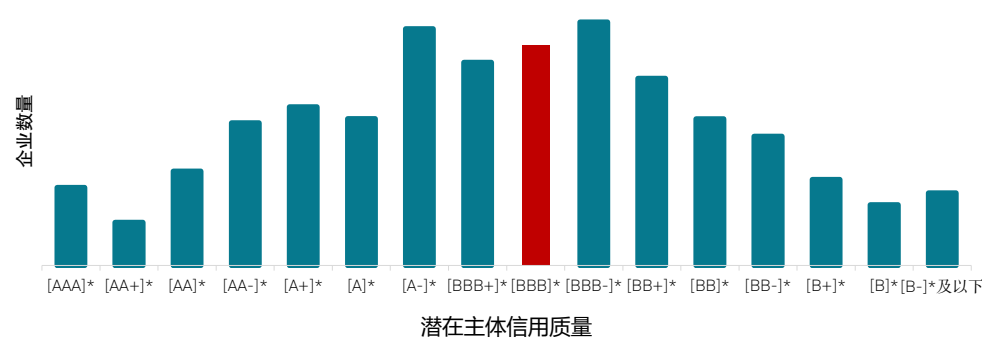
银行业金融机构中高风险机构数量占比最高的一类，将是各地政府化解银行业信用风险的重点；融资租赁行业受疫情影响导致资产质量差异化突出，部分公司租赁资产质量较差且拨备不足，如果加之母公司自身信用质量也呈恶化趋势将导致其面临较大的再融资压力。

总体看，2022 年大部分行业稳定的信用展望支撑了工商企业 [BBB_{spc}] * 的潜在主体信用质量中位数和银行业 [BBB_{spc}+] * 的潜在主体信用质量中位数。

图 5 为在标普信评方法论下利用公开信息，对 1700 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，其潜在主体信用质量中位数位于 [BBB_{spc}] *。图 6 为在标普信评方法论下利用公开信息，对 2000 余家城投企业进行案头分析得出的潜在信用质量分布。样本数量接近整个债券市场城投企业总量 90%，这些样本企业覆盖了近 30 个省级行政区的超过 250 个地级市，其潜在主体信用质量中位数位于 [BBB_{spc}-] *。

图5

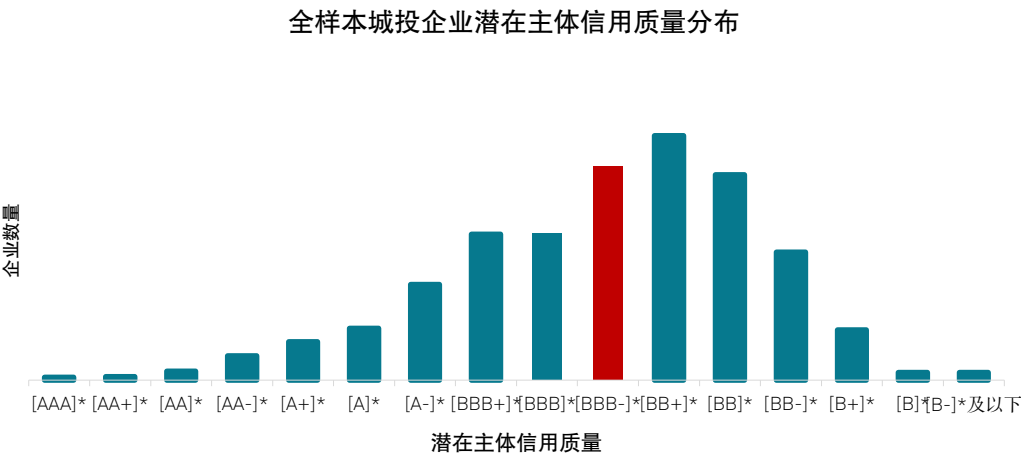
约1700家样本企业潜在主体信用质量分布（包含约700家城投企业）



注：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，也为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出院了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。红色代表中位水平。

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。

图6



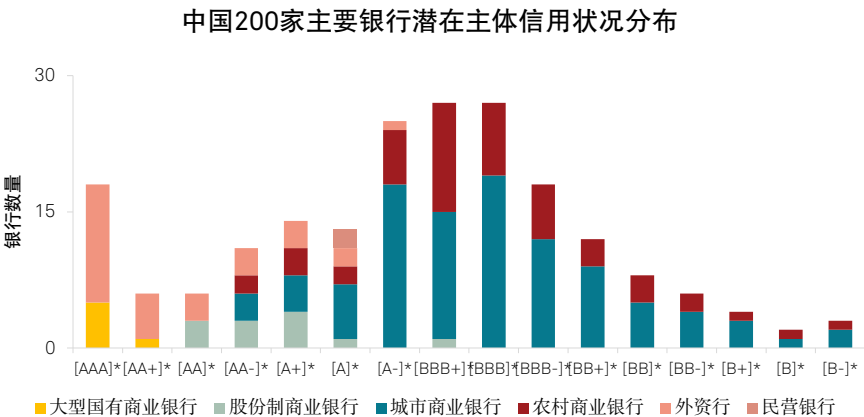
注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也为通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与出院了本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。红色代表中位水平。

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。

下图为在标普信评方法论下对国内 200 家主要商业银行潜在主体信用质量的测试结果分布。对于商业银行而言，我们的主体信用质量测试中位数为 [BBB_{spc}+]*，与银行业 bbb+ 的评级基准相同。从图中我们看出，大型国有商业银行、股份制商业银行及外资银行的潜在主体信用质量较高，而城商行、农商行的潜在主体信用质量则区分度较大，分布在 [AA]* 序列至 [B]* 序列。

图7



注：1：潜在主体信用质量评估考虑了银行在危机情况下获得政府或集团支持的可能性。2*：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。标普信评未与任何机构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（标普信评公开披露了评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

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。

行业展望概览

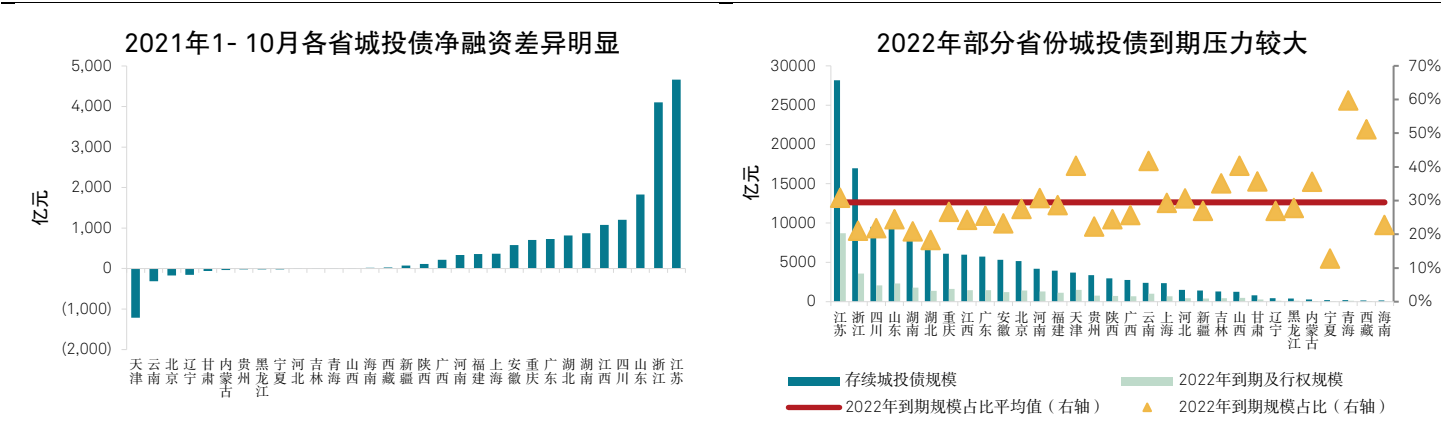
行业	展望	信用要点
城投	稳定	2022 年大部分城投企业的潜在信用质量可望保持稳定，但受地区财政、融资环境、以及业务发展影响，企业间的信用分化将更加明显。
房地产开发	稳定	我们预期受到政策面边际改善和调整的影响，即使在行业整体规模见顶、利润率承压的情况下，仍有很多企业可以凭借自身的经营韧性，在相对改善的政策环境中维持甚至改善自身的信用质量。但由于部分企业历史经营激进导致了存量杠杆较高，我们预期 2022 年行业内仍会发生一些违约事件。
交通基础设施	稳定	2022 年交通运输业将随宏观经济的持续恢复而稳步提升，但部分机场企业的收入和盈利能力受疫情的负面影响仍将持续，考虑到地方政府仍将维持对其较高支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。
钢铁	稳定	2022 年钢价较 2021 年或将有较明显的下降，至略高于 4000 元/吨的水平上，成本端的铁矿石和双焦价格预计也将有明显的回落，但钢铁企业仍有一定盈利空间，行业信用质量有望维持稳定。
化工	稳定	2022 年下游需求增速的放缓将会对化工品价格带来压力，企业高额盈利将回落至合理水平，化工行业整体信用质量仍可保持稳定。
煤炭	正面	2022 年煤炭供给将有所增加，市场煤价将回落至合理的水平，长协价有所提升，煤企仍有一定盈利空间，融资环境尚可，部分能够在景气环境中进行良好债务管理的企业，其信用质量或将得到改善。
有色金属	稳定	2022 年有色金属需求增速将有所放缓，产品价格将在今年的高位上有一定回落，盈利水平回归至合理区间，企业信用质量仍将维持稳定。
火电	稳定	2022 年长协执行范围的扩大利于企业成本的稳定，煤电上网电价改革将有利于缓解企业的经营压力，行业仍将保持较高的资本开支，有力的政府支持将助力行业信用质量保持稳定。
清洁能源发电	稳定	2022 年清洁能源行业将保持高速发展，企业仍有较大规模资本支出，杠杆率或将有所上升，但得益于较强的外部支持，清洁能源发电企业的信用质量整体上将保持稳定。
建筑工程施工	稳定	2022 年建筑工程施工行业整体信用质量将保持稳定。稳定的展望反映了我们预计行业竞争格局和规模、利润率将保持稳定。
工程机械	负面	2022 年工程机械整体信用质量展望为负面，负面的展望主要反映行业未来销售收入下滑造成经营性现金流缩水，最终导致行业杠杆率抬升。
整车制造	稳定	2022 年整车制造行业的信用质量将保持稳定。稳定的展望反映了我们预计 2022 年汽车销量小幅增长，以及行业较低的杠杆率。
科技硬件及半导体	稳定	2022 年科技行业将保持 2021 年后疫情的弱复苏趋势，行业信用水平较保持稳定。
大型国有银行	稳定	信用质量非常稳定，盈利能力在疫情期间表现出良好韧性。
股份制银行	稳定	信用质量总体稳定，信用成本压力可控，但部分股份制银行面临资本补充压力。2022 年的盈利性还会受到房地产开发贷敞口的影响。
城商行	稳定	信用质量总体稳定，但尾部机构面临严峻坏账挑战和资本补充需求。
农村商业银行	稳定	信用质量分化明显，尾部高风险机构较多。由于高风险机构的规模小，传染性不强，行业总体风险可控。
外资银行	稳定	资本水平高，资产质量良好，有母行强有力的支持，我们预计在 2022 年将保持非常稳定的信用。但部分中小型外资行仍然面临着如何在国内市场实现持续业务发展的挑战。
证券公司	稳定	疫情以来证券市场活跃度提高，证券公司收入状况良好；行业总体杠杆适度，加之信用类业务敞口下降，信用风险下降，盈利性增强，前景稳定。

汽车金融公司	稳定	资本充足，盈利性强，资产质量好，在疫情环境下仍能够保持良好的财务表现，行业总体信用展望稳定；相比之下，从事汽车制造的母公司更容易受到疫情反复的影响。但考虑到国内疫情控制有效，总体风险可控。
金融租赁公司	稳定	依托母行支持信用质量稳定，但航空租赁继续受到疫情影响，航空租赁业务的资产质量和业务发展还会继续承压。
融资租赁公司	稳定	地方政府对于融资租赁公司的监管加强，行业乱象得到治理；信用质量差异化加大，集团信用是主要影响因素，大型央企下属融资租赁公司信用质量能够继续保持稳定。
RMBS	稳定	2022 年 RMBS 发行规模将稳步回升，但仍有可能受到疫情的不确定性和房地产调控机制的影响；RMBS 的资产信用质量和证券信用表现将会继续保持稳定。
车贷 ABS	稳定	2022 年车贷 ABS 发行规模将稳中有升；车贷 ABS 的资产信用质量和证券信用表现将会继续保持稳定，但不同类型发起机构的资产表现或将进一步分化。

城投

工商企业

城投分化将更加明显



注：右图统计时点为 2021 年 11 月 10 日。
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。

展望

我们预计，2022 年大部分城投企业的潜在信用质量可望保持稳定，但分化将更加明显，主要受地区财政、融资环境以及业务发展影响。

我们认为，地方政府的潜在支持能力或将受房地产景气度下降而出现分化，从而影响部分城投企业的潜在主体信用质量。随着经济持续恢复，地方政府一般公共预算收入预计普遍保持较好增长，但部分地区政府性基金收入或因区域内商品房销售规模下降导致开发商拿地意愿回落而出现下滑，区域财政压力或有所上升，这些地方的政府对所辖城投企业的潜在支持能力或将受到负面影响。

我们预计，城投融资政策仍延续偏紧的状态，弱资质城投企业面临的融资环境或将进一步紧张。在政策和财力等因素的影响下，2021 年江浙鲁等东部省份城投债券净融资额明显高于其他省份，而债务率高、财政实力较弱的地区出现净融资额为负的情况。我们预计 2022 年这一态势或将延续。原因在于，一方面我们预计中央政府严控地方政府隐性债务政策的持续性较强，另一方面财政实力的分化导致投资资金倾向财政实力较好的区域，最终进一步加大了城投企业融资环境的差异。2022 年部分地区城投债券到期及行权规模较大，叠加再融资环境的持续分化，我们预计天津、云南、贵州及东北等地区城投流动性压力将较为明显。

在我们看来，随着地方政府隐性债务化解工作的推进和融资行为的规范，城投企业承担的投融资职能逐步淡化，面临着业务的转型，这也将增加城投企业在业务层面的差异，转型的成功与否中长期看也将影响城投企业的潜在信用质量。

关注

- 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挑战。
- 地方隐性债务管理和城投融资政策影响城投企业再融资。

分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

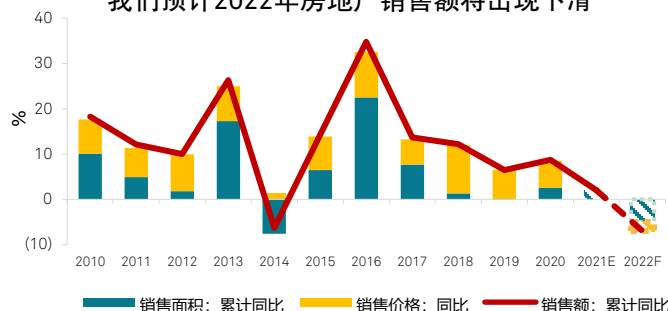
龚艺
北京
yi.gong@spgchinaratings.cn

房地产开发

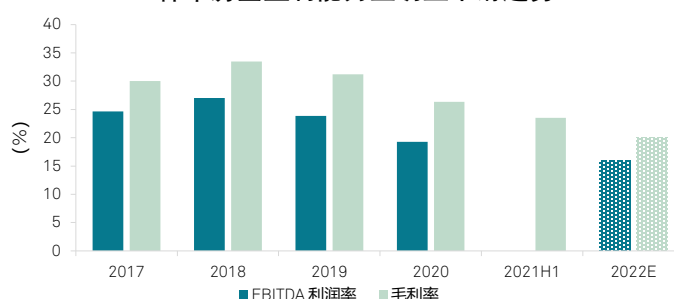
危中有机

工商企业

我们预计2022年房地产销售额将出现下滑



样本房企盈利能力呈明显下滑趋势



注: 左图 E 代表估计值, F 代表预测值; 右图数据为标普信评 99 家样本房企 EBITDA 利润率和毛利率中位数。2021 上半年样本房企 EBITDA 利润率中位数不可得。

资料来源: 国家统计局, 公开资料, Wind。

版权©2021 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们认为, 2022 年房地产开发行业信用质量展望为稳定。我们预期受到政策面边际改善和调整的影响, 即使在行业整体规模见顶、利润率承压的情况下, 仍有很多企业可以凭借自身的经营韧性, 在相对改善的政策环境中维持甚至改善自身的信用质量。但由于部分企业历史经营激进导致了存量杠杆较高, 我们预期 2022 年行业内仍会发生一些违约事件。

我们认为, 2022 年行业调控政策全面转向的可能性仍然非常低。“房住不炒”依然是政策的主线, 但是, 在房地产企业连续出现信用风险之后, 房地产调控政策可能保持目前边际放松的态势, 如包括对于开发贷和按揭贷款投放避免“一刀切”, 预售资金监管逐步理性等。2021 年年底中央经济会议表示, 将“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”

我们认为, 在“三稳”的政策环境下, 2022 年全国房地产市场规模不会出现显著的萎缩。房地产行业仍是我国经济体系中重要的行业。但是, 经历了数十年的高速发展之后, 行业规模将见顶并少许回落。我们预计, 2022 年商品房销售额将下滑 7%左右, 其中销售面积下降 5%左右, 价格小幅下降 2%左右。我们认为, 一二线城市及城市圈核心三线城市的房地产需求仍将保有强劲, 但其他地区的房地产市场可能面临量价齐跌的风险。

我们预计, 2022 年房地产开发行业投资完成额将保持 0-5%的增速, 增长主要依赖建安投资支撑, 而土地购置将会明显下滑, 这主要是由于房企资金紧张导致对土地购置需求转弱所致。同时, 随着土地价格保持高位, 房企利润空间将会进一步收缩, 2022 年全行业 EBITDA 利润率中值可能同比下滑 2 个百分点至 16%左右。

尽管行业面临规模萎缩和整体资金面收紧的压力, 我们仍认为再融资相对通畅、存货质量高、经营稳健的企业可以凭借经营韧性应对行业压力可以获得更好的业务发展。

我们预计, 随着房企违约后处置过程逐步完善, 金融机构对于行业谨慎态度有所缓和, 贷款投放逐步正常化, 行业杠杆率下降到安全区间, 行业可能开始回暖。

关注

- 偿债高峰将至, 再融资压力仍在。2022 年上半年仍是房地产开发行业债务到期高峰, 行业面临很大的再融资压力。
- 违约仍会发生, 弱资质企业将会在阵痛期内掉队。这些企业通常具备以下特征: 高度依赖高杠杆高周转模式, 特别是在短时间内快速实现销售规模大幅增长; 存货不足或土储主要分布在低线城市; 母公司层面流动性不足。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王瑾

北京

Jin.wang@spgchinaratings.cn

任映雪

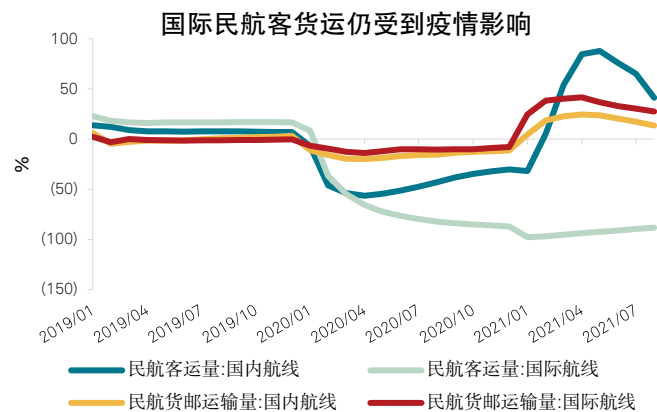
北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

交通基础设施

工商企业

交通运输量稳步上升，地方政府支持仍较强



展望

我们认为, 2022 年交通运输量将随宏观经济的持续恢复而稳步提升, 但部分机场企业收入和盈利能力受疫情的负面影响仍将持续, 考虑到地方政府仍将维持对其较高支持力度, 行业企业整体信用质量将维持稳定。

高速公路行业: 我们预计车流量将恢复至疫情前水平, 企业收入和利润情况将维持稳定, 但由于资本开支仍将保持较大规模的投入, 企业整体的杠杆水平仍将处于较高水平。受益于地方政府的较强支持力度, 企业再融资能力普遍较好, 信用质量将维持稳定。

机场行业: 由于海外疫情仍存在较大的不确定性, 国际航空业务占比较大的大型国际机场收入和盈利水平仍将承压, 但随着全球疫苗接种比例上升以及新冠特效药的推出, 国际航空出行需求有望边际改善, 利好国际航空业务的逐步恢复。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, 支撑信用质量的稳定。

港口行业: 港口行业整体受到疫情的负面影响相对较小, 2021 年随着国内外经济的恢复及外贸订单的回流, 全国主要港口货物吞吐量呈现较高速度的同比增长。我们预计, 在内需持续改善和外贸维持高景气度的推动下, 2022 年港口货运、集装箱等主要类型吞吐量将同比小幅增长, 港口企业信用质量保持稳定。

关注

- 海外疫情的不确定性及双边关系扰动或将对机场和港口企业的业务带来一定不利影响。

分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺
北京
yi.gong@spgchinaratings.cn

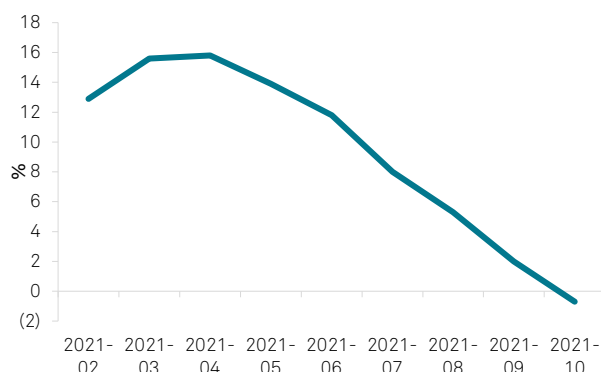
高语泽
北京
yuze.gao@spgchinaratings.cn

钢铁

工商企业

钢材和原材料价格回落，有利于维持一定盈利空间

2021年粗钢产量同比下滑



钢材及原材料价格开始回落



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。

展望

我们预计，2022 年钢价较 2021 年或将有较明显的下降，至略高于 4000 元/吨的水平上，同时成本端的铁矿石和双焦价格也将有明显的回落，钢铁企业仍有一定盈利空间，行业信用质量有望维持稳定。

2021 年上半年钢材需求旺盛，钢材呈现量价齐升的状态，下半年需求下滑较快，虽然供给受到政策约束，但难以扭转价格的大幅下跌趋势。我们预计，2022 年钢材将呈现供需双弱的格局。一方面，房地产建安投资增速将放缓；另一方面，基建、汽车、机械等行业难有明显的需求增长，钢材需求处于增长疲弱的状态。虽然在双碳、环保、行业供给侧改革等政策的持续影响下，粗钢产量可能被进一步压降至不高于 10 亿吨的水平，但仍难以支撑钢材价格处于高位，预计钢价将降至略高于 4000 元/吨的水平。

随着钢铁行业景气度的下降，铁矿石、双焦等原材料的需求将降低，加之原材料的供给也将有所增加，原材料价格将明显回落。在钢材价格和原材料成本价格双降的情况下，钢铁企业仍具备一定盈利空间，现金流将维持稳定。虽然电炉炉方面的资本开支将小幅推升债务规模，行业企业信用状况仍可保持基本稳定。

我们预计长流程企业盈利能力仍将好于短流程企业。电价改革将进一步推升电炉炼钢的成本，较低的铁矿石和双焦价格令长流程企业在成本方面有一定的优势。

关注

- 需求若超预期下滑，钢价下跌的幅度将较大，企业利润和现金流面临较大压力。
- 用于投资电炉炼钢的资本开支大幅增加可能抬升企业杠杆水平，加大财务风险。

分析师

王雷

北京

Lei.wang@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

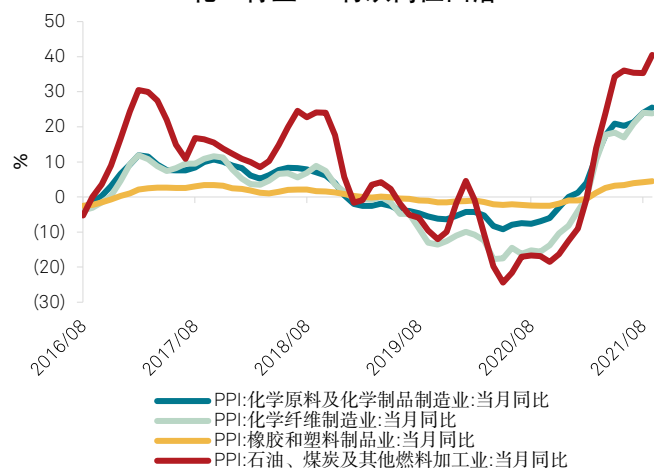
Yuze.gao@spgchinaratings.cn

化工

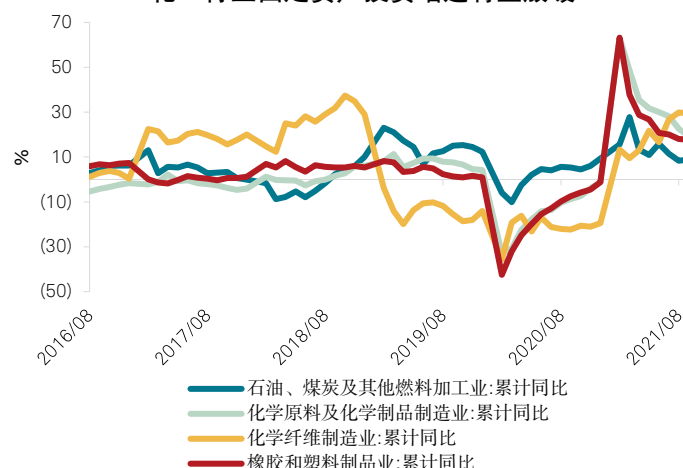
工商企业

景气度高位回落，企业信用质量仍较为稳定

化工行业PPI将从高位回落



化工行业固定资产投资增速有望放缓



展望

我们预计，2022 年下游需求增速的放缓将会对化工品价格带来压力，企业高额盈利将回落至合理水平，化工行业整体信用质量仍可保持稳定。

我们发现，2021 年化工品价格的持续上涨一方面受下游较为旺盛的需求拉动，另一方面来自原油、天然气、煤炭等原材料价格上涨带来的推动。我们预计 2022 年我国经济增长同比将有所放缓，下游需求也将随之走弱，部分化工品价格面临一定的下行压力。

从供给端来看，我们认为，在“双碳”、能耗双控、环保政策趋严等因素的影响下，化工行业的固定资产投资增速将放缓，生产也会受到约束，化工品的供给受到较为明显的限制，供需格局没有明显的恶化，价格超跌的可能性较低。

从成本端来看，我们预计原油价格将维持在相对较高的水平，对石化产品价格形成一定的支撑，且较高的油价有利于石化企业保持较好的价差；煤炭价格与今年相比将有一定回落，煤化工产业链或将有较好的利润空间。

整体而言，我们预计化工企业的利润将高位回落，但仍可维持在较好的水平，利于化工企业信用质量维持稳定。

关注

- 原油、天然气等价格因疫情原因而大幅下滑，造成化工品价格失去成本支撑而大幅下跌。
- 疫情再次大规模蔓延造成下游需求超预期萎缩，导致供需格局恶化，可能使得化工企业的盈利承压。

分析师

王雷

北京

Lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓

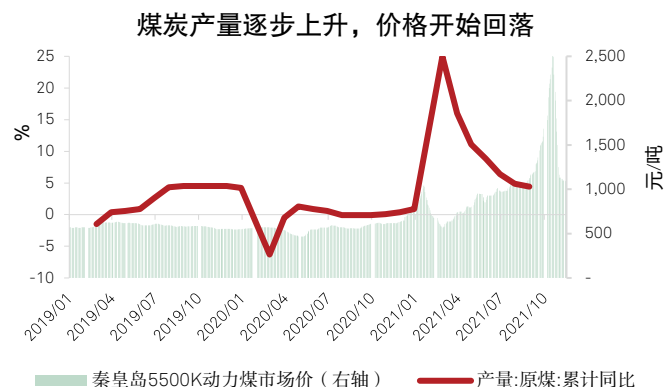
北京

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

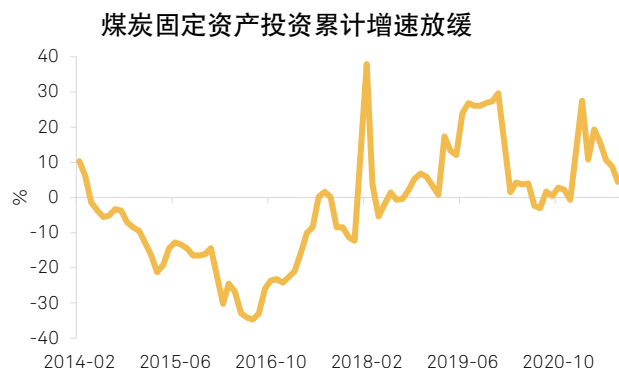
煤炭

工商企业

煤价回落，盈利空间犹在，部分企业信用质量向好



资料来源：Wind，国家统计局，钢之家，标普信评。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



展望

我们认为，2022 年煤炭供给将有所增加，市场煤价将回落至合理的水平，长协价有所提升，煤企仍有一定盈利空间，融资环境尚可，部分能够在景气环境中进行良好债务管理的企业，其信用质量或将得到改善。

我们预计，有力的保供措施和先进产能释放将促进煤炭供给，但我们也认为国家仍将对煤炭总量进行控制。综合来看，我们预计明年原煤产量或增长 3-5%左右。煤炭供应短缺、煤价高企是导致 2021 年电力紧缺的主要原因之一，而在供给侧改革后以及“双碳”背景下，煤炭企业的生产总量管控和安全生产管理较为严格。我们认为，近期密集出台的产能核增、长协签署等一系列增产保供举措将促进行业的供给，煤炭紧缺问题将逐步得到缓解，前期资本开支也将利于煤炭产能在 2022 年有一定的释放。然而我们也认为，在供需紧张格局缓解后国家对于煤炭供给的管理仍将保持审慎，安全生产、低效产能淘汰等措施将继续对行业供给产生约束。

我们认为，2022 年市场煤价将随着供给的改善而回落，但长协价仍将处于较高水平。发改委拟将长协区间调整为 550-850 元/吨，长协基准价较往年有所提升，执行范围有所扩大，煤炭企业在相对较高的长协价下仍有盈利空间，较大的执行范围也抑制了超预期的波动，这对煤炭企业的融资环境也较为有利，为煤企信用改善创造了条件。然而我们也注意到，煤炭企业的财务风险普遍较高，债务规模较大，去杠杆过程较漫长，对再融资非常依赖，若煤炭价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量可能又将重回脆弱。我们认为能够主动进行债务削减的企业，信用质量有望得到改善。

关注

- 产量恢复较快而需求不及预期，导致煤价过快下跌，挤压行业盈利能力。
- 融资环境收紧增加企业偿债压力。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

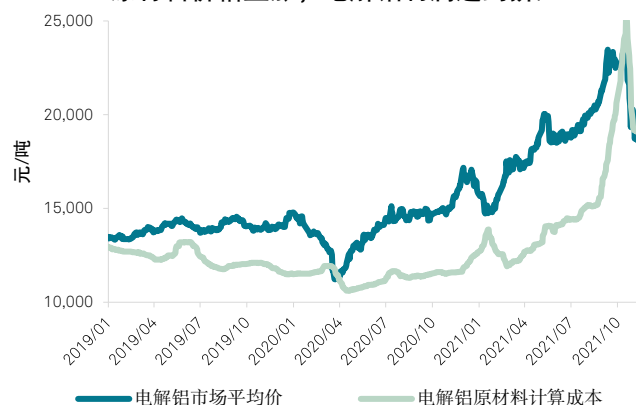
di.jiao@spgchinaratings.cn

有色金属

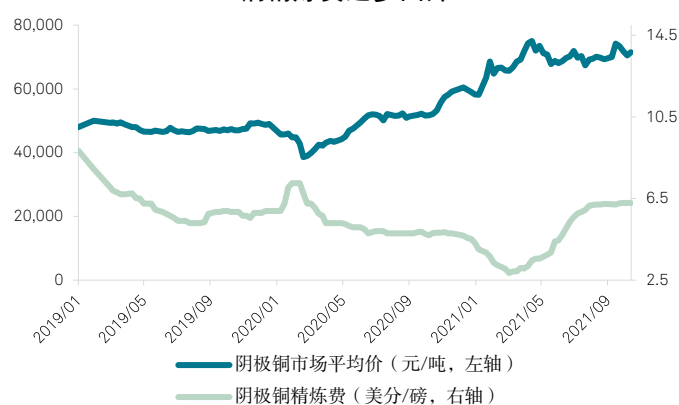
工商企业

发债企业盈利水平稳定，有利于信用质量的稳定

原材料价格上涨，电解铝利润遭到挤压



铜精炼费逐步回升



注：左图电解铝原材料成本计算是根据一般生产电解铝过程中主要原材料的成本构成以及他们的平均市场价格计算得出。

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。

展望

我们预计，2022 年有色金属需求增速将有所放缓，产品价格将在今年的高位上有一定回落，盈利水平回归至合理区间，企业信用质量仍将维持稳定。

2021 年，下游旺盛的需求和能源价格的上涨，将铝价推到了历史性高位，但四季度需求的逆转和煤价的下跌带来了铝价的明显回落。我们预计 2022 年固定资产投资的降速将导致对铝的需求有所放缓，而“双碳”、能耗等政策对电解铝行业供给的约束仍将较为严格，产品供给增量仍将十分有限，对铝价起到一定支撑作用。整体而言，我们认为 2022 年沪铝平均价将回归在 13,000-17,000 元/吨这一较为合理的区间波动。此外，我们认为，2022 年随着全球铜矿逐步恢复生产，供给端将逐步宽松，铜冶炼企业的冶炼加工费与 2021 年均价相比有望小幅度提升。

近年来电解铝发债企业利润持续较好，债务负担也有所缓解，企业信用质量有一定的改善，抗风险能力有所提升。我们预计，2022 年氧化铝和煤炭价格将有所回落，但电价在火电价格改革后将有一定的上升，综合来看电解铝的生产成本将有所上升，因此企业利润同比将下滑，但仍存有一定的空间，信用质量仍将保持稳定；铜冶炼企业在冶炼加工费保持稳定的背景下，盈利能力也将趋稳，利于企业信用质量的保持。

关注

- 铜矿供给不及预期，冶炼加工费下降，冶炼企业面临的压力将会上升。
- 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。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京

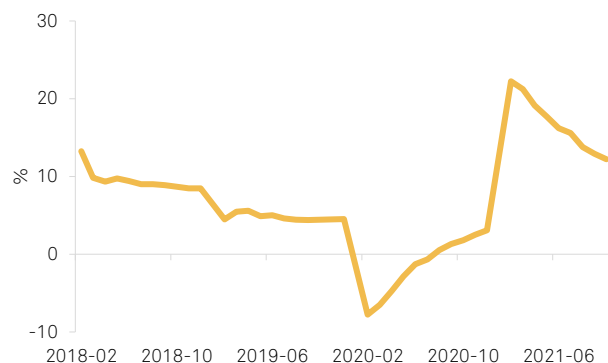
yunxin.jia@spgchinaratings.cn

火电

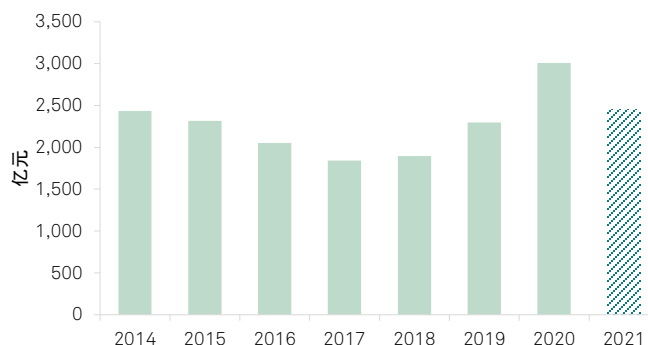
工商企业

长协执行范围扩大，资本开支仍具压力，外部支持有力

全社会用电量同比显著增长



四大电力集团资本开支维持在较高水平



注：右图四大电力集团为华电集团、华能集团、国电投集团、大唐集团；2021 年为预测数。

资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，长协执行范围的扩大利于火电企业成本的稳定，随着煤电上网电价改革的落实，2022 年火电企业的经营压力将有所缓解，行业仍将保持较高的资本开支，有力的政府支持将助力行业内企业信用质量保持稳定。

我们发现，2021 四季度煤炭保供措施的有力执行和煤电价格市场化改革一定程度地缓解了煤电企业的经营压力。我们预计，2022 年经济的持续复苏以及“双碳”背景下电能对其他能源的替代等因素将支撑较好的用电需求，火电仍为电力供给的中坚力量，将保持较为稳定的增长。按照发改委对 2022 年煤炭长协价格方案的征求意见稿，如若执行，虽然年度长协基准价 700 元/吨较往年有所提升，但火电企业除进口煤以外的用煤需 100%签订长协的要求限定了成本的顶峰，抑制了超预期的波动，同时 550-850 元/吨的价格区间也较往年明显扩大，火电企业成本灵活度提升，且电力市场化改革带来煤电价格的上涨将改善电力企业的收入，其经营压力相较今年有一定的缓解。

这一举措充分体现了监管部门在大力推动清洁能源的发展，支持“双碳”战略，大型火电集团将持续在清洁能源方面的资本支出，或继续推升行业企业债务规模，行业财务杠杆或将上升。然而，我们认为，政府和金融机构对于电力企业仍将给予有力的支持，助力行业整体的信用质量维持稳定。

关注

- 高煤价持续时间较长导致企业盈利难以改善，财务压力可能显著上升。
- 新能源消纳提升进一步挤压火电需求，造成火电利用小时数下滑。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

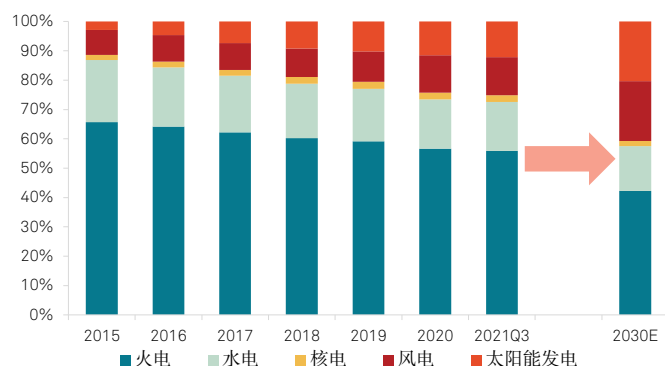
di.jiao@spgchinaratings.cn

清洁能源发电

工商企业

行业高速发展，企业杠杆率将上升，外部支持有力

清洁能源占电力装机总容量比例逐年提升

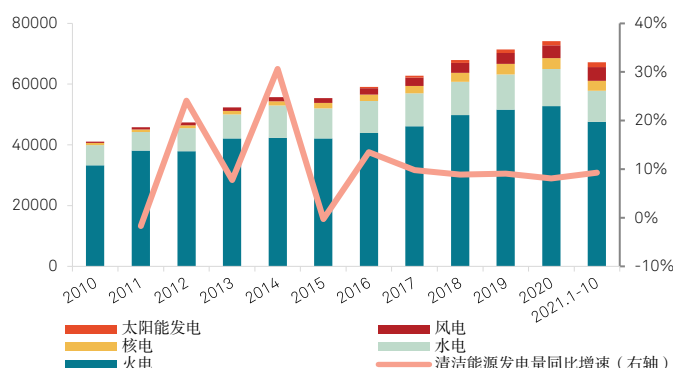


注：左图 2030 年数据系根据《2030 年前碳达峰行动方案》的预测值。

资料来源：国家能源局，标普信评整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

亿千瓦时 清洁能源发电量逐年上升



展望

我们预计，2022 年清洁能源行业将保持高速发展，企业仍有较大规模资本支出，杠杆率或将有所上升，但得益于较强的外部支持，清洁能源发电企业的信用质量整体上将保持稳定。

我们认为，为了逐步实现“双碳”目标，2022 年国家将继续完善清洁能源发展机制、释放消纳空间，进一步促进清洁能源的高速发展，带动装机容量和发电量的增长。企业资本开支因此将保持较高规模，杠杆率或将持续走高。不过，行业内企业以央企和地方国企为主，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，且外部支持较为有力，我们认为，2022 年行业内企业信用质量可保持基本稳定。

我们认为，2022 年行业竞争格局整体仍将相对稳定，装机容量大、技术成熟且具有成本优势的龙头企业仍将维持较强的竞争优势，同时小部分尾部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、再融资能力较弱等特征。

我们认为，2022 年海上风电新增项目不再纳入中央财政补贴范围，由于建设成本和维护费用较高，实现平价上网面临挑战。历史上尚未到位的新能源补贴规模仍较大，新能源发电企业存量补贴的收回情况仍将对其运营效率带来影响。

关注

- 高额资本开支推升企业财务风险。
- 大额未到位的新能源补贴将增加企业营运资金压力。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

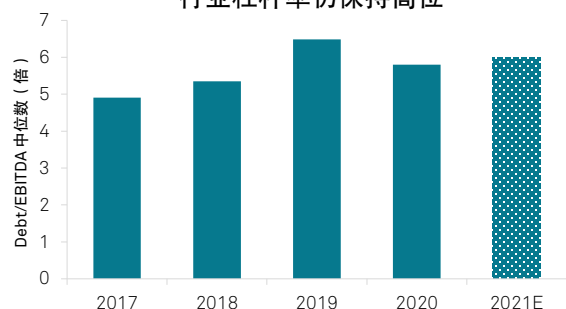
zhen.huang@spgchinaratings.cn

建筑工程施工

工商企业

规模和利润水平将保持平稳

行业杠杆率仍保持高位

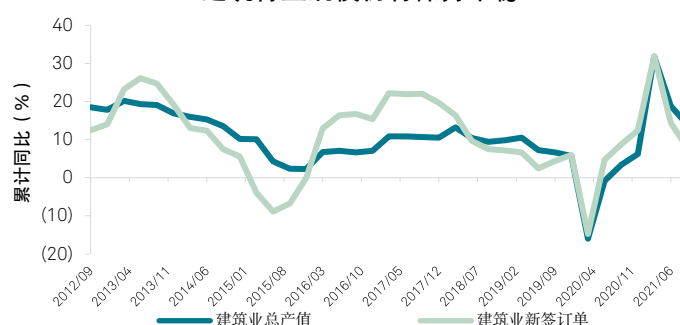


注：左图行业杠杆率计算基于标普信用评级跟踪的约 150 家建筑工程施工企业的杠杆率。E 为估计数。

资料来源：Wind，国家统计局，标普信用评级整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

建筑行业规模仍将保持平稳



展望

我们认为，2022 年建筑工程施工行业整体信用质量将保持稳定。稳定的展望反映了我们预计行业竞争格局和规模、利润率将保持稳定。

我们预计，2022 年建筑工程施工行业的总产值仍将保持稳定，总产值增速将维持约 5% 的增长。行业规模的稳定增长主要得益于新签订单的持续增长推动。

我们预计，建筑工程施工行业 2022 年整体利润率仍会保持稳定，EBITDA 利润率维持 6% 左右。我们认为，建工企业可以通过合同价格条款一定程度上抵御建材价格的波动。

我们认为，虽然 2022 年房企违约可能仍会继续，但房地产企业的违约事件对于建筑工程施工整体行业的影响有限。一方面是由于建筑工程施工行业的体量庞大，从业企业众多，市场相对分散。从市场体量来说基建和房建工程构成建筑产业的主要来源，其中基建投资的规模远大于房建，而“保交付”的大环境一定程度上为房地产建安投资提供一定的支撑。另一方面，建筑行业企业两极分化严重，大型建筑企业对于单一客户的集中度较低，受单一客户的影响相对有限。但是，需要关注行业尾部风险，部分中小型建工企业由于竞争力有限，客户集中度较高，更易受到下游波动影响。

关注

- 两类建工企业可能面临较大的风险压力。第一类是“两金”回收期较慢的企业，这些企业无论其客户是否集中在风险房地产企业，经营效率均较差，营运资金由于“两金”回收过慢持续流出。另一类企业是和房地产混业经营深度绑定的建工企业，这些企业或者是由于市场竞争力较弱导致其客户集中度较高，或者是作为集团内房地产企业的融资垫资渠道。
- PPP 项目运营和回款情况。整体 PPP 投资进入下半场，建工企业更多将着眼于已投资项目的后续管理。我们认为，前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、整体投资项目质量不佳的建工企业将面临较大的回款压力和偿债压力。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜

北京

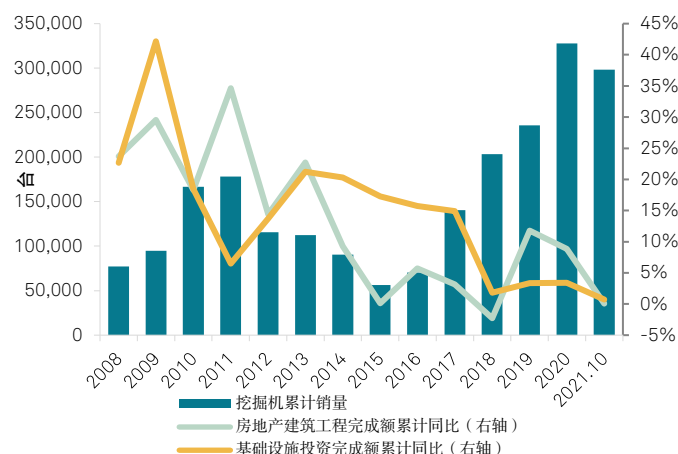
Huang.wang@spgchinaratings.cn

工程机械

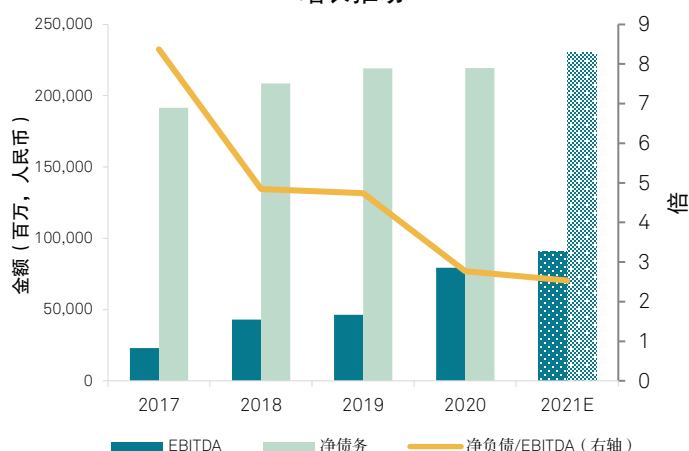
工商企业

挖掘机销量面临下滑压力，企业财务杠杆或将上升

置换需求推动挖掘机销量



9家典型工程机械企业杠杆率改善主要由盈利增长推动



注：右图债务及 EBITDA 计算均按照样本企业披露的公开资料计算。净债务=带息债务+对外担保-调整后现金。
资料来源：Wind，标普信评整理
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2022 年工程机械行业整体信用质量展望为负面，负面的展望主要反映了行业未来销售收入下滑造成经营性现金流缩水，最终导致行业杠杆率抬升。

我们认为，2022 年工程机械制造企业将面临产品销量下滑的压力。在过去两年的周期内，旧机置换和环保政策推动是促进挖掘机销量增长的主要动力，但我们预计上述两个驱动因素所发挥的效应在 2021 年已经基本完成，未来几年内将难以持续。另外，我们看到 2021 年以来，绝大多数月份挖掘机开工小时数均保持同比下滑 10% 以上，我们认为开工小时数的减少基本反映了当前下游土方工程的低迷，2022 年这种趋势将会持续，因此下游需求的疲软将主要拖累未来挖掘机销量的增长。

我们预计，受到收入下滑的影响，工程机械制造企业的杠杆率将在 2022 年攀升。这主要是由于在景气周期内工程机械企业的杠杆率的改善主要是由利润规模扩大而驱动，而并不是来自对债务的主动压缩。以 9 家典型的工程机械企业为例，以净负债对 EBITDA 比率衡量的杠杆率在 2017 至 2021 年的周期内明显改善，但其净债务绝对规模并没有缩减。

不过，我们认为行业头部企业凭借其相对稳固的竞争地位和订单储备，以及再融资能力，可以一定程度上抵御行业下行压力，信用质量将保持稳定。

关注

- 供应链融资及担保风险。在上行周期内为了争取市场而风控不利的企业，可能在行业下行期内暴露一定的风险。
- 杠杆率随销售萎缩而快速攀升，超出我们的预期。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

整车制造

工商企业

得益于低杠杆率，行业仍将保持平稳

广义乘用车销量：仍未回到历史高点

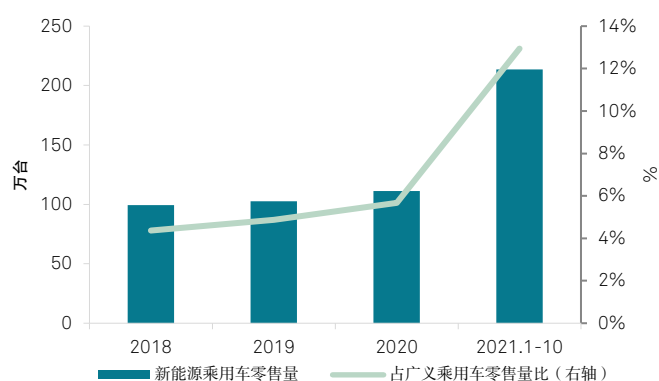


注：左图 2021 年 1-10 月增速基数选取 2019 年同期。

资料来源：乘联会、Wind，标普信评整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

新能源汽车渗透率逐步提高



展望

我们认为，2022 年整车制造行业的信用质量将保持稳定。稳定的展望主要基于对 2022 年汽车销量小幅增长的预期，以及行业较低的杠杆率。

我们认为，2022 年的乘用车销量将会延续 2021 年的回暖态势并保持小幅增长，这一方面源自于供应链缺芯状态的逐步缓解，另一方面基于目前低水平的市场库存情况。

我们预计，2022 年新能源汽车的销量将会持续上升，渗透率将会逐步提高。随着电池技术提升，新能源汽车的续航里程在过去几年显著提升。我们预计，受到国家政策鼓励的影响，中国新能源汽车销量在 2022 年仍将保持较高的增长，渗透率将超过 20%。但由于对传统燃油车的挤出效应以及目前相对较低的渗透率，新能源汽车销量的增长对于带动整体汽车销量增长上的作用并不显著。

我们预计，2022 年行业仍然将会维持现有的较低杠杆水平。

关注

- 疫情控制的不确定性可能影响汽车核心零配件的供应，导致汽车产量不及预期。
- 定位中低端市场的自主品牌或将持续面临较大销售压力。

分析师

张任远

北京

Ren Yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

科技硬件及半导体

工商企业

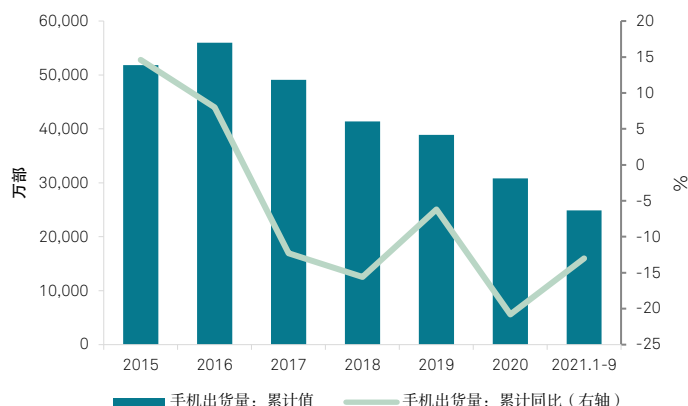
缺芯将逐步改善

费城指数保持高位：全球半导体行业处于火热状态



注：左图 2021 年前三季度同比基期为 2019 年同期。
资料来源：工业和信息化部，Wind，标普信评整理。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国内手机出货量受缺芯影响下滑



展望

我们认为，2022 年科技硬件及半导体行业将保持 2021 年后疫情的弱复苏趋势，行业信用水平保持稳定。

我们预计，随着海外疫情逐步收口，管控措施逐步放开，主要产地工厂的生产将逐步回归正常，全球芯片短缺的情况将有所缓解。以居家办公、5G 商用、新能源汽车、虚拟现实等产业为代表的强劲下游需求仍会助推半导体行业的景气程度。

我们预计，2022 年中国手机端的出货量将会较 2021 年情况有所好转。当前手机出货量的承压主要是由于芯片短缺造成，随着芯片供应的逐步正常化，我们认为中国手机出货量将逐步恢复至 2020 年水平。伴随着手机出货量的回暖，零配件供应商收入将增长，有助于其改善信用质量。

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。

关注

- 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市场的竞争力下降。
- 疫情反复，导致产能利用率恢复不及预期，进而影响国内手机制造商和下游零配件商的收入水平。

分析师

张任远

北京

Ren Yuan.zhang@spgchinaratings.cn

吴量涵

北京

Lianghan.wu@spgchinaratings.cn

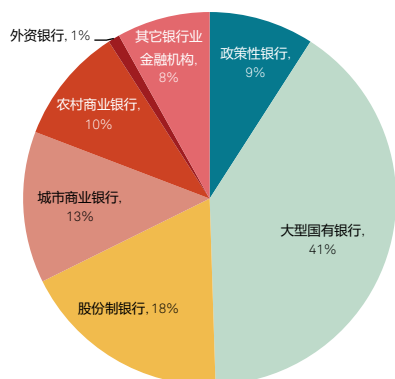
大型国有银行

金融机构

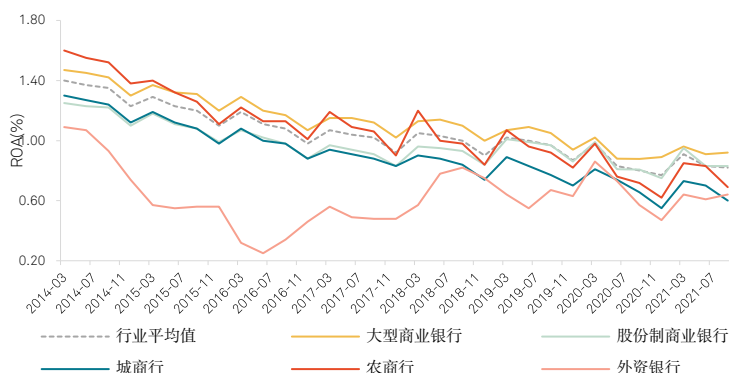
信用质量非常稳定，盈利能力在疫情期间表现出良好韧性

2020 年末资产市场份额：国有大行保持其稳定的市场地位

国有大行保持了优于行业平均的盈利能力和盈利稳定性



资料来源：银保监会，经标普信评收集及整理。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



展望

国有大行将保持其稳定的市场地位。截至 2021 年 9 月末，六大国有银行总资产规模达到 137 万亿元，占银行业金融机构 41% 的市场份额；我们预计 2021 年六大行资产总额同比增长 7%，2022 年资产增速也将保持在较高的个位数水平。

国有大行的资本实力能够充分满足作为国内系统重要性银行的要求。截至 2021 年 9 月末，国有四大行平均核心一级资本充足率为 12.21%，远高于 8.5%-9% 的国内系统重要性银行资本充足水平要求。我们估计截至 9 月末四大行平均外部总损失吸收能力风险加权比率为 13%，需在 2025 年初达到 16%。由于 TLAC 工具不仅包括资本，也包括符合条件的 TLAC 非资本债务工具，我们预计一部分 TLAC 缺口将由非资本工具满足，但 TLAC 非资本债务工具的具体形式尚待监管进一步明确。我们认为 2022 年国有大行的总体资本充足性将稳中有升。

由于显著的规模经济优势，国有大行将保持优于行业平均的盈利能力和盈利稳定性。2021 年前三季度，国有大行的年化总资产回报率为 0.92%，高出行业平均 10 个基点。尽管国有大行也面临信用成本上升压力，由于风险分散性显著优于行业平均，在保持合理的息差水平的前提下（我们预计 2022 年六大行净息差将保持在 2%），六大行将能够继续保持健康的盈利性。

关注

- 信用成本将继续作为影响六大行盈利的最主要因素。我们认为六大行由于疫情而展期的贷款占总贷款的比例有限，但其中一部分展期贷款在 2022 年最终会发展为不良贷款并造成信用损失；同时近年来大行加大了小微贷款投放力度，过去三年普惠小微贷款的年均复合增长率在 40% 以上，也加大了其风险管理的挑战。

分析师

崔聪

北京

cong.cui@spgchinaratings.cn

李迎

北京

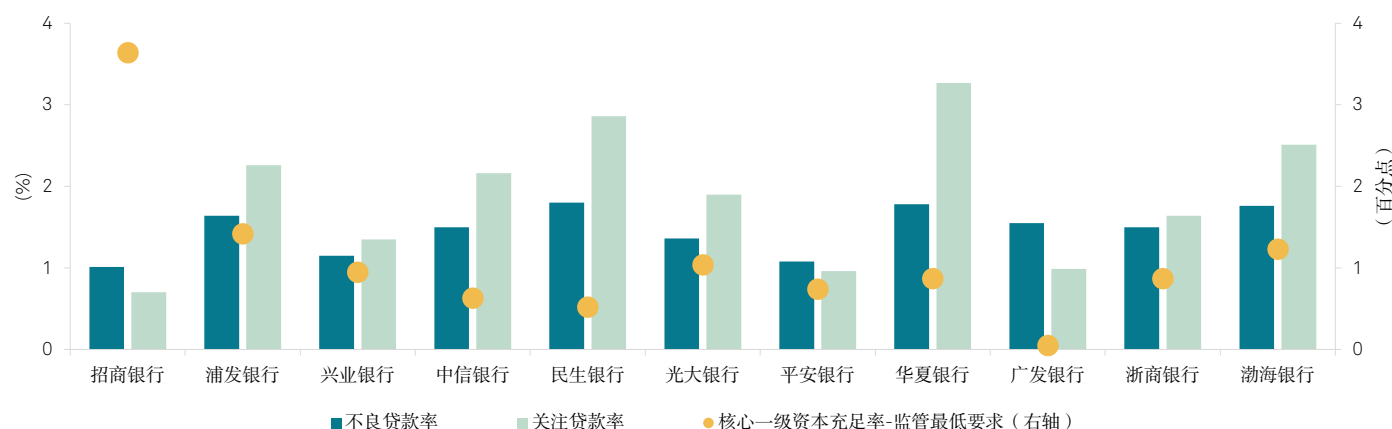
ying.li@spgchinaratings.cn

股份制银行

金融机构

信用质量总体稳定，信用成本压力可控

截至 2021 年 6 月末主要股份制银行资产质量指标以及核心一级资本缓冲：部分股份制银行的资产质量和资本充足性承压



注：广发银行的数据为 2020 年末数据。资料来源：各银行公开信息，银保监会，
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

股份制银行资产将继续保持稳健增长。截至 2021 年 9 月末，股份制银行总资产规模达到 60.8 万亿元，同比增长 7.8%，略低于 8.3% 的商业银行业平均增速。我们预计 2022 年股份制银行资产增速将保持在较高的个位数水平，但我们也注意到个别股份制银行的业务增速会受到自身资本水平的限制。

大中型股份制银行在 2021 年下半年被认定为国内系统重要性银行，面临更高的监管资本充足性要求。截至 2021 年 9 月末，股份制银行资本充足率为 13.4%，较上年同期提升 0.1 个百分点，低于 14.8% 的商业银行业平均水平。与国有大行相比，被认定为国内系统重要性银行的 9 家股份制银行面临的资本压力更大，广发银行等个别银行的资本充足率离监管最低资本要求很近，资本缓冲很薄。

2022 年股份制银行的信用成本压力将持续，但其信用损失能够被盈利所消化。我们预计 2022 年股份制银行不会发生严重资本短缺，信用质量能够保持总体稳定。合理的净息差水平对于股份制银行在 2022 年消化信用损失会非常重要。2021 年前三季度，股份制银行的年化净息差水平为 2.15%，年化 ROA 为 0.83%，较上年同期基本持平。

关注

- 2022 年资产质量形势复杂，部分股份制银行的坏账压力加大。截至 2021 年 9 月末，股份制银行平均不良率为 1.40%，较上年同期下降 0.23 个百分点。虽然不良数据总体稳定，但股份制银行的拨备压力仍然较大。2021 年前三季度，9 家主要股份制银行的平均拨备/拨备前利润比例为 52%。2021 年第三季度以来，房地产开发贷款的风险明显加剧。房地产开发贷可能在 2022 年给部分股份制银行带来进一步的信用损失。

分析师

邹雪飞
北京
eric.zou@spgchinaratings.cn

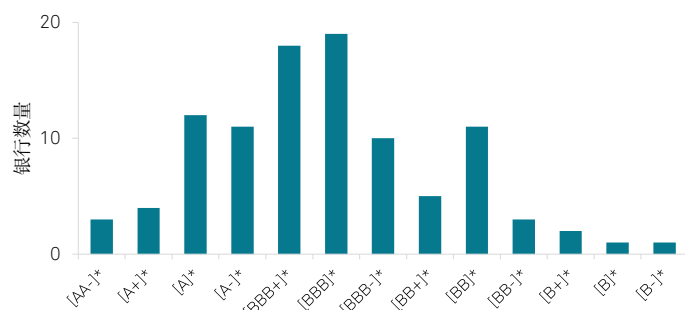
李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

城商行

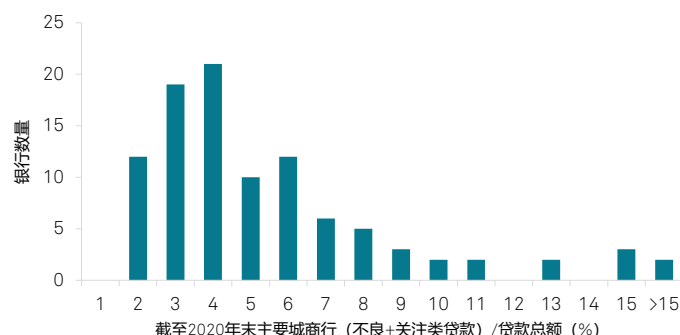
金融机构

信用质量总体稳定，但尾部机构面临严峻坏账挑战

100 家城商行潜在主体信用质量分布：个别城商行存在较高信用风险



个别城商行的高问题贷款比例带来资本缺口



资料来源：各银行公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

城商行资产增速高于行业平均。截至 2021 年 9 月末，城市商业银行总资产规模达到 44.2 万亿元，同比增长 9.8%，高于 8.3% 的商业银行业总体增速。我们预计 2022 年资产增速将保持相似水平。

城商行平均资本充足率能够充分满足监管要求，但一些银行因坏账侵蚀资本，实际资本充足性承压。截至 2021 年 9 月末，城市商业银行资本充足率为 12.96%，较上年同期提升 0.52 个百分点，低于 14.80% 的商业银行业平均水平。我们预计 2022 年一些中小城商行的坏账风险会进一步暴露，导致资本进一步承压；同时，地方政府支持中小银行的专项债发行、中小银行自身混合资本债的发行以及政府推动下的股东增资能够一定程度上缓解其资本压力。

部分城商行的坏账压力加大。截至 2021 年 9 月末，城市商业银行不良率为 1.82%，较上年同期下降 0.46 个百分点，高于 1.75% 的商业银行业平均不良率。我们预计，虽然总体不良数据保持稳定，但城商行资产质量差异将加大，个别银行坏账形势严峻。坏账压力影响城商行盈利性。城市商业银行 2021 年前三季度年化 ROA 为 0.60%，较上年同期下降 6 个基点，低于 0.82% 的行业平均水平。

关注

- 2022 年城商行资产质量面临多重压力。我们认为，城市商业银行未来面临的风险点主要包括疫情下展期贷款发展为不良贷款并最终造成信用损失的风险，房地产行业开发贷风险，地方政府隐形债务风险，地方僵尸国企风险，高杠杆高风险民企风险，以及存量理财回表资产坏账等。我们预计 2022 年城商行的拨备压力会进一步加大，主要是由于城商行存款利率成本较高，2021 年净息差已经降到 2% 以下，依靠盈利来吸收信用损失的能力弱于大行。

分析师

栾小琛

北京
collins.luan@spgchinaratings.cn

李迎

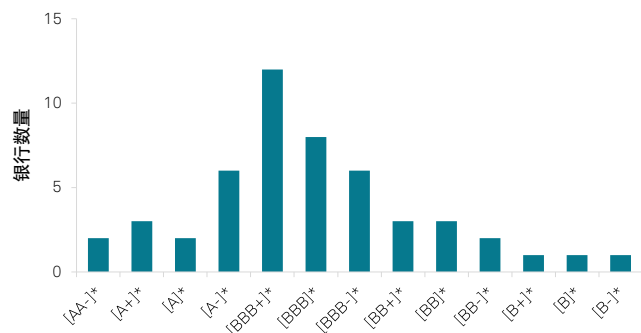
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

农村商业银行

金融机构

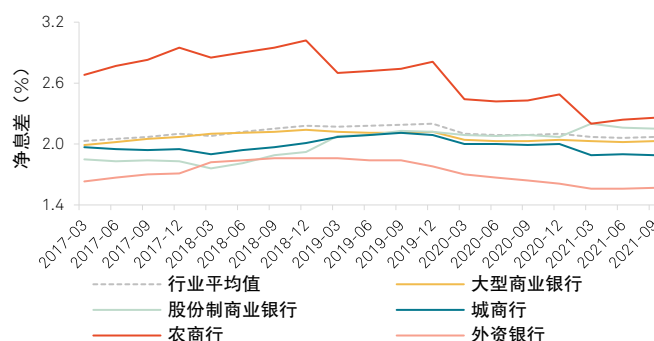
信用质量分化明显，尾部高风险机构较多

50 家农商行潜在主体信用质量分布：部分农商行存在较高信用风险



资料来源：银保监会，标普信用评级及整理。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

农商行的净息差优势对于消化较高不良非常重要



展望

在金融机构助力乡村振兴背景下，农商行资产增长迅速。截至 2021 年 9 月末，农村商业银行总贷款规模达到 20.8 万亿，同比增长 15.4%，高于 12.2% 的商业银行业同期贷款增速。

农商行平均资本充足率继续处于行业最低水平，资本补充压力较大。截至 2021 年 9 月末，农村商业银行资本充足率为 12.46%，较上年同期提升 0.35 个百分点，低于 14.80% 的商业银行业平均水平。2021 年地方政府支持中小银行的专项债发行一定程度上缓解了部分农村金融机构的资本压力。

农商行的坏账率继续处于行业最高水平。截至 2021 年 9 月末，农村商业银行不良率为 3.59%，较上年同期下降 0.58 个百分点，但仍高于 1.75% 的商业银行业平均不良率。部分农商行由于风险集中度高，风险治理和管理方面的缺陷，坏账率远高于银行业平均水平，需补充资本。

较高的净息差对于农商行消化坏账起到了重要作用。2021 年前三季度，农村商业银行年化净息差为 2.26%，较上年同期下降 17 个基点，但仍高于 2.07% 的行业平均水平。息差水平的下降影响了通过盈利消化不良的能力。农商行 2021 年前三季度年化 ROA 为 0.69%，远低于 0.82% 的商业银行平均水平。

省政府在化解当地农村金融机构风险方面承担属地责任。很多省市已完成农信社改制为农商行的工作。省联社改革是下一轮农村金融机构改革的重点，这将是化解农村金融机构尾部风险的重要一步。

关注

- 农村金融机构是现阶段银行业信用风险化解的重点领域。根据 2021 年第二季度人民银行对 4400 家银行业金融机构开展的央行金融机构评级结果显示，农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社）和村镇银行风险最高，高风险机构数量分别为 271 家和 122 家，二者合计数量占全部高风险机构的 93%。我们认为，由于中小型农商行在银行间市场的参与度较低，同业传染风险可控，风险分散，虽然存在数量较多的高风险机构，对总体银行业金融稳定并不构成重大影响。

分析师

李征
北京
zheng.li@spgchinaratings.cn

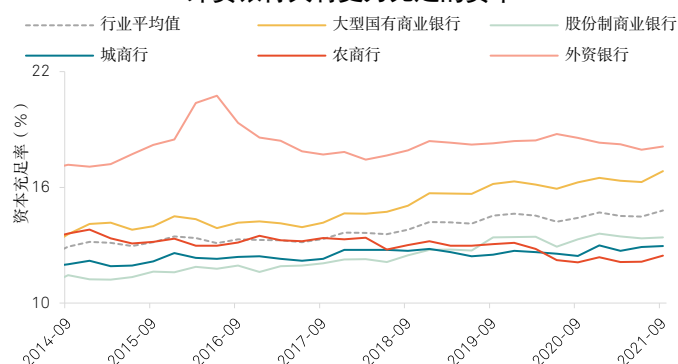
李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

外资银行

金融机构

资本水平高，资产质量良好，有母行强有力的支持

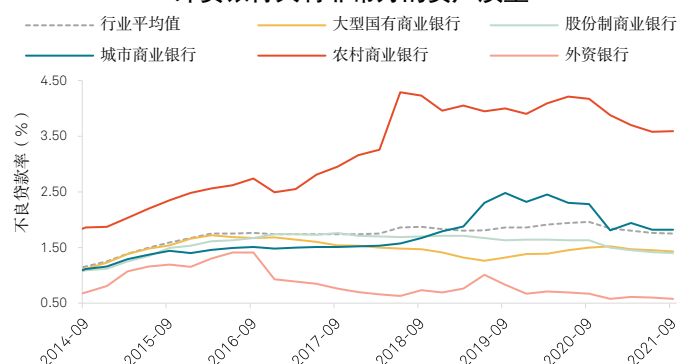
外资银行具有更为充足的资本



资料来源：银保监会，经标普信评收集并调整。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

外资银行具有非常好的资产质量



分析师

栾小琛

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

李迎

北京

ying.li@spgchinaratings.cn

展望

与中资银行相比，外资银行的业务规模明显小得多。目前国内共有 41 家外资法人银行，所占银行业市场份额仅在 1% 左右。外资银行在提供复杂的跨境银行服务方面具有独特的价值。我们预计，外资银行在贸易融资、现金管理和外汇业务领域将继续保持竞争优势。

我们预计外资银行将保持很稳定的个体信用质量，这得益于其坚实的资本缓冲和良好的资产质量。截至 2021 年 9 月末，外资银行的平均资本充足率为 18.12%，比行业平均水平高 3.32 个百分点；平均不良率为 0.58%，比行业平均水平低 1.17 个百分点。大多数外资银行对高风险的房地产开发行业和影子银行敞口非常有限。我们预计外资银行将保持审慎的风险偏好和充足的资本缓冲。

外资银行的母行保持了良好的信用质量。面对新冠疫情，外资银行的境外母行展现出了强劲的韧性，进而使得其在华子行得到了强大而稳定的集团支持。中国仍将是国际银行集团的重要市场，因此我们预计这些集团会继续致力于开拓中国市场并为其在华子行提供支持。

关注

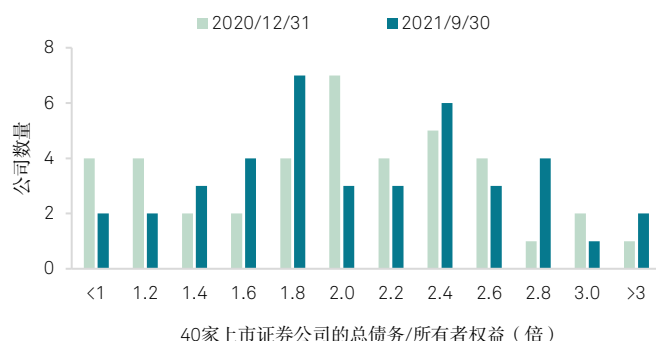
- 银行业竞争激烈，外资银行在国内寻找增长机会方面面临挑战。大型国有商业银行在满足国内主要企业客户跨境融资需求方面变得越来越积极，国际业务竞争加剧。
- 2022 年外资银行的盈利水平将保持低位，主要由于：（1）息差收窄；（2）持续的成本挑战；（3）难以实现良好的收入增势。尽管如此，考虑到外资银行充足的资本缓冲和很好的资产质量，盈利方面的挑战不会对其资本充足性造成负面影响。

证券公司

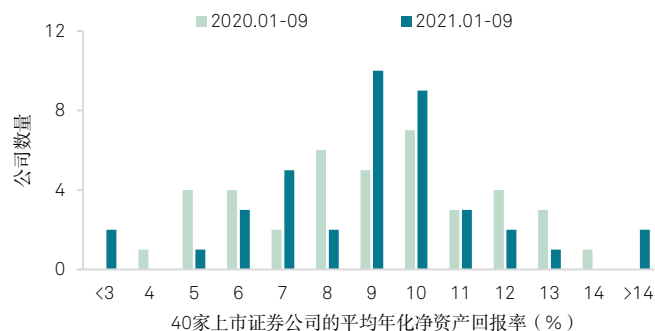
金融机构

杠杆适度，信用风险下降，盈利性强，前景稳定

证券公司行业杠杆率保持较低水平



证券公司盈利能力有所提升



资料来源：Wind，经标普信评调整及整理。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

自疫情以来，股市震荡加剧，证券公司经纪业务量上升，投资业务表现改善。2021 年前三季度，国内 40 家上市证券公司合计营业收入同比增长 23%。从收入来源来看，自营业务占比 30%，经纪业务占比 23%，净利息收入占比 10%，证券承销业务占比 9%，资产管理业务占比 8%。

我们预计，未来 12 个月证券公司行业杠杆将保持在适度水平。截至 2021 年 9 月末，国内 40 家上市证券公司的总债务/所有者权益的平均值为 2.4 倍，与 2020 年末的 2.3 倍相仿。保守的杠杆水平帮助该行业在近些年不时出现的市场震荡中保持了韧性。

证券公司股票质押业务的信用风险降低，导致信用成本显著下降，盈利改善。截至 2021 年 9 月末，国内 40 家上市证券公司的股票质押业务规模较 2020 年末下降 10%左右，2020 年末的同比降幅为 11%。股票质押业务敞口的下降有利于信用风险的控制。2021 年前三季度，国内 40 家上市证券公司的平均拨备/拨备前利润总额比仅为 1.7%，同比下降 10 个百分点，年化平均净资产回报率为 10.4%，高于 2020 年同期 8.6%的年化平均净资产回报率。

关注

- 证券公司的财务表现容易受到股市景气度的影响。国内证券公司的零售经纪业务继续为其收入作出重要贡献，其业务量随市场情绪而波动。证券公司投资组合的表现也高度依赖股票市场。考虑到行业的杠杆保持在适度水平，且所持的权益类股票投资组合占比相对较小，我们认为证券公司盈利高波动性可控。

分析师

陈龙泰

北京

longtai.chen@spgchinaratings.cn

李迎

北京

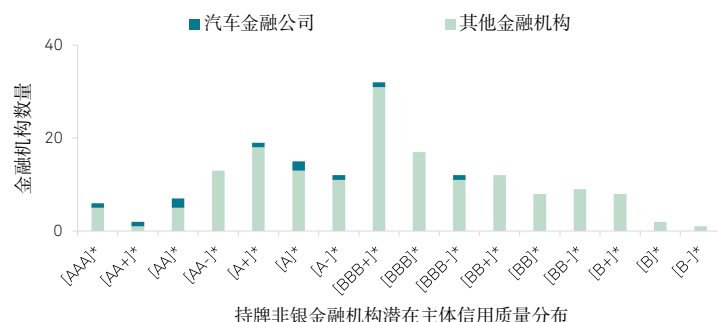
ying.li@spgchinaratings.cn

汽车金融公司

金融机构

资本充足，盈利性强，资产质量好，信用展望稳定

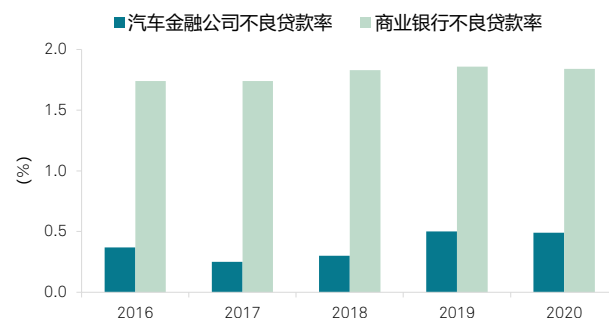
汽车金融公司信用质量良好



持牌非银金融机构潜在主体信用质量分布

资料来源：银保监会，经标普信评调整及整理。
 版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

汽车金融公司行业具有很好的资产质量



展望

汽车金融业务的增长前景稳定。疫情期间，中国的汽车销售保持了相对的韧性；与此同时，随着越来越多的消费者通过贷款购车，推动汽车金融渗透率继续上升。截至 2020 年末，国内汽车金融公司的总资产规模达接近 9,775 亿元，同比增长 8%。预计 2022 年贷款规模将继续保持较高的个位数增长。

我们预计汽车金融公司在 2022 年将保持充足的资本。截至 2020 年末，行业平均资本充足率为 21.4%，比 2019 年末高 0.8 个百分点，远高于 14.7% 的银行业平均水平。这得益于三方面的原因：

（1）母公司强有力的资本支持；（2）良好的资本内生能力；（3）新增业务对资本的消耗适度。

我们预计汽车金融公司资产质量的表现将继续优于银行。截至 2020 年末，汽车金融行业的不良贷款率约为 0.5%，与 2019 年末持平，展现了疫情之下该行业资产质量的强大韧性。同时，汽车金融行业拨备覆盖率也有所提升，2020 年末增至 536%，较 2019 年末上升 87 个百分点。

我们预计，受益于较高的息差和较低的信用成本，主要汽车金融公司将保持强劲的盈利能力。由于净息差小幅收窄以及拨备计提增加，2020 年国内 10 家主要汽车金融公司的平均总资产回报率为 1.90%，同比下降 0.19 个百分点，但仍显著高于 0.77% 的银行业平均水平。

关注

- 汽车行业的信用质量仍受到疫情和经济放缓的影响，从而限制了部分汽车制造商支持其汽车金融子公司的能力。虽然汽车金融公司具有充足的资本和良好的资产质量，在面对疫情的冲击时展现了强劲的韧性，但汽车制造商的财务表现对疫情更为敏感，主要受到汽车销量、供应链中断、杠杆率压力、盈利挑战等因素的影响。

分析师

陈龙泰

北京

longtai.chen@spgchinaratings.cn

李迎

北京

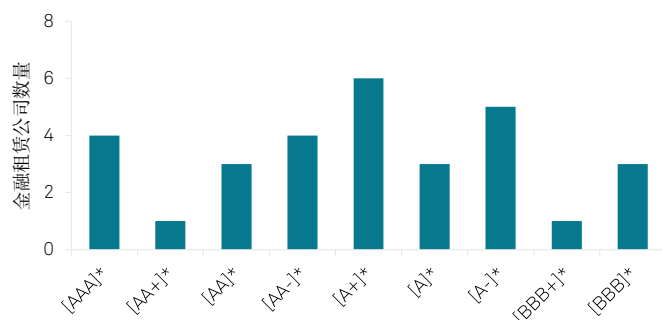
ying.li@spgchinaratings.cn

金融租赁公司

金融机构

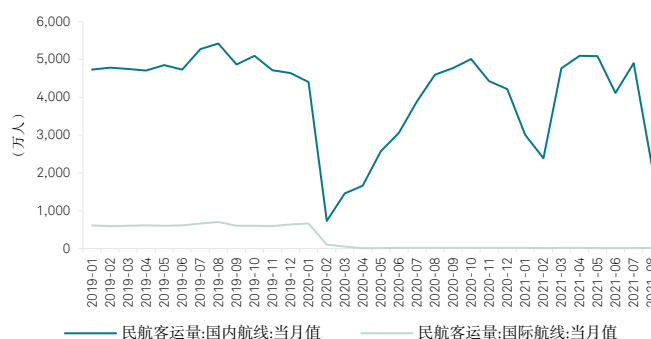
依托母行支持信用质量稳定，但航空租赁继续受到疫情影响

金融租赁是非银金融机构中信用质量最好的子行业之一



30家金融租赁公司潜在主体信用质量分布

航空租赁业务继续受到疫情影响



资料来源: Wind, 经标普信评调整及整理。

版权©2021 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们认为金融租赁是非银金融机构中信用质量最好的行业之一。金租行业准入门槛高，大部分金租公司的母公司信用实力强，而且金租行业以银行系金租为主导，是银行综合金融服务的重要组成部分。

金融租赁行业将保持较快增长。截至 2021 年 10 月末，金融机构本外币融资租赁余额为 2.9 万亿元，较 2021 年同期增长 10%。我们预计 2022 年金租行业资产增速将与社融增速保持一致。头部银行系金租公司凭借母行的客户资源和自身在经营性租赁方面的专业实力，将继续保持行业领先地位。

主要金融租赁公司资本充足，盈利性健康。截至 2020 年末，30 家主要金融租赁公司平均一级资本充足率为 12.5%，充分满足监管要求。尽管受到疫情影响，金租公司盈利性仍保持良好。2020 年，30 家主要金融租赁公司平均总资产回报率为 1.5%，平均净资产回报率为 12.0%，与 2019 年持平。

依托母公司，银行系金融租赁公司继续保持稳定的融资和充裕的流动性。银行系金融租赁公司往往短期融资占比高，但考虑到市场流动性充足、平稳，加之母行对其稳定、可靠的流动性支持，我们预计银行系金租公司的融资与流动性将继续保持稳定。

关注

- 疫情影响下，资产质量压力加大。受制于疫情反复，民航客运量波动较大，航空业受到的挑战传导至航空租赁业务。截至 2020 年末，30 家主要金融租赁公司应收融资租赁款平均不良率为 0.9%，平均关注类租赁资产占比为 2.9%。
- 虽然行业总体信用质量良好，但个别非银行系金租公司仍存在较大资产质量风险。西藏金租债券在 2021 年 8 月展期；华融金租的债券估值在 2021 年发生较大波动。我们认为，由于金租公司和母公司的密切关系，个别金租公司的信用风险事件主要与母公司的信用质量和风险治理相关。

分析师

王逸夫

北京

yifu.wang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

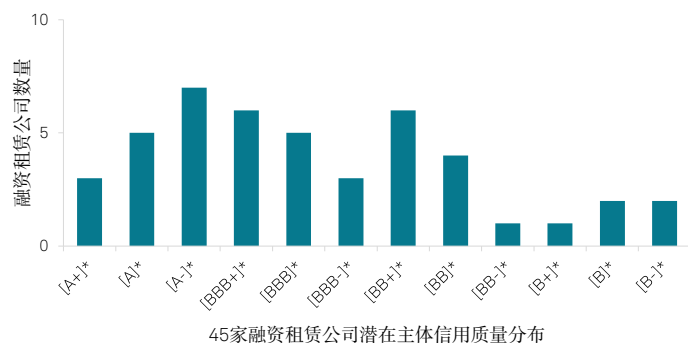
ying.li@spgchinaratings.cn

融资租赁公司

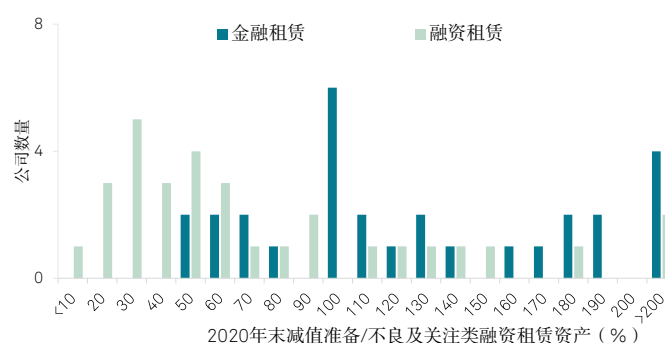
金融机构

信用质量差异化加大，集团信用是主要影响因素

融资租赁公司由于准入门槛低，尾部风险较大



融资租赁公司对问题资产的拨备力度相对较弱



资料来源：Wind，经标普信用评级调整及整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计融资租赁公司业务将继续保持低速增长。截至 2020 年末，全国融资租赁公司数量为 1.2 万家，与上年基本持平，增速较 2018 年之前的两位数有明显回落；行业资产总额为 4.35 万亿元，较 2019 年末同比下降 0.4%。《融资租赁公司监督管理暂行办法》于 2020 年发布以后，各地政府加大了对本地融资租赁公司的规范和清理。广东等地方政府在 2021 年提出原则上不鼓励融资租赁公司跨区域经营，融资租赁公司业务发展速度会进一步受到制约。

疫情环境下，融资租赁公司资产质量的差异化进一步突出，部分公司拨备严重不足。主营集团相关业务的融租公司资产质量表现往往良好且稳定；以非集团相关业务为主的融租公司的资产质量恶化压力则显著增大，加之疫情之前的存量风险，部分公司拨备对于问题租赁资产的覆盖程度恶化。

融资租赁行业的债券市场融资节奏放缓。截至 2021 年 11 月，融租公司债券市场融资（含公司债、超短期及短期融资券、中期票据、资产证券化产品、定向工具以及私募债）规模约为 4,600 亿元，较年初仅增长 3%，而 2017-2020 年平均增速为 32%。在银行业对非银金融机构总体信贷收缩的大环境下，低信用质量融租公司的再融资难度加大。

关注

- 2022 年，资产质量和融资能力的分化会带来融资租赁公司信用质量的进一步差异化。信用质量良好的融租公司的显著特征包括母公司信用质量良好，集团层面建立了良好的风险治理框架，公司自身经营审慎。信用质量弱化的融租公司的特征往往包括母公司自身信用质量显著恶化，融租公司自身风险管理能力较弱，租赁资产质量较差，资本市场对其信心不足，导致再融资容易出现困难。

分析师

王逸夫

北京

yifu.wang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

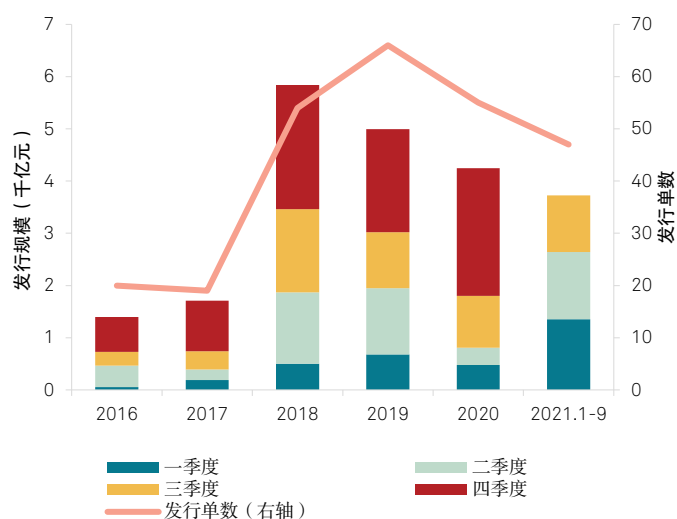
ying.li@spgchinaratings.cn

RMBS

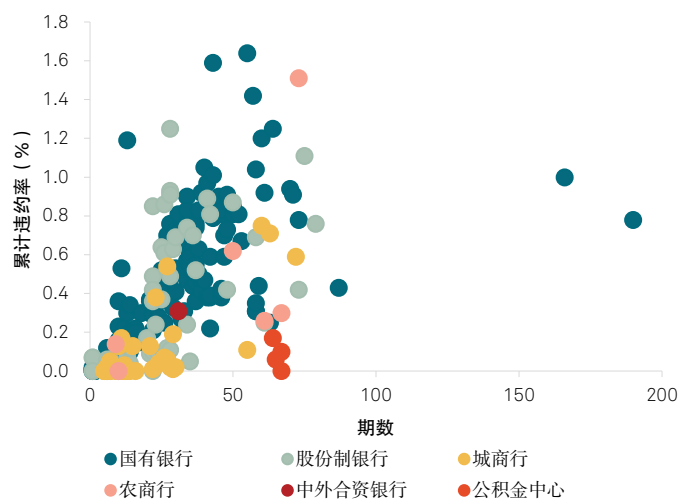
结构融资

量质并重，政策性影响显著

2016年至2021年三季度RMBS发行情况



各类型发起机构RMBS累计违约率



注：右图数据截至 2021 年 9 月末。

资料来源：公开资料，经标普信评整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2022 年 RMBS 整体发行规模仍将居中国结构融资市场产品发行量首位，但有可能受到疫情的不确定性和相关房地产政策的影响。

我们预计，RMBS 发起机构仍以国有银行和股份制银行为主，并会陆续有新的发起机构参与其中。考虑到当前大部分银行个人住房抵押贷款的准入门槛、信审及贷后管理；房地产市场“三稳”的政策环境；RMBS 项目基础资产的特点和交易结构特征，我们认为 RMBS 行业的整体信用质量在 2022 年将会保持稳定。

分析师

周侃

北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

张恩杰

北京

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

关注

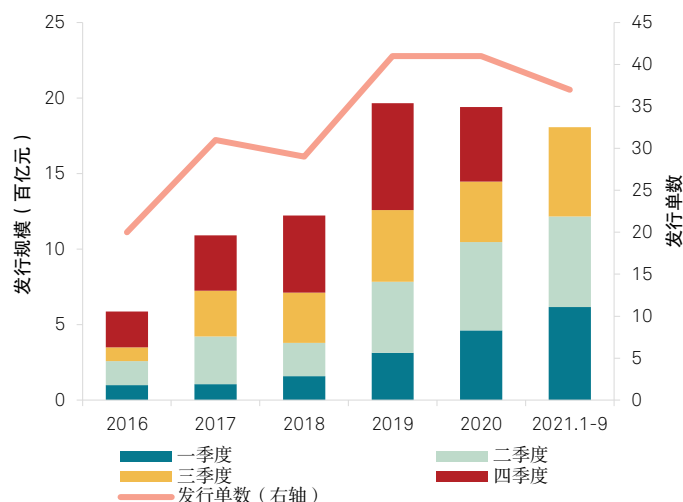
- 2022 年或仍会继续发生房企信用风险事件，需持续关注基础资产中仅办理抵押权预告登记住房的建造和交付风险，小区和开发商集中度风险，以及因未及时处理正式抵押登记而致使受托机构无法行使抵押权的风险。
- 疫情与相关政策调控或对 RMBS 市场的边际影响降低，但仍为整体行业发展的主要不确定性因素。

车贷 ABS

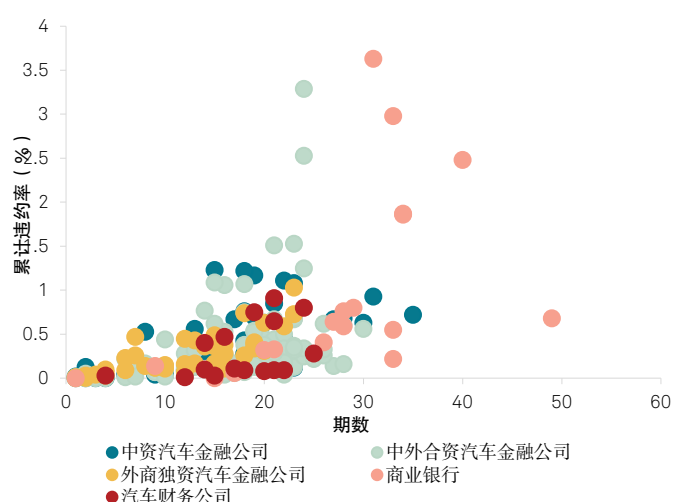
结构融资

稳中有变，新产品新业态涌现

2016年至2021年三季度车贷ABS发行情况



各类型发起机构车贷ABS累计违约率



注：右图数据截至 2021 年 9 月末。

资料来源：公开资料，经标普信评整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2022 年车贷 ABS 发行规模在信贷 ABS 市场中的占比稳中有升，且发起机构仍将以汽车金融公司为主导。

我们预计，车贷 ABS 资产池的整体表现和车贷 ABS 产品信用质量表现将继续保持稳定。此外，随着新能源汽车的市场占有率在未来不断上升以及政策对绿色融资和 ESG 领域的支持，中国车贷 ABS 市场将增添更多的“绿色”元素。

关注

- 随着汽车金融业务向三四线城市及农村区域下沉，且部分机构可能因汽车销售承压或行业竞争而放松放贷要求，我们预计不同类型发起机构的资产表现或将进一步分化。
- 随着更多二手车贷款、新能源汽车贷款及创新产品和弹性还款方式的入池，其基础资产信用表现将存在不确定性。

分析师

周侃

北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

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。

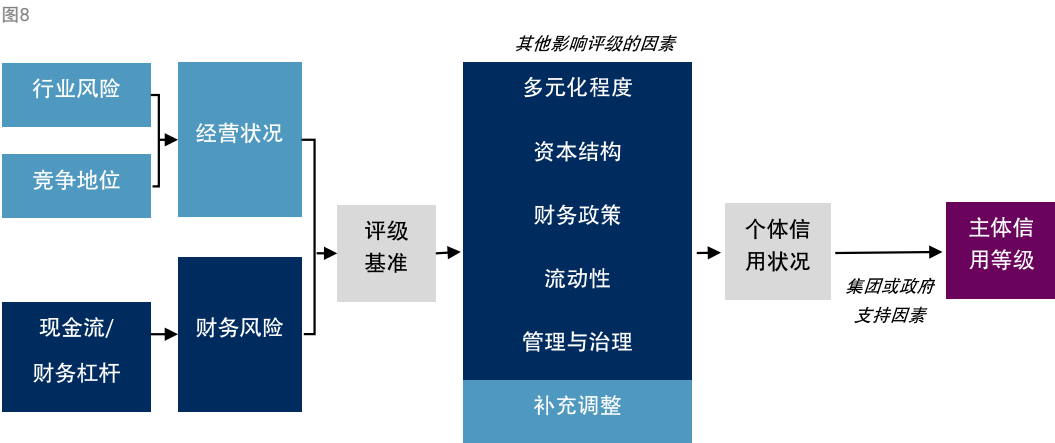
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

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。

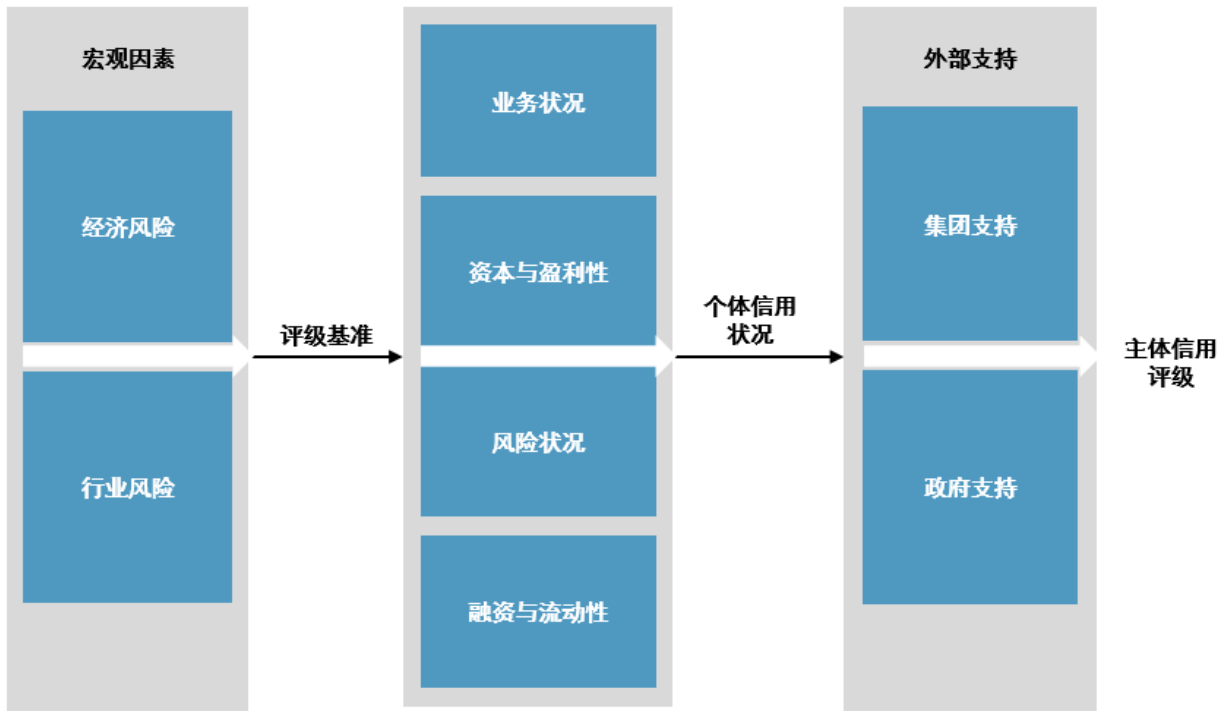
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

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）。

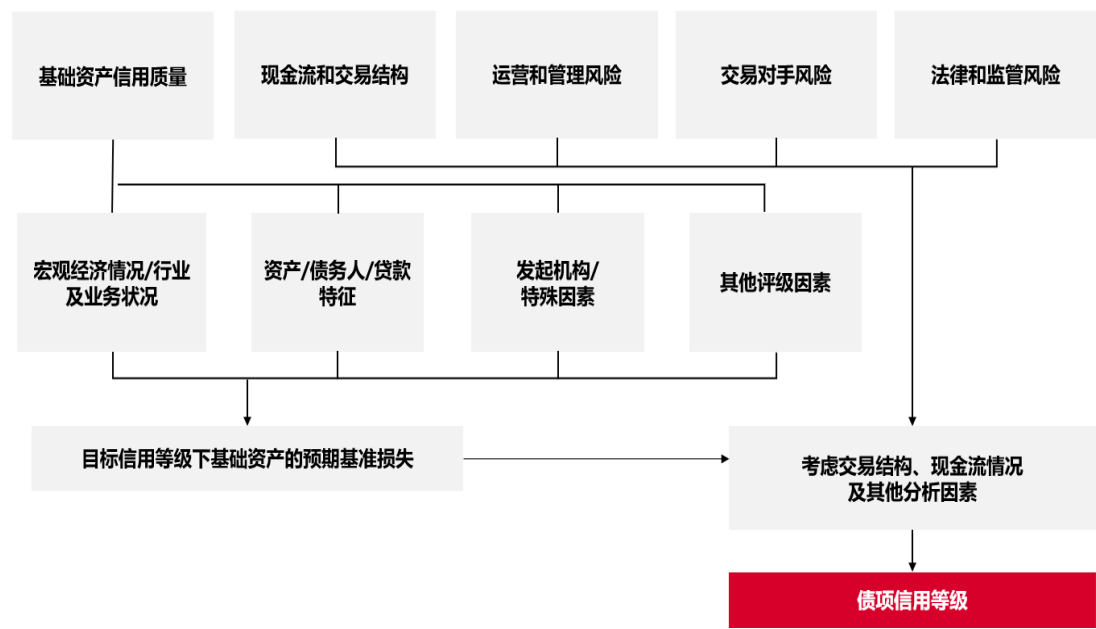


金融机构评级方法论框架



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对级别做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。

结构融资评级方法论框架



商务团队列表

周廉慧

首席商务官

rockie.zhou@spgchinaratings.cn

王晨

市场总监

samuel.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

张一

市场副总监

michael.zhang@spgchinaratings.cn

刘军

市场副总监

jun.liu@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（包括但不限于收入损失、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 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。