

标普信评

S&P Global

China Ratings

压力中前行

标普信评 2023 年中期行业信用发展趋势

2023 年 7 月 27 日



目录

卷首语..... 3

城投 9

房地产开发..... 10

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 21

整车制造 22

航空公司 23

商业银行 24

不良资产管理公司 25

汽车金融公司 26

RMBS 27

车贷 ABS..... 29

不良资产证券化..... 30

工商企业评级方法论框架..... 32

金融机构评级方法论框架..... 33

结构融资评级方法论框架..... 34

商务团队列表 35

卷首语

要点

- 交通基础设施行业和航空业在经济复苏和居民出行正常化的背景下，业务经营将有较好的恢复，同时考虑到行业整体仍将获得较强的外部支持，其信用质量将保持稳定；化工、有色金属以及火电行业内企业的盈利能力将有所改善；清洁能源发电、乘用车仍将保持相对稳定的需求。
- 城投、房地产开发以及中小银行的行业内企业信用质量分化将持续，需关注部分企业的流动性压力和资本补充压力。
- 建筑施工、钢铁、工程机械、不良资产管理公司等行业，受房地产施工总量下行以及房地产企业贷款坏账压力上升的影响，相关业务将受到一定负面影响。
- 不同类型企业对债券的融资需求呈现一定差异，高新技术产业的头部民营企业债券融资需求旺盛，央企债券融资需求或有回落。

我们预计 2023 年全国 GDP 将增长 5.2%，与国家的经济增长目标接近，但经济各领域的发展可能更加不均衡。上半年消费和服务业引领了经济的复苏，预计下半年消费仍将是经济增长的主要推动力，但与此同时工业的缓慢增长、私营部门投资的萎缩、房地产开发行业的脆弱以及全球需求的下降等方面均或将影响经济的增速。

我们预计随着全国经济的持续复苏，交通基础设施、航空公司和整车制造行业企业 2023 年经营状况将较上年呈现相对较好表现；化工、有色金属行业下半年的需求将逐步回暖，从而促进行业内企业盈利能力的改善；火电、钢铁企业受原材料成本的下降影响其利润压力有所缓解；煤炭、清洁能源发电行业仍将保持相对稳定的需求以及利润空间。

城投、房地产开发、中小银行的行业内企业信用质量分化将持续，需关注债务率高、财政实力较弱区域的城投企业和销售复苏表现欠佳又缺乏再融资支持的房企的流动性压力，以及对房地产开发企业和城投企业敞口较大导致问题贷款增长较多的中小银行面临的资本压力。

对于建筑施工、钢铁、工程机械、不良资产管理公司等与房地产行业有紧密联系的行业，受房地产施工总量下行以及房地产企业贷款坏账压力上升的影响，相关业务将受到负面影响。

结构融资产品的信用表现仍将保持稳定，但需关注未来基础资产池的早偿率和逾期率的变动情况。受之前经济下行压力加大、融资利率下行等因素影响，我们观察到 RMBS 和车贷 ABS 的基础资产池早偿率在上半年出现了上升，逾期率也有所波动，但两者仍处于较低水平且变动都仍在预期范围内。加之产品存续期内有很好的增信措施保障，行业整体的证券信用表现仍将保持稳定。我们预计下半年早偿率将有所回落，但需要关注。

我们预计不同类型企业对债券的融资需求呈现一定差异。从 2023 年上半年债券净融资情况来看，民企和央企的净融资额同比下降幅度显著，特别是民营企业同比下降幅度超过 9%，但这两类企业净融资下降的原因不尽相同。与此同时，城投企业和部分地方国企的债券融资在存量债务依赖再融资滚续背景下保持相对稳定。对于央企而言，在市场资金面整体保持相对充裕、融资成本达到历史相对较低水平以及央企间接融资渠道便利的背景下，其对债券融资的需求可能不强，例如国家电网、中石油、中石化、国家能源等在今年上半年融资净流出规模较大。而民营企业的债券融资持续受到房地产开发行业风险暴露影响再融资不畅，债券融资净流出规模较大。

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

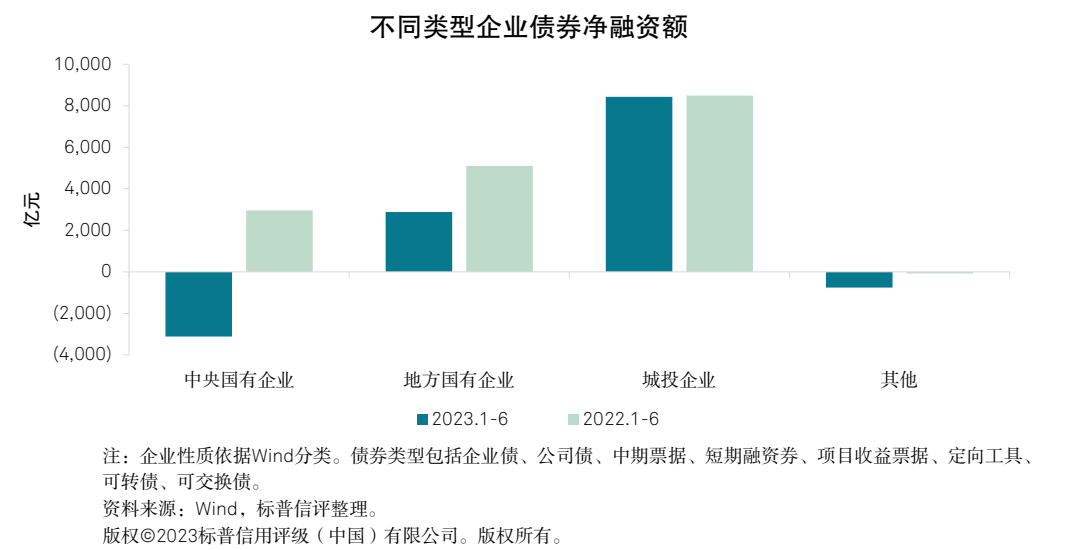
Kan.zhou@spgchinaratings.cn

李丹

北京

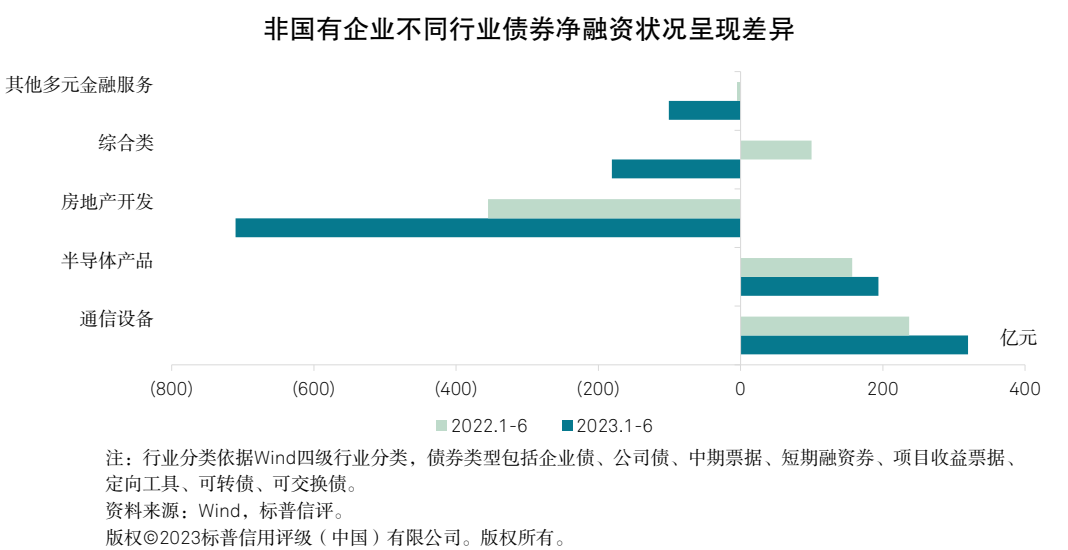
Dan.li@spgchinaratings.cn

图1



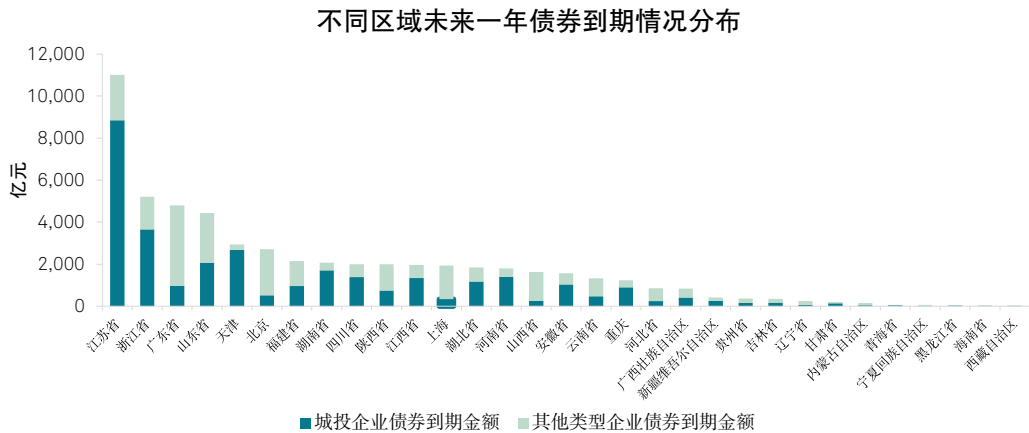
从非国有企业的具体行业来看，高新技术行业企业仍有较大融资需求，而房地产、非银金融机构（主要是融资租赁和外资汽车金融公司）在风险事件爆发和业务增长面临压力情形下融资需求不畅或下降。2023 年上半年，通信设备、半导体等行业企业的头部企业因需要持续较大规模的资本开支和研发投入，债券融资同比增长较快，预计下半年该趋势仍将延续；而以往债券融资规模较大的非国有房地产企业大部分已经发生了信用风险事件，下半年仍有一定规模的债券到期，考虑到行业整体的债券融资渠道仍未恢复加之业务增长乏力，债券融资净流出仍将持续。

图2



从未来再融资压力来看，不同区域债券到期偿付压力将有所不同。江苏、浙江未来一年到期债券规模虽然较大，但以城投企业债券为主，在当地较好的经济和财政实力支撑下其城投再融资压力不大。广东、北京、上海、山西等区域未来一年到期债券总额中非城投企业债券到期规模占比较高，以房地产企业和煤炭企业所发债券为主，需关注部分企业的流动性压力状况。

图3



注：1.企业性质依据Wind分类。债券类型包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、可转债、可交换债。2.统计时间以截至2023年6月30日为基准。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业信用趋势概览

工商企业			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
城投	→	→	2023 年城投企业信用质量的分化趋势将更加明显，在土地市场持续低迷、融资政策未见放松以及到期债务压力较大的影响下，弱区域城投企业的流动性压力加剧，商票逾期、非标违约、银行债务重组等风险事件或将增加。
房地产开发	↘	↗	2023 年下半年房地产开发行业将延续“弱复苏”态势，企业信用质量分化加剧。需求恢复需要更长的时间，市场销售仍然承压，预计房企的杠杆率和财务风险将呈现上升趋势。再融资政策的扶持对象是有选择的，个别房企仍将面临流动性压力。大量布局低能级城市的民营房企或面临较大的去化压力。
交通基础设施	↗	→	2023 年下半年交通运输量将持续改善，交通基础设施类企业的收入和盈利有望恢复至 2019 年水平；地方政府仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。
钢铁	→	→	2023 年钢铁行业仍将偏弱运行，由于成本下降和产量调节，下半年行业利润表现或好于上半年，但全年利润整体处在自供给侧改革后的相对低位，行业财务杠杆保持高位。兼并重组将继续，行业集中度有望进一步提升，行业信用质量仍可望维持稳定。
化工	↗	→	2023 年下半年化工行业改善的动力将主要来自需求端的逐步回暖，成本端压力持续下降，同时行业内仍有一定规模的新增产能投资，石化-化纤、煤化工等部分细分赛道可能存在供给过剩，有大规模资本开支的企业存在一定财务压力。
煤炭	↘	↗	2023 年煤炭行业景气度高位回落，下半年市场煤价进一步快速下行的空间有限。受益于相对较高的长协价，煤企的盈利空间虽呈收缩之势但绝对规模仍然较好，行业杠杆率相较 2022 年或小幅上升，行业内企业信用质量将保持稳定。
有色金属	↗	→	2023 年下半年有色金属行业的下游需求将修复，金属价格将有所上升，有色金属企业仍可保持一定的利润空间，整体信用质量将保持稳定。
火电	↗	↘	2023 年经济的复苏将支撑全社会用电量温和增长。同时，由于煤电上网电价处于相对高位和燃料成本回落，火电企业的经营压力将得到缓解。但行业将保持较高的资本开支，强有力的政府支持将助力行业内企业的信用质量保持稳定。
清洁能源发电	→	→	2023 年下半年清洁能源发电行业将继续保持高速发展，企业仍有较大规模资本支出，但受益于良好的政策环境和盈利能力，杠杆率趋稳，加上较强的再融资能力和外部支持，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	→	↗	2023 年下半年建筑工程施工行业企业在业务规模、资金周转效率等方面将进一步分化，行业整体杠杆率将有所上升。行业内大型国企的业务量将受益于较强的基建投资需求和较好的客户质量，新签订单仍有韧性且占比进一步提升，“两金”回收压力相对可控，而房建订单集中度高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业的业务量和营运资金将面临较大压力。

工程机械	↘	↗	2023 年下半年工程机械企业仍将面临销量下滑的压力，疲弱的国内需求是最大掣肘。行业销量下行将令企业 EBITDA 收缩，销售及库存压力导致营运资金缺口扩大，推动债务融资小幅上升，杠杆比率或呈趋势性上行。部分企业的信用质量或将因财务风险上升而弱化，而具备较强全球化布局能力的企业有望通过更为多元化的收入来源缓解本轮周期的下行压力。
整车制造	↘	→	2023 年全国乘用车销量将小幅增长，其中新能源汽车销量将保持增长，但增速将有所放缓，燃油车销量仍将延续下滑趋势，汽车出口的高景气度有望得到延续。大部分整车制造企业的盈利能力将承压，但行业整体较低的杠杆率和较为充裕的现金流使得企业具有较强的韧性，信用质量将维持稳定。
航空公司	↗	→	2023 年下半年航空公司的现金流将继续修复，但是我们预计，本年的现金流回暖尚不足以充分缓解过往累积的杠杆负担，企业杠杆水平的显著回落需要等待更长时间。得益于有力的外部支持，企业信用质量将保持稳定。

金融机构

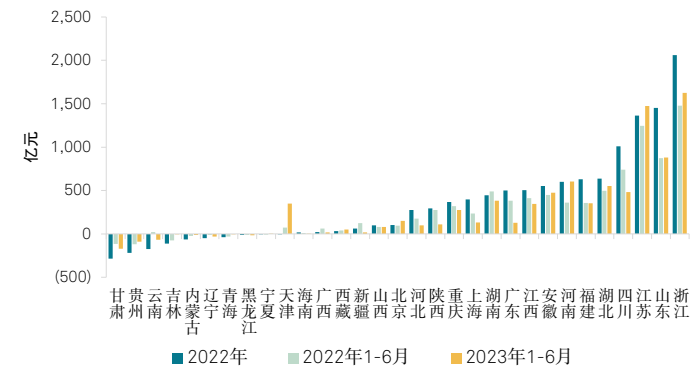
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	→	→	国有大行、大部分股份制银行和优质中小银行能够维持良好的盈利和稳定的资本。中小银行的信用质量分化加剧，部分中小银行因为小微企业延期贷款、房地产开发贷敞口叠加尾部城投影响导致资产质量恶化，加之银行息差收窄，资本韧性减弱，增资需求较急迫。同时，我们也看到各地政府积极支持当地银行，例如发行支持中小银行专项债。结合政府支持，我们认为商业银行业主体信用状况保持稳定。
不良资产管理公司	→	→	不良资产管理公司在目前的房地产市场环境下面临资本和盈利压力，自身个体信用质量承压。虽然房地产开发行业违约高企，可以使得 AMC 的业务机会增加，但坏账的增加将削弱其资本韧性，对资本造成的压力将使得 AMC 大规模收购房地产不良资产的能力受限。中央政府的特殊支持是支撑四大 AMC 信用质量的主要因素之一，我们认为四大 AMC 将继续获得中央政府的特殊支持。
汽车金融公司	→	→	基于汽车金融公司良好的资产质量、很充足的资本水平，以及稳定的盈利性，我们认为汽车金融行业的个体信用质量将维持稳定。汽车金融公司总资产在 2022 年略有下降。2023 年最大的挑战在于如何恢复健康的行业资产增长。总体来看，我们认为汽车金融公司的主体信用质量将保持稳定。

结构融资			
行业	基础资产信用质量 (正面、稳定、负面)	存量证券信用表现 (正面、稳定、负面)	信用要点
RMBS	→	→	存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现在 2023 年下半年将继续保持稳定。RMBS 在利率下行环境中的早偿表现需引起关注。
车贷 ABS	→	→	2023 年存续车贷 ABS 项目的资产信用质量和产品表现都将继续保持稳定，但不同类型发起机构的资产表现或将进一步分化。需关注新《汽车金融公司管理办法》的落地对汽车金融公司在产品设计、风险控制等方面产生的影响。
不良资产证券化	→	→	基于不良资产证券化产品较为充足的超额抵押及相对较短的存续期，2023 年存续不良资产证券化项目的产品表现将继续保持稳定。不同类型资产之间的回收仍将表现出差异。

城投

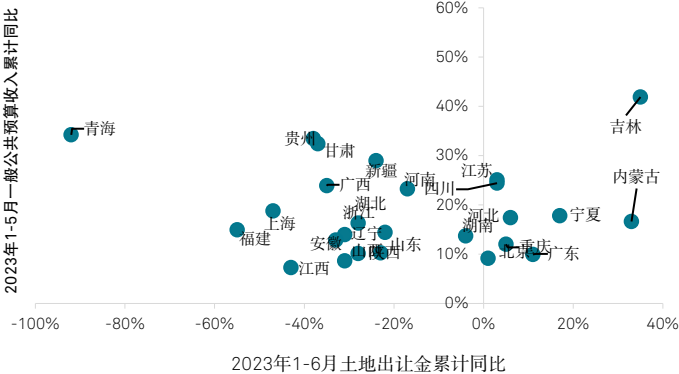
弱区域城投流动性压力加剧

2023年以来各省城投债净融资分化持续



注：右图由于数据可得性原因不包括海南省及西藏自治区。
资料来源：Wind，公开资料，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2023年以来大部分省市土地出让仍旧承压



展望

我们预计，2023 年城投企业信用质量的分化趋势将更加明显，在土地市场持续低迷、融资政策未见放松以及到期债务压力较大的影响下，弱区域城投企业的流动性压力加剧，商票逾期、非标违约、银行债务重组等风险事件或将增加。

我们认为，部分地区财政收入因土地出让持续低迷而承压，这将在短期内影响地方政府对当地城投企业的潜在支持能力。我们注意到，2023 年 1-5 月，随着经济逐渐回暖，各省一般公共预算收入同比增幅较为明显。但土地出让情况仍不容乐观，2023 年 1-6 月大部分省份土地出让金仍同比下滑，其中青海、福建、江西、贵州、广西等区域降幅超过 30%，区域财政仍旧承压。我们预计，2023 年下半年经济会延续复苏态势，但房地产和土地市场在短期内难有明显的好转，政府财政收入相对于 2019 年的水平仍然会有比较明显的减收，尤其是经济、财政实力较弱，对土地出让收入依赖较大的区域，财政压力将进一步上升，这将一定程度上减弱地方政府的潜在支持能力。在流动性紧张时，各地政府在对当地城投企业进行支持时也将更加具有选择性，部分弱资质城投企业的债务违约风险或将上升，更多表现为商票违约、非标违约或展期、银行贷款的展期或重组等。

我们预计，2023 年下半年城投融资政策仍将延续偏紧的状态，债务率高、财政实力较弱的区域面临的融资环境不容乐观。2023 年 1-6 月，城投债净融资额约 8,200 亿元，与上年同期基本持平，资金流向仍然集中于江苏、浙江、山东等发达区域，甘肃、贵州、云南等地融资仍持续净流出；天津融资环境有所缓和，1-6 月净融资同比表现突出。我们预计，2023 年下半年城投融资区域分化的态势将延续，原因在于，一方面中央政府严控地方政府隐性债务政策的持续性较强，高债务率区域城投企业融资仍将受到较严格的管控，另一方面市场投资资金更加倾向于流向经济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。从区域再融资环境、财政下行压力以及 2023 年内城投债到期及行权规模来看，我们预计，2023 年下半年云南、贵州、甘肃、天津、广西等地区城投企业的流动性压力仍将较为明显。

关注

- 土地财政下行压力下，地方政府潜在支持能力将有所弱化，弱区域城投企业流动性压力加大。
- 城投融资政策以及投资者偏好导致城投企业融资的区域分化愈加明显。

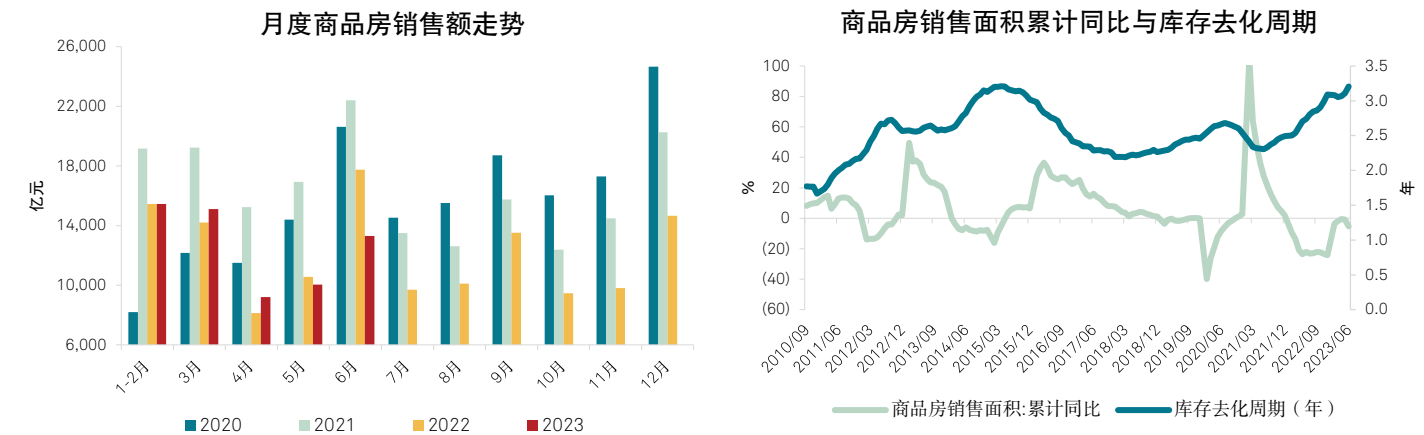
分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺
北京
yi.gong@spgchinaratings.cn

房地产开发

行业延续“弱复苏”，企业信用质量分化加剧



注：左图中历史单月销售数据未经调整基数。右图中全国库存计算假设 1999 年 2 月初库存为 0，商品房库存=当月新开工面积*0.9-当月销售面积+上月库存，库存去化周期=当月库存/过往 12 个月单月销售面积之和。
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2023 年下半年房地产开发行业或延续“L 型”筑底的态势，企业信用质量将呈现更大的分化。一方面需求恢复仍需要时间，房企的销售在行业“弱复苏”的背景下仍面临压力。另一方面，再融资政策的扶持是有选择性的，销售回款欠佳且外部融资不足的房企仍可能面临流动性压力。

我们认为，长期而言新建商品房销售规模将呈现“L”型。房地产开发行业是我国经济体系中重要的组成部分，“金融 16 条”、“三支箭”等一系列政策体现了中央政府推动房地产开发行业平稳发展、维护市场稳定的决心和态度，7 月末的政治局会议也提出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。我们认为，现阶段的政策主要聚焦于“保交付、保项目”，引导行业转向高质量发展，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策基调没有改变。商品房的长期需求将取决于地区人口增长情况、经济发展水平和人均收入水平。我们认为，在当前人口增长速度下滑和经济发展目标由速度转向高质量发展的大背景下，长期而言，新建商品房销售规模将在当前水平下维持“L”形态，大概率上难以恢复至此前 17-18 万亿元的高点水平。

我们仍维持前期对行业的预期，即 2023 年下半年商品房销售将延续“弱复苏”的态势，全年销售额或下滑 5%左右。我们认为，2023 年一季度的销售回暖主要反映了积压需求的集中释放，二季度的单月销售明显转弱，说明自发性购房需求较为低迷。行业复苏的瓶颈在于需求不足，需求的回暖更多取决于经济、人均收入水平和居民对未来预期的改善，而这些方面需要更长的时间来恢复。

我们预计，得益于“保交付”的深入执行推动建安投资，2023 年建安投资支出的降幅或将较 2022 年收窄。虽然低迷的新开工面积将令建安投资支出延续下滑态势，但“保交付”力度上升能够对施工面积构成一定支撑。我们预计，2023 年土地购置规模将与 2022 年基本持平，主要由于行业销售延续低迷的态势，开发商投资意愿不强。我们预测，2023 年房企的杠杆率和财务风险或将呈现小幅上升趋势，一方面由于 2023 年行业整体销售依然面临一定的压力，经营性现金流仍然承压，经营性现金流的下滑相比债务削减更加明显。另一方面，行业前期积累了高额债务，在现金流承压的情况下，需要更长的时间消化前期积累的高杠杆率。

我们认为，行业信用特征面临三重结构性转变。第一是国有企业将成为行业的主导者。凭借较为稳定的再融资能力，国有企业已经成为收购土地的主力军，这将进一步增强国有企业的项目储备和发展潜力。第二，不同能级城市的市场需求将进一步分化，我们对于土储主要布局高能级城市的房企的销售回暖更有信心，

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪
北京
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

而低能级市场将持续面临较大压力。第三，民营房企的信用质量将进一步分化。从经营层面来说，大量布局低能级城市的民营房企可能面临较大的去化压力，进而影响其长期经营表现。从再融资层面来说，我们认为融资政策不会无差别的惠及所有房企，销售复苏表现欠佳又缺乏再融资支持的房企仍有可能面临流动性压力。

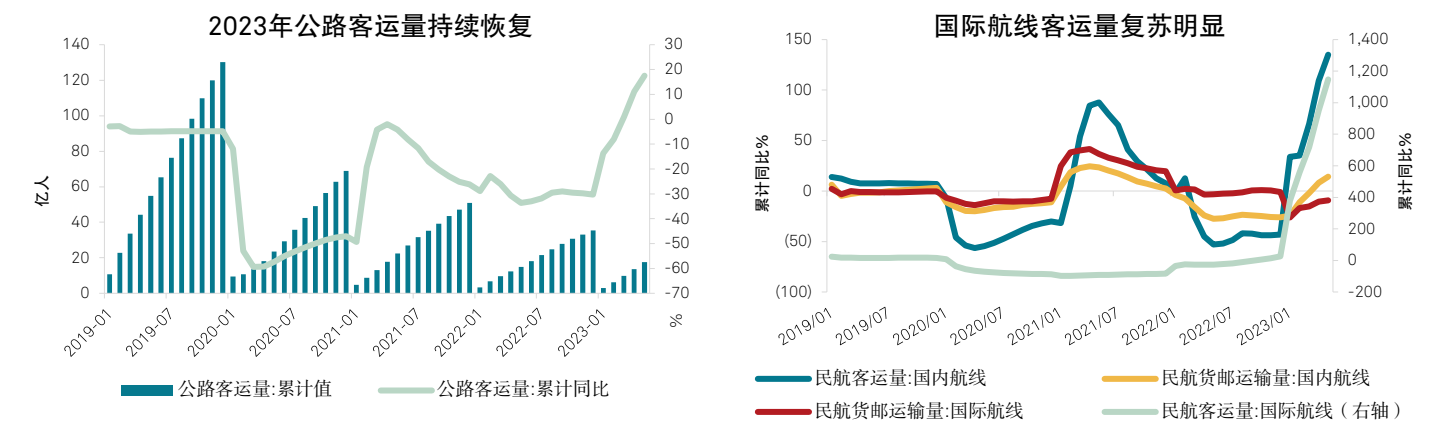
关注

- 关注企业资产质量。大量布局低能级城市的民营房企可能面临较大的去化压力，进而影响其长期经营表现。
- 流动性压力犹存。虽然多项政策支持民营房企再融资，但这些政策是有选择性的，并不是无限制的兜底。如果房企账面现金对于即将到期债券的覆盖程度较弱，或者在预售资金强监管的背景下，可自由动用的现金对于到期债务的覆盖情况较弱，则仍可能面临较大流动性压力。

交通基础设施

工商企业

交通运输量持续改善，地方政府支持仍较强



资料来源：Wind、标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，随着全国经济复苏步伐加快，居民出行正常化，2023 年下半年交通运输量将进一步恢复，交通基础设施类企业的收入和盈利有望恢复至 2019 年水平；地方政府仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。

我们关注到，2023 年上半年，国内公路客运量和货运量持续恢复。同时，国内航线民航客运量同比上升，国际航线民航客运量同比显著恢复；而港口之前受到的负面影响就相对较小，货运吞吐量略有上升。

高速公路行业：我们预计，2023 年下半年，随着全国经济持续恢复，高速公路车流量将有较为明显的恢复，行业企业的收入与现金流也将有较为明显的改善，虽然未来仍将保持较大规模的资本开支，企业整体的杠杆水平仍将处于较高水平，但受益于地方政府较强的支持力度，企业再融资能力普遍较好，信用质量将维持稳定。

机场行业：随着国内经济复苏和国际航班恢复，我们预计，2023 年下半年国内和国际的客运需求将持续恢复，机场企业的收入和利润将逐步改善。2023 年 5 月，全国旅客吞吐量已经恢复至 2019 年同期的 95%水平，其中当月国内航线旅客吞吐量为 2019 年同期的 103%水平，而当月国际航线旅客吞吐量仅恢复至 2019 年的 33%水平，未来国际航线旅客吞吐量仍有较大的上升空间。受益于地方政府较强的支持力度，企业再融资能力普遍较好，信用质量将维持稳定。

港口行业：我们预计，随着国内经济复苏和国外经济企稳，2023 年下半年国内和外贸需求均略有上升，全国港口货物吞吐量将呈现上升趋势。港口企业整体受到的负面影响相对较小，盈利能力相对较好，同时受益于地方政府较强的支持力度，信用质量将维持稳定。

关注

- 全国经济复苏和居民出行恢复情况。
- 中美双边关系，或海外需求变化对港口企业收入和盈利带来的影响。

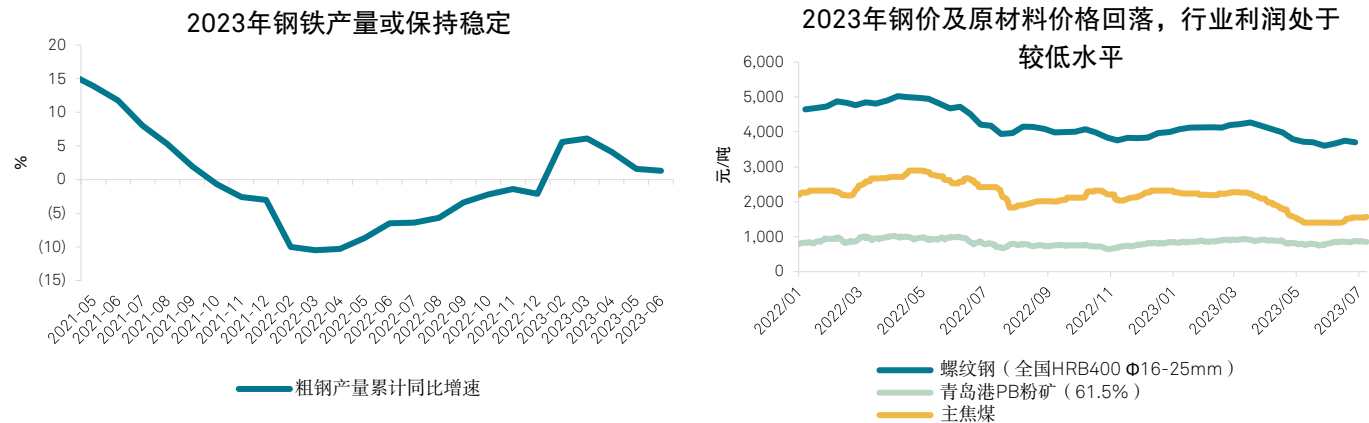
分析师

王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

陈伟
北京
wei.chen@spgchinaratings.cn

钢铁

需求偏弱运行，行业盈利继续承压



资料来源：Wind，标普信评
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2023 年钢铁行业仍将偏弱运行，由于成本下降和产量调节，下半年行业利润表现或好于上半年，但全年利润整体处在自供给侧改革后的相对低位，行业财务杠杆保持高位。兼并重组将继续，行业集中度有望进一步提升，行业信用质量仍可望维持稳定。

我们预计，2023 年下半年钢铁行业收入端仍面临较大的下行压力。2023 年上半年钢铁行业主要涉及的下游行业表现不一，其中房地产新开工面积和挖掘机产量分别同比下降 24.3%和 18.0%，而基建固定资产投资和汽车产量同比增速分别为 10.7%和 6.1%。此外，出口对上半年钢材需求有较为明显的贡献，1-6 月钢材出口同比增长 31.3%。我们认为，下半年房地产行业复苏或仍不乐观，制造业延续分化态势，基建投资托而不举，使得全年钢材需求端仍然偏弱运行。我们预计，钢铁供给端或将在平控政策引导下保持稳定，“产能产量双控”政策将常态化发挥指导作用。2023 年 1-6 月，全国粗钢产量同比增长 1.3%，预计下半年钢铁行业有一定的减产空间，对钢价起到一定的支撑作用。受需求偏弱的影响，全年钢材均价将较 2022 年有较为明显的回落，螺纹钢预计在 3,800-4,000 元/吨的水平。

我们预计，随着行业需求下降，原材料价格也将回落，下半年钢铁行业企业利润或好于上半年，财务杠杆保持高位，但行业信用质量仍能维持稳定。由于煤炭行业供需格局改善，焦煤价格下行较快，且钢铁供给或有减量，2023 年下半年钢铁企业利润或有好转。另一方面，我们观察到，钢铁企业在手资金储备已较供给侧改革前有明显提升，这将有利于企业应对周期波动带来的影响。近年来，钢铁产业持续发生兼并重组，我们认为行业集中度仍会继续上升，有利于头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

关注

- 需求若超预期下滑，钢价深度下跌，企业利润和现金流将面临较大压力。
- 资本开支、收并购支出大幅增加可能抬升企业杠杆水平，增大财务风险。

分析师

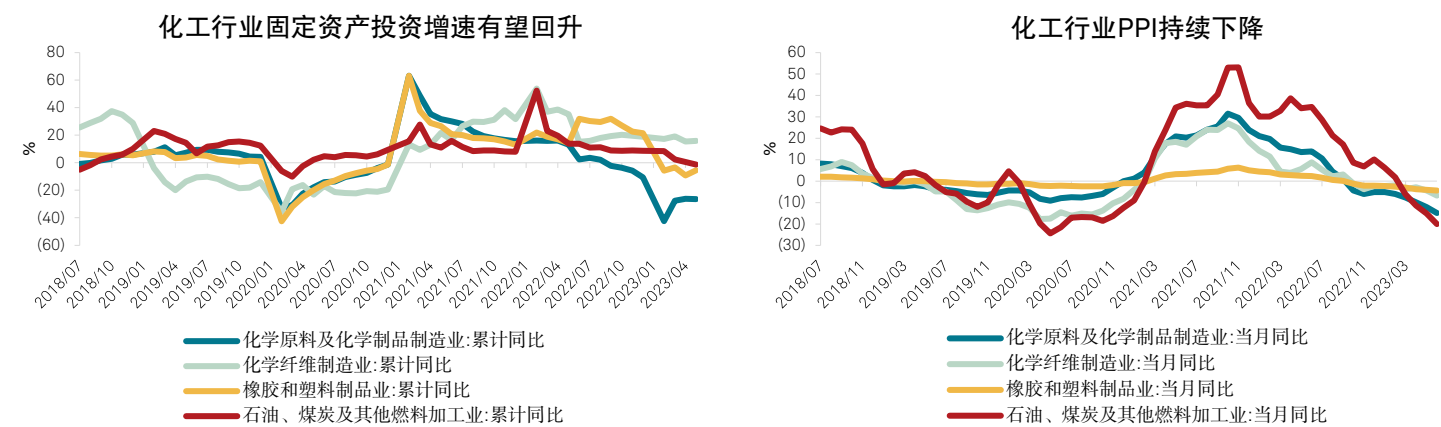
王雷
北京
Lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
Di.jiao@spgchinaratings.cn

化工

工商企业

高成本压力有所缓解，静待需求回暖



资料来源：Wind，国家统计局。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2023 年下半年，化工行业景气度改善的动力将主要来自需求端的逐步回暖，同时行业内仍有一定规模的新增产能投资，石化-化纤、煤化工等部分细分赛道可能存在供给过剩，有大规模资本开支的企业存在一定财务压力。

2023 年上半年，原油、煤炭、天然气等原料价格从高位出现了一定的回落，成本端压力有所缓解；但房地产等下游行业复苏动力较弱，下游需求增速不及预期，化工行业景气度仍低迷。

2023 年下半年，从需求端来看，我们预计随着宏观经济的逐渐复苏，2023 年化工行业整体需求有望好于去年，行业需求或将改善。

从供给端来看，我们预计，行业龙头在新增产能方面的积极布局将令行业集中度进一步提升，传统石化-化纤、煤化工的部分产品可能存在供给过剩的压力，在行业较为低迷时仍有大规模资本开支的企业财务杠杆承受一定压力。今年上半年化工行业虽然处于周期底部，但石化-化纤产业链固定资产投资仍在持续增长，主要龙头企业均有较大规模的在建工程，从中长期看，石化-化纤行业集中度有望进一步提升，行业产品与煤化工行业的产品（如 PTA、乙二醇等）产能增长则主要受资本开支惯性影响，产品供给关系或将有所恶化。我们预计，新能源、新材料等精细化工赛道的产能增长仍以顺应需求、提前布局为主，供给关系恶化可能性较小，

从成本端来看，我们预计化工企业成本端压力将持续下降，有助于价差回升、利润与现金流的修复。

关注

- 下游需求改善程度对化工企业利润修复的影响。
- 原油、天然气、煤炭等能源价格变动对化工企业盈利水平的影响。
- 大规模资本开支可能推升企业财务风险。

分析师

王雷
北京
Lei.wang@spgchinaratings.cn

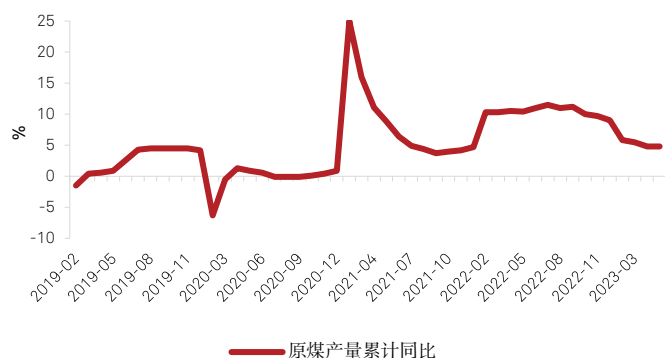
张晓
北京
Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

煤炭

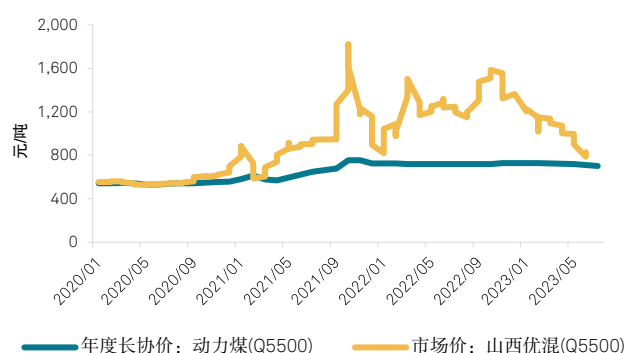
工商企业

景气度高位回落，煤企仍有盈利空间

2023年煤炭产量预计小幅增长



2023年市场煤价回落，长协价保持相对高位



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2023 年煤炭行业景气度高位回落，市场煤价在下半年进一步快速下行的空间有限。受益于相对较高的长协价，煤炭企业的盈利空间虽呈收缩之势但绝对规模仍然较好，行业杠杆率相较 2022 年或小幅上升，行业内企业信用质量将保持稳定。

我们预计，2023 年煤炭供需格局整体较为平衡，下半年保供的主基调仍会稳定延续。随着先进产能的释放，2023 年全年原煤产量或能增长 3%-4%。在保供政策的驱动下，国内煤炭产能持续释放，2023 年 1-6 月原煤产量同比增长 4.4%。同期，海外煤炭价格下降、进口政策放开等因素使得进口量大幅增长 89.6%，对煤炭供给提供明显增量。我们预计，较为充分的煤炭供给将在下半年得到延续，但煤炭企业在防范生产事故以及淘汰低效产能等方面持续采取措施也将边际约束行业的供给。需求方面，煤炭下游整体和经济复苏态势挂钩，我们认为煤电在保障电力安全稳定供应中仍将会持续发力，发电量保持增长，支撑动力煤需求；而因钢铁行业偏弱运行，焦煤需求或更为承压。

我们预计，2023 年市场煤价将有较明显的下降，长协煤预计能维持 700 元左右较高的水平，煤炭企业仍有较好的盈利空间。上半年较为充分的供给驱动市场煤价较快下行，但我们预计在迎峰度夏、采暖季等用煤高峰的支撑下，煤价在下半年进一步快速下行的空间有限。虽然煤企的资金在近两年有所积累，但随着行业利润水平的下降，行业杠杆率在 2023 年或将小幅上升。我们注意到，煤炭企业的财务风险普遍较高，行业债务规模并未随行业景气度的提升而出现实质性削减。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。高负债煤企的财务杠杆对周期变化更加敏感，而能够主动进行债务削减的企业在应对周期时的韧性将得到增强。

关注

- 供给增长较快、需求不及预期，导致煤价过快下跌，挤压行业企业盈利能力。
- 煤矿安全生产事故频发，影响企业生产效率。

分析师

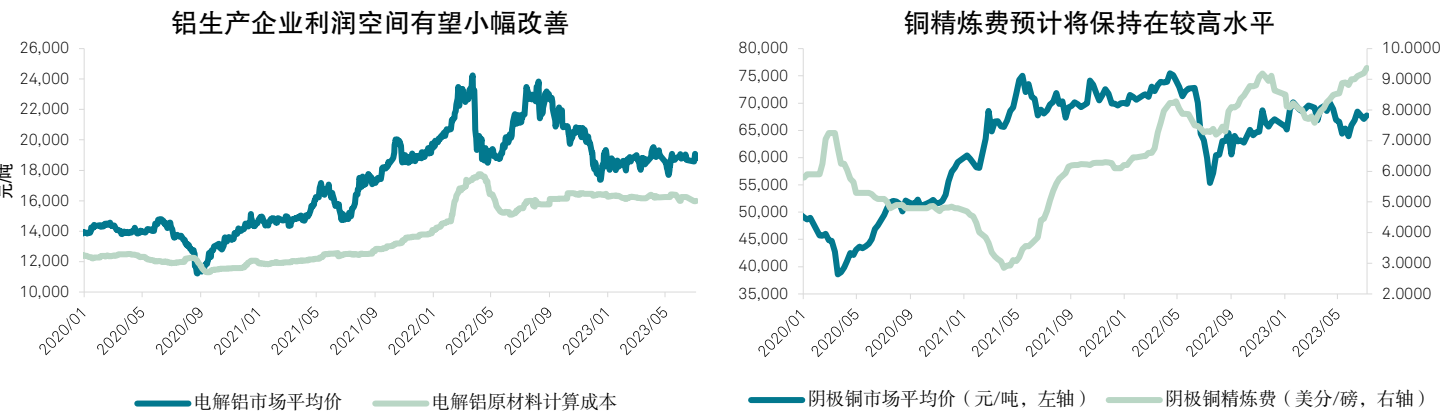
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
di.jiao@spgchinaratings.cn

有色金属

工商企业

企业盈利改善，信用质量将保持稳定



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©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2023 年下半年随着稳增长和刺激经济的措施逐渐生效，有色金属行业的下游需求将修复，金属价格将有所上升，行业内企业仍可保持一定的利润空间，整体信用质量将保持稳定。

2023 年上半年，有色金属行业的下游需求复苏进度不及预期，部分金属价格表现出不同程度的下跌，行业整体景气度同比下降明显。

我们预计，2023 年下半年随着稳增长和刺激经济的措施逐渐生效，有色金属行业产品价格将在下游产业复苏的带动下开始逐渐恢复。铝方面，我们认为国家出台的房地产“保交楼”和基建支持政策一定程度上有助于铝需求增长，同时，新能源汽车、绿色能源等产业需求仍将继续扩张，铝下游需求整体将保持稳定增长。同时，在工信部对总产能的限制，以及“碳达峰、碳中和”政策影响下，铝供给增量仍十分有限。偏紧的市场供需格局将利于铝价小幅回升。铜方面，我们预计电网基础设施建设、居民消费和绿色能源领域在 2023 年下半年的复苏将带动精铜需求增长。同时成熟矿山持续减产，新建矿山进度减缓，铜矿企业长期资本开支不足，铜供给增量空间有限。铜的下游需求将带动铜价上涨。

我们认为，2023 年下半年有色金属企业受原材料成本下降等因素的影响，其盈利能力将较上半年得到改善，企业信用质量将保持稳定。其中，铝生产企业受益于动力煤、氧化铝、预焙阳极等原料价格的回落，以及供需偏紧的市场格局，利润空间有望小幅改善，部分企业有一定盈余资金用于削减债务，信用质量将稳中向好。铜冶炼企业在冶炼加工费水平持续改善的情况下，盈利能力也将较上半年小幅提升，有利于企业信用质量的保持。

关注

- 部分企业的并购支出、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。
- 受部分地区干旱、枯水期和电力供应紧张影响，水电铝复产不及预期。

分析师

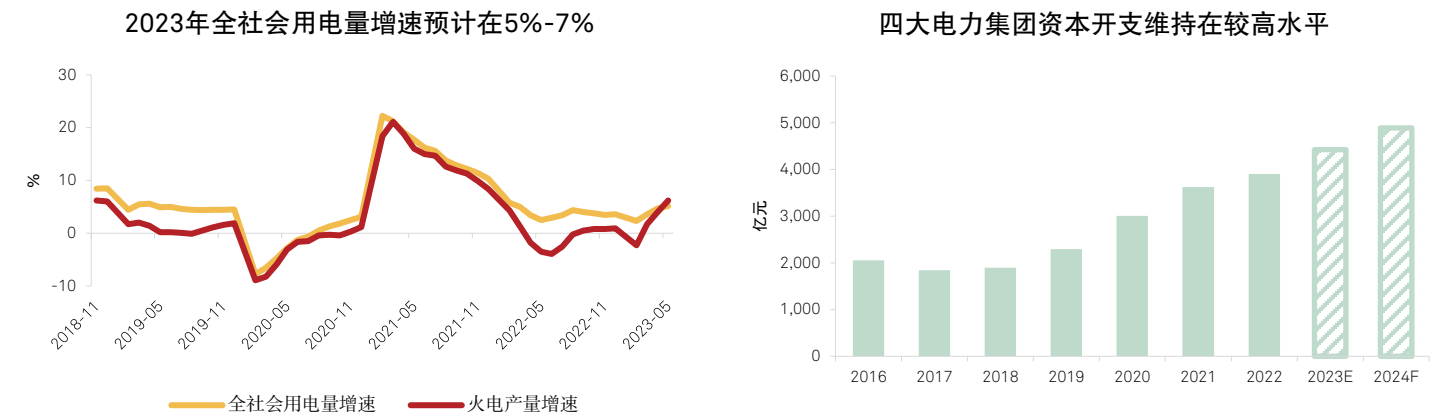
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

庄秀权
北京
xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

火电

工商企业

经营压力缓解，资本开支较高，外部支持有力



注：1. 四大电力集团为华电集团、华能集团、国电投集团和大唐集团。2. 右图 E 为估计值，F 为预测值。
资料来源：Wind、国家统计局，公司年报，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2023 年下半年火电企业的经营压力将继续得到缓解，行业将保持较高的资本开支，强有力的政府支持将助力行业内企业的信用质量保持稳定。

我们预计，火电将继续发挥电力压舱石的作用，火力发电量在 2023 年稳中有增。需求方面，2023 年 1-5 月，全社会用电量同比增长 5.2%，预计全年增速将在 6%左右。供给方面，我们预计，煤电审批提速将增加火电供给弹性。我们发现，为保障能源电力安全供应，2023 年上半年，河北、湖北、江苏、安徽、浙江等多个省份新增了煤电项目，煤电新增装机核准自 2022 年以来明显提速，为火电提供了一定增量基础。

我们预计，煤电上网电价将保持相对高位，同时燃料成本也有所回落，火电企业的盈利水平将得到一定的修复。煤电上网电价改革的实施明显改善了火电企业的收入，2022 年火电企业上网电价较 2021 年普遍上涨 15%-20%。我们认为，在企业盈利修复过程中，煤电上网电价仍具有一定支撑性。成本端，2023 年上半年，动力煤价格同比下降较为明显。我们预计，随着煤价的下降，2023 年火电企业的盈利水平将得到改善。

我们预计，电力企业将保持在清洁能源领域较高规模的资本开支，这可能继续推升企业的债务规模，但政府和金融机构将对电力企业持续保持有力的支持。同时，不断多元化的装机布局将有助于企业盈利的稳定性。

关注

- 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，从而影响煤电企业的运营效率和盈利能力。

分析师

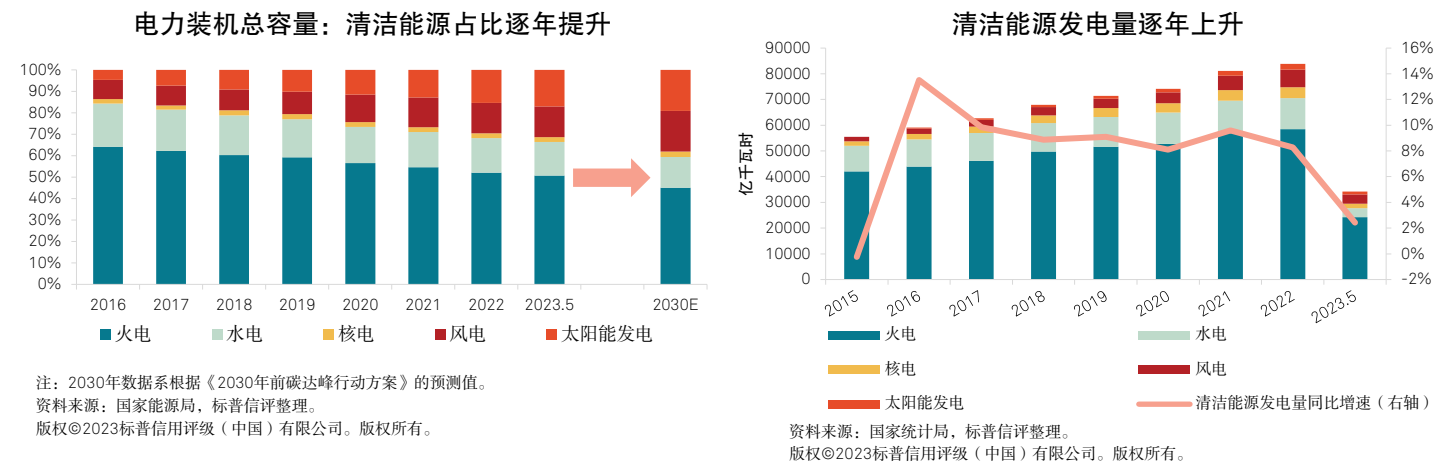
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
yixin.cao@spgchinaratings.cn

清洁能源发电

工商企业

竞争逐步加剧，资本开支较大，外部支持有力



展望

我们预计，2023 年下半年清洁能源发电行业将保持高速发展，企业仍有较大规模资本支出，受益于良好的盈利能力，杠杆率较稳，加之较强的再融资能力和外部支持，清洁能源发电企业的信用质量整体上将保持稳定。然而随着补贴退坡，行业市场化程度提升，企业竞争压力有所上升。

我们认为，在政策推动下，2023 年下半年清洁能源发电企业投资将保持活跃，资本开支仍将保持较高规模，这将继续推升行业债务规模。我们认为，中国在保障能源安全的前提下仍将坚守“双碳”目标，继续推进清洁能源发电项目建设，带动装机容量和发电量持续增长。根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，非化石能源发电量比重将达到 39%左右。我们预计 2023 年末该指标为 30%左右，清洁能源发电仍存在较大的发展空间。

我们认为，2023 年下半年清洁能源发电企业的盈利水平仍将维持较好水平，信用质量维持稳定。尽管清洁能源发电已迈入平价上网时代，但随着电站建设成本的下降，以及市场化交易的深入和限电率的下降推升利用小时数，绝大部分清洁能源发电企业仍将维持较为可观的盈利水平，从而保持杠杆率的基本稳定。此外，行业内企业以央企和地方国企为主，再融资能力强劲，且能获得有力的外部支持，信用质量保持稳定。

我们也观察到，2021 年以来电力市场化改革速度加快，以市场化交易的电量占总用电量的比例不断提升，2022 年末达到 61%，未来可能进一步上升，清洁能源发电企业面临的竞争压力也将有所上升。

关注

- 高额资本开支推升企业财务杠杆。
- 新能源补贴的发放情况。
- 行业竞争在逐步加剧。

分析师

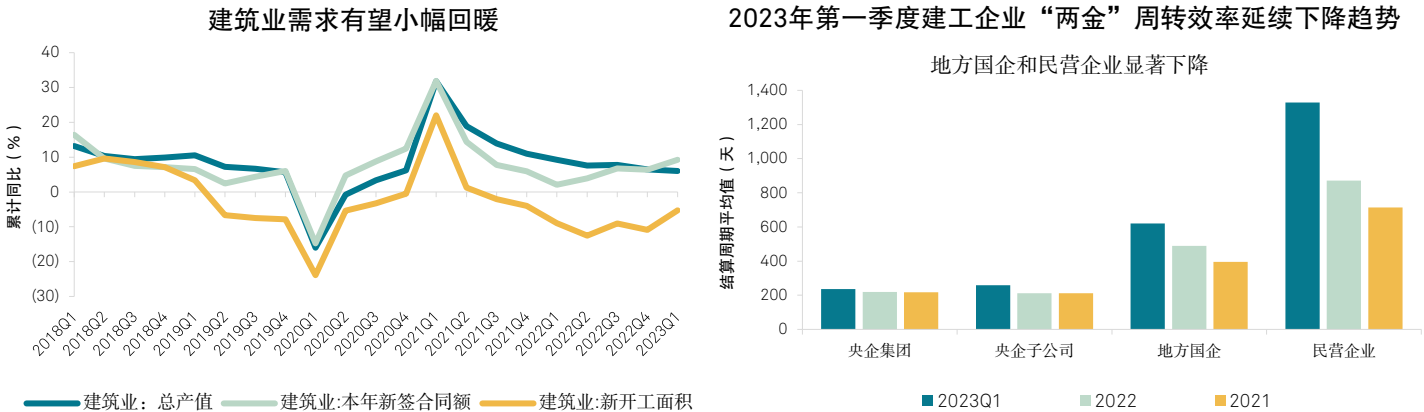
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
yixin.cao@spgchinaratings.cn

建筑工程施工

行业内部分化加剧

工商企业



注：右图结算周期是指存货、应收账款、合同资产三类资产周转天数之和。
资料来源：Wind、国家统计局，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2023 年下半年建筑工程施工行业企业在业务规模、资金周转效率等方面都将延续分化趋势。大型建筑央企的业务量将受益于较强的基建投资需求和较好的客户质量，新签订单仍有韧性且占比进一步提升，“两金”回收压力相对可控。而房建订单占比高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的建筑企业，业务量和营运资金将面临较大压力。

我们预计，得益于基建投资的持续发力，2023 年建筑工程施工行业的总产值有望保持个位数增长，但整体行业订单量的回暖并不会惠及所有企业。我们认为，未来一年行业内民企和大型国有企业新签订单增速将进一步分化，民企的业务可持续性将进一步受到负面影响。我们预计，受制于房地产景气度持续低位，主要涉足房建、建筑装饰等细分行业的民营企业将面临需求小幅萎缩；与此同时，国有企业将更多地受益于以铁路、高速公路、水电、新能源等为代表的重大基建项目的密集落地，基础设施领域新签订单有望增长。

我们认为，未来一年地方政府财政和房企资金偏紧的状况仍将普遍延续，建筑工程施工企业面临的“两金”回收压力将有所增长。受此影响，建筑工程施工行业整体的营运资金缺口可能增加，进而推动融资规模和杠杆率上涨。同时，“两金”周转变慢也会影响部分企业长期业务发展。我们预计，随着监管放开股债等多种渠道帮助房地产企业再融资，少量市场认可度高的房企所面临的现金流紧张状况将有所缓解，为了达成“保交楼”的目标将会给予合作的建工企业一定回款以维持项目推进。但是更多的房地产企业难以受益于再融资政策，现金流紧张状况难以缓解，而主要与这类房地产企业合作的建工企业仍将面临较大的回款压力，可能出现在手订单难以继续执行以及新业务开展缺乏必要资金的情况。

我们预计，2023 年建筑工程施工行业的整体利润率仍将保持稳定，EBITDA 利润率维持在 6%左右。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞
北京
Fred.wang@spgchinaratings.cn

关注

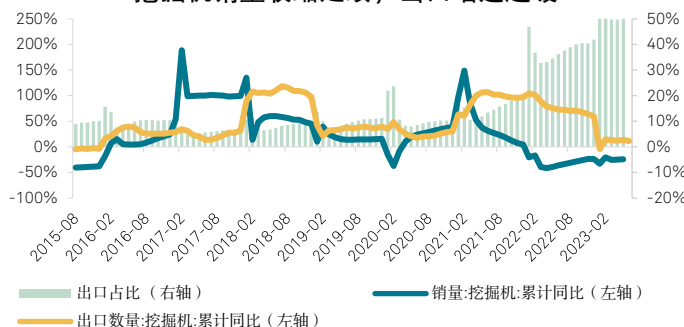
- 两类建筑工程施工企业可能面临较大的风险压力。第一类是“两金”回收期较长的企业，这类企业经营效率较差，营运资金由于“两金”回收过慢持续流出。另一类是和房地产混业经营深度绑定的建工企业，这些企业或是由于市场竞争力较弱导致其客户集中度较高，或是作为集团内房地产企业的融资垫资渠道。
- PPP 项目运营和回款情况。PPP 投资整体进入下半场，建筑工程施工企业更多将着眼于已投资项目的后续管理。我们认为，前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、投资项目整体质量不佳的建筑工程施工企业将面临较大的回款压力和偿债压力，尤其是项目所在地政府对于土地出让收入依赖程度高的企业。

工程机械

工商企业

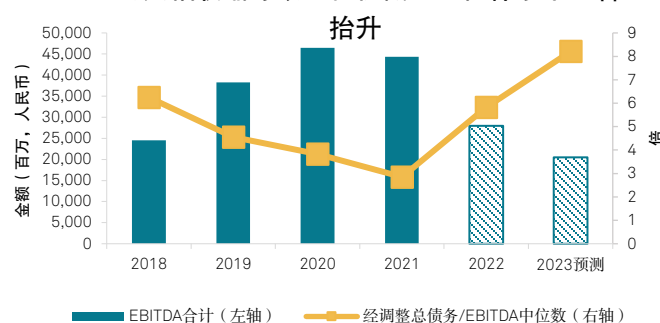
行业销量仍处谷底，企业杠杆趋势性上升

挖掘机销量收缩延续，出口增速趋缓



注：右图样本包含 10 家工程机械企业。经调整总债务及 EBITDA 均按照样本企业 WIND 公开数据计算。
 资料来源：中国工程机械协会，Wind，标普信评整理。
 版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

盈利大幅收缩导致工程机械企业杠杆水平显著



展望

我们预计，2023 年下半年工程机械行业的信用质量仍将延续下降趋势。低迷的行业销量令企业盈利承压，杠杆水平仍将继续上行，融资租赁等信用销售手段在行业下行期将放大企业的或有负债风险。

我们认为，受到保有量过剩、国四标准切换的影响，2023 年下半年工程机械企业仍将面临销量下滑的压力。从数据上可见，国内挖掘机开工小时数的持续下滑反映全市场挖掘机供给相对过剩。我们认为，在房地产开发投资复苏较为乏力、基建投资难有大幅度增长的背景下，下半年工程机械需求仍将处在较为低迷的水平。考虑到国内工程机械市场存在供给过剩情况，未来新增工程机械需求将首先带动开工小时数修复，新机购置需求难有显著增长。同时，上一轮旧机置换及环保政策推动的更新需求已于 2021 年见顶回落，提前透支了部分未来置换需求。2022 年 12 月国四标准正式实施，国四机械价格相对较高，客户对新机接受程度仍待提高，置换需求持续受到抑制。

2023 年上半年工程机械出口增速有所放缓，但我们认为，出口仍是本轮周期缓解销量下滑的稳定剂。截至 2023 年 5 月，挖掘机出口销量在总销量中的占比已超过 50%，成为工程机械市场的重要组成部分。2023 年 1-6 月挖掘机出口量累计同比增速为 11.2%，较 2022 年出口增速的 59.8%有了明显的放缓，但相较国内市场的持续低迷，出口仍在一定程度上减轻了企业的销售下行压力。

我们预计，2023 年下半年工程机械企业的杠杆率将进一步上升。上一轮景气周期内工程机械企业杠杆率的改善主要是由利润规模扩大而驱动，并不是来自对债务的主动压缩。随着盈利规模的下滑，企业的杠杆率将再次上升。2023 年下半年行业销量下行将令企业的 EBITDA 收缩，销售及库存压力导致营运资金缺口扩大，推动债务融资小幅上升，杠杆比率或呈趋势性上行。

我们认为，融资租赁等信用销售模式可能在下行周期内形成更多的担保回购义务或者坏账压力，从而提升企业的杠杆水平。随着行业进入下行周期，客户的现金流状况也会有所恶化，延期支付租金情况出现的频率可能会走高，企业因此履行的回购规模可能也会上升。

我们认为，工程机械行业的下行周期具有持续时间长、调整幅度剧烈的特点，对企业盈利冲击剧烈，部分企业的信用质量或将因财务风险上升而弱化。具备较强全球化布局能力的企业有望通过更为多元化的收入来源缓解本轮周期的下行压力。

关注

- 行业销量延续下行趋势，企业盈利收缩压力较大，企业盈利持续处在低谷。
- 行业信用销售比重较高，按揭担保、融资租赁等销售模式所形成的或有负债规模较大。市场策略激进、风控水平欠佳的企业将承受更大的信用风险。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜

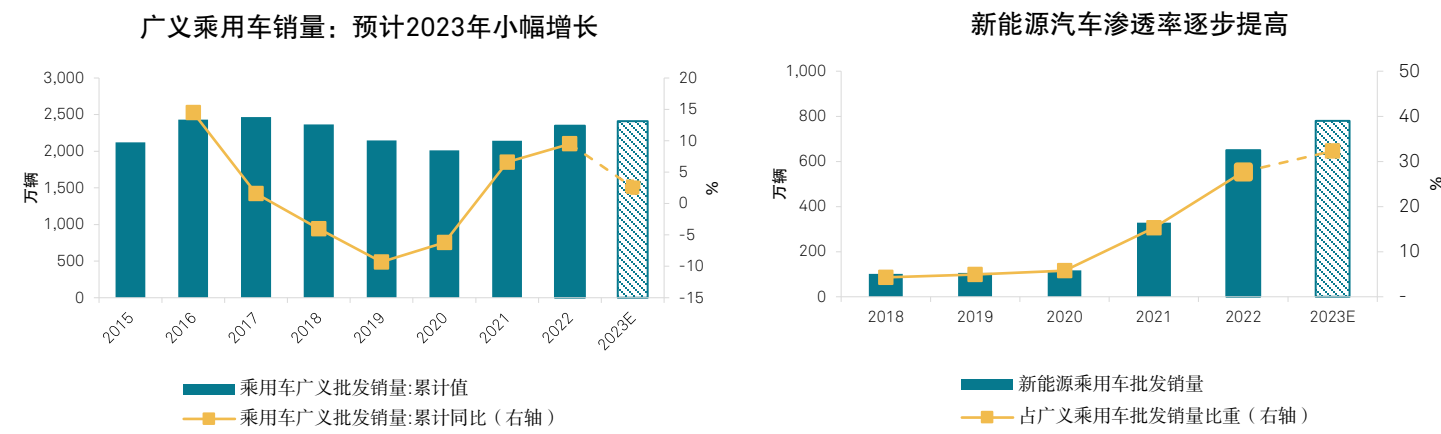
北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

整车制造

工商企业

整体保持稳定，新能源汽车和出口将成为主要基石



注：E 为估计值。
资料来源：乘联会、Wind，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2023 年下半年整车制造行业的信用质量将保持稳定，这主要反映了乘用车销量预计小幅增长，虽然整车制造企业的盈利能力将承压，但企业整体较低的杠杆率和较为充裕的现金流使得企业具有较强的韧性。

我们预计，2023 年全国乘用车销量将较 2022 年小幅增长，新能源汽车销量的增长和汽车出口持续较高的景气度将成为带动销量上升的主要动力，新能源汽车渗透率突破 30%的可能性很高。国内零售方面，2022 年，虽然国家及地方出台了一系列刺激政策，但是国内燃油车销量仍呈疲软态势，我们预计 2023 年国内燃油车销量仍将延续下滑趋势；随着技术水平、新能源基础设施和大众接受度的不断提升，新能源汽车销量将保持增长，但增速将有所放缓。出口方面，随着国内整车制造企业的产品力和品牌力不断提升，海外认可度持续提高，燃油车和新能源汽车出口的高景气度均有望得到延续。

我们预计，大部分整车制造企业的利润率将承压。虽然原材料价格的下降有助于压降成本，但大部分整车制造企业仍面临着新能源车型盈利能力偏弱、燃油车销量和价格下滑的多重压力。随着新能源汽车领域的竞争愈演愈烈，车企还需要持续不断地研发新技术、推出新产品以提升其产品在市场上的竞争力。

我们认为，整车制造企业普遍较低的杠杆率和较为充裕的现金流使得其具有较强的韧性，同时大部分企业能够凭借稳定的政府支持或自身较强的实力，保持畅通的再融资渠道。

关注

- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 整车制造企业新能源战略的进展，企业能否推出具有竞争力的车型，或者原有热门车型能否继续保持优势地位。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣

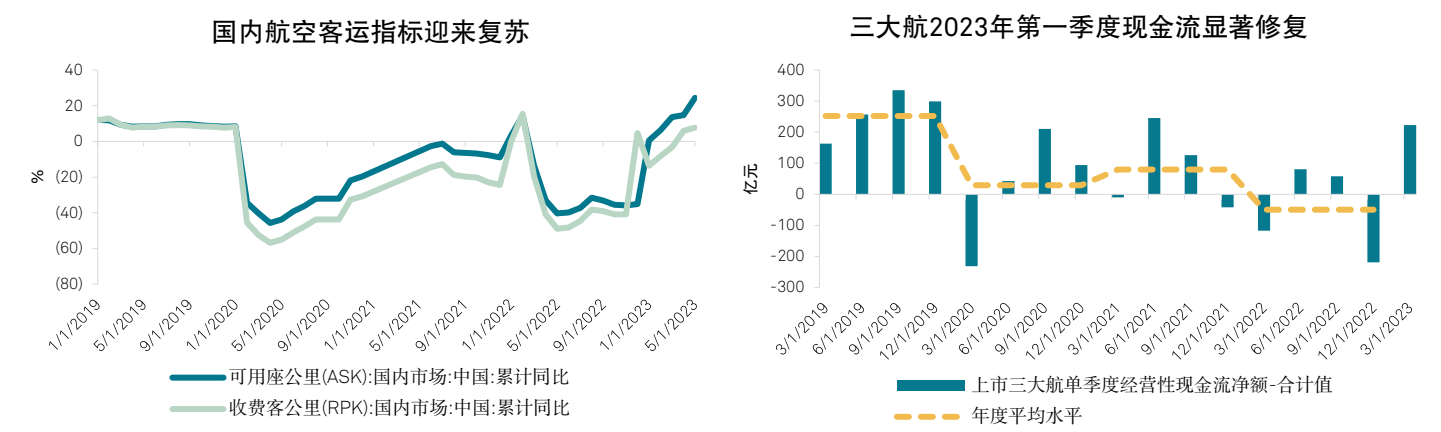
北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

航空公司

工商企业

企业现金流将持续改善，报表修复仍需更长时间



注：右图根据中国航、南方航空、东方航空上市公司数据计算。
资料来源：IATA，Wind，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2023 年下半年航空公司的现金流将持续改善，但杠杆水平需要更长时间才能显著回落；得益于有力的外部支持，企业信用质量将保持稳定。

我们预计，2023 年下半年航空公司的经营表现将延续改善的趋势，带动企业现金流及盈利能力回升。航空客运量的回升将推动可用座公里、收入客公里及客座率等运营指标改善，回补航空公司的经营性造血能力。但我们认为，航空客运量彻底修复至 3 年前的水平仍需要一个时间过程，并不会一蹴而就。同时，由于国际旅行的回暖速度慢于国内，我们预计运力主要部署在国内的地区性航空公司经营业绩修复的弹性更强，盈利有望率先回升；国际航线占比更高的航空公司的修复速度可能相对较慢。

我们认为，尽管现金流回暖，但航空业的报表修复仍需要相当一段时间，一定时期内杠杆率将维持现有水平。过去 3 年期间，航空公司的盈利能力和资本实力遭受重创，报表受损较为严重，行业杠杆水平显著上升。我们预计，2023 年的现金流回暖尚不足以充分缓解过往累积的杠杆负担，各航空公司持续性的飞机购置资本开支也将令带息债务上升，行业的杠杆水平仍将承压。

我们预计，政策对航空业的支持一如既往，行业总体信用质量将维持稳定。中国航空业以三大央企集团及其下属地方航司为主力军，经营和财务状况大幅恶化期间持续获得日常经营及资本补充方面的外部支持。尽管企业个体信用质量的根本性修复仍需要时日，但强有力的外部支持将支撑企业信用质量维持稳定。

关注

- 行业客运量修复情况不及预期。
- 部分地方航司由于持续严重亏损，存在较大资本补充压力。

分析师

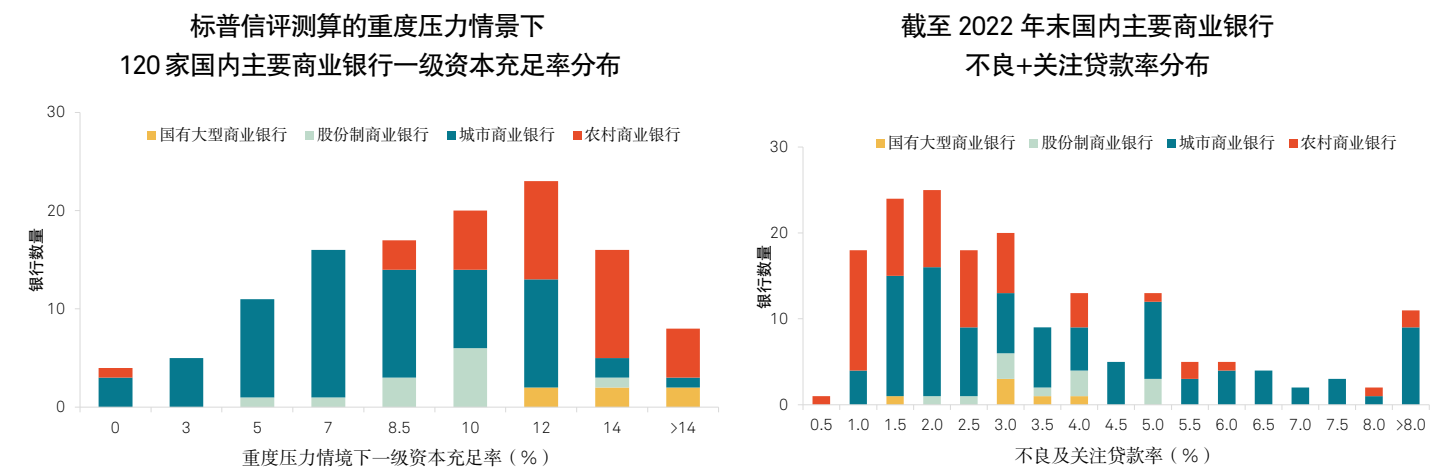
张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪
北京
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

商业银行

金融机构

中小银行资本韧性差异加大，结合政府支持，
行业信用质量总体稳定



注：压力测试是以 2022 年报披露数据为基础。重度压力测试情景假设银行关注类贷款 100%迁徙到不良；二阶段贷款 100%迁徙到三阶段；银行展期期贷款的 30%-50%迁徙到不良；如果以上方式确定的问题贷款比例低于 6%，我们会假设问题贷款比例为 5.99%，以反映整体信贷资产质量冲击；以上不良贷款的损失率在 70-90%之间。另外，假设对公房地产和建筑业贷款的 30%为不良，且该部分坏账的损失率为 70%；另外，假设尾部城投不良率 50%，且该部分坏账的损失率为 50%。

资料来源：各银行公开信息，标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

国有大行将继续保持其稳定的资产质量、资本水平及盈利能力。截至 2023 年 3 月末，占据银行业金融机构约 40%资产规模的国有大型商业银行的不良率为 1.27%，较上年同期下降 0.08 个百分点；国有大行 2023 年一季度年化总资产利润率 0.84%，高于 0.81%的行业平均水平；其平均资本充足率为 17.35%。国有大行由于业务多样性好，资本充足率高，盈利性强，对公房地产和尾部城投敞口有限，面对各类风险因素冲击的资本韧性很好。

由于对公房地产敞口较高，加之目前的盈利性和资本充足性弱于国有大行，个别股份制银行的资本充足性在压力情景下会面临一定挑战，但总体仍表现出较好的资本韧性，个别股份制银行在压力情景下可能发生的资本缺口也不大。截至 2023 年 3 月末，股份制银行的平均资本充足率为 13.36%，不良率为 1.31%；一季度年化资产利润率为 0.89%。

一部分区域性中小银行（包括城商行和农商行）应对房地产和尾部城投风险的资本韧性一般。不同银行的资本韧性差异很大，主要影响因素包括存量问题贷款和问题投资资产规模，小微企业展期贷款规模，房地产开发贷以及其他相关行业贷款规模、尾部城投敞口规模，拨备覆盖程度，拨备前盈利性等各种因素。截至 2023 年 3 月末，农商行的平均资本充足率为 11.94%，不良率为 3.24%；城商行的平均资本充足率为 12.39%，不良率为 1.90%。2023 年一季度农商行和城商行年化资产利润率分别为 0.72%和 0.70%。

合理宽松的货币政策环境利于银行保持充足的流动性，我们预计政府支持也将保持稳定，友好的流动性环境和有力的政府支持为高风险中小银行妥善化解风险争取到了时间和空间。尤其是地方政府支持中小银行专项债发行加速，缓解了高风险中小银行的资本压力。

关注

- 房地产开发相关敞口、中小微企业展期贷款、尾部城投敞口影响部分中小银行的资本韧性。
- 高风险中小银行的混合资本工具相较其一般债券或面临更高的信用风险。

分析师

王燕愚

北京

stephanie.wang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

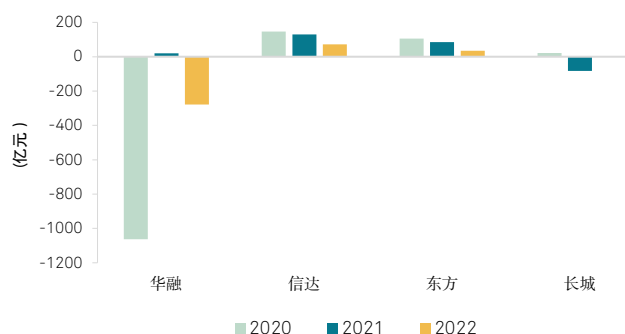
ying.li@spgchinaratings.cn

不良资产管理公司

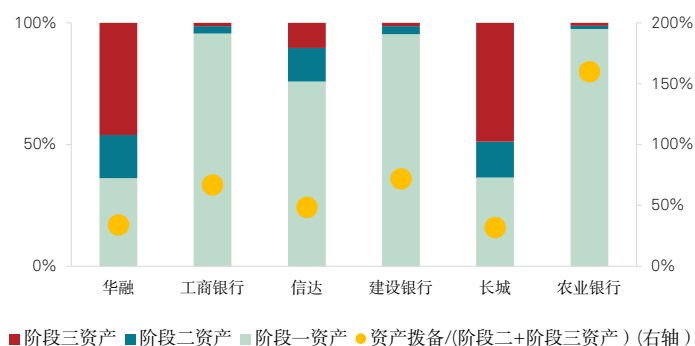
金融机构

资产质量带来的资本压力继续，政府支持至关重要

四大 AMC 净利润规模变化



AMC 与银行主营业务资产三阶段划分以及准备金覆盖对比



注 1：中国长城尚未披露 2022 年度财务报告，2022 年净利润数据不可得。

注 2：1.根据 IFRS9 准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认后信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。2.工商银行和建设银行资产组合是其以摊余成本计量的发放贷款及垫款以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款及垫款；华融的资产组合是以摊余成本计量的金融资产组合；信达的资产组合是其以摊余成本计量的金融资产中的不良资产投资组合。3.长城为 2021 年 12 月末数据，其他公司均为 2022 年末数据。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

四大不良资产管理公司（AMC）在资本承压影响下新增业务规模将受限。在坏账压力下，四大 AMC 资本紧张，限制了其新增业务的规模。截至 2022 年末，信达、华融和东方合并口径下持有不良资产总额同比增速分别为-2%、-11%和 3%。华融由于剥离子公司，2022 年年末合并口径总资产较年初下降 39%。

AMC 资本水平继续承压，四大 AMC 的杠杆高。在房地产等行业坏账增加的背景下，四大 AMC 面临存量业务风险上升的压力，从而导致其资本紧张。截至 2022 年末，华融、信达、东方的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）分别为 18、6 和 4 倍，截至 2022 年 6 月末，长城的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）为 8 倍。

部分 AMC 发生亏损，影响了其资本水平。华融在 2020 年和 2022 年分别亏损 1063 亿元和 278 亿元，分别占期初净资产的 65%和 27%。长城 2021 年亏损 82 亿元，占期初净资产的 13%，且截至目前尚未披露 2022 年财务报表，资本情况的不确定性大。

受房地产业震荡影响，四大 AMC 的资产质量继续承压。截至 2022 年末，信达不良债权投资资产的二阶段资产占比为 14%，同比下降 8 个百分点，三阶段占比 10%，同比上升 4 个百分点；华融债权投资资产的二阶段资产占比为 18%，同比上升 2 个百分点，三阶段占比 46%，同比上升 15 个百分点。

四大 AMC 的拨备水平远弱于商业银行，未来拨备压力大，影响其盈利质量和资本韧性。截至 2022 年末，华融、信达的债权投资拨备对二三阶段资产的占比在 30%-50%之间，远低于国有四大行的拨备对二三阶段贷款的平均覆盖达 96%。

我们预计大型 AMC 未来 12 个月融资与流动性将保持稳定。虽然行业内大部分公司资产负债错配风险显著，不良资产业务现金流入可预测性差，不良资产回收周期长，但大型 AMC 与政府的股权关系密切，较容易获得银行授信，而且在危机情况获得政府流动性支持的可能性高。

中央政府的特殊支持是支撑四大 AMC 信用质量的重要因素。我们认为四大 AMC 将继续获得中央政府的特殊支持，主体信用质量保持稳定。

关注

- 较大的房地产敞口风险将继续影响 AMC 在 2023 年的盈利性、资产质量和资本实力。

分析师

邹雪飞

北京

eric.zou@spgchinaratings.cn

杨建成

北京

allen.yang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

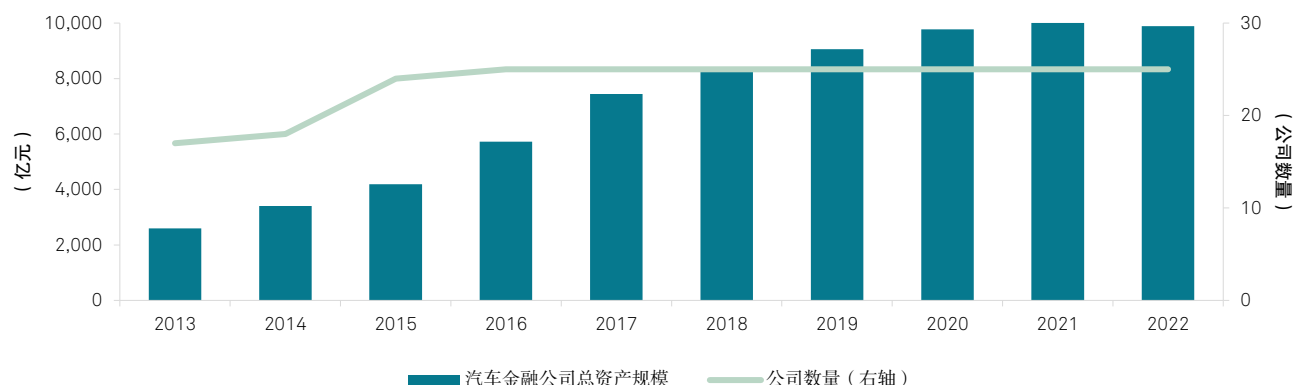
ying.li@spgchinaratings.cn

汽车金融公司

金融机构

业务增长乏力，但资产质量和资本保持了很好的状态

汽车金融公司总资产及公司数量变化



资料来源：银保监会，标普信评收集及整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

由于汽车金融渗透率下降等因素，2022 年汽车金融公司资产总额略有下降。截至 2022 年末，汽车金融公司资产总额 9,892 亿元，同比下降 2%。2022 年国内汽车金融渗透率 52%，同比下降 1 个百分点。

由于业务规模下降，汽车金融公司资本消耗减少，资本充足率指标有所提高。另外，与银行相比，汽车金融公司很好的资产质量确保了其很好的资本质量，坏账侵蚀资本的风险小，行业内企业的资本韧性很好。

汽车金融公司盈利性保持良好。汽车金融公司的净利差水平与厂商贴息政策密切相关，受市场利率波动的影响低于其他金融行业。另外，考虑到良好的资产质量和非常充足的拨备，汽车金融公司的信用成本以及盈利将维持在稳健的水平。根据我们的估算，10 大主要汽车金融公司 2022 年平均总资产回报率在 2% 左右，远高于商业银行 0.76% 的水平。

汽车金融行业的风险控制通过了经济下行压力的考验，资产质量在过去几年并未发生显著恶化，总体风险管理水平完善，个人信贷风控技术成熟，资产质量继续保持在较好水平。根据我们的估算，10 大主要汽车金融公司 2022 年平均问题贷款比例在 1.5% 左右，资产质量压力远小于商业银行。

考虑到汽车金融公司很充足的资本以及良好的资产质量，我们预计其能够维持顺畅且稳定的批发融资渠道，且大量优质的汽车金融贷款资产也为汽车金融公司发行 ABS 产品奠定了良好基础。由于融资能力强，且业务增速不快，我们预计未来 12 个月主要汽车金融公司的流动性很充裕。

综上所述，基于汽车金融公司良好的资产质量、很充足的资本水平，以及稳定的盈利性，我们认为汽车金融行业的个体信用质量将维持稳定。其 2023 年最大挑战在于如何实现健康的业务增长。

目前国内大型汽车制造商信用质量稳定，支持汽车金融公司子公司的能力强。因此，我们预计汽车金融公司的主体信用质量将保持稳定。

关注

— 汽车金融渗透率及汽车销售情况对业务增长的影响。

分析师

邹雪飞
北京
eric.zou@spgchinaratings.cn

徐嘉川
北京
jiachuan.xu@spgchinaratings.cn

杨建成
北京
allen.yang@spgchinaratings.cn

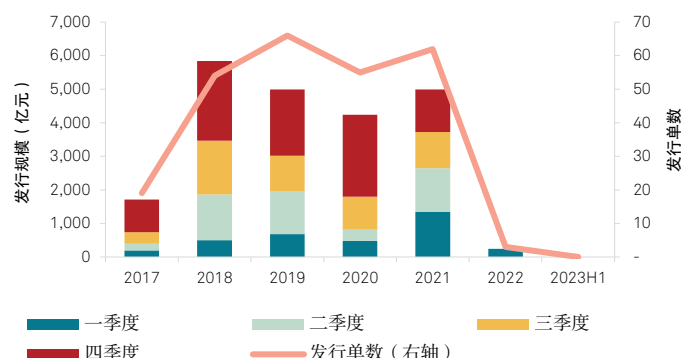
李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

RMBS

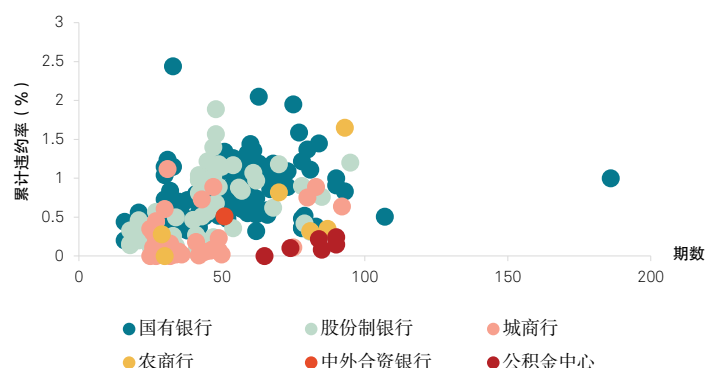
结构融资

“提前还贷潮”影响有限，行业信用质量保持稳健

2017年至2023年二季度RMBS发行情况



各类型发起机构RMBS累计违约率



注：上图数据截至 2023 年二季度末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

考虑到当前大部分银行个人住房抵押贷款的准入门槛较高、信审及贷后管理严格，结合房地产市场“三稳”的政策环境以及 RMBS 项目基础资产的特点和交易结构特征，我们认为存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现在 2023 年下半年将会继续保持稳定。

截至 2023 年二季度末，大部分已发行 RMBS 项目基础资产的累计违约率均保持在 1.5% 以内。2023 年上半年出现了“提前还贷潮”，我们认为主要是因为受当前宏观经济环境，存量和新增房贷利差扩大，借款人的投资渠道选择也较为有限等多维度影响。随着银行加快处理之前积压的早偿申请，叠加春节效应，RMBS 产品的早偿率在上半年整体有所上升，而不同发起机构和不同项目的早偿率上升速度也存在差异。早偿率的上升幅度整体仍在我们初始评级的压力测试范围内，因此我们认为标普信评所评的 RMBS 项目的基础资产信用表现仍将保持稳健。

RMBS 项目优先级证券通常采用的逐期摊还机制保证了在资产端低违约的情况下逐期增加的劣后级增信。RMBS 早偿率的上升一方面加速了优先级证券的偿付速度，另一方面也会影响到优先级证券的超额利差和期限。我们观察到，标普信评所评的 RMBS 项目证券端大多为浮动利率，加上项目存续期内超额抵押的持续增加以及优于评级假设的违约率表现，能在一定程度上缓释正利差下早偿率上升对优先级证券造成的压力。我们认为，RMBS 项目的证券信用表现亦将在 2023 年下半年保持稳定。

我们认为 2023 年下半年 RMBS 市场发行规模及节奏仍有较大不确定性。2023 年上半年尚未有 RMBS 项目发行，2022 年仅在一季度发行了三单 RMBS 项目，发行规模较 2021 年下降 95% 左右，是自 2015 年以来的历史新低。我们认为，受房地产行业市场环境和经济政策导向等因素的影响，2023 年下半年 RMBS 市场发行规模及节奏仍有较大不确定性。虽然房贷利率处于下行通道，近期出台的各项政策措施有利于个人住房按揭抵押贷款市场，但居民对住房按揭抵押贷款的需求并未快速回暖，长期影响仍有待观察。在上游市场并未复苏的前提下，未来的 RMBS 发行情况仍将受制于相关宏观政策、商业银行资产负债表管理的需求以及行业产品结构的创新变化。

分析师

张恩杰

北京

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

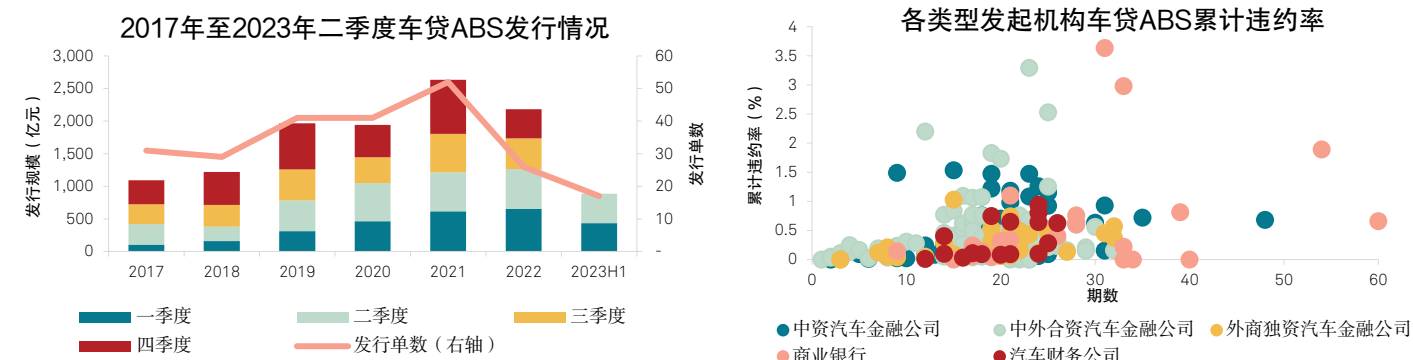
关注

- 2023 年仍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，房地地理位置集中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。
- 持续关注利率变化对个人住房抵押贷款早偿情况的影响，以及对 RMBS 证券的影响。
- 针对房地产市场的各项支持举措能否有效传导至个人住房抵押贷款市场，进而影响 RMBS 证券发行情况。

车贷 ABS

结构融资

资产信用表现分化，证券信用质量保持稳定



注：上图数据截至 2023 年二季度末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

随着越来越多的消费者通过贷款或融资租赁购车，我们认为整体汽车金融业务渗透率将有所上升。在宏观经济承压的背景下，车贷 ABS 体现出了小额分散类资产的抗风险性。我们预计，2023 年下半年存续车贷 ABS 项目的资产信用质量和产品表现都将继续保持稳定。

截至 2023 年二季度末，大部分已发行车贷 ABS 项目基础资产的累计违约率均保持在 2% 以内；经济环境承压对市场的短期冲击导致近年来资产逾期率的攀升和波动，但整体逾期率仍处于较低水平。车贷 ABS 项目的早偿率在今年上半年以来亦有所波动，但由于车贷产品的期限、发起机构的贴息政策不同等因素，各个项目的早偿表现有所差异。我们认为，2023 年下半年车贷 ABS 项目的基础资产整体信用表现将保持稳定，但在不同的发起机构、不同类型的入池资产之间将持续分化，这将与各发起机构的客群定位、促销政策、风控审批等紧密相关。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环境、社会和公司治理（ESG）领域的支持，中国车贷 ABS 市场将增添更多的“绿色”元素。

车贷 ABS 项目的增信措施包括优先/次级、超额抵押、超额利差以及流动性储备等，通常具备较为充足的信用增级水平且产品期限相对较短。我们预计，2023 年下半年存续车贷 ABS 项目的证券信用表现仍将保持稳定。

我们观察到，车贷 ABS 的发行速度较上年有所减缓，不同发起机构可能受到不同的内外部因素影响，包括融资渠道的成本差异、汽车销售及贷款规模的下滑和内部系统的升级改造等。我们预计 2023 年车贷 ABS 的整体发行规模将会下降，发起机构仍以汽车金融公司为主。车贷 ABS 已经是中国资产证券化市场的重要组成部分，投资人对车贷 ABS 产品的认可度也越来越高，我们认为未来汽车金融产品和交易结构会出现更多的创新设计，市场参与机构也将更加多元化。

关注

- 关注各项促进汽车消费政策对汽车市场和车贷供需状况的影响。关注新《汽车金融公司管理办法》的落地对汽车金融公司在产品设计、风险控制等方面产生的影响。
- 随着汽车金融业务向三四线城市及农村区域下沉，部分机构可能因汽车销量承压或行业竞争激烈而放松放贷要求，加上更多创新产品和采用弹性还款方式的资产入池，或将导致证券化资产质量恶化。我们预计不同类型发起机构的资产表现可能进一步分化。
- 关注宏观经济承压背景下车贷 ABS 资产的逾期率及早偿率的波动。

分析师

施蓓蓓

北京

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

周侃

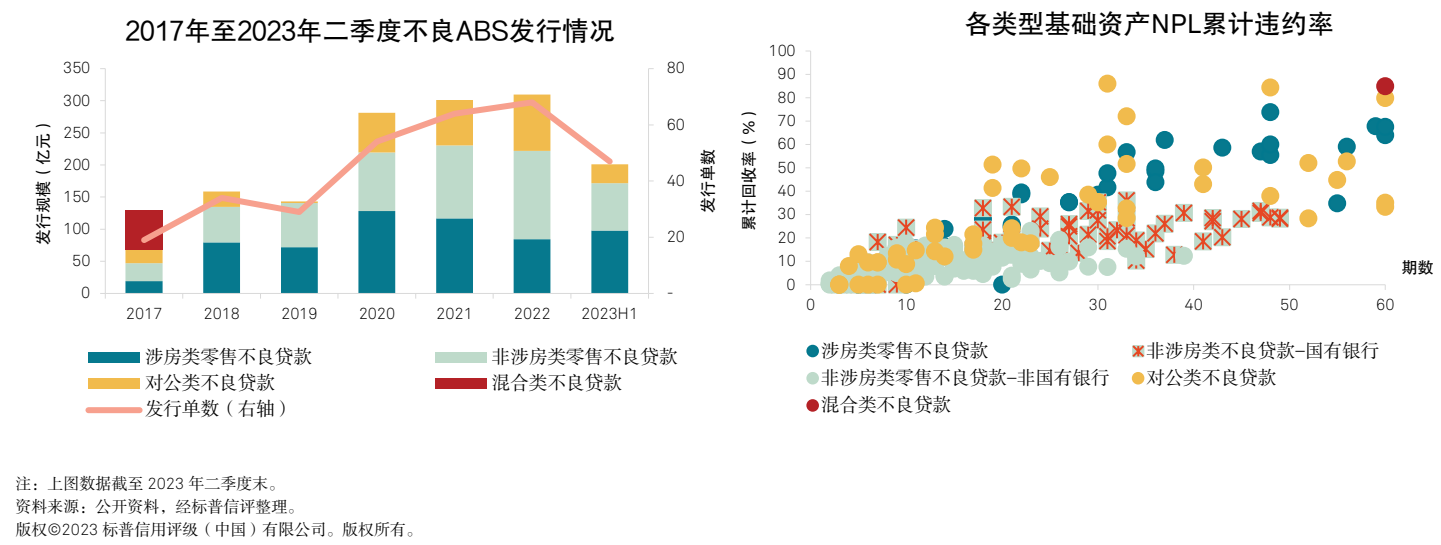
北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

不良资产证券化

结构融资

发行规模创同期新高，证券信用质量保持稳定



展望

2023 年上半年以来，不良资产证券化发行规模相比同期大幅上升，我们认为这与宏观经济承压的背景有关。一方面，发起机构（主要是银行）在宏观经济承压的背景下会产生更多的不良资产，为不良资产证券化的发行提供了更多的基础资产；另一方面，随着不良资产规模的上升，银行出于对资产负债表和相关指标的管理将其证券化的诉求也趋于上升。我们认为在整体经济承压环境中上述趋势短期内不会发生逆转，不良资产证券化供给端动力仍将保持。

基于其较为充足的超额抵押及相对较短的存续期，标普信评认为不良资产证券化产品的优先级证券信用质量保持稳定。具体到不同类别的资产，我们观察到涉房类不良证券化产品通常有着相对更少的增信支持（2023 年上半年新发涉房类零售不良的加权平均优先级增信为 63.31%，非涉房类零售不良贷款同期的加权平均优先级增信为 92.44%），我们认为这一差异体现了房产抵押物所提供的回收增信。截至 2023 年 6 月 30 日，涉房类零售不良贷款项目对应的加权平均累计回收率在 37%左右，这与非涉房零售不良贷款项目 15.34%的加权平均累计回收率有着显著差异。我们预计，2023 年下半年不良资产证券化的基础资产仍将以个人零售类不良贷款为主；不同机构、不同产品的分化趋势或将更加明显，其中涉房类零售不良贷款的回收表现仍将处于较好的水平。

相比于正常资产的证券化，不良资产证券化通常有着较多的劣后增信以吸收原本已被纳入不良的基础资产损失的现金流。信用类不良资产证券化产品由于不涉及抵押物的处置及相对较低的回收预期，优先级证券的存续期限也较短，通常情况下在一年之内即会兑付完毕，如此短的风险暴露期也进一步稳定了优先级证券的信用质量。我们认为，这一特点在 2023 年下半年将继续在不良资产证券化中得以保持。因此我们预计，2023 年下半年存续不良资产证券化产品的证券信用表现仍将保持稳定。

关注

— 根据不良资产证券化基础资产的抵押情况及押品类型，关注抵押物处置回收情况是否符合预期，同时关注不同区域经济环境及市场的活跃度是否会影响抵押物的处置。

— 在宏观经济增速放缓的情况下，不同发起机构的催收流程及针对不同资产类别的催收策略变化，以及由此对回收率所产生的影响。

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。

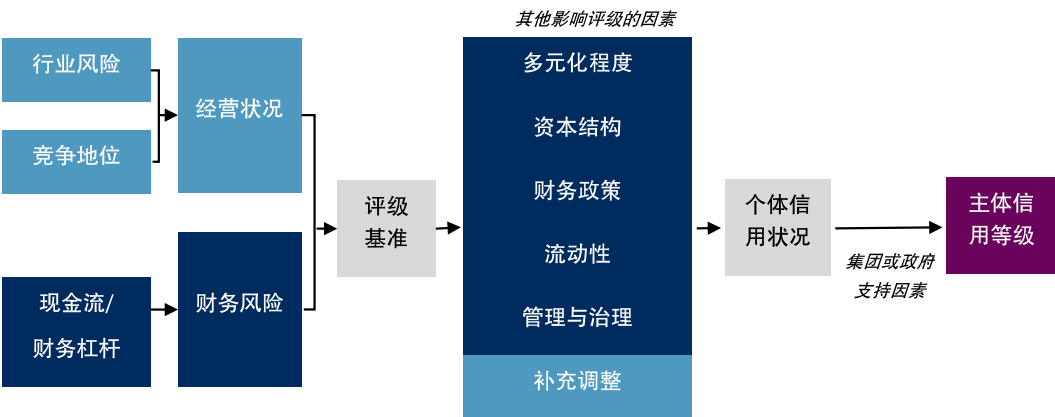
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

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 and 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。

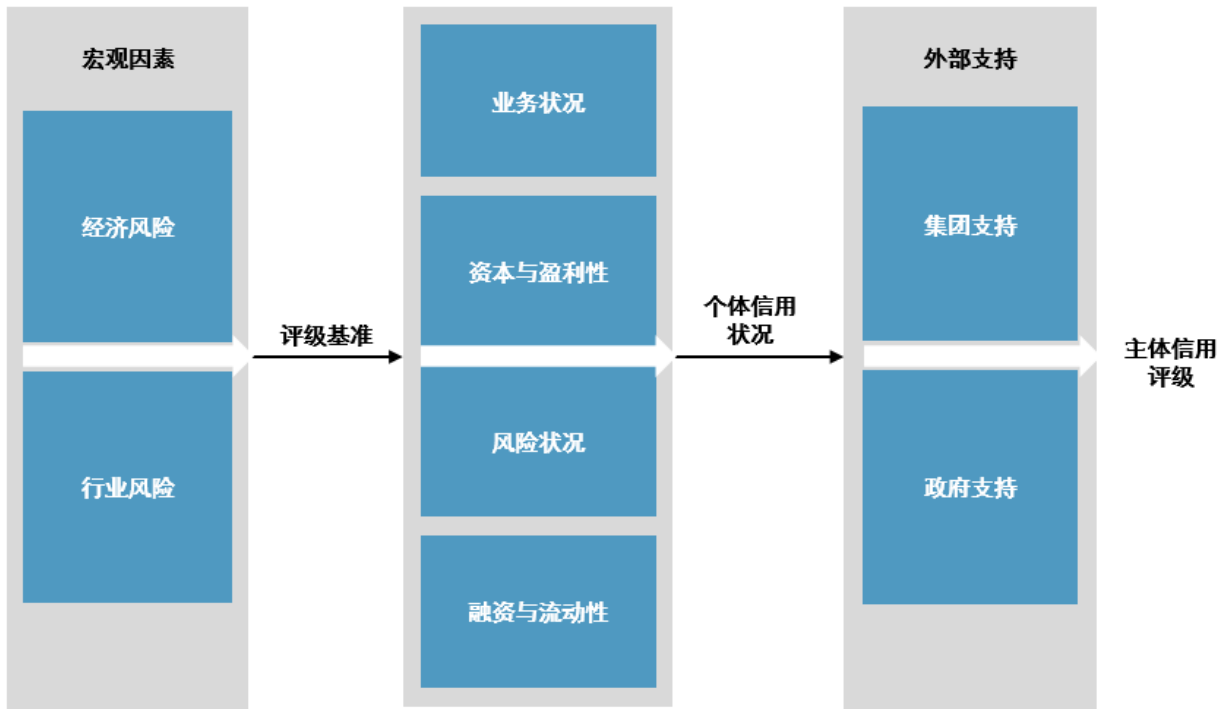
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

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）。

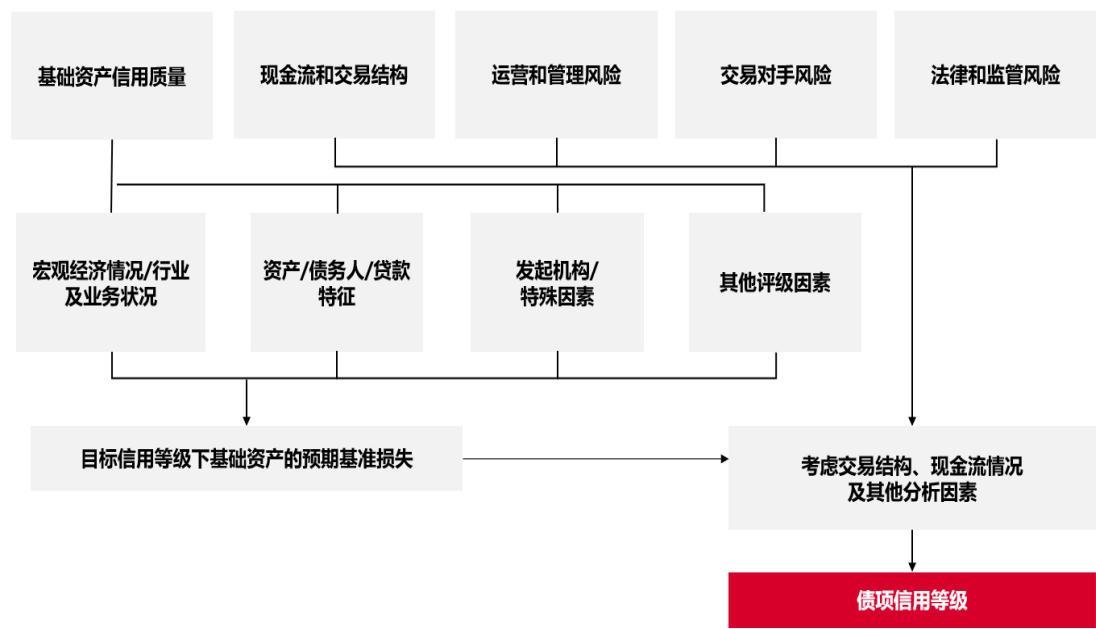


金融机构评级方法论框架



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

宋汝君 市场业务部负责人 icing.song@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 市场总监 jun.liu@spgchinaratings.cn	徐枫 市场副总监 eric.xu@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 2023 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。