

标普信评

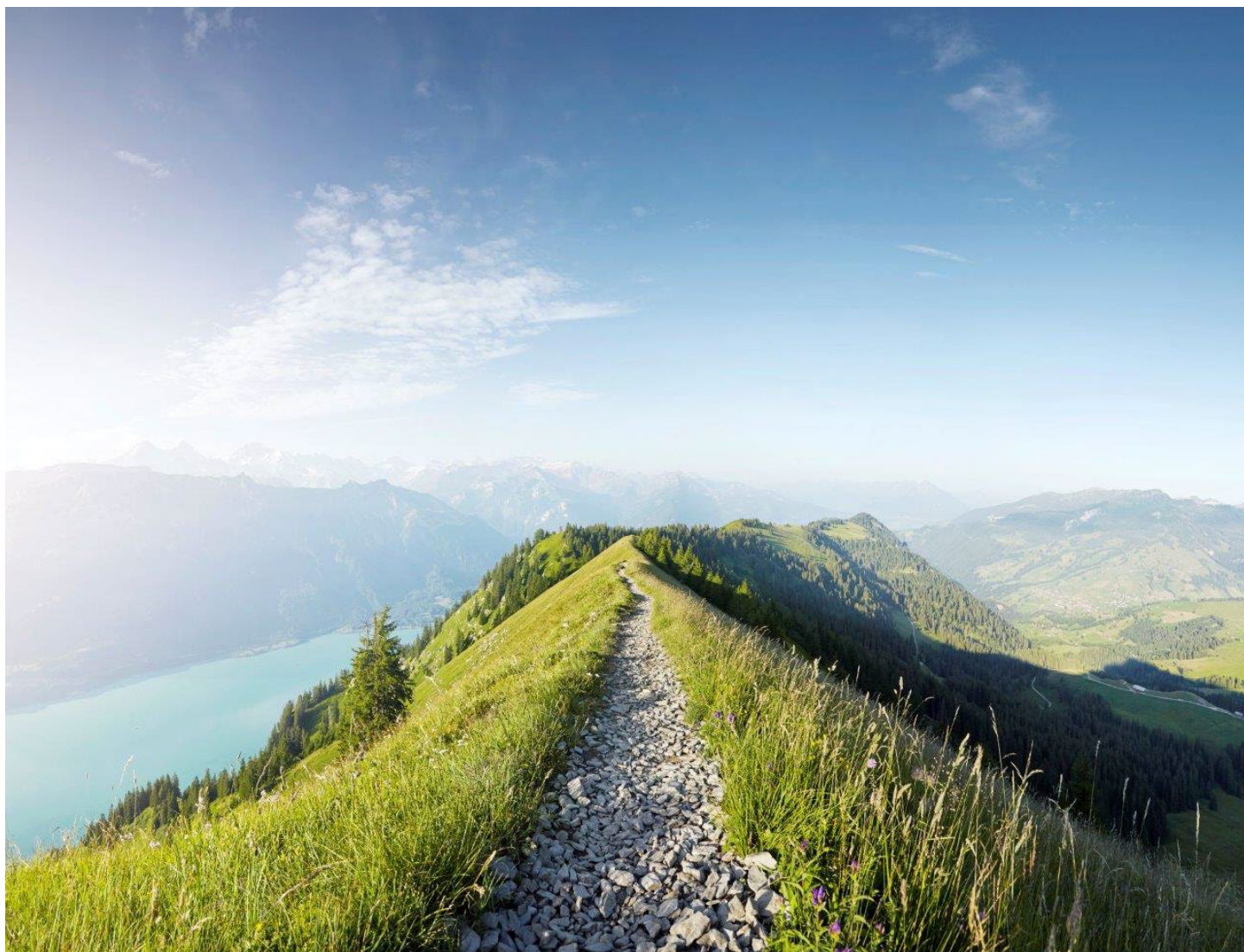
S&P Global

China Ratings

拨云见日向新行

标普信评 2024 年中期行业信用发展趋势

2024 年 7 月 8 日



目录

卷首语.....	3
行业信用趋势概览	5
城投	8
房地产开发.....	10
交通基础设施	12
钢铁	13
化工	15
煤炭	16
有色金属	17
火电	18
清洁能源发电	19
建筑工程施工	20
工程机械	22
整车制造	24
航空公司	26
商业银行	27
证券公司	29
RMBS	31
车贷 ABS.....	32
消费贷 ABS	33
不良资产证券化.....	34
阅读须知	35
工商企业评级方法论框架.....	36
金融机构评级方法论框架.....	37
结构融资评级方法论框架.....	38
商务团队列表	39

卷首语

要点

- 房地产政策将进一步聚焦稳市场、去库存，对于根本改善市场预期、彻底扭转新房销售颓势仍需较长时间才能起效；行业需求仍然受制于居民加杠杆能力不足和购房信心偏弱。
- 城投公开债信用风险可控，但地方财政压力凸显叠加新增融资受限，城投企业仍将面临较大的流动性压力。
- 交通基础设施、航空公司、有色金属行业需求将持续恢复以及火电行业容量电价政策的实施将使这几个行业企业的利润率有所提升。
- 整车制造和清洁能源行业价格竞争压力的增加将使行业内企业的盈利能力下降，同时持续的资本投入将使企业的杠杆率上升。
- 商业银行和证券公司的利润率面临压力，但资本均充足。

我们预计 2024 年中国 GDP 增速将达到 4.8%，未来三年增速将维持在 4.5%左右的水平，政府将以保持每年 5%的增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复，出境旅游支出也于近期呈现快速增长的态势。国内商品价格和行业利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。我们认为，中国经济增长既面临内部风险，也有外部风险，内部风险主要是房地产市场的持续疲软，外部风险在于供应链的加速调整以及与主要贸易伙伴国之间关税等贸易/投资壁垒的加大。

我们预计，2024 年中国商品房销售额将在 2023 年的基础上回落 15%左右，相较 2023 年末下降 5%左右的预期下调；全年商品房销售额将降至 9.5-10 万亿元，对比 2021 年全国商品房销售额 18 万亿的峰值将下降近一半；建安投资支出仍将下滑，新开工面积将维持低迷，保交楼仍为建安投资的主要支撑力。如果商品房销售持续超预期下跌，行业内企业整体将面临严峻的流动性考验，这并不因房企所有制形式的不同而异。在此背景下，增量资金的注入对于缓解房企流动性压力非常重要。

在中央化债政策托底下，城投公开债信用风险可控，但地方财政压力凸显叠加新增融资受限，城投企业仍将面临较大的流动性压力，部分区域非标违约、票据逾期等风险事件仍将频发。我们预计下半年城投债务“化存量、控增量”的政策大方向不会改变，城投融资政策仍将延续偏紧态势；中央层面难有新增的重磅化债政策出台，地方化债进入深水区；地方政府对区域城投的潜在支持能力仍将边际减弱。

上下游行业由于供求格局的不同，未来盈利前景也不同。我们预计，建筑工程施工和资本品行业仍将受房地产行业影响需求低迷，盈利能力下降；钢铁和化工行业仍处于供需两弱局面，利润处于低位徘徊状态；煤炭和清洁能源发电行业受产品价格下降的影响，利润率有所收窄，但整体仍处于较好水平；整车制造行业因为激烈的竞争导致价格下降、利润率收窄，利润率水平呈逐年下降趋势；交通基础设施和航空公司受出行的持续恢复影响，盈利能力将继续向好；有色金属和火电行业分别由于需求的恢复以及容量电价政策的实施支撑产品价格的提升，行业内企业的盈利能力将改善。

金融机构方面，商业银行和证券公司的盈利能力均将继续减弱。我们预计 2024 年国内商业银行业净息差较上年会下降 20-25 个基点，营业收入和信用成本的恶化会影响其盈利能力。房地产行业的风险不会构成银行业系统性风险，但仍将主要影响房地产敞口大、资本韧性弱的中小股份制银行和城商行。证券公司各类主营业务均增长乏力，盈利能力将延续 2023 年的下降趋势，但低杠杆的经营特征为行业应对不利市场情景奠定了坚实基础。

结构融资产品的信用表现仍将保持稳定，但不同产品面临的压力不同。RMBS 基础资产早偿率整体处在上升通道，加速了优先级证券的偿还，需关注早偿对基础资产表现以及对存续证券兑付的持续影响；

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

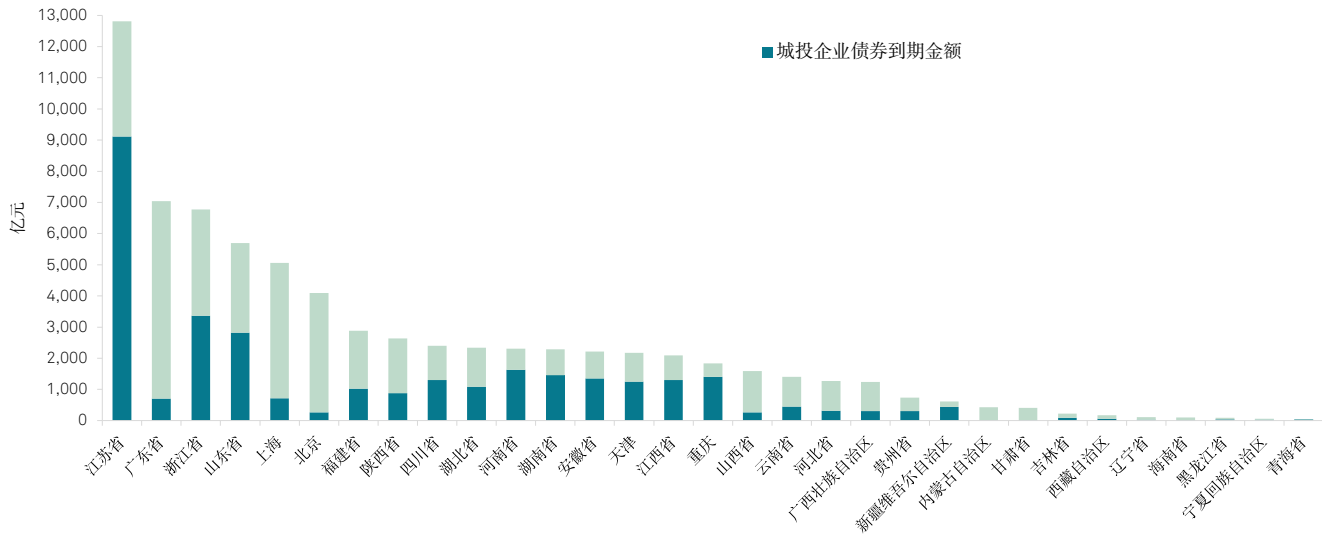
北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

受新能源汽车替代影响，需关注车贷 ABS 基础资产中新能源汽车入池占比的变化影响；消费贷 ABS 产品的贷款需求及信用表现逐渐承压，需关注各类发起机构不同产品的信用表现。

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。重庆、河南、湖南、江西、安徽、新疆等地城投债券在未来一年到期债券总额中的占比较高（超过 60%），虽然城投企业公开债券的再融资压力不大，但仍需关注区域底部城投企业非标违约等风险事件的发生。

不同区域未来一年债券到期情况分布



注：1.企业性质依据Wind分类，剔除中央国有企业和外资企业。债券类型包括商业银行债、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、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。剔除截至统计日债项评级为BB及以下债券。2.统计时间以截至2024年6月21日为基准。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024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	→	→	我们认为，虽然城投借新还旧基本不存在困难，但利息的偿付以及非标债务的化解，仍是地方政府及城投企业面临的挑战。预计下半年地方债务化解进入深水区；土地出让金下滑趋势未见好转，地方财政压力凸显，城投企业仍将面临较大的流动性压力。我们认为，在中央化债政策托底下，下半年城投公开债信用风险可控，但非标违约、票据逾期等风险事件仍将频发。
房地产开发	↘	↗	我们预计，2024 年商品房销售额将回落 15%左右。全年销售面临压力的主要原因在于：高线城市需求预期偏弱，交易热度可持续性有待关注；二手房对新房的挤出效应显著；低线城市库存高企、需求不足；政策起效时点或存在滞后性。“幸存”房企杠杆比率仍有上升压力，主要由于销售疲软导致利润率仍在下滑，资产减值压力不小，保持一定拿地强度也将令房企债务规模维持平稳。
交通基础设施	↗	→	随着居民出行的持续恢复，2024 年交通运输量将进一步增长；随着 2023 年末一万亿国债的发行，基建将成为重要抓手，预计行业仍将保持较大规模的资本开支；地方政府对交通基础设施企业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	→	↗	我们预计，2024 年下半年钢铁行业将延续供需双弱格局，利润仍在低位徘徊，行业财务杠杆继续承压。我们认为，供给约束能够在一定程度上促进行业利润的修复，但景气反转需要时日。主要发债钢铁企业韧性仍强于供给侧改革前夕，但部分企业盈利能力不佳、债务负担较重，财务压力明显上升，信用质量承受压力。
化工	→	→	我们预计，2024 年化工行业仍将处于周期底部，主要拖累因素仍在需求端，房地产、基建、汽车等主要下游市场的修复恐不及预期，将导致化工行业需求持续疲软。同时行业内部分细分领域龙头企业仍在逆势扩张，或令供需格局承压。
煤炭	↘	↗	我们预计，2024 年下半年煤炭价格进一步下降的空间有限，全年价格中枢将有一定下行，但仍然处于历史相对高位，行业景气度仍维持良好。受益于相对较高的长协价，煤炭企业利润虽有所收窄，空间依然良好，行业杠杆水平小幅上升，信用质量维持稳定。
有色金属	↗	→	2024 年下半年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将有所上行，行业内企业的利润空间有望小幅改善，整体信用质量将保持稳定。
火电	↗	→	我们预计，2024 年下半年，火电企业的成本端将保持相对平稳，发电量稳步增长，盈利规模有所提升，同时，容量电价政策的实施有助于提升煤电企业的盈利稳定性。尽管在电源建设方面存在一定的资本开支，但业内企业的财务杠杆能够维持稳定，强有力的政府支持也将助力业内企业保持良好的信用质量。
清洁能源发电	↘	↗	我们预计，2024 年下半年，随着电力市场化改革的深入，清洁能源发电企业面临的电价竞争压力将会增加，这将一定程度上减弱清洁能源发电企业的盈利能力，但相对于火电企业仍存在盈利优势。伴随着对电源建设的积极投入，行业的整体杠杆水平或将进一步走高。尽管如此，业内企业以央企及地方性国企为主，强有力的政府支持将有助于清洁能源发电企业信用质量的平稳。

建筑工程施工	↘	↗	我们认为，2024 年下半年建筑工程施工行业仍将延续上半年的情况，行业面临的增长压力较大，不同业务类型企业在业务规模、资金周转效率等方面将延续分化趋势。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。房建订单占比高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业，在业务量和营运资金方面将面临较大的压力。
工程机械	↘	→	我们预计，2024 年下半年将延续上半年的态势，工程机械行业的整体信用风险将与 2023 年持平，企业之间信用质量分化加大。我们认为，虽然 2024 年行业仍将承受销量下行压力，但降幅会明显收窄，更新周期重启行业内销回暖将是主要动因。以挖掘机为代表的工程机械产品销量有望在年底逐步走出周期谷底，全年销量将止跌。我们预计，2024 年工程机械企业的财务风险将与 2023 年持平，随着行业销量跌幅的收窄，行业企业收入规模将逐步企稳，这有助于企业信用质量企稳。
整车制造	↘	↗	我们预计，2024 年下半年汽车销量仍将保持上半年的态势，全年汽车销量将呈个位数增长，新能源渗透率继续提高，出口带来新增量。整车制造企业利润率承压，一方面，行业竞争加剧，“以价换量”下价格战仍将延续；另一方面，新能源汽车偏低的毛利率、较高的研发投入和销售费用以及错综复杂的出口环境将侵蚀企业的利润。车企的杠杆率或将上升，行业内企业信用质量呈分化态势。
航空公司	↗	↘	2024 年下半年航空公司的盈利和现金流将继续改善，国际航线复苏将是主要驱动因素。现阶段行业杠杆的改善将主要由盈利反弹驱动，飞机购置方面的资本支出压力令债务水平难以显著回落，资本支出相对缓和的航司杠杆改善更明显。外部支持依然有力，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	↘	→	我们预计 2024 年银行业净息差下降约 20-25 个基点，由于信用成本压力继续，所以总体盈利性较 2023 年会有一定下降。银行业资本仍然充足，存款业务很稳定，银行融资与流动性情况良好。对于高风险银行，由于政府支持以及银行自身稳定的融资，未来 12 个月违约风险不高。
证券公司	↘	→	我们预计国内资本市场行情不会有明显好转，证券公司各类业务的收入都有下降压力。虽然收入下降，但通过降薪裁员，人力成本下降，净利润下降幅度可能小于收入下降幅度。我们预计 2024 年行业净资产收益率在 5% 以下。证券公司杠杆低，信用风险敞口可控，虽然盈利性承压，但未来 12 个月的信用质量仍然能保持稳定，违约风险不高。

结构融资

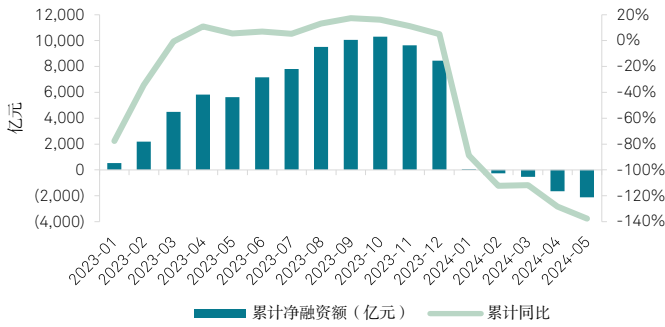
行业	基础资产信用质量 (正面、稳定、负面)	存量证券信用表现 (正面、稳定、负面)	信用要点
RMBS	→	→	受央行 2023 年出台的房贷利率政策以及 2024 年 5 月的房贷利率政策影响，叠加宏观经济和银行政策的双重作用，RMBS 基础资产早偿率整体处在上升通道，加速了优先级证券的偿还。关注早偿对 RMBS 基础资产表现以及对存续证券兑付的持续影响。
车贷 ABS	→	→	车贷 ABS 的发行自 2022 年以来持续下滑，我们认为这与以传统燃油车贷款为主的基础资产受新能源汽车发展挤压有关，该趋势反映了汽车行业的整体结构转换。关注新能源汽车贷款入池占比增加，以及产品创新和分化带来的信用影响。
消费贷 ABS	→	→	2024 年上半年，消费贷 ABS 发行规模较上年同期下降明显。我们认为，在当前的经济环境下，消费贷款需求及信用表现逐渐承压。发行规模或将出现拐点。关注各类发起机构不同产品的信用表现，以及超额利差对信用增级的影响。
不良资产证券化	→	→	由于相对较短的存续期和较厚的信用增级，不良资产证券化产品整体上的信用质量表现较为稳定。在发行规模上，2024 年与去年同期基本持平，下半年有望发行更多的产品。

城投

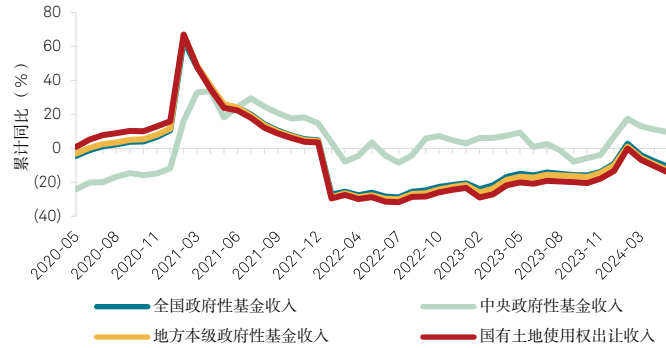
工商企业

城投流动性压力不减，地方化债进入深水区

全国城投债融资持续净流出



政府性基金收入下行压力明显



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，虽然城投借新还旧基本不存在困难，但利息的偿付以及非标债务的化解，仍是地方政府及城投企业面临的挑战，预计下半年地方债务化解进入深水区；土地出让金下滑趋势未见好转，地方财政压力凸显，城投企业仍将面临较大的流动性压力。我们认为，在中央化债政策托底下，2024 年下半年城投公开债信用风险可控，但非标违约、票据逾期等风险事件仍将频发。

我们预计，2024 年下半年城投融资政策仍然延续偏紧态势，城投债融资净流出规模将扩大，部分城投再融资压力较大。随着 35 号文出台，城投企业再融资政策趋严，城投主体实行名单制管理，名单内企业仅能借新还旧且不包含利息，新增债券融资审批受限。根据 wind 数据，2024 年 1-5 月，城投债融资净流出 2115 亿元，已连续四个月走弱。但受益于资产荒及降息预期，城投债利差仍然延续下行趋势，尤其是青海、宁夏、贵州、云南、辽宁等弱区域利差收窄尤为明显。我们认为，城投债务“化存量、控增量”的政策大方向不会改变，城投融资政策大概率延续偏紧态势，预计下半年城投债融资仍将呈现净流出状态，并且流出规模将继续扩大。同时，我们也注意到，在新增融资需求难以满足的情况下，部分城投只能转向非标、境外债等低成本融资，其偿债付息风险不容忽视。

我们预计，一揽子化债仍是 2024 年下半年的主基调，地方债务化解进入深水区。随着一揽子化债方案，以及 35 号文、47 号文、14 号文的相继出台，本轮化债框架已基本确定，特点是自上而下、央地联动、对重点省份倾斜资源，同时化债措施更加具体。在化存量方面，一是通过隐性债务显性化，如发行特殊再融资债置换隐债；二是金融机构协助化债，通过以国有大行为主的金融机构对城投短期、高息债务进行展期和置换，拉长期限、降低成本。在控增量方面，重点化债省份严控基建项目投资，新增融资受到严格限制。2024 年以来，特殊再融资债发行放缓，但各地金融化债出现较多新的尝试。重庆、宁夏、广西陆续有银行贷款置换城投非标融资的案例落地，广西获得中央应急流动性贷款额度，贵州发行首只“统借统还”城投债券，内蒙古各盟市与银行签约降低存量贷款利息等，这些不仅体现各地积极响应落实一揽子化债政策，也体现出中央对重点化债省份的支持。我们预计下半年中央层面难有新增的重磅化债政策出台，地方债务化解进入深水区，各地政府将因地制宜，逐步落实一揽子化债措施，但化解进度与地方财政、各地金融资源、中央政策支持力度等有关，区域分化较大。

我们预计，2024 年下半年土地出让难言好转，地方财政将继续承压，地方政府对区域城投的潜在支持能力仍将边际减弱。2024 年 1-5 月，全国一般公共预算收入同比下滑 2.8%，政府性基金预算收入同比下降 10.8%，跌幅较 1-4 月进一步扩大，地方财政下行压力明显。我们预计，2024 年中央将维

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺
 北京
 yi.gong@spgchinaratings.cn

持较为宽松的货币政策和积极的财政政策，同时专项债增发以及超长期特殊国债的发行将托底地方基建投资，经济增长仍较可期。但房地产行业仍在寻底过程中，下半年土地市场难有明显的好转，地方政府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。我们预计，在中央化债政策托底下，城投公开债信用风险可控，但地方财政压力凸显叠加新增融资受限，城投企业仍将面临较大的流动性压力，部分区域非标违约、票据逾期等风险事件仍将频发。

关注

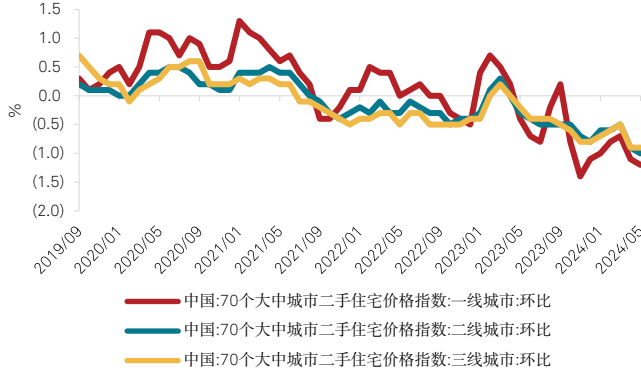
- 土地财政持续承压叠加新增融资受限，部分区域城投流动性压力凸显，非标违约、票据逾期等风险事件可能仍将频发。
- 关注中央化债支持政策的延续性和边际调整。

房地产开发

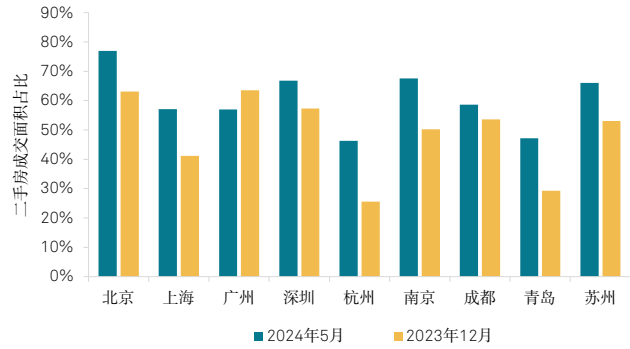
工商企业

政策聚焦去库存，销售回稳仍有阻力

70个大中城市二手住宅价格指数:环比



核心城市二手房交易占比继续上升



资料来源：国家统计局，各地房管局，Wind，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，在“房地产市场供需关系已发生深刻变化”的大背景下，430 政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，这标志着下一阶段房地产政策将进一步聚焦稳市场、去库存，但对于根本改善市场预期、彻底扭转新房销售颓势仍需较长时间才能起效。当前需求最大的瓶颈仍然在于居民加杠杆能力不足和购房信心偏弱，这些因素与居民对经济增长、就业稳定及收入前景的预期息息相关，改善不会一蹴而就。

我们预计，2024 年下半年房地产行业将在新一轮政策的引导下继续寻底，全年商品房销售额将在 2023 年的基础上回落 15%左右，相较 2023 年末下降 5%左右的预期下调；全年商品房销售额将降至 9.5-10 万亿元，对比 2021 年全国商品房销售额 18 万亿的峰值将下降近一半。当前市场的核心变量在于新一轮政策刺激的效果，我们的基本判断是，本轮政策的效果主要在于缓和新房下跌的斜率，而不是扭转方向，政策着力点依然在高线城市。全年销售企稳将面临三重压力：一、市场悲观情绪蔓延至东部城市及高能级城市，房价持续下探削弱购房者信心；二、市场交易结构已悄然发生变化，二手房及保障房等多种房源对新房的挤出效应明显；三、低线城市库存高企、需求不足为政策效果带来隐忧。

我们预计，房地产开发行业建安投资支出仍将下滑，新开工面积将维持低迷，保交楼仍为建安投资的主要支撑力。在销售、拿地等先行指标并未改善的背景下，新开工面积难有起色，较大的库存压力亦将抑制新开工增速，令其维持两位数跌幅。在房地产融资协调机制的支撑下，保交楼将继续发力，净停工面积将回落，对施工面积构成一定正面支撑。受销售复苏动能偏弱、房地产开发到位资金紧缩、房企投资信心不足的影响，下半年土地投资仍将处于下行通道。结构上，土地市场将继续演绎分化行情，房企投资将聚焦去化确定性较大的一二线热点城市，低线城市的土地市场则面临无人问津的困境。

我们认为，房地产行业经过深度调整，既往的行业竞争格局已被彻底打破，行业将在新旧迭代中迈向新格局，在此过程中行业呈现的四大趋势值得关注。一、国有房企成为行业主导者。部分地方国企凭借融资优势在热点城市加大投资力度，实现了土储能级和销售规模的双跃进，竞争地位有所提升。二、土储质量为王。当下市场的需求形势和政策着力点均利好土储重点布局高能级城市的房企，房企的销售表现关键看土储是否压准热点城市。三、非国有房企仍将面临如何“活下去”的考验。短期内，通过经营性物业贷款、出售非核心资产等手段，房企可以增加一定再融资空间，缓解流动性压力。但更长期看，流动性警报能否解除仍将取决于销售的企稳，以及融资支持政策的力度。四、“幸存”房企

分析师

张任远
 北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪
 北京
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王璜
 北京
Huang.wang@spgchinaratings.cn

的杠杆水平仍有上升压力，这主要由于销售疲软导致利润率仍在下滑，资产减值压力不小，保持一定拿地强度也令债务规模维持平稳。

最后，在新房销售深度探底的过程中，我们认为行业的流动性压力值得关注。如果销售持续超预期下跌，行业整体将面临严峻的流动性考验，这并不因房企所有制形式的不同而异。在此背景下，增量资金的注入对于缓解房企流动性压力非常重要。政策围绕疏解房企资金压力进行了一系列尝试和努力。例如，“白名单”融资协调机制旨在为符合条件的项目注入资金，“以旧换新”、收储存量房、回购闲置土地等举措也有助于房企回笼现金流，改善流动性。我们将对上述政策的作用范围和落地效果保持持续关注。

关注

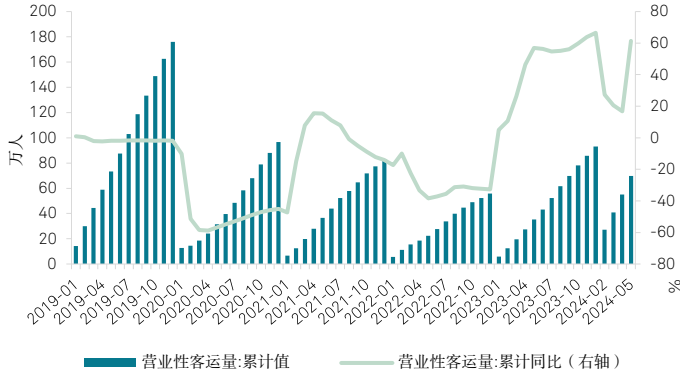
- 新一轮房地产救市政策对新房销售的刺激效果。
- 土储质量。新的需求形势对房企的精准布局能力、资金运作实力提出了更高的要求。融资能力一般的民营房企在未来的优质土储竞争中或力有不逮，恐逐渐拉开与同梯队国有企业的距离。
- 房企流动性压力。如果新房销售持续超预期下跌，行业整体将面临严峻的流动性考验。

交通基础设施

工商企业

交通运输量保持增长，地方政府支持仍较强

2024年营业性客运量持续恢复

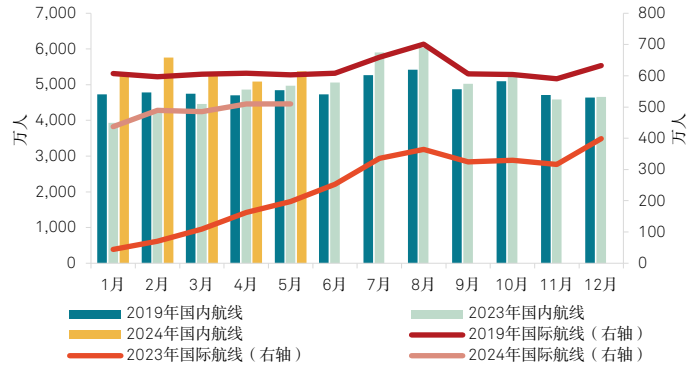


注：营业性客运量为公路、铁路、水路、民航客运量之和；2024 年 1 月营业性客运量数据未披露。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2024年民航国际客运量恢复明显



展望

我们预计，随着居民出行的持续恢复，2024 年下半年交通运输量将持续增长；交通基础设施投资将继续成为投资增长主要动力之一，而超长期特别国债的发行将提供稳健资金，预计行业仍将保持较大规模的资本开支；地方政府对交通基础设施企业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。

2024 年上半年，在铁路客运量和民航客运量强劲恢复拉动下，国内营业性客运量快速增长；货运量增速则保持平稳。我们预计，下半年行业整体增长态势将保持不变。

高速公路行业：我们预计，2024 年下半年高速公路车流量将保持增长，行业企业的收入与现金流也将继续改善。虽然企业受历史和存续资本开支影响，整体杠杆水平仍然较高，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：随着民航客运量继续恢复，我们预计，2024 年下半年民航客运需求将持续增长，机场企业的收入和利润将持续修复。在国际航班数量增加、签证和出入境政策优化等有利因素影响下，未来国际航线旅客运输量仍有较大的上升空间。受益于地方政府较强的支持力度，机场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，2024 年下半年全球商品贸易仍然呈现复杂多变的态势，但在国内需求的支撑下，内贸货物运输及原材料进口需求保持稳定，全国港口货物吞吐量将呈现上升趋势。港口企业整体盈利能力将保持稳健，同时受益于地方政府较强的支持力度，港口企业的信用质量将维持稳定。

关注

- 国际航线恢复情况和国际贸易环境。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

邓灵

北京

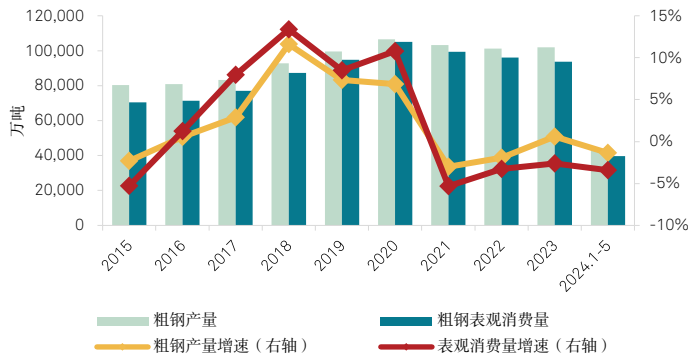
ling.deng@spgchinaratings.cn

钢铁

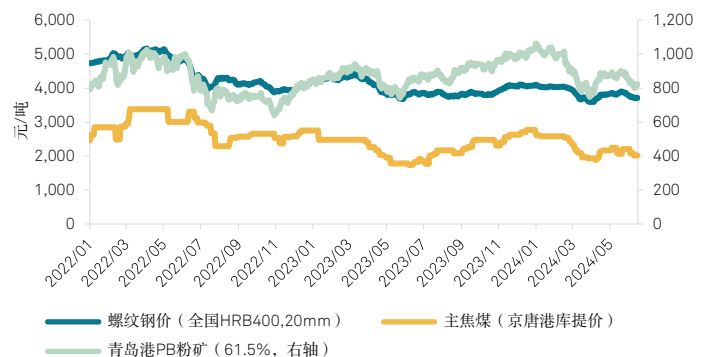
工商企业

供需双弱，利润低位徘徊，财务杠杆继续承压

行业呈现供需双弱格局



行业利润或难明显修复



资料来源: Wind、标普信评。
 版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年钢铁行业将延续供需双弱格局，利润仍在低位徘徊，行业财务杠杆继续承压。本轮周期下行受到需求不足、供给过剩、原材料价格高企等因素的共同作用，我们认为供给约束能够在一定程度上促进行业利润的修复，但景气反转所需时日或较长。主要发债钢铁企业韧性仍强于供给侧改革前夕，但部分企业盈利能力不佳，债务负担较重，财务压力明显上升，信用质量承受压力。

我们预计，2024 年下半年钢铁行业需求前景在地产行业的拖累下仍不乐观。2024 年 1-5 月，钢铁行业的主要下游表现中，房地产仍然构成主要拖累因素，新开工面积和房地产开发投资额分别同比下降 24.2% 和 10.1%；另一方面，基建固定资产投资、制造业固定资产投资、汽车、挖掘机产量等实现良好增长，同比增速分别为 6.7%、9.6%、6.6 和 4.6%。钢铁行业出口延续上年的较高水平，1-5 月钢材出口量同比增长 24.7%，对钢铁整体需求构成重要补充。我们认为，房地产行业刺激政策的释放对稳定钢材需求具有积极意义，但政策从销售端传导至建设端的链条和周期较长，而房地产行业销售复苏前景仍不明朗，短期内地产用钢量或仍呈下滑趋势。但乐观的因素是，由于近年地产用钢量持续下滑，房建用钢比重已较前期高位明显下降，而基建和制造业的贡献持续上升，我们预计这或将逐步对冲地产用钢需求疲弱的影响。

我们预计，在需求不足、产能依然过剩的背景下，产能产量双控政策将常态化发挥指导作用，利润下行压力驱动自律性减产力度加强。从需求、供给、成本三个维度来看，供给或是 2024 年行业利润修复更为关键之所在，供给端的约束一方面有助于缓解供过于求的局面，另一方面对于原材料价格有一定的抑制作用。近年来，国家在行政层面持续对钢铁行业产能和产量实施管控，行业新增产能受到严格限制。2024 年以来，国家对于钢铁产量的调控方向不单纯聚焦于产量压减，而是更重视结构性的优化调整。受到行业利润深度下行因素影响，今年行业自律性控产力度有明显加大，2024 年 3 月和 4 月全国粗钢单月产量同比分别下降 7.8% 和 7.2%。我们预计，在产量调节手段的作用之下，2024 年下半年粗钢产量仍将呈现收缩态势。螺纹钢全年均价预计在 3,800-4,000 元/吨，供需双弱局面使钢铁企业利润修复仍不明显，行业财务杠杆料将继续承压。

我们认为，在下游需求动能趋缓、结构调整步伐加快的背景下，未来钢铁企业竞争的着眼点将更多地向技术创新、产品性能等方面转移，能够不断提升产品力的钢铁企业将在行业发展中展现更强的韧性。在本轮下行周期中，缺乏成本和产品优势、设备规模小、环保不达标的中小型钢铁企业将面临被加速

分析师

王雷
 北京
 Lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
 北京
 Di.jiao@spgchinaratings.cn

淘汰的风险，行业产能进一步出清。更具规模和资金优势的头部企业会开展更多兼并重组动作，行业集中度仍会继续上升，这将有利于提高头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

关注

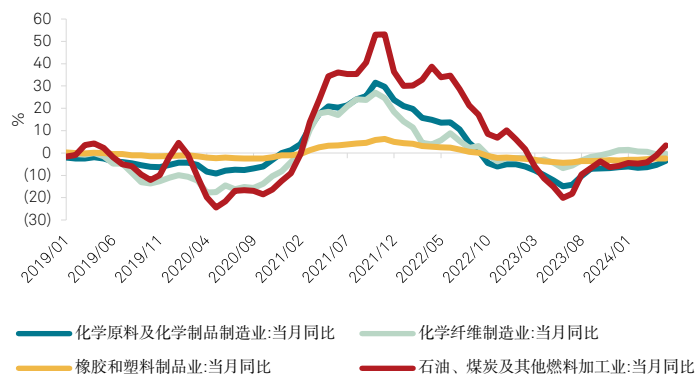
- 若需求超预期下滑，钢价深度下跌，企业利润和现金流将进一步承压。
- 资本开支、收并购支出大幅增加可能抬升企业杠杆水平，增大财务风险。
- 地缘政治风险加剧对全球大宗商品价格波动的影响。

化工

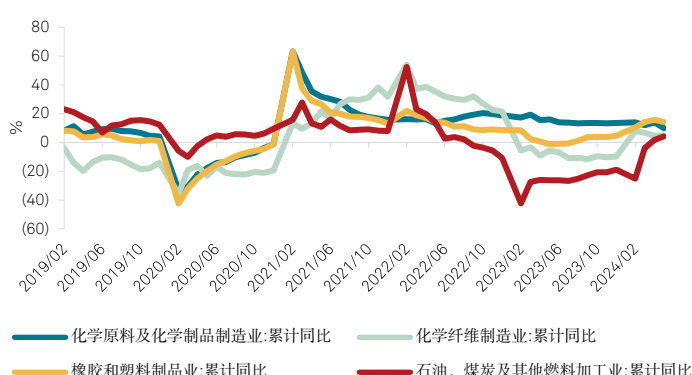
工商企业

行业景气度将持续低迷

化工行业PPI仍处于负值



化工行业固定资产投资增速维持低位



资料来源：Wind，国家统计局。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年化工行业仍将处于周期底部，主要拖累因素仍在需求方面，房地产、基建、汽车等主要下游市场的修复恐不及预期，将导致化工行业需求持续疲软。同时行业内部分细分领域龙头企业仍在逆势扩张，或令供需格局承压。

在成本端，我们预计 2024 年下半年原油、煤炭、天然气等原料价格将小幅回落，但总体价格中枢仍会维持在较高水平，能够为化工品价格提供支撑。但需要持续关注地缘政治纷争对大宗商品价格的扰动，过高的能源价格将冲击化工企业的利润空间。

在需求端，我们预计 2024 年下半年行业需求将持续呈现低迷态势，主要原因在于房地产、基建和汽车等主要下游市场的增长前景不容乐观。目前需求不振是化工行业的周期运行核心驱动因素，房地产行业企稳、宏观经济增长动能复苏，将有望带动化工行业拐点出现。

在供给端，我们预计 2024 年下半年细分行业龙头在新增产能方面的持续布局有利于行业集中度进一步提升，但可能对供需格局造成一定压力，同时在行业较为低迷时仍进行大规模资本开支的企业将面临一定财务杠杆压力。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。从中长期来看，高端化工新材料是主流发展方向，安全环保政策是行业产能扩张的硬约束，这有利于资本实力较强的龙头企业维持其市场地位。

关注

- 下游需求的修复情况。
- 在地缘政治风险上升的情况下，能源价格变动对化工企业盈利水平的影响。

分析师

王雷
 北京
 Lei.wang@spgchinaratings.cn

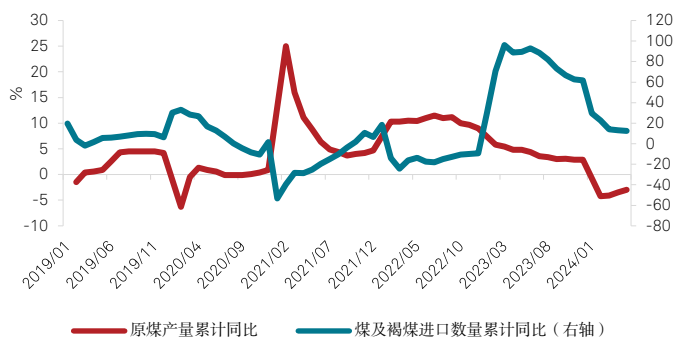
张晓
 北京
 Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

煤炭

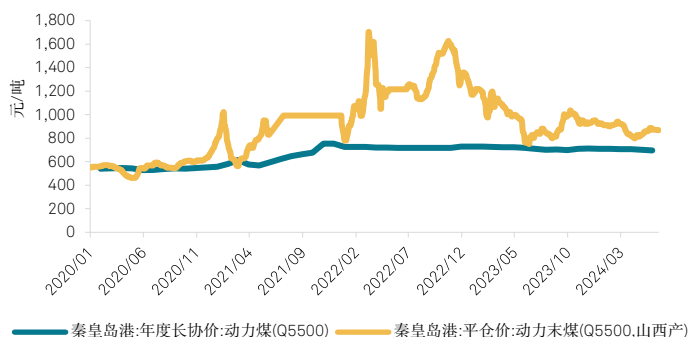
工商企业

利润空间有所收窄，行业景气度依然良好

行业供需格局相对平衡



煤价有所回落，煤企盈利空间仍然良好



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年煤炭价格进一步下降空间有限，全年价格中枢有一定下行，但仍然处于历史相对高位，行业景气度仍维持良好。煤炭企业利润有所收窄，但受益于相对较高的长协价，空间依然良好，行业杠杆水平小幅上升，信用质量维持稳定。

我们预计，2024 年下半年煤炭行业仍会延续保供的主基调，供需格局将保持相对平衡。供给方面，前期核增产能释放已较为充分，同时安监措施加强对供给形成一定制约，全年原煤产量较上年或难有明显增量。2024 年 1-5 月，全国原煤产量累计同比下降 3%，山西、陕西、内蒙古、新疆等主要煤炭产地原煤产量同比增速分别为-15%、1.4%、2.7%和 6.6%，其中山西在“三超”治理政策背景下减量明显。我们预计，海外煤炭将继续作为供给的重要补充，进口规模或保持高位。需求方面，我们预计 2024 年全社会用电量将保持健康增长态势，煤电在保障电力安全供应方面持续发挥关键作用，电力用煤对动力煤需求仍有支撑，而焦煤需求受钢铁行业疲弱影响或有所下降。虽然煤炭供应强度收敛，但需求亦相对温和，电厂库存充分，处于近年来的相对高位，下半年或有季节性、阶段性供需错配，但全年行业供需格局料将较为平稳。

我们预计，在迎峰度夏、采暖季等用煤高峰期的支撑下，2024 年下半年煤炭价格进一步下降的空间有限，全年煤炭价格下降幅度相对温和，长协煤价格或能维持在 700 元/吨左右的较高水平，煤炭企业仍有较好的盈利空间。虽然煤炭企业在近三年积累了一定的资金，但我们注意到，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，企业间债务增减分化较为明显，部分企业债务规模在行业景气过程中进一步扩张。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将重新变得脆弱。高负债煤企的财务杠杆对周期变化更加敏感，而主动削减债务的企业在应对周期波动时能够表现出更强的韧性。

关注

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

分析师

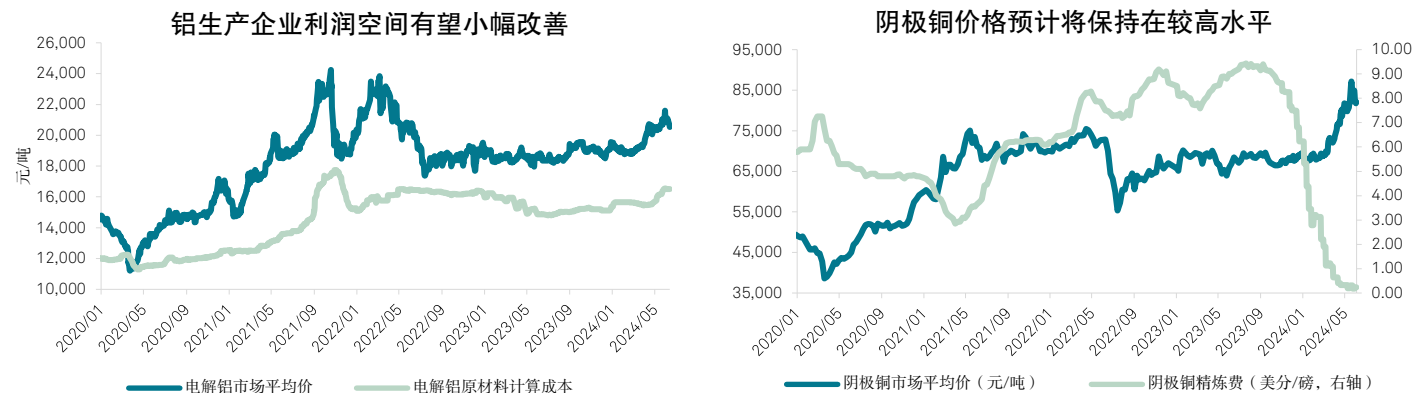
王雷
北京
lei.wang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
di.jiao@spgchinaratings.cn

有色金属

工商企业

企业利润空间有望小幅改善，信用质量将保持稳定



展望

我们预计，2024 年下半年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业的下游需求将持续回暖，产品价格将有所上行，行业内企业利润空间有望小幅改善，整体信用质量将保持稳定。

2024 年上半年，有色金属行业的下游需求保持复苏，部分金属价格表现出不同程度的上涨，行业整体景气度呈上升趋势。

我们预计，2024 年下半年随着稳增长政策的持续发力，有色金属行业产品价格将在下游需求持续回暖的带动下进一步恢复。铝方面，基建支持政策仍将对铝需求形成有力支撑，新能源汽车、绿色能源等产业需求的持续扩张将带动铝下游需求整体保持稳定的增长。同时，在工信部对总产能的限制，以及“双碳”政策的约束下，叠加云南枯水期限产常态化，铝供应增速仍将十分有限。供需缺口扩大有利于铝价小幅上升。铜方面，我们预计随着电网建设、居民消费等传统领域需求的恢复，以及风电、光伏等新能源领域需求的稳步增长，2024 年下半年精铜需求将有所增长。同时，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓，铜矿供应增幅有限，叠加矿山品位下滑及部分矿山停产，铜冶炼企业的冶炼加工费将维持较低水平。

我们认为，受下游需求回暖带动产品价格持续恢复的影响，2024 年下半年有色金属企业的盈利能力将较上半年小幅改善，企业信用质量将保持稳定。其中，铝生产企业将受益于原料价格的回落，以及供需缺口的扩大，利润空间有望小幅走阔，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。铜开采企业在阴极铜价格维持高位的情况下，盈利能力也将保持较好水平，有利于企业信用质量的稳定。

关注

- 下游需求恢复弱于预期，企业利润空间收窄。
- 部分地区受枯水期、电力供应紧张等因素影响限电频发，电解铝复产不及预期。
- 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。

分析师

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

庄秀权

北京

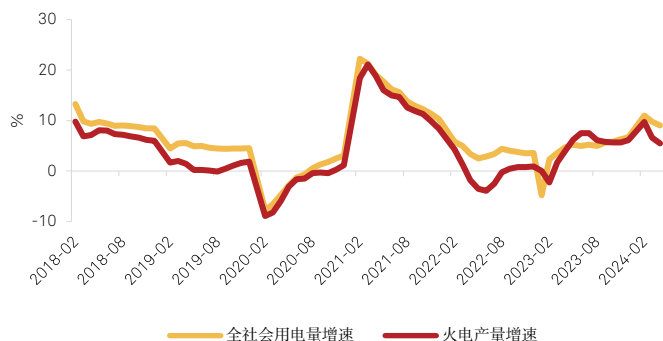
xiquan.zhuang@spgchinaratings.cn

火电

工商企业

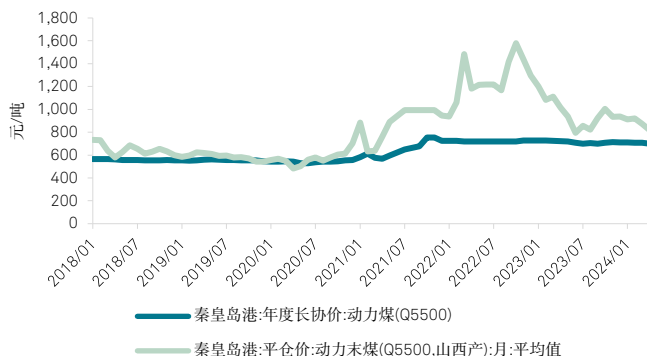
盈利能力提升，外部支持有力，信用质量稳定

2024年全社会用电量增速预计为6%-8%



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

煤炭价格走势



展望

我们预计，2024 年下半年，火电企业的成本端将保持相对平稳，发电量稳步增长，盈利规模有所提升，同时，容量电价政策的实施有助于提升煤电企业的盈利稳定性。尽管在电源建设方面存在一定的资本开支，但业内企业的财务杠杆能够维持稳定，强有力的政府支持也将助力业内企业保持良好的信用质量。

从成本端看，我们预计，2024 年下半年煤炭价格降幅有限，火电企业的原料成本有望保持平稳。从需求端看，预计 2024 年我国全社会用电量将保持可观增长，火电作为电力压舱石，发电量有望实现平稳增长。2024 年 1-4 月，我国全社会用电量同比增长 9%，火电发电量同比增长 5.5%。

我们认为，2024 年起实施的煤电容量电价政策肯定了煤电的支撑调节作用，有助于煤电从基荷电源向调节电源转型，通过对煤电固定资产投资成本给予补贴，容量电价政策提升了煤电的盈利稳定性和现金流稳定性。

我们预计，火电企业在电源建设方面仍有一定的资本开支需求，这可能继续推升企业的债务规模，但盈利能力的提升有助于其杠杆水平企稳，同时，业内企业以央企和地方性国企为主，能够获得有力的外部支持，融资渠道较为畅通。

关注

- 清洁能源消纳对火电机组利用小时数的影响。
- 容量电价政策的执行情况以及其对煤电企业盈利情况的影响。

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

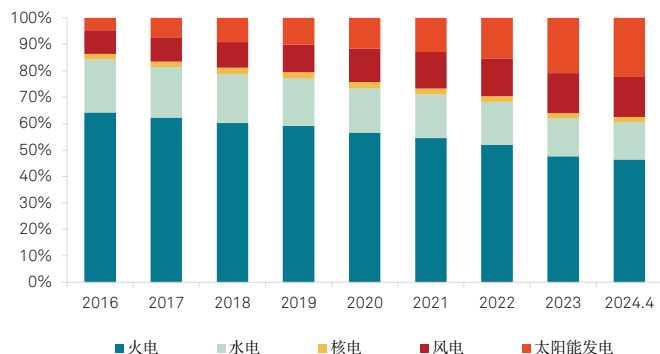
曹艺馨
 北京
 yixin.cao@spgchinaratings.cn

清洁能源发电

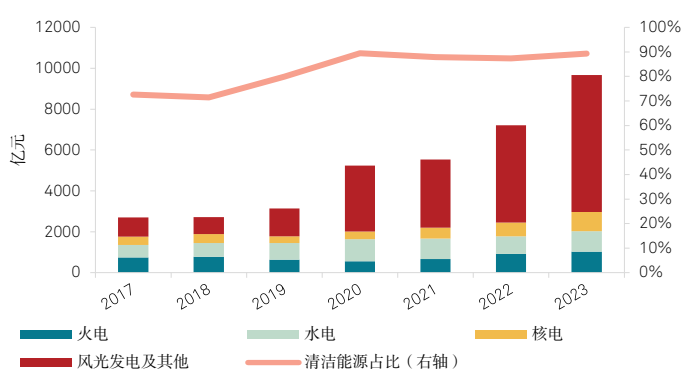
工商企业

竞争加剧，资本开支较大，外部支持有力

电力装机总容量：清洁能源占比逐年提升



电源工程建设投资完成额：清洁能源约占9成



资料来源：国家能源局，Wind，标普信评整理。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年，随着电力市场化改革的深入，清洁能源发电企业面临的电价竞争压力将会增加，这将一定程度上减弱清洁能源发电企业的盈利能力，但相对于火电企业仍存在盈利优势。伴随着对电源建设的积极投入，行业的整体杠杆水平或将进一步走高。尽管如此，业内企业以央企及地方性国企为主，强有力的政府支持将有助于清洁能源发电企业信用质量的平稳。

我们注意到，绝大多数已披露 2023 年平均上网电价的风光发电企业在过去一年都经历了电价下跌，主要原因系平价和竞价上网项目增多、市场化交易规模扩大。2023 年，我国新能源市场化交易电力 6845 亿千瓦时，占新能源总发电量的 47.3%，同比提升 8.9 个百分点。我们预计，这一趋势在未来一年内仍将持续，一定程度上将会减弱业内企业的盈利能力。

我们认为，在政策推动下，2024 年下半年清洁能源发电企业的投资将继续保持活跃，资本开支仍将保持较高规模，这将进一步推升行业债务规模和杠杆水平。2023 年，清洁能源占我国电源工程建设投资完成额的比重接近 9 成，同期太阳能发电、风电装机增速分别高达 55.2% 和 20.7%。根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，我国非化石能源发电量比重将达到 39% 左右，2023 年这一比重为 34.3%。我们预计，2024 年下半年，清洁能源装机，特别是风光装机，仍将保持较高的增长速度。

我们预计，业内企业的盈利能力将有所下降、杠杆水平或将进一步增长，但受益于清洁能源发电较低的现金成本，业内企业的付息能力仍然较强，加之业内企业以央企和地方国企为主，能够获得有力的外部支持，因而我们认为，未来一年，行业整体信用质量将保持相对稳定。

分析师

王雷
 北京
 lei.wang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
 北京
 yixin.cao@spgchinaratings.cn

关注

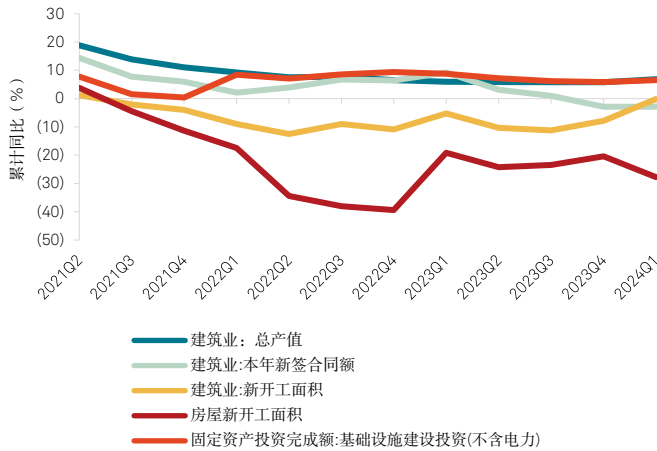
- 高额资本开支推升企业财务杠杆。
- 新能源补贴的发放情况。
- 行业竞争加剧，关注风光发电上网电价的变化情况。

建筑工程施工

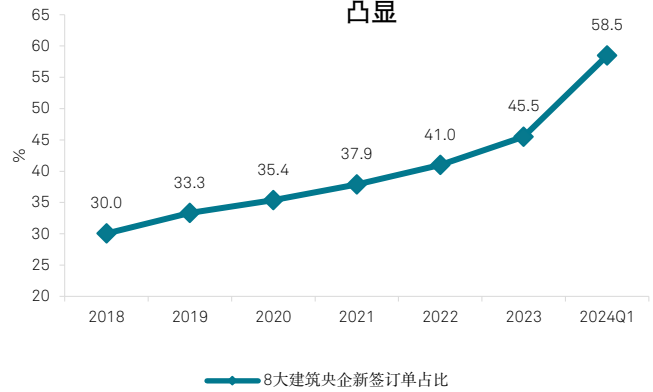
工商企业

行业面临收缩，内部分化加剧

建筑业已面临一定衰退风险



“基”进“房”退背景下，头部企业竞争优势凸显



注：8 大建筑央企包括中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学、中国能建、中国电建和中国中冶。
资料来源：Wind、国家统计局、标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2024 年下半年建筑工程施工行业整体面临一定收缩风险，不同业务性质的企业在业务规模、资金周转效率、盈利水平等方面将延续分化趋势。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，利润率将略有提升。房建订单占比高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业，在业务量和营运资金方面将面临较大压力。

我们预计，2024 年下半年建筑工程施工行业的新签订单将面临下滑，进而拖累未来 1-2 年建筑业总产值的增长，行业整体面临总量萎缩的风险。2023 年，建筑业新签合同额多年的增长趋势已终结并出现负增长，即使从单季度来看，此前多年也仅在公共卫生事件突发当季出现过该种情形，而 2024 年第一季度仍呈负增长态势。同期，建筑业总产值增速也持续多季出现下降，并且固定资产投资增速也低于上年同期。我们认为，除了受房地产行业新开工面积持续大幅下降影响外，这在一定程度上也与地方政府债券发行进度偏慢相关。我们预计，未来建筑业基建占比将持续提高，2024 年下半年房地产行业新开工面积仍将处于下滑态势，但基础设施投资状况随着下半年地方政府债券发行加快或将较 2024 年上半年有所改善。

我们认为，建筑工程施工行业内不同业务性质的企业在业务规模、资金周转效率等方面都将延续分化趋势。基础设施建设占比相对较高的大型建筑央企仍将受益于资金优势和基础设施投资额的增长，新签订单继续保持韧性且占比进一步提升，并凭借较强的话语权仍可以拥有良好的资金周转效率。地方国有企业的基础设施建设业务占比虽然也比较高，但业务区域相对集中于所在省域乃至市域，市场空间差异性较大。民营企业受制于基建类业务资质弱，业务规模将面临进一步的萎缩，同时受地产商大面积出现资金紧张而违约影响，工程款亦面临很大的回收风险，自身资金周转效率进一步下降，甚至面临流动性风险。

我们预计，2024 年下半年地方政府财政承压和房企资金偏紧的状况仍将普遍延续，建筑工程施工企业的“两金”回收仍处于高压状态。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升。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞
北京
Fred.wang@spgchinaratings.cn

我们认为，2024 年建筑工程施工行业的整体利润率仍将保持稳定，但不同企业间的分化程度将加大。我们预计，建筑工程施工行业的整体 EBITDA 利润率维持在 6%左右，由于基建类业务盈利状况优于房建类业务，基建业务占比高的建筑工程施工企业 EBITDA 利润率或将略有提升。

关注

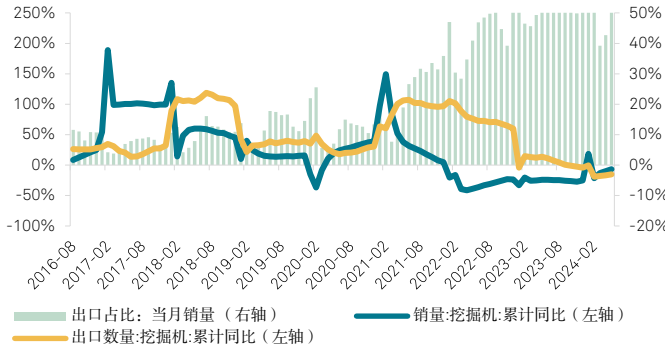
- 以房建为主要业务的建筑工程施工企业的业务转型和拓展情况。
- “两金”回收期较长的企业仍面临较大的资金周转压力。
- PPP 项目运营和回款情况。PPP 投资整体进入下半场，建筑工程施工企业更多将着眼于已投资项目的后续管理。我们认为，前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、投资项目整体质量不佳的建筑工程施工企业将面临较大的回款压力和偿债压力，尤其是项目所在地政府对于土地出让收入依赖程度高的企业。

工程机械

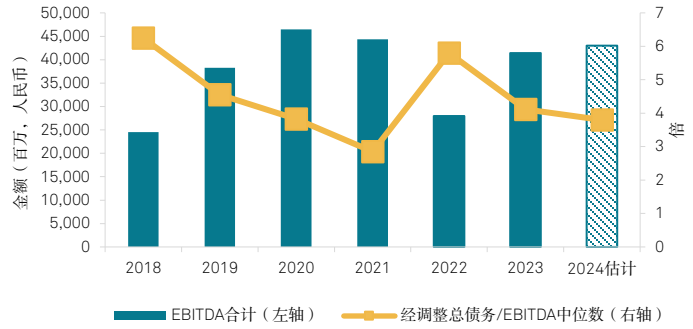
工商企业

更新需求助推销量降幅收窄，信用质量企稳

挖掘机销量收缩延续，出口增速趋缓



行业EBITDA规模回暖，杠杆水平将与上年持平



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©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年工程机械行业将延续上半年的态势，整体信用风险将与 2023 年持平，企业之间信用质量分化加大。我们认为，2024 年行业仍面临销量下行压力，但降幅会明显收窄，更新周期重启及行业内销回暖将是主要动因。以挖掘机为代表的工程机械产品销量有望在年底逐步走出周期谷底，全年销量将止跌。我们预计，2024 年工程机械企业的财务风险保持稳定，随着行业销量跌幅的收窄，行业企业收入规模将逐步企稳，这有助于企业信用质量企稳。但需要注意的是，目前建筑市场需求仍然低迷，客户的现金流状况并未好转，因此，延期支付租金的情况可能会更加频繁，进而增加企业担保回购负担。

我们认为，2024 年下半年工程机械国内销量将继续回暖，更新周期重启对冲新增需求的疲软。我们认为行业更新周期重启将使得国内销量止跌。以挖掘机为例，上一轮销量低谷出现在 2015-2016 年，而其使用年限在 7-10 年，由此推测，2024 年国内挖机更新需求将重启。我们预计 2024 年挖掘机自然更新需求规模将达到 9-10 万台，约占预计国内销售总量的 80%左右。政府鼓励引导设备更新的政策也有助于加速企业置换更新需求的落地。此外，我们预计基础设施建设投资仍将对经济起到托底作用，这将在一定程度上利好下游需求，而基础设施建设的加速将在一定程度上提振中大型挖掘机、装载机、平地机、推土机等基础设施建设机械的需求。但是我们仍然认为，国内新增需求不足将拖累行业的复苏势头。我们预计 2024 年房地产开发投资将持续萎缩，这将在一定程度上抑制工程机械销量的增长上限。

我们认为，2024 年下半年中国工程机械市场出口增速将有所放缓，不同产品、不同企业之间的增速将有较大差异。2024 年 1-5 月，挖掘机出口累计同比萎缩 15.1%，为挖掘机整体销量带来下行压力；装载机累计同比增速约 0.7%，也较 2022 年和 2023 年有了明显的放缓。我们认为，在高基数效应下，过去出口较多、市场较为成熟的挖掘机、装载机等产品的出口增速将有所放缓，而以推土机、起重机等为代表的其他品类仍将保持一定增速。同时，不同企业的出口表现也有较大差异，龙头企业凭借更强的产品研发和销售水平，出口表现优于行业平均水平。

我们预计，2024 年下半年工程机械企业财务风险将与 2024 年上半年基本持平，企业之间信用质量分化加大。随着 2024 年行业销量跌幅的收窄，行业企业收入规模将逐步企稳，这有助于企业信用质量的稳定。但我们预计行业企业盈利能力会出现分化。出口产品利润水平更高，出口表现、海外收入占比将决定企业盈利能力的走势。考虑到出口市场在政策和市场环境方面也将面临日益加剧的不确定

分析师

- 张任远
北京
Renyan.zhang@spgchinaratings.cn
- 王璜
北京
Huang.wang@spgchinaratings.cn

性，我们认为企业出口表现会有较大的差异。龙头企业将受益于更强势的海外市场表现及更出色的成本管控能力，盈利能力将优于其他企业。同时，需要注意的是，目前建筑市场需求仍然低迷，客户的现金流状况并未好转，因此，延期支付租金的情况可能会更加频繁，进而导致企业需履行的回购规模也可能上升。我们认为，在下行周期内，信用销售模式可能会引发更多的担保回购义务或坏账压力，从而加剧企业的流动性压力。

关注

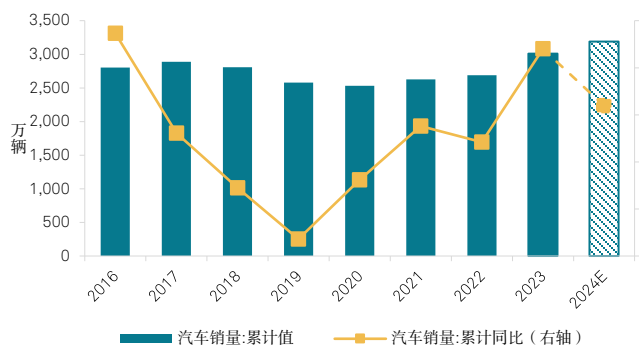
- 以挖掘机为代表的部分工程机械产品出口增速放缓明显，关注出口下行对企业盈利能力的影响。
- 目前建筑市场需求仍然低迷，客户的现金流状况仍在恶化，市场策略激进、风控水平欠佳的企业将承受更大的信用风险。

整车制造

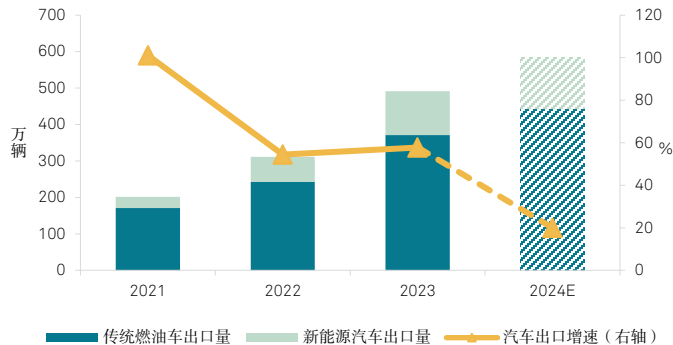
工商企业

国内竞争加剧，出口增速受限，车企利润率承压

汽车销量：预计2024年小幅增长



汽车出口持续带来增量，但增速下滑



注：E 为估计值。
资料来源：中国汽车工业协会、Wind、标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年汽车销量仍然维持上半年的态势，全年整体仍将呈个位数增长，新能源渗透率继续提高，出口带来新增量。整车制造企业利润率承压，一方面，行业竞争加剧，“以价换量”下价格战仍将延续；另一方面，新能源汽车偏低的毛利率、较高的研发投入和销售费用，以及错综复杂的出口环境，也将侵蚀企业的利润。车企的杠杆率或将上升，行业内企业信用质量呈分化态势。

我们预计，2024 年下半年全国汽车销量将与 2024 年上半年保持相同的态势，全年销量整体将较 2023 年小幅增长，新能源汽车销量增长将成为国内汽车销量的稳定器，汽车出口持续带来增量。我们预计，促消费政策将会延续，带动国内零售销量增长，新能源汽车在高基数的背景下销量增速将放缓，渗透率预计将在 40%左右，而燃油车市场仍将受到挤压，销量继续下滑。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，我国汽车出口仍将保持增长，但基于欧美均存在调整关税以保护本土企业的情况，中国车企的出海环境愈发复杂。

我们预计，大部分整车制造企业的利润率将承压。一方面，行业内竞争加剧，价格战仍将持续，同时主机厂或采取增加返利等方式维护经销网络，预计车企仍将牺牲单车收入以维持销量。另一方面，大部分传统整车制造企业新能源车型的盈利能力与燃油车型相比仍然偏弱，新能源车销量占比的提升或导致综合利润率承压；车企将保持较高的研发投入和销售费用；出口受限或导致海外收入、海外利润率下滑，从而侵蚀企业的盈利水平。我们预计，车企将继续推进出海计划，资本开支将呈温和上升趋势，这可能带动车企的杠杆率上升。

我们认为，整车制造企业的信用质量呈分化趋势。国有车企由于对所在地区经济、就业、国企利润等方面的贡献度较高，更容易获得资金、政策等方面的支持，它们通常对所在地区政府具有较高的的重要性，这有助于其维持稳定的主体信用质量。部分民营企业也能够凭借自身较强的竞争优势和现金流产生能力而拥有较强的抗压能力。而财务韧性相对较弱的民营企业在面临行业激烈的竞争、承压的利润率和持续较大的资本开支等压力时，主体信用质量或将弱化。造车新势力企业的财务状况依然脆弱，偿债能力普遍较弱，需要依赖外部输血，行业将迎来洗牌。

分析师

张任远
北京
Ren Yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Ke Xin.wang@spgchinaratings.cn

关注

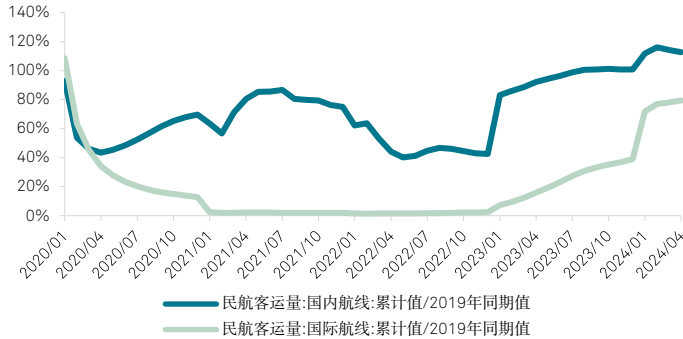
- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 整车制造企业新能源战略的进展，企业能否推出具有竞争力的车型，或者原有热门车型能否继续保持优势地位。
- 欧美对我国新能源汽车加征关税对车企出口量和出海战略的影响。

航空公司

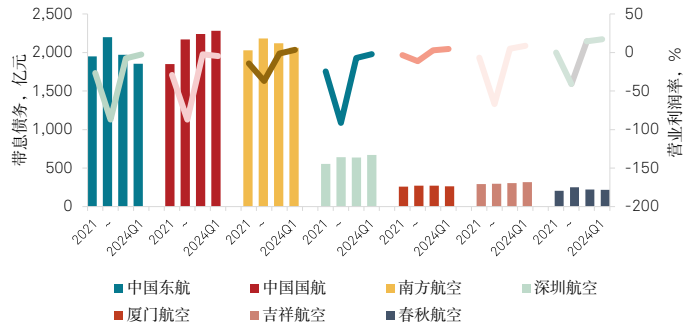
工商企业

国际航线回暖提速，盈利驱动杠杆回落

民航客运量加速复苏



航司盈利反弹强劲，短期内削债并不明显



注：右图柱子代表带息债务指标（左轴），折线代表营业利润率指标（右轴）。
资料来源：中国民用航空局，公司披露，Wind，标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2024 年下半年航空公司的盈利和现金流将继续改善，国际航线加速复苏或为主要驱动因素。目前行业杠杆的回落主要由盈利改善驱动，削债仍需要时间，航司杠杆水平将因资本支出压力的不同而产生分化。外部支持依然有力，企业信用质量将保持稳定。

我们预计，下半年国际航线的复苏将是推动航空公司现金流继续改善的主动力。2024 上半年国内航线客运量延续增长态势，需求由去年的恢复式增长转变为自然性增长，主要航司的可用座公里、收入客公里等经营指标明显超越 2019 年同期水平。与此同时，得益于国家层面扩大对外开放、简化签证和出入境政策等一系列利好因素，国际航线复苏按下快进键。截至 2024 年 4 月末，国际航线民航客运量已恢复至 2019 年同期的 8 成左右。根据国家移民管理局，今年一季度，全国移民管理机构累计查验出入境人员超 1.4 亿人次，同比上升 117.8%，其中内地居民、港澳台居民、外籍人员同比分别上升 114.9%、100.4%、305.2%。我们预计，在扩大对外开放政策和跨境旅游回暖的共同推动之下，国际航线的复苏趋势将延续，复苏具备较大空间，这将助力航空公司的现金流进一步改善。

我们预计，现阶段行业杠杆的改善将主要由盈利反弹驱动，飞机购置方面的资本支出压力令债务水平难以显著回落，资本支出相对缓和的航司杠杆改善更明显。2024 年第一季度，航司经营业绩修复，盈利指标强劲反弹：三大航上市公司大幅减亏或扭亏为盈，民营航司盈利扩大。但航司带息债务规模并未显著下降，这主要由于飞机购置的资本开支拉长了削债过程，这一点在三大航体现的更为明显。截至 2023 年末，三大航集团层面的带息债务较 2019 年末增长超千亿元，其最新的飞机采购资本支出合计超 2500 亿元，约为 2023 年经营性现金流的 2.3 倍。一些地方性及民营航空公司的资本支出相对缓和，其杠杆水平的改善也会更加显著。

我们预计，尽管行业偿债指标的彻底修复仍需时日，但强有力的外部支持将支撑企业信用质量维持稳定。金融机构的融资支持也将一如既往，再融资渠道和成本方面的优势将增强航空公司的财务韧性。

关注

- 国际航线复苏进展。
- 飞机购置相关的大额资本支出制约航司削债进度。
- 油价高位震荡，航司成本端承压。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

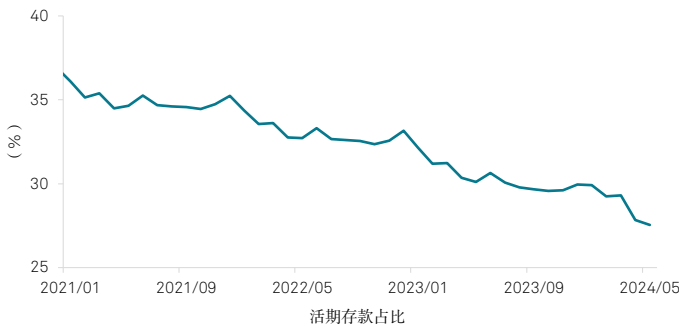
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

商业银行

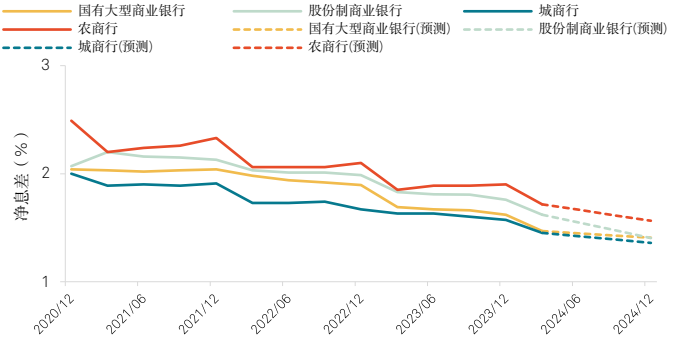
金融机构

息差和盈利继续走弱，融资稳定和政府支持态度保证了高风险银行的正常经营

住户存款和非金融企业存款中活期存款占比变化



银行业净息差下降趋势



注：2024 年净息差为标普信用预测值。
资料来源：中国人民银行，国家金融监督管理总局，标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

银行业净息差收窄压力继续。从 2021 到 2023 年三年间，国内商业银行的净息差共下降了 39 个基点，从 2021 年的 2.08% 下降到 2023 年的 1.69%，其中 2023 年净息差较上年下降 22 个基点。2024 年一季度，净息差同比下降 20 个基点，环比下降 15 个基点。我们预计 2024 年国内商业银行业净息差较上年会下降 20-25 个基点。

近年来银行业净息差显著下降的主要原因包括：1) 资产和负债端市场利率的变化，尤其是 LPR 和存款利率之间利差的变化；2) 银行负债端结构的变化，主要是存款定期化趋势明显；3) 银行资产端结构的变化，高收益的零售贷款占比下降；4) 2023 年下半年存量房贷的利率下调，2024 年 5 月起取消按揭贷款利率下限；5) 城投化债方案的执行，导致城投贷款利率下降；6) 问题资产的付息能力下降。

受净息差收窄影响，2023 年银行业收入下降，2024 年收入下滑趋势仍在继续。2023 年上市银行营业收入同比下降 3.58%，2024 年一季度同比下降 1.72%。

虽然房地产风险还在持续，但由于银行业房地产贷款敞口不大，即使是在很悲观的压力情景下，我们认为房地产开发风险也不会构成银行业系统性风险。截至 2023 年末，国内上市银行的对公房地产贷款占总贷款的 5.25%。对于大部分主流银行，房地产风险仅构成短期盈利性压力，并不影响资本充足性。由于房地产敞口大而导致资本韧性显著下降的银行主要是部分中小性股份制银行和城商行。

随着化债方案的实施，商业银行城投敞口的信用风险可控，我们预计在短期不会发生严重的城投拨备压力，但是化债措施带来城投贷款利率显著下降，加剧了银行息差压力，影响银行盈利。

银行净息差收窄、信用成本压力持续，导致银行业盈利性弱化。但对于大部分资产质量良好、资本充足的银行，盈利性弱化并不会对其资本充足性造成显著负面影响，信用质量仍然能够保持稳定。

公众认为银行存款的安全性很高，虽然部分中小银行资本和资产质量恶化，但其存款稳定性并未受到明显影响。在房地产投资、股票投资、信托产品投资风险加大，收益率不及预期的背景下，更多的资金转化为存款，尤其是定期存款。

分析师

杨建成
北京
allen.yang@spgchinaratings.cn

李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

我们认为政府对银行业的支持态度保持不变。由于净息差下降严重，高风险银行通过自身盈利化解风险的可能性下降，政府救助是化解风险的主要途径。中央政府非常重视防范化解金融风险，压实地方政府责任。所以我们预计未来会有更多的地方政府救助当地高风险银行。

友好的流动性环境、稳定的存款基础和政府支持态度为高风险中小银行化解风险争取到了更多的时间。未来 12 个月高风险银行违约风险可控。但是，高风险银行彻底化解资本困境的方式和时间表仍不清晰。根据 2023 年二季度央行金融机构评级结果，有 337 家高风险银行，资产规模 6.63 万亿元。高风险银行化解所需资金量仍然巨大。

关注

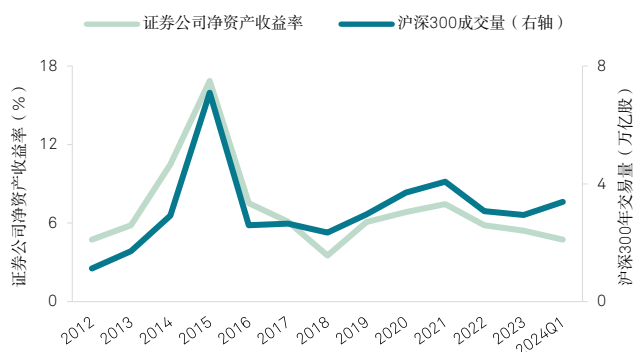
- 政府在化解银行风险的过程中，机构投资人是否需要承担一部分损失。

证券公司

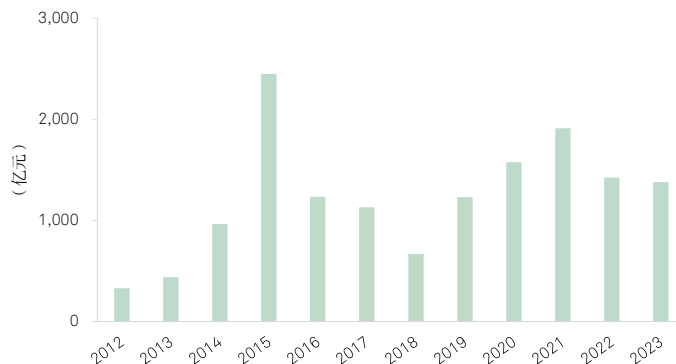
金融机构

盈利颓势持续，但低杠杆优势帮助证券行业保持稳定信用质量

国内股市交易量以及上市证券公司平均净资产回报率



证券行业净利润变化



注：2012-2021 年证券公司净资产收益率为中国证券业协会数据，2022、2023、2024Q1 为上市证券公司加权平均年化净资产收益率；2024 年 Q1 沪深 300 成交量采用 1-3 月数据*4 进行了年化处理。
资料来源：中国证券业协会、Wind、各公司公开信息，经标普信评收集和整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计 2024 年证券行业收入将延续过去两年的颓势，但对行业信用质量无显著负面影响。2022 年证券行业营业收入 3,950 亿元，同比下降 21%；2023 年营业收入 4,059 亿元，同比回升 2.8%。2024 年一季度，主要 42 家上市证券公司营业收入合计 1,001 亿元，同比下降 22%。

2023 年证券公司自营投资表现好于上年，其他主要业务板块收入同比下滑；我们预计 2024 年投资收益和投行业务收入较上年会有明显下降。2023 年，主要 42 家上市证券公司投资收益及公允价值变动收益合计同比增加 62%，对营业收入的贡献率由上年的 18% 提高到 28%。交易活跃度下降、市场利率下行以及 IPO 节奏放缓使得证券公司经纪业务收入、利息净收入、投行业务收入在 2023 年分别同比下降 11%、25% 和 22%。2024 年一季度，各业务板块收入继续同比下降，其中经纪业务下降幅度为 9%，利息净收入、投行业务收入、投资业务收入下降幅度均超过 30%。

股市交易量在 2024 年一季度提升，但由于其他负面因素影响，证券公司盈利性未见好转，主要是受投行和投资业务拖累。不利因素包括股市景气度一般、市场利率下行、部分债券信用风险增加，以及市场 IPO 及再融资规模收缩等。

由于收入增速乏力，证券公司通过管控运营成本来缓解盈利压力，我们预计 2024 年全年业管费会有明显下降。2023 年，主要 42 家上市证券公司业务及管理费合计 2,351 亿元，同比略增加 4.4%，但较 2021 年下降 4.7%。2024 年 1 季度，主要 42 家上市证券公司业务及管理费合计 510 亿元，同比下降 14%。

2023 年证券公司盈利表现一般，我们预计 2024 年盈利颓势会继续，全年行业净资产收益率会低于 5%。2023 年，主要 42 家上市证券公司营业收入合计同比微增 1.2%，净利润同比持平；2023 年加权平均净资产收益率为 5.41%，较 2022 年 5.83% 的水平有所下降。2024 年 1 季度，42 家上市证券公司净利润合计 289 亿元，同比下降 32%；年化加权平均净资产收益率 4.74%。

低杠杆依然是证券行业在市场波动中保持良好信用质量的核心因素。多数证券公司继续保持低杠杆经营，为行业应对不利市场情景奠定了坚实基础。截至 2023 年末，主要上市证券公司经调整杠杆倍数为 3.0 倍，较上年末的 2.8 倍略有增加。

分析师

王燕愚
北京
stephanie.wang@spgchinaratings.cn

李迎
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

证券公司风险状况总体稳定。证券公司股票质押式回购业务规模普遍较小，信用类业务表现平稳。虽然个别证券公司持有的高风险房地产开发商债券以及香港子公司积累的高风险会对近期的盈利产生明显负面影响，但由于杠杆不高，承受房地产相关信用风险损失的能力强。

我们认为，各级政府对地方性证券公司的支持态度无重大变化。由于绝大部分证券公司经营稳定，近期少有政府支持危机中证券公司的重大案例，但政府继续保持了对该行业的支持态度。

虽然未来 12 个月的收入和盈利仍然会在低位徘徊，但由于杠杆低，资本韧性好，证券公司未来 12 个月的主体信用质量将保持稳定。

关注

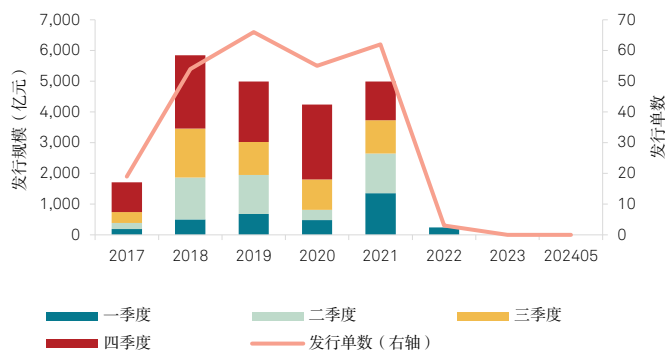
- 保持低杠杆是证券行业保持信用质量稳定的关键因素；如果杠杆大幅上升，会导致证券公司的信用质量显著下滑。
- 高风险中小证券公司的亏损程度是否可控、是否会侵蚀资本。

RMBS

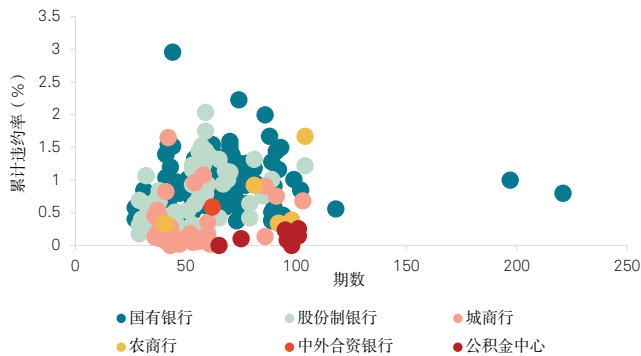
结构融资

早偿持续影响，整体存量下降明显

2017年至2024年5月末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 2024 年 5 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

自 2022 年一季度来，RMBS 已连续 2 年多未有新增交易发行。受宏观经济和银行政策的双重影响，自去年以来处于高位的房贷早偿率对存续 RMBS 项目的资产池表现、产品存量规模及证券期限均造成了一定影响。但我们认为，考虑到资产池内已累积了丰厚的超额抵押，优先级证券获得的次级证券以及超额抵押的信用支持水平不断上升，存续 RMBS 项目的整体资产池信用质量和产品信用表现将会继续保持稳定。

受 2023 年央行新利率政策的影响，部分商业银行通过置换方式降低借款人的房贷利率。该政策发布以来，我们观察到 RMBS 基础资产早偿率整体处在持续上升状态，持续的早偿加速兑付了 RMBS 交易的优先级证券，使得 RMBS 项目的存量规模快速下降。2024 年 1 月至今，RMBS 项目证券存量规模降幅较大，考虑到其中次级规模基本持平，优先级证券规模的下降幅度应更大。

资产信用质量方面，随着优质资产的偿还，资产池规模下降，其中逾期及风险资产的占比将呈上升趋势，我们认为这是普遍的正常现象。鉴于 RMBS 项目整体较低的违约率和充足的信用增级，即便在高早偿减少了超额利差的情况下，我们认为剩余的底层资产对于当前仍存续的优先级证券亦有充足的支撑。

今年 RMBS 项目或将迎来兑付的高峰期，整体存量受到发行停滞及加速兑付的双重侵蚀，市场的未来发行将很大程度上取决于监管政策性的导向及房地产行业的复苏进程。

关注

- 早偿对 RMBS 基础资产表现以及对存续证券兑付的持续影响。

分析师

张恩杰
北京
Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

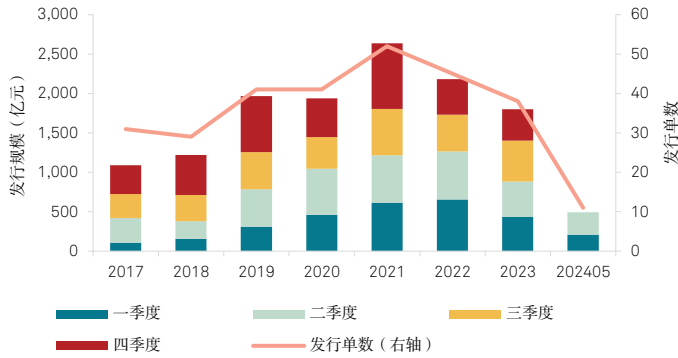
周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

车贷 ABS

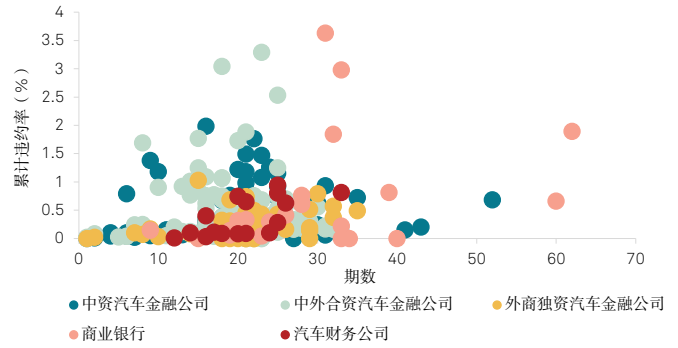
结构融资

发行连续下滑，新能源车贷成主要增长点

2017年至2024年5月末车贷ABS发行情况



各类型发起机构车贷ABS累计违约率



注：上图数据截至 2024 年 5 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

自 2022 年以来，车贷 ABS 已成为信贷资产 ABS 市场的主力军，但受到内外部因素影响，车贷 ABS 整体发行规模连续收缩。我们预计，2024 年下半年存续车贷 ABS 项目的资产和产品信用质量表现都将保持稳定，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。

随着国内汽车金融市场增长动力减弱，加之新能源汽车产业的快速布局和发展，以传统燃油车为标的资产的车贷业务规模呈现逐年下降趋势。2024 年以来，车贷 ABS 整体发行情况较之去年同期进一步下降。我们认为，这反映了我国整车制造行业向新能源转向的重要特点在短期内不会出现逆转。另一方面，我们认为新能源汽车相应的汽车金融产品将成为车贷 ABS 的主要增长点，2023 年绿色车贷 ABS 项目的发行创新高（约 426 亿元），今年以来也保持较好的势头。虽然目前绿色车贷 ABS 的证券特征和资产表现尚未明显分化，但仍需关注新能源车与传统燃油车所体现出的不同特点。

信用质量方面，车贷产品作为传统的资产证券化产品，2024 年以来其基础资产信用表现稳定，但受客户需求多元化、汽车金融市场竞争加剧以及 2024 年 3 月发布的汽车贷款新规的影响，市场上或将推出更多低首付、长期限及含有附加贷的金融产品。我们认为，上述政策的出台对汽车金融市场有正面的积极作用，体现了金融服务实体经济的政策宗旨。但是，如何把控首付下降、期限变长等因素对贷款信用质量的影响，也向各类发起机构提出了更高的要求。

关注

- 新能源汽车对传统能源汽车金融产品的挤占，以及随着新能源汽车贷款入池占比增加，对资产池特征和表现的影响。
- 在首付和期限等方面的产品创新和分化给车贷 ABS 基础资产带来的信用影响。

分析师

施蓓蓓
北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

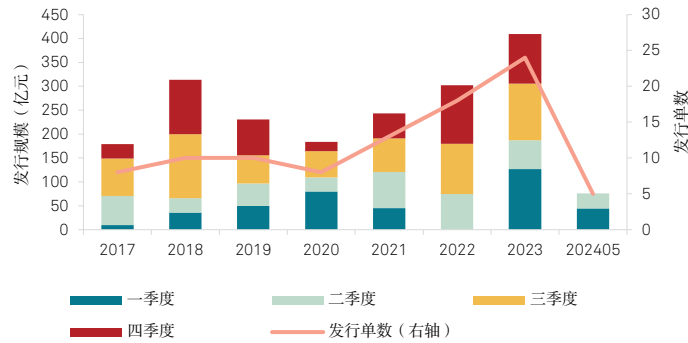
周侃
北京
Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

消费贷 ABS¹

结构融资

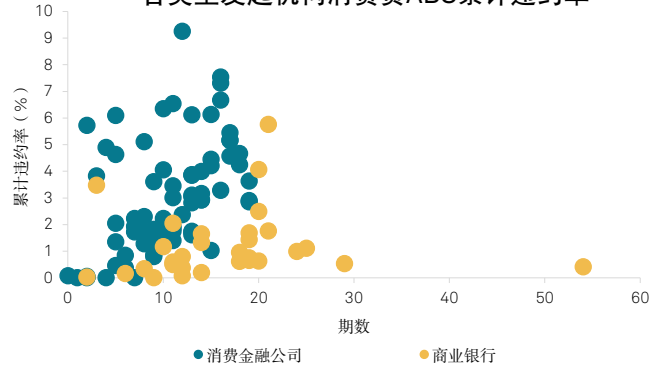
发行规模或将出现拐点，信用质量分化明显

2017年至2024年5月末消费贷ABS发行情况



注：上图数据截至 2024 年 5 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型发起机构消费贷ABS累计违约率



展望

2024 年，消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素之一，消费贷 ABS 产品发行规模较去年同期下降明显，全年发行量可能无法达到去年的水平，2021 年以来发行持续上涨的势头或将出现拐点。

作为基础资产的消费类贷款，其无抵押物的信用特点使得各发起机构的风险和客群偏好对产品的信用表现将产生重大影响，且不同类型的发起机构之间分化明显。通常情况下，商业银行较为偏向信用质量好的客群，因而其发行的消费贷证券化产品通常会有相对较低的累计违约率和较低的超额利差；而消费金融公司则偏向以高利率覆盖高违约，因而其产品表现出更高的累计违约率和更高的超额利差。基础资产的违约和超额利差反方向地影响着消费贷证券化产品所需要的信用增级，从而为优先级证券提供相对均衡的信用支持。

我们预计，2024 年下半年消费贷 ABS 产品的信用表现将继续保持稳定，但不同发起机构、同一发起机构不同产品之间的分化较相同条件下的 RMBS、车贷 ABS 等产品更大，不同产品之间的可比性也较弱。此外，2024 年新发布的《消费金融公司管理办法》明确将“资产证券化业务”纳入专项业务，未来对消费金融公司在风险控制、贷后管理以及消费贷 ABS 发行规模和资产质量等方面产生的影响有待观察。

关注

- 各类发起机构不同产品的信用表现，以及超额利差对信用增级的影响。

分析师

施蓓蓓

北京

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

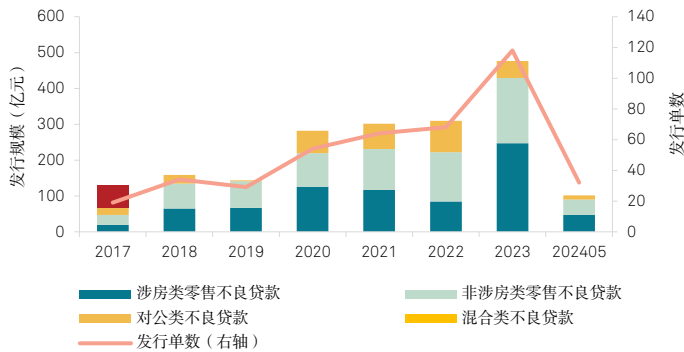
¹ 本文中的消费贷 ABS 系指在银行间市场发行的个人消费贷款资产支持证券，不包括信用卡分期 ABS。

不良资产证券化

结构融资

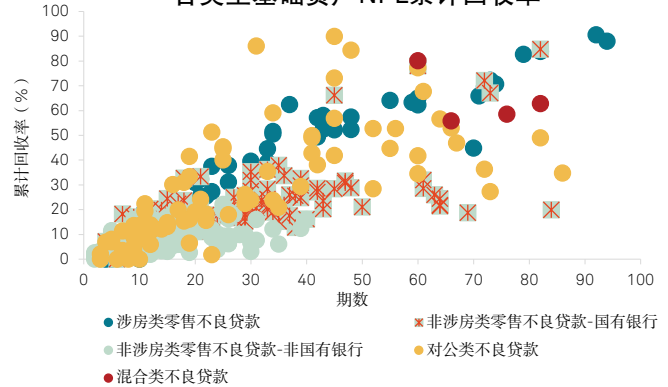
发行需求旺盛，政策影响有待观察

2017年至2024年5月末不良ABS发行情况



注：上图数据截至 2024 年 5 月末。
资料来源：公开资料，经标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型基础资产NPL累计回收率



展望

自推出以来，不良资产证券化作为国内信贷资产证券化中的重要一员，承担着降低发起机构不良率、处置不良资产的重要作用，其发行规模亦呈现逐年上升的趋势，在当前传统信贷资产证券化产品发行受挫的背景下，其重要性更加凸显。2023 年 10 月，国家金融监督管理总局发布了 2023 版的《商业银行资本管理办法》，其中附件 11 “资产证券化风险加权资产计量规则”规定，不良贷款证券化的风险权重下限为 100%，而其他符合 STC 标准的 AAA 级优先档证券风险权重仅为 10%。我们认为，这在一定程度上减弱了投资人投资不良资产证券化产品的意愿，而对比之前 20%的优先档证券风险权重亦直接提升了其投资不良资产证券化产品的资本占用。尽管如此，我们认为在当下“资产荒”的市场环境下，不良资产次级证券由于大量超额抵押所产生的高回报率依然使得投资人愿意投资不良资产证券化产品。

我们在之前的展望中已提及，不良资产由于其较短的存续期限和充足的信用增级有着良好的信用表现，我们认为这一特征仍将保持稳定。

关注

- 信用类不良资产回收与历史回收情况的差异及其对优先级证券的影响。
- 房地产市场对以住房为主的抵押类不良资产回收的影响。

分析师

张恩杰
北京
Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃
北京
Kan.Zhou@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。

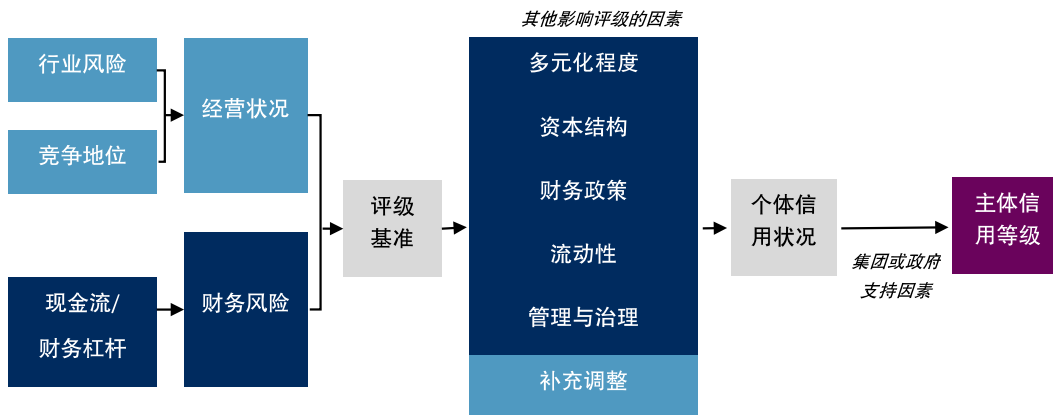
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

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 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。

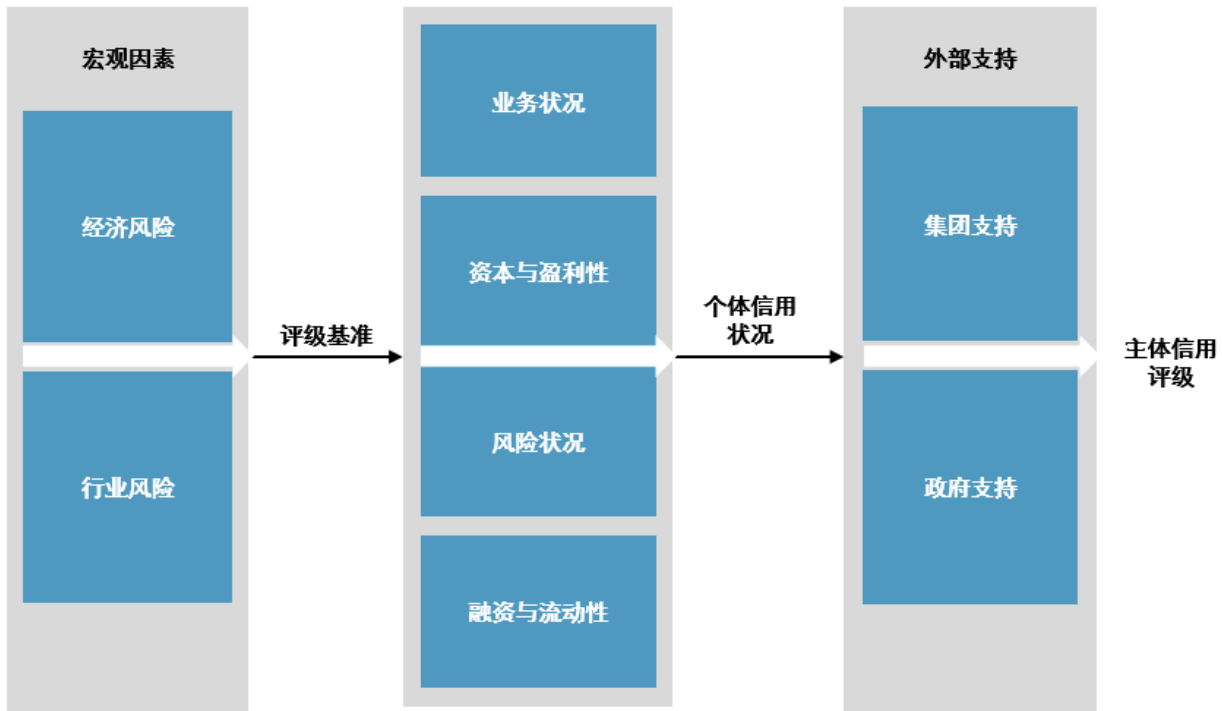
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

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）。

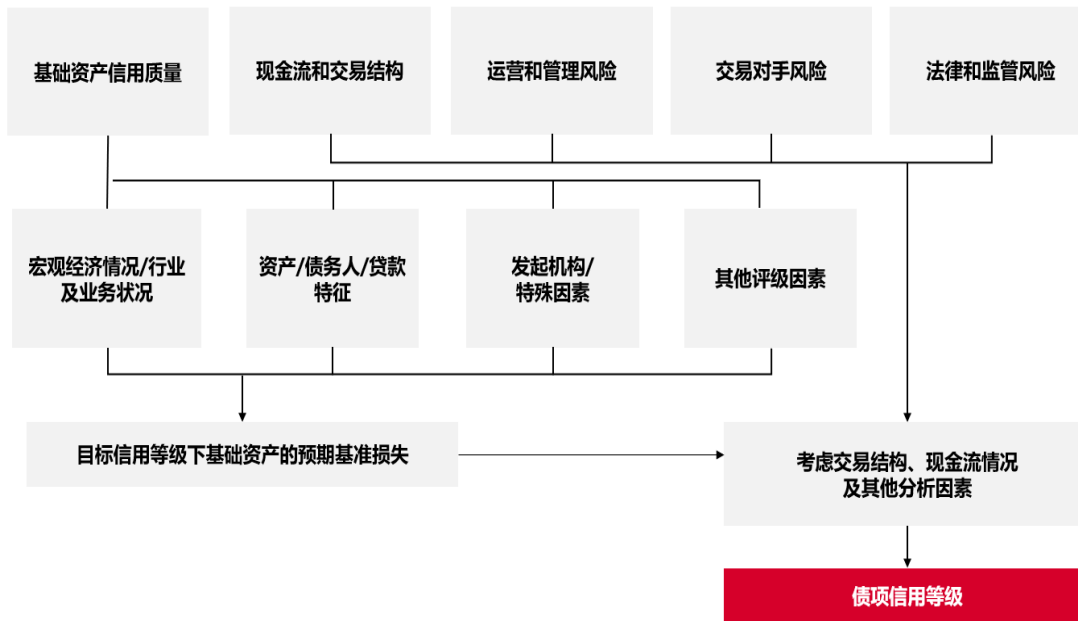


金融机构评级方法论框架



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

销售 - 发行人端

宋汝君

Icing Song

评级业务部负责人

icing.song@spgchinaratings.cn

销售 - 投资人端

王一钢

Yigang Wang

投资机构业务部负责人

yigang.wang@spgchinaratings.cn

市场推广及投资人服务

王雨潇

Rachel Wang

市场推广部/投资者服务部负责人

rachel.wang@spgchinaratings.cn

李自强

Peter Li

评级业务市场总监

peter.li@spgchinaratings.cn

张一

Michael Zhang

投资机构业务副总监

michael.zhang@spgchinaratings.cn

马思洋

Sylvia Ma

市场推广专员

sylvia.ma@spgchinaratings.cn

刘军

Leo Liu

评级业务市场总监

jun.liu@spgchinaratings.cn

杨怀飞

Huaifei Yang

评级业务市场副总监

Huaifei.yang@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 2024 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，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、特殊或后续的损失、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。