

标普信评

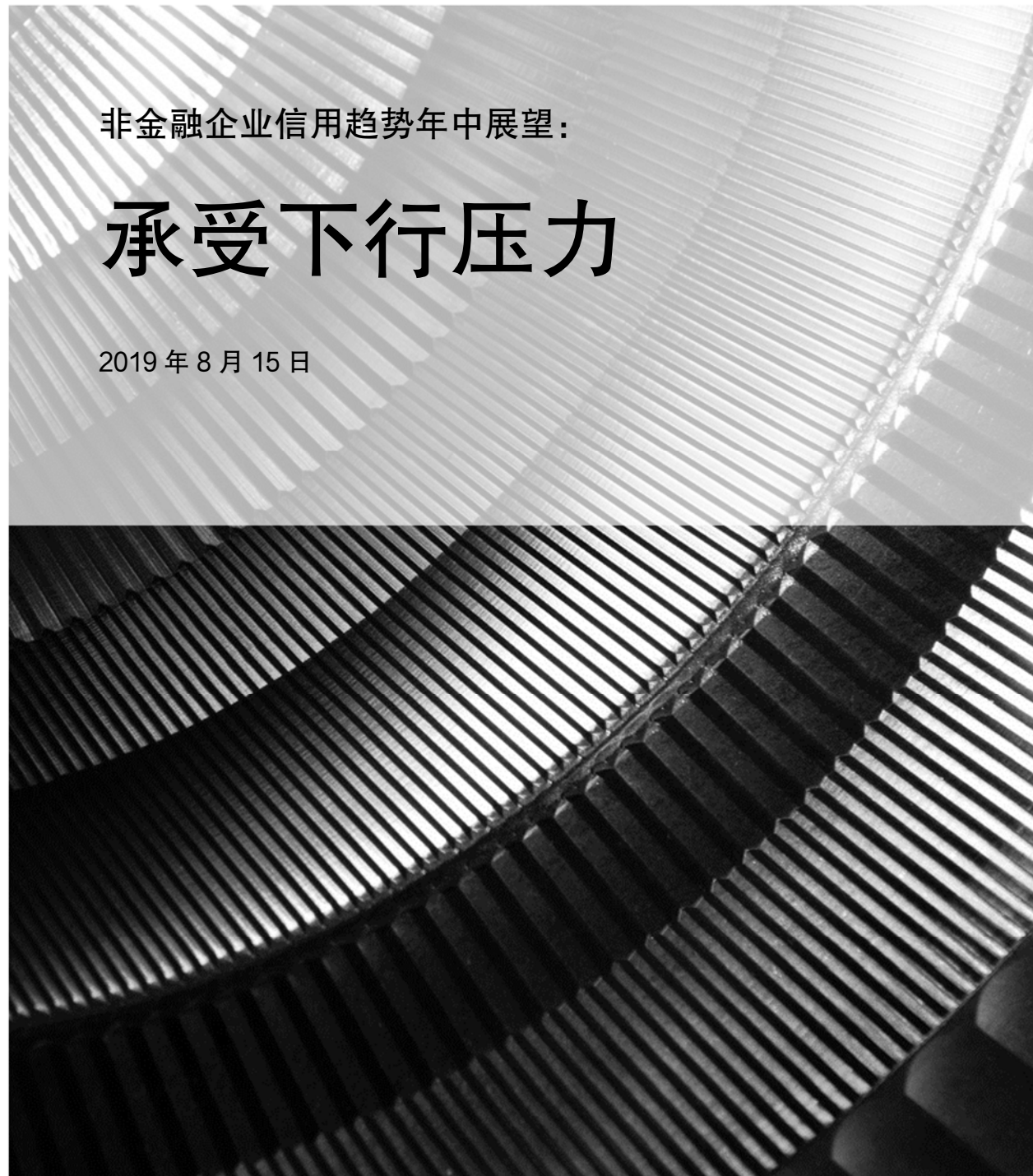
S&P Global

China Ratings

非金融企业信用趋势年中展望：

承受下行压力

2019年8月15日



目录

卷首：经济减速暴露企业信用成色	3
城投：政府支持能力受限，低层级城投信用风险值得关注	4
化工：渐渐进入低迷周期	8
资本品：换代及环保推动工程机械回暖	11
汽车：政策能否有效刺激销量	14
高速公路：债务置换减轻利息负担	17
油气开采及炼化：上游增大资本开支，下游消费放缓	19
电力：清洁含量继续提升，挤压火电份额	22
房地产：补库存考验融资能力	25
零售：稳定增长中竞争加剧	28
钢铁：告别高利润时代 煤炭：高煤价利于继续降低高杠杆	31
科技硬件及软件：贸易摩擦增加行业发展不确定性	35
电信业：5G 建设提速，但上下游受益有限	38

卷首：经济减速暴露企业信用成色

站在2019年的中点，我们看到，上半年宏观经济的放缓影响了很多行业的现金流和盈利能力，对企业的信用质量形成考验。

今年上半年中国GDP同比增长6.3%，较2018年全年GDP增速下降0.3个百分点。在这样的背景下，虽然整体消费增速保持平稳，但乘用车批发销售量下降14.0%。商品房销售面积同比下降1.8%，拖慢开发企业资金周转。石油、电力、化工等行业也遇到了销售的放缓或价格的下降，部分行业整体利润水平大幅下滑。

我们认为，在这样的环境下，下半年不同企业信用质量抗压能力的差异将暴露得更加明显。

例如在化工大宗商品领域，随着销售的走软和价格的下降，行业中成本控制领先、工艺先进的企业面临的压力将小于其竞争者，和达不到监管要求的企业相比生产受到的扰动也将更小。

在汽车行业，销量持续不振，成本高位运行，但我们预计，下半年大型车企只要保持自身竞争优势，利润率的收窄对其整体信用质量影响不大。目前来看，中国车企利润率水平普遍较高，现金流也稳定。

随着财政收入增速的下滑，地方政府对城投公司的支持能力受限，对部分城投的支持意愿也有可能降低。我们预计，随着地方政府隐性债务化解工作的进一步推进，层级较低的城投企业将面临信用风险上升的局面。

行业政策也是影响中国企业信用状况的一个重要因素。例如在新能源电力行业，近几个月出台的政策要求已核准风电、光电项目要在一两年内建成并网，不然补贴就会取消。这迫使企业加快项目建设进度，相关资本性投入可能使其本已很高的杠杆率在今年下半年进一步提升。

在本期非金融企业信用趋势年中展望报告中，您将看到标普信评非金融企业分析师团队对各行业上半年变动的回顾，更会看到他们对当前重点信用影响因素的分析，和对将来潜在影响因素的展望。

分析师

Peter Eastham

北京
peter.eastham
@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京
may.zhong
@spgchinaratings.cn

城投：政府支持能力受限，低层级城投信用风险值得关注

- 我们认为，政府会继续采取严控隐性债务规模、积极化解隐性债务的政策。
- 地方政府化解隐性债务风险的过程中，低层级城投企业的信用风险值得关注。
- 部分地区城投企业面临债券集中到期问题，再融资压力上升。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

王雷

北京

lei.wang

@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

may.zhong

@spgchinaratings.cn

近期回顾

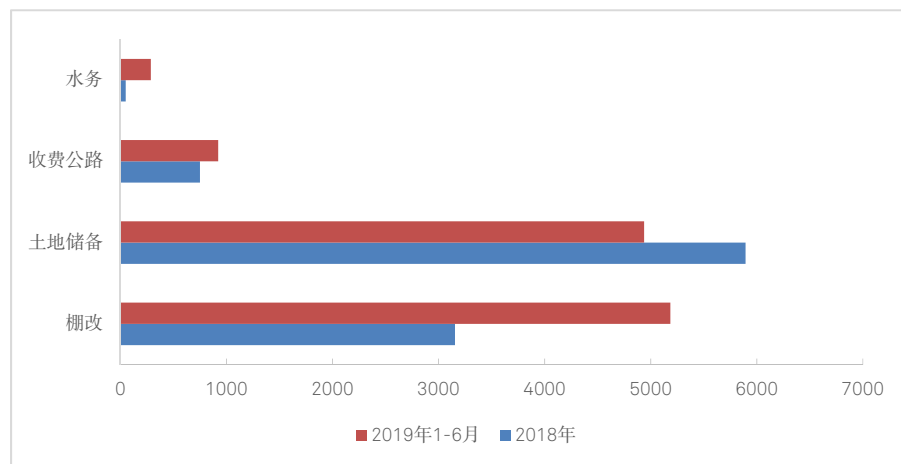
继续严控隐性债务。我们认为2019年1-6月份政府发布的文件和采取的措施说明监管会继续严控地方政府隐性债务，并积极化解。5月份国务院发布《政府投资条例》，加强对地方政府投资预算的约束。6月份发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（“666号文”），对城投企业境外发债形成约束。国开行对镇江地区部分城投债务进行置换。据报道多家商业银行也参与了投城债务的置换。

边际放松表内债务，支持基建、托底经济。为应对经济减速的压力和弥补基建的短板，城投企业再融资方面的政策有所放松，保证重大项目的继续建设。6月份《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。上半年地方政府专项债发行额同比大增。我们认为，这些政策说明，在经济下行压力增加的背景下，中央政府不会一味降低杠杆水平，而是在严控隐性债务、防范风险的同时，发挥表内债务的作用。

图1

上半年专项债发行大幅增长

各类专项债券发行额（单位：亿元）



数据来源：各省财政厅，Wind 整理。

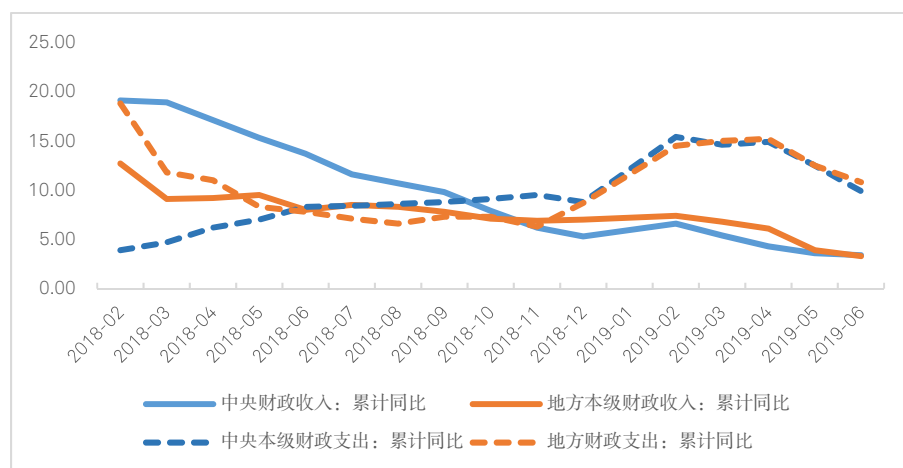
版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财政收入增速持续下滑。从2019年1-6月份中央和地方本级财政收支累计同比增速可以看到，财政收入增速呈下滑趋势，但支出增长没有同比例放慢。作为城投企业业务合同付款方的地方政府，在财政面临一定压力情况下，可能会选择延期支付应付款，从而对城投企业经营现金流产生负面影响。地方政府的财政实力也会影响债务置换的空间。

图2

财政收支增长不平衡

我国财政收支增长率（单位：%）



数据来源：财政部。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分区县城投企业非标产品发生风险事件。2019年上半年出现了十几起城投企业的非标融资出现风险事件，主要发生在贵州、内蒙古、云南、湖南等地，以县级的城投企业为主。这说明在地方政府收入增速下滑的背景下，行政层级较低的地方政府财力更为紧张。

重点因素

政府部门政策。去年下半年以来，各地按中央要求上报地方政府隐性债务规模，多地出台处置方案。方案内容因自身条件不同而存在差异，但一般包括纳入一般预算、出让土地、出让地方国企股权、项目回款、转为经营性企业的负债、展期、重组和破产清算等。我们预计化解的周期少则5年，多则10年。化解过程中具体采取的措施，有可能对当地城投企业信用状况造成影响。

发改委“666号文”收紧城投企业融资，“承担地方政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债”。我们认为，虽然影响金额不是很大，但显示了控制债务规模的政策方向。

金融机构行为。最近几个月内两家城商行相继发生了风险事件，在此之后金融机构对同业的偏好降低，中小型的城商农商行再融资受阻，被迫缩表。而这些中小型银行为低层级的城投企业提供了大量的融资，因此我们预计低层级的城投企业再融资有可能受一定阻碍。

地方政府对城投企业的支持能力。严防增加地方政府隐性债务的政策要求下，先有预算后有项目是未来地方政府进行基础设施建设的核心原则。因此，地方政府财政收入规模和稳定性对城投业务发展和信用质量的基础性作用将越来越突出。

地方政府对城投企业的支持意愿。我们认为，政府对城投企业的支持是有选择性的。在财力有限的情况下，地方政府不可能支持所有的城投企业。事实上，部分区县城投非标发生风险事件就是证明。

我们通常从以下几个维度来评估政府对城投的支持意愿：城投企业的职能定位、业务公益性或不可替代性属性、收入和资产规模、战略重要性等。我们预计从事公用事业类业务、公益性业务规模占比较高、资产和收入规模大、在资本市场具有良好信用的城投企业，将获得较多的政府支持。相比之下，公益性和准公益性业务规模在营业总收入中占比低、所从事公益性业务不是政府重点发展项目、资产和收入规模较小的城投企业，预计可获得的政府支持力度较小。

地方政府流动性管理水平。如何审慎管理地区流动性，是影响城投信用的关键因素之一。我们看到，在出现了一系列城投非标风险事件后，地方政府对区域内城投企业以及国有企业的债务、流动性加强了管理，以防出现区域性信用声誉风险，进而影响区域整体融资能力。但由于减税降费实施、土地出让受楼市调控限制，各级政府财政收入增速面临下滑压力，流动性管理的空间较之前年度有所下降。

未来关注

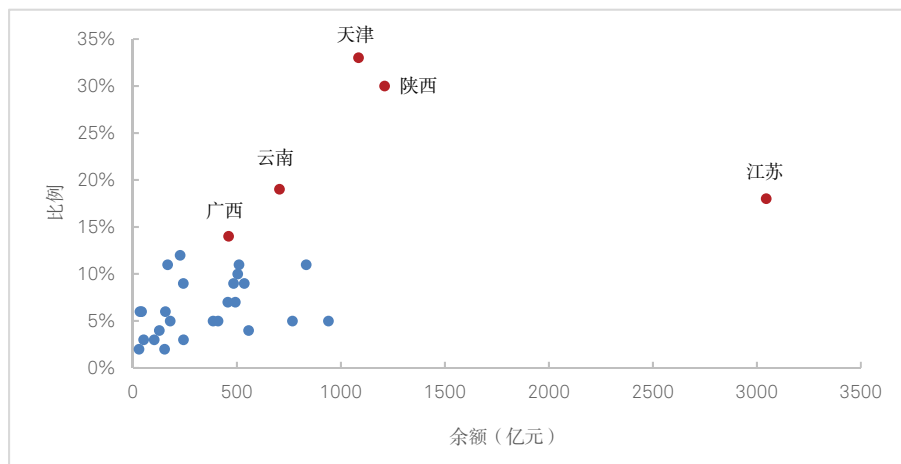
部分地区的城投债务到期压力。部分地区一年内到期的城投债券余额较大，且占当地财政收入比例较高。例如据 Wind 统计，截至 2019 年 7 月末天津市一年内到期的城投债券余额为 1085 亿元，相当于该市 2018 年一般预算收入、政府性基金收入及中央转移支付之和的三分之一。陕西省以 1210 亿元的金额和 30% 的比例与之不相上下。

江苏省一年内到期城投债券余额达 3045 亿元，远超其他省份，但其财力强劲，因此到期金额占财政收入比例只有 18%，排第四位，略低于云南。

图 3

部分省份城投的债务到期压力较大

各省份 1 年内到期城投债券余额及其占财政总收入比例



数据来源：城投债券为 wind 统计口径，总财政收入为标普信评根据政府披露 2018 年财政信息整理，包含一般预算收入、政府性基金以及转移支付。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

化解隐性债务过程中关注低层级城投企业的信用风险。我们认为在隐性债务化解的过程当中，地方政府受限于财力，可能首选支持高层级城投企业（如市级）的债务，力保偿还，尽量避免违约和较严重的负面影响。对于非标债务与低层级城投企业（如区

县级)的债务,可能更多采用展期或重组的方式进行,这类债务的债权人有可能蒙受一定的损失。我们认为,对于低层级城投企业而言,即使发生风险事件,带来的负面影响相对较小,各方可能最终接受这样的结果。政策收紧周期与中小银行缩表也给低层级城投企业的再融资形势带来了压力。

然而不容忽视的是,层级的高低仅仅是相对判断,没有绝对的界限,且各地方财力与城投企业差异很大,从低层级城投企业 and 非标风险事件逐步扩散到高层级城投企业和公开债务风险事件的可能性依然存在。

化工：渐渐进入低迷周期

- 化工行业下游需求减弱，化工品价格回落，利润有一定的下降。
- 化纤领域领先的企业向炼化领域扩张，短期内经营的改善不足以抵消财务风险上升。
- 农药、染料、尿素等行业供给收缩，龙头企业竞争力加强，信用资质改善。
- 低迷周期里，高成本企业面临的压力更大，低成本企业竞争力凸显。

分析师

王雷

北京

lei.wang

@spgchinaratings.cn

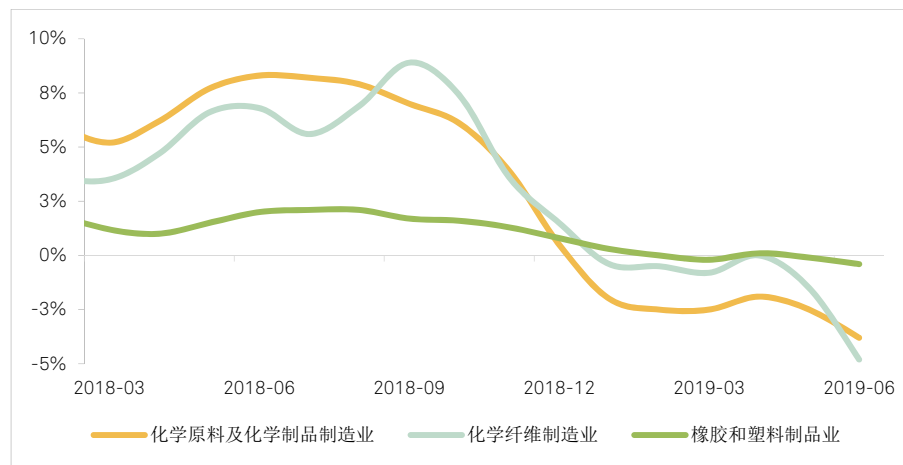
近期回顾

大部分化工产品景气度下行，价格同比回落，行业利润总额同比显著下滑。在需求侧，由于宏观经济增速放缓，化工行业下游需求表现出一定的疲弱，今年上半年化工品价格较去年同期出现了回落，行业景气度出现了下降的态势。受此影响，行业利润总额同比下滑十分明显，除橡胶与塑料行业保持微弱增长外，其余的领域利润总额同比增速均为负值。

图 1

化工品价格同比回落

化工行业 PPI 同比变化

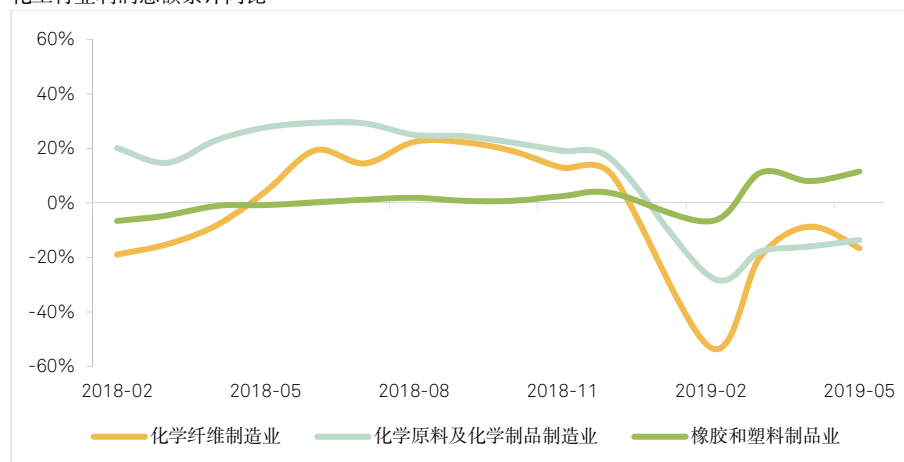


数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2
多个领域利润总额同比下降

化工行业利润总额累计同比



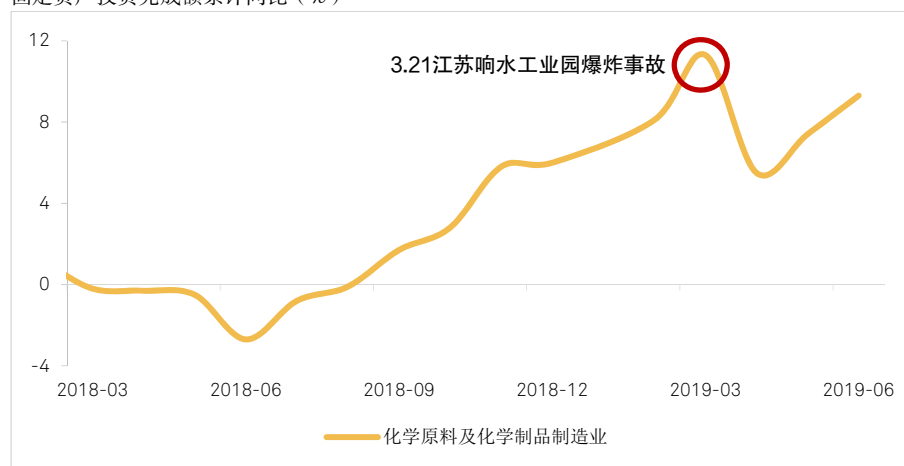
数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

化学原料与化工品行业产能扩张暂时被限制。在供给侧，2019年3月21日江苏盐城响水工业园发生特大爆炸事故，引起的政策反应减缓了化学原料与化工品行业固定资产投资从2018年三季度开始的扩张步伐。多省市进一步加强了安全生产的要求并放缓了化工项目的审批进度，同时加快了“退城进园”的进程。安全生产管理不到位、无力负担搬迁成本的企业被出清，特别是农药、染料行业的供给变得有些紧张。尿素行业因为有氮肥工业协会的去产能规划，新产能的增长也受到限制。

图3
响水爆炸事故打断原有产能扩张节奏

固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

重点因素

能效、环保与安全。环保督察已常态化与制度化，2019年下半年即将启动第二轮环保督察行动。能效、环保与安全规定将强制淘汰在这几方面不达标的企业，或阶段性限

制勉强达标的企业。企业需要在能效、环保与安全生产方面有能力和能力来升级改造设备，并留有足够的空间来容纳标准的升级，才会减少生产经营受到的扰动。

环保设备的购置与厂房的搬迁，将给企业带来额外的资本开支压力，小型企业未必有能力承担。大型龙头企业将获得趋势占领市场份额的机会，带来行业集中度上升。

拓展新业务考验流动性管理与再融资能力。化纤企业向炼化领域扩张，不仅建设期的大额资本开支增加了财务杠杆，还有投产后利息的增加、营运资本的占用、二期项目的资本开支带来的流动性压力。近期随着项目的投产，主要产品的供给量在短期内快速增加，价格承受很大压力，企业面临的竞争环境也将恶化。此时只有发挥出色的流动性管理与再融资能力，企业才能顺利渡过难关。

成本是核心竞争力之一。随着景气度的下降，产品价格的底部将接近行业内规模最大、成本最低企业的生产成本，高成本产能面临的压力更大，将产生亏损，或者被迫停产甚至可能被淘汰，所以在化工大宗商品领域，保持成本领先是至关重要的。能耗、原材料自给程度、工艺先进性、规模、产业链完整程度等因素，在氯碱、化肥、炼化、化纤领域对成本的影响十分显著。

未来关注

炼化-化纤产业链新增产能投放的进度。除恒力石化与浙石化一期炼化项目已经投产外，恒逸石化、中化弘润、中国石化海南炼化和中海油惠州石化等一批PX项目将于近期陆续投产，恒力石化、新凤鸣等PTA项目也即将在年内投产，2019年全年中国PX新增产能几乎为国内现有产能的一倍，PTA新增产能也超过现有产能的10%，产品价格将进入下行周期。生产企业若没有下游配套产业来锁定利润，那么在竞争如此激烈的市场环境中，高成本企业面临被洗牌的风险。

化学原料与化工品行业下游的需求是否持续减弱。化学原料与化工品行业受到环保、安全等因素影响，短期内供给难以快速扩大，基础化工产品的价格更受下游需求的影响。若需求持续低迷，化工行业景气度将继续下行。下游地产投资、家电、纺织服装等行业需求增长比较平稳，对氯碱、氟化工、化纤等相关产品的价格形成一定的支撑，但是汽车销售的颓势暂未扭转，涂料、改性塑料等汽车领域化工品的需求仍然较弱。

景气度低迷周期内信用风险的差异。随着各种化工产品价格回落，结合不同行业供需的变化，企业信用风险的演变将有一定的差异。在农药、尿素、染料、氯碱等行业，受益于落后产能出清，龙头企业有的在轻微扩张，有的在降低财务杠杆率，总体来说信用资质向好，规模小、效率低、成本高的企业将持续亏损，变得更加脆弱。在炼化-化纤行业，龙头企业扩张导致财务风险上升，需要关注其后续再融资情况。

资本品：换代及环保推动工程机械回暖

- 非道路车辆新国四标准即将推广，环保标准提升将推动新一轮产品换代需求。
- 工程机械下游需求方面，房地产建筑工程投资回暖，但基建增长不及预期。
- 营运资金和分销商信用风险的管理将影响资本品制造企业信用质量。
- 研发能力将影响企业未来竞争格局，市场份额将进一步向头部企业偏移。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

近期回顾

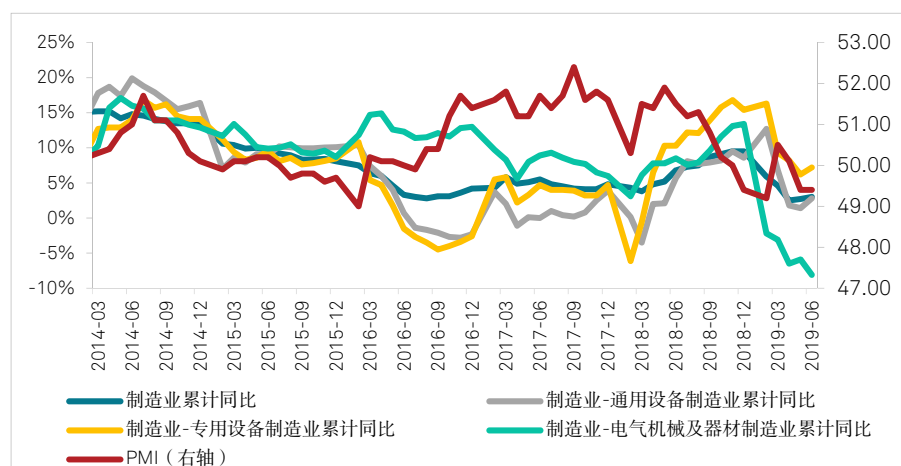
环保标准提升，将推动新一轮产品换代需求。2019年2月20日生态环境部办公厅发布非道路移动机械排放标准征求意见稿，其中明确：“自2020年12月1日起，凡不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械不得生产、进口、销售；不满足本标准第四阶段要求的非道路移动机械用柴油机不得生产、进口、销售和投入使用。”新排放标准应用时间的确立，将进一步推动新一轮产品换代的需求。

制造业整体表现低迷。进入2019年以来，制造业采购经理指数（PMI）在枯荣线上下浮动，2019年上半年制造业的固定资产投资完成额累计同比增幅仅为3.0%，较2018年全年的9.5%明显下滑。较为低迷的固定资产投资表明行业对未来前景判断较为谨慎，因此放缓了投资进程。

图1

制造业整体低迷

固定资产投资完成额累计同比及制造业PMI



数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

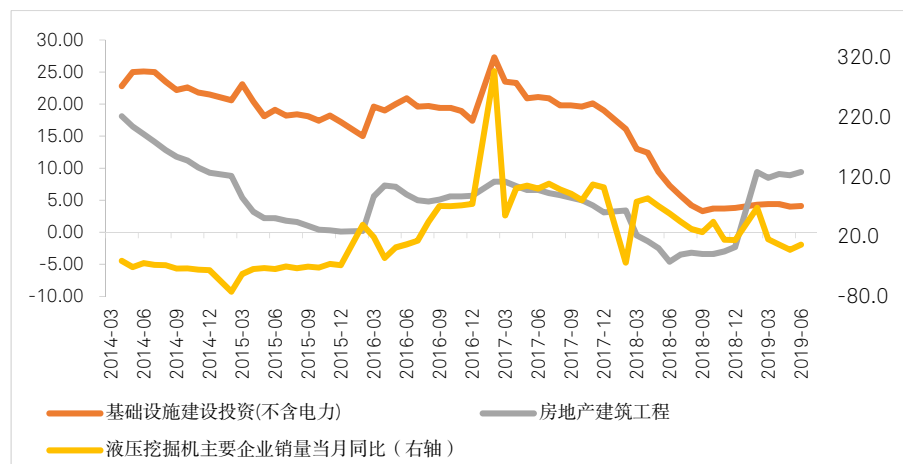
房地产建筑工程投资回暖，基建投资增长不及预期。进入2019年，房地产开发投资完成额中的建筑工程投资完成额一改2018年大部分时段负增长的态势，快速回暖，上半年实现9.4%的累计同比增速。另一方面，尽管2018年底国家密集出台了基建补短板

的政策，但2019年上半年基建固定资产投资完成额增速基本保持了2018年的水平，并无显著提升。综合影响下，2019年3月挖掘机的销量增速开始下滑，到6月份增速仅有6.8%。这背后也有2018年基数较高的因素。

图2

下游投资影响挖掘机销量

固定资产投资完成额累计同比与挖掘机月度销量累计同比变动



数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

重点因素

下游需求增速。下游需求波动是本行业企业收入走势的重要决定因素。工程机械方面，过去一年来的高增长主要由于机械置换周期、人工替代和房地产建安投资回暖的叠加造成，未来收入规模将在很大程度上取决于基建投资和房地产建安投资的增长情况，以及国四标准推行后的置换进度。

电力设备方面，火电装机容量已经基本饱和，新增装机容量极少，预计将给电力设备企业整体收入规模造成负面影响。风电光伏装机制造商则将迎来新一轮的收入增长机遇，因为新能源新政规定了2020年的平价上网时点，从目前开始至2020年底是一波新的抢装周期。

营运资金和信用风险管理。上一轮周期中，大量企业为了应对收入下滑，增加了赊销力度，导致应收账款周转天数增加，回收质量受到负面影响。目前，大量业内企业为了促进销售，为下游提供了融资租赁的服务。因此，如何管理营运资金、加强对下游分销商的信用风险管理，将在很大程度上影响本行业企业的信用水平。

研发能力。目前包括资本品在内的中国制造业已经步入需求升级的通道，市场需要差异化更突出的产品，而非同质化严重的大路货。企业研发能力将在很大程度上决定产品的市场占有率，进而影响企业的竞争地位。由于企业间研发能力的差异，市场占有率将进一步向头部企业集中。

未来关注

环保因素影响下，未来工程机械的实际置换力度。国四标准实施后，用户以什么样的进度置换存量设备，将在很大程度上影响企业销售规模。目前来看，换代进度还无法预估。2016年下半年推出国三标准，时至今日仍有部分老旧设备未退出使用。

风电光伏是否出现大规模并购。如果市场出现大规模的并购热潮，将对新增装机容量投资产生挤出效应，影响上游风电光伏制造商的收入规模。风电光伏平价上网时点已经确定为2020年底，届时上网电价较目前含补贴电价下降超过30%。在此情况下，大量杠杆率高、再融资能力较差的公司可能会通过被收购等方式退出市场。对收购方而言，相比竞争补贴指标、建设、并网的长周期，并购可以更加快速提高运营电站的装机规模。收购已取得补贴的电站，也可以获取更好的收入规模和盈利能力。

汽车：政策能否有效刺激销量

- 政策频出多方面刺激汽车消费，但汽车整体销量提升效果不显著。
- 车企竞争更集中于产品质量、技术研发、成本控制等核心竞争力。
- 销售不振可能对车企的盈利能力产生一定影响，但其利润率水平普遍较高，整体信用质量仍有望保持稳定。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

近期回顾

政策频出，多方面刺激汽车消费。在2018年国家经济持续面临下行压力、汽车消费出现负增长的背景下，2019年以来，中央及地方出台了一系列促进汽车消费的政策。这些政策主要包括：（1）通过汽车下乡、繁荣二手车市场、有序推进老旧汽车报废更新等政策促进汽车更新换代；（2）要求各地取消对新能源汽车的限行、限购，逐步放宽限购城市的小客车增量指标，直接刺激消费者进入汽车市场；（3）降低购置税、增值税，提升消费者购买力。预计下半年各地方会有更多响应中央相关政策的配套政策落地。

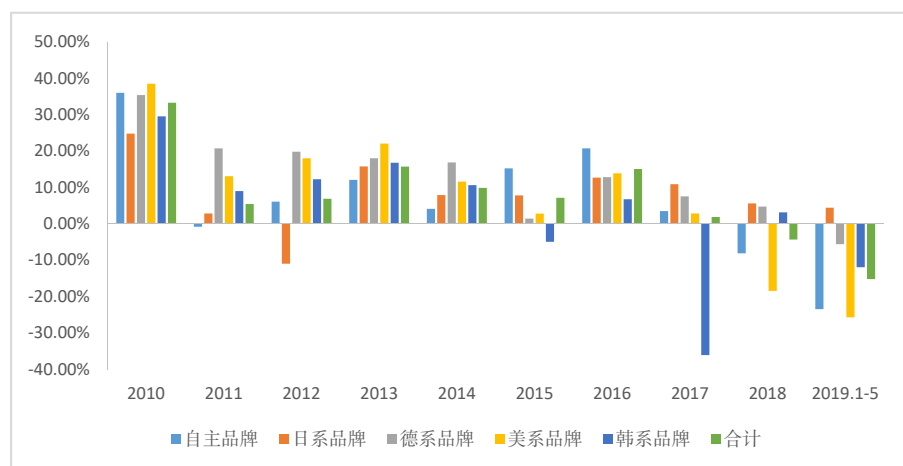
乘用车销量持续低迷。2019年1-6月，乘用车批发累计销量1012.7万辆（不包含新能源汽车），同比下降14%。自2018年6月以来，乘用车累计销量持续呈现同比下降，且降幅大于整体汽车销量下降速度。我们将此归因于经济下行压力下消费者信心不足。虽然6月份单月零售销量同比小幅上升4%左右，但我们认为这是不可持续的，这种短期的增长是由于国五转国六前夕，经销商为了消化国五库存降价销售。

销售疲软反映于经销商库存。2019年上半年，下游经销商库存除去部分地区提前实施国六加速去库存的短期影响外，库存系数持续保持高位。

图1

乘用车销量整体下滑，不同车系差异显著

近年销量累计同比增幅



数据来源：中国汽车工业协会。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

车型及品牌表现分化。从车型结构看，2019年1-6月SUV销量下降13.4%，降幅超过轿车0.5个百分点。这是因为SUV车型经过前五年的销量快速增长，市场份额目前已经提升至43%左右，与轿车的销量占比差异缩小至7个百分点以内，增长空间有限。同时消费者信心不足对于价格高于同级别轿车的SUV车型影响更为显著。

从品牌表现看，处于中低端市场的自主品牌降幅仅次于美系。日系、德系依靠质量声誉高、品牌更新换代频繁等优势，在乘用车销量总体下降背景下保持销量的正增长或较低的负增长。美系由于双边关系的影响和产品推陈出新的匮乏，降幅最大。

新能源汽车销量显著好于行业整体。2019年1-6月，新能源乘用车累计销量61.7万辆，同比增长49.6%，增幅虽然低于去年，但仍保持良好态势。

重点因素

消费者信心和可支配收入增长。居民可支配收入的增长是影响购车增量的主要因素。我们认为，2019年下半年消费者信心和居民收入增长趋势不会有明显提升，加之购房支出在居民总支出中的占比不断提升，汽车作为单价相对较高的可选消费品种，需求增长乏力。这将影响车企收入总额的增长。虽然放宽小客车指标有一定刺激作用，但我们认为影响有限。即使乐观地假设，存在汽车限购政策的9个城市都像广州和深圳一样，将小客车购车增量指标提高50%，那么增量指标也只会扩大不到40万辆，对2019年乘用车销量增幅的提升作用不到1.7个百分点。

新能源车补贴。自2019年3月开始，新能源车补贴标准以25-100%的幅度退坡，补贴政策从终端购置补贴转向基础设施和提升车企技术水平的支持。这将削弱消费者消费动力，对今年年内新能源车的销量增速可能会造成一定负面影响。我们预计全年增速会下降到30-40%。

新能源汽车对汽车整体销量增长的提升作用有限。2019年1-6月，新能源汽车在整个乘用车销量中的占比仅5.7%。

企业核心竞争力。随着市场容量的收缩，车企自身核心竞争力的重要性进一步突出。这些核心竞争力主要包括企业的品牌声誉、产品谱系宽度、产品所处的周期、技术研发规模、销售网络布局、成本控制等方面。

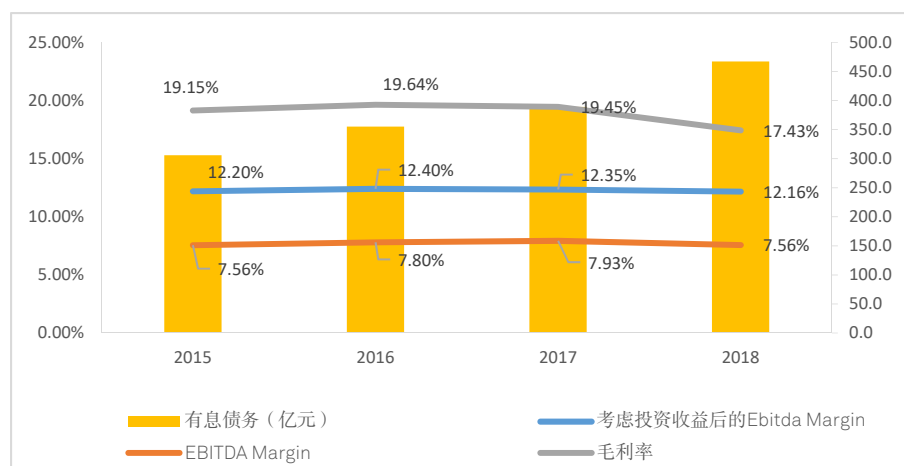
未来关注

盈利压力对整体信用质量的潜在影响。在销量持续不振，原材料成本持续高位运行、竞争激烈以及研发投入持续增长的多重因素作用下，车企在收入端和成本端都面临一定压力，整体盈利能力有可能收窄。但目前来看，中国车企利润率水平普遍较高，现金流稳定，特别是大型车企在保持自身品牌优势情况下，利润率收窄对其整体信用质量影响不大。

图 2

中国车企利润水平普遍较高

近年我国主要车企平均盈利能力和债务情况



数据来源：Wind，标普信评

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国家政策。未来一段时间国家的汽车消费刺激政策是否进一步加码，有待观察。汽车消费在我国社零总额中占比相对较高，汽车行业的发展对我国经济增长具有重要作用。在近十年来几次汽车行业销量下行过程中，产销量的恢复性增长都主要依赖于国家出台的相关刺激政策。

新能源车企的优胜劣汰。2019年国家补贴政策的变化，有利于整个行业的技术推进、配套设施的完善以及逐步转向市场驱动型。技术相对落后，高度依赖补贴的新能源厂家会受到有技术优势，有能力提供性价比较高车型的厂商挤压，并最终在行业中被淘汰。

高速公路：债务置换减轻利息负担

- 地方政府专项债券的大幅增长，将有效改善高速公司企业债务利息负担。
- 国家对高速公路收费期限、价格标准、建设规模等方面进行了重新修订，有利于其长远发展。
- 年底前省界收费站的取消，短期内将加大高速公路公司的资本投入。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

近期回顾

债务置换降低高速公路经营主体债务压力。根据2019年政策，国家重点支持的高速公路可将专项债券收入作为项目资本金。同时，政府收费公路存量债务置换为地方政府专项债券的力度加大，缓解了高速公路建设及运营主体的债务压力。2019年上半年，各省高速公路专项债券发行总额923亿元，发行利率平均为3.4%，体现出地方政府债券的低利率优势。

政策推动高速公路经营主体的可持续发展。2018年12月，交通运输部发布《收费公路管理条例（修订草案）》，拟规定新建收费公路项目的偿债期限按照覆盖债务还本付息需求的原则设置。根据草案，投资规模大、回报周期长的收费期限可以超过30年，改扩建的高速公路也可以重新核定偿债或经营期限。我们认为，这些措施有利于保障经营主体的长期收入来源，降低偿债压力。

草案还提出，对于基于公共利益需要、给经营管理者合法收益造成损失的，可以通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。我们认为，这将保障经营主体的收入稳定性和投资回报率。

2019年5月，国务院发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，加快建设和完善高速公路收费体系。我们认为，这有利于提高全网高速公路的运行效率，降低经营主体运营成本。

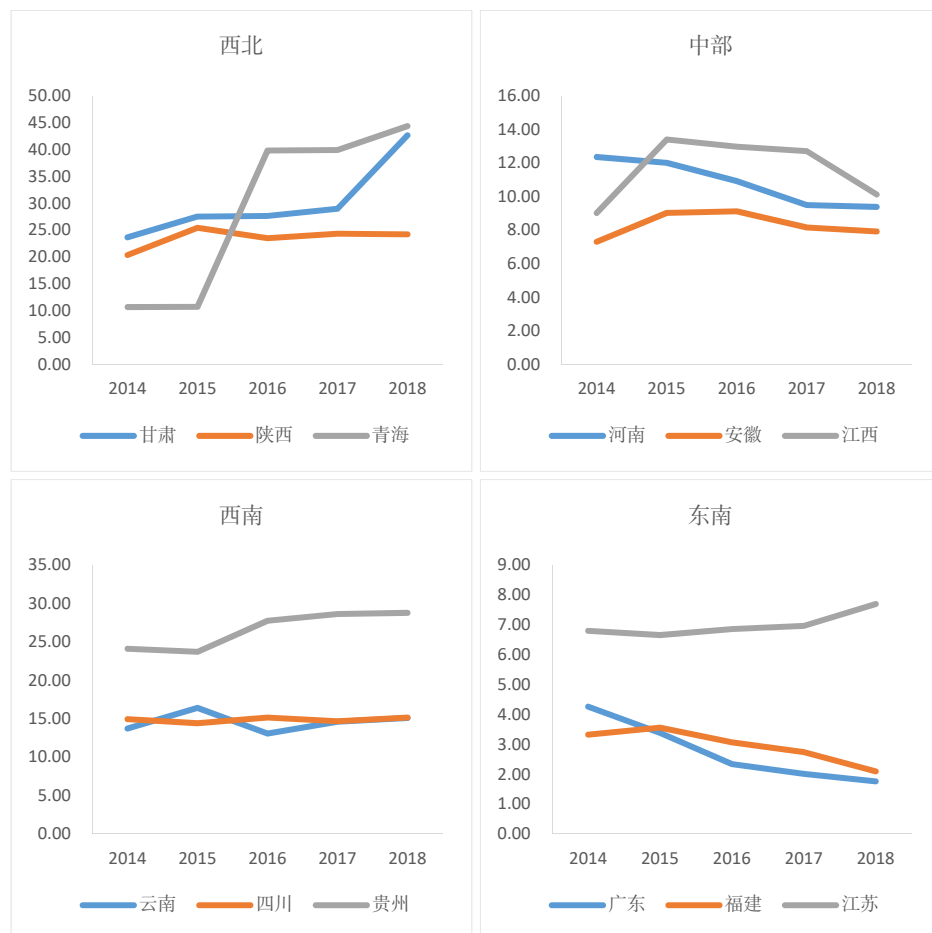
重点因素

取消高速公路省界收费站，短期内将加大高速公路公司的资本投入。2019年5月国务院发布的方案要求，各省要在年底前完成相关收费车道改造、收费站改造、软硬件提升工作，以实现取消全国高速公路省界收费站的目标。我们认为，短期内高速公路公司需要加大ETC等相关设施的投资支出，并且还需要发生安置收费站收费人员的相关支出。

专项债置换将减轻中西部高速公路债务压力。贵州、青海、内蒙古、陕西等地区已通车的路产效益一般，还贷压力大，但未来仍有较大在建和拟建公路投资需求，整体债务负担持续扩大。但政府专项债的置换有利于减轻存量债务利息负担。

图 1

近年不同区域高速公路公司 DEBT/EBITDA 表现情况



数据来源: Wind。

版权©2019 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

未来关注

未来路网建设投资支出规模。影响高速公路财务状况的核心要素之一是其未来固定资产投资规模。对于路网建设已经相对完善地区,其未来的固定资产投资规模不大,预计资本开支能够与运营收入相匹配,债务负担不会大幅增长。但对于已有路产效益不太好、甚至偿债资金主要依赖于再融资的地区,如果未来持续发生较大规模的资本支出,那么其债务压力会不断增长。

货车改为按照车型计费。从2020年1月1日起,货车将由计重收费模式统一按照车(轴)型收费,原则是不增加货车通行费的总体负担。这一改变最终对高速公路货车通行费收入的影响如何,还要看货车通行费率定价的高低。

油气开采及炼化： 上游增大资本开支，下游消费放缓

- 响应国家要求，三大石油公司提高计划资本开支金额。
- 经济放缓，汽油柴油消费量增速下滑；
- IMO 2020 限硫令影响未来柴油及燃料油供给格局，炼油企业可能根据市场行情调整汽柴比，增加柴油供应。
- 面对炼油产能过剩的局面，运营效率对石油炼化企业的信用质量尤为重要。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

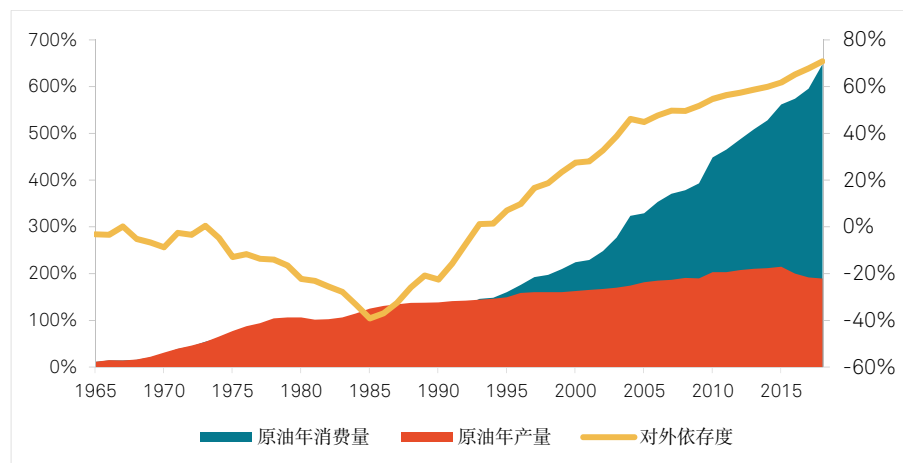
近期回顾

国家要求三大石油公司加大油气勘探力度。2018年我国原油产量1.9亿吨，原油消费量6.5亿吨，对外依存度达71%，在2017年基础上又上升3个百分点。从能源安全角度出发，国家要求石油公司加大勘探开发力度，增加资本投入，增加原油产量。

图1

原油对外依存度逐年提高

我国石油产量消费量以及对外依存度



数据来源：国家统计局，标普信评整理。

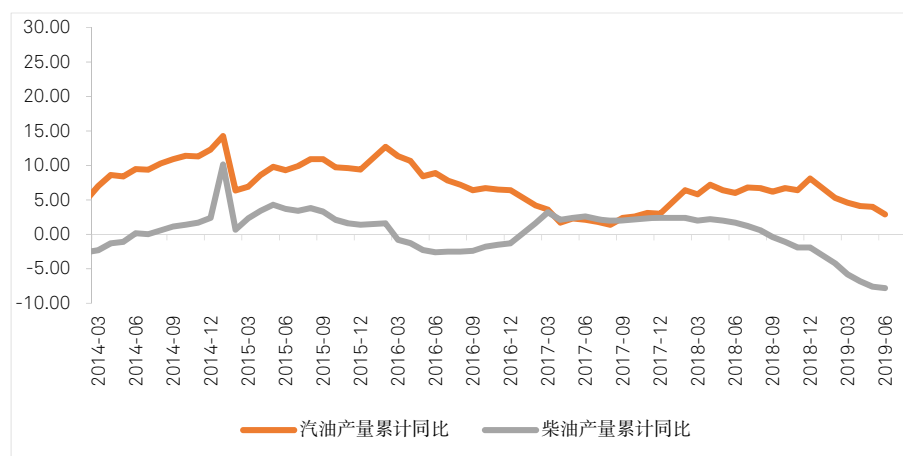
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经济增速放缓，汽油柴油产量累计同比下降。2019年上半年月我国汽油产量累计同比增长2.90%，较2018年全年累计增幅下滑5.3个百分点。柴油方面，2019年上半年累计产量同比减少7.8%，降幅呈扩大之势。考虑到汽柴油的库存并不明显，增减幅度的变化说明下游需求出现了放缓或萎缩的情况。

图 2

汽柴油产量放缓或下降显示下游需求减弱

汽油柴油产量累计同比



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

IMO 2020 限硫令。2020年1月起，所有远洋船舶都必须符合国际海事组织（IMO）的限硫新规定。新规定将船用燃油中的硫含量标准由3.5%降低至0.5%。对于炼油企业来说，可以选择升级现燃料油炼化装置降低燃料油含硫量，或者增加出产柴油作为燃料油的替代。

重点因素

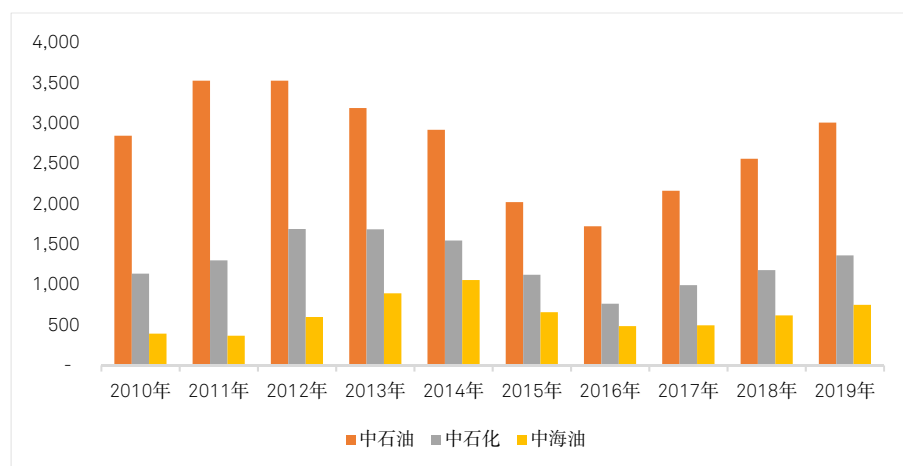
勘探开发投入。响应国家要求，三大石油公司提高了2019年勘探开发资本支出计划。以中石油为例，2019年该公司资本开支计划为3006亿元，较2018年增长17%。

在过去几年，石油公司的资本支出与国际原油价格整体上呈现正相关关系。今年在政策要求下，尽管平均油价低于去年，石油公司的资本支出计划依然提高。我们认为这将提高企业的资金需求和成本，进而一定程度上影响经营活动净现金流。如果油价大幅下跌而资本性开支依然增加，将有可能影响油企的信用指标。

图3

石油巨头提高勘探开发资本支出计划

三大石油公司资本支出



注：2019年为计划值，其余年份为实际值。数据来源：公司年报，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

运营效率。在整体下游需求放缓的情况下，行业内炼油产能呈过剩趋势。在此情况下能否在生产过程中保持高效、注重成本和营运资金管理，将成为影响企业盈利能力和信用质量的主要因素。

未来关注

管道资产拆分和国家管道公司成立。各石油公司管道资产的拆分和国家管道公司的成立，是油气板块供给侧改革的重要一步。三大石油公司剥离管道资产，不仅会对现有的资产负债和盈利能力产生影响，更对未来市场新竞争格局产生影响。

IMO 2020 限硫令的执行力度。根据限硫令，从2020年1月起，燃料油含硫量较目前标准将大幅下降。这将影响目前燃料油供需，同时将引起柴油对燃料油的需求替代。大型海运公司严格执行的可能性较大，但中小型船运企业是否能够严格执行存在不确定性。限硫令若严格执行，将导致高硫燃料油退出市场，炼厂有可能调整装备，改为生产低硫燃料油或者增加柴油产量。但若下游市场执行限硫的力度不及预期，那么炼厂提供的高质量产品反而有可能没有预期的销路。

产能过剩挤压地炼开工率。在炼油产能过剩情况逐步显现的情况下，地炼的开工率将受显著影响。由于行业地位和整体产能方面的优势，国有大型炼油公司的产能利用率总体而言一直高于地方炼厂。在行业整体开始过剩时，地炼的开工率会受到进一步的挤压，其收入规模和信用质量将受显著影响。

电力：清洁含量继续提升，挤压火电份额

- 经济疲软导致用电量增速下滑，电力企业发电量受到影响。
- 新能源平价上网时点敲定 2020 年，风电光伏迎来新一轮抢装潮，行业资本开支将明显提升。
- 新能源消纳和电力市场改革多重因素，导致火电企业收入规模下行。
- 煤炭价格保持高位运行，火力发电企业信用风险提升。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

近期回顾

新能源平价上网政策出台，2020 年成为平价上网起点。国家相继出台了《国家能源局关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》、《国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知》等多项政策，平价上网的时间正式确认为 2020 年-2021 年。在此之前为平价上网的过渡期，过渡期的补贴采取全国竞争排序的方式申请。

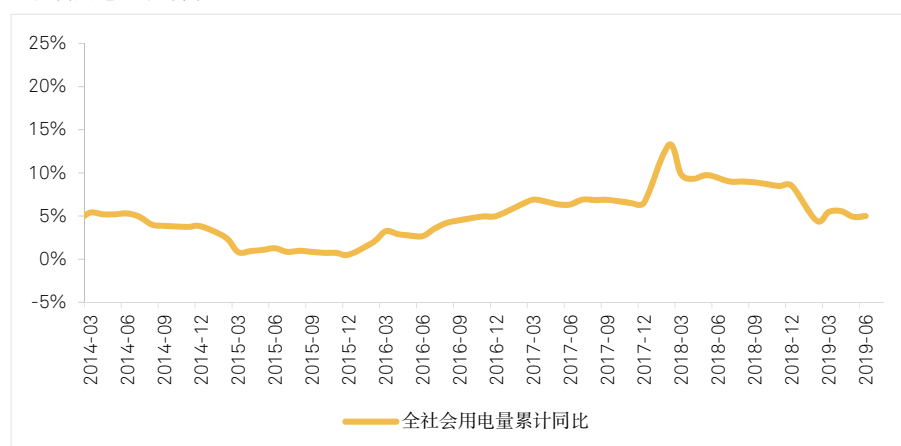
同时，新政策要求 2018 年及之前核准的项目，除海上风电外均需要在 2020 年年底之前并网，否则将取消补贴。参照火电标杆电价分析，实行平价上网后的风电光伏上网电价较补贴前存在巨大的差距。因此新能源业主公司有动力在资金允许的情况下，尽量赶在 2020 年年底前的有限时间窗口内，大量进行资本性投入，以确保更多的项目享受到原有的补贴价格。一轮抢装潮由此而来。

经济疲软导致用电量增速下滑，影响电力企业收入规模。进入 2019 年后全社会用电量增速较之前年度明显下滑，上半年计仅增 5.0%，较 2018 全年的 8.5% 萎缩明显。用电量增长乏力将会影响电力企业的收入规模。

图 1

用电量增速明显下滑

全社会用电量累计同比



数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

来水量颇丰水电盈利能力向好。进入2019年以来我国降雨量较多，带动水电行业发电小时数持续上涨，将推动水电企业改善盈利能力。Wind数据显示，2019年上半年，全国水电发电设备平均利用小时数较去年同期增长169小时。

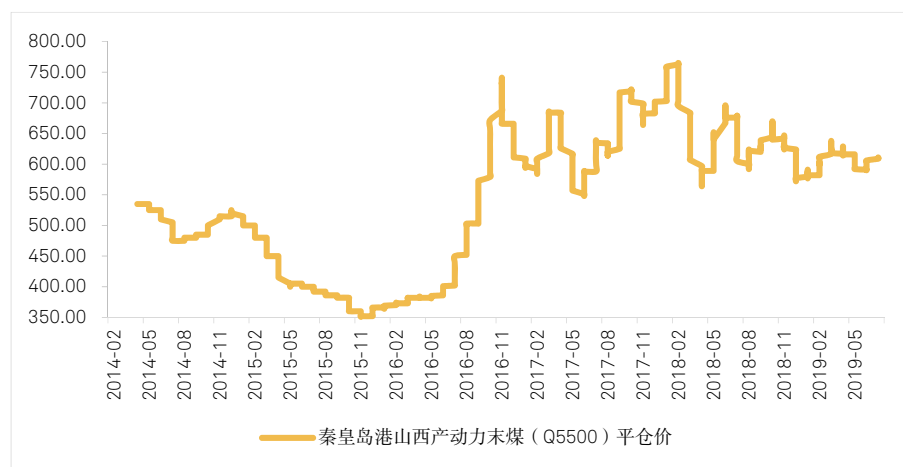
重点因素

火电利润受需求和成本双重挤压。受到需求端疲软的影响，进入2019年后火电利用小时数下滑，一改2018年全年的增长态势。2019年上半年火电发电小时数同比减少60小时。与需求疲软对应的是成本始终维持高位，2019年1-6月秦皇岛港山西产5500大卡末煤平均价格维持在605元/吨，属于历史较高水平。需求和成本两相影响，火电盈利能力进一步削弱。

图2

火电成本维持高位

秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价



数据来源：Wind。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

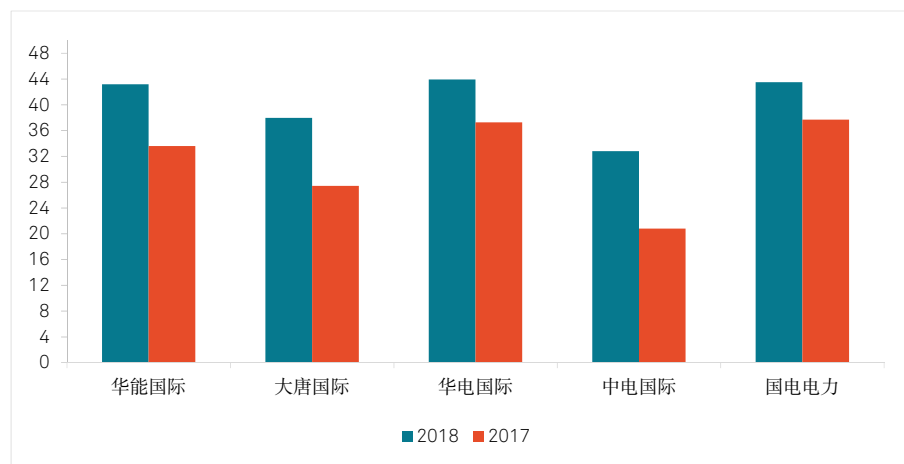
新能源资本开支抬升杠杆。根据新能源新政中对存量项目的管理要求，企业所有已核准未并网项目需要在2020年之前（海上风电2021年前）完工并网，否则将取消补贴。项目建设进度的加快要求开发企业增加资本性投入，可能使其本已很高的杠杆率进一步提升。融资空间受限的企业只能忍痛放弃之前积累的大量存量项目。

市场化程度提升导致平均上网电价下降。随着市场化改革的不断推进，参与市场化直供电的比率进一步提高。鉴于直供电价格一般情况下低于标杆电价，电力公司更多地参与市场化直供电交易将使平均上网电价下降。在成本始终保持高位的情况下，这将导致其盈利能力进一步削弱。

图3

电力市场化改革持续推进

五大电力公司市场化交易电力占比



数据来源：公司年报，标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来关注

政策持续加强新能源消纳比率，或将进一步冲击火电发电规模。在已出台的各项新能源政策中，提高消纳比率均是重要的内容。特别是《清洁能源消纳行动计划（2018-2020年）》提及提高火电灵活度和电网调节能力，因此部分新投产火电机组可能会被用于调峰。持续提升的新能源消纳要求将进一步挤压火电的发电规模。火电电量占总发电量的比例，已由2013年的80%下降至2019年上半年的73%左右。

图4

火电在发电量中占比逐年下降

各电源形式发电量及火电占比（亿千瓦时，%）



数据来源：国家统计局，标普信评。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

房地产：补库存考验融资能力

- 上半年行业整体销售情况并不乐观，开发企业面临较大的资金压力。
- 尽管企业仍然努力推动销售，但是在较为不利的融资环境下，补充库存和建安支出带来的现金流压力将导致财务杠杆继续上升，增加行业信用风险。
- 全年政策仍然偏紧，需要关注土储不足、规模偏小以及销售计划较为激进的开发企业。

分析师

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

房企销售增速放缓。2019年前6个月，全国商品房销售面积同比下降1.8%。受益于价格的上涨，销售额实现5.6%的增速，但较上年同期增速仍低7.6个百分点。

土地购置大幅下降。2019年上半年，尽管房地产投资整体增速仍在10.9%的水平，但由于开发商对行业前景保持谨慎，土地购置面积同比下降27.5%，土地成交价款同比下降27.6%。

不过上半年土地市场也出现了一些局部热点。苏州、深圳等地高溢价率成交地块引起市场广泛关注，显示房地产开发企业对核心城市市场前景依然充满信心。

融资政策持续收紧。继5月中旬出台《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》后，中国银保监会在7月初对部分信托公司进行了约谈警示，要求控制房地产信托规模增速。7月12日，发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，并在境外债备案登记时说明拟置换境外债务的详细信息，同时承诺外债真实性。

重点因素

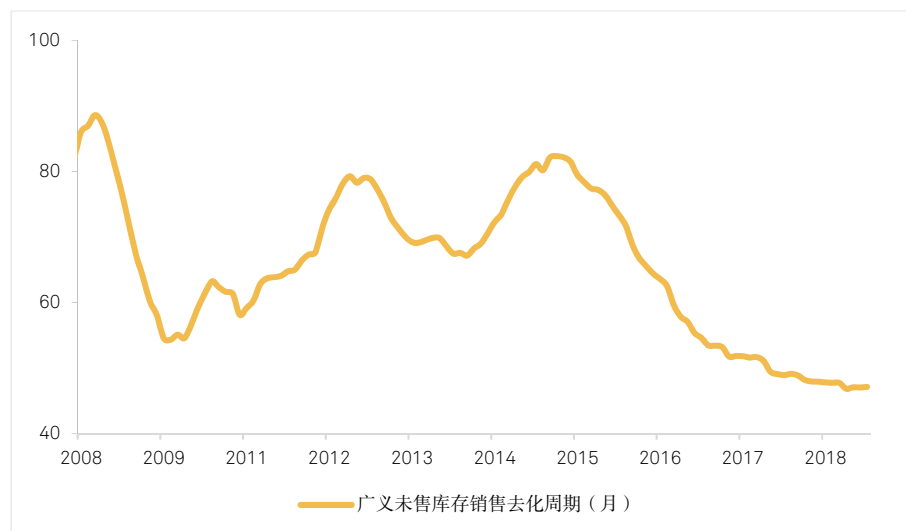
调控政策仍是2019年行业发展的关键影响因素。虽然中美贸易摩擦可能拖累中国经济增速，未来中国经济能否顺利转型也存在不确定性，但我们认为，中央将维持其持续调控的决心和立场。中央政治局7月30日会议继续强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我们预计下半年房地产调控政策大幅度转向的可能性很低，但是不能排除根据经济形势进行边际微调的可能。

行业可售库存水平处于历史低位，补库存带来资金流出压力。根据我们的统计，2017年以来，由于房地产开发企业在调控压力下普遍加速销售等原因，房地产行业整体的可售库存去化周期不断下降，目前已经处于2008年以来的最低位置。已售未竣工的存货去化周期也不断增加。各环节库存与销售速度间的不平衡将会加大房地产开发企业整体的经营风险和资金压力。我们相信2019年和2020年，房地产开发企业需要应对补充可售库存和完成建安投资带来的资金流出压力。土储不足、规模偏小以及销售计划较为激进的开发企业会面临更大的信用压力。

图 1

行业库存水平处于历史低位

广义未售库存销售去化周期



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

房企融资能力重要性凸显。监管层近期的表态使我们相信，房地产开发行业未来6到12个月的融资环境将会趋紧，房企融资难度将会上升。考虑到行业整体补库存需求强烈，在销售增速放缓的背景下，房地产企业的融资能力将受考验。在偏紧的融资环境下，资金和资源更容易向头部企业聚集，这将导致过去几年快速增长、目前可售库存不多的行业中部企业资金链更加吃紧。

未来关注

区域市场出现分化。我们认为在城镇化的推动下，未来3到5年中国房地产整体的销售额仍将保持温和增长。不过在此过程中，人口、产业和政策的综合影响或将导致不同能级城市住房市场的明显分化。

一方面，三四线城市的棚户区改造基本进入尾声，特别是棚改货币化逐步收尾，将结束这些地区过去几年住宅需求持续高增长的态势。另一方面，中央政府要求大部分城市放开落户限制，以及重要的二线城市为争夺人才陆续推出人口引进的政策，都将增加二线和核心三线城市的吸引力，这将进一步将人口吸引到主要城市群中。我们认为未来主要城市群中的核心城市将具有良好的市场前景，而不能从政策和人口流动中获益的中小城市的房地产需求难以乐观。

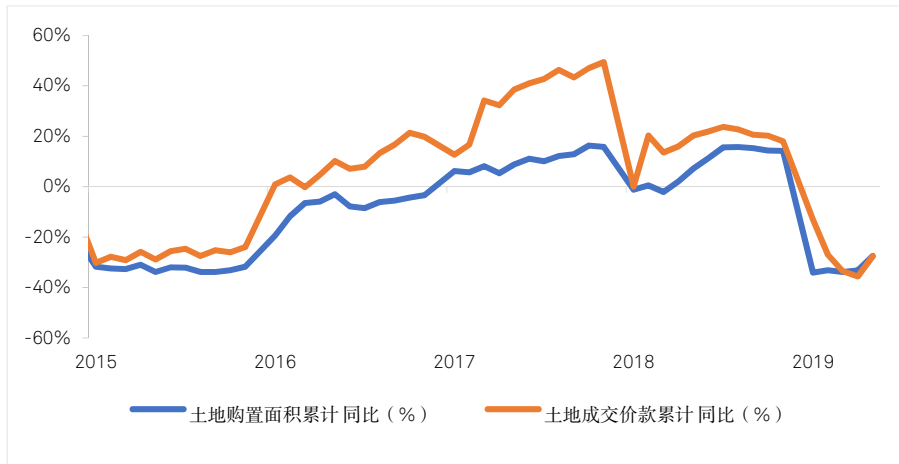
土地购置活动或将局部复苏。我们预期未来12个月二线和核心三线城市的土地购置增速会率先从谷底恢复。这主要是由于房地产开发企业土地储备不足，有较强的补充库存的动力。

不过，我们仍然相信中央政府对房地产的调控基调不会变化，在行业融资环境整体偏紧的情况下，土地溢价率快速走高、地王频出的情形不太可能在2019年内出现。

图 2

开发企业土地购置大幅下降

土地购置变动幅度



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

零售：稳定增长中竞争加剧

- 居民消费增长平稳中略有下降。
- 生鲜类零售企业扩张放缓。
- 行业竞争向全渠道、多维度竞争态势发展。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

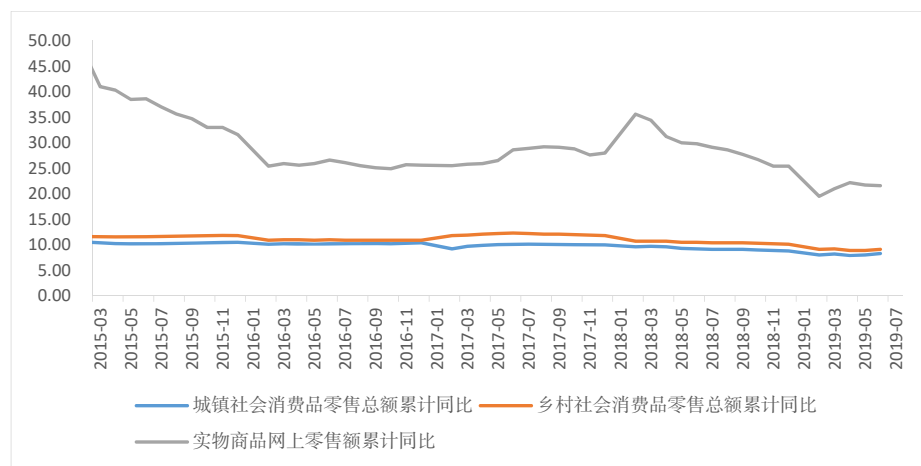
近期回顾

零售增速平稳中略有下降。2019年上半年全国社会零售总额1.24万亿元，累计同比增长8.4%，较上年同期下降1个百分点。受宏观经济减速影响，增速呈缓慢下降趋势。农村社零增速继续高于城镇，但差距已经缩小到1个百分点以内。实物商品网上零售额增速继续呈较快增长态势，1-6月份累计同比增长21.60%，但增速自2019年以来明显减慢。

图1

零售增速呈缓慢下降趋势

社会消费品零售总额同比增速



数据来源：国家统计局。

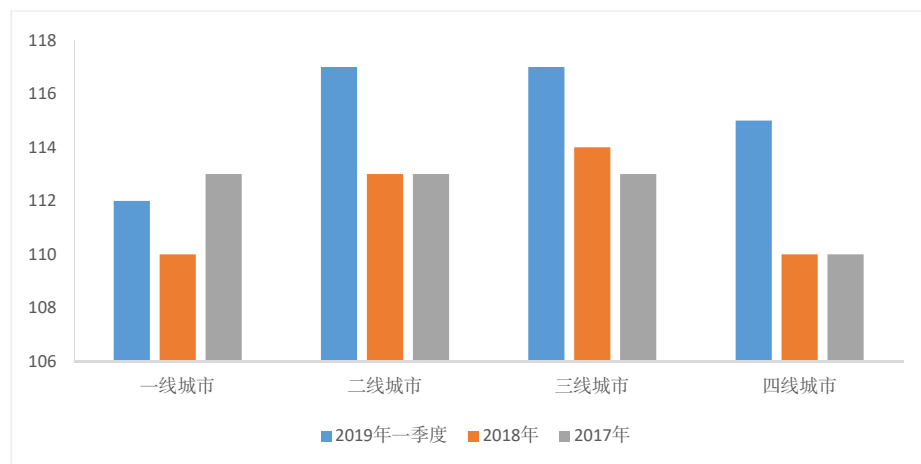
版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

零售行业竞争和扩张重点继续向三四线城市下沉。受收入增长、人口回流、企业在一二线城市刺激消费的效应边际递减等因素影响，线下百货公司、购物中心、超市以及线上电商平台，都在积极向三四线城市下沉，零售行业竞争和扩张重点转向中低端市场。特别是电商业务，向三四线城市下沉可以吸引大量有充裕时间上网的消费者，一定程度上弥补总体销量增速的放缓。但由于低端市场对商品的价格敏感度相对一二线城市较高，零售行业整体毛利或有所收窄。

图 2

三四线城市零售市场前景看好

近年我国各类城市尼尔森消费趋势指数



注：尼尔森消费趋势指数是一个衡量消费者信心的指标，数值越高，反映消费者信心越强烈。资料来源：尼尔森。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

食品、生鲜等新零售快速扩张模式趋缓。随着消费者对食品、生鲜新零售模式逐渐熟悉，以及新零售所带来的产品价格优势逐渐减弱，2019年上半年除了阿里巴巴的盒马鲜生门店数量以50%速度增长以外，京东的7FRESH、苏宁易购的苏鲜生等多个生鲜零售企业开店数量均有所放缓。

重点因素

电商线下门店的资本开支继续增加。电商对线下实体店投资的增长导致其资本开支继续增长，如果未来一两年这些实体店铺的盈利能力未实现预期，将会给其带来一定投资损失，但这些资本开支对电商的信用质量影响较小。

超市并购不断，行业整合加快。2019年上半年，苏宁易购宣布收购家乐福80%股份、永辉宣布要约收购中百集团10%左右股份、物美和步步高入股重庆商社集团，以及物美、家家悦接管华润万家北京5家、山东7家门店，步步高收购家润多22家门店。这些并购整合多以现金形式进行，对收购方杠杆影响有限。相反，借助于规模的扩大和市场占有率的提升，收购方的信用质量可能会有所提升。

新模式弥补电商流量增速。社交电商和社区团购作为电商模式的一种延伸，连接中低端市场，对电商流量的增长起到一定补充作用。社交媒体利用已有的流量资源与厂商、代理商合作，建立平台，实现商家与消费者连接。社区团购主要依赖微信群等社交工具，利用邻里关系资源，以生鲜为主要产品，发挥采购的规模效应，满足对日常消费品高性价比的追求。这两类模式由于主要针对中低端产品或生活必需品，毛利率不高，对电商利润贡献度不高，但有利于电商保持客户粘性，维持自身在整个零售行业中的市场占有率。

未来关注

消费者可支配收入、消费信心和外部物价水平的变化。零售行业的发展基础是消费者的收入增长预期，零售规模总量与居民的可支配收入水平和增长前景密切正相关。

2019年上半年，我国城镇居民可支配收入增速保持平稳（7.9%左右），社零总额及各细分种类的零售额同比增速平稳中略有下降。而同期CPI累计上涨2.2%创15个月的新高，总体看，居民可支配收入增长的平稳和消费信心的预期走低，可能会使零售行业增长承受一定压力。

企业竞争策略。无论是今年表现相对良好的超市，还是仍面临较大转型压力的百货公司，或者是为扩大竞争力投资线下实体店铺的电商平台，不同类型零售企业都面临整个行业全渠道、多维竞争的局面。客户定位的准确性、应对消费者需求变化的灵敏度、供应链的完整和高效、信息数据的分析和运用，将影响各个零售企业在这种新环境下的竞争地位。

钢铁：告别高利润时代

煤炭：高煤价利于继续降低高杠杆

分析师

王雷

北京

lei.wang

@spgchinaratings.cn

- 2019年上半年下游地产投资较好，拉动了对钢铁的需求，钢铁限产放松，产量创历史新高。
- 铁矿石供给紧张，焦煤价格也高位运行，钢铁行业成本中枢上行，压缩了钢铁企业的利润。
- 煤炭供给需求基本平衡，价格下跌空间有限，但煤炭企业财务状况仍比较脆弱，财务杠杆进一步降低的空间取决于高煤价持续的时间。

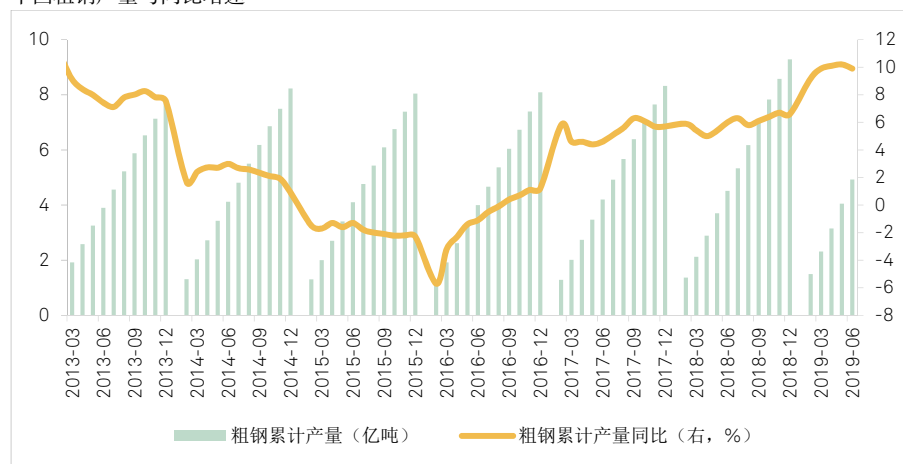
近期回顾

上半年钢铁产量创新高。2019年上半年房地产开发投资完成额开始回升，1-6月累计同比增速达到10.9%，其中建筑工程投资完成额累计同比增长9.4%，处于比较好的水平，成为拉动钢材需求的主要动力。供给侧，环保限产在2018年三季度以来的执行力度有所放松。生态环保部禁止“一刀切”的执行方式，2019年4月出台的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》也较征求意见稿宽松。加之置换后的产能投产，钢铁产量不断攀升，2019年6月日均粗钢产量约290万吨，为历史新高。钢材价格比去年四季度也有所回升。

图1

钢铁产量不断攀升

中国粗钢产量与同比增速



数据来源：国家统计局。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

原材料价格上涨，钢铁企业利润收窄。钢铁产量上升增加了对铁矿石、焦煤、焦炭等原材料的需求，加之原材料供给偏紧，导致价格上升。铁矿石受年初巴西溃坝事故和澳洲飓风的影响，价格突破每吨100美元关口；焦炭则受环保限产影响，产量增速明

显落后于粗钢，价格维持在2000元左右的高位；焦煤因供给侧改革而退出的产能很多，短期没有新增产能，供给存在刚性，价格也在高位震荡。

钢铁原材料价格的上升利于上游煤炭、铁矿石采掘企业，但侵蚀了钢铁企业的利润空间。上半年螺纹钢平均毛利在每吨500-600元之间，回落到了合理区间，冷轧板平均毛利几乎为0，热轧板与中厚板在200-300元之间，均较去年同期显著下降。

图2

钢铁行业原材料成本上涨

铁矿石与焦煤价格



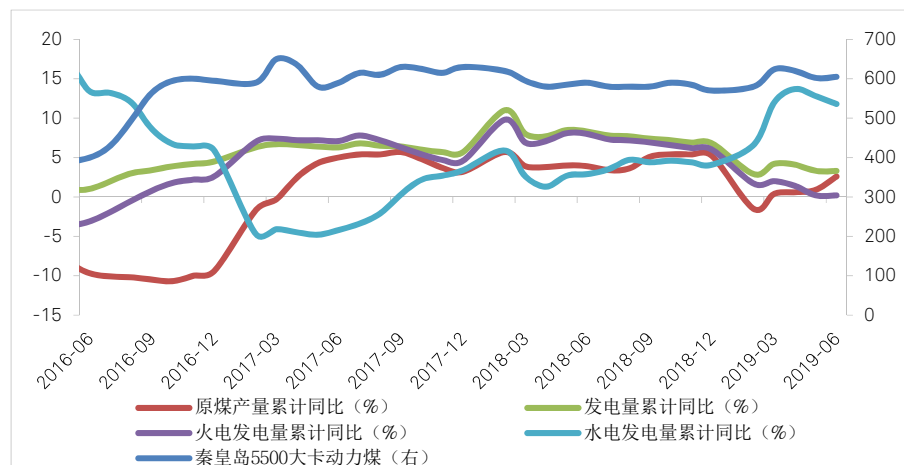
数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

动力煤供需平衡，价格同比持平。2019年初陕西神木李家沟煤矿发生煤矿矿难事故，行业安全检查升级，区域内煤矿大面积停产，动力煤产量受到影响。上半年原煤累计产量同比增长只有2.6%，低于去年同期增速。需求端，经济增速减档，发电量增速下滑，同时水电与核电挤压了火电的空间，同期火电发电量增长仅0.2%。海关也控制了进口煤炭清关的速度。供需基本平衡的背景下，上半年动力煤均价与去年同基本期持平，秦皇岛5500大卡动力煤目前仍处于600元/吨的较高水平，利于行业继续改善财务状况，而改善的空间则取决于高煤价运行的时间。

图3

原煤产量、发电量与动力煤价格



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

重点因素

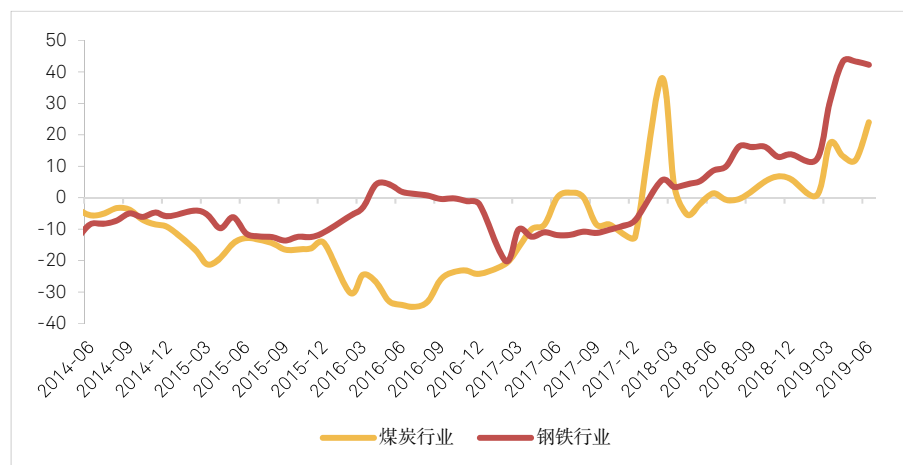
成本控制能力在抵御意外冲击时重要性凸显。巴西溃坝事故与澳洲飓风带来了铁矿石价格的快速上涨，对钢铁成本的冲击有些让人始料未及。另外为规避环保限产，钢铁行业电弧炉使用占比逐渐上升，生产成本也相应上升。当铁矿石涨过 100 美元/吨时，国内外高成本矿山可复产，钢铁企业自有的矿山也能为企业节约一部分成本。所以拥有自有矿山的长流程企业面对此冲击时将有一定的成本优势，仍可位于成本分布曲线偏左侧的位置。

产品种类对企业带来不同的影响。对钢铁行业而言，下游地产、基建、家电、汽车、机械、输油管等不同行业未来一段时间表现有一定差异，对不同钢材的需求也不尽相同。地产与基建主要使用螺纹钢等长材，家电、汽车与机械对板材的需求较大，输油管主要使用管材。在煤炭行业，焦煤与动力煤表现将有一定的差异，前者主要用于钢铁冶炼，后者主要用于发电。下游需求的差异最终将反映在企业的盈利与现金流上。

钢铁与煤炭行业的资本开支上升，煤炭行业杠杆率仍很高。钢铁行业从 2018 年初，煤炭行业从 2018 年四季度开始，固定资产投资累计完成金额同比增速转正，到了 2019 年，增速上升。钢铁行业因成本上升，利润被压缩，资本开支的上升不利于行业继续降低杠杆。而煤炭行业在 2019 年 5 月末整个行业资产负债率同比下降 1.53 个百分点至 64.89%，但剔除中国神华后，这个比例接近 70%，仍处于很高的水平。

图 4

钢铁煤炭行业资本开支上升
固定资产投资同比增速



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

动力煤价格。目前煤炭企业债务负担仍很重，如果继续降低杠杆，需要煤炭价格在现在的位置上持续 2-3 年，才能再将资产负债率降低约 5%。如果动力煤价下跌 10%，每年行业收入将减少约 1500 亿元，将比较明显地影响降杠杆的过程。

未来关注

地产、汽车、基建等下游行业对钢铁的需求仍有差异。虽然钢铁行业供给侧改革基本结束，但产能总量受到控制，下半年国庆期间与取暖季的环保政策对钢铁生产仍有一定约束，电炉产能利用率处于高位，总体供给上升的空间不是很大，在接下来的数月内不再是影响产品价格的主要因素，转而要密切关注下游各行业对钢铁需求的变化。

从目前看，房地产库存低位，开发商仍有较强的补库存需求，开工仍然可维持稳定的态势，保持对螺纹钢较好的需求；基建补短板为经济托底，对长材的需求较好；家电小幅增长，汽车销售的颓势暂未得到有效扭转，板材需求不是很乐观；“三桶油”组建国家石油天然气管网公司将拉动对管材的需求。总的来说，长材、管材未来价格表现均有望优于板材价格。

铁矿石的供给。全球铁矿石新产能的投产周期基本结束。虽然铁矿石在100美元以上可能会令高成本矿山复产，增加部分边际供给，但我们认为短期产量仍难以快速增加，在未来的一段时间里价格将在较高的位置上维持。钢铁企业的高利润时代行将结束，回归到历史平均水平。

煤炭的供给。我们认为煤炭价格对煤炭企业信用的影响是十分显著的。由于下游需求比较稳定，未来一段时间仍然是供给主导着价格的走势。虽然短期内供给端仍没有明显放开，煤价没有大幅下跌的基础，预计未来几个月在现有水平附近波动，但影响供给的因素逐渐增加，不确定性也随之上升。

具体而言，未来一段时间影响供给的因素主要有退出产能、新增产能、进口、运输与限产政策等。行业在2019-2020年仍有淘汰共约1亿吨落后产能的任务；新增供给方面，因煤矿建设周期较长，短期供给增加将以公告进入联合试运转阶段与合规化的煤矿为主，预计全年近1亿吨。

进口方面，预计下半年海关将加大限制力度。海外煤炭的价格在最近两年跌幅明显，与国内价差扩大，今年上半年煤炭进口量同比增加5.7%。若下半年不减少进口数量，则电厂全年无法完成发改委保持进口数量与上年持平的“平控”目标。

另外随着产能向西部转移和近期蒙华铁路的开通，陕北、蒙西运力紧张的局面得以改善，更多的煤炭销往华中华南地区，供给有一定结构性改变。

安全与环保限产政策的执行力度。尽管今年采暖季仍将像去年一样将对目标城市采取环保限产的政策，我们认为政策的执行将更加有针对性和差异化，力度也有所放松，钢铁行业限产比例会比去年降低。2019年6月唐山地区执行差异化限产政策，然而在7月来看，执行力度不足，对钢厂的影响低于预期。同时，随着钢铁行业电弧炉与废钢使用比例的上升，环保政策对粗钢产量的影响也将有一定的弱化，因为环保政策的对象主要是高炉生产。所以我们预期今年采暖季环保限产对此类大宗商品产量影响没有往年显著，对其价格的季节性影响会比2017和2018年大幅减少。

科技硬件及软件： 贸易摩擦增加行业发展不确定性

- 中美贸易摩擦导致全球科技供应链调整，预计将带来更大的固定资产投资，给企业现金流带来压力的同时增加行业发展的不确定性。
- 在贸易摩擦和国内经济增速放缓的背景下，国内 IT 支出增速下滑，科技行业整体盈利能力下降。
- 我们预计 5G 带来的下游软硬件需求大规模释放还需要等待，对未来 12 个月智能手机相关产业链的复苏前景保持谨慎。
- 我们认为 2019 年科技行业整体的收入增速将出现 10% 左右的下滑，但 2020 年下半年之后行业景气度将会有所回升。

分析师

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

全球半导体行业景气度下降。受半导体投资周期、贸易摩擦升级和地缘政治局势紧张等因素的共同影响，2019 年上半年全球半导体行业销售明显下滑。美国半导体行业协会数据显示 2019 年前 5 个月全球半导体销售规模 331 亿美元，同比下降 14.6%，去年这一数字是同比上升 21%。

从国内情况来看，受智能手机渗透率基本见顶、电子消费增速趋缓，以及贸易摩擦的影响，2019 年一季度，我国集成电路产业销售额 1274 亿元，同比增速为 10.5%，较上一季度增速下滑 6.8 个百分点，较去年同期增速下滑 10.3 个百分点。

全行业收入利润增速放缓。随着经济增速放缓和贸易摩擦持续，国内企业 IT 总支出增速下降，国内软硬件行业整体收入利润增速均相应放缓。2019 年前 5 个月，国内软件行业和硬件行业利润总额增速分别为 10.5% 和 -13%，较 2018 年三季度增速高点回落 3 个百分点和 16 个百分点。

标普信评预计 2019 年全球半导体市场将会萎缩 10-15%，但 2020 年 5G 建设和终端需求将会带来行业的温和复苏。

重点因素

贸易摩擦对科技硬件行业供应链产生扰动，供应链调整可能会带来超预期的资本投资。2019 年以来，中美贸易摩擦逐步升级，对中国科技产业产生了显著的影响。一方面中国半导体销售额增速明显下降，另一方面，从海关总署的统计来看，中国对集成电路的进口已经出现快速下滑。

图 1

贸易摩擦打破 IT 行业既往全球协作方式

集成电路进口累计同比



数据来源：海关总署，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

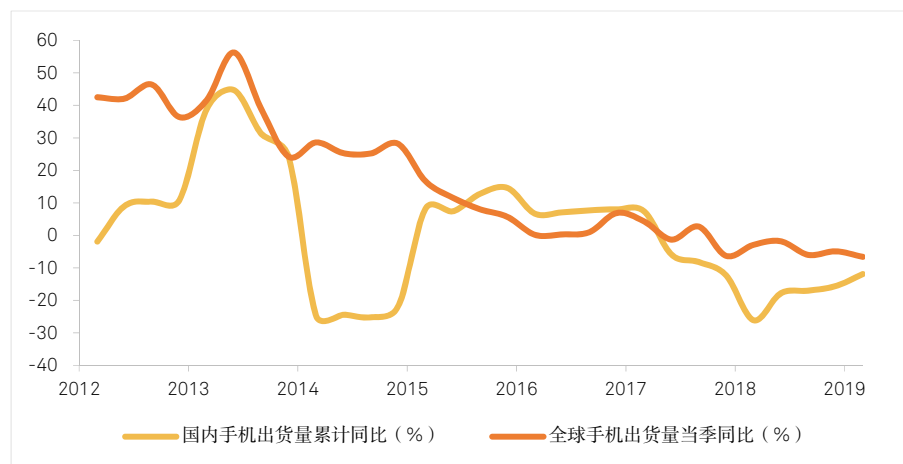
标普信评认为，贸易摩擦打破了既往 IT 产业全球化协作的生产方式，将迫使 IT 行业的供应链进行重新布局和调整，特别是中国将加大对产业上游关键技术的投入，这将带来超出常规的资产和技术投资。考虑到近年来全行业销售收入增速放缓的情况在未来 12 个月之内难以出现明显改善，我们认为大规模的投资会绷紧行业的现金流，进而导致行业内企业的财务指标恶化。

智能手机出货疲软可能将会持续 6 到 12 个月，影响手机产业链收入增长。受智能手机渗透率接近饱和以及 4G 用户增速放缓的影响，包括中国市场在内的全球智能手机出货量增速明显放缓。尽管智能手机行业在不断进行技术创新，屏下指纹、四摄像头模组、屏下摄像头、折叠屏等新技术等吸引了消费者的购买，但整体上各个主要品牌的产品逐步同质化，技术竞争激烈但缺少突破性的技术革新。标普信评认为，尽管 5G 的逐步商用化带来的换机需求有望提振整体行业的景气度，但由于 5G 部署初期受到运营商网络建设进度和终端价格较高的影响，未来 12 个月智能手机产业链还需要面对需求不振的挑战，但 2020 年下半年行业销售增速有望回暖。

图 2

手机出货疲软

手机出货量变化情况



数据来源：工信部，IDC，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来关注

5G 建设进度和下游应用场景的完善。5G 不仅会带来智能手机更新需求，基于其高传输速度、低延迟和高可靠性，在工业物联网、无人驾驶、医疗信息化、电力信息化等方面应用前景广泛。随着 5G 网络逐渐建设成熟，这些新的应用领域将产生新的软硬件需求，推动行业收入提升。但与此同时，标普信评认为在技术变革过程中，行业发展的不确定性增加，企业如何在新的竞争环境中获取技术和成本的优势尚需观察。

云服务仍将快速增长。云服务由于能够按需分配资源，增加企业获取资源的灵活性，降低了企业 IT 投资和维护成本，未来仍有较大的增长空间。我国 IaaS（基础设施即服务）市场仍需大规模投资，对参与其中的企业的现金流提出较大的挑战；SaaS（软件即服务）方面各个细分领域竞争激烈，未出现领导性的企业，行业风险较高。

科创板开设。科创板为科技型企业提供了良好的融资平台，首批上市企业主要集中在新一代信息技术、高端设备制造、生物医药和新材料等新兴领域。我们预计这些企业上市将加快其发展步伐和整合并购速度，从而提升集中度、降低行业竞争风险。

电信业：5G 建设提速，但上下游受益有限

- 5G 牌照发放早于年初预期，将推动运营商加大资本开支，促进电信设备商收入增长。
- 中国广电获得 5G 牌照，未来或将加入相关基础建设和行业竞争，但其在 5G 时代的竞争力或有所不足。
- 运营商的资本开支可能超出其年初给出的指引，或将对运营商的现金流造成压力。

分析师

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

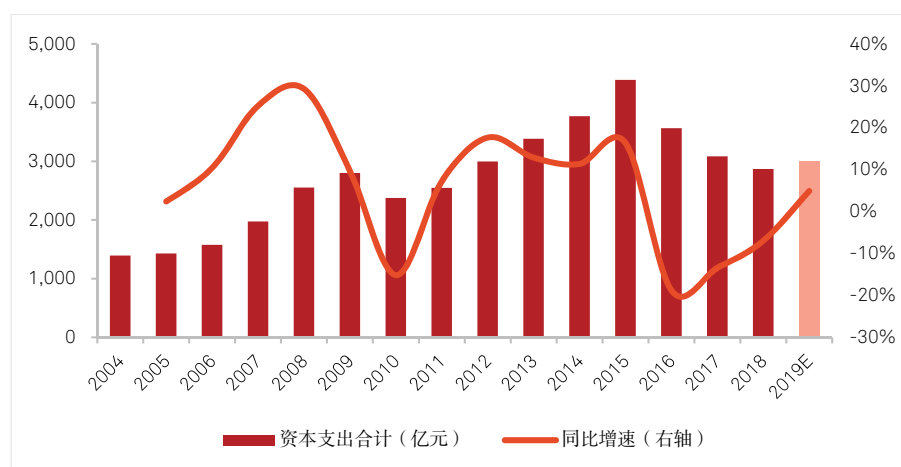
5G 牌照发放。2019 年 6 月 6 日，中国政府向中国移动、中国电信、中国联通和中国广电发放了 5G 牌照，这早于年初行业的普遍预期。随即三大运营商都公布了各自的 5G 建设和运营计划，中国广电也表示要积极参与 5G 建设。标普信评认为，这是中国政府综合考虑国内需求、产业链成熟度和国际形势做出的决定，同时显示出国家对自主可控技术的支持态度。

重点因素

5G 牌照发放提升行业投资规模。5G 牌照早于预期发放，将带来 2019 年运营商资本支出的上升，以及 2020 年及以后年度对 5G 网络基础设施的大额投入。中国移动、中国电信和中国联通已经分别公布了其 5G 时代的部署计划，我们估计 2019 年三大运营商资本支出将同比增加 5%，其中约 320 亿到 330 亿元用于 5G 投资。

图 1

5G 牌照提前发放将带动运营商资本支出增加
运营商资本支出及同比变化



数据来源：公司公告，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

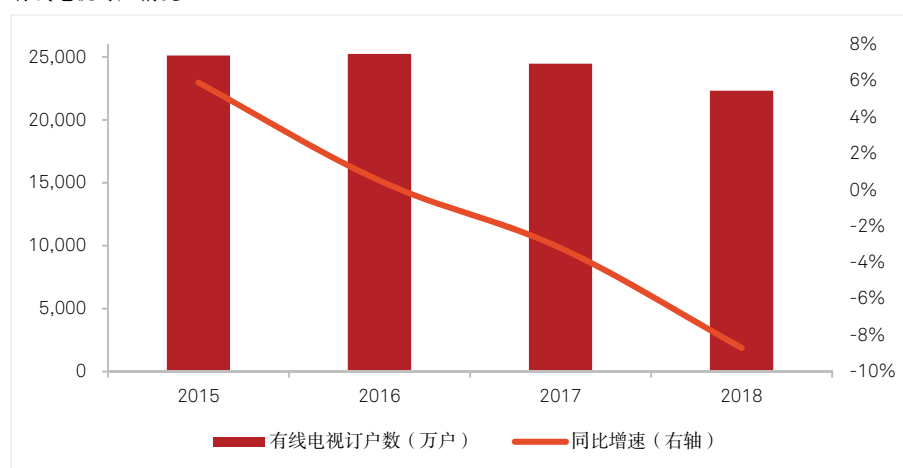
有线电视网络将参与 5G 网络建设，但竞争力不足。在本次 5G 牌照发放中，中国广电也获得了一张牌照，可在 700MHz 频段内开展业务。相比之下，三大运营商获得的频段分布于 2.6GHz 到 4.9GHz 之间。我们认为，中国广电获得的这一频段具有更好的网络覆盖能力和技术成熟度，能够节省其网络建设投资，有利于广电参与 5G 建设和行业竞争。

但是，中国广电在未来 5G 的竞争中仍将面临诸多挑战。一方面，中国广电的全国网络整合还远未完成，缺少能够实现全网改造和建设的统一主体；另一方面，其有线电视用户近年来持续下滑，入户宽带占有率一直不高，后续的 5G 应用场景将受到较大的限制。此外，广电系统整体的盈利能力一般，和三大运营商相比，持续投入 5G 基础设施建设的能力较弱。

图 2

中国广电用户基础遭到侵蚀

有线电视订户情况



数据来源：中国广播电视网络有限公司，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来关注

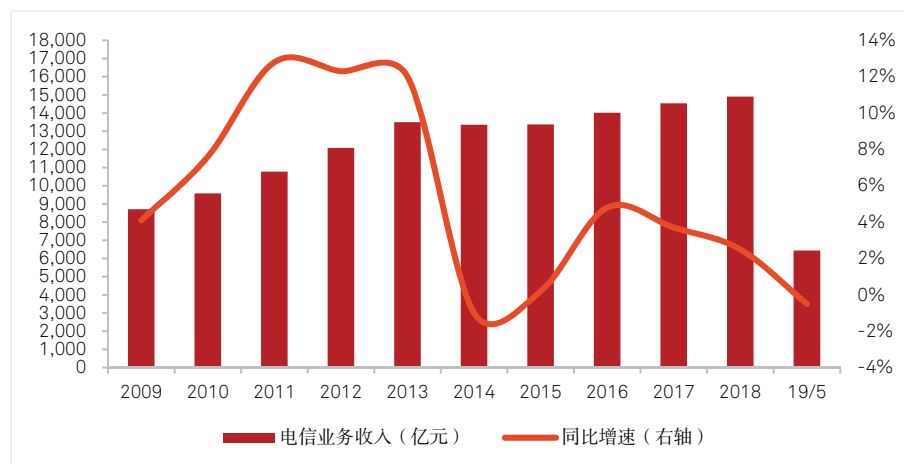
5G 投资或将增加运营商的资金压力。在当前国内 4G 用户渗透率达到 77%、人均接入数据量增速快速下降的情况下，运营商的每用户平均收入和整体收入增速均在下降，迫切需要新的业务增长点。我们认为有机会看到电信运营商在 2019 年中期上修其 5G 投资计划。在乐观的情形下，我们预计 2019 年全年运营商在 5G 基础设施上的投资将达到 500 亿元左右，推动运营商的资本投资同比上升 10%。

我们认为，在更灵活的套餐定价机制下，运营商 5G 客户的每用户平均收入有望小幅高于 4G 客户，但运营商整体收入增速放缓的趋势不会发生变化。三大运营商资本开支增加将对其现金流造成一定压力。但是考虑到收入规模、行业地位和相对稳健的财务状况，其信用质量不会显著下降。

图 3

运营商迫切需要新的业务增长点

电信企业收入及同比变化



数据来源：工信部，标普信评整理。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

电信行业上下游将不同程度受益。设备供应商将会直接受益于运营商的5G相关资本开支，实现收入增长，并且5G网络建设初期设备招标单价也会较高。但是由于运营商收入增长不力，我们认为设备供应商的收入增长很难如业界预期的那样乐观。随着出货量的增加和设备单价下降，设备供应商的利润增速也将无法与收入增速同步。

由于牌照发放不久，下游终端和应用仍需一定时间发展成熟。尽管如此，我们认为随着时延的显著下降以及带宽和可靠性的明显提升，5G的应用场景将较4G更加丰富，云计算、大数据、人工智能、物联网、VR/AR等对下游社交、视频、游戏等领域产生的影响仍需观察。

©版权所有 2019 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建议的建议，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，除非其注册为该类机构。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。