

标普信评

S&P Global

China Ratings

短期、周期与长期 非金融企业信用趋势展望：2020年

2020年3月4日



目录

卷首：短期冲击之外的周期性和结构性	3
城投：进一步发挥基建职能	4
发电及公用事业：火电和新能源发电均面临信用分化	6
高速公路：偿债压力加大凸显政府支持重要性	8
煤炭：供给逐渐宽松，煤价渐渐企稳	10
房地产：疫情影响或可修复	12
钢铁：需求重新主导行业	14
建筑工程施工：营运资金需关注	16
油气开采：全面开放影响有限	18
消费零售：有待疫情过后恢复元气	20
化工：徘徊在低迷周期	22
电信业：5G投入正当时	24
科技硬件及软件：周期向好	26
汽车：政策或可缓和销量下行	28
资本品：工程机械仍能实现销量增长	30

卷首：短期冲击之外的周期性和结构性

要展望2020年非金融企业信用趋势，新冠疫情造成的冲击是一个绕不开的话题。部分行业收入骤降或运营受阻，也有部分行业迎来新的发展契机。

但疫情影响毕竟只是整个2020年的一个章节。我们预计，随着疫情逐步受控，各行业原本存在的周期性趋势和结构性变化将继续上演。

我们预计2020年大部分行业的信用状况将保持相对稳定，但零售、房地产、化工、发电行业内的信用差异可能会随着经营环境的变化而逐渐拉大。与此同时，我们预计受新冠疫情以及经济增长放缓的影响，2020年相当一部分行业的现金流和盈利能力可能会下降。我们认为，政府的支持对油气、煤炭、交通基础设施、城投以及电信等板块信用状况的稳定性会有一定的支撑作用。资本品、建筑工程施工、科技硬件和软件等行业可能会受益于需求的增加。

新冠疫情期间餐饮和酒店业收入下降，然而仍需支付工资和房租支出等运营开支，因此短期内流动性压力增加。钢厂和化工企业停产成本较高，即使需求减少，往往也不会选择停产，营运资金需求的增加有可能使其流动性面临一定的压力。

我们认为，在市场整体流动性改善的前提下，短期内再融资风险应该可控。2020年3月份中国市场将有5500亿人民币左右的非金融企业的债券到期，4月份将有6000亿人民币左右到期，其中城投、交通基础设施以及采掘业数量较大。考虑到这些板块里发债企业以国企居多，其融资渠道较为畅顺，我们认为它们的整体再融资风险可控。

分析师

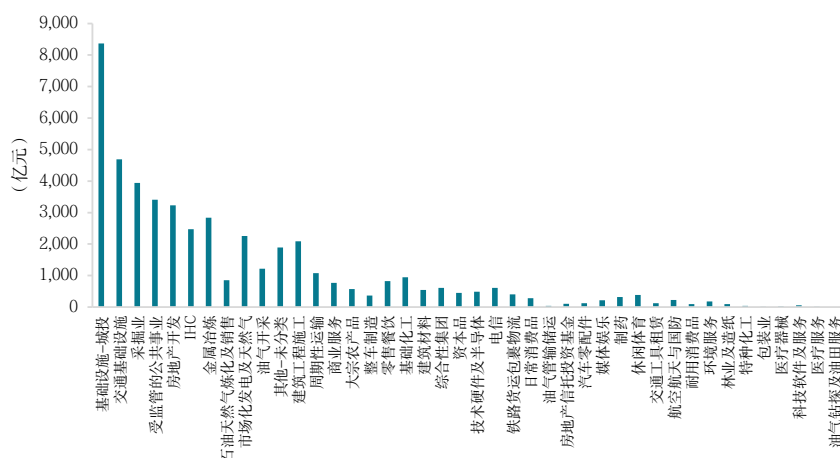
钟晓玲

北京

may.zhong

@spgchinaratings.cn

各行业2020年到期债券余额



资料来源：Wind。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

房地产和化工业的集中度正在上升，有益于增加龙头企业的竞争力和市场份额。

我们预计疫情对于中国经济增长的负面影响将主要体现在第一季度，第三季度增速将逐渐恢复，明年增速较今年将有所回暖。

在本报告中，标普信评的非金融企业评级团队回顾了各板块的近期变动，并就哪些因素可能影响这些板块的信用质量发表看法。

城投：进一步发挥基建职能

- 我们认为2020年城投企业整体信用质量将保持稳定。我们预计城投企业的整体融资环境将保持宽松，城投企业为地方政府发挥基础设施投融资建设职能的定位也将保持不变。
- 但是，信用质量较低的城投企业仍有可能继续发生非标产品违约事件。
- 地方政府财政收支“紧平衡”，或对城投企业经营活动现金流入量的稳定性造成压力。

分析师

李丹

北京

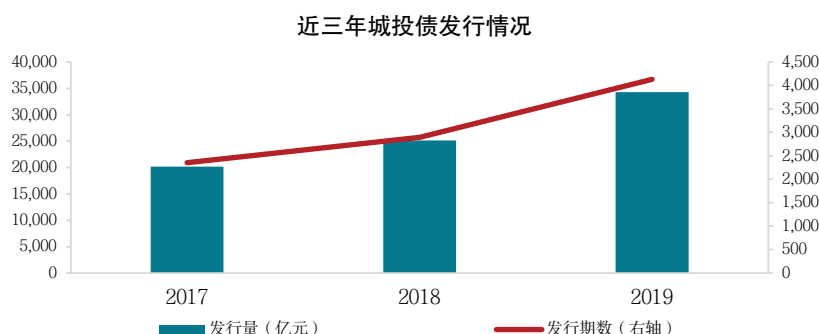
dan.li

@spgchinaratings.cn

近期回顾

直接融资规模增加，多数城投融资成本有所降低。2019年市场整体资金面相对宽松，发改委、交易所等监管审批部门放松债券审批力度并扩大审批规模。多因素影响下，城投企业的债券融资规模较上年大幅增长，且信用质量相对较好的城投企业利差趋窄，但底部城投企业利差变化较小且仍处于高位。

图1



未来展望

地方政府的税收减少和债务增加有可能影响对城投企业的支持能力。2月份，中央强调要更好发挥积极财政政策作用，财政部随即从多个方面部署落实。一是采取阶段性有针对性的减税降费等政策，帮助行业恢复生产及中小微企业渡过难关。二是扩大地方政府专项债券发行规模，尽快形成有效投资。

2019年减税降费的落实，已经使得地方政府一般公共预算收入中的税收收入同比减少，很多地方政府依靠非税收入的增长来弥补，才实现了一般公共预算收总额的持平或低速增长。虽然今年这次减税降费更多面向中小微企业，总体减税降费规模可能不及去年，但考虑到疫情对各行业的负面影响，地方政府的税收收入仍然面临较大的增长压力。

专项债券规模的扩大必然使得地方政府的债务率有所提升，特别是一些政府债务已经

较重且经济欠发达的地区，偿债压力可能进一步扩大。

经济欠发达地区非核心城投企业的偿债能力面临挑战。虽然资本市场的整体融资环境较为宽松，但并非所有城投企业的融资成本都在下降，部分经济欠发达地区的非核心城投企业在自身债务负担重、政府回款滞后、业务战略不清晰等多种因素作用下，融资成本仍处于高位，这些企业的非标产品仍将面临较大的违约风险。2019年城投企业的风险事件仍主要发生在非标产品上面，且数量不断增多。

区域内主要城投业务规模有可能扩大，但经营活动现金流入的稳定性或降低。在国家的财政收支向“紧平衡”趋势发展以及专项债券规模扩大的背景下，地方政府的财政支出将更侧重于促进城乡区域协调、加强生态保护等方面，城投企业在乡村基础设施建设、生态环保建设等方面或将承担更多的责任，这可能有利于区域内主要城投的业务规模扩展。但与此同时，地方政府财政收支平衡的压力或将对城投企业经营活动现金流入量的稳定性产生负面影响。

发电及公用事业：火电和新能源发电均面临信用分化

- 我们认为，2020年本行业的整体信用质量将出现分化。
- 得益政府对其极高的支持力度，大型发电集团的信用质量将保持稳定；但集团内部，资产质量不佳、盈利能力较差的非核心电厂，受集团支持的程度有可能减弱。
- 经济增速放缓导致用电量增速下滑，将影响电力企业发电量和收入的增长。
- 2020年底风电光伏将陆续开始实施平价上网，大额资本支出压力和平价上网带来的回收期拉长，将分化新能源企业信用质量。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

近期回顾

2020年底风电光伏发电将陆续开始实行平价上网。国家出台多项政策，确定新能源平价上网时间为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，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。

火电标杆电价转变为带浮动机制的基准价。自2020年1月1日起，火电上网电价定价机制从原有的标杆电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，2020年暂不上浮。此项政策可能进一步降低火电上网电价，对火电企业盈利能力造成影响。

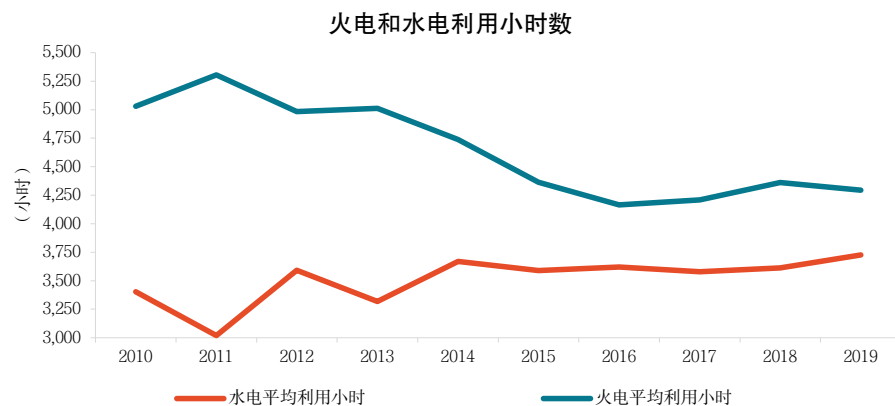
经济增速放缓及新冠疫情影响电力和电网收入规模。2019年全社会用电量增速为4.5%，较2018全年的8.5%萎缩明显。用电量增长乏力影响电力企业的收入规模。

为了应对疫情，国家发改委要求，自2020年2月1日起至6月30日止，阶段性降低除高耗能行业用户外的其他企业用电成本约5%。

未来展望

“电力十四五规划”对未来新增电源的规划对电力企业资本开支的拉动。国家能源局已启动电力“十四五”规划的研究和编制工作。规划将涉及未来五年各电源形式的容量。我们认为，“十四五”规划大幅提高煤电装机容量的可能性较低，因为煤电产能利用率已经不足，进一步增加火电装机容量将造成利用率进一步恶化。如果火电企业资本开支减少，则将在一定程度上抵消利用小时数下滑对其杠杆水平造成的影响。

图1



资料来源：Wind。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

政策持续加强新能源消纳，或将进一步挤压火电企业的市场份额。政府不断采取措施提高新能源消纳比率，特别是《清洁能源消纳行动计划（2018-2020年）》要求提高火电灵活度和电网调节能力，意味着部分新投产火电机组可能会被用于调峰。“电力十四五规划”也可能对新能源比例的提高做出进一步要求。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，对火电企业的收入增长形成压力。

新能源平价上网将进一步促使新能源企业业务和财务状况的分化。首先是各企业装机规模进一步分化。随着平价上网日益临近，部分企业以提高杠杆水平为代价，通过大规模的投入，加快新能源电站的建设。而另一部分企业目前杠杆率已经处于较高水平，难以进一步跟进增加开支，只能放弃补贴或者出售项目。其次，平价上网后项目本金回收期明显拉长。部分装机规模较小、财务风险较高的企业再融资压力将增大。

政府支持或集团支持的力度是维持信用质量稳定的重要因素。我们认为，大型电力集团对于经济发展和社会稳定发挥着不可或缺的作用，即使盈利承压造成信用指标变弱，政府的支持力度依然极高。但随着行业进一步整合和淘汰，发电企业在外部支持方面的尾部风险在增长。我们认为，同一集团内部，资产质量不佳、盈利能力较差的非核心电厂，受到的支持力度有可能减弱。

高速公路：偿债压力加大凸显政府支持重要性

- 我们认为2020年高速公路行业整体信用质量将大致保持稳定。
- 虽然高速公路行业受疫情影响明显，部分企业还款压力有所增大，但作为国家重点支持发展行业，该行业获得的政府支持力度预计仍然较大。
- 债务负担较重的高速公路公司可能需要进一步借助政府支持来应对到期债务本息的偿还。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

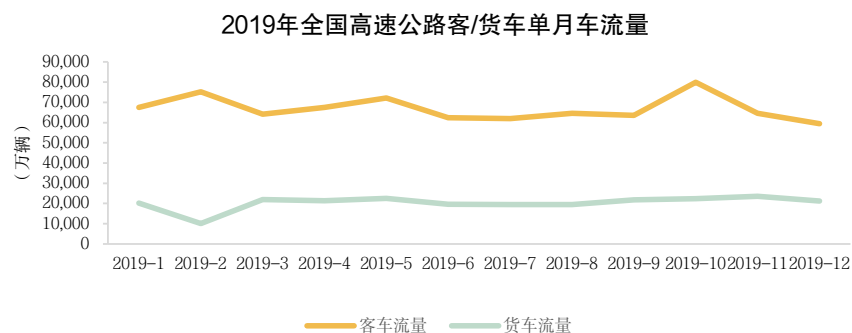
近期回顾

收费新政开始执行，对通行费收入总体影响不大。从2020年1月1日起，全国公路收费按照《收费公路车辆通行费车型分类》新标准执行。货车通行费的计费方式和计费标准进行了重大调整。虽然政策上要求新规不增加每类车型的应交通行费总额，但由于货车改为按轴数收费，部分长途运输车主会通过调整车型降低通行费支出。超载货车在高速禁行的情况下改走国道，也有可能对高速公路的货车通行费收入产生短期影响。8座和9座客车改按“1类”收费，通行费降低，但该类车型在客车总量中仅占2%左右，影响较小。最后，高速公路全面实行ETC收费，而现行ETC收费会有5%左右的折扣。整体看，收费新政可能对高速公路公司的通行费收入产生短期影响，但整体影响不大。

新冠疫情将对高速公路上半年营业收入产生较大负面影响。春节期间，由于新冠肺炎疫情爆发，全国大部分地区都采取了交通管控，多条高速公路临时关闭出口。以往春节期间仅7座及以下小型客车免费，大型客车和货车均不免费，此次临时的交通管控影响了很多货车的出行，高速公路公司的货车通行费收入受到一定影响。

之后在2020年2月15日，交通运输部发布通知，要求自2月17日起至疫情防控工作结束，免收所有车辆的通行费。考虑到疫情防控工作何时结束目前很难判定，这将对高速公路公司的通行费收入产生重大影响。从收入结构看，通行费收入是全国大部分高速公路公司的核心收入来源，占营业总收入的比例一般都在60%以上。同时从车流量来看，2019年一季度单月客、货车流量总和占全年车流量均在8%左右。部分高速公路公司以客车收入为主，影响可能更为明显。对于客货收入相对平均的高速公路公司而言，待疫情防控放松后，其收入的恢复速度可能更快。

图1



资料来源：交通运输部。

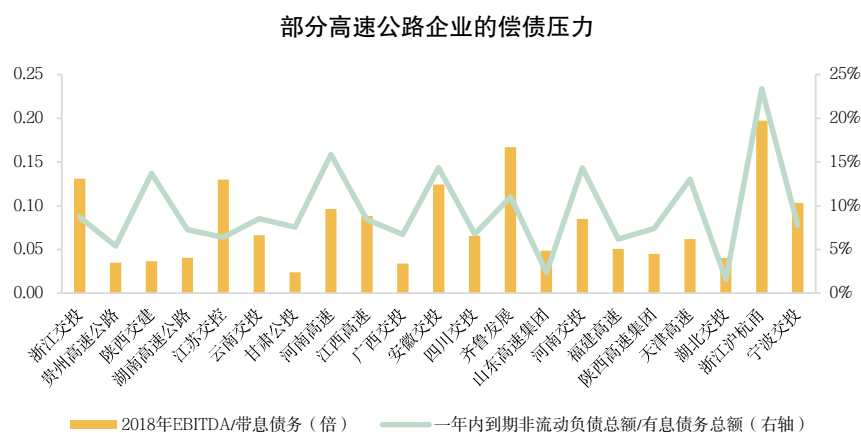
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

西部地区投资进度或受资金来源影响。西部一些地区仍有大规模路网建设需求，但其已有路产效益本来就不太好，疫情影响又造成收入下滑，因此其未来投资资金来源可能会受到一定影响，投资规模是否能按规划落实具有一定不确定性。

偿债压力加大。高速公路行业债务负担较重，如果营业收入在上半年受到较大负面影响，那么偿债压力将进一步加大。高速公路公司的债务结构以长期负债为主，比如下图中的高速公路公司2019年9月30日起一年内到期的非流动负债总额均超过100亿元。其中部分高速公路公司一年内到期的非流动负债在有息债务总额中的占比略高，其再融资和还款压力尤为突出，可能需要政府给予更多的支持来缓解，例如给予企业更多的政府专项债务置换，安排企业与国有大银行协商还款条件等。

图2



注：有息债务总额=短期债务+应付票据+应付利息+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券。债务数据截至2019年9月30日。

资料来源：Wind，标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

煤炭：供给逐渐宽松，煤价渐渐企稳

- 我们认为2020年煤炭行业整体信用质量可保持稳定。
- 我们预计2020年煤炭产能小幅增加，供给从平衡转向偏宽松的状态。预计动力煤价格继续从较高水平小幅下行，焦煤价格保持基本稳定。
- 新冠疫情影响煤炭供需，出现了阶段性供给紧张导致的价格上涨，但我们预计疫情结束之后，供给恢复将快于需求恢复。

分析师

王雷

北京

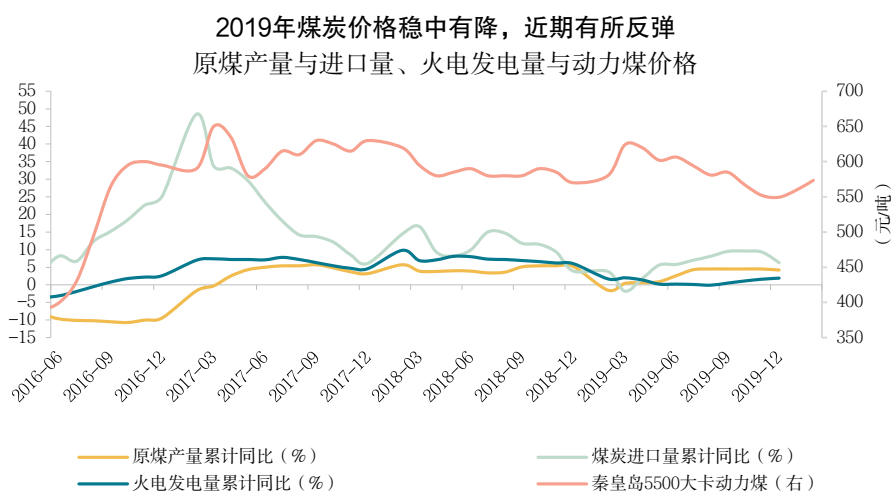
lei.wang

@spgchinaratings.cn

近期回顾

新冠疫情导致煤炭供给出现阶段性紧张。疫情当中，人员流动受到限制，煤炭企业开工率较低，煤炭运输不畅，导致煤炭供给出现阶段性紧张，价格也有所回升。秦皇岛港5500大卡动力煤价格从12月末的549.5元每吨反弹至2月24日的573.5元。但随着煤炭企业陆续复工，2月下旬煤炭企业开工率已经恢复到70%以上，运输能力也有一定的回升，我们认为短期供给紧张的局面将会得到一定的缓解。

图1

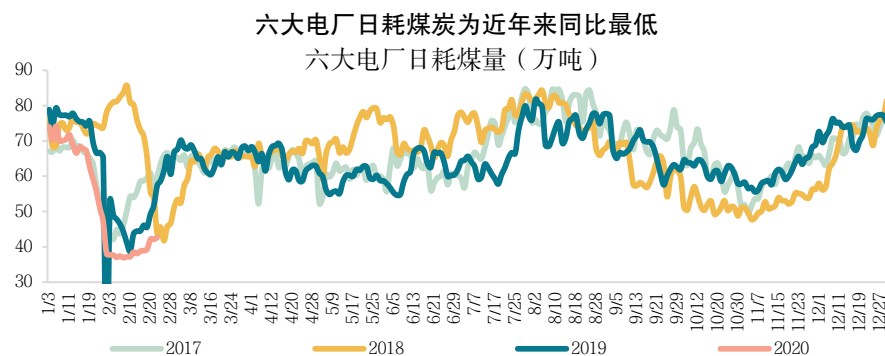


资料来源：Wind。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

受限于制造业与服务业复工的延迟，用电量与煤炭日耗的恢复比较缓慢，六大电厂的煤炭日耗在2月24日上升至42.7万吨/天，仍较去年同期减少23.9万吨/天，六大电厂煤炭库存也上升至1750万吨左右，待需求全面恢复仍需要一定的时间。

图2



资料来源：Wind。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

动力煤价格有一定压力。我们预计2020年动力煤供给偏宽松，价格继续小幅回落，而焦煤供需相对平衡，价格将保持基本稳定。我们预计2020年中国仍有9000万吨至1亿吨的先进产能释放，且以动力煤为主；煤炭进口将因为国内外价差收窄和管控的趋严而放缓增速。整体而言，供给仍偏宽松。

考虑到下游火电用电量增速的放缓，且库存高企，我们预计动力煤价格将会有较小幅度的下跌。

焦煤供需基本平衡，我们预计价格会在较高的位置震荡。

煤炭进口政策或对煤炭价格有一定支撑。由于近两年海外煤炭价格跌幅较大，进口煤的吸引力上升，2019年煤炭进口量达到3.0亿吨，同比增长6.3%，但下半年海关政策明显趋严。我们预计2020年进口煤炭进口管控政策可能继续趋严，进口煤炭增速将下降，在一定程度上利好煤炭价格。

煤炭行业整体信用质量可保持稳定。即使动力煤价格因供给偏宽松而下跌，我们认为跌幅也不会很大，仍可在较高位置运行，有利于企业的信用指标保持稳定。同时，考虑到发债企业以央企和地方国企居多，其融资渠道较为畅顺，我们认为行业整体信用质量可以保持稳定。

房地产：疫情影响或可修复

- 我们认为2020年房地产开发行业信用状况将保持整体稳定，但库存水平较高且集中在三四线城市、现金相对不足的中小房地产开发企业信用水平可能下降。
- 我们预计全年房地产销售面积和销售额将下降5%左右，全年房地产开发投资将增长5%左右。
- 一二线城市和城市群核心城市受疫情影响较小，三四线城市全年销售额可能下降。
- 我们预计房地产调控政策基调不会出现明显调整；在全社会流动性偏松的背景下，房地产开发企业现金流或将有所修复，但全年整体资金面仍呈现紧平衡状态。

分析师

刘晓亮

北京

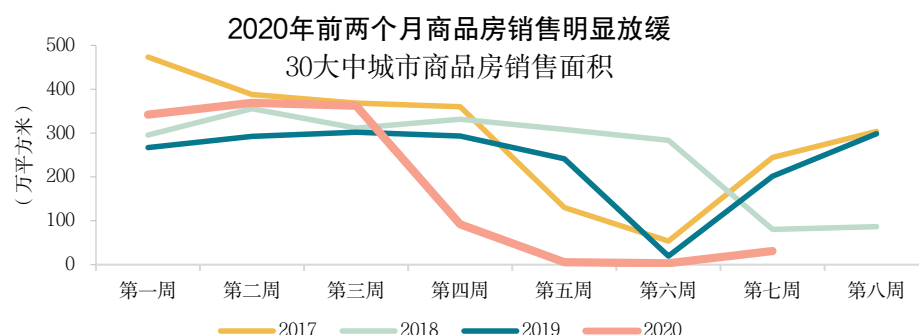
xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

受疫情影响，房企销售增速明显放缓。新冠疫情发生以前，中国房地产市场已经明显减速，2019年全年商品房销售15.97万亿元，同比增长6.5%，增速较上年下降5.7个百分点。受到2019年末以来新冠肺炎疫情影响，今年前两个月房地产销售大幅萎缩。我们预计2020年一季度，全国商品房销售面积和销售额将同比下降20%以上。

图1



资料来源：Wind。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

疫情对行业的影响或将修复。我们认为疫情结束之后，房地产行业将面临较为有利的外部环境。我们预计届时中央政府为稳经济、保就业，将维持较为宽松的货币环境。尽管我们不认为房地产行业调控政策会出现明显转向，但整体宽松的流动性环境将有利于房地产开发企业修复受损的现金流。

不同能级城市的房地产市场将进一步分化。我们相信一二线城市及城市群中心城市的需求仍然强劲，这些城市的销售将在疫情过后较快修复。但三四线城市需求的恢复可能会是另一种情况。疫情爆发正逢春节期间，这些市场的“返乡置业”需求受到打

击，疫情结束之后或难以恢复，加之棚户区改造也在逐渐接近尾声，或将带动三四线城市整体购房需求出现下降。

综合而言，我们预计2020年房地产行业整体销售面积和销售额均有约5%的同比回落。与此同时，我们预计开发投资同比增速将在5%左右。

房地产开发企业信用质量将持续分化。库存水平较高、现金相对不足、短期债务规模较大的中小房地产开发企业受疫情影响较大，这将进一步削弱其行业地位，影响其信用水平。此外，在武汉及湖北其他地市库存比例较高的开发企业，可能在今年较长一段时间内都无法恢复正常的销售活动，销售回款将承受压力，其信用质量或将有所下降。

行业整体资金面将保持紧平衡的状态。我们认为，尽管行业销售在疫情结束之后将有所恢复，但全年的销售回款将更加集中于三四季度，叠加疫情结束之后复工和新开工带来的现金流出，房地产开发企业的经营现金流将面临压力。在全年销售整体不佳的情况下，行业资金面将维持紧平衡，这将继续考验开发企业的销售回款能力和融资能力。

钢铁：需求重新主导行业

- 我们预计2020年钢铁行业整体信用质量保持稳定。
- 我们认为未来下游需求将重新主导行业开工与产品价格，电炉成本将对产品价格起到重要支撑。
- 铁矿石价格或因供给增加而回落，利好长流程企业。
- 疫情使得短期内钢材供过于求，价格下跌。钢厂库存的快速上升也占用了资金，预计将带来一定的流动性压力。

分析师

王雷

北京

lei.wang

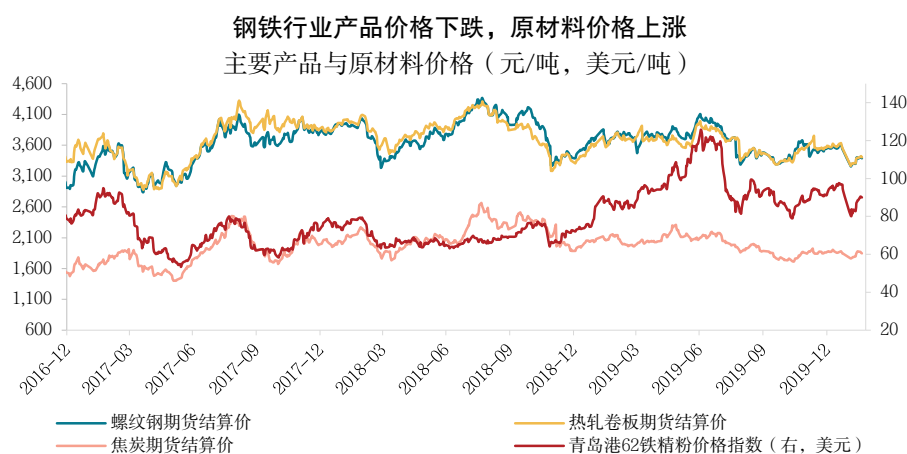
@spgchinaratings.cn

近期回顾

新冠疫情在短期内对下游需求影响严重。受疫情影响，建筑施工单位复工进度较为缓慢，钢铁需求下滑非常显著。而供给端，灵活的电炉基本停产，2月21日业内71家样本企业的电弧炉开工率仅为3.25%。而构成了行业大部分产能的长流程企业基本保持着开工状态，2月21日行业247家样本钢厂高炉开工率为71.43%，处于较高水平。

供过于求导致钢材价格快速下跌。2月21日，上海地区螺纹钢报价3450元/吨，较上年末下跌约300元/吨，跌幅7.5%。

图1

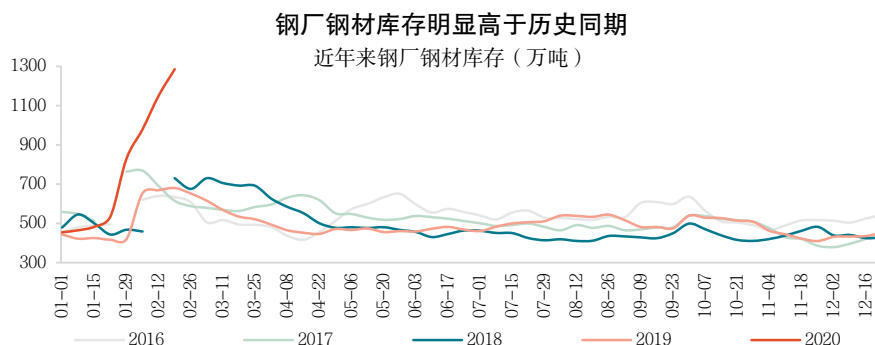


资料来源：Wind。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

疫情导致钢厂库存快速累积，占用企业资金。2月20日钢材社会库存达到了2143万吨，钢厂库存达到了1285万吨，较去年同期分别上升了19%和89%，钢厂库存上升尤为明显。我们认为这样的情况是下游需求疲软、运输不畅、钢贸交易清淡等原因导致的。钢厂库存的快速上升，占用钢铁企业的营运资金，带来了一定的流动性压力。

图2



资料来源：Mysteel。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

下游复工的进度影响钢铁企业的现金流。虽然我们预计疫情过后，建筑施工企业会有一波抢工潮，可以弥补停工期间的钢材消费缺口，消化掉部分积压的库存，从而一定程度上减轻钢铁企业的资金压力，但疫情持续时间和复工进度仍存在较大的不确定性。

下游需求成为影响行业开工与钢材价格的主要因素。我们认为，钢铁行业供给侧改革已基本结束，但产能总量仍受到控制，2020年有一定的置换产能投产，总产能上升的空间不大。在这样的背景下，需求将成为影响价格的主导力量。

同时我们预计，2020年钢铁需求将保持低速增长。虽然基建行业有一定发力空间，但房地产投资增速在逐渐回落，汽车料难明显回暖，并且疫情过后下游企业需要一定时间来消化掉较高的库存。所以我们预计，今年钢材价格较2019年有小幅下跌的趋势。不过，电炉可以灵活停产，从而调节供给，同时电炉成本较高，也可对钢材价格的底部起到重要支撑作用。

铁矿石价格预计回落，使长流程企业受益。虽然近期铁矿石供给紧张，但我们预计2020年全年的供给较上一年将有一定的增长，从而带动价格的回落，回到80美元/吨的价格附近，长流程企业将因此而受益，从而在一定程度上缓解钢材价格下跌带来的影响。发债企业以长流程钢铁企业为主，虽然利润可能有所收窄，但长流程的成本优势可望保持，从而使信用指标保持基本稳定。

建筑工程施工：营运资金需关注

- 我们认为，2020年本行业的整体信用质量将保持稳定，下游投资的稳定增长有利于本行业的业务量不断提高。
- 我们预计今年房地产建安投资增长将有所放缓，但基础设施建设投资有望提速，有助于建筑工程施工行业保持收入增长。
- 营运资金面临压力，应收账款以及工程结算的周转管理水平将分化业内企业的营运资金水平。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

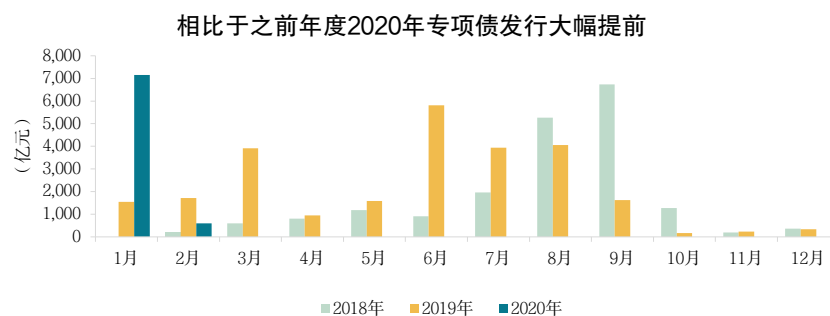
@spgchinaratings.cn

近期回顾

国家政策进一步推动基建投资。2020年2月21日中央政治局会议要求，积极的财政政策要更加积极有为；发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目的开工力度，加快在建项目建设进度。2019年末，国务院发布政策，降低了部分基建项目最低资本金比例。一些列政策将进一步推动基建投资。我们预计在疫情叠加经济放缓的背景下，基建投资将在经济稳增长中发挥更大的作用。

地方政府专项债助力基建投资增长。截至2020年2月19日，本年全国各地政府新发行专项债7,748亿元，发行时间较2019年大幅提前，可以使各地更早将资金投入使用。同时用途方面发生重大变动。相比于2019年专项债以土储和棚改为主的用途结构，2020年以来新发行专项债以基建投资用途为主。提前发行且用途更多侧重于基建两方面共同作用，为基建投资的资金来源提供了有力的支持。

图1



注：2020年2月数据截至当月19日。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

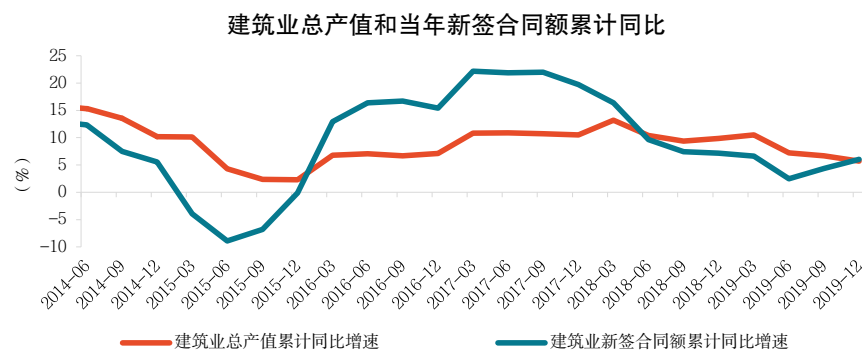
新冠疫情期间及之后下游各行业复工进度不同。基建重点投资复工较早，房地产建安复工较迟。从各地下达的建设项目复工要求来看，多数地区基础设施建设等重点工程第一批复工，棚改等保障性项目第二批复工，商品房等建设第三批复工。部分地区重点项目在2月10日前后已经开始复工。

未来展望

房地产建安投资增长将有所放缓，但基础设施建设投资有望提速。我们预计，受到疫情影响全年房地产建安投资增速较2019年将有所放缓，但基建投资的增长较2019年将有所提速。这可以为建筑工程施工行业的增长提供动力。

2019年新签合同增速的回升，也将为2020年建筑业的收入增长提供保障。受到发改委2019年新审批项目增长和各地基建项目上马等影响，截至2019年末，建筑业当年新签合同额累计同比增速结束自2017年9月以来的下滑趋势并开始回暖。

图2



资料来源：国家统计局。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

“两金”周转速度关系企业营运资金水平。“两金”指建筑工程施工企业已完工但未结算工程量和已结算但未收回的应收账款。因此，两金的周转速度将直接决定于建筑工程施工企业的营运资金水平。目前受到城投和房地产公司这两大下游行业的资金支付进度，以及国家严格要求建筑工程施工企业按时支付劳务分包工资等多种情况的共同影响，建筑工程施工企业的营运资金管理面临压力。若不能有效管理“两金”的周转，或者为了在激烈的竞争中争取更多的项目而垫付过多资金，则可能造成营运资金大幅净流出。

PPP项目增加部分企业资本开支。PPP项目是建筑工程施工行业的一个重要收入来源，但企业需要入股并垫付很多资金。部分企业迫于原有业务领域需求减弱，通过大规模投入PPP项目向其他领域拓展，其资本开支有可能大幅增加。

油气开采：全面开放影响有限

- 我们认为，2020年综合性油气企业的整体信用质量将保持稳定，这是由于主要参与企业具有极强的市场地位和极高且稳定的政府支持。
- 我们预计，随着资本开支金额提高、汽油柴油消费量增速下滑、国际原油价格下行，油气开采企业盈利能力将受挤压。
- 我们认为，全面开放勘探开采市场短期内对于三大石油企业信用质量影响十分有限。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

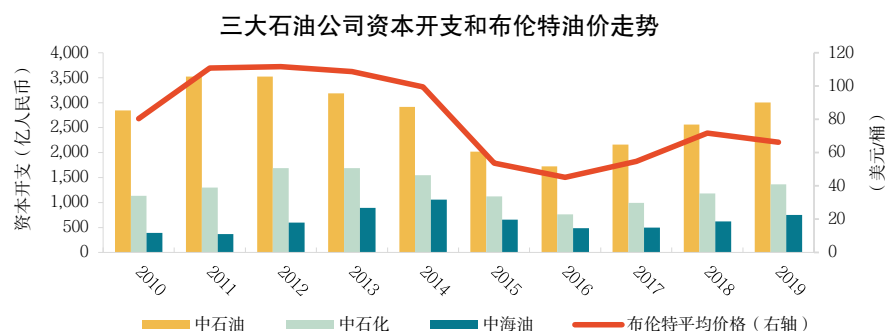
@spgchinaratings.cn

近期回顾

开放油气勘探开采市场。2019年底，自然资源部出台政策，开放油气勘探开采市场。在中华人民共和国境内注册、净资产不低于3亿元人民币的内外资公司，均有资格按规定取得油气矿业权。

国家要求三大石油公司加大油气勘探力度。2019年全国原油产量1.9亿吨，对外依存度依然保持在70%以上。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。在油价较低时增加资本开支将会增加企业盈利压力，但积极响应国家政策要求有助于维持其极高的政府支持力度。

图1



资料来源：各公司，IPE，标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经济增速放缓，汽油柴油消费量增速下滑。发改委数据显示，2019年全年成品油表观消费量32961万吨，较上年增长1.4%，相比于2018年6%的增长明显放缓。其中，汽油消费量同比增长2.3%，增幅较2018年减少5.5个百分点，柴油消费量则改变2018年的增长趋势，下跌0.5%。

国家管道公司成立。2019年12月9日，国家石油天然气管网集团有限公司正式成立。

未来展望

管道资产拆分划转计划有可能影响企业债务和盈利水平及未来竞争格局。2019年底国家管道公司正式成立，但资产划转方案尚未公布。三大石油公司的管道资产如何划转，不仅影响企业现有资产负债和短期盈利水平，更有可能改变未来市场竞争格局。

原油价格下滑将削弱油气开采企业盈利能力。公开信息显示三大石油公司的每桶全成本在30-44美元。我们预测，由于需求乏力，2020年国际油价将从2019年全年平均64.2美元/桶的水平下降至55美元/桶左右。这将挤压国内油气开采企业的盈利空间。

勘探开发市场开放对石油巨头影响有限。我们认为，全面开放勘探开采市场短期内对于三大石油企业信用质量影响十分有限，这是由于三大油企具有强大的国内市场地位，和极高且稳定的政府支持。

消费零售：有待疫情过后恢复元气

- 我们认为2020年零售餐饮行业整体信用质量有可能下降，特别是中小型企业受新冠疫情影响，可能会面临较大流动性压力。
- 但头部餐饮企业自身现金流相对充裕，并能获得外部流动性支持，信用质量有可能保持稳定。
- 消费品制造业信用质量将保持稳定。日常消费品行业疫情期间电商渠道销售一定程度弥补实体店销售的下滑，耐用品行业的销售有望在疫情结束之后回补。
- 未来线上平台竞争加剧，头部电商优势有望进一步扩大。

分析师

李丹

北京

dan.li

@spgchinaratings.cn

近期回顾

餐饮营业收入2020年一季度受到严重负面影响。新冠肺炎疫情大面积爆发正值中国传统春节期间，各地餐饮、零售企业在春节期间陆续停业，全国零售和餐饮企业营业收入在今年1、2月份大幅缩减。假设疫情能够在3月份得到控制并逐步好转，3月份零售餐饮企业的营业收入开始逐步恢复，那么我们估计，一季度的营业收入总额将可能仅占2019年同期的45-55%。营业收入大幅下降，但同时人工、租金、食材等成本占比较大的几项支出仍保持一定规模。双重压力下，餐饮企业的流动性面临较大挑战。

食品、饮料和日常消费品行业的电商销售对实体销售的替代较为显著。由于传统农贸市场和实体超市在疫情期间多数停业或者缩短营业时间，作为替代渠道的电商消费模式呈现出爆发式增长。根据公开资料，各大电商平台（例如盒马鲜生、京东生鲜等）在今年春节期间的生鲜交易额相比去年春节期间增长3-4倍。我们预计，2020年一季度电商平台生鲜市场交易规模同比可增长50-70%。但由于电商规模总量有限，日常消费品行业的销售总额仍将受到较大影响。2018年和2019年，实物商品网上零售额仅占社会消费品零售总额的20%，生鲜电商交易规模仅占全国生鲜市场交易规模的不到10%。

耐用消费品行业发展相对稳定。2020年一季度，由于百货、连锁零售等类型企业暂停营业，以及物流跨区域运营受限导致网络平台销售受阻，耐用消费品的消费受到很大抑制。但普通服装鞋帽类产品在短期内不是生活必需品，居民可以延迟消费，而家用电器往年一季度的销售额也略低于其他季度。我们预计，耐用消费品企业在疫情过后会出现恢复性增长。

旅游行业受新冠疫情影响严重，并需要较长时间才能恢复。疫情加剧了2019年以来旅游行业收入增速趋缓的态势。我们预计，全国旅游行业2月份收入将大幅下降，3月份收入也将视疫情而定。即使疫情在一季度得到控制，旅游业的恢复最早也要等到下半年。

部分酒店面临较大流动性压力。由于新冠疫情期间很多商务出行、旅行计划被取消，短期内酒店需求量锐减。对于行业内现金流储备不充足的小型酒店企业，以及连锁型酒店旗下的加盟店而言，由于每月面临固定的贷款本息、人工费、加盟费以及管理费等多项支出，其流动性将面临较大的压力。虽然一部分酒店总部已经出台了一些优惠政策（如减免加盟费、提供低息贷款等）来扶持这些加盟店，降低其固定成本，但这些企业在客流量没有好转、现金流入较少的情况下，流动性压力依然存在。

未来展望

部分企业的流动性面临压力。部分餐饮、酒店由于受疫情影响面临较大的流动性挑战，企业和银行的关系（如授信额度）、现金或现金类资产的持有量，将成为应对流动性压力的关键。

家用电器行业可能受到新冠疫情的间接影响。耐用消费品受新冠疫情的直接影响不大，且有望在疫情结束之后出现恢复性增长。但房地产行业受到了更大的负面影响，而家用电器行业的销售一般与房地产行业存在滞后半年至九个月的相关性，因此该行业同样有可能受到波及。

电商竞争加剧，头部企业优势明显。新冠疫情期间人们对生鲜、日常消费品等产品的消费加速向线上模式转变，进一步促进了传统零售、百货企业对线上销售模式的投入，加之新零售、社区零售等各类线上企业的竞争，电商竞争不断加剧。在这一过程中，获客成本和客户转化率等因素固然重要，供应链的作用也日益凸显。头部电商在物流、供应链方面投入较早，目前其产出效应已经逐步显现，未来竞争优势很有可能进一步扩大。

化工：徘徊在低迷周期

- 我们认为2020年化工行业信用质量将继续分化，领先企业在经营方面的优势将进一步扩大。
- 多个领域的产能将继续扩张，但需求在短期内恐难有明显起色，因此我们预计化工品价格将在低谷持续一段时间。
- 规模小、成本高、资金紧张的企业面临着更大经营压力，但部分领先企业的再融资风险也不容忽视。
- 新冠疫情的冲击下，化工企业普遍面临一定的现金流压力。

分析师

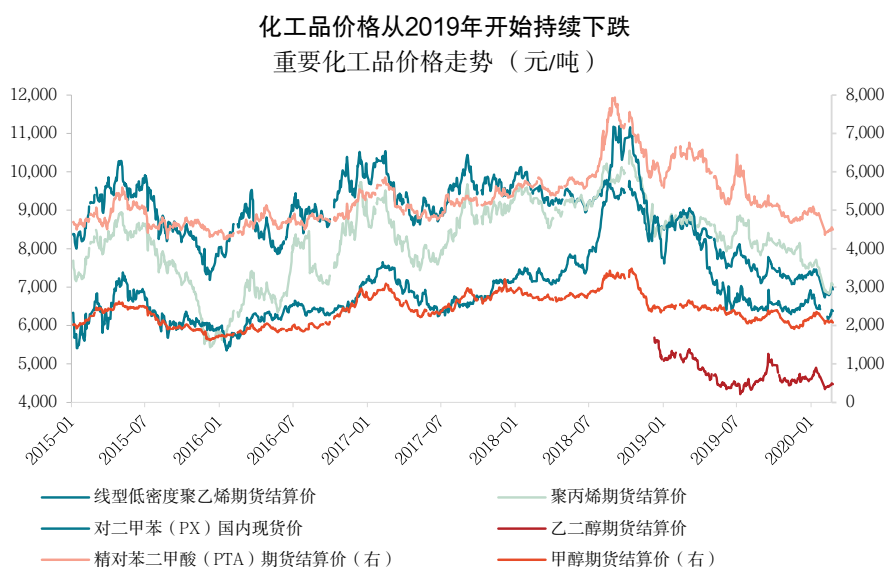
王雷
北京
lei.wang
@spgchinaratings.cn

近期回顾

新冠疫情考验化工企业现金流管理能力。受疫情影响，下游企业开工率很低，交通运输不畅，化工品需求受到明显抑制。但因停产成本很高，大多数化工企业选择继续生产，开工率没有明显下降，库存不断累积，占用了流动资金。因此，化工企业普遍面临现金流压力。同时，我们预计疫情还将对全年总需求产生一定不利影响。

产能扩张加快优胜劣汰。2019年，石油化工与煤化工、橡胶与塑料、化学原料三个子行业的固定资产投资完成额维持同比正增长，多个大型民营化纤企业的炼化一体化项目、多个煤化工项目投产，导致乙烯、丙烯、对二甲苯（PX）、精对苯二甲酸（PTA）、甲醇、乙二醇（MEG）等重要化工品价格跌至历史低位。产能的扩张加剧了行业的竞争，不少成本高、规模小或安全与环保不合规的企业退出了市场。

图1



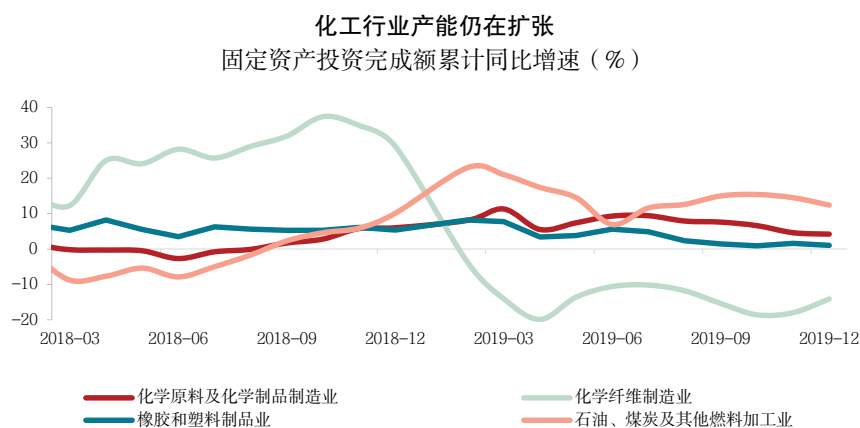
资料来源：Wind。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

供过于求或将持续。根据公开披露的信息，2020年仍有许多石油化工、煤化工项目投产，乙烯、丙烯、PX、PTA、甲醇、乙二醇等产品产能仍将明显上升，从而带来供给的进一步增加。但在经济增速放缓的背景下，下游需求并没有相应的增量来消化，所以我们预计，这几类重要有机化工产品的供需失衡状况仍将持续，产品价格仍将在当前低位震荡一段时间，直到下游补库存周期的到来。农化类与维生素类产品供给收缩，价格有望保持相对较高水平。

图2



化工企业信用质量将进一步分化。在低谷时期，行业整体收入与利润均有可能继续下滑，利润率也较低，但资本开支仍在继续，对企业的杠杆水平是个考验。但规模大、成本低、资金雄厚的优势企业面临的压力相对较小，并且可以获得激烈竞争中其他企业退出后让出的市场份额。

部分经营领先企业的财务风险不容忽视。一些企业在经营方面的领先地位，是以高资本投入、高财务杠杆为代价获得的，并且2020年仍有不小的资本开支。在经济增速放缓、行业低迷的背景下，我们需要关注其再融资风险与项目的投产进度。

电信业：5G投入正当时

- 尽管电信运营商需要大量资本支出以支持5G建设，但考虑到其行业垄断地位和稳定的现金流，我们相信行业整体信用水平将保持稳定。
- 我们认为新冠疫情将在短期内延缓5G建设进度，但疫情得到控制之后相关投资将会回补；电信运营商全年的资本支出规模预计同比增加6%左右。
- 其中，全年用于5G建设的资本支出预计将达到1200亿元，给运营商造成较大资金压力。但新应用场景的发现和推广，或将有助于运营商提升每用户收入。

分析师

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

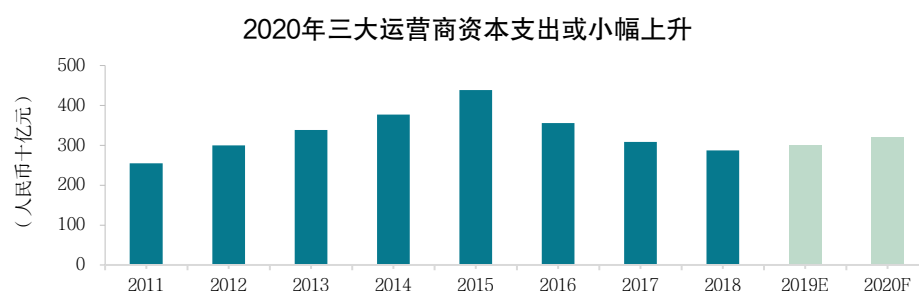
疫情对5G建设进度造成短期影响。我们认为，疫情影响下，运营商在的5G招标进度将有所推迟，同时由于通信设备供应商复工进度和零部件供应也受疫情影响，一季度5G建设进度将低于年初预期。不过我们相信，若疫情在短期内得到有效控制，运营商全年资本支出规模将不受影响，并将有利于行业上游的现金流回收。

未来展望

5G投资高峰逐渐到来，运营商的资金压力较大。我们认为随着相关标准逐步成熟，以及上游硬件配套的完善，2020年将是5G建设真正大规模投入的一年。我们预期全年三大运营商的资本投入较2019年增加6%，其中用于5G建设的投资将会大规模增加，达1200亿元左右。我们认为，在近年来收入增速乏力的背景下，大规模的资本支出对运营商的现金流将产生较大压力。中国联通和中国电信采取了共享建设5G基础设施的方式来缓和资本支出压力，但其对资本支出的节约程度尚需观察。

但考虑到运营商的垄断地位及其整体上依然良好的经营性现金流水平，我们认为它们能够承受大规模资本支出带来的压力。

图1



注：E代表估计值，F代表预测值。

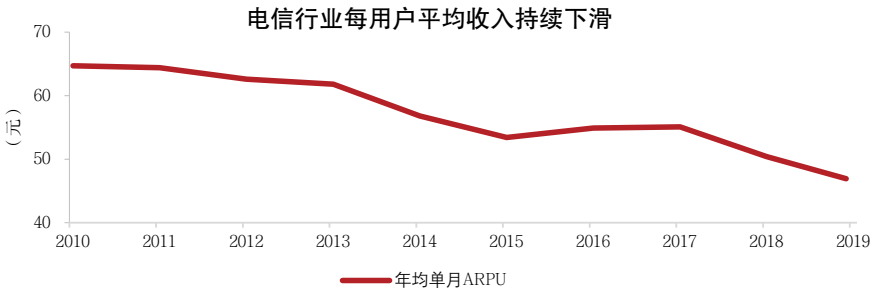
资料来源：标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

新的应用场景有助于提升收益能力。我们认为，新冠疫情可能会推动更多5G应用场景进入人们的日常生活。随着5G建设的推进，远程办公、远程医疗、虚拟现实/增强现实（VR/AR）、自动驾驶等应用将会更加普及，运营商有望在新的场景中更多参与内容

生产和技术服务，而不是仅仅充当流量提供商的作用。这将有利于提升运营商的每用户收入水平。此外，与4G替代3G的过程不同的是，目前5G终端成熟度已经较高，运营商套餐定价更加灵活，也将有助于缓解每用户收入不断下滑的趋势。

图2



注：APRU指每用户平均收入。2019年为前11个月数字。资料来源：工业与信息化部，标普信评整理。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

科技硬件及软件：周期向好

- 我们认为2020年科技硬件及软件企业的整体信用质量将略有提升，主要是受到整个行业从周期底部回升的推动。但部分研发和资本支出较大的企业将面临现金流压力。
- 中美贸易摩擦缓和有助于降低供应链的不确定性。
- 新冠疫情对科技行业的短期影响有限。在整个2020年，随着中国5G网络建设的推进和更多应用场景的成熟，全行业销售有望回暖。

分析师

刘晓亮

北京

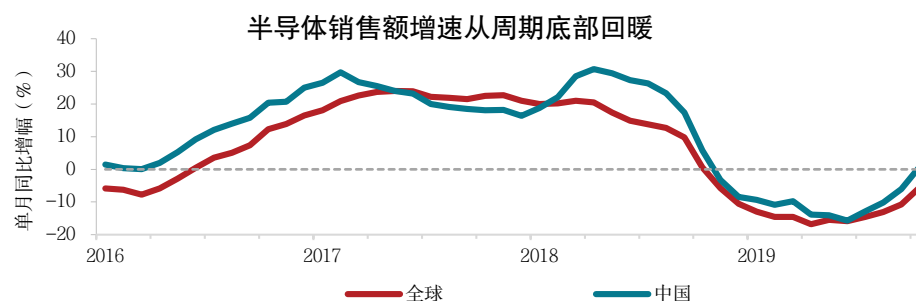
xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

近期回顾

半导体行业景气度触底。2019年全球半导体行业均处于下行周期之中，全年销售额同比下滑12%。国内半导体行业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年前三季度销售额1320亿元，同比增速为15.1%，较上年同期增速下滑12.5个百分点。但在2019年下半年，全球和中国的销售增速都出现了回暖迹象。

图1



资料来源：美国半导体协会。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

贸易摩擦有所缓和，疫情短期影响产业链。2019年12月，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致；今年1月，协议正式签署。我们认为这有利于降低科技行业产业链的不确定性，国内硬件生产企业境外设厂的急迫性有所下降。2019年末以来的疫情对企业复工和行业供应链的运转造成了一时的影响，工资、租金等刚性支出对企业的流动性造成了一定压力。但我们相信，硬件制造企业的全年经营情况仍将保持基本稳定。

未来展望

构建下游应用场景助推行业周期向好。我们认为疫情的短期影响并不会阻碍2020年科技和半导体行业整体销售的回暖。这主要是由于，随着中国5G建设的不断推进，更好的网络基础设施将会支持云服务、数据中心和大数据获得更多应用场景，并推动各行业对技术硬件设备的采购。新冠疫情期间，各级政府大量使用了大数据、无人机、远程办公等软硬件产品和服务，或将推动政府行政手段的更新换代，提升政府部门对大

数据、互联网等相关软硬件产品的需求。同时，部分互联网企业通过免费提供远程办公服务和网络教学服务等，对自身的服务进行了有效推广，将对其未来业务拓展将产生正面的影响。

科技企业研发和资本支出规模或将持续提升。尽管中美贸易摩擦有所缓和，但我们仍相信中国科技企业将持续增加研发投入，以掌握核心技术、构建长期竞争优势。同时，我们认为2020年下半年，5G应用场景将逐渐成熟，云计算等仍将是各个科技企业重点投入的领域，将推动相关资本支出持续上升，研发投入和资本支出可能对企业现金流造成负面影响。

图2



资料来源：Wind。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

汽车：政策或可缓和销量下行

- 我们认为2020年汽车整车行业整体信用质量将保持稳定。充足的现金流和较好的盈利能力有利于车企在一定时期内保持较低的债务水平。
- 虽然销量下行压力持续，但政策的不断加码有望减缓下行速度。
- 预计车企将继续加大对智能驾驶、新能源的投入。

分析师

李丹

北京

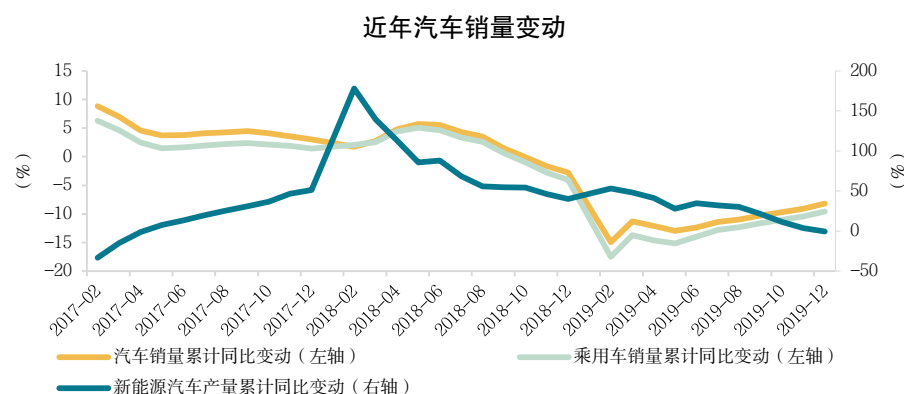
dan.li

@spgchinaratings.cn

近期回顾

汽车销量下行压力加大。2019年全国汽车销量2576.9万辆，同比下降8.2%，延续上一年的负增长，但下半年较上半年略有好转。其中，商用车在基建投资回升、国Ⅲ汽车淘汰、新能源物流车快速发展、治超加严等利好因素促进下，销量降幅相对更小，特别是货车销量同比仅下降0.9%，从而对整体销量起到了一定的支撑作用。新能源汽车受补贴退坡影响，产量增速在下半年显著放缓。

图1



新冠疫情对汽车生产造成一定影响。位于疫情中心的武汉是东风汽车总部所在地，武汉和襄阳、十堰等其他疫情严重地区也汇集了上汽集团、广汽集团、吉利等多家整车制造企业的工厂。据不完全统计，湖北省2019年汽车产量达224万辆，位居全国第四，占全国总产量的8.8%。其中，东风本田和上汽集团产量占比最高。湖北省规模以上汽车零部件企业有1300多家，占全国零部件企业总和的10%，汽车产业主营业务收入超六千多亿元。

受疫情影响，大部分车企在春节后延迟了复工时间，其他地区工厂在2月下旬已经逐步复工，而湖北地区工厂的复工时间将不早于3月10日，整体看全国汽车产量受疫情影响大约有近一个月的停工，但后期产量仍有弥补的机会。与此同时，第一季度汽车的销量受疫情影响也有明显下滑，进一步加重了汽车行业原本较大的下行压力。

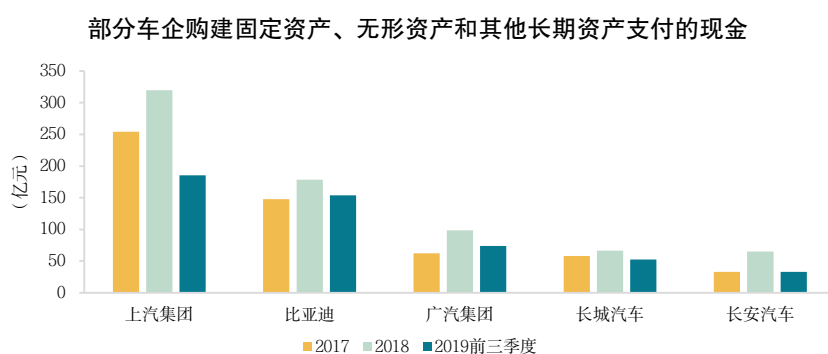
刺激政策持续推出。自汽车消费出现负增长以来，各级政府陆续出台放宽限行限购、加大购车补贴、降低购置税、推动更新换代和汽车下乡等政策，特别是近期中央针对新冠疫情下如何保持经济平稳运行方面，提出要求加大汽车等传统大宗消费，鼓励汽

车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。当前限购城市如能进一步细化落实，将对汽车销量产生一定正面作用。另外中汽协近期向相关部门提交了推迟全国范围实施国六排放标准的建议，如能批准，将有助于厂家和经销商消化库存。

未来展望

资本投入的增长可能导致投资活动现金流净流出。随着政策的不断推动，很多车企在智能驾驶、新能源等领域的研发、并购支出持续增长，将增加车企的资本投入压力，投资活动现金流净额可能将保持持续净流出。但该部分的投入是针对车企核心竞争力的提升，在短期内不会显现投资效益。

图2



资本品：工程机械仍能实现销量增长

- 我们认为，2020年本行业的整体信用质量将保持稳定。工程机械企业得益于收入规模的增长，火电装备主要企业得益于稳定的政府支持。
- 工程机械需求得益于环保升级和下游基建行业投资受国家鼓励，2020年有望继续增长。
- 火电设备的需求增速可能保持较低水平，但新能源发电设备增速较为乐观。
- 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

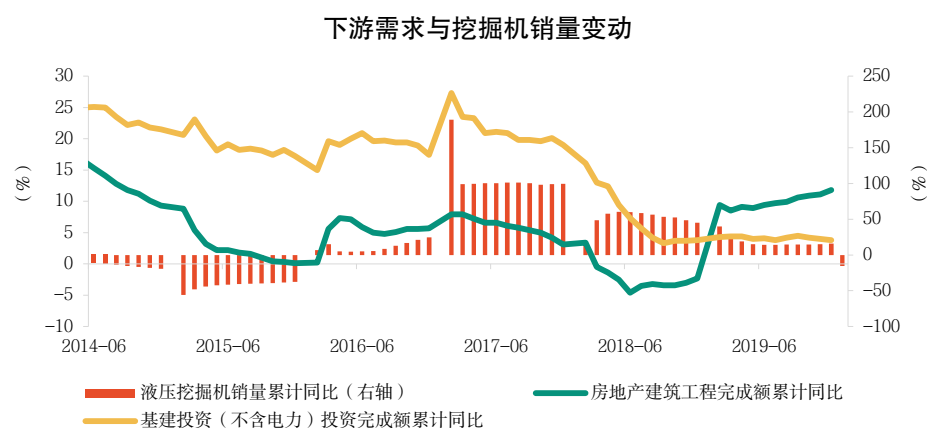
近期回顾

环保标准提升，将推动新一轮产品换代需求。自2020年12月1日起，凡不满足第四阶段要求的非道路移动机械及相关柴油发动机不得生产、进口、销售。新排放标准将进一步推动新一轮产品换代的需求。

2019年房地产行业对挖掘机销售发挥了更大拉动作用。2019年房地产建筑工程投资完成额增长11%，而含电力的基建投资完成额仅增长3.8%。全年液压挖掘机销量较上年增长15.9%。

疫情及春节因素叠加，2020年1月挖掘机销量大幅下滑。2020年1月挖掘机销量较去年同期大幅下滑15%。

图1



资料来源：Wind，国家统计局。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来展望

下游需求将继续推动工程机械销量增长。我们预计，受到疫情等因素影响，2020年房地产建筑工程投资的增速较2019年将有所回落。而基建投资则将受到国家政策持续推动，并受益于地方政府专项债提前发行、专项债用途侧重于基建投资等多方面积极因素。我们预计2020年基建投资的增速将快于2019年。下游投资的增长、老旧设备置换和升级将进一步推动工程机械需求，我们认为工程机械的2020年销量仍呈小幅增长趋势，2020年1月的销量下滑仅为阶段性情况。

未来火电设备需求将受限，新能源电力设备需求较为乐观。我们认为，“十四五”大幅扩大煤电装机容量的可能性较低，受此影响，火电设备制造商收入增速可能受到负面影响，但鉴于行业主要参与者三大国有电气公司均受到稳定的政府支持，我们预计其信用质量将保持稳定。而新能源发电投资将继续受到国家政策的鼓励，同时叠加新能源平价上网前夕的抢装潮，新能源发电设备制造商的收入增长较为乐观。

研发能力的不同可能进一步分化行业信用质量。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，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，我们预计市场占有率将进一步向头部企业集中，增加它们的抗压能力。

分析师列表

钟晓玲

北京

may.zhong@spgchinaratings.cn

陈歙倩

北京

xiqian.chen@spgchinaratings.cn

高语泽

北京

yuze.gao@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

zhen.huang@spgchinaratings.cn

贾蕴鑫

北京

yunxin.jia@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

kexin.wang@spgchinaratings.cn

吴量涵

北京

lianghan.wu@spgchinaratings.cn

张娟子

北京

juanzi.zhang@spgchinaratings.cn

张晓

北京

xiao.zhang@spgchinaratings.cn

葛昱

北京

yu.ge@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

di.jiao@spgchinaratings.cn

刘晔

北京

ye.liu@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王璜

北京

huang.wang@spgchinaratings.cn

王瑾

北京

jin.wang@spgchinaratings.cn

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

王雷

北京

lei.wang@spgchinaratings.cn

戎芳春

北京

fangchung.rong@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

©版权所有2020 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。