

财务表现分析系列 | 产业类发行人 2021 年半年度 (全市场篇)

利润缓增、短债承压，
关注尾部高杠杆发行人偿债风险



利润缓增、短债承压，关注尾部高杠杆发行人偿债风险

——产业类发行人 2021 年半年度财务表现分析（全市场篇）

主要观点：

2021年上半年，随着我国宏观经济逐渐向常态化水平持续修复，发行人盈利能力也呈现逐步修复态势。在此推动下，尽管多数发行人实现经营现金净流量为正，但经营获现能力修复速度较前期明显减弱。同时，受政策逐渐回归常态化、市场融资环境相对去年有所收紧的影响，筹资活动现金流略有收缩。总体来看，发行人获现能力虽然有所改善但恢复程度不及前期，叠加短期债务压力较大，现金流增速不及债务增速，上半年发行人的短期偿债能力尚未实质性改善。

具体表现如下，

- **盈利能力修复放缓：**上半年净利润总额明显超过疫前2019年同期水平，较2020年上半年翻一番。但受基数效应减弱影响，净利润总额同比保持较快增长，但增速较一季度大幅下降。净资产收益率中枢也有所上移，但盈利能力表现较弱的发行人占比依旧高于疫情前水平，尾部发行人盈利仍然承压。
- **杠杆水平逐季微幅抬升，多数发行人短期债务压力仍然较高：**资产负债率中枢有所上移，截至上半年末平均资产负债率为59.95%。尽管短期债务总规模扩张趋势放缓，但近六成的发行人短期债务压力上升，且债务期限结构未有明显改善。
- **获现能力恢复程度不及前期，货币资金增速放缓：**上半年经营活动现金流同比增加的发行人数量占比较一季度明显下降，发行人自身造血能力修复程度弱化；筹资现金流则在融资结构性收紧的背景下总体呈收紧态势。最终导致货币资金同比增长的发行人数量占比逐季递减，获现能力恢复程度不及前期。
- **短期偿债指标略有弱化，发行人偿债能力未实质性改善：**货币资金对短期债务的覆盖能力提升的发行人占比小幅下降，自2020年末的51%逐季下降至48%，与去年同期水平基本一致。货币资金/短期债务的中位数有所下移，且小于30%的发行人占比与去年整体基本保持一致，上半年短期偿债指标暂未实现实质性改善。

在当前宏观经济修复动能边际走弱、经济恢复的结构性失衡仍将持续，叠加融资政策结构性趋紧的背景下，债券市场信用风险释放压力仍存，不同行业间以及同一行业内部经营及盈利状况仍将持续分化，尾部发行人盈利仍然承压。从上半年财务数据表现来看，尽管产业类发行人盈利表现持续修复，但获现能力恢复程度不及前期，短期债务到期压力上升，未来需警惕尾部发行人以及高杠杆企业的信用风险暴露的可能。

本系列报告未完待续……更多细分行业发行人财务表现及信用风险趋势分析，请关注本报告姊妹篇——《产业类发行人财务表现分析系列——行业篇》

产业类发行人财务表现分析系列报告以全市场存量的产业债发行人为样本，通过跟踪样本内发行人最新周期的财务数据，分别从全市场、重点行业的角度进行财务表现分析，并全面跟踪产业类发行人的信用风险走势。本文为产业类发行人财务表现分析系列全市场篇，以2200余家产业类债券发行人为样本数据，通过跟踪样本内发行人2021年上半年的最新财务表现，从盈利能力、债务资本结构、流动性水平、短期偿债能力四个方面，对产业债发行人整体财务表现、信用基本面的变化趋势进行分析。本报告姊妹篇——《产业类发行人财务表现分析系列——行业篇》，将分别对重点行业发行人的最新财务表现进行分析。

一、盈利能力：利润增速放缓，八成发行人实现盈利

2021年上半年，随着我国宏观经济逐渐向常态化水平持续修复，发行人盈利能力呈修复态势，但修复程度有所放缓。上半年净利润总额明显超过疫前2019年同期水平，较2020年上半年翻一番。受基数效应减弱影响，2021年上半年净利润总额同比虽然保持明显增长，但增速较一季度下降至96%。从全部发行人盈利变化情况来看，实现盈利的发行人数量占比较一季度小幅增加至87.52%，较疫情前的差距缩小至7个百分点；净利润、净资产收益率同比增长的发行人依旧达到六成以上，多数发行人盈利能力在持续改善，但占比较一季度有所减少。净资产收益率中枢也有所上移，上半年净资产收益率中枢回升至2.65%，较去年同期大幅上移，但低于2019年同期水平。从净收益率分布来看，上半年净资产收益率分布整体继续上移。具体来看，净资产收益率 $\geq 5\%$ 的发行人数量占比较去年同期明显增加约23个百分点。虽然尾部（净资产收益率 $\leq 0\%$ ）的发行人占比同比减少1.6个百分点，但约14%的发行人盈利能力表现较弱，占比仍高于疫情前水平，尾部发行人盈利仍然承压。

图 1：盈利能力持续修复

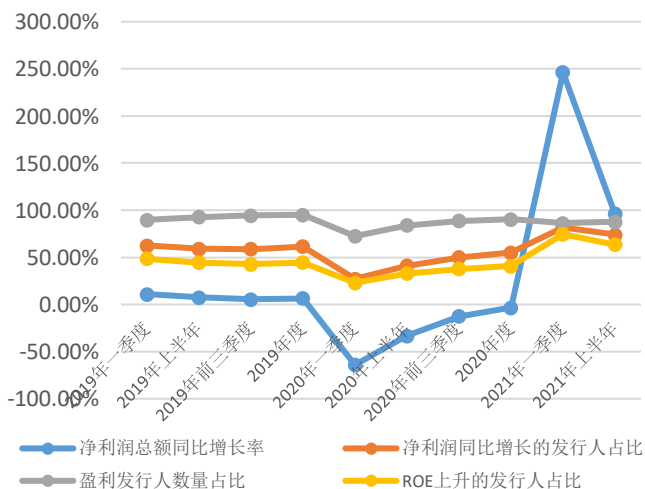
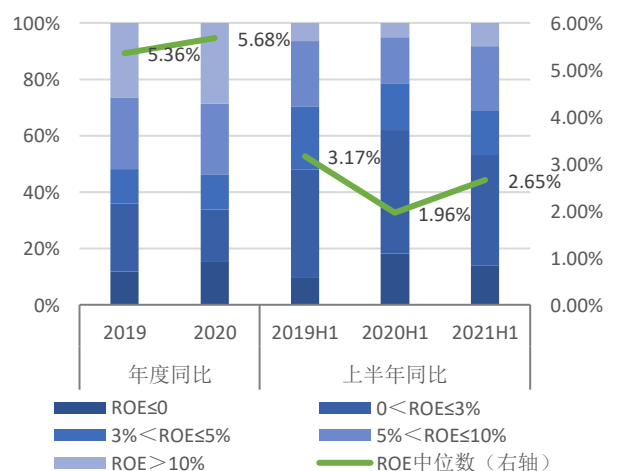


图 2：净资产收益率中枢上移



数据来源：Wind，中诚信国际整理

二、债务资本结构：杠杆水平逐季微幅抬升，多数发行人短期债务压力仍然较高

杠杆水平逐季微幅抬升，高杠杆发行人数量占比与去年同期基本一致。2021年以来在稳信用的背景下，一、二季度加杠杆的发行人数量占比均保持在53%左右，较去年明显下降。但从平均资产负债率水平来看，自2020年三季度末以来，产业类发行人平均资产负债率呈现逐季微幅增加的特点，截至2021年6月末为59.95%，较去年年末抬升0.89个百分点。与此同时，高杠杆（资产负债率 $\geq 70\%$ ）发行人数量也小幅增加，在全部发行人中占比27.24%，环比增加0.3个百分点，与去年同期基本持平。

图 3：杠杆率小幅抬升

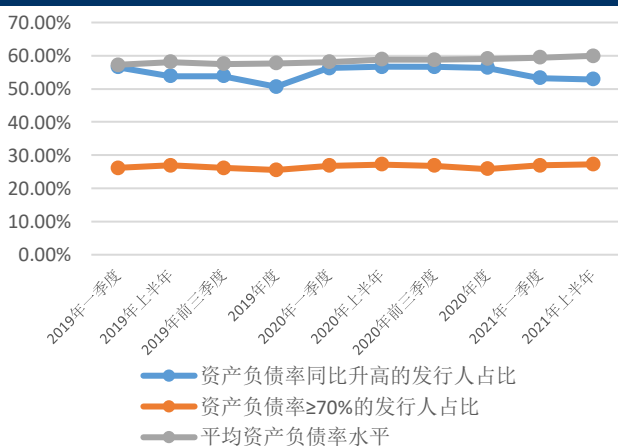
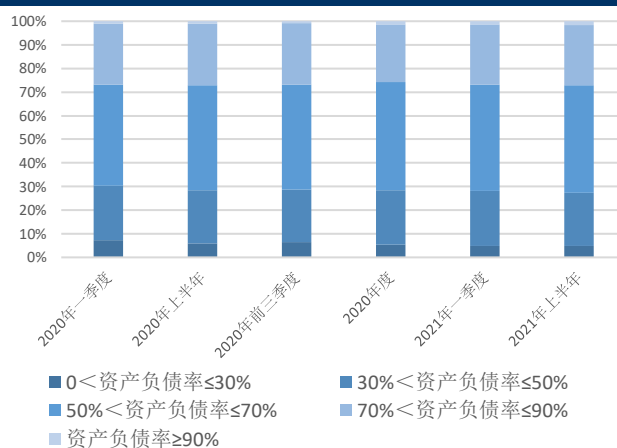


图 4：资产负债率中枢小幅上移



数据来源：Wind，中诚信国际整理

短期债务总规模扩张趋势有所放缓，但多数发行人短期债务压力仍然较高，债务期限结构未有明显改善。2020年下半年以来，产业类发行人短期债务增速持续放缓。截至今年上半年末，短期债务总额同比增速为3.99%，较去年同期下降9.16个百分点。但从全部发行人短期债务水平变化情况来看，有58.58%的发行人短期债务压力上升，较一季度末增加近1个百分点，多数发行人仍面临较高的短期偿债压力，主要为短期借款和一年内到期的流动性负债规模的增加。从债务期限结构来看，截至上半年末，短期债务占总债务比重上升的发行人占比将近50%，较一季度增加3个百分点，与去年同期基本一致，债务期限结构未有明显改善。

图 5：短期债务总额增速持续放缓

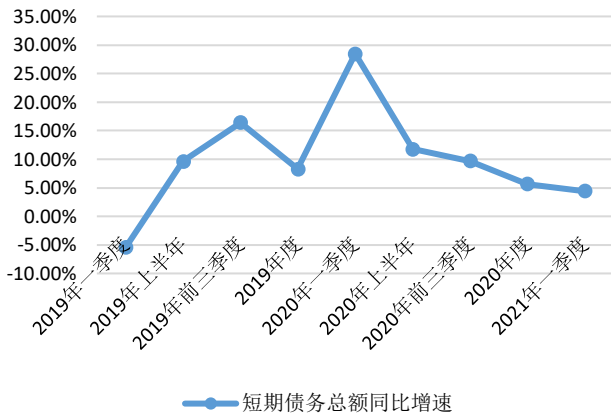
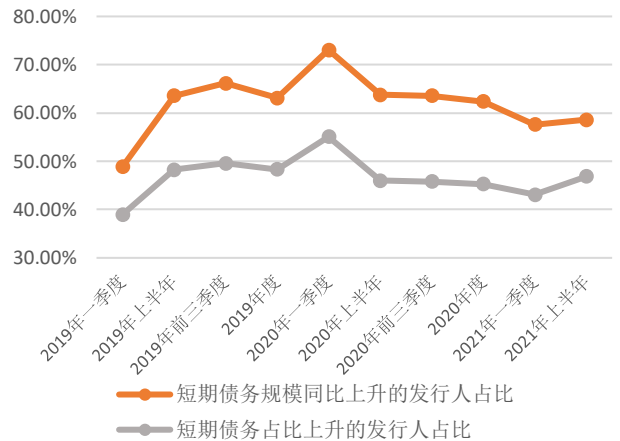


图 6：短债压力上升的发行人有所增加



数据来源：Wind，中诚信国际整理

三、流动性水平：获现能力恢复程度不及前期，货币资金增速放缓

盈利能力持续改善推动多数发行人实现经营现金净流入。2021年上半年有超过六成的发行人经营活动现金流实现净流入，较去年同期增加1.67个百分点。但二季度发行人经营获现能力修复程度较前期明显减弱，上半年经营活动现金流同比增加的发行人数量占比较一季度明显下降。

在融资环境不及去年宽松的环境下，多数发行人筹资现金流同比减少。2021年以来随着宏观经济政策逐渐回归常态化，市场融资环境相对去年有所收紧，发行人筹资活动亦呈现持续收缩态势，上半年依旧有近六成的发行人筹资资金同比下降。同时，受短期债务到期的影响，筹资活动净现金流为正的发行人数量在总数量中占比有所下降，较一季度减少近6个百分点。

受益于发行人经营活动获现能力逐步修复，货币资金规模仍呈现增长态势，但增速有所放缓。今年上半年货币资金总额同比增速为9.84%。从趋势上看，受获现能力修复放缓、外部融资环境由宽松向平稳过渡的影响，2021年以来货币资金规模增速呈现逐渐放缓趋势，上半年末较2020年末减少1.5个百分点。从发行人货币资金变化情况来看，今年上半年有半数以上的发行人仍保持货币资金同比增长。但这一占比数据自2021年以来逐季下降，分别较去年年末及同期减少9.32个和6.81个百分点。

图 7：经营活动现金流改善程度不及前期

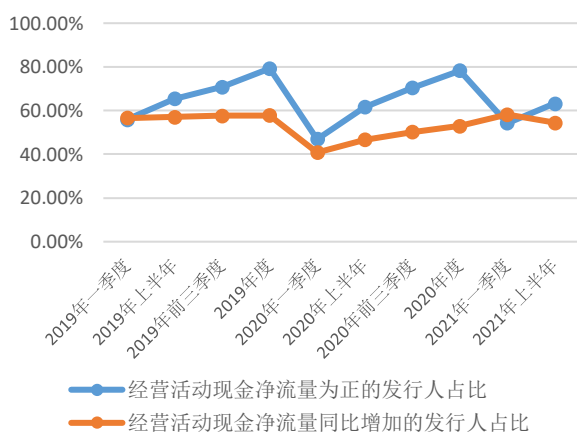
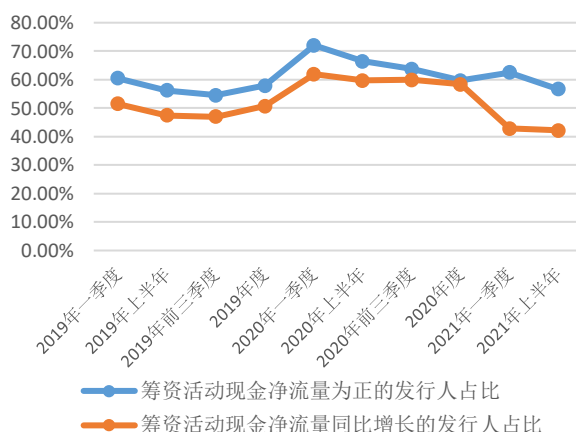


图 8：筹资活动现金流有所收缩



数据来源：Wind，中诚信国际整理

四、短期偿债能力：短期偿债指标略有弱化，发行人偿债能力未实质性改善

2021年以来发行人获现能力修复速度明显放缓，叠加短期债务压力较大，现金流增速不及债务增速，使得货币资金对短期债务的覆盖能力下降的发行人占比增加，自2020年末的49%逐季增加至52%，与去年同期水平基本一致。从货币资金对短期债务的平均覆盖程度来看，货币资金/短期债务的中位数有所下移，同、环比均小幅下降2个百分点至73.94%。货币资金/短期债务的覆盖率处于低水平（小于30%）的发行人占比与去年整体基本保持一致，仍维持在两成左右。总体来看，今年上半年发行人的短期偿债指标未实质性改善。

图 9：货币资金增速有所放缓

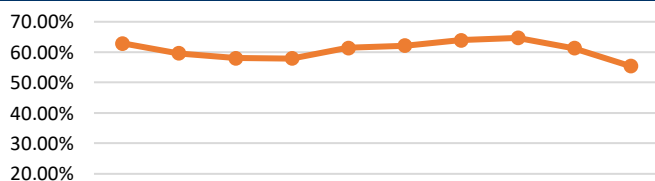
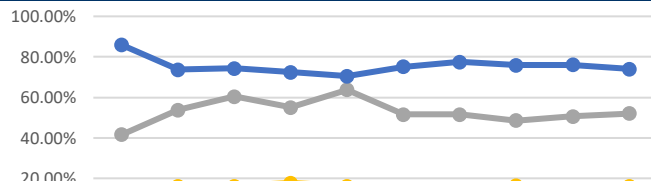


图 10：短期偿债指标未实质性改善



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27051

