

标普信评

S&P Global

China Ratings

后疫情时代的复苏

标普信评 2023 年行业信用发展趋势

2023 年 1 月 5 日



目录

卷首语.....	3
城投	10
房地产开发.....	12
交通基础设施	14
钢铁	15
化工	16
煤炭	17
有色金属	18
火电	19
清洁能源发电	20
建筑工程施工	21
工程机械	23
整车制造	25
航空公司	26
商业银行	27
不良资产管理公司	28
融资租赁公司	29
汽车金融公司	30
RMBS	31
车贷 ABS.....	33
不良资产证券化.....	34
工商企业评级方法论框架.....	37
金融机构评级方法论框架.....	38
结构融资评级方法论框架.....	39
商务团队列表	40

卷首语

要点

- 我们预计随着防疫政策放开，全国经济复苏步伐将加快，航空公司、高速公路、机场等行业将迎来复苏曙光，火电、化工、有色金属等行业的需求将逐步回暖，煤炭、清洁能源、乘用车仍将保持相对稳定的需求。
- 受到房地产行业的影响，城投、建筑施工、中小商业银行等行业内企业的信用质量呈现更显著的分化趋势；房地产行业自身在发生较大变动之后，企业的信用质量分化也在加剧。
- 我们预计产业类国企融资渠道畅通，流动性将保持较好水平；城投融资政策仍将保持偏紧，需要关注弱资质城投企业的再融资和流动性压力；部分行业内头部民企或将得到更多的政策支持。

我们预计 2023 年全国 GDP 增速将达 5.0%，较 2022 年 3%左右的增速（预计）有明显恢复。2023 年经济的恢复主要得益于疫情防控政策的放松对国内消费和投资的提振；与此同时，随着国内需求的增加，通胀可能会有所上升，但仍将处于目标范围 3%以内。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们预计随着防疫政策的放开，全国经济复苏步伐加快，航空公司、交通基础设施特别是高速公路、机场等行业将迎来复苏曙光，火电、化工、有色金属等行业的需求将逐步回暖，从而促进行业内企业盈利能力的改善，煤炭、清洁能源、乘用车仍将保持相对稳定的需求。不过，随着一些刺激经济的措施逐渐开始生效，2023 年下半年经济的复苏会比上半年更加明显。同时，经济的增长除了依赖于基建的托底，消费也会在第二季度后发力，对经济起到拉动作用。

具体各行业来看，受益于疫情管控的放松，航空公司、高速公路、机场等行业的日常经营或将迎来根本性的好转。居民出行限制的取消将使得业务依赖于客流量的这些行业不再有外部硬性约束，日常业务的开展和现金流的获取都将有显著恢复，但恢复的时间仍受疫情的发展、居民收入、经济复苏的状况影响，2023 年下半年或将有更好的表现。

上游大宗商品行业，除钢铁行业仍将受房地产行业拖累外，需求将有好转，加之原油等原材料价格的下降，行业内企业的盈利水平将有所改善。火电、化工、有色等行业在经济逐步回暖的背景下需求将较 2022 年有所增长，同时原油、煤炭价格预计将较 2022 年有所回落，需求端和成本端的双重利好有助于这些企业盈利空间的提升。而钢铁行业预计在房地产弱修复的主要影响下，将呈现量价齐跌的局面，企业盈利水平将处于低位。煤炭行业供需偏紧的局面将逐步改善至供需平衡，行业高景气度将有所回落，煤价预期会有所下降但仍处于相对高位，这将使煤企有较好的盈利空间。

下游大宗消费品（商品房、汽车）需求将保持平稳或略有萎缩趋势，在行业盈利空间收窄的背景下，需关注行业内竞争实力较弱的企业的信用质量，特别是经营状况的恶化程度。我们预计未来新建商品房销售规模将呈现“L”型走势，需求的恢复仍需要时间，大量布局低能级城市的民营房企可能面临较大的去化压力，进而影响其长期经营表现。整车制造行业将更加依赖新能源汽车销售，在这样的市场格局下，在新能源汽车领域竞争实力较弱的车企在行业内的整体竞争力将受到较大程度的影响，面临收入和盈利下降的双重压力。另外，随着行业竞争的加剧，整车制造企业将成本波动传导至消费者、补贴额度获取方面的难度都较以往增加，加之研发投入规模的增长，行业的盈利空间在收窄。

与房地产行业紧密相关的建筑工程施工（特别是房建类企业）和工程机械行业的下游需求仍不足，营运资金缺口可能增加，杠杆率面临上升压力。受制于房地产行业的弱恢复，主要涉足房建、建筑装饰的民营建筑施工企业的业务规模将面临小幅萎缩；但国有建筑施工企业将更多的以铁路、高速公路、水电、新能源等基础设施领域订单的增长为主要业务增长点。另外，未来地方政府财力和房地产企业

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

资金趋紧的局面将使建筑施工企业的“两金”回收面临压力，营运资金缺口可能增加，进而推动融资规模和杠杆率上升。工程机械行业受保有量相对过剩和置换需求提前透支的影响，2023 年仍将面临销量下滑的压力，而盈利规模的下滑以及信用销售模式下产生的或有负债的增加，均将提升其债务规模和杠杆水平。同时我们也关注到，部分地区财政收入或将因土地出让持续低迷而承压，从而影响地方政府对当地城投企业的潜在支持能力。在能力有限时，各地政府对旗下城投进行支持时也将更加具有选择性，部分弱资质城投的信用质量有恶化的趋势，债务违约的风险在上升。

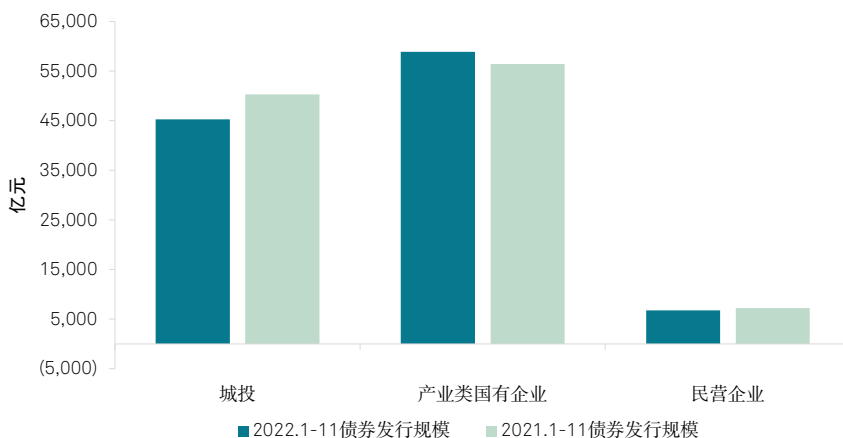
金融机构方面，个别股份制银行和部分中小银行受对公房地产贷款不良率上升影响，其资本充足性将面临挑战。不良资产管理公司同样受房地产行业影响，资本和盈利面临压力。

除城投、建筑施工行业内的企业信用质量持续分化以外，房地产、中小银行等企业的信用质量分化也将加剧。房地产企业在经历了近几年的行业变动之后，国有企业将成为行业的主导者，其在项目储备、业务发展潜力以及再融资能力方面均有突出优势，而民营房企如果项目大量布局低能级城市，其将面临较大去化压力，未来经营表现将受到影响，同时再融资方面可获得的支持也将有限。区域性中小银行有些原本在某些行业上的问题贷款已经对其资本造成了较大压力，加之房地产贷款不良率上升以及中小型企业贷款展期的压力，其资本韧性的表现差异将更加显著。

我们预计产业类国企融资渠道仍将畅通，其流动性将保持较好水平；城投融资政策仍将保持偏紧状态，需要关注弱资质城投企业的再融资和流动性压力；行业内头部民企或将得到更多的政策支持。2022 年 1-11 月，产业类国有企业发行债券总额接近 6 万亿元，同比增长约 4%，相比城投类企业和民营产业类企业有更好的表现。城投企业受融资政策偏紧影响，债券发行额和发行人数量同比均有所下降。我们预计高债务率区域城投企业融资仍将受到较严格的管控，不同区域融资环境的差异也将更加显著，云南、贵州、甘肃、天津等地区城投企业的流动性压力将较为明显。民营企业在直接融资和间接融资方面近期都获得了更多的政策支持，特别是实力相对较强的民营企业其外部融资渠道有望扩展。

图1

不同类型企业面临的融资环境有所不同



注：企业属性均为wind划分类型，产业类国有企业包括中央国有企业和地方国有企业。债券类型包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券，定向工具、可转债、可交换债、项目收益票据。不包括金融类企业。

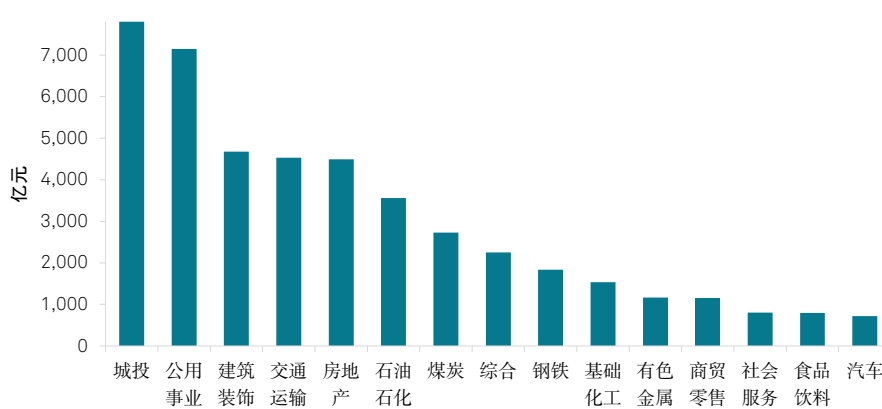
资料来源：wind，标普信评

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从具体行业来看，城投、建筑工程施工、房地产、采掘等行业未来一年内的到期债券规模较大，而这些行业内的企业杠杆率普遍偏高，需关注发债政策的变动对其再融资能力和流动性的影响。

图2

未来一年内工商企业到期债券规模前十五大行业分布



注：统计范围以2022年12月1日为起点债券到期日小于一年的债券总额。城投分类为wind分类，其余行业划分为申万行业一级。

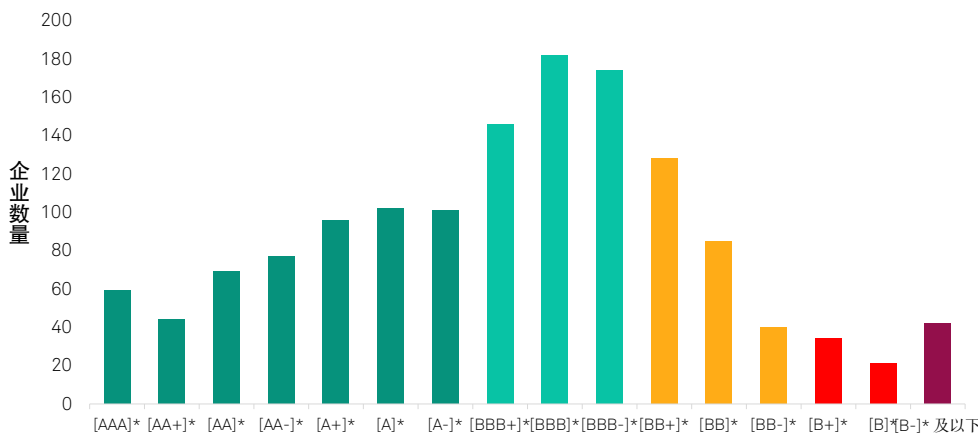
资料来源：wind，标普信评

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 3 为在标普信评方法论下利用公开信息，对 1400 家企业进行案头分析得出的潜在主体信用质量分布。这些样本企业分布于多个大行业中的近 20 个子行业，其潜在主体信用质量中位数位于 [BBB_{spc}]*。

图3

1400家样本企业的潜在主体信用质量分布



注：*本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。BBB为中位水平。颜色含义如下：

深绿色（[AAA]*至[A]*序列）：发行人偿债能力强，不需要持续关注；
 浅绿色（[BBB]*序列）：发行人两年内偿债风险较小，市场和行业发生重大变化时才需关注；
 黄色（[BB]*序列）：发行人信用质量稳定性较差，级别波动性较大，需持续关注；
 红色（[B+]*、[B]*）：发行人偿债能力非常弱、信用质量有硬伤；
 紫色（[B-]*）：发行人信用风险非常高。

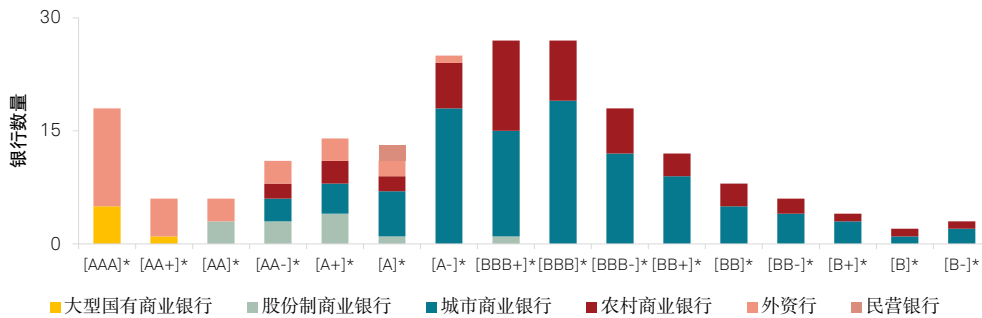
资料来源：标普信评

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

下图为在标普信评方法论下利用公开信息，对国内 200 家主要商业银行潜在主体信用质量的测试结果分布。对于商业银行而言，我们的潜在主体信用质量测试结果中位数为 [BBB_{spc+}]*，与我们的银行业 bbb+ 的评级基准相同。从图中可以看出，大型国有商业银行、股份制商业银行及外资银行的潜在主体信用质量较高，而城商行、农商行的潜在主体信用质量区分度较大，分布在 [AA_{spc}]* 序列至 [B_{spc}]* 序列。

图4

国内200家主要银行潜在主体信用状况分布



注：*本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（标普信评公开披露了评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业信用趋势概览

工商企业

行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
城投	→	→	2023 年城投企业信用质量仍将延续分化的趋势。在融资环境、区域土地市场以及到期债务压力的影响下，城投企业信用质量将产生进一步的差异，尾部城投的流动性压力加剧，非标违约、银行债务重组等风险事件或将增加。
房地产开发	↘	↗	我们认为，2023 年房地产企业信用质量将呈现更大的分化。一方面需求恢复仍需要时间，整体市场仍处于小幅下行的压力之下，预计 2023 年房企的杠杆率和财务风险仍将呈现上升趋势。另一方面，再融资政策的扶持对象是有选择的，零星违约或仍会发生。
交通基础设施	↗	→	随着防疫政策放开，全国经济复苏步伐加快，人们出行意愿逐步恢复，2023 年交通运输量将有明显改善，交通基础设施类企业的收入和盈利有望恢复至疫情前水平。地方政府仍将对本行业维持较高的支持力度，行业内企业整体信用质量将维持稳定。
钢铁	→	→	2023 年房地产行业的弱势复苏仍将拖累钢材需求，钢铁行业仍将面临量价齐跌的局面。钢价及原材料价格回落，行业利润整体处在自供给侧改革后的相对低位，行业财务杠杆保持高位。兼并重组将继续，行业集中度有望进一步提升，行业内企业信用质量仍将维持稳定。
化工	↗	→	我们预计 2023 年随着疫情防控政策的放开，化工行业下游需求将显著提升。国际原油价格高位回落有利于原材料成本的下降。来自需求端和成本端的利好将有助于化工行业景气度和利润水平同比回升，行业企业信用质量将保持稳定，然而行业仍有一定规模的投资，传统石油化工及煤化工行业的部分产品供给可能存在过剩压力。
煤炭	↘	↗	2023 年煤炭行业的供需格局将趋于平衡，行业从高景气度开始回落，煤价下降。受益于相对较高的长协价，煤企的盈利空间虽呈收缩之势但绝对规模仍然较好，行业杠杆率相较 2022 年或有所上升，行业内企业信用质量保持稳定。
有色金属	↗	→	2023 年疫情的影响将逐渐减弱，下游需求修复，金属价格将有所上升，有色金属企业仍可保持一定利润空间，有色金属企业整体的信用质量将保持稳定。
火电	↗	↘	2023 年随着疫情政策的放开，经济复苏将支撑全社会用电量温和增长。同时，由于煤电上网电价处于相对高位和燃料成本回落，火电企业的经营压力将得到缓解。但行业将保持较高的资本开支，强有力的政府支持将助力行业内企业信用质量保持稳定。
清洁能源发电	→	→	我们预计，2023 年清洁能源行业将保持高速发展，企业仍有较大规模资本支出，但受益于良好的政策环境和盈利能力，杠杆率趋稳，加上较强的再融资能力和外部支持，清洁能源发电企业的信用质量整体上将保持稳定。
建筑工程施工	→	↗	2023 年建筑工程施工行业企业在业务规模、资金周转效率等方面都将进一步分化，行业整体杠杆率将有所上升。受到“两金”回收变慢的影响，建工企业营运资金缺口增大，进而推高杠杆率。大型建筑国企的业务量将受益于较强的基建投资需求和较好的客户质量，新签订单仍有韧性且占比进一步提升，“两金”回收压力相对可控。

而房建订单集中度高、项目质量偏弱且外部再融资能力欠佳的企业，业务量和营运资金将面临较大压力。

工程机械	→	↗	2023 年工程机械企业仍将面临销量下滑的压力，疲弱的国内需求是最大掣肘，而强劲的出口将对销量构成一定支撑。行业销量下行将令企业 EBITDA 收缩，销售及库存压力导致营运资金缺口扩大，推动债务融资小幅上升，杠杆比率或呈趋势性上行。部分企业的信用质量或将因财务风险上升而弱化，而具备较强全球化布局能力的企业有望通过更为多元化的收入来源缓解本轮周期的下行压力。
整车制造	↘	→	2023 年新能源汽车销量和汽车出口将保持增长，一定程度上可以中和燃油车销量的下滑，预计全年乘用车销量有望保持与 2022 年相近的水平。受到原材料价格高企、新能源汽车市场竞争加剧和补贴退坡等因素的影响，整车制造企业的盈利能力将承压，但行业整体较低的杠杆率和较为充裕的现金流使得企业具有较强的韧性，信用质量将维持稳定。
航空公司	↗	→	2023 年航空公司的现金流有望随疫情放开迎来反弹性修复，但是我们预计，现金流回暖尚不足以充分缓解过往累积的杠杆负担，企业杠杆水平的显著回落则需要等待更长时间。得益于有力的外部支持，企业信用质量将保持稳定。

金融机构

行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	→	→	商业银行总体信用质量稳定，国有大行、大部分股份制银行和部分优质中小银行能够维持良好的盈利和稳定的资本。但中小银行的信用质量分化将加剧。部分中小银行因为房地产敞口叠加疫情影响导致资产质量恶化，资本韧性减弱，增资需求较急迫。政府支持对于控制高风险银行的违约风险非常重要。
不良资产管理公司	↘	↗	不良资产管理公司在目前的房地产市场环境下面临资本和盈利压力，自身个体信用质量承压。虽然房地产开发行业违约高企，可以使得 AMC 的业务机会增加，但坏账的增加将削弱其资本韧性，对资本造成的压力将使得 AMC 大规模收购房地产不良资产的能力受限。中央政府的特殊支持是支撑四大 AMC 信用质量的主要因素之一，我们认为四大 AMC 将继续获得中央政府的特殊支持。
融资租赁公司	→	→	在资本市场发债的大中型融资租赁公司在疫情期间保持了稳定的资产质量和杠杆，融资租赁公司的个体信用质量保持稳定。主要融资租赁公司大部分集团信用质量保持良好，集团的支持意愿和能力稳

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_50860

