

逆周期政策加持下的2020

# 2020年信用风险展望系列报告

>>> 产业债篇

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦

## 关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于 2005 年，注册资本为 1.25 亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以 20 多家分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

# 编委会

**编委会主任委员：**金永授

**编委会委员：**金永授 裴永刚 刚 猛 程春曙 俞春江 徐承远 郭永刚  
莫 琛 王 青 朱 林 张佳丽 高 路 苏 莉 张子范  
吴婷婷 张博源 谢延松

**主编：**俞春江

**撰稿：**（按姓氏拼音排序）

边 沁 曹洋洋 曹源源 常 征 楚 芸 丛晓莉 杜梅一 范新悦  
冯 琳 葛新景 谷建伟 郭妍芳 郭哲彪 何 冲 何 阳 贺 畅  
侯艳华 贾秋慧 蒋玉琴 金炫杰 康 敏 劳梦妃 李柯莹 李 茜  
李 倩 李晓娜 李 燕 刘将云 刘伟岸 刘怡雯 龙 文 卢宏亮  
鲁金飞 罗 修 马丽雅 梅 佳 任志娟 汪 晴 王佳丽 王璐璐  
王 青 王 伟 王文华 谢 瑞 谢笑也 邢岳飞 熊晓梦依 杨伟彤  
于丽峰 张晨曦 张 伟 张 岳 赵 迪 赵一统 赵怡畅 周丽君

**责任编辑：**李瑞雪 娄雪宁 崔 蕾

**美编：**何 星

# 序言

为更好地服务于发行人和投资人，秉承“锐意创新、极致服务”的品牌理念，响应投资人和发行人新需求，东方金诚围绕“逆周期政策加持下的 2020”主题，精编 2020 年信用风险展望报告，以飨读者。

报告聚焦市场关注的信用风险特征与趋势、不同行业的风险展望及违约常态化下的信用风险管理等，为发行人和投资人捕捉信用风险新变化，提供独立、专业信用服务。

报告由四个系列组成，按照研究主题，分别为：系列 1- 宏观与债市篇，系列 2- 产业债篇，系列 3- 地方政府与公用事业篇，系列 4- 金融机构与资产证券化篇等四册。

扫描封底二维码，关注东方金诚官方微信，可获取各册报告电子版。

**东方金诚国际信用评估有限公司**

# 总目录

## 系列 1：宏观与债市篇

- 2020 年宏观经济展望
- 2020 年债券市场展望
- 2020 年大类资产配置展望
- 2020 年信用债违约回顾与展望
- 2020 年熊猫债市场展望
- 2020 年中资企业境外融资展望及策略建议

## 系列 2：产业债篇

- 2020 年房地产行业信用风险回顾与展望
- 2020 年建筑行业信用风险回顾与展望
- 2020 年煤炭行业信用风险回顾与展望
- 2020 年钢铁行业信用风险展望
- 2020 年有色金属行业信用风险回顾与展望
- 2020 年汽车制造行业信用风险展望
- 2020 年工程机械行业信用风险展望
- 2020 年重型机械行业信用风险展望
- 2020 年炼油行业信用风险展望
- 2020 年化纤行业信用风险展望
- 2020 年零售行业信用风险回顾与展望
- 2020 年家用电器行业信用风险展望
- 2020 年出版行业信用风险回顾与展望

## 系列 3：地方政府与公用事业篇

- 2020 年我国地方政府债券信用风险回顾与展望
- 2020 年城投行业信用风险展望
- 2020 年高速公路行业信用风险回顾与展望
- 2020 年机场行业信用风险回顾与展望
- 2020 年港口行业信用风险回顾与展望
- 2020 年火电行业信用风险回顾与展望

## 系列 4：金融机构与资产证券化篇

- 2020 年商业银行信用风险回顾与展望
- 2020 年证券行业信用风险展望
- 2020 年人身险行业信用风险回顾与展望
- 2020 年债券担保机构信用风险展望
- 2020 年我国 RMBS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国融资租赁 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国应收账款和供应链 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国不动产 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 NPLS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 CLO 信用风险回顾与展望



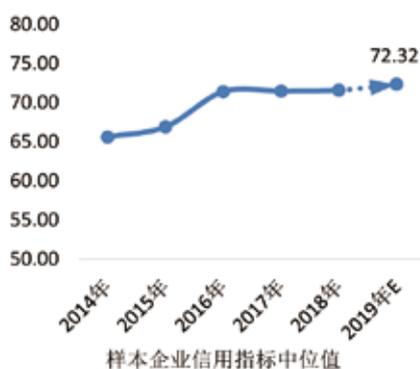
## 系列 2：产业债篇

2020 年房地产行业信用风险回顾与展望	007
2020 年建筑行业信用风险回顾与展望	024
2020 年煤炭行业信用风险回顾与展望	039
2020 年钢铁行业信用风险展望	054
2020 年有色金属行业信用风险回顾与展望	065
2020 年汽车制造行业信用风险展望	082
2020 年工程机械行业信用风险展望	094
2020 年重型机械行业信用风险展望	107
2020 年炼油行业信用风险展望	117
2020 年化纤行业信用风险展望	129
2020 年零售行业信用风险回顾与展望	138
2020 年家用电器行业信用风险展望	149
2020 年出版行业信用风险回顾与展望	158

# 房地产行业信用风险回顾与 2020 年展望

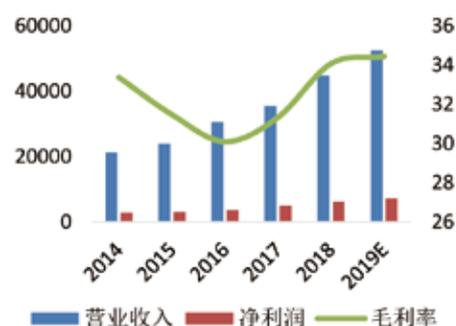
工商企业二部 谢瑞 谷建伟

行业信用质量：2019 和 2020 年信用质量总体稳定



资料来源：Wind，东方金诚整理

房地产行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理（营业收入和净利润为样本企业的合计值；毛利率为中位数）

- 2019 年供给推盘下销售面积增速于 10 月转正，预计 2020 年三稳、不刺激、按揭投放趋稳等决定销售端总量稳定，但供给推盘及货币化渐弱、置业人口触顶下滑，增速稳中趋弱；
- 预计 2020 年，棚改收官，施工及新开工仍将对投资产生支撑，但低位购地款贡献降低、新开工趋势向下对投资增速形成拖累，投资增速高位趋缓；
- 预计 2020 年房地产行业货币及调控政策总体稳定，商品房销售价格将保持稳定，其中一二线城市整体趋稳，无产业及人口支撑的三四线城市房价上涨动力不足；
- “偿债高峰”及“非标转标”有望推升房地产信用债市场需求，发行规模全年前低后高，但整体融资仍旧承压；
- 预计 2020 年，销售、回款韧性较强支撑房企信用风险整体保持稳定，盈利能力及债务负担保持稳定，但需关注降杠杆大但回款慢的房企，尤其是土储质量不佳的小型房企。

## 一、行业基本面

2019 年供给推盘下销售面积增速于 10 月转正，预计 2020 年三稳、不刺激、按揭投放趋稳等决定销售端总量稳定，但供给推盘及货币化渐弱、置业人口触顶下滑，面积增速稳中趋弱

2019 年 1~10 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 13.33 亿平方米和 12.44 万亿元，同比分别增长 0.10% 和 7.30%，面积增速今年来首次回正。2019 年以来行业调控政策依旧从严，“三稳”基调保持不变，销售面积增速始终为负，但下半年以来受融资收紧等影响，房企推盘积极及“以价换量”，供给驱动成交上升，叠加去年 9 月开始销售面积基数逐步走低，销售表现出较强韧性。

预计 2020 年，整体市场景气稳中趋弱。在政治局会议明确“不将房地产作为短期刺激经济手段”、经济工作会议重申“房住不炒”的背景下，仍将持续“三稳、因城施策”的基调不变，加上按揭投放趋稳、降息周期启动、城镇化推进持续等决定总量稳定；另一方面，2019 年下半年供给端“以价换量”“推盘去化”拉动需求端难以持续到 2020 年，且棚改货币化渐弱、置业人口触顶下滑，销售面积增速将稳中趋弱。结构性分化方面，不排除部分地区政策放松以支撑财政托底经济的可能，但部分产业及人口支撑较弱的三四线城市，前期市场购买力透支叠加棚改货币化力度减弱，2020 年销售增速面临更大下行压力。

图 1：全国商品房销售面积及销售额增速 (%)



图 2：总人口：15-64 岁变动 (亿人、%)

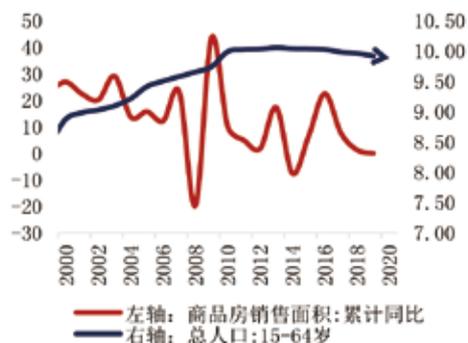


图 3：新增个人住房贷款 (万亿元、%)

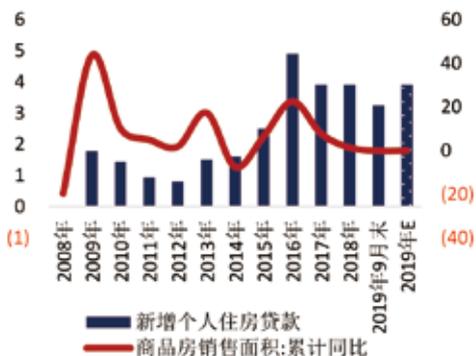
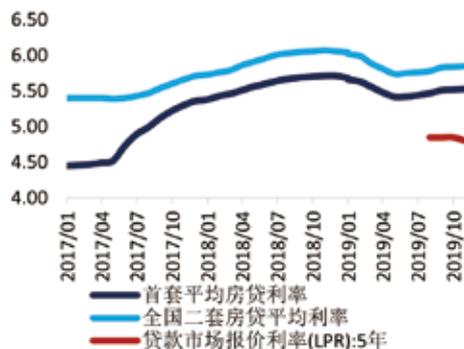


图 4：房贷利率与 LPR-5 年 (%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

新开工、施工及滞后支付的购地款支撑房地产开发投资增速维持高位，预计 2020 年低位购地款贡献降低、新开工趋势向下对投资增速形成拖累，增速高位趋缓

新开工及施工支撑房地产开发投资累计增速高位，2019 年 1~10 月房地产开发投资额累计完成 10.96 万亿元，同比增长 10.30%，但增速自 5 月以来持续小幅下降，主要由于土地购置走弱、竣工低位安装工程增速走

负影响所致。具体来看，新开工和施工方面，房企融资收紧下促回款、增推盘，且18年大量拿地支撑新开工和施工增速，1~10月累积增速分别为10.0%和9.0%。此外，前期高位土地购置费的分期支付对投资仍起到较强的补充作用。

展望2020年，棚改收官、施工及新开工仍将对投资产生一定支撑，但滞后支付的低位购地款贡献降低、新开工增速趋势向下对投资增速形成拖累，预计房地产开发投资完成额增速将高位趋缓，但降幅有限。新开工和施工方面，2019年拿地减少，销售趋势向下，开工增速回落，施工在竣工剪刀差缓慢修复下增速较为稳定。此外，根据统计局历年新开工、施工及销售数据，不考虑新开工及施工中的不可售面积，停工未售面积约21亿平方米，停工项目的复工变动或成为投资增速的关键变量。

图 5：全国房地产开发投资增速（亿元、%）

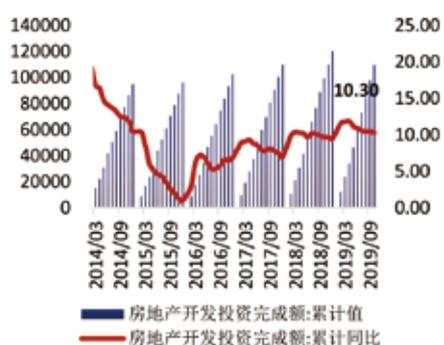


图 6：开发投资明细增速（%）

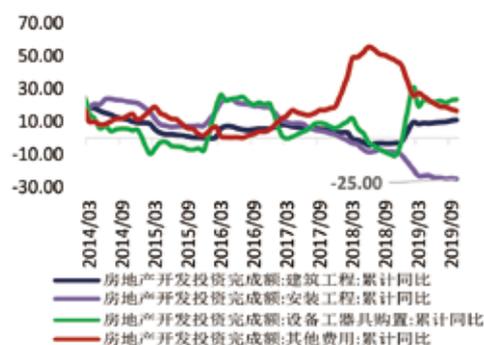
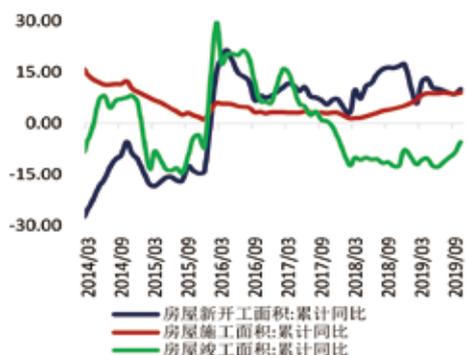


图 7：全国房地产新开工、施工、竣工增速（%）

图 8：商品房住宅广义库存情况<sup>1</sup>（%）

资料来源：Wind，东方金诚整理

2019年土地购置同比下降，但降幅持续收窄，预计2020年融资环境难以显著放松，叠加较大的债务偿付压力，房企拿地能力及意愿难以显著改善，对投资形成制约

2019年以来，房地产行业去杠杆背景下，房企融资受限，土地市场持续低迷，但降幅有所收窄。1~10月，全国土地购置面积18383万平方米，同比下降16.3%；土地成交价款9921亿元，累计同比下降15.2%。新开工面积持续高位，房企随前期土地储备的消耗温和补充库存，土地购置面积和土地成交价款自7月以来降幅持续收窄。成交有所分化，土地成交的下降主要源于三线城市，一二线城市仍保持较强的土地热度。此外，10月百城土地成交溢价率为6.28%，溢价率较上月回落0.61个百分点。

预计2020年，房地产调控将持续从严，房企融资环境难以显著放松，叠加较大的债务偿付压力，房企资

<sup>1</sup> 以上库存数据为商品房住宅库存测算数据，除竣工未售为统计局公布数据（商品房待售面积：住宅），其他数据均为测算数据，未考虑统计数据瑕疵及新开工、施工中存在不可售面积等。其中，广义库存=累积新开工面积-累积销售面积。

金面依然紧张，房企拿地能力及意愿难以显著改善，土地市场依旧疲软，对投资形成制约。其中一二线城市土地市场具备较强热度，三四线城市土地市场相对冷清。此外，部分房企库存处于低位，土地溢价率亦处于低位，在手资金充足、债务杠杆较低的房企在融资及补库存方面将更具优势。

图 9：土地购置和成交情况（万平方米、%）

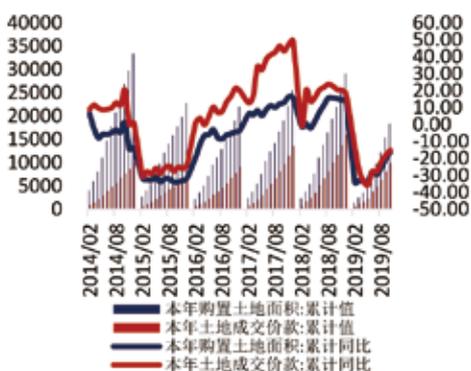
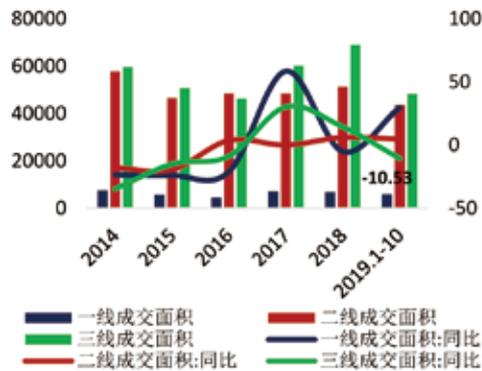


图 10：土地购成交分城市情况（万平方米、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年房地产行业货币及调控政策总体稳定，商品房销售价格将保持稳定，其中一二线城市整体趋稳，无产业及人口支撑的三四线城市房价上涨动力不足

2019 年 1 ~ 10 月，全国商品房平均销售价格为 9337.08 元 / 平方米，同比上涨 7.23%，全国房价稳中有升。2018 年底以来，多地在“因城施策，分类指导”原则下，对楼市调控政策作了微调，部分城市限购、限售以及融资策略略有放松，对销售价格起到一定支撑。具体来看，2019 年初以来百城住宅价格指数较为稳定，一线城市受调控政策影响较大，整体稳定；二线城市受人才引进政策及人口逆向流动等因素影响保持一定增长；三线城市上涨动力不足，增速趋缓。

预计 2020 年，房地产行业货币及调控政策总体稳定，宏观方面逆周期调节持续发力，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长；同时“三稳”下因城施策，对个别城市进行微调，房价整体趋于稳定。其中一二线城市产业基础较好，人口吸附能力强，需求相对旺盛，但面临较强政策调控压力，房价整体将保持稳定；而部分经济发展相对滞后的三四线城市将会受到棚改货币化政策弱化、购买力相对透支导致购房需求不足，房价上涨动力不足，房价面临下降压力。

图 11：全国商品房平均销售价格变动（%）

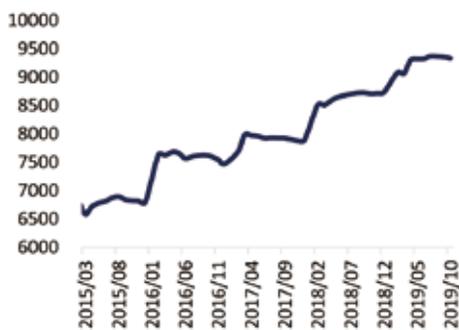
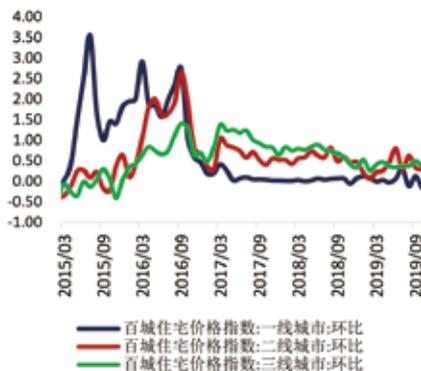


图 12：百城住宅价格指数变动（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、房地产企业信用表现

本文选取 167 家发债房企作为样本对房地产行业整体信用表现进行分析，含上市公司 75 家、非上市公司 92 家。从企业性质看，中央国有企业 17 家、地方国有企业 53 家、民企及其他性质企业 97 家。信用等级方面，样本企业最新主体信用等级为 AAA、AA+ 和 AA 的房企分别为 36 家、42 家和 79 家。本文从规模和市场地位、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度几个方面，对样本企业主要指标进行相对排序，以观察行业信用风险的变化趋势。

信用等级迁移整体随行业发展较为平稳，与样本房企分组分布趋势相同，2019 年 1~10 月，房企主体信用等级上调 17 家，下调 5 家。

图 13：房地产样本企业分组分布图

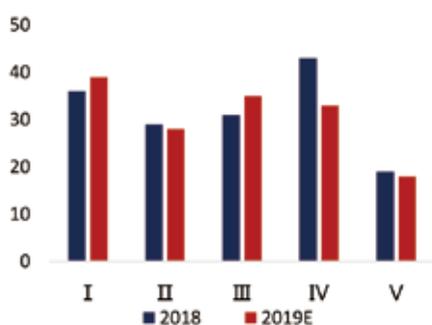
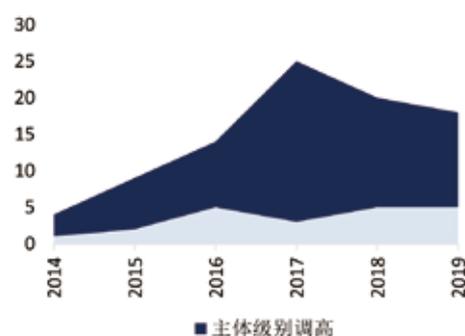


图 14：房企主体信用等级迁移（家）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

房企整体信用风险稳定，规模及地位对整体信用质量的稳定形成较强支撑，预计 2020 年，在回款力度加大、扩张节奏放缓、业绩正当释放下，整体信用质量将保持稳定

2019 年样本房企整体信用质量总体稳定，略有上升，主要是房企规模和市场地位对其形成较强支撑。近年来，房企资产总额保持增长，销售业绩不断释放，规模和市场地位指标稳定提升；随着结算面积及房价的提升，盈利能力和运营效率较为稳定；样本房企在“融资难”及“降杠杆”下，债务负担保障程度略有下滑。

预计 2020 年，房企信用质量将保持稳定。一方面，随着 2016 年~2017 年大量开工项目进入竣工结转高峰期，房企高位预收账款及推盘促回款下高增合同销售金额对收入等形成支撑，规模和市场地位指标仍将持续增长。同时，业绩释放使得房企利润规模有所增长，房价及地价增长趋同为结转项目盈利稳定提供保障，盈利能力和运营效率整体预计保持稳定。最后，房企短期债务压力依然较大，但随着房企拿地扩张节奏放缓及“以价换量”下销售和回款的改善，债务负担保障程度将趋于稳定。

图 15：样本房企整体信用质量变化

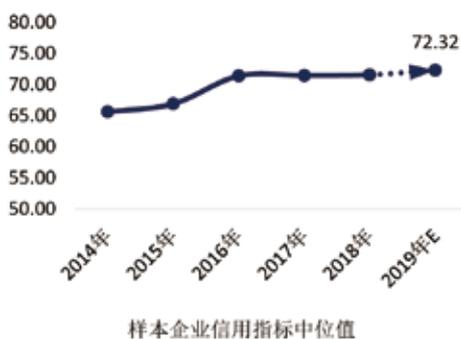
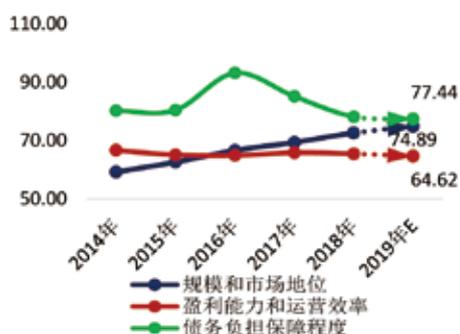


图 16：样本房企各一级指标信用质量变化



资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 1. 规模和市场地位

2019 年，房企资源集中、业绩正当释放，规模及地位增长显著，预计 2020 年仍保持增长，放缓拿地总资产增速趋缓，“结转年”及大额预收锁定收入高增，资源集中度提升下的头部房企优势明显

规模和市场地位方面，2019 年房企资产总额保持增长，但增速放缓，主要是行业调控政策趋严、融资环境收紧、房价预期走弱等因素影响，房企拿地力度减弱，规模扩张速度放缓。如恒大、万科、保利发展资产增速均不到 15%，增速放缓，“零拿地”的泰禾集团、“瘦身成功”的万达集团等资产总额小幅下滑，以负债端驱动增长的“加杠杆”时代或已终结。

合同销售金额方面，整体呈增长趋势，随着房企融资环境的不断收紧，碧桂园、恒大、融创等头部房企加大了推盘销售回款，合同销售金额保持增长，集中度逐年提高，马太效应愈发显现。另外，TOP50 占 TOP100 样本房企拿地货值的 80% 以上<sup>2</sup>，万科、绿地等拿地仍然积极，龙湖、世茂等并购补充优质资产，资源集中度提升下头部房企优势明显。

图 17：样本房企资产总额中位数变化（亿元）

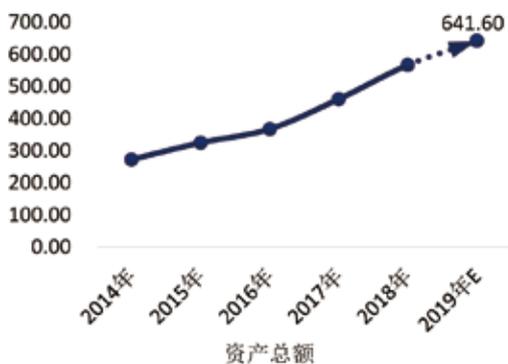
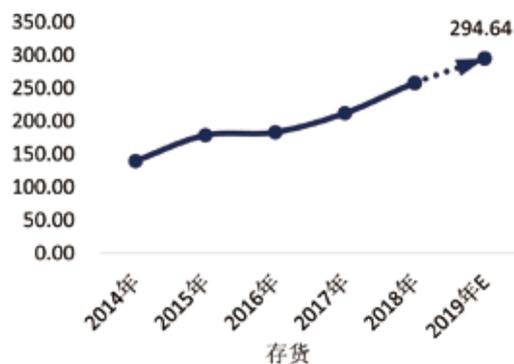


图 18：样本房企存货中位数变化（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 19：样本房企合同销售金额中位数变化（亿元）

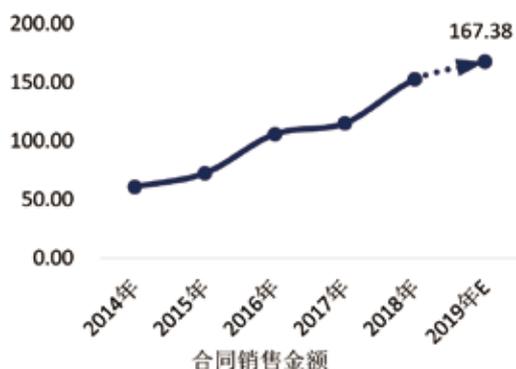
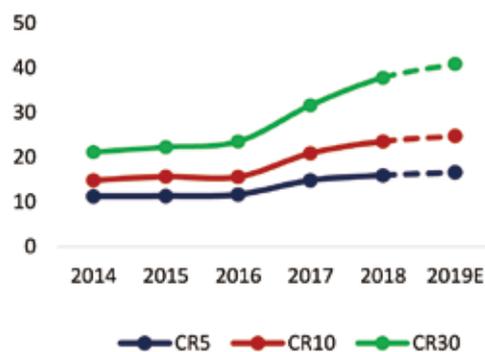


图 20：样本房企合同销售金额在全行业集中度（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着 2016 年～2017 年大量开工销售的项目进入竣工结转期，预收账款及竣工回升对样本房企营业收入增长提供较强支撑。房企预收账款规模自 2015 年以来显著增长，2019 年 1～9 月，新城控股、绿城房地产和招商蛇口期末预收账款对其当期营业收入的覆盖倍数均在 4 倍以上，对其未来一段时期的营业收入提供较强保障。

<sup>2</sup> 样本企业拿地货值数据来源于企业公告及克而瑞。

但小型房企收入增速最低，且预收对未来收入结转保障最低，如广州珠江实业、顺发恒业、格力地产等房企预收账款对营业收入保障倍数较低，未来业绩存在一定压力。

图 21：样本房企营业收入中位数变化（亿元）

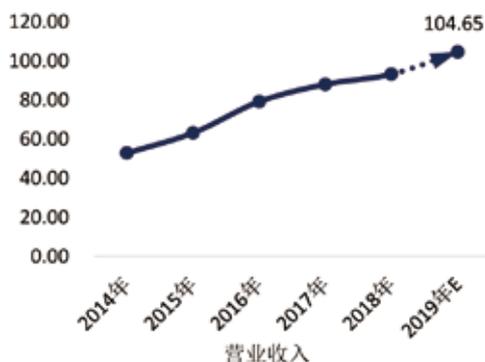


图 22：样本房企期末预收账款与当期营业收入比值（%）

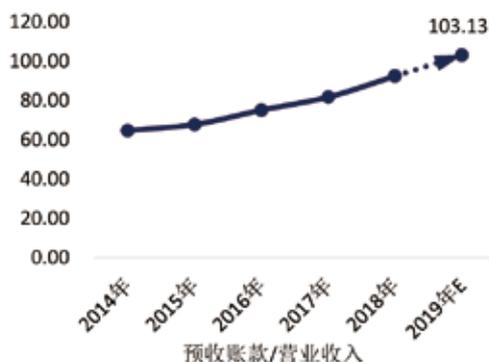
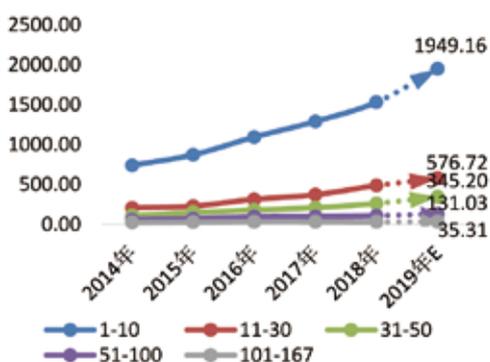
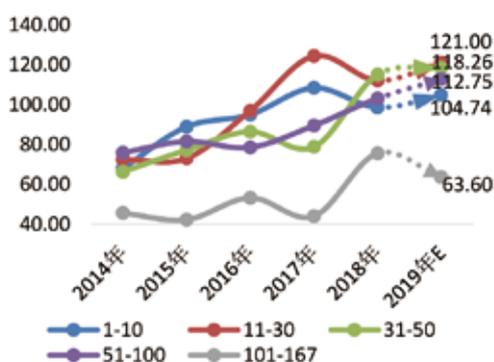
图 23：按收入排序房企营业收入中位数变化<sup>3</sup>（亿元）

图 24：按收入排序房企期末预收账款/当期营业收入（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

总体看来，预计 2020 年，房企规模和市场地位仍将持续扩大，对房企信用质量形成支撑。资产总额将受到拿地疲软、竣工回暖等因素影响，增速依旧放缓；营业收入在 16 年开始的“结转年”到来及大额预收下锁定较高增速；房企将继续加快推盘节奏以回笼资金，新开工面积仍将保持高位，合同销售金额增速降有所放缓。此外，近年头部房企拿地面积市占率持续高于销售市占率，土储资源集中，支撑未来销售集中度，叠加品牌、融资等优势，马太效应愈发显现。

## 2. 盈利能力和运营效率

“结转年”到来房企利润规模有所增长，但存货周转率在“高开工低竣工”下呈下降趋势，预计 2020 年，竣工回暖及拿地节奏放缓下，盈利能力和运营效率整体保持稳定，但小型房企面临一定业绩压力

2019 年样本房企盈利能力和运营效率整体较为稳定。其中，净利润与营业收入走势趋同，行业竣工回暖，结转房价整体上涨，净利润随结转收入增加有所增长。其中，绿地控股、万科和保利发展前三季度净利润同比增幅均超过 30%，增长较块，但也存在市场份额小且去化回款不及时的小型房企，净利润亏损，如天保基建和海航投资等。

净资产收益率方面，整体略有下降，但仍在 8.50% 以上，高于多数其他产业。虽房企净利润增幅不低，但

<sup>3</sup> 本文按 2018 年 167 家样本房企收入排序，分为 1-10（大型）、11-30（大中）、31-50（中型）、51-100（中小）、101-167（小型）五组进行对比特征分析。

近年来阳光城、蓝光发展等房企所有者权益规模在净利润增长、合作开发项目明显增多、永续债及股权融资增发下增速更为显著，尤其在项目合作开发占比大幅提升的情况下，少数股东权益大幅提升，造成净资产收益率趋弱。此外，头部房企盈利能力较高，小型房企盈利能力一般且有所下滑。

图 25：样本房企净利润中位数变化（亿元）

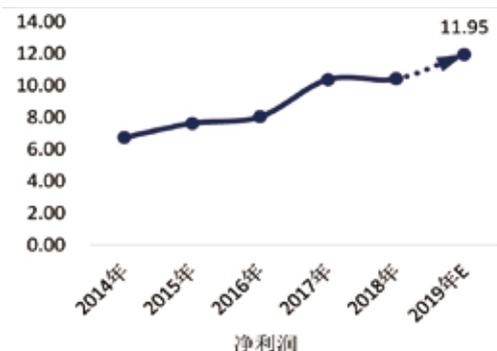
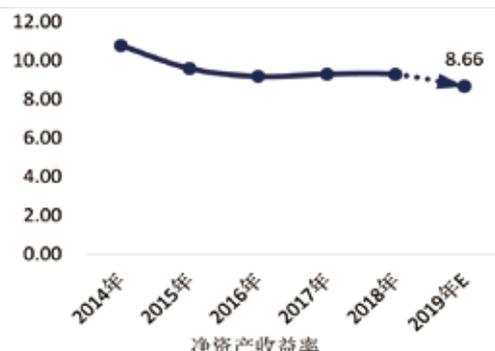


图 26：样本房企净资产收益率中位数变化（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 27：按收入排序房企净利润中位数变化（亿元）

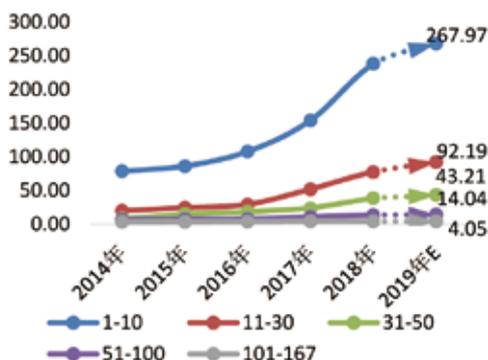
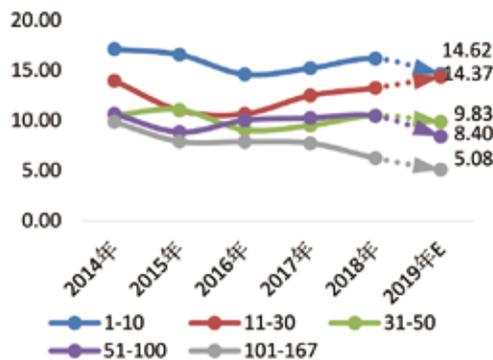


图 28：按收入排序房企净资产收益率中位数变化（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 29：重点企业盈利能力指标变动情况（亿元、%）

企业名称	企业性质	净利润			净资产收益率(三季度末作年化不可比)		
		2018年	2019年1~9月	1~9月同比	2018年	2019年1~9月	1~9月同比
万科	公众企业	492.72	285.90	31.16	20.91	11.68	5.58
保利发展	中央国有企业	261.49	175.54	30.12	14.02	8.84	1.02
招商蛇口	中央国有企业	194.61	58.31	-40.04	17.88	4.53	-5.63
金地集团	公众企业	121.05	82.40	7.81	18.21	10.86	-1.54
华夏幸福	民营企业	118.03	98.88	24.44	21.57	14.75	-1.91
中海发展	中央国有企业	112.62	75.18	13.92	10.52	6.56	0.15
世茂建设	外商独资	99.33	79.91	23.03	17.75	12.57	-0.37
广州富力	外资企业	87.29	47.51	2.12	12.50	6.56	-0.59
上海地产	地方国有企业	83.54	53.22	267.37	8.28	4.98	-2.31
荣盛房地产	民营企业	82.77	48.32	15.12	22.76	12.12	-0.87

资料来源：Wind，东方金诚整理

从周转效率看，2019 年仍延续下滑态势，主要由于土储资源集中龙头房企，且行业竣工增速为负，待结转量大，存货规模逐年攀升所致。具体看来，房企前期加杠杆拿地下的存货规模扩大，以及在“紧融资”下通过“高开工低竣工”方式缓解资金压力，大量待解转项目未结转，导致存货规模较大。此外，头部房企土储资源丰富、

存货周转效率最高；中小房企土储资源较少，在融资收紧下补库存较少且周转效率较低，未来业绩面临一定压力。

图 30：样本房企存货中位数变化（亿元）

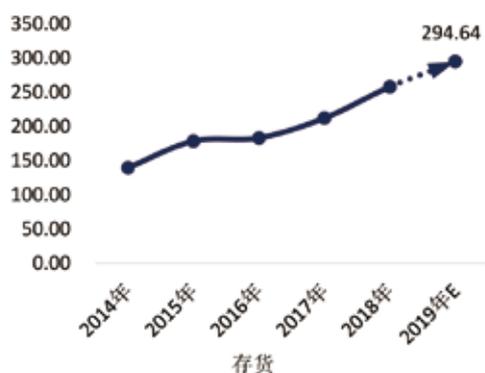
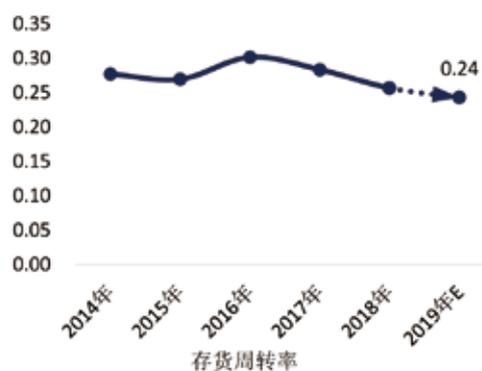


图 31：样本房企存货周转率中位数变化（次）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 32：按收入排序房企存货中位数变化（亿元）

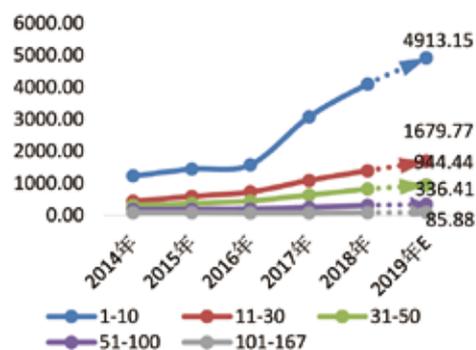
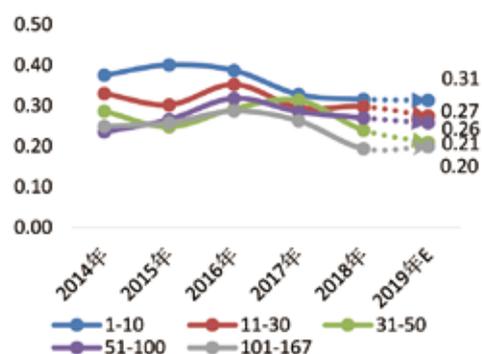


图 33：按收入排序房企存货周转率中位数变化（次）



资料来源：Wind，东方金诚整理

整体来看，预计 2020 年房企盈利能力和运营效率保持稳定。一方面，竣工回暖所带来的业绩释放有助于净利润的提升；另一方面，房企拿地更加谨慎，土地获取节奏放缓，加之竣工结转项目增多，对存货周转效率的改善提供支撑。同时，盈利能力和运营效率在房企间的分化加剧，头部房企基于其在土地获取、融资、销售等资源管控方面的优势，盈利水平及费用控制能力仍将保持在较高水平，竣工节奏较有保障，周转效率较高；部分没有产业及人口支撑三四线城市拿地的中小房企面临较大压力。

### 3. 债务负担保障程度

2019 年民营房企“融资难”下“降杠杆”更显著，但短期偿债能力有所下滑，随着回款力度的加大以及扩张节奏的放缓，预计 2020 年房企债务负担保障程度整体保持稳定，但小型房企面临更大流动性压力

2019 年，样本房企债务负担保障程度略有下滑，其中国企债务负担及偿债能力保持稳定，民企在“融资难”下“降杠杆”更为显著，泰禾集团和泛海控股等房企降杠杆比较明显。短期偿债能力有所下滑，样本民营房企货币资金 / 短期有息债务逐年下降，房企短期债务到期规模较大，短期债务的保障能力在“融资难”下总体有所减弱，国有企业总体稳定。中小型房企的货币资金 / 短期有息债务指标保障程度最低，部分融资受限且短债高企的中小房企面临较大偿债压力等。

图 34：样本房企债务负担保障程度质量变化

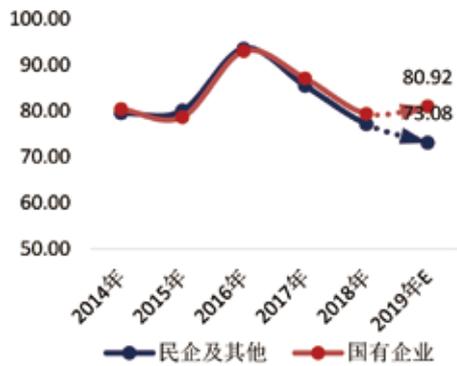


图 35：样本房企货币资金 / 短期有息债务中位数变化（倍）

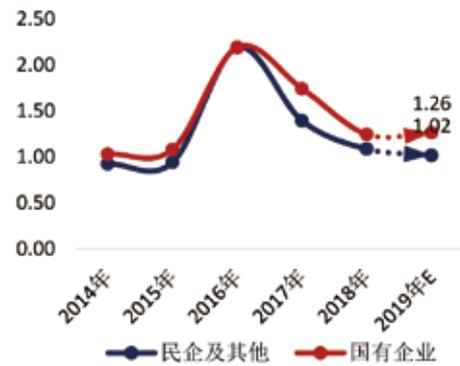
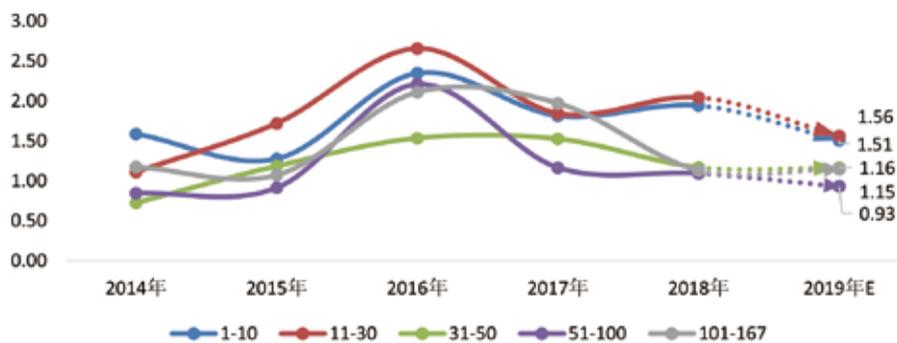


图 36：按收入排序房企货币资金 / 短期有息债务中位数变化（倍）



资料来源：Wind，东方金诚整理

债务负担方面，2019 年，国有房企资产负债率及剔除预收的资产负债率（包括新准则：合同负债）均较为稳定；民营房企“高开工低竣工”及“以价换量”促销售下，预收房款增速较快，推升了资产负债率，但剔除预收的资产负债率下降明显。其中，绿地控股、保利发展等大型房企剔除预收的资产负债率下降趋势，且凭借其在土地储备、土地获取以及融资等方面的优势，业务扩张依然不慢；爱普地产、香江控股等小型房企剔除预收的资产负债率有所下降，主要受行业调控政策、融资环境及偏好影响，流动性及业绩压力开始显现；电建地产、奥园集团等中型房企为获得大型房企融资等方面的优势，剔除预收的资产负债率略有上升。

图 37：样本房企资产负债率中位数变化（%）

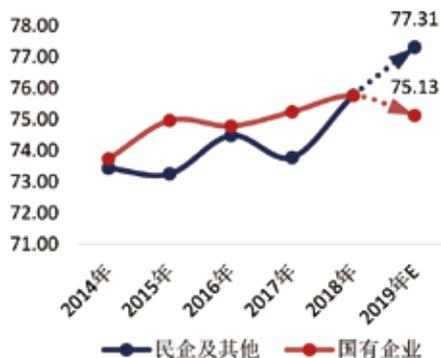


图 38：样本房企剔除预收的资产负债率平均值变化（%）

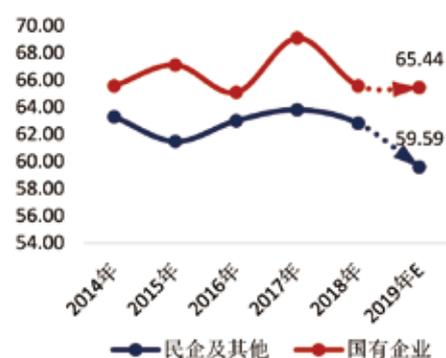


图 39: 按收入排序房企资产负债率

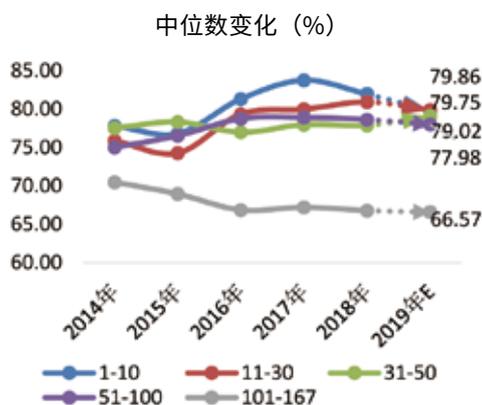
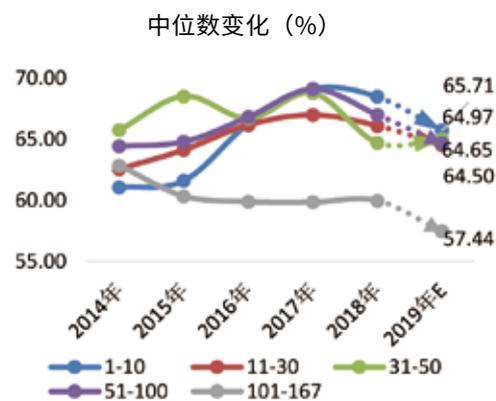


图 40: 按收入排序房企剔除预收的资产负债率



资料来源: Wind, 东方金诚整理

当期房企资产负债率仍处于较高水平, 同时短期偿债压力较大。预计 2020 年, 房企面临的融资环境难有显著改善, 但房企扩张步伐有所减缓, 同时随着竣工回暖所带来的预收房款结转, 房企资产负债率将得到一定控制。另一方面, 偿债高峰及融资受限下, 房企加大项目推盘力度以促进回款, 预计短期偿债能力维持稳定。总体看来, 房企债务负担保障程度将保持稳定。

图 41: 重点民营房企债务负担保障程度相关指标变动情况 (%、倍)

企业名称	剔除预收款项的资产负债率			货币资金/短期有息债务		
	2018年末	2019年9月末	9月末变化	2018年末	2019年9月末	9月末变化
中天金融	76.61	80.11	3.50	0.39	0.31	-0.08
泛海控股	84.57	78.53	-6.04	0.43	0.52	0.09
广州富力	75.21	76.34	1.14	0.65	0.57	-0.08
泰禾集团	80.08	72.82	-7.26	0.26	0.46	0.2
福建阳光	74.43	72.51	-1.92	0.77	1.14	0.37
中南建设	72.04	70.47	-1.57	0.75	0.98	0.23
新湖中宝	69.53	67.33	-2.21	0.82	0.57	-0.25
华夏幸福	66.02	66.67	0.65	1.41	0.66	-0.75
金科地产	66.20	64.07	-2.13	0.99	0.90	-0.09
佳源创盛	62.04	61.40	-0.63	0.51	0.83	0.32

数据来源: Wind, 东方金诚整理

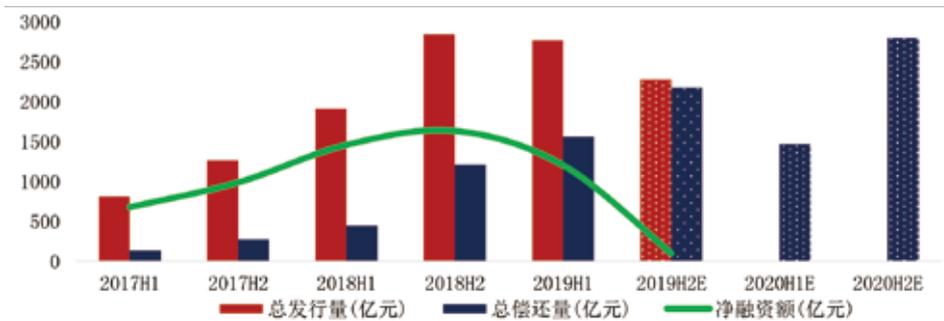
### 三、房地产企业债市表现

预计 2020 年“偿债高峰”及“非标转标”有望推升房地产信用债市场需求, 发行规模全年前低后高, 但整体融资仍旧承压, 以负债端驱动增长的“加杠杆”时代或已终结

2019 年 1~11 月, 房地产企业信用债发行规模同比增长 6.81% 至 4483.83 亿元, 但分化明显。上半年房企融资出现高峰, 信用债发行规模同比增长 44.89%; 伴随企业拿地加速, 全国土地市场显著升温, 地王频出, 且部分城市房价上涨势头较猛, 与政策导向稳房价、稳地价、稳预期相违背, 下半年融资政策全面收紧, 7~11 月增速降至 -24.95%。

预计 2020 年, 房地产企业信用债发行规模随偿债压力前低后高, 非标融资“0 增长”和“432 要求”预计加速非标转标推进, 但房地产监管及融资政策难以大幅放松, 房企融资仍旧承压。此外, 净融资额于 2019 年下半年明显下降, 房企面临较大偿债压力, 房企以负债端驱动增长的“加杠杆”时代或已终结。

图 42：房地产样本企业近年新发债券、债券偿付规模情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年房地产行业利差稳中有降，头部高等级央企信用利差保持较强优势

2019 年 1 ~ 11 月，产业债利差普遍下行，房地产行业利差亦略有收窄，但依然处于较高水平，显示出市场对于房企资金链的担忧和政策的不确定性，特别是 6 月前后融资全面收紧下各信用等级利差均出现“小抬头”态势。不同主体信用等级、企业性质债券利差走势均有所分化，其中 AAA 和 AA+ 等级利差均有所下降，AA 等级利差持续上升，等级利差走阔，投资者风险偏好下降，呈现“结构性紧信用”特征；央企和地方国企利差稳中有降，民企及其他利差有所抬升。典型企业来看，AAA 发行人招商蛇口、保利发展等央企在融资政策收紧、市场风险偏好降低时，反而受益。

图 43：房地产行业与其他行业信用利差中位数对比 (BP)

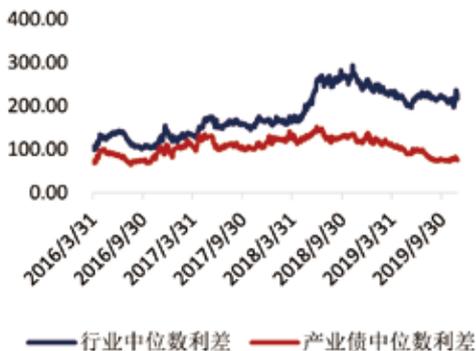


图 44：房地产行业不同等级信用利差中位数对比 (BP)

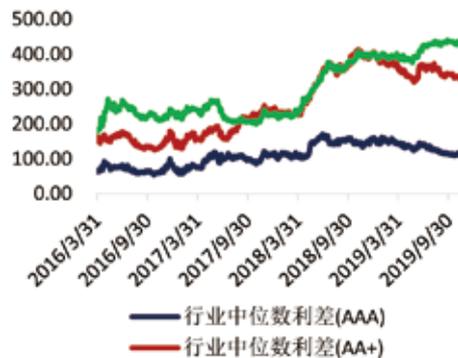


图 45：房地产行业按性质信用利差中位数对比 (BP)

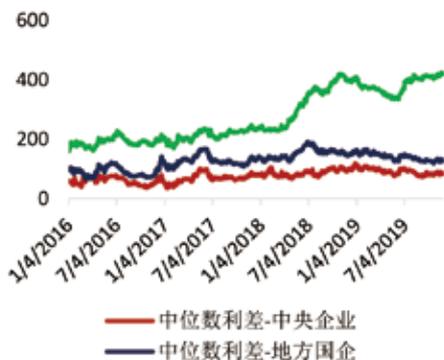
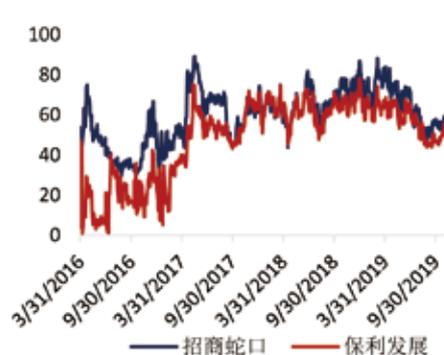


图 46：招商蛇口及保利发展信用利差变动情况 (BP)



资料来源：Wind，东方金诚整理

违约房企共同特征为区域小型房企项目集中度高，旅游、豪宅、商业地产项目去化回款慢，无序并购风险高的民营企业，预计 2020 年，同类型房企在当前融资及销售环境下仍存在违约风险

从违约房企的特征来看，违约 5 家房企均为民营企业，存在区域小型房企布局集中且单个项目占比较大；融资政策收紧下，旅游、豪宅、商业地产占比高的房企回款慢；无序并购风险高等共性。预计 2020 年，同类型房企在当前融资及销售环境下仍存在违约风险。

区域小型房企，布局集中且单个项目占比较大。当前违约房企规模营收等均位于样本房企中位数以下，土地储备质量不佳，同时项目集中于个别城市或个别项目，容易受到区域政策冲击从而对现金流产生较大影响。例如国购投资有限公司土地储备主要位于合肥，且销售依赖于京商商贸城和池州国购名城等少数项目，单个项目销售回款不及时产生流动性压力；中弘控股股份有限公司销售业绩主要依赖于御马坊项目和夏各庄项目，受北京和海南政策调控影响，现金流受到较大冲击。

行业降杠杆，旅游、豪宅、商业地产占比高的房企回款慢。相较于普通住宅地产，旅游、豪宅、商业地产去化回款速度慢，资金占用大，在融资及调控政策收紧时，不能快速销售回款或处置缓解流动性压力。中弘控股股份有限公司受商办项目（商住房）调控政策的影响，御马坊项目和夏各庄项目（商业部分）销售停滞，对公司现金流产生较大影响；国购投资有限公司的商办房项目京商商贸城项目（合肥）去化速度较慢；颐和地产集团有限公司商业地产占比较大，以豪宅和旅游地产为核心，回款周期较长。

无序并购风险高。多元化扩张虽然可以一定程度上分散单一业务风险，但存在新行业经营管理风险及资金占用大且回款慢风险。例如，国购投资向化肥、医疗等领域拓展造成流动性紧张；银亿股份进入零部件产业，大额资金占用叠加汽车行业及股市下行，形成大额商誉减值及控股股东股票质押爆仓，流动性紧张；华业资本向医疗、金融等领域转型，因合同诈骗应收账款逾期造成无法回收风险。

图 47：违约房企情况（单位：亿元）

公司全称	最新主体信用等级	首次违约时点	违约债券本金合计	违约关键词（经营层面）
华业资本	C	2018/10/15	5.70	区域小房企，无土储、无序并购、实控人风险（合同诈骗）
中弘控股	C	2018/10/19	24.90	区域小房企，商业项目集中度高和回款长、实控人风险
银亿股份	C	2018/12/24	18.00	区域小房企，土储低、无序并购，汽车行业下行
国购投资	C	2019/02/01	47.90	区域小房企，项目集中合肥，无序并购
颐和地产	C	2019/09/11	3.04	土储质量不佳、专注豪宅和旅游地产，去化慢

数据来源：Wind，东方金诚整理

## 四、结论

预计 2020 年，销售、回款韧性较强支撑房企信用风险整体保持稳定，盈利能力及债务负担保持稳定，但需关注降杠杆大但回款慢的房企，尤其关注土储质量不佳的企业

信用表现方面，2019 年房企信用风险在“降杠杆”、“紧融资”下仍整体稳定，预计 2020 年回款力度加大、扩张节奏放缓、业绩正当释放下，房企信用风险整体稳定。规模及地位方面，预计 2020 年仍保持增长，放缓拿地资产总额增速趋缓，“结转年”及大额预收锁定收入增长；盈利能力和运营效率方面，竣工回暖及拿地节奏放缓下，整体保持稳定；债务负担保障程度方面，随着回款力度的加大以及扩张节奏的放缓，预计保持稳定。

行业方面，销售端，预计 2020 年三稳、不刺激、按揭投放趋稳等决定销售端总量稳定，但供给推盘及货币化渐弱、置业人口触顶下滑，增速稳中趋弱；投资端，低位购地款贡献降低、新开工趋势向下给投资增速造成一定下行压力，投资增速将高位趋缓，但大幅回落的风险不大，商品房销售价格将保持稳定。

此外，部分产业及人口支撑较弱的三四线城市，前期市场购买力透支叠加棚改货币化力度减弱，销售增速及房价下行压力较大。降杠杆大但回款慢的房企，尤其土储质量不佳房企，信用风险将有所上升。

附件一：主要样本企业分组分布及部分财务指标情况（单位：亿元、%）

样本分组	公司全称	营业收入	利润总额	资产负债率	财务数据期间
I	万科企业股份有限公司	2239.15	418.25	85.06	2019 年 9 月
	恒大地产集团有限公司	2011.89	430.15	79.46	2019 年 6 月
	碧桂园地产集团有限公司	1403.82	240.39	91.12	2019 年 6 月
	保利发展控股集团股份有限公司	1117.94	232.69	79.64	2019 年 9 月
	融创房地产集团有限公司	708.95	130.58	90.30	2019 年 6 月
	华夏幸福基业股份有限公司	643.18	140.42	84.94	2019 年 9 月
	广州富力地产股份有限公司	505.24	65.34	82.55	2019 年 9 月
	大连万达商业管理集团股份有限公司	490.98	244.96	55.08	2019 年 9 月
	金地(集团)股份有限公司	422.65	105.58	76.42	2019 年 9 月
	中海企业发展集团有限公司	400.91	98.12	75.88	2019 年 9 月
	重庆龙湖企业拓展有限公司	359.26	103.72	69.44	2019 年 6 月
	中交房地产集团有限公司	329.25	39.32	81.64	2019 年 9 月
	阳光城集团股份有限公司	320.26	39.83	84.39	2019 年 9 月
	深圳华侨城股份有限公司	298.61	89.24	76.89	2019 年 9 月
	新城控股集团股份有限公司	295.60	54.16	88.01	2019 年 9 月
	北京首都开发股份有限公司	295.45	63.64	81.77	2019 年 9 月
	深圳市龙光控股有限公司	265.35	84.86	76.10	2019 年 6 月
	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	255.43	77.46	75.62	2019 年 9 月
	大悦城控股集团股份有限公司	223.32	56.42	78.92	2019 年 9 月
	奥园集团有限公司	219.78	52.71	78.96	2019 年 6 月
	广州市城市建设开发有限公司	214.17	40.41	70.08	2019 年 6 月
	复地(集团)股份有限公司	210.34	38.89	70.17	2019 年 6 月
	鲁能集团有限公司	203.50	48.82	66.39	2019 年 9 月
	红星美凯龙控股集团有限公司	202.91	49.82	72.43	2019 年 9 月
	上海地产(集团)有限公司	197.35	68.29	63.26	2019 年 9 月
	绿城房地产集团有限公司	173.49	33.47	82.52	2019 年 9 月
	广州市时代控股集团有限公司	160.22	29.02	68.81	2019 年 6 月
	上海世茂股份有限公司	150.71	34.08	60.04	2019 年 9 月
	上海金茂投资管理集团有限公司	131.37	48.91	80.87	2019 年 9 月
	建发房地产集团有限公司	62.08	5.63	82.37	2019 年 9 月
	荣盛房地产发展股份有限公司	388.39	64.97	83.69	2019 年 9 月
	融信(福建)投资集团有限公司	266.16	51.19	77.01	2019 年 6 月
	旭辉集团股份有限公司	186.35	51.74	79.32	2019 年 6 月
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	167.36	44.89	69.33	2019 年 9 月	
中华企业股份有限公司	104.53	33.07	65.46	2019 年 9 月	
厦门中骏集团有限公司	102.94	25.98	75.30	2019 年 6 月	
杭州滨江房产集团股份有限公司	99.39	24.42	81.38	2019 年 9 月	
厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	54.89	11.55	78.07	2019 年 6 月	
II	珠海华发实业股份有限公司	194.38	29.64	83.09	2019 年 9 月
	首创置业股份有限公司	149.94	24.06	77.59	2019 年 9 月

样本分组	公司全称	营业收入	利润总额	资产负债率	财务数据期间	
II	中国铁建房地产集团有限公司	108.73	25.98	84.77	2019年9月	
	北京城建投资发展股份有限公司	106.63	23.15	76.62	2019年9月	
	深圳市卓越商业管理有限公司	88.31	21.31	63.83	2019年6月	
	绿地控股集团有限公司	2940.21	225.52	87.49	2019年9月	
	金科地产集团股份有限公司	432.03	61.48	83.85	2019年9月	
	江苏中南建设集团股份有限公司	409.56	33.81	90.90	2019年9月	
	四川蓝光发展股份有限公司	278.81	37.60	80.43	2019年9月	
	泰禾集团股份有限公司	211.92	31.36	84.24	2019年9月	
	新湖中宝股份有限公司	110.62	30.46	74.49	2019年9月	
	北京北辰实业股份有限公司	100.72	20.44	80.15	2019年9月	
	美的置业集团有限公司	95.72	12.97	84.21	2019年6月	
	信达地产股份有限公司	87.06	11.00	79.20	2019年9月	
	联发集团有限公司	78.83	10.23	80.60	2019年9月	
	中信房地产集团有限公司	69.76	24.37	83.01	2019年6月	
	大华(集团)有限公司	47.73	5.16	73.99	2019年6月	
	四川新希望房地产开发有限公司	33.79	6.39	78.86	2019年6月	
	佳源创盛控股集团有限公司	201.03	18.99	78.67	2019年9月	
	花样年集团(中国)有限公司	66.55	7.72	74.16	2019年6月	
	河南宏光正商置业有限公司	34.99	7.10	77.68	2019年6月	
	朗诗集团股份有限公司	28.14	5.84	88.65	2019年6月	
	广州番禺海怡房地产开发有限公司	25.92	5.69	73.16	2019年6月	
	景瑞地产(集团)有限公司	22.56	4.23	74.74	2019年6月	
	北京路劲隽御房地产开发有限公司	18.50	6.45	68.04	2019年6月	
	III	武汉地产开发投资集团有限公司	43.41	7.68	71.54	2019年9月
		中国电建地产集团有限公司	147.89	16.23	83.27	2019年9月
		中天金融集团股份有限公司	100.70	16.05	82.01	2019年9月
光明房地产集团股份有限公司		85.23	11.70	82.32	2019年9月	
上海大名城企业股份有限公司		74.13	9.41	69.20	2019年9月	
深圳市天健(集团)股份有限公司		60.65	4.55	77.45	2019年9月	
上海实业发展股份有限公司		54.49	8.45	69.74	2019年9月	
光大嘉宝股份有限公司		33.65	4.49	67.39	2019年9月	
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司		30.92	2.54	69.75	2019年9月	
厦门住宅建设集团有限公司		22.73	3.48	81.10	2019年9月	
金辉集团股份有限公司		102.41	17.03	85.82	2019年6月	
融侨集团股份有限公司		72.99	4.97	83.31	2019年6月	
建业住宅集团(中国)有限公司		68.71	11.72	90.00	2019年6月	
当代节能置业股份有限公司		66.57	10.53	85.00	2019年6月	
重庆市迪马实业股份有限公司		63.79	7.07	82.20	2019年9月	
湖北福星科技股份有限公司		57.16	7.13	76.27	2019年9月	
新华联文化旅游发展股份有限公司		56.25	2.53	83.86	2019年9月	
冠城大通股份有限公司		52.64	5.29	65.50	2019年9月	
重庆华宇集团有限公司		49.55	6.85	69.96	2019年6月	

样本分组	公司全称	营业收入	利润总额	资产负债率	财务数据期间
III	国贸地产集团有限公司	41.78	8.70	79.79	2019年9月
	中航善达股份有限公司	39.18	2.00	60.58	2019年9月
	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	38.85	10.79	79.02	2019年6月
	鑫苑(中国)置业有限公司	38.04	3.77	84.97	2019年6月
	正兴隆房地产(深圳)有限公司	33.75	9.61	67.13	2019年6月
	华远地产股份有限公司	31.59	3.18	85.08	2019年9月
	宁波富达股份有限公司	22.81	6.51	36.49	2019年9月
	湖北清能投资发展集团有限公司	22.53	4.77	69.99	2019年6月
	广西荣和有限责任公司	21.16	10.47	61.32	2019年6月
	顺发恒业股份公司	14.61	7.10	23.28	2019年9月
	侨鑫集团有限公司	10.95	-1.96	74.82	2019年6月
IV	中国国际贸易中心股份有限公司	26.02	9.85	37.06	2019年9月
	广州合景控股集团有限公司	69.23	33.67	77.32	2019年6月
	苏州新建元控股集团有限公司	41.95	6.02	72.02	2019年9月
	广东珠江投资股份有限公司	39.46	1.57	75.96	2019年6月
	浙江中国小商品城集团股份有限公司	30.99	14.03	59.09	2019年9月
	上海长峰(集团)有限公司	19.82	7.58	48.68	2019年6月
	泛海控股股份有限公司	17.11	34.21	81.27	2019年9月
	海宁中国皮革城股份有限公司	10.42	3.33	31.86	2019年9月
	鲁商健康产业发展股份有限公司	70.08	3.49	93.62	2019年9月
	广州市天建房地产开发有限公司	52.81	15.60	79.43	2019年6月
	华南国际工业原料城(深圳)有限公司	39.33	8.23	66.64	2019年9月
	石榴置业集团股份有限公司	38.63	5.00	81.61	2019年6月
	重庆协信远创实业有限公司	38.15	2.45	79.04	2019年6月
	深圳市中洲投资控股股份有限公司	38.02	12.28	81.63	2019年9月
	格力地产股份有限公司	34.32	6.72	75.25	2019年9月
	北京住总房地产开发有限责任公司	32.21	3.12	80.43	2019年9月
	中国武夷实业股份有限公司	28.58	2.56	66.54	2019年9月
	安徽省高速地产集团有限公司	27.32	6.51	77.53	2019年9月
	珠海格力房产有限公司	26.36	5.56	86.24	2019年6月
	深圳香江控股股份有限公司	26.22	3.51	76.88	2019年9月
	荣安地产股份有限公司	25.24	6.87	85.49	2019年9月
	成都兴城人居地产投资集团有限公司	25.02	6.42	77.20	2019年6月
	天地源股份有限公司	24.71	3.27	85.36	2019年9月
	汕头花园集团有限公司	24.15	7.22	78.66	2019年6月
	亿达发展有限公司	23.10	4.48	73.01	2019年6月
	宁波奥克斯置业有限公司	22.30	3.33	78.51	2019年6月
	广州珠江实业开发股份有限公司	20.83	1.73	74.22	2019年9月
	深圳市振业(集团)股份有限公司	19.63	5.91	56.69	2019年9月
	武汉光谷联合集团有限公司	18.73	3.28	57.35	2019年9月
	美好置业集团股份有限公司	18.31	1.54	70.86	2019年9月
北京天恒置业集团有限公司	15.98	0.06	71.72	2019年9月	
天安数码城(集团)有限公司	15.86	4.22	65.02	2019年9月	

样本分组	公司全称	营业收入	利润总额	资产负债率	财务数据期间
IV	京投发展股份有限公司	13.01	2.08	91.22	2019年9月
	江苏凤凰置业投资股份有限公司	9.90	0.72	23.55	2019年9月
	北京电子城投资开发集团股份有限公司	9.56	2.14	50.30	2019年9月
	北京国华置业有限公司	7.66	15.21	61.87	2019年6月
	北京万通地产股份有限公司	7.11	3.16	39.14	2019年9月
	上海新黄浦实业集团股份有限公司	6.64	0.78	66.32	2019年9月
	北京兆泰集团股份有限公司	6.07	0.53	57.71	2019年6月
	华鑫置业(集团)有限公司	5.45	0.74	56.96	2019年9月
	广宇集团股份有限公司	31.78	5.20	67.22	2019年9月
	卧龙地产集团股份有限公司	12.56	4.14	65.86	2019年9月
V	西安高科(集团)公司	82.62	5.90	89.56	2019年6月
	厦门经济特区房地产开发集团有限公司	42.52	14.90	76.71	2019年9月
	江西省正荣房地产开发有限公司	54.74	9.05	85.18	2019年6月
	云南城投置业股份有限公司	48.52	-13.60	91.29	2019年9月
	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	36.22	-7.49	81.50	2019年6月
	广西万通房地产有限公司	35.33	1.26	84.93	2019年6月
	北京首钢房地产开发有限公司	28.82	2.44	75.44	2019年6月
	深圳市农产品集团股份有限公司	21.09	3.65	64.38	2019年9月
	广东海印集团股份有限公司	17.05	2.29	64.19	2019年9月
	南京栖霞建设股份有限公司	16.82	6.15	80.68	2019年9月
	三湘印象股份有限公司	16.27	4.50	56.25	2019年9月
	深圳深国投房地产开发有限公司	8.76	0.90	62.98	2019年6月
	京能置业股份有限公司	8.11	0.83	58.75	2019年9月
	凯华地产(中国)集团有限公司	6.04	3.20	56.52	2019年6月
	上海帝泰发展有限公司	5.82	1.17	36.47	2019年9月
	中国希格玛有限公司	5.27	2.38	57.40	2019年6月
	深圳卓越世纪城房地产开发有限公司	4.96	0.77	49.91	2019年6月
	天津天保基建股份有限公司	2.00	-0.19	44.19	2019年9月
	重庆渝开发股份有限公司	2.00	0.08	44.26	2019年9月
	海航投资集团股份有限公司	1.74	-0.06	28.66	2019年9月
	天津市房地产发展(集团)股份有限公司	32.36	3.76	82.12	2019年9月
	安徽省南翔贸易(集团)有限公司	16.01	0.84	59.15	2019年9月
	北京金泰房地产开发有限责任公司	1.93	-1.27	91.72	2019年6月
	阳光新业地产股份有限公司	1.64	0.02	39.62	2019年9月
	上海南房(集团)有限公司	1.08	0.36	65.27	2019年6月
	中房集团成都房地产开发有限公司	0.92	-0.71	88.75	2019年6月
	重庆爱普地产(集团)有限公司	12.20	1.06	83.60	2019年6月

## 建筑行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 葛新景 刘怡雯

行业信用质量：2019 年有所下降，2020 年小幅改善



建筑行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理（营业总收入和净利润为样本企业的合计值；毛利率为中位值）

- 2019 年国内建筑业总产值和新签合同额增速放缓，预计 2020 年宏观政策逆周期调节力度加大，建筑行业需求增速回升；
  - 建筑央企、地方国企及民企龙头在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度将进一步提升；
  - 建筑行业竞争激烈，整体盈利能力仍保持较低水平，国企去杠杆政策推动资产负债率小幅下降或基本持平，但债务负担仍较重；
  - 行业细分子行业将继续分化，基建投资改善明显，基建类建筑企业信用风险下降，但房建类建筑企业信用风险小幅上升，园林装饰企业信用风险仍较高；
  - 预计 2020 年，建筑企业整体信用质量小幅改善，但民营建筑企业信用风险将进一步上升。

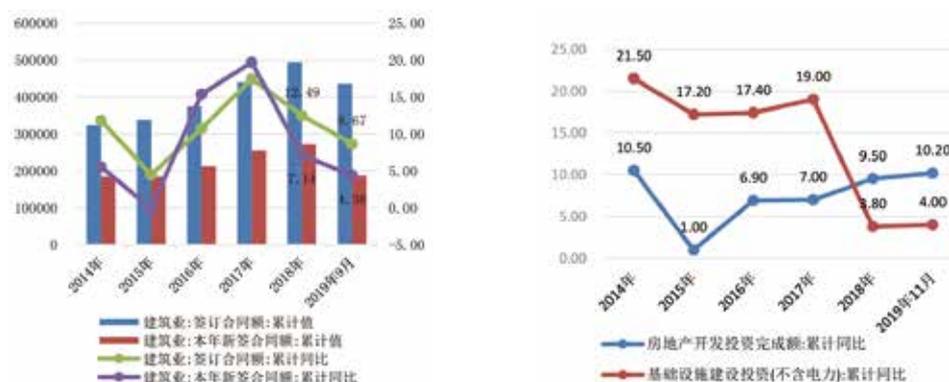
## 一、行业基本面

受基础设施建设投资低速增长影响，2019 年建筑业累计签订合同额及新签合同额增速均有所下滑

2019 年前三季度，我国建筑业累计签订合同额 43.62 万亿元，累计同比增长 8.67%，其中本年新签合同额为 18.71 万亿元，累计同比增长 4.38%。总体来看，建筑业签订合同额和新签合同额增速均延续了 2018 年的下行态势。

建筑行业下游需求主要受房地产和基建等固定资产投资影响。2019 年 1~11 月，我国基建投资（不含电力）累计同比增长 4.00%，房地产投资累计同比增长 10.20%，其中基建投资增速虽较 2018 年全年小幅增长 0.20 个百分点，但仍旧保持了低速增长。8 月份以来，国家加大逆周期调节力度，11 月建筑业新订单 PMI 上涨至 56.00%，建筑行业整体需求有所改善。

图表 1：我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 2：我国建筑业 PMI 情况（单位：%）

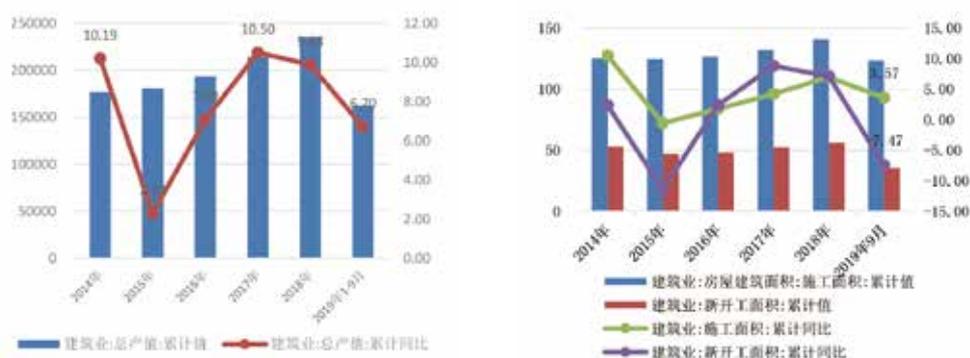


数据来源：Wind，东方金诚整理

建筑业总产值增速放缓，新开工面积下滑明显

2019 年前三季度，我国建筑业实现总产值 16.25 万亿元，累计同比增长 6.70%，增速较上年全年回落 3.18 个百分点。从建筑业施工和新开工面积情况来看，2019 年 1~9 月，建筑业施工面积累计同比增长 3.57%，新开工面积累计同比下降 7.47%，较 2018 年下滑明显。

图表 3：我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

建筑行业竞争激烈，销售利润率持续下降，资产负债率上升，建筑央企、地方国企及民企龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度将进一步提升

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多，截至 2019 年 9 月末共有建筑企业 97378 家。建筑业为劳动密集型低附加值的微利行业，叠加市场竞争激烈、水泥钢材等原材料及人工成本上涨等因素影响，近年行业整体盈利能力持续下降。全国建筑业销售利润率已经由 2015 年的 5% 左右下降至 2018 年 2.70%。

建筑行业中普遍存在垫资现象，行业整体资产负债率较高，同时近年来承接 PPP 等投资类项目的增多，对建筑企业的融资及资金能力提出了更高的要求。2018 年来建筑行业资产负债率同比增加较快，行业整体债务负担增加。2019 年 7 月 1 日，国务院《政府投资条例》正式实施，预计可在一定程度上缓解基建类建筑企业的资金压力。

图表 4：建筑行业销售利润率及资产负债率均值（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

行业集中度方面，近年来我国建筑行业集中度逐年提高，2019 年 ENR 中国承包商 80 强 CR10 营业收入占比为 67.97%，较 2018 年上升 3.07 个百分点。随着供给侧改革的持续深入，优质大型企业资金、技术优势更加凸显，建筑央企、地方国企及民企龙头企业受益于资质较高、融资途径畅通，市场份额有望进一步提升。

图表 5：我国建筑行业集中度情况（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

**预计 2020 年宏观政策逆周期调节力度继续加大，建筑行业需求增速回升，其中基建需求改善明显，房建增速承压但仍保持韧性，园林行业景气度仍较差**

鉴于 2020 年我国经济下行压力仍较大，预计宏观政策逆周期调节力度加大，整个固定资产投资增速料将反弹，因此建筑行业整体需求增速将会出现回升，行业产值保持增长。但我国经济已进入中低增速时期，固定资产投资增速将长期保持在 10% 以内，受此影响未来建筑行业需求将维持中低增速发展态势。

2020 年基建投资将会明显改善，从而为基建施工子行业业务发展提供较大保障。2019 年下半年以来，国家逆周期调节力度持续加大。一方面，新增专项债规模扩大，支出重点从土储、棚改转向基建领域；另一方面，专项债可以作为资本金，基建项目最低资本金比例适当下调，且可通过发行权益型、股权类金融工具等多渠道筹措投资项目资本金等。预计上述政策的相继出台，制约 2019 年基建投资资金来源瓶颈问题将会在 2020 年得到明显缓解，同时《交通强国建设纲要》等政策文件的发布更是明确了未来广大的基建空间。

房屋建筑子行业经营压力将会有所上升，订单增速下滑，回款减慢，但出现大幅下滑的可能性较小。房屋建筑子行业发展依赖于房地产行业投资，2019 年房地产投资保持了较高增速，对建筑行业发展提供了较强支撑。在中央维持“房住不炒”、地方因城施策及“稳地价、稳房价、稳预期、防风险”的政策背景下，预计 2020 年房地产行业投资整体承压，但仍旧保持较强韧性。

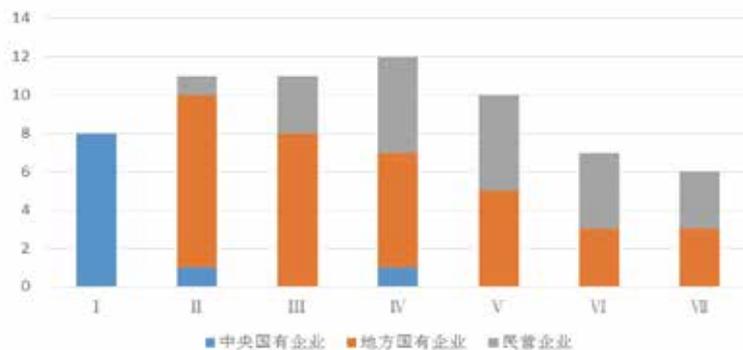
2019 年园林行业基本面进一步恶化，园林企业业绩下滑较明显，预计 2020 年园林行业仍旧不景气，园林企业业绩大幅改善的可能性较小。

## 二、建筑企业信用表现

本文选取 65 家主要发债建筑企业作为样本，从规模及市场地位、盈利能力和运营效率、债务保障程度三个维度，选取具体指标包括总资产、营业总收入、毛利率、应收账款周转率、资产负债率等对样本企业的信用表现进行分析。

从建筑企业所有制构成来看，65 家样本发债建筑企业中包括中央国有建筑企业 10 家，地方国有建筑企业 30 家和民营建筑企业 25 家；从细分行业来看，建筑行业又细分为基建、专业工程、房建、园林装饰等。其中，中央国有和地方国有建筑企业以基建、专业工程和房建为主，民营建筑企业以房建或园林装饰为主。

图表 6：建筑企业样本分组分布情况（单位：家）



数据来源：Wind，东方金诚整理

### 1. 建筑企业整体信用表现

受行业需求增速下降等影响，2019 年建筑企业信用风险明显升高，随着国家逆周期调节力度的加大，预计 2020 年信用质量将小幅改善，但民营建筑企业信用风险将进一步上升

2019 年受行业需求增速下降等影响，建筑企业整体盈利能力和运营效率下降，债务负担增加，信用风险明显升高。分企业性质来看，央企建筑企业信用指标中位值小幅下降，地方国有建筑企业信用指标中位值下降明显，民营建筑企业小幅提升。总体上，央企和地方国企的信用质量仍明显高于民营企业。

受益于国家逆周期调节力度的加大，预计 2020 年建筑行业整体需求增速回升，建筑企业规模将进一步增加，同时在国有企业去杠杆政策持续推动下，建筑企业的债务保障程度将有所提高，2020 年建筑企业信用质量较 2019 年小幅改善。其中，央企建筑企业作为行业龙头，信用风险保持很低水平；地方国有建筑企业作为区域性企业，受所在区域经济发展状况及固定资产投资规模影响较大，专项债新规及基建项目资本金比例下调有利于缓解地方政府基建投资资金紧张，预计信用风险小幅下降；民营建筑企业规模较小，融资压力较大，同时房建细分行业的承压及园林行业的不景气使得民营企业信用风险进一步上升。

图表 7：样本建筑企业信用质量变化情况



图表 8：样本建筑企业各一级指标信用变化情况



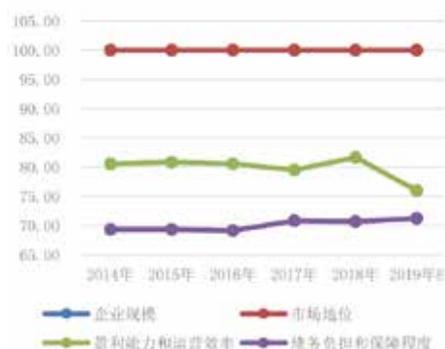
数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 9：央企建筑企业信用质量变化情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 10：央企建筑企业各一级信用指标变化情况



图表 11：地方国有建筑企业信用质量变化情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 12：地方国有建筑企业各一级信用指标变化情况



图表 13：民营建筑企业信用质量变化情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 14：民营建筑企业各一级信用指标变化情况



## 2. 企业规模与市场竞争力

预计 2020 年央企和地方国有建筑企业作为行业或区域龙头，企业规模与市场竞争力将进一步提升，对企业信用形成很强的支撑

2019 年，样本建筑企业资产总额中位值同比提升，但营业总收入中位值较 2018 年略有下降。分企业性质来看，样本央企建筑企业资产总额和营业总收入中位值同比增加，但地方国有和民营建筑企业资产总额和营业总收入中位值有不同程度的下降或基本持平。总体上，样本央企规模指标明显高于地方国有和民营建筑企业。

从市场竞争力来看，受建筑行业需求增速放缓影响，2019 年样本建筑企业新签合同额中位值同比下降。其中，央企建筑企业作为行业龙头，新签合同额仍保持了较快增长，但地方国有和民营建筑企业新签合同额中位值下降幅度较大，是样本建筑企业新签合同额中位值下降的主要原因。

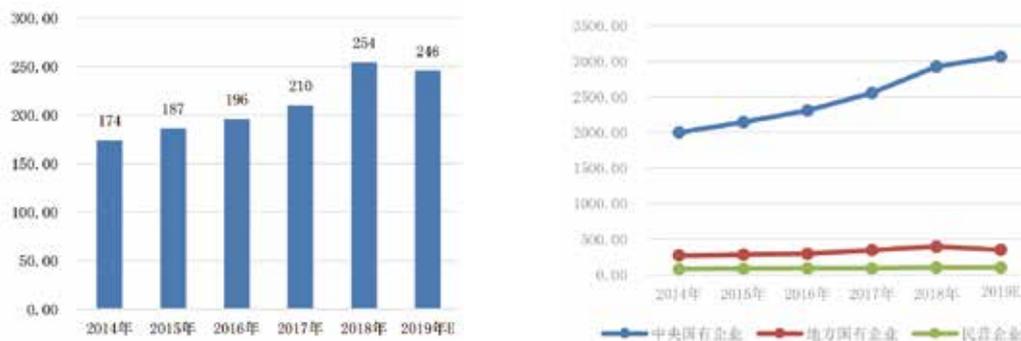
预计 2020 年基建投资对建筑行业需求的拉动作用将进一步增强，同时房地产投资增速仍保持较强韧性，央企和地方国有建筑企业作为行业或区域龙头，行业集中度进一步提升，企业收入规模及新签合同额将进一步增加，对发债企业信用形成很强的支撑。民营建筑企业以房屋建筑和园林装饰细分行业为主，企业规模较小，在行业需求整体增速放缓的背景下，未来增长将继续承压。

图表 15：样本建筑企业资产总额中位值（亿元）



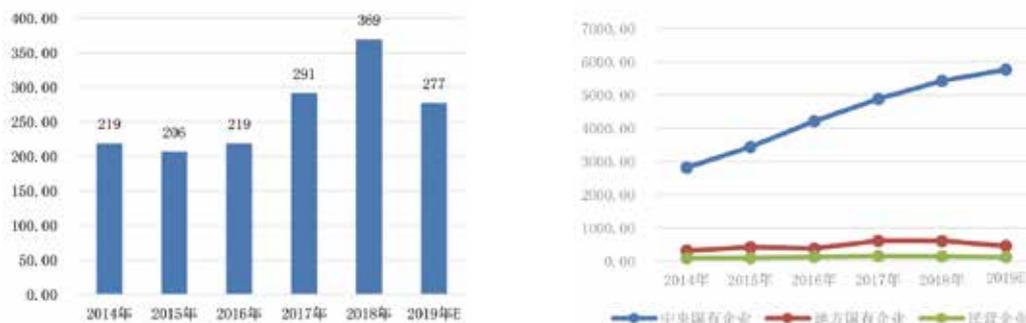
资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 16：样本建筑企业营业总收入中位值（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 17：样本建筑企业新签合同额中位值（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 18: 建筑企业 top10 资产、收入及新签合同额情况

企业名称	企业性质	资产总额 (亿元)			营业总收入 (亿元)			新签合同额 (亿元)		
		2018 年末	2019 年 9 月末	2019 年 9 月末同比增长	2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长
中国建筑	央企	18618	19446	4.45%	11993	9736	15.83%	16801	17688	13.91%
中国中铁	央企	9427	10291	9.17%	7404	5719	15.35%	14346	9082	17.90%
中国铁建	央企	9177	10284	12.07%	7301	5614	14.59%	13524	9519	30.30%
中国交建	央企	9605	10686	11.26%	4909	3747	14.04%	8909	6537	12.16%
中国中冶	央企	4389	4572	4.17%	4389	2281	4.17%	6287	4783	1.44%
中国电建	央企	7133	8119	13.83%	2953	2315	18.18%	4558	3859	3.23%
中国能建	央企	3894	4047	3.93%	2240	1592	5.40%	4393	3580	11.73%
上海建工	地方国有	2159	2293	6.20%	1705	1523	32.00%	3037	2445	17.65%
中核集团	央企	6797	7472	9.93%	1525	1242	74.31%	937	-	-
广西建工	地方国有	920	1158	25.91%	1009	854	13.74%	2001	-	-

数据来源: Wind, 东方金诚整理 (注: 按 2018 年营业总收入进行排序, 以下同)

图表 19: 民营建筑企业 top5 资产、收入及新签合同额情况

企业名称	细分行业	资产总额 (亿元)			营业总收入 (亿元)			新签合同额 (亿元)	
		2018 年末	2019 年 9 月末	2019 年 9 月末同比增长	2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2018 年同比增长
中天建设	房建	480	523	8.94%	755	716	31.44%	1191	9.76%
南通二建	房建	495	484	-2.25%	303	241	1.00%	604	4.77%
广东腾越	房建	496	535	7.87%	293	289	38.16%	462	65.38%
金螳螂	装饰	333	362	8.83%	251	227	22.66%	369	21.29%
南通三建	房建	303	300	-1.12%	225	156	4.45%	258	6.44%

数据来源: Wind, 东方金诚整理 (注: 按 2018 年营业总收入进行排序, 以下同)

### 3. 盈利能力和运营效率

预计 2020 年样本建筑企业整体盈利能力维持较低水平, 运营效率基本持平或小幅提升, 其中央企净利润规模仍保持上升态势

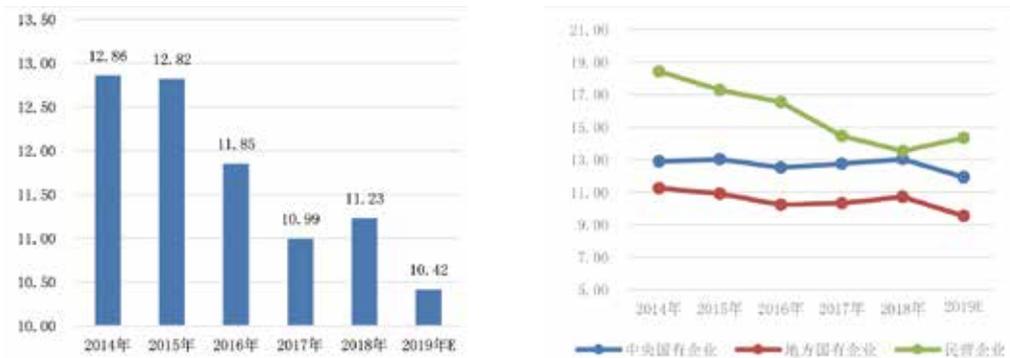
样本建筑企业毛利率和净利润中位值 2019 年均有所下降, 表明建筑企业整体盈利能力下滑。从企业性质来看, 民营企业毛利率中位值有所提高, 且毛利率水平高于央企和地方国有企业, 主要由于民营建筑企业中毛利率较高的园林装饰细分子行业样本占比较大所致。央企和地方国有建筑企业毛利率中位值下降, 地方国有企业

净利润中位值小幅下降，但央企净利润规模中位值保持了上升态势。

从运营效率来看，2019 年样本建筑企业应收账款周转率中位值有所下降，处于历史较低水平，其中央企、地方国有和民营建筑企业应收账款周转率中位值都有不同程度的下降。

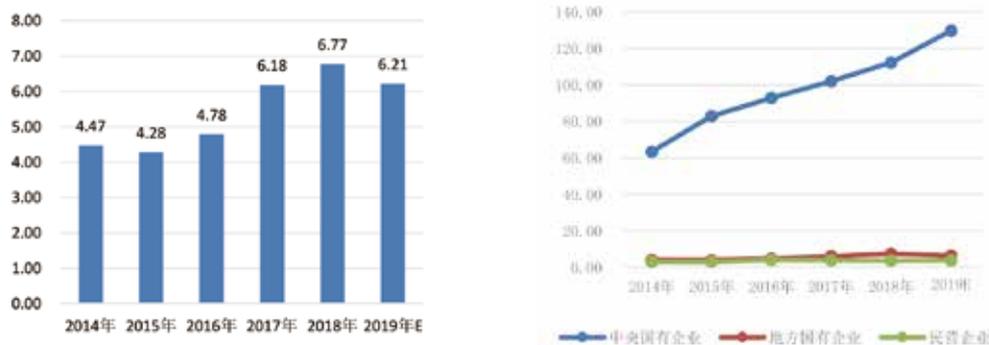
预计 2020 年建筑行业市场竞争仍较激烈，水泥及人工等成本控制压力仍旧较大，企业整体毛利率水平维持低位，其中，央企受益于收入规模增长，净利润规模保持增长态势；地方国有和民营建筑企业净利润规模基本保持稳定。同时，《政府投资条例》的实施有利于企业应收账款规模的小幅下降，预计 2020 年建筑企业经营效率与 2019 年基本持平或小幅提升。

图表 20：样本建筑企业毛利率中位值（%）



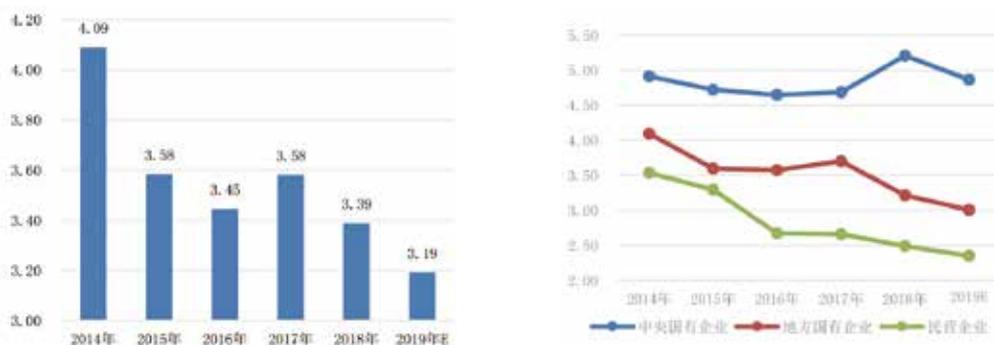
资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 21：样本建筑企业净利润中位值（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 22：样本建筑企业应收账款率中位值（次）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 23：建筑企业 top10 毛利率、净利润及应收账款周转率情况

企业名称	企业性质	毛利率 (%)			净利润 (亿元)			应收账款周转率 (次)	
		2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2018 年同比增长
中国建筑	央企	11.89	10.43	-0.06	553.5	440.54	16.46%	7.16	-0.49
中国中铁	央企	9.90	9.81	0.00	174.36	167.22	26.69%	6.97	2.60
中国铁建	央企	9.78	9.76	-0.23	198.38	163.84	15.75%	7.35	2.70
中国交建	央企	13.49	11.82	-1.36	202.94	142.25	6.36%	5.88	-1.22
中国中冶	央企	12.93	12.93	-0.34	75.71	65.71	9.25%	4.32	1.00
中国电建	央企	14.77	14.19	0.63	99.24	79.84	11.06%	6.72	0.73
中国能建	央企	13.74	13.26	0.43	88.14	64.27	5.47%	4.54	-0.18
上海建工	地方国有	11.25	9.52	-1.54	34.29	30.76	49.81%	6.71	-0.76
中核集团	央企	24.01	24.19	-5.59	125.2	114.69	2.09%	4.42	-4.71
广西建工	地方国有	7.00	7.21	0.69	17.17	14.58	-3.76%	12.28	2.01

数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 24：民营建筑企业 top5 毛利率、净利润及应收账款周转率情况

企业名称	细分行业	毛利率 (%)			净利润 (亿元)			应收账款周转率 (次)	
		2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2019 年 1-9 月	2019 年 1-9 月同比增长	2018 年	2018 年同比增长
中天建设	房建	5.36	4.11	-0.27	17.96	12.57	26.76%	10.56	2.91
南通二建	房建	7.49	7.42	-0.09	9.69	11.68	-1.25%	3.52	0.73
广东腾越	房建	9.10	10.43	-0.72	2.88	4.66	24.06%	2.12	0.48
金螳螂	装饰	19.51	18.58	-0.79	21.72	17.40	9.57%	1.37	0.2
南通三建	房建	10.55	10.42	0.13	10.97	7.54	2.40%	7.34	2.28

数据来源：Wind，东方金诚整理

#### 4. 债务保障程度

预计 2020 年建筑企业整体资产负债率基本持平或小幅下降，但债务负担仍较重面临较大的偿债压力，民营企业信用风险将进一步上升

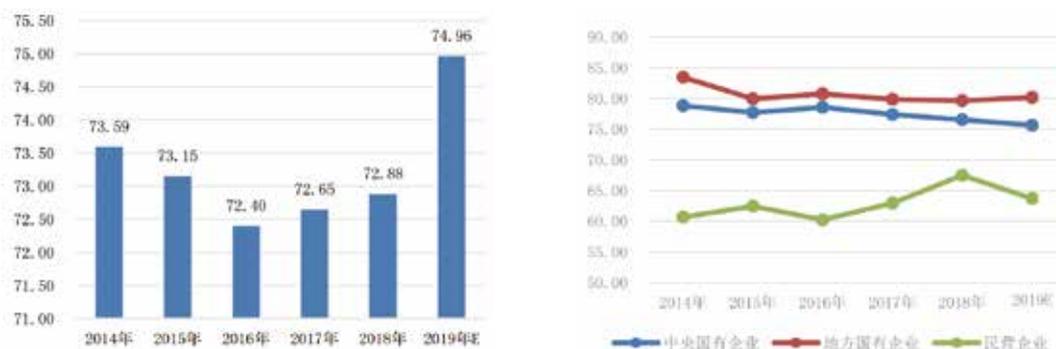
2019 年，样本建筑企业整体资产负债率中位值仍有所上升。其中，在去杠杆政策的推动下，央企建筑企业资产负债率小幅下降；由于对民营企业的融资环境收紧，民营企业资产负债率中位值下降较多；地方国有企业资产负债率中位值提高是行业整体资产负债率中位值上升的主要原因。

从 EBITDA/利息支出及全部债务/EBITDA 指标来看，样本企业 EBITDA 对利息支出的保障程度有所增加，

同时有息债务规模的进一步增加使得建筑企业的偿债压力仍较大。

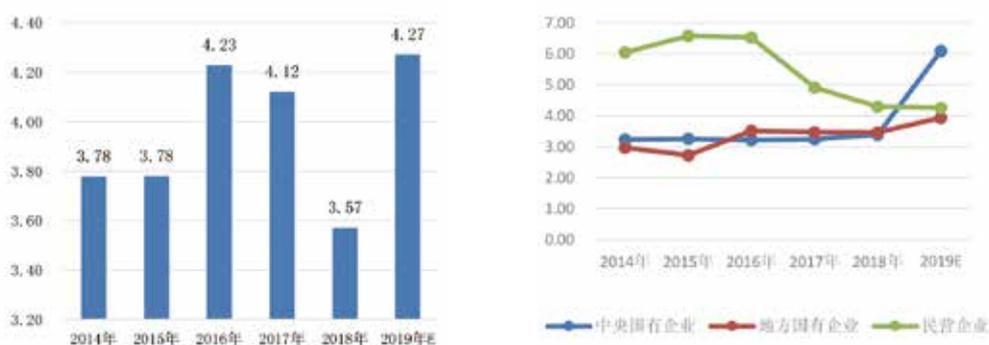
在去杠杆政策推动下，预计 2020 年建筑企业整体资产负债率基本持平或小幅下降，债务保障程度小幅提升。其中，建筑央企和地方国有企业资产负债率基本持平或小幅下降，但近年来 PPP 等投资类项目的增加使得企业有息债务规模仍保持较大，仍面临较大的偿债压力。特别民营建筑企业以房建和园林装饰细分行业为主，企业规模较小，融资压力较大，同时房建细分行业的承压及园林行业的不景气使得民营企业信用风险进一步上升，需关注民营企业的流动性风险。

图表 25：样本建筑企业资产负债率中位值（%）



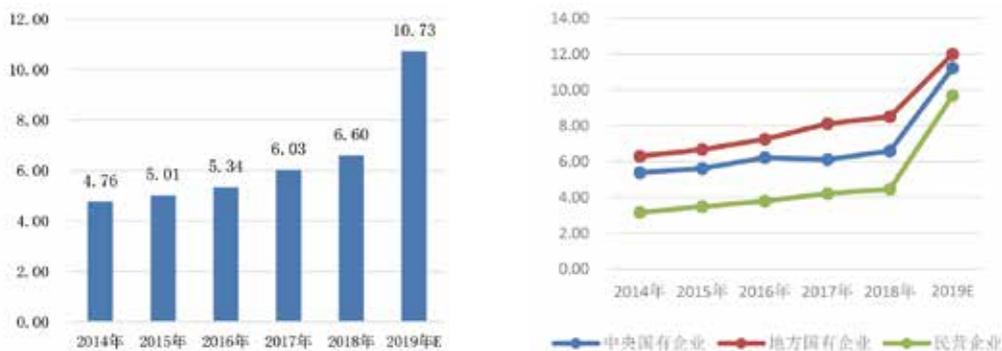
资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 26：样本建筑企业 EBITDA/ 利息支出中位值（倍）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 27：样本建筑企业全部债务 / EBITDA 中位值（倍）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 28: 建筑企业 top10 及民营建筑企业 top5 资产负债率情况

建筑企业 top10 资产负债率 (%)					民营建筑企业 top5 资产负债率 (%)				
企业名称	企业性质	2018 年末	2019 年 9 月末	2019 年 9 月末较上年末增长	企业名称	企业性质	2018 年末	2019 年 9 月末	2019 年 9 月末较上年末增长
中国建筑	央企	76.94	76.02	-0.92	中天建设	民营	72.60	72.75	0.15
中国中铁	央企	76.43	77.28	0.84	南通二建	民营	74.16	71.28	-2.88
中国铁建	央企	77.41	78.43	1.02	广东腾越	民营	69.48	71.22	1.74
中国交建	央企	75.05	74.96	-0.08	金螳螂	民营	59.15	58.97	-0.18
中国中冶	央企	76.61	75.11	-1.50	南通三建	民营	69.26	66.07	-3.19
中国电建	央企	79.97	80.40	0.43					
中国能建	央企	75.56	75.05	-0.51					
上海建工	地方国有	83.65	83.77	0.12					
中核集团	央企	71.63	71.71	0.08					
广西建工	地方国有	83.62	84.89	1.27					

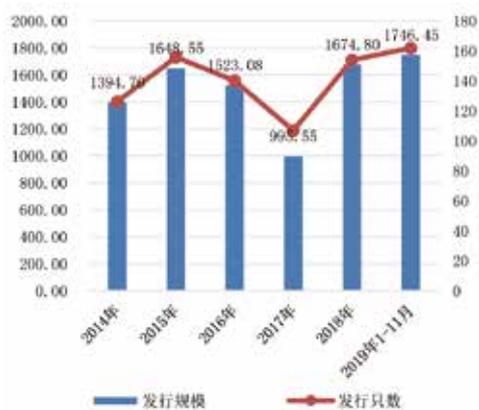
数据来源: Wind, 东方金诚整理

### 三、建筑企业债市表现

2019 年建筑行业利差均值对产业债的超额利差走阔, 其中央企和地方国有建筑企业利差整体下行, 民营建筑企业利差上行

近年来, 建筑企业信用债发行规模有所波动, 总体发债规模较大。2019 年 1~11 月, 建筑企业新债发行主体以高等级的央企和地方国有企业为主, 低等级主体发行债券难度提升。从发行利差来看, 各等级债券的发行利差同 2018 年相比呈整体下降趋势。

图表 29: 建筑企业新发债券规模情况 (亿元、只)



图表 30: 2019 年 1-11 月建筑企业发行利差 (BP)

债券类型	债券等级	最小利差	最大利差	均值利差	同比变动
公司债	AAA	5.43	466.49	130.95	-12.75
	AA+	40.58	456.13	226.54	18.05
	AA	210.11	416.73	356.32	-29.26
中期票据	AAA	42.26	255.36	95.50	-36.89
	AA+	112.11	429.64	208.47	-19.79
	AA	205.17	388.28	316.45	-4.46
短期融资 <sup>1</sup>	AAA	30.90	241.91	123.89	-8.49
	AA+	53.87	467.33	192.60	-148.42
	AA	130.43	592.33	384.46	-44.94

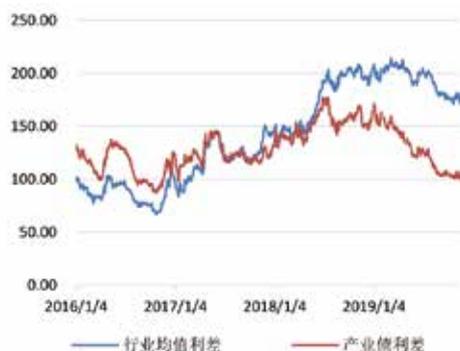
资料来源: Wind, 东方金诚整理

2019 年以来, 建筑行业利差均值有所下降, 但对产业债的超额利差走阔。同时, 建筑企业中不同所有制性质和不同等级间的利差走势有所分化。央企和地方国企利差整体下行, 而以园林为主的民营企业利差上行明显。自 2018 年下半年开始等级间利差显著走阔, 随着 2019 年各项政策措施出台促进信用债市场情绪回暖、配置需

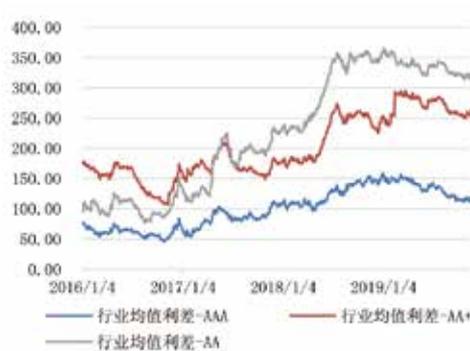
<sup>1</sup> 短期融资券按主体信用等级分类。

求增加，等级间利差较 2018 年小幅收窄，但市场风险偏好并未明显改善，AAA 级债券利差与 AA+ 及 AA 级债券的等级利差进一步走阔。

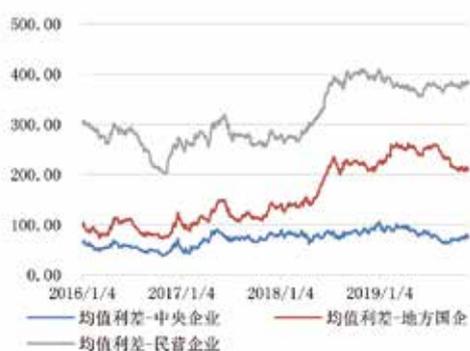
图表 31：样本建筑企业与产业债利差对比（BP）



图表 32：样本建筑企业各等级利差对比（BP）



图表 33：样本建筑企业按性质利差对比（BP）



图表 34：样本建筑企业细分行业利差对比（BP）



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 四、结论

随着宏观政策逆周期调节力度的加大，预计 2020 年建筑企业整体信用质量小幅改善，民营企业信用风险将进一步上升

2019 年我国建筑业总产值和新签合同额增速放缓，预计 2020 年宏观政策逆周期调节力度加大，建筑行业需求增速将回升。建筑企业资产、收入及新签合同额同比保持增长，规模及市场地位进一步增加，对企业信用形成很强的支撑；建筑行业市场竞争仍较激烈，水泥及人工等成本控制压力仍旧较大，企业整体盈利能力仍旧维持低位，经营效率与 2019 年基本持平；在去杠杆政策推动下，预计建筑企业资产负债率基本持平或小幅下降，整体债务负担仍较重，对债务的保障程度小幅提高。总体来看，预计 2020 年建筑企业信用质量较 2019 年小幅改善。

细分行业来看，预计 2020 年基建投资将会明显改善，从而为基建施工子行业业务发展提供了较大保障，基建企业信用风险下降；房地产投资增速承压，房建类企业新签合同额及回款等将受到一定影响，房建类建筑企业信用风险小幅提高；园林行业 PPP 等投资项目较多，装饰行业应收账款规模较大，信用风险仍较高。

分企业性质来看，央企建筑企业作为行业龙头，是国家逆周期调节力度持续加大的最大受益者，信用风险保持很低水平；地方国有建筑企业作为区域性企业，受所在区域经济发展状况及固定资产投资规模影响较大，专项债新规及基建项目资本金比例下调有利于缓解地方政府基建投资资金紧张，对以基建为主的地方国有建筑

企业形成利好，预计信用风险小幅下降；民营建筑企业以房建和园林装饰细分行业为主，企业规模较小，融资压力较大，同时房建细分行业的承压及园林行业的不景气使得民营企业信用风险进一步上升。整体来看，央企和地方国有建筑企业信用质量改善，但民营企业信用风险将进一步上升。

附件一：建筑企业样本分组分布及 2019 年 1-9 月主要指标情况

单位：亿元、%

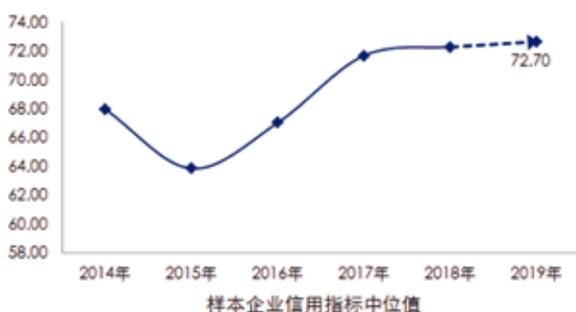
样本分组	企业名称	企业性质	细分行业	资产总额	营业总收入	净利润	资产负债率
I	中国建筑股份有限公司	中央国有企业	房屋建筑	19446.44	9735.99	440.54	76.02
	中国交通建设股份有限公司	中央国有企业	基础设施	10686.39	3746.89	142.25	74.96
	中国中铁股份有限公司	中央国有企业	基础设施	10291.48	5718.71	167.22	77.28
	中国铁建股份有限公司	中央国有企业	基础设施	10284.26	5613.57	163.84	78.43
	中国电力建设股份有限公司	中央国有企业	专业工程	8118.75	2315.18	79.84	80.40
	中国冶金科工股份有限公司	中央国有企业	专业工程	4572.21	2280.85	49.29	75.11
	中国核工业集团有限公司	中央国有企业	专业工程	7472.13	1242.13	114.69	71.71
	中国能源建设股份有限公司	中央国有企业	专业工程	4046.83	1591.93	64.27	75.05
II	上海建工集团股份有限公司	地方国有企业	房屋建筑	2293.04	1523.47	30.76	83.77
	北京城建集团有限责任公司	地方国有企业	房屋建筑	1960.10	585.53	26.20	80.38
	广西建工集团有限责任公司	地方国有企业	房屋建筑	1158.03	854.09	14.58	84.89
	广东省建筑工程集团有限公司	地方国有企业	房屋建筑	788.03	400.20	7.71	71.99
	贵州交通建设集团有限公司	地方国有企业	基础设施	1636.25	246.03	8.30	74.92
	北京建工集团有限责任公司	地方国有企业	房屋建筑	1002.39	460.26	5.17	80.67
	上海隧道工程股份有限公司	地方国有企业	基础设施	801.62	277.32	14.07	71.69
	中铝国际工程股份有限公司	中央国有企业	专业工程	522.89	209.71	1.59	75.19
	陕西建工集团股份有限公司	地方国有企业	房屋建筑	1181.67	787.00	15.29	82.77
	苏州金螳螂企业(集团)有限公司	民营企业	园林装饰	362.46	227.41	17.40	58.97
III	四川华西集团有限公司	地方国有企业	房屋建筑	620.74	459.65	6.58	83.76
	山西建设投资集团有限公司	地方国有企业	房屋建筑	798.20	429.90	7.82	79.95
	湖南建工集团有限公司	地方国有企业	房屋建筑	533.93	628.18	7.18	75.08
	江苏南通二建集团有限公司	民营企业	房屋建筑	484.29	241.34	11.68	71.28
	江苏南通三建集团股份有限公司	民营企业	房屋建筑	300.03	156.26	7.54	66.07
	北京市政路桥股份有限公司	地方国有企业	基础设施	487.13	224.56	1.82	80.75
	安徽建工集团股份有限公司	地方国有企业	基础设施	847.26	293.59	6.13	84.26
	山西路桥建设集团有限公司	地方国有企业	基础设施	884.64	90.54	4.76	79.72
	四川路桥建设集团股份有限公司	地方国有企业	基础设施	945.81	309.72	8.56	82.79
	中天建设集团有限公司	民营企业	房屋建筑	523.41	716.46	12.57	72.75
	山东高速路桥集团股份有限公司	地方国有企业	基础设施	285.76	157.68	5.10	73.17

IV	广东腾越建筑工程有限公司	民营企业	房屋建筑	535.23	289.22	4.66	71.22
	福建六建集团有限公司	民营企业	房屋建筑	177.48	184.33	4.31	57.72
	江西省建工集团有限责任公司	地方国有企业	房屋建筑	557.19	308.88	4.62	90.57
	广州市建筑集团有限公司	地方国有企业	房屋建筑	583.87	618.41	4.16	82.19
	重庆建工集团股份有限公司	地方国有企业	房屋建筑	698.09	373.60	4.95	86.52
	宏润建设集团股份有限公司	民营企业	基础设施	149.17	71.39	2.69	78.39
	江河创建集团股份有限公司	民营企业	园林装饰	276.99	123.98	5.67	66.19
	浙江亚厦装饰股份有限公司	民营企业	园林装饰	207.91	75.13	3.10	60.72
	中国建材国际工程集团有限公司	中央国有企业	专业工程	309.24	71.90	3.85	81.30
中煤矿山建设集团有限责任公司	地方国有企业	专业工程	287.30	96.15	1.09	79.53	
V	青建集团股份有限公司	民营企业	房屋建筑	121.87	159.60	2.44	63.67
	海天建设集团有限公司	民营企业	房屋建筑	150.07	136.08	5.20	66.50
	福州建工(集团)总公司	地方国有企业	房屋建筑	152.61	25.51	3.42	62.28
	上海浦东路桥建设股份有限公司	地方国有企业	基础设施	127.98	32.82	2.53	51.78
	黑龙江省建设投资集团有限公司	地方国有企业	基础设施	571.38	185.69	0.65	85.28
	邢台路桥建设总公司	地方国有企业	基础设施	176.28	29.96	1.61	53.32
	北京东方园林环境股份有限公司	地方国有企业	园林装饰	414.54	38.36	-8.92	71.30
	岭南生态文旅股份有限公司	民营企业	园林装饰	179.23	52.71	3.15	72.76
VI	武汉市市政建设集团有限公司	地方国有企业	基础设施	329.45	82.13	3.19	86.06
	深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司	民营企业	园林装饰	104.10	48.96	2.82	59.36
	深圳市铁汉生态环境股份有限公司	民营企业	园林装饰	291.12	45.27	0.09	75.81
	山东美晨生态环境股份有限公司	地方国有企业	园林装饰	95.28	19.02	1.31	60.55
	广州普邦园林股份有限公司	民营企业	园林装饰	90.31	21.25	1.07	40.69
	美尚生态景观股份有限公司	民营企业	园林装饰	95.26	12.54	1.82	54.60
	中化岩土集团股份有限公司	地方国有企业	专业工程	86.06	26.00	1.67	52.79
VII	新疆北新路桥集团股份有限公司	地方国有企业	基础设施	267.65	66.76	0.31	85.78
	山东金鲁班集团有限公司	地方国有企业	基础设施	246.08	19.52	1.21	72.04
	棕榈生态城镇发展股份有限公司	地方国有企业	园林装饰	175.09	20.35	-2.05	68.09
	内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	民营企业	园林装饰	148.17	19.86	1.18	67.96
	山东丽鹏股份有限公司	民营企业	园林装饰	59.37	7.34	0.36	56.60
	天域生态环境股份有限公司	民营企业	园林装饰	33.13	6.15	0.40	57.08

## 煤炭行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业一部 何阳 蒋玉琴

行业信用质量：2019 年整体稳中略升，  
2020 年维持较高水平



煤炭行业规模以上企业的盈利情况



### 主要观点

- 预计 2020 年，火电发电量增速维持低位，粗钢、水泥产量增速下降，尿素、合成氨产量增长缓慢，动力煤和炼焦煤需求增速将下降，无烟煤需求将放缓；
- 行业固定资产投资将继续提升，先进产能逐步投产，进口量保持增长，煤炭供给增加；
- 供需宽松，2020 年动力煤现货价格将回落至接近长协价，长协煤价回落至绿色区间基准价 535 元 / 吨附近，焦煤价格和无烟煤价格小幅回落；
- 随着煤价下移、吨煤成本上升，预计煤炭行业利润整体稳中有降；
- 2020 年，煤炭企业将继续推进债转股及债务重组，债务负担继续下降，利息支出减少，信用质量维持较高水平。

## 一、煤炭行业信用基本面

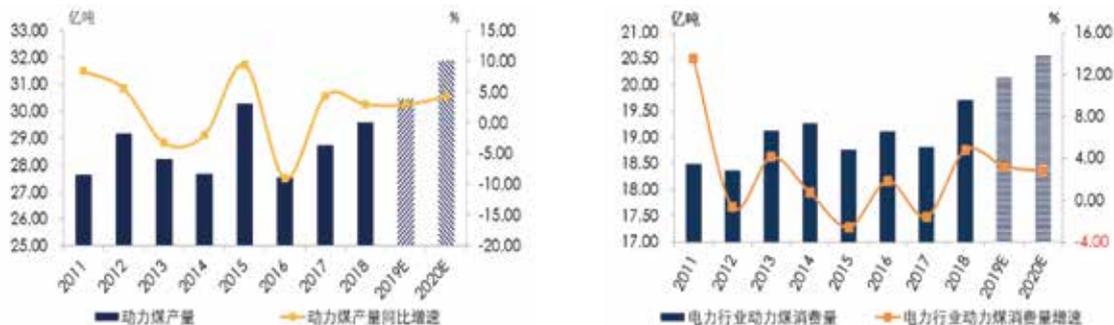
### 1. 动力煤

预计 2020 年，内蒙古和新疆动力煤主产区先进产能加快释放，动力煤供给保持增长，火电耗煤需求将持续放缓，长协煤价回落至绿色区间基准价 535 元 / 吨附近，现货价格回落至接近长协价

2019 年 1~9 月，动力煤主产区内蒙古和新疆地区动力煤先进产能投产释放，全国动力煤产量 22.85 亿吨，同比增长 6.17%，增速较上年同期提高 5.14 个百分点。其中，内蒙古地区原煤产量 7.57 亿吨，同比增长 10.40%；新疆地区原煤产量 1.68 亿吨，同比增长 16.70%。主产区陕西省受矿难事故、安全检查和煤管票等因素影响，一季度原煤产量同比大幅下降 14.10%；随着安全检查和整改工作完成，陕西省煤炭产量恢复增长，前三季度原煤产量 4.48 亿吨，同比下降 1.70%，降幅明显收窄。同期，动力煤进口量 0.66 亿吨，同比增长 4.99%。预计 2020 年，随着先进产能加快释放，陕西主产区一季度动力煤产量将同比大幅增长；浩吉（蒙华）铁路开通，将重塑“北煤南运”运输格局，带动陕蒙地区产量增长，2020 年动力煤产量同比增长 4.30%。

2019 年，宏观经济下行压力较大，工业用电量增速持续放缓，1~9 月电力行业动力煤消费量 15.11 亿吨，同比增长 3.44%，增速有所放缓。预计 2020 年，工业和居民用电量维持低速增长，随着风电和光电装机容量增长，新能源发电利用小时数提高，火电市场份额有所下降，水电挤出效应减弱，火电发电量和耗煤增速稳中有降，电力行业动力煤消费量将同比增长 2.74%。

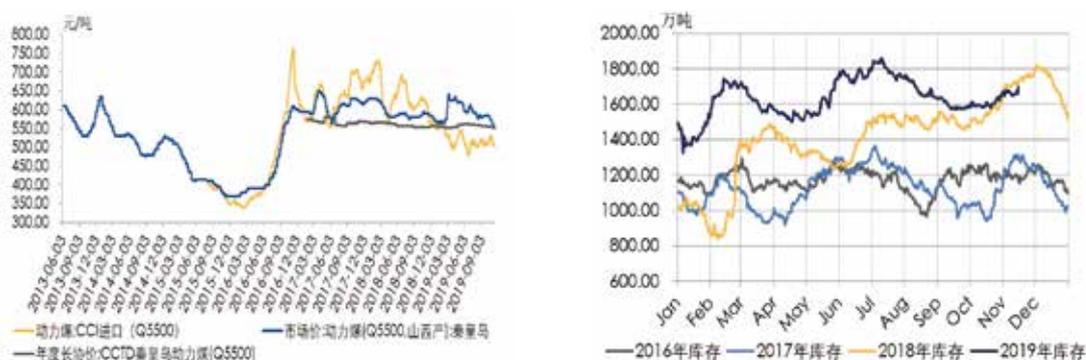
图表 1 动力煤产量和电力行业动力煤消费量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年一季度，受陕西省煤炭产量减少影响，全国动力煤原煤产量增速下降；二季度以来，随着陕西省优质产能复产复工，产量恢复增长，动力煤价格自 3 月份以来波动下行。2019 年 10 月末，秦皇岛港山西产 5500 大卡动力末煤价格 557 元 / 吨，同比下降 12.97%。预计 2020 年，动力煤产量保持增长，需求放缓，电厂库存高企，内外煤价差较大，动力煤价格中枢将下降 50 元 / 吨，维持在 550 元 / 吨左右，价格底部在国家发改委价格调控黄色区间的下限 470 元 / 吨，长协煤价回落至绿色区间基准价 535 元 / 吨附近，现货价格回落至接近长协价。

图表 2 动力煤价格和沿海六大电厂煤炭库存情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 3 动力煤港口现货价和长协价格区间

指标	价格区间	波动幅度	2018 年	2019 年	2020 年
秦皇岛港 5500 大卡 (元/吨)			570 ~ 630(593.05)	551 ~ 642(593.61)	470 ~ 570(550)
年度长协 5500 大卡 (元/吨)			553 ~ 566(559.18)	551 ~ 562(556.52)	550 ~ 560(556.00)
红色区间	[600, )	>+12%×535	月度长协现货		
黄色区间	[570,600)	+6%×535 ~ +12%×535	月度长协现货		
绿色区间	[500,570]	<±6%×535	年度长协 >535	年度长协 >535	年度长协 >535
黄色区间	[470,500)	-6%×535 ~ -12%×535	月度长协现货		
红色区间	(0,470]	<-12%×535			

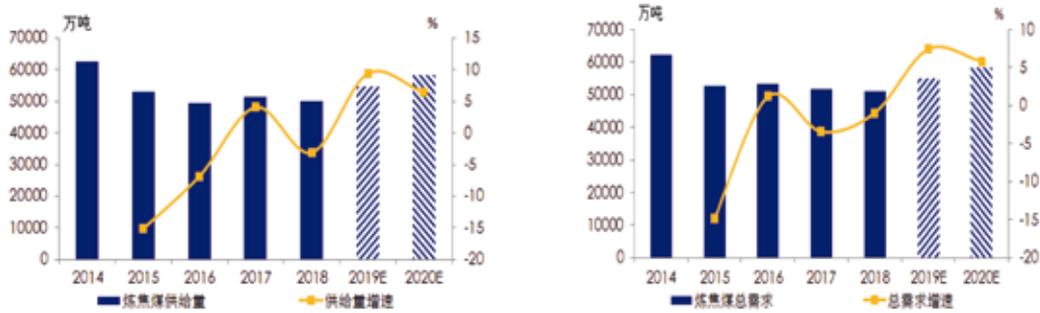
资料来源：Wind，东方金诚整理

## 2. 炼焦煤

生铁、粗钢产量增速放缓，叠加山东、江苏等地区焦炭行业去产能政策持续推进，预计 2020 年国内焦煤需求有所下降，价格中枢下降至 1300 元/吨左右

2019 年 1 ~ 9 月，山西、贵州省等焦煤主产地新建先进产能和改扩建优质产能陆续投放，全国炼焦精煤产量 3.49 亿吨，同比增长 8.15%。其中，山西省原煤产量 7.20 亿吨，同比增长 7.80%；贵州省原煤产量 0.95 亿吨，同比增长 9.70%。同期，炼焦煤进口量 0.61 亿吨，同比增长 21.09%，其中澳大利亚焦煤进口量 0.26 亿吨，同比增长 13.97%。预计 2020 年，焦煤先进产能将进一步释放，大型焦煤企业产能利用率提升，进口煤平控政策有所放松，澳洲低价焦煤进口量维持较高水平，炼焦煤供给维持增长态势。

图表 4 炼焦煤供给量和消费量情况

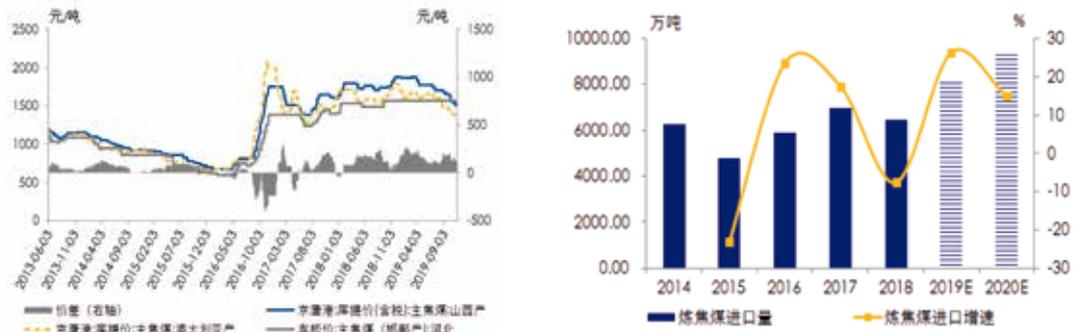


资料来源: Wind, 东方金诚整理

2019 年 1~9 月, 地产投资韧性较强, 生铁、粗钢和焦炭产量同比增速均高于 5%。受益于下游需求增长, 全国炼焦煤需求量 4.13 亿吨, 同比增长 8.67%。但受低价澳洲进口煤大幅增长影响, 炼焦煤供给量同比增长 9.96%, 焦煤供需维持平衡。预计 2020 年, 地产政策难以大幅放松, 地产投资增速高位趋缓; 专项债规模扩大, 基建投资有望明显提速, 生铁、粗钢产量保持增长, 增速放缓; 受山东、江苏等地区焦炭行业去产能政策持续推进, 以及澳大利亚低价进口煤替代影响, 国内焦煤需求有所下降。

2019 年, 受低价澳洲焦煤进口量大幅增长, 钢厂和焦化厂主动去库存、调低高价煤配比影响, 炼焦煤港口价格持续下跌。2019 年 10 月末, 京唐港山西产低硫主焦煤价格 1530 元/吨, 同比下降 12.57%; 炼焦煤坑口价和车板价坚挺, 河北邯郸产主焦煤车板价 1560 元/吨, 与去年同期价格相同。预计 2020 年, 炼焦煤供给增长, 需求放缓, 国产炼焦煤价格将趋近进口价, 价格中枢将下降至 1300 元/吨, 国产焦煤与进口焦煤价差将缩窄至 100 元/吨以内。

图表 5 炼焦煤价格和进口量情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

随着价格中枢下移、吨煤成本上升, 预计 2020 年行业整体盈利能力稳中有降, 其中随着先进产能加快释放, 大型国有煤炭企业收入和利润维持增长态势, 中小民营煤炭企业产能核减、安检限产、超采治理, 盈利有所下降

2019 年前三季度, 受煤炭价格中枢下降影响, 全国规模以上煤炭企业整体营业收入 1.83 万亿元, 同比上升 3.90%; 利润总额 2165.00 亿元, 同比下降 3.20%; 毛利率 27.99%, 同比下降 0.16 个百分点。同期, 受益于先进产能释放和长协煤比例较高, 行业前十大上市公司实现营业收入 6038.75 亿元, 同比上升 6.62%; 利润总额 1051.12 亿元, 同比增长 2.80%; 毛利率均值 29.36%, 同比下降 0.30 个百分点。预计 2020 年, 随着煤炭市场价格和长协价格中枢下移, 煤企毛利率减少, 行业整体盈利能力将稳中有降。但随着“十三五”规划中的陕北、

神东、黄陇和新疆大型煤炭基地加快建设，先进产能加快释放，区域集中度和行业集中度提升，大型企业主产区煤炭产量较快增长，煤炭售价受长协价格支撑，盈利能力将进一步提升。

图表 6 煤炭行业规模以上企业及前十大上市公司盈利情况（单位：亿元、%、亿吨、万吨 / 年、万吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、煤炭企业信用表现

截至 2019 年 9 月末，全国规模以上煤炭企业共有 4206 家，存量债券发债主体 69 家（含上市的发债主体），上市公司 30 家。在剔除异常值、数据缺失企业和母子公司重复统计样本后，本报告选取 52 家煤炭企业（其中发债企业 44 家，未发债的上市公司 8 家）作为样本。

样本企业性质以国有企业为主，其中中央国有企业 7 家，地方国有企业 40 家，民营企业 5 家。信用等级以 AAA 和 AA+ 的中高等级企业为主。样本企业以动力煤和炼焦煤企业为主。其中，动力煤企业 23 家，炼焦煤企业 22 家，无烟煤企业 7 家。

图表 7 样本企业级别与煤种分布情况

煤种 / 企业性质	AAA	AA+	AA	AA-	A+ 及以下	上市未发债	总计
动力煤	9	3	6	1	-	4	23
中央国有企业	4	-	1	-	-	2	7
地方国有企业	4	3	4	1	-	2	14
民营企业	1	-	1	-	-	-	2
炼焦煤	5	2	6	5	1	3	22
地方国有企业	5	2	6	4	-	3	20
民营企业	-	-	-	1	1	-	2
无烟煤	3	1	1	-	1	1	7
地方国有企业	3	1	1	-	-	1	6
民营企业	-	-	-	-	1	-	1
总计	17	6	13	6	2	8	52

资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 8 重点样本企业情况

单位：亿吨、元/吨

企业简称	企业性质	省份	子行业	信用等级	产量占比 (%)	可采储量	吨煤成本
中国神华	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	8.13	146.55	110.00
陕西煤业	地方国有企业	陕西	动力煤	AAA	2.94	97.05	206.13
兖州煤业	地方国有企业	山东	动力煤	AAA	2.86	24.33	277.76
中煤能源	中央国有企业	北京	动力煤	AAA	2.70	138.50	213.86
晋城无烟煤	地方国有企业	山西	无烟煤	AAA	1.62	51.71	401.96
伊泰股份	民营企业	内蒙古	动力煤	AAA	1.29	15.70	80.00
永城煤电	地方国有企业	河南	无烟煤	AAA	1.25	17.23	283.69
潞安环能	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.18	18.60	262.96
阳泉煤业	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	1.11	13.68	276.00
大同煤业	地方国有企业	山西	动力煤	AAA	0.89	29.18	140.00
平煤股份	地方国有企业	河南	炼焦煤	AAA	0.81	9.33	418.06
冀中能源	地方国有企业	河北	炼焦煤	AA+	0.79	6.59	399.18
西山煤电	地方国有企业	山西	炼焦煤	AAA	0.79	21.05	221.00
彬县煤炭	民营企业	陕西	动力煤	AA	0.22	19.09	115.97
水城矿业	地方国有企业	贵州	炼焦煤	AA	0.19	10.94	255.25

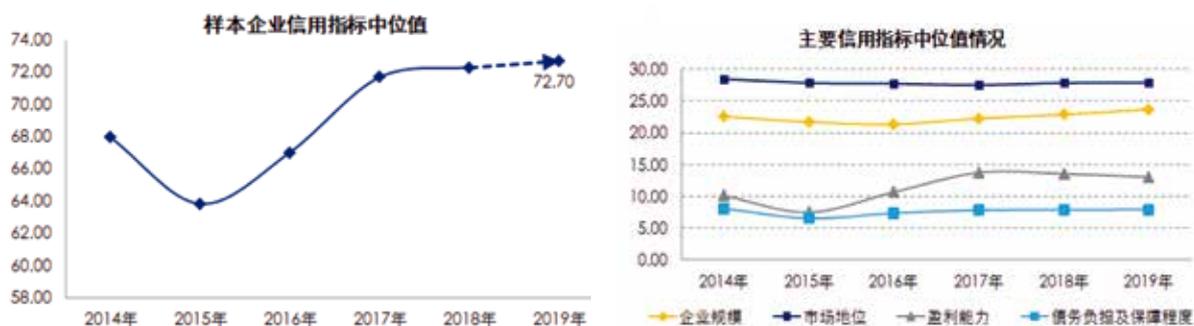
资料来源：Wind，东方金诚整理

本文从企业规模、市场地位、盈利能力、债务负担和保障程度四个维度，选取二级指标对样本企业进行信用评分并排序，得出行业信用风险变化趋势及信用风险评价，还参考《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型》选择营业收入、原煤产量、毛利率、净利润、资产负债率和 EBITDA 利息倍数等指标进行列示分析，并将样本企业划分为 I ~ VII 类七个样本组。

#### 预计 2020 年煤炭行业信用质量维持较高水平，但存在一定的弱化压力

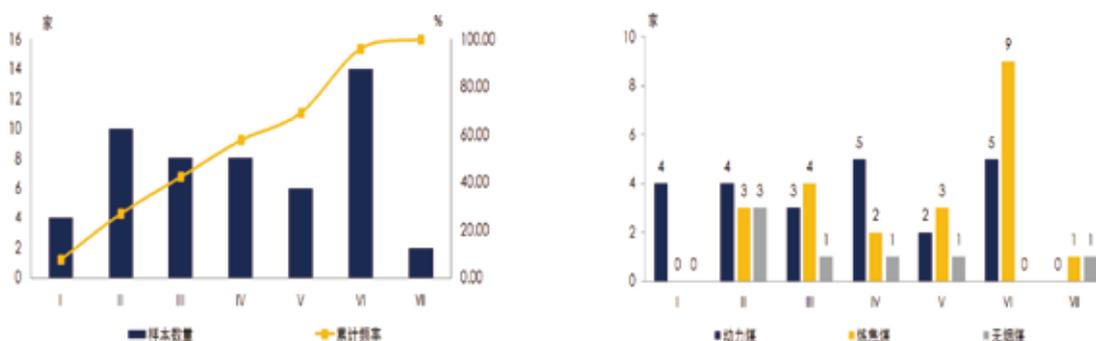
2019 年，煤炭样本企业的企业规模、债务负担及保障程度指标评分较为稳定；受益于营业收入和资产规模增加，煤炭样本企业的企业规模评分小幅上升；但受煤炭价格中枢下降、煤企毛利率普遍下滑和中小煤企净利润减少影响，煤炭样本企业盈利能力评分有所下降。预计 2020 年，煤炭企业信用风险总体将保持稳定，但受煤炭价格中枢下移、吨煤成本上升等影响，信用质量存在一定的弱化压力。大型国有煤炭企业随着先进产能陆续投放，原煤产量增加，煤炭长协售价相对稳定，盈利能力持续提升，信用质量改善；中小民营煤企受煤炭市场价格中枢下移，吨煤成本上升，毛利率下滑影响，信用质量将小幅弱化。

图表 9 近年样本煤炭企业信用风险变化趋势



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 10 2019 年样本煤炭企业和子行业分组及频率分布情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年,大型动力煤企业因先进产能释放,煤炭产量保持增长态势;中小型煤炭企业受安全检查、环保限产、去产能、核减产能等因素影响,产量小幅下降

动力煤企业,中煤能源600万吨/年的母杜柴登煤矿和800万吨/年的纳林河2号矿井顺利投产,小回沟煤矿试运转,山西平朔矿业恢复生产,预计2019年原煤产量9840万吨,同比增长27.58%;大同煤业主力矿井塔山矿产能核增1000万吨/年,同时母公司同煤集团加快向其托管或注入优质矿井资产,预计2019年原煤产量同比增长34.76%至3258.44万吨。

国内大型喷吹煤企业潞安环能煤炭产能均为先进产能,随着收购慈林煤业,煤炭产能进一步扩大,预计2019年并表后原煤产量同比增长6.70%至4300万吨;西山煤电是山西焦煤集团煤炭业务上市平台,随着进一步收购大型煤矿晋兴能源股权和提升产能利用率,2019年炼焦煤原煤产量2880万吨,同比增长4.92%。无烟煤企业阳泉煤业随着兴裕矿、裕泰矿和榆树矿投产,新增产能120万吨/年,预计2019年产量将达到4060万吨,同比增长5.35%;永城煤电受益于马泰壕矿井产能释放,预计2019年产量将达到4577.84万吨,同比增长8.69%。

综合来看,大型动力煤和炼焦煤企业先进产能加快投产释放,行业前十大企业集团产量CR10提高至44.38%,较2014年提高5.75个百分点。2019年,煤炭样本企业预计生产原煤16.02亿吨,同比增长3.70%;其中,动力煤企业原煤产量10.48亿吨,同比增长5.12%;炼焦煤企业原煤产量3.21亿吨,同比增长2.95%;无烟煤企业随着无烟煤价格下跌,煤企减少超采,小型煤企核减产能,原煤产量2.34亿吨,同比下降1.33%。

预计2020年,“十三五”规划中的陕北、神东、黄陇和新疆大型煤炭基地加快建设,新投产先进产能1.7亿吨。资源整合的优质产能核准提速,产量贡献度提高,全国煤炭产量将达到39.02亿吨,同比增长5.10%,实现“十三五”

煤炭产量的规划目标。大型国有动力煤企业随着先进产能释放，试运转产能投产，煤炭产量维持增长态势；中小民营煤炭企业受安全检查、环保限产、去产能、核减产能等因素影响，产量小幅下降。

图表 11 近年样本企业原煤产量中位数及重点样本企业原煤产量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着先进产能加快释放，煤炭产量较快增长，2020 年煤炭企业营业收入将保持增长，动力煤和炼焦煤企业收入增幅将大于无烟煤企业

动力煤企业中煤能源、兖州煤业、陕西煤业等收入增长较快。其中，受益于两座产能合计 1400 万吨 / 年的煤矿投产，2019 年 1 ~ 9 月，中煤能源营业收入同比增长 22.17%；兖州煤业营业收入同比增长 26.36%，主要是得益于贸易煤和其他贸易业务收入增加所致；陕西煤业受益于原煤产量增长和陕西地区上半年因安全检查和煤管票导致的煤炭销售均价上涨，营业收入同比增长 23.40%；中国神华煤炭业务收入同比下降 3.50%，主要是受煤炭销量及销售均价下降影响。

炼焦煤企业中，平煤股份受益于洗精煤销量增加和所在河南地区焦煤价格上涨，2019 年前三季度营业收入 178.61 亿元，同比增长 18.65%；冀中能源前三季度营业收入 169.58 亿元，同比增长 4.04%，主要是受益于原煤、洗精煤、洗混煤产量增长所致；水城矿业营业收入 51.04 亿元，同比下降 18.31%，主要是因为焦煤售价下降和贸易业务规模缩减所致。无烟煤企业，阳泉煤业和永城煤电收入基本稳定；晋城无烟煤收入增长，主要是受益于煤炭产量增长和贸易收入增加所致。

2019 年全年，预计煤炭样本企业实现营业收入 1.75 万亿元，同比增长 5.23%，主要是受益于产能释放，产量增加，下游需求保持增长所致。其中，动力煤动力煤、炼焦煤和无烟煤企业收入分别为 9362.55 亿元、4669.93 亿元和 3461.27 亿元，均实现同比增长，增速分别为 7.74%、4.39% 和 0.02%，增速同比变化 4.21 个百分点、-2.45 个百分点和 -6.22 个百分点。

预计 2020 年，动力煤和炼焦煤主产区蒙晋陕疆等地区先进产能加快释放，煤炭产量较快增长，煤价中枢虽有下移但受长协价格支撑将维持较高水平，大型煤炭企业矿区分布范围较广，受益于主产区煤矿产量增加和价格维持较高水平，营业收入将保持增长。动力煤和炼焦煤企业联合试运转产能逐步投产、产能利用率提高，产量增长幅度更大，收入增幅将高于无烟煤企业。东北和西南区域去产能继续推进，区域内产能规模较小、煤质较差、煤层赋存条件复杂的中小煤企随着煤价中枢下移，收入将有所下降。

图表 12 近年样本企业营业总收入中位数及重点样本企业营业总收入情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

煤炭供给增长，需求放缓，煤价中枢下降，吨煤成本上升，预计 2020 年煤企毛利率将有所下降

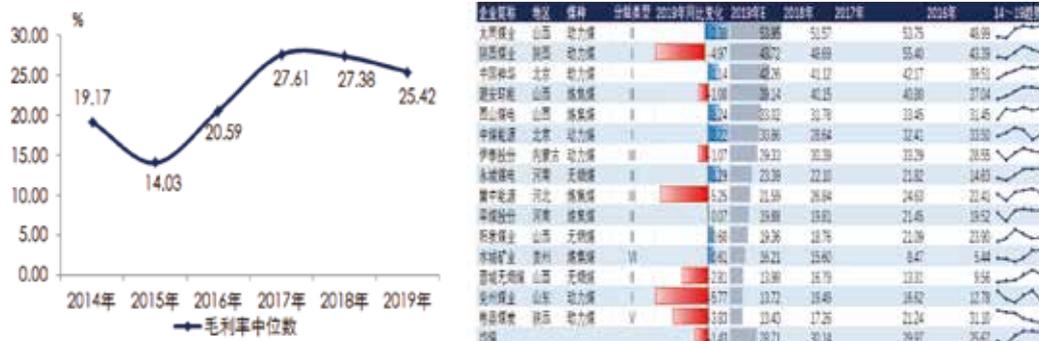
受煤价中枢下降影响，预计 2019 年煤炭样本企业毛利率中位数 25.42%，同比下降 1.96 个百分点；其中，动力煤企业毛利率中位数 27.75%，同比下降 2.65 个百分点；炼焦煤企业毛利率中位数 19.16%，同比下降 4.10 个百分点；无烟煤企业毛利率中位数 23.39%，同比下降 1.29 个百分点。

行业内动力煤龙头企业大同煤业、陕西煤业和中国神华毛利率较高，均高于 40%，主要是长协价格的销量占比较高、吨煤成本较低；2019 年，动力煤企业中，大同煤业和中煤能源毛利率提高 2 个百分点以上，主要是受益于新矿投产，老矿剥离，新旧产能转换，吨煤成本下降所致；陕西煤业毛利率降幅较大，主要是受陕西榆林地区一季度矿难事故、安全检查和“煤管票”影响，安全环保投入和煤矿管理费用增加，吨煤成本上升所致；兖州煤业毛利率降幅较大，主要是因为人工成本增加导致吨煤成本上升。

炼焦煤企业潞安环能和西山煤电毛利率较高，位于 30% 以上，西山煤电毛利率同比增长 1.24 个百分点，主要是因为产能利用率提升，吨煤开采成本下降所致；冀中能源毛利率降幅较大，主要是因为吨煤完全成本上升和煤化工业务毛利率下降。无烟煤企业永城煤电毛利率较高，晋城无烟煤毛利率有所下降，主要是无烟煤销售均价下降和吨煤成本上升所致。

预计 2020 年，受产能增长、产量增加和下游需求增速放缓影响，供给增速大于需求增速，供需进一步宽松，动力煤和炼焦煤价格中枢均将有所下降，同时，安全事件频发，安全监管趋严，煤企安全环保投入和人力成本增加导致吨煤完全成本上升，煤企毛利率整体将有所下降。大型煤炭企业随着新矿投产、老矿剥离，新旧产能转换，位于蒙晋陕疆主产区的吨煤开采成本下降，毛利率维持较高水平；安徽、河南、河北煤矿地质构造复杂，区域内煤企受煤价中枢下降和吨煤完全成本上升影响较大，毛利率将有所下降。

图表 13 近年样本企业毛利率中位数及重点样本企业毛利率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

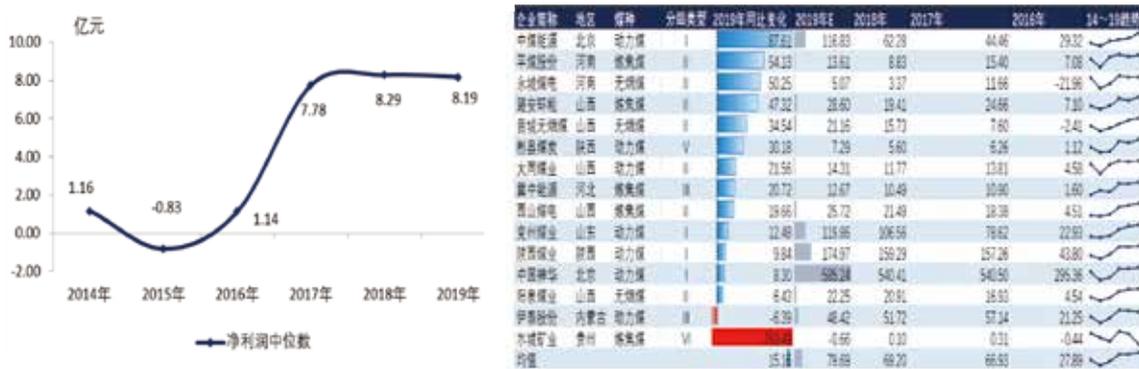
预计 2020 年，大型煤炭企业产能提升，产量增加，净利润较快增长，中小煤炭企业受产能核减、煤质下降，精煤洗出量减少，净利润降幅较大

2019 年，受益于大型煤企煤炭产能提升、产量增加、非煤业务利润贡献提高，煤炭样本企业实现净利润 1528.49 亿元，同比增长 12.65%；其中，动力煤企业实现净利润 1259.78 亿元，同比增长 13.32%；炼焦煤企业实现净利润 191.71 亿元，同比增长 9.32%；无烟煤企业实现净利润 77.01 亿元，同比增长 10.37%。

大型动力煤企业中煤能源和大同煤业受益于新建矿井投产、产能核增，产量较快增加，预计 2019 年净利润均同比实现增长。大型炼焦煤企业平煤股份和西山煤电随着收购矿井并表和炼焦煤洗出率提高，原煤和精煤产量增长，预计 2019 年利润增幅均在 45% 以上。大型无烟煤企业永城煤电、晋城无烟煤受益于新矿投产、释放产能，煤炭产量增加，利润较快增长。

中小煤企水城矿业近年持续关闭落后矿井，煤炭地质构造复杂，赋存条件较差，安全事故频发，生产经营受到一定影响，2019 年因投资收益和资产处置收益同比下降，利润将出现首亏。大型动力煤民企伊泰股份因煤炭价格下降，土方剥离费用增加导致煤炭生产成本增加，利润同比出现下降。焦煤企业冀中能源和潞安环能净利润大幅增长，主要是受益于 2019 年计提的资产减值损失同比大幅下降。预计 2020 年，大型煤炭企业新建矿井投产、试运转产能利用率提升，产量增加，净利润较快增长；中小煤炭企业受产能核减、煤质下降，环保限产、安全检查，以及精煤洗出量减少影响，净利润降幅较大。

图表 14 近年样本企业净利润中位数及重点样本企业净利润情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

煤炭企业持续推进债转股及债务重组事项，剥离债务负担较高的资产，2020 年债务负担将有所减少，资产负债率趋于下降

2019 年，煤炭样本企业资产负债率中位数 62.03%，同比下降 2.05 个百分点；其中，动力煤企业资产负债率中位数 57.75%，同比下降 1.73 个百分点；炼焦煤企业资产负债率中位数 67.28%，同比下降 1.25 个百分点；无烟煤企业资产负债率中位数 58.24%，同比上升 0.11 个百分点。

样本企业资产负债率 2019 年基本均有所下降，无烟煤企业永城煤电和晋城无烟煤资产负债率高于 75%，大型动力煤企业中国神华和陕西煤业资产负债率较低；焦煤企业资产负债率普遍高于 60%。炼焦煤企业水城矿业资产负债率同比下降 11.15 个百分点，降幅较大主要是因为在实际控制人贵州省政府支持下，债转股和债务重组顺利推进，债转股资金全部到位，资本实力提升。随着经营好转、现金流改善，加大对短贷的净偿付，发行永续债及可转债，推进债转股及债务重组事项，大型动力煤企业中国神华、陕西煤业、大同煤业和大型炼焦煤企业冀中能源资产负债率预计同比均有所下降。2020 年，煤炭企业持续推进债转股及债务重组事项，剥离债务负担较高的资产，债务负担将有所减少，资产负债率趋于下降。

图表 15 近年样本企业资产负债率中位数及重点样本企业资产负债率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，大型煤炭企业盈利能力改善，债务负担和利息支出减少，偿债能力将有所提升；中小煤企随着煤价中枢下移，盈利能力趋弱，偿债能力将有所下降

2019 年，煤炭样本企业 EBITDA/利息支出中位数 4.42 倍，同比上升 0.03 倍；其中，动力煤企业 EBITDA/利息支出中位数 5.17 倍，同比下降 0.02 倍；炼焦煤企业 EBITDA/利息支出中位数 3.25 倍，同比下降 0.78 倍；无烟煤企业 EBITDA/利息支出中位数 2.68 倍，同比下降 0.09 倍。

大型动力煤企业陕西煤业、中国神华，大型无烟煤企业阳泉煤业和炼焦煤企业西山煤电利息支出金额较小，利润增长，盈利能力改善，EBITDA 利息倍数较高，偿债能力较强。大型动力煤企业伊泰股份因为煤炭售价下降、吨煤成本上升，盈利能力有所下降，利息支出维持较高水平，EBITDA 利息倍数有所下降。炼焦煤企业永城矿业因产量下降、利润下滑，盈利能力和偿债能力下降。预计 2020 年，大型煤炭企业盈利能力改善，债务负担和利息支出减少，偿债能力将有所提升；中小煤企随着煤价中枢下移，盈利能力趋弱，偿债能力将有所下降。

图表 16 近年样本企业 EBITDA 利息倍数中位数及重点样本企业 EBITDA 利息倍数情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

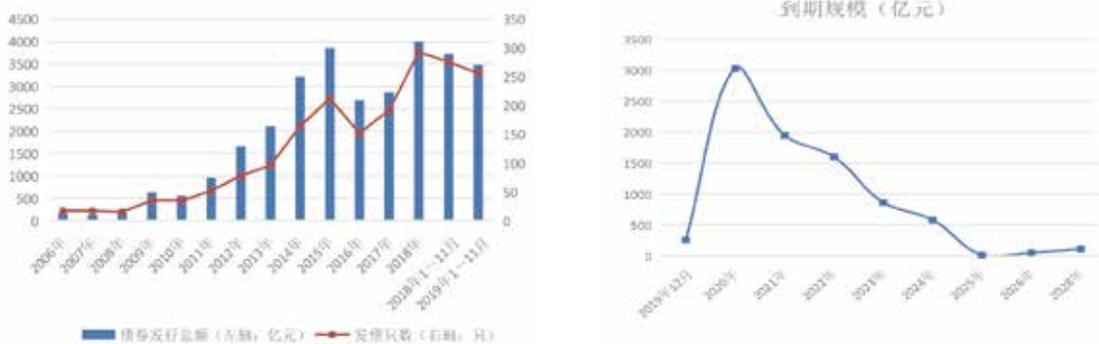
### 三、煤炭行业债券市场表现

2019 年煤炭行业债券发行规模同比略有下降，存续债务规模有所提升，行业高等级利差逐渐收窄，预计 2020 年面临一定集中偿债压力但总体风险可控

2006 年以来，行业内共有 113 家主体发债，发行债券 1613 只，发行金额合计 26473.94 亿元。截至 2019

年 11 月末，煤炭行业存续期债券 567 只，涉及发债主体 62 家；中央国有企业、地方国有企业和民营企业主体数量占比分别为 11.29%、79.03% 和 9.68%，发行主体以地方国有企业为主。2019 年 1～11 月，煤企发债规模和只数均同比略有下行，其中发行债券 256 只，较上年同期下降 7.25%；发行金额合计 3484 亿元，同比下降 6.52%。

图表 17 煤炭行业债券发行及到期规模情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

以 2019 年 11 月末为时点，煤炭行业存续期债券规模为 7213.09 亿元，同比增长 39.47%。2019 年 12 月到期债券 23 只，金额 255.52 亿元。2020 年为债券兑付高峰期，到期债券规模为 3032.31 亿元，2021 年～2025 年到期金额逐年下降。2019 年煤炭行业共有 6 只存续债违约，发行主体均为永泰能源股份有限公司。考虑到 2020 年煤炭价格中枢虽略有下移但仍保持在相对高位，新增先进产能陆续在 2020 年前后投产，将使煤企继续保持良好的现金净流入。此外，目前煤企新发行债券主要用于债务置换，预计 2020 年企业偿债能力和意愿将继续保持，行业虽面临一定集中兑付压力，但总体风险可控。

2019 年，煤炭企业中 3 家企业级别出现变动。大公国际对上述 3 家企业进行了级别调整，其中 2 家企业级别上调，均为 AA+ 上调至 AAA；1 家企业主体级别由 AA+ 下调至 AA，主要是京煤集团在 2019 年 1 月将所持有的煤炭子公司昊华能源全部股权无偿划转至控股股东京能集团，其主业变更为城市服务业务，对其经营和财务实力影响较大。

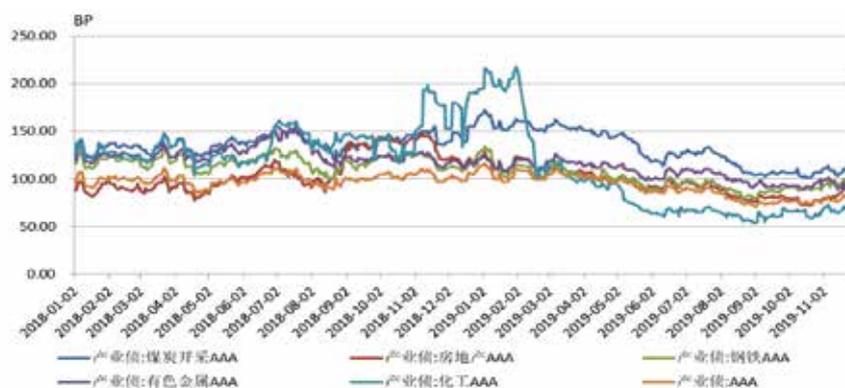
图表 18 2019 年煤炭企业主体信用级别及展望调整情况

调整类型	公司名称	评级机构	主体信用等级与展望调整	调整时间	最新主体评级及展望
上调	淮北矿业(集团)	大公国际	AA+/ 稳定→ AAA/ 稳定	2019-07-25	AAA/ 稳定
	淮北矿业股份	大公国际	AA+/ 稳定→ AAA/ 稳定	2019-07-25	AAA/ 稳定
下调	京煤集团	大公国际	AA+/ 稳定→ AA/ 稳定	2019-02-20	AA/ 稳定

数据来源：Wind，东方金诚整理

2019 年以来，AAA 级企业中煤炭与钢铁、化工等行业的利差分化明显。2019 年 1～4 月，陕西神木矿难安全事件推动行业安监趋严，投资者对于煤炭行业债券避险情绪上升，煤企利差处于相对高位，且显著高于其他行业。5 月以来，随着陕西省内主要矿井完成整改，先进产能逐步复工复产，安检短期扰动影响逐渐消除，煤炭行业 AAA 级企业利差明显收窄，但仍高于钢铁等行业利差，主要是 2019 年煤价中枢整体有所下移，部分企业吨煤成本上升，行业盈利能力略有下滑所致。预计 2020 年，煤炭行业 AAA 级企业利差走势相对稳定，整体较钢铁等下游行业处于中上水平。

图表 19 AAA 级煤炭行业及下游行业利差情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

#### 四、2020 年信用风险展望

预计 2020 年动力煤与炼焦煤需求放缓，煤价中枢下移，整体信用质量维持较高水平，但有弱化压力；大型国有煤炭企业信用质量将有所改善；中小民营煤炭企业信用质量有所弱化

煤炭行业先进产能加快释放，供给增长，需求放缓，库存高企，煤价整体中枢将继续下移，长协煤价回落至绿色区间基准价附近，现货价格回落至接近长协价，维持焦强动弱格局。行业整体信用质量维持较高水平，但有弱化压力；大型国有企业先进产能投产释放，产能利用率提升，原煤或精煤产量增长，销售均价受长协价格支撑较为稳定，非煤业务利润贡献提升，信用质量将有所改善；中小民营煤炭企业受产能核减，安全检查及环保限产，产量和销售均价有所下降，盈利下滑，信用质量有所弱化。

图表 20 重点样本煤企分组情况<sup>1</sup>

分组类型	企业简称	地区	煤种	企业规模	市场地位	盈利能力	债务负担及保障程度	当期主体级别
I	中国神华	北京	动力煤	*****	*****	*****	*****	AAA
I	中煤能源	北京	动力煤	*****	*****	*****	*****	AAA
I	陕西煤业	陕西	动力煤	****	****	****	*****	AAA
I	兖州煤业	山东	动力煤	****	****	****	****	AAA
II	潞安环能	山西	炼焦煤	***	****	****	****	AAA
II	西山煤电	山西	炼焦煤	****	****	****	****	AAA
II	大同煤业	山西	动力煤	****	****	****	****	AAA
II	阳泉煤业	山西	无烟煤	***	****	****	*****	AAA
II	晋城无烟煤	山西	无烟煤	****	****	***	****	AAA
II	平煤股份	河南	炼焦煤	***	****	****	****	AAA
II	永城煤电	河南	无烟煤	****	****	***	***	AAA
III	冀中能源	河北	炼焦煤	***	****	***	***	AA+
III	伊泰股份	内蒙古	动力煤	***	***	****	****	AAA
V	彬县煤炭	陕西	动力煤	**	***	**	***	AA
VI	水城矿业	贵州	炼焦煤	**	***	*	*	AA

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

<sup>1</sup> 各指标中, 星号 “\*” 代表评价结果, 星号越多, 信用风险指标指示的信用风险越低。

附件：样本企业及 2019 年 1~9 月主要财务指标<sup>2</sup> 情况 (单位: 亿元、%)

分组类型	企业名称	企业性质	煤种	省份	营业总收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别
I	中国神华能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	1778.49	550.53	26.05	AAA
I	中国中煤能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	942.39	116.61	56.92	AAA
I	陕西煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	陕西	507.55	151.71	38.90	AAA
I	兖州煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山东	1506.11	111.44	57.75	AAA
II	华电煤业集团有限公司	中央国有企业	动力煤	北京	149.86	32.77	65.30	AAA
II	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	中央国有企业	动力煤	宁夏	384.55	28.81	70.54	AAA
II	山西西山煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	246.60	26.97	62.45	AAA
II	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	地方国有企业	无烟煤	山西	1334.04	35.14	75.31	AAA
II	阳泉煤业(集团)股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	244.94	21.96	49.87	AAA
II	山西潞安环保能源开发股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	174.10	29.42	63.08	AAA
II	大同煤业股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	87.48	16.93	56.58	AAA
II	淮南矿业(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	安徽	330.47	42.32	72.93	AAA
II	平顶山天安煤业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南省	178.61	13.33	69.96	AAA
II	永城煤电控股集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	河南	359.97	11.53	77.69	AAA
III	内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司	中央国有企业	动力煤	内蒙古	142.19	25.26	47.05	-
III	开滦(集团)有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	536.44	7.75	71.37	AAA
III	淮北矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	454.87	31.87	68.09	AAA
III	山煤国际能源集团股份有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	316.16	22.24	73.89	AA+
III	新汶矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	646.94	29.05	70.24	AA+
III	冀中能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	169.58	13.92	48.54	AA+
III	北京昊华能源股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	北京	42.21	9.94	43.04	AA+
III	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	民营企业	动力煤	内蒙古	308.91	45.40	52.59	AAA
IV	中煤新集能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	安徽	71.66	25.29	73.30	AA
IV	徐州矿务集团有限公司	地方国有企业	动力煤	江苏	234.64	8.63	61.61	AA+
IV	山西煤炭运销集团有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	541.10	15.87	85.11	AA
IV	神木市国有资产运营公司	地方国有企业	动力煤	陕西	6.11	15.82	22.90	AA+
IV	临沂矿业集团有限责任公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	209.94	4.54	60.45	AA
IV	冀中能源峰峰集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	280.53	6.01	69.48	AA
IV	大同煤矿集团铁峰煤业有限公司	地方国有企业	动力煤	山西	19.68	0.75	45.90	AA
IV	潞安新疆煤化工(集团)有限公司	地方国有企业	动力煤	新疆	34.27	0.36	64.97	AA-
V	山西兰花科技创业股份有限公司	地方国有企业	无烟煤	山西	61.61	9.01	55.45	-

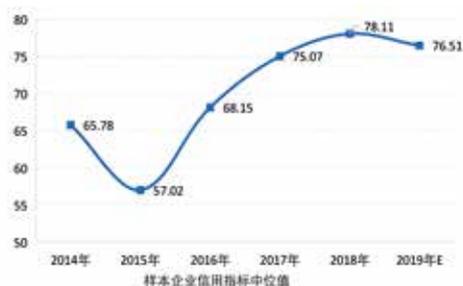
<sup>2</sup> 国家能源集团宁夏煤业有限责任公司、彬县煤炭有限责任公司、山西襄矿集团有限公司、山西凯嘉能源集团有限公司、内蒙古平庄能源股份有限公司营业总收入和利润总额为 2019-6-30 半年报的年化值, 资产负债率为 2019 年 6 月末数值。青海省能源发展(集团)有限责任公司营业总收入、利润总额和资产负债率数值均为 2018 年年报数值。

分组类型	企业名称	企业性质	煤种	省份	营业总收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别
V	河南大有能源股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河南	59.49	1.77	52.39	-
V	冀中能源邯郸矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	河北	110.03	0.29	78.03	AA
V	济宁矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	70.32	2.81	73.30	AA
V	抚顺矿业集团有限责任公司	地方国有企业	动力煤	辽宁	64.29	1.26	59.81	AA
V	彬县煤炭有限责任公司	民营企业	动力煤	陕西	124.62	8.15	47.15	AA
VI	贵州盘江精煤股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	49.44	10.94	47.48	-
VI	内蒙古平庄能源股份有限公司	中央国有企业	动力煤	内蒙古	15.60	-1.75	23.62	-
VI	安徽恒源煤电股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	安徽	47.11	9.96	46.18	-
VI	甘肃靖远煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	甘肃	29.14	4.54	23.14	-
VI	郑州煤电股份有限公司	地方国有企业	动力煤	河南	29.13	1.57	65.73	-
VI	湖南黑金时代股份有限公司	地方国有企业	动力煤	湖南	33.37	1.69	75.05	AA
VI	山西襄矿集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山西	67.74	6.07	72.66	AA-
VI	贵州水城矿业股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	贵州	51.04	-0.40	80.94	AA
VI	青海省能源发展(集团)有限责任公司	地方国有企业	动力煤	青海	23.81	0.10	66.07	AA
VI	山东宏河控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	33.23	2.29	57.42	AA-
VI	山东泰丰控股集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	8.94	0.38	51.76	AA
VI	安源煤业集团股份有限公司	地方国有企业	炼焦煤	江西	39.94	-0.87	89.88	AA-
VI	山东省微山湖矿业集团有限公司	地方国有企业	炼焦煤	山东	11.75	0.33	58.79	AA-
VI	山西凯嘉能源集团有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	38.83	3.64	66.47	AA-
VII	山东新查庄矿业有限责任公司	民营企业	无烟煤	山东	16.11	-0.05	58.24	BB+
VII	永泰能源股份有限公司	民营企业	炼焦煤	山西	152.83	6.33	72.90	C

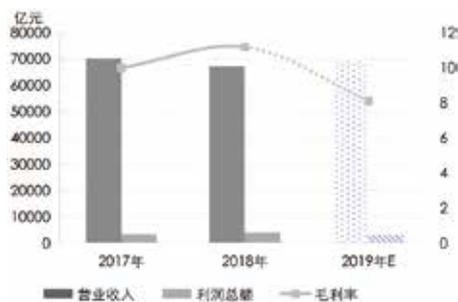
## 2020 年钢铁行业信用风险展望

工商企业一部 贾秋慧

行业信用质量：2019 年整体有所下降，2020 年小幅下滑



钢铁行业规模以上企业主要数据及指标



### 主要观点：

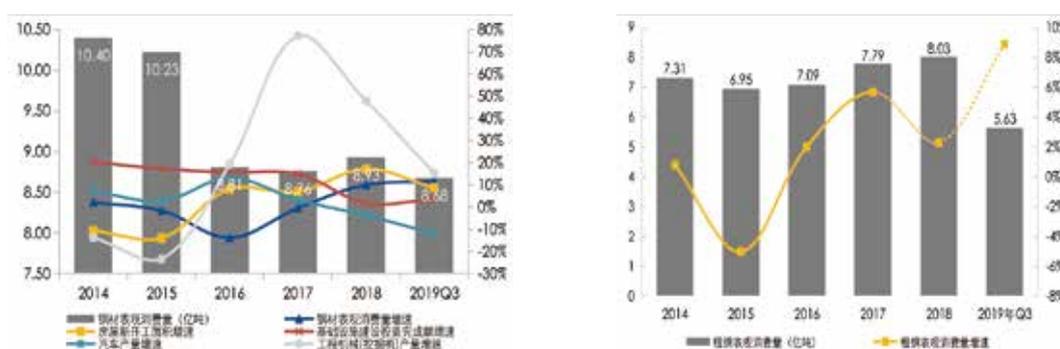
- 2020 年房地产投资稳中趋弱、汽车销量降幅收窄，基建逆周期调节发力、钢铁需求偏弱但仍有支撑，环保限产弱化，钢材产量保持增长，行业供需宽松；
- 2020 年钢铁供需宽松、钢铁价格中枢下移，铁矿石价格回落、焦炭价格保持高位，钢企利润小幅下滑；
- 2020 年预计钢企盈利趋弱、偿债能力略有下滑，信用风险小幅上行，西北钢企及华东、华中板材竞争力弱的钢企信用风险加大。

## 一、钢铁行业信用基本面

2020 年房地产投资稳中趋弱、汽车销量降幅收窄，基建逆周期调节发力、钢铁需求整体偏弱但仍有支撑，环保限产弱化，钢材产量保持增长，行业供需宽松

2019 年，受益于房地产投资保持较强韧性及基建投资复苏，国内钢材需求稳步增长。2019 年 1~9 月，房地产新开工面积同比增长 8.60%，受三四线房地产投资增长带动，全国房地产投资额增速超预期。基建投资同比增长 3.44%，较去年同期增加 3.18 个百分点，9 月份全面降准、财政投放力度加大、专项债作为资本金的项目范围扩大等系列政策落地，基建投资增速持续回升。工程机械行业受更新换代需求支撑，产量增速有所下滑，但仍保持较高景气度，挖掘机产量同比增长 15.30%；汽车产量同比下滑 12.00%，整体较为低迷。2019 年前三季度国内钢材表观消费量 8.68 亿吨，同比增长 11.55%。受益于房地产投资韧性较强及基建持续复苏，预计 2019 年粗钢表观消费量 8.23 亿吨，同比增长 2.90%。

图表 1：近年钢铁下游需求及粗钢表观消费量情况



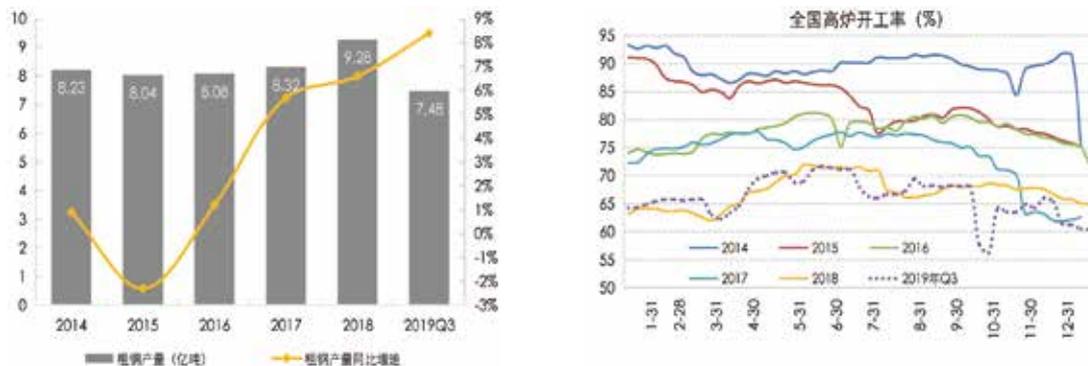
资料来源：Wind，东方金诚整理

供给端，2019 年受环保限产弱化以及下游需求较好影响，钢企保持较强的生产意愿，钢铁产量大幅增长，供给端压力逐步显现。前三季度全国粗钢和钢材产量分别为 7.48 亿吨和 9.09 亿吨，分别同比增长 8.40% 和 10.60%；国内高炉及电炉开工率前三季度分别为 71.17% 和 58.99%，均同比保持增长。

预计 2020 年，房地产投资稳中趋弱、汽车和家电销量降幅收窄，基建投资增速提升，钢铁需求量将保持增长，但增速将有所放缓。具体来看，房地产政策仍以“住房不炒”和“一城一策”为主基调，地产融资端将延续收紧，需求端销售或将小幅下滑；房地产投资将保持稳中趋弱，区域景气度将有所分化，华南、华东等地区房地产开发投资额仍将维持较高增速。中央“补短板”意愿明显，地方政府专项债额度提升以及补充资本金政策刺激，基建逆周期调节力度加大，中西部地区基建投资尤其向好。2020 年低基数下乘用车销量降幅收窄，家电行业更新替代的潜在需求存在一定支撑、行业自身衰减势能趋弱。造船业手持出口船订单出现下滑，2020 年造船用钢需求整体偏弱。

2020 年预计钢材产量仍将保持较快增速。一方面随着钢企环保水平提高，环保限产约束力减弱；另一方面供给端增量来自于产能置换项目落地，根据中钢协数据，截至 2019 年上半年，置换产能尚有接近 2 亿吨待落地。同时，钢铁行业重资产属性对开工率有较高要求，行业微利情况下，钢厂开工意愿仍强。预计 2020 年，钢铁行业维持供需宽松格局。

图表 2：近年钢铁供给端情况

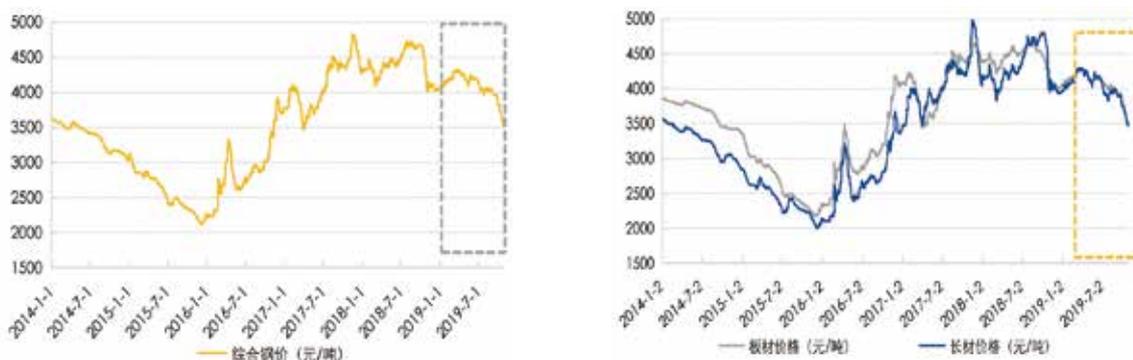


资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年钢铁行业供需宽松、钢铁价格中枢下移，铁矿石价格回落、焦炭价格保持高位，钢企利润小幅下滑

2019 年钢价先高后低，均价有所下滑。1~10 月，钢材综合均价 3539.98 元 / 吨，同比下降 13.02%。一季度钢价在需求支撑下呈小幅回升态势，随着进入需求淡季，二季度钢价冲高回落，三季度供给端宽松、钢价震荡下跌。原材料端受铁矿石价格大幅上涨影响，钢铁行业成本大幅提升。2019 年受淡水河谷及澳洲飓风事件影响，铁矿石供给偏紧，价格大幅增长。2019 年 1~10 月，铁矿石均价大幅上涨 35.93%。国内冶金焦均价下滑 7.59%，仍处于相对高位；受电炉复产影响，废钢均价同比增长 5.58%。受铁矿石价格上涨、钢价中枢下移影响，2019 年钢企利润出现明显下滑。据国家统计局数据，2019 年 1~10 月我国钢铁行业实现利润总额 2119.10 亿元，同比下降 44.20%。

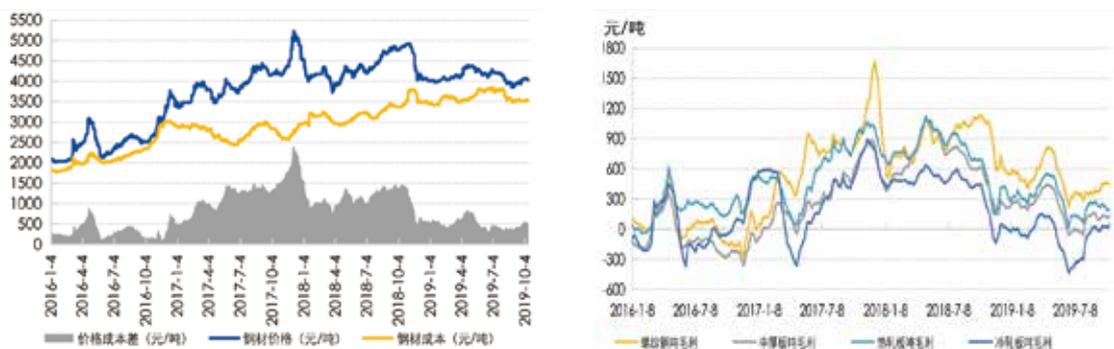
图表 3：钢材价格走势情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年钢铁行业维持供需格局宽松，钢价中枢继续下移，吨钢利润小幅下降、整体维持合理区间。随着 Vale 复产、终端需求边际走弱，铁矿石预计在 2020 年回归供需平衡，价格回落；焦炭环保监管力度加大，供给整体偏紧，山东、山西、河北、江苏四大焦炭主产区压减焦化产能，焦炭价格继续维持高位。2020 年钢企成本控制压力同比下降，钢价中枢下行背景下，吨钢利润小幅下滑、整体维持在合理区间。

图表 4：钢材盈利能力和细分产品利润情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、钢铁企业信用表现

截至 2019 年 11 月末，钢铁企业上市及发债主体共 71 家。剔除集团与上市公司相重叠企业，选用上市普钢生产企业作为样本。东方金诚从企业规模及市场地位、盈利能力和资本结构及债务负担水平等方面，确定样本企业信用风险指数，对其信用表现进行排序。

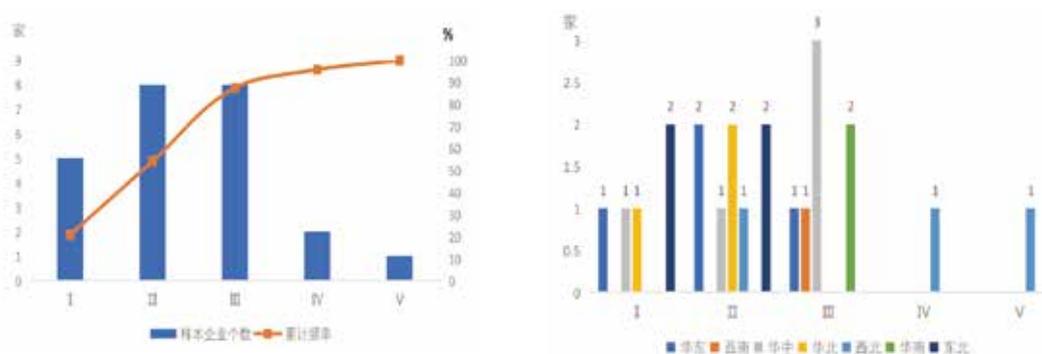
东方金诚共选取 24 家钢铁上市公司作为样本企业，其中发债企业 19 家。企业性质方面，中央国有企业 5 家，地方国有企业 15 家，民营企业 3 家。信用级别方面，样本中 AAA 企业 8 家，均为中央或地方国有企业；AA+ 企业 5 家，AA 企业 6 家。样本企业中钢材产量超 1000 万吨的企业有 9 家，拥有铁矿石自给能力的企业共 5 家。

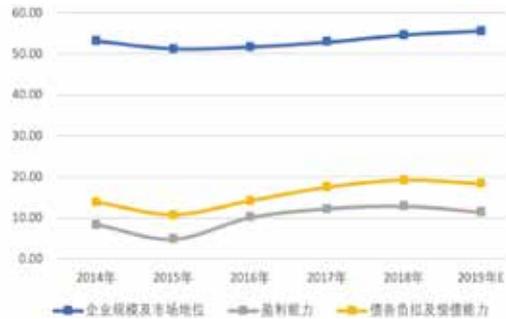
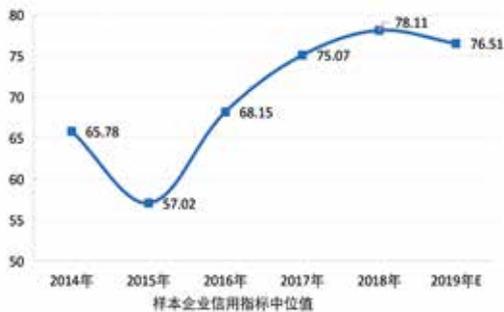
**2020 年钢铁企业整体信用风险小幅上行，西北地区钢企及华东、华中地区板材竞争力弱的钢企信用风险水平提升较大**

2019 年钢铁企业整体信用风险有所上行。受行业限产政策放松、钢企环保设备升级、电炉复产等影响，钢价中枢下移，钢材产销规模提升，钢企营业收入整体微增。受原材料成本大幅提升影响，钢企毛利率有所下滑、利润总额大幅下降。随着行业持续去杠杆及禁止新增产能，钢企资本支出规模不大、资产负债率下滑；受盈利能力大幅回落影响，偿债能力有所下滑。

2020 年预计钢企盈利趋弱，偿债能力略有下滑，信用风险小幅上行。具体来看，龙头企业信用风险小幅下降，整体仍处于行业最低水平；西北地区钢企受区域需求较弱、运输条件受限、债务负担偏重等影响，整体信用风险偏高；华东、华中地区大型钢企集中度高、市场竞争激烈，板材竞争力弱的钢企信用风险水平进一步提升。

图表 5：样本钢铁企业样本分组分布及信用指数走势情况





资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年环保限产影响趋弱、钢材产量小幅增长，华东华北龙头钢企产量稳步增长，华南长材受益于需求较好产量保持较快增速，板材竞争力弱的钢企产量增长承压

2019 年钢材产量受限产松动、需求韧性较强的影响而有所增加。山东钢铁、华菱钢铁、南钢股份等受益于新基地投产、产品结构升级，板材产量稳步提升带动钢材产量增速较快。而安阳钢铁、马钢股份受地区需求疲软及市场竞争加剧的影响，钢材产量小幅下滑。同时，华南地区受房地产景气度较好的影响，韶钢松山、柳钢股份等长材产量较高的钢企产量增速较快。

预计 2020 年，钢企环保水平提高，环保限产对钢企影响趋弱，钢材产量保持小幅增长。龙头板材企业产品升级、高端产品结构完善、直供大客户比例提升，板材产量仍将保持较快增长。华北钢企环保设备水平提升较快，区域环保限产对企业影响边际趋弱，同时部分钢企新增板材产能将持续释放；华南房地产景气度尚可，区域内长材需求较有保障，钢企产量仍将稳步提升。西部基建发力较大但区域内房地产景气度偏低，难改区域内长材需求低迷状况，长材占比高的钢企产量增长放缓；华东钢企密集、竞争激烈，在汽车、家电销售低迷、造船在手订单量下降背景下，板材高端产品占比低、竞争力弱的钢企产量增长承压。

图表 6：近年样本钢铁企业产量情况

单位：万吨



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年钢企收入增幅放缓，龙头企业板材竞争力提升、产品结构优化，钢材销量和收入增幅仍将领先于行业

样本企业中龙头企业产品以板材为主，板材产品附加值较高，市场价格跌幅小于长材。受益于产销增长而收入增长的企业主要包括山东钢铁、南钢股份和华菱钢铁，安阳钢铁、杭钢股份板材竞争力下降，板材销量下滑幅度较大，销售收入呈现下滑趋势。华北、华南区域受需求支撑影响，钢企收入均保持增长，华东、东北地

区钢企收入有所分化，主要系钢企间产品分化所致。

2020年，房地产投资稳中趋弱，仍有一定韧性，同时基建投资加速，钢材销售仍有支撑，钢材企业销量将保持增长，但受钢材价格中枢持续下移影响，钢企收入增速放缓。华东华北制造业发达且龙头企业多位于此区域，龙头钢企钢材销量仍将保持较快增速，同时伴随产品结构持续向高端升级、产品价格抗跌性较强，销售收入将稳步增长。华南区域钢企产品以长材为主，在区域房地产较高景气度支撑下，产品销量仍将保持增长，同时华南区域为钢材净流入区域、产品价格较高，钢企收入将小幅增长。东北区域制造业需求偏弱，虽然区域内钢企板材销售区域多元化程度提高，但仍将受本区域需求不振拖累，钢材销量和收入增速仍将较为低迷。

图表 7：近年样本钢铁企业收入情况

单位：亿元



资料来源：Wind，东方金诚整理

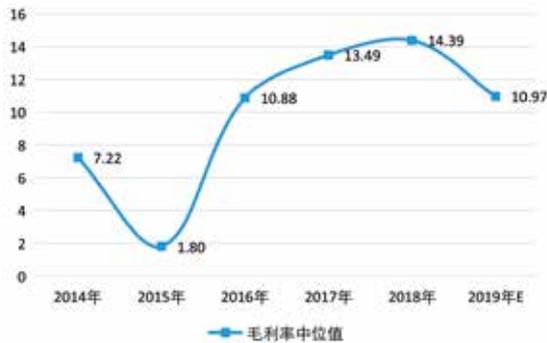
2020年钢材价格中枢下行、原材料价格回调，钢企毛利率小幅下降，东北钢企毛利率整体仍将处于较低水平

2019年钢材价格中枢下移，成本大幅上涨，影响钢企毛利率普遍下降。龙头钢铁企业毛利率下行幅度小于平均水平，2019年1~9月，首钢股份进口矿采用波段采购机制、汽车板材推新，毛利率仍同比下滑3.42个百分点。铁矿石自给率较高的企业，酒钢宏兴及包钢股份等受外矿价格上涨影响较小，毛利率实现微增或小幅下滑；同时，华东、华南地区的区域需求虽较强，但三钢闽光、柳钢股份以长材为主的生产企业，铁矿石采购以外矿为主，毛利率下滑幅度大。

整体来看，2020年铁矿石供需回归平衡、价格中枢大幅下降，焦炭价格仍将维持高位，钢铁成本端有所回调但仍处于较高水平，伴随钢价中枢下移，钢企毛利率小幅下降。龙头企业受益于板材产品结构完善、高端产品占比提升，毛利率下滑幅度最小；华北、西北部分钢企铁矿石自给率较高，毛利率下滑可控。东北区域板材需求偏弱、产品价格整体较为低迷，钢企毛利率仍将处于行业较低水平。

图表 8：近年样本钢铁企业毛利率情况

单位：%



企业名称	区域	同比	2019年E	2018年	2017年	板材趋势	长材趋势
三钢闽光	华东	-12.26	16.41	28.67	29.22		
包钢股份	东北	-1.67	14.05	15.72	15.52		
华菱钢铁	华中	-3.68	13.75	17.43	13.82		
南钢股份	华东	-6.61	13.50	20.11	16.34		
宝钢股份	华东	-3.62	11.37	14.99	14.07		
首钢股份	华北	-1.98	10.99	12.97	13.17		
河钢股份	华北	-3.35	10.95	14.30	12.37		
柳钢股份	华南	-4.25	10.14	14.39	8.97		
鞍钢股份	东北	-6.98	9.22	16.20	13.72		
马钢股份	华东	-5.63	9.20	14.83	13.21		
安阳钢铁	华中	-4.32	8.32	12.64	14.29		
本钢板材	东北	-1.89	7.95	9.84	11.92		
凌钢股份	东北	-5.12	7.58	12.70	14.76		
山东钢铁	华东	-3.71	6.80	10.51	7.50		

资料来源：Wind，东方金诚整理

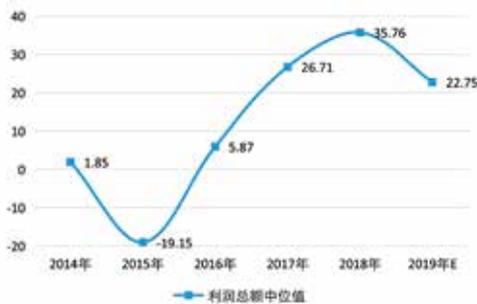
### 2020 年钢铁企业利润总额下滑幅度收窄，板材产品竞争力弱、费用控制能力差的企业下滑显著

2019 年钢材价格下滑、原材料成本大幅增长，样本钢企利润总额普遍大幅下滑。龙头企业宝钢股份、河钢股份利润总额同比下滑超 40%。安阳钢铁、八一钢铁期间费用率上升较快，利润总额下滑幅度较大。南钢股份、新钢股份产品竞争力较强，韶钢松山、本钢板材费用控制能力提升，利润总额下降较慢。

预计 2020 年，钢企营业收入增速进一步放缓、毛利率下滑，钢铁企业利润总额将有所下滑，但下滑幅度将较 2019 年大幅收窄。龙头企业钢材销售收入仍将保持较快增速，同时伴随板材产品升级、产品价格抗跌性提升，盈利空间保障较好，利润总额下滑幅度很小；部分龙头企业受益于新增产能释放，利润总额将实现小幅增长。华南区域下游需求较好、钢企收入小幅增长，同时产品价格较高、费用控制能力强，利润总额下滑幅度不大。西北部分钢企受长材需求不振、期间费用率高企拖累，利润总额仍将持续下滑。华东华中板材产品竞争力及费用控制能力弱的钢企利润总额仍将出现明显下滑。

图表 9：近年样本企业利润总额情况

单位：亿元



企业名称	区域	同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
宝钢股份	华东	-42.00%	161.33	278.16	240.35	115.20	18.54	82.78
三钢闽光	华东	-51.36%	42.30	86.97	76.40	12.36	-12.75	0.34
华菱钢铁	华中	-56.55%	40.56	93.35	53.29	-16.68	-41.79	1.74
新钢股份	华中	-39.41%	40.22	66.38	40.59	6.14	0.31	4.66
南钢股份	华东	-36.51%	37.52	59.10	36.16	4.52	-20.89	3.75
河钢股份	华北	-43.15%	30.86	54.28	1.00	16.16	5.60	9.37
安阳钢铁	华中	-64.05%	6.80	18.92	16.16	1.13	-25.58	0.40
八一钢铁	西北	-48.77%	4.32	8.43	10.87	0.37	-24.55	-20.71

资料来源：Wind，东方金诚整理

### 2020 年钢铁企业资产负债率继续下降，部分在建工程规模较大、盈利能力偏弱的钢企债务负担较重

钢铁企业以国企为主，受国家降杠杆的政策影响较大，同时，行业新增产能受限导致投资支出大幅缩减，钢企盈利尚能维持，行业资产负债率延续下降趋势。2019 年 9 月末，龙头企业宝钢股份资产负债率同比下滑 2.04 个百分点。鞍钢股份资产负债率同比下降 2.76 个百分点。华北地区钢企首钢股份、河钢股份在建工程维持较大规模，债务规模有所增长，负债率有所提升。八一钢铁、安阳钢铁整体盈利偏弱，资产负债率水平偏高。

2020 年，受政策引导，去杠杆政策持续推进，同时行业禁止新增产能，钢企投资性支出将继续缩减，鉴于

目前钢铁企业资产负债率水平较前期高点已大幅回落，2020年行业资产负债率将小幅下滑。华北华东部分龙头钢企在建产能建设推进，资产负债率将小幅提升；东北西北部分钢企盈利能力偏弱，有息债务规模下滑速度偏慢、资产负债率仍将处于较高水平。

图表 10：近年样本钢铁企业资产负债率情况

单位：%



企业名称	区域	同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
八一钢铁	西北	-3.19	75.89	79.08	82.04	80.04	104.96	92.46
安阳钢铁	华中	-2.04	72.43	74.47	79.63	82.93	83.20	76.26
河钢股份	华北	-0.17	71.59	71.76	74.94	74.93	74.50	73.44
首钢股份	华北	-1.50	71.58	73.08	72.78	73.60	65.45	61.16
本钢板材	东北	2.27	69.3	67.03	76.43	75.51	72.02	67.79
酒钢宏兴	西北	-6.04	67.35	73.39	76.05	75.73	76.39	68.84
包钢股份	东北	-1.09	63.51	64.60	66.22	66.46	67.36	81.52
柳钢股份	华南	4.06	61.86	57.80	68.80	77.73	80.38	77.20
马钢股份	华东	1.25	59.63	58.38	62.27	66.67	66.79	62.21
华菱钢铁	华中	-5.49	59.63	65.12	80.54	86.90	86.05	79.89
山东钢铁	华东	-1.20	58.3	59.50	54.70	58.41	56.62	75.16
韶钢松山	华南	-7.87	54.52	62.39	79.38	96.94	97.86	84.19

资料来源：Wind，东方金诚整理

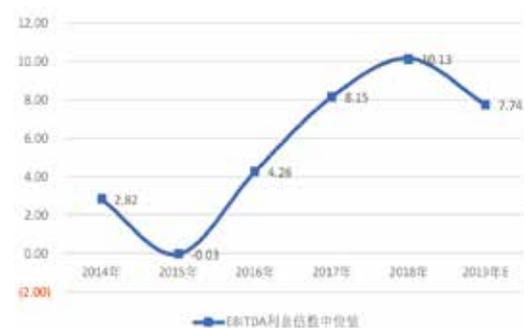
2020年钢企盈利能力下滑拖累 EBITDA 利息倍数下降，钢企间偿债能力延续分化，华南钢企偿债能力仍处于较高水平

盈利下滑背景下，龙头企业 EBITDA 利息倍数整体呈下降趋势。2019年6月末，行业龙头企业来看，宝钢股份利息费用下降，EBITDA 利息倍数实现同比小幅增长 0.92 个百分点。鞍钢股份盈利能力下滑，EBITDA 利息倍数同比下滑 3.69 倍。钢企区域间偿债能力分化也在延续，华南钢企三钢闽光、韶钢松山等盈利能力较强，有息债务规模很小且持续下降，偿债能力处于行业前列。西北钢企八一钢铁、酒钢宏兴等债务维持较大规模，偿债能力普遍偏低。

2020年钢价中枢下移、钢企盈利能力下滑，EBITDA 利息倍数整体呈下降趋势。龙头企业 EBITDA 利息倍数整体小幅下降，其中部分龙头企业新增产能释放、利润保持增长，债务规模不大，EBITDA 利息倍数将有所提升。华南钢企盈利下滑幅度不大且债务规模很小，EBITDA 利息倍数仍将处于行业前列。西北东北部分钢企受区域需求较弱、债务规模较大影响，偿债能力仍将处于行业尾部。

图表 11：近年样本钢铁企业 EBITDA 利息倍数情况

单位：倍



企业名称	区域	同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三钢闽光	华东	-108.73	59.29	168.02	116.99	12.16	-3.05	2.90
柳钢股份	华南	-10.71	20.59	31.30	13.58	3.58	-0.23	2.74
韶钢松山	华南	-2.27	18.50	20.77	11.35	3.55	-1.83	0.60
新钢股份	华中	-62.00	15.86	77.86	17.15	5.29	4.52	5.68
凌钢股份	东北	-2.94	15.59	18.53	13.20	3.07	2.47	-0.35
宝钢股份	华东	-2.27	15.28	17.55	12.98	10.86	9.95	25.00
南钢股份	华东	-11.18	11.18	22.36	11.18	4.13	0.16	3.09
杭钢股份	华东	-16.66	10.21	26.87	19.43	17.10	-9.52	3.05
马钢股份	华东	-5.57	10.15	15.72	11.62	6.63	-0.37	4.35
鞍钢股份	东北	-2.89	7.93	10.82	8.46	4.79	0.91	4.29
酒钢宏兴	西北	-0.09	3.85	3.94	2.83	3.22	-5.30	1.76
八一钢铁	西北	-4.01	3.26	7.27	6.31	3.02	-2.85	-0.83

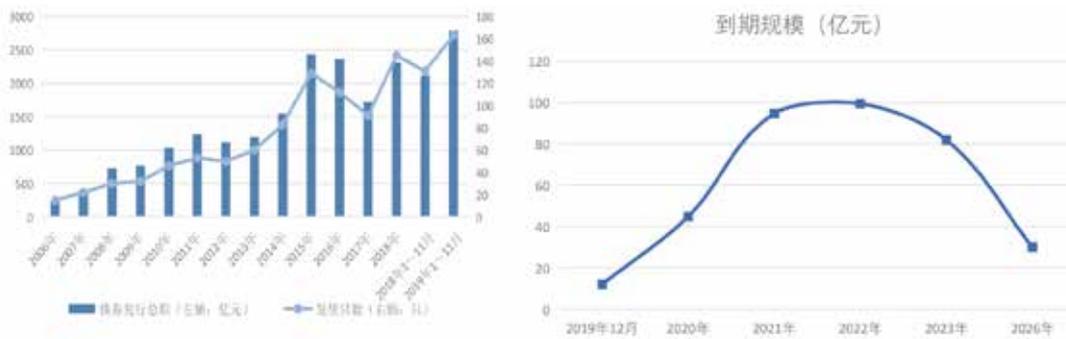
资料来源：Wind，东方金诚整理

### 三、钢铁企业债券市场表现

2019 年钢铁行业债券发行规模增长、存续债务规模有所提升，2020 年钢铁行业集中偿债压力不大，信用风险小幅上行将导致高低等级间利差继续走阔

截至 2019 年 11 月末，钢铁行业存续期债券 258 只，涉及发债主体 36 家。中央国有企业、地方国有企业和民营企业主体数量占比分别为 25%、58.33% 和 16.67%。2019 年 1~11 月，钢企发债规模和只数均同比上行，发行金额同比增加 31.72%。以 2019 年 11 月为基础，2020 年到期债券规模为 44.87 亿元，2021 年~2023 年每年到期金额较大。考虑到 2020 年吨钢利润仍将维持在合理区间及去杠杆政策继续推进和外部融资环境趋紧，钢企大规模举债意愿不足，新发行债券主要用于债务置换。

图表 12：钢铁行业债券发行及到期规情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

截至 2019 年 10 月末，钢铁行业级别上调 5 家，无级别下调，未发生债券违约。供给侧改革以来钢铁行业盈利改善、债务负担显著下滑，钢铁行业利差从 2015 年高位逐步走低，与煤炭、有色等其他上游行业相比，钢铁行业利差处于较低水平。钢铁行业不同等级信用利差走势有所分化。2016 年来钢铁行业 AAA 等级信用利差稳步下行，2019 年以来进一步下降，AA+ 等级信用利差整体呈上升趋势，投资者风险偏好下降，呈现结构性紧信用特征。从典型企业来看，AAA 发行人首钢股份到期收益率持续下降，AA 发行人凌钢股份波动较大。

图表 13：2019 年以来钢铁企业信用级别及展望调整情况

调整项目	企业名称	评级机构	主体信用等级与评级展望调整	级别调整时间
上调	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	东方金诚	AA+/ 稳定 → AAA/ 稳定	2019.4.4
	柳州钢铁股份有限公司	联合信用	AA/ 稳定 → AA+/ 稳定	2019.5.14
	山东钢铁股份有限公司	大公国际	AA/ 稳定 → AA+/ 稳定	2019.5.28
	新兴铸管股份有限公司	联合资信	AA+/ 稳定 → AAA/ 稳定	2019.5.29
	广西柳州钢铁集团有限公司	联合信用	AA/ 稳定 → AA+/ 稳定	2019.7.29

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

图表 14：钢铁行业利差情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年钢铁行业信用风险小幅上行、整体风险可控，高等级企业利差维持较低水平。2020年，钢铁行业新发债券仍以高等级发行人为主，同时随着行业持续去产能、新增产能受限，债务融资需求趋缓，但个别钢企仍有较大规模在建工程处于建设阶段，债券融资需求或有提升。信用利差方面，钢企信用资质分化延续，高等级龙头企业相对较为稳定，同时结构性紧信用利好龙头企业，预计钢铁行业等级利差仍将继续小幅走阔，AAA主体信用利差将略有收窄。

## 四、结论

**2020年钢铁价格中枢下移、盈利能力有所下滑，行业信用风险小幅上行、整体风险可控；华东华中龙头信用风险水平很低，华南钢企提升不大，部分西北钢企信用风险显著提升**

2020年，钢价中枢下移、钢企盈利能力有所下滑；钢企债务负担继续下降，偿债能力小幅下滑。2020年钢企信用风险小幅上行、整体风险可控，不同规模、区域间钢企信用风险持续分化。

龙头企业信用风险小幅下降，整体仍处于行业最低水平。部分龙头企业位于华东等下游需求较好区域，同时伴随产量较快增长、高端产品占比提升及债务规模下降，其信用风险上升幅度最小；所在区域需求偏弱且在建工程建设带动有息债务规模增长的龙头企业信用风险小幅上升。

华南房地产景气度较高、下游需求较好，虽然区域钢价有所下滑但在全国处于较高水平，且债务负担很轻，2020年信用风险水平提升幅度不大。华东、华中区域信用风险分化明显，部分钢企受益于新增产能释放、板材品种结构优化，信用风险仍将保持在较低水平；同时，板材竞争力低、盈利偏弱、债务规模较大的钢企信用风险将出现较大提升。西北房地产景气度偏低，基建发力难改区域长材需求偏弱状况且有息债务下降偏慢、债务负担较重，部分钢企信用风险水平将明显提升。

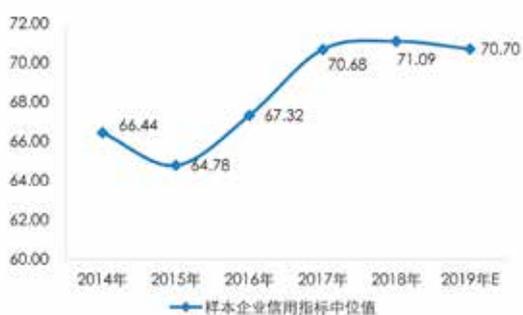
附件：样本企业名单及 2019 年 1-9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）

证券代码	企业全称	分组类型	区域	营业收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别	最新评级日期
600019.SH	宝山钢铁股份有限公司	I	华东	2172.10	119.72	45.56	AAA	2019-06-25
000709.SZ	河钢股份有限公司	I	华北	942.93	26.52	72.02	AAA	2019-06-26
000932.SZ	湖南华菱钢铁股份有限公司	I	华南	819.82	59.04	59.96	AAA	2010-10-29
000898.SZ	鞍钢股份有限公司	I	东北	776.23	22.10	41.36	AAA	2019-5-23
600808.SH	马鞍山钢铁股份有限公司	I	华东	575.81	22.69	59.75	AAA	2019-6-17
600010.SH	内蒙古包钢钢联股份有限公司	I	华北	468.83	17.06	63.70	AAA	2019-9-11
000825.SZ	山西太钢不锈钢股份有限公司	II	华北	533.19	19.22	53.31	AAA	2019-7-10
600022.SH	山东钢铁股份有限公司	II	华东	529.80	10.16	59.29	AA+	2019-8-5
000959.SZ	北京首钢股份有限公司	II	华北	502.88	19.19	72.10	AAA	2019-07-25
600782.SH	新余钢铁股份有限公司	II	华中	413.24	30.73	51.81	AA	2018-7-2
000761.SZ	本钢板材股份有限公司	II	东北	385.44	5.18	68.69	AA+	2017-5-26
600282.SH	南京钢铁股份有限公司	II	华中	367.31	33.47	52.37	AA+	2019-11-21
600307.SH	甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	III	西北	358.89	12.90	68.17	AA+	2014-5-29
601003.SH	柳州钢铁股份有限公司	III	华南	351.22	17.11	62.54	AA+	2019-5-14
002110.SZ	福建三钢闽光股份有限公司	II	华东	318.20	37.88	35.30	AA	2018-6-7
600569.SH	安阳钢铁股份有限公司	III	华中	234.40	5.21	72.67	AA	2015-6-3
000717.SZ	广东韶钢松山股份有限公司	III	华南	216.51	14.72	55.41	-	-
600126.SH	杭州钢铁股份有限公司	III	华东	194.97	11.23	28.46	AA	2014-4-17
601005.SH	重庆钢铁股份有限公司	III	中南	172.84	7.22	28.19	-	-
600231.SH	凌源钢铁股份有限公司	III	东北	161.13	5.73	47.78	AA	2019-4-18
600507.SH	方大特钢科技股份有限公司	III	华中	110.94	16.74	53.46	-	-
002075.SZ	江苏沙钢股份有限公司	III	华中	99.29	9.05	35.83	-	2019-12-2
600581.SH	新疆八一钢铁股份有限公司	IV	西北	154.91	2.62	77.62	-	-
600117.SH	西宁特殊钢股份有限公司	V	西北	65.85	0.63	83.65	AA	2019-6-21

## 有色金属行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业一部 康敏 郭哲彪 刘将运 龙文

行业信用质量：2019 年略有下降，2020 年继续下行



主要有色金属价格走势



### 主要观点：

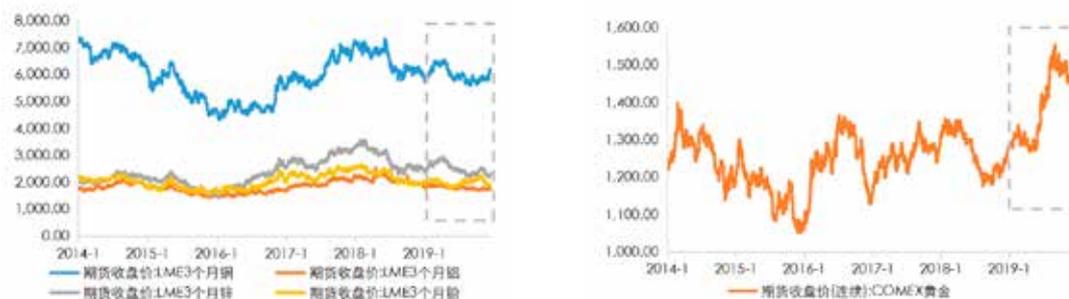
- 受下游需求增速趋缓影响，预计 2020 年有色金属价格重心将小幅下移，其中铜价受供给端支撑或有所上行；
- 随着行业整合、供给侧改革推进及产业链上下游延伸，2020 年有色金属行业集中度将逐步提高，龙头企业市场地位将进一步上升，部分原材料自给率较低、产业链单一的企业经营风险将加大；
- 2020 年受主要有色金属价格下滑影响，预计行业整体盈利有所减弱，铅锌及原料自给率较低的铜冶炼企业盈利将呈下行态势，黄金企业盈利略有减弱，铝企盈利相对稳定；
- 随着国家信贷政策结构性放松及行业产能继续扩张，有色金属行业债务负担将保持稳定或小幅上升，加之行业盈利水平弱化，行业信用风险总体上行。

## 一、有色金属行业信用基本面

受下游需求疲软影响，预计 2020 年有色金属价格重心将小幅下移

2016 年以来有色金属价格开始修复，2018 年中美贸易摩擦以及美元指数走强，对工业金属价格形成了压制，导致有色金属价格回落，维持震荡格局。2019 年受全球贸易环境恶化、经济增速继续放缓及下游需求疲软影响，有色金属价格除黄金、稀土等少部分品种外普遍下行。2020 年是“十三五”计划的最后一年，经济增长情况对全面建成小康社会目标的完成至关重要，基础设施投资仍具有较强的经济托底效应，对有色金属需求形成一定支撑；加之进入美国大选年，贸易摩擦可能有所缓解，对有色金属存在一定利好。考虑到主要经济体面临经济下行压力，对有色金属需求形成抑制，预计 2020 年有色金属价格重心将小幅下移。

图表 1 2014 年以来主要有色金属价格变化（单位：美元 / 吨、美元 / 盎司）



资料来源：Wind，东方金诚整理

从细分行业看，2019 年铜价先扬后抑，预计 2020 年全球经济低速增长，国内下游需求仍疲软，但铜矿产量增速继续放缓，且未来增量有限，预计全年价格处于区间震荡态势，价格中枢将略有上移。铝价受供需两弱影响有所下降，预计 2020 年将延续下行。铅锌供需格局料持续宽松，2020 年铅锌价格将有所下降；在 2019 年加工费高位运行刺激下，锌冶炼厂生产积极性较高，2020 年冶炼加工费或企稳后小幅回落。黄金方面，贸易争端等风险因素推动 2019 年黄金价格快速上涨，基于 2020 年美元强周期尚未结束，预计黄金价格恐难以持续上涨，全年价格小幅下降。

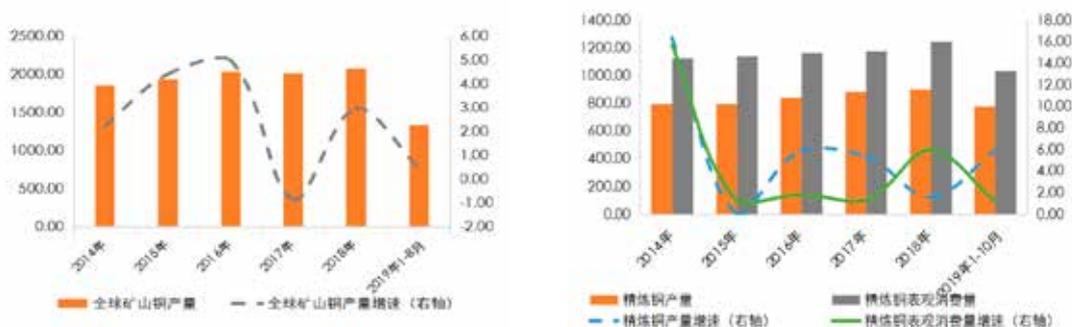
### 1. 铜

2020 年铜下游需求疲软，矿山端供给有限将对铜价形成一定支撑，铜价格中枢将略有上移；随着冶炼产能继续释放，加工费或仍小幅下降

受罢工停产、矿山品位下滑影响，2019 年矿山端供应整体趋紧，1~8 月全球矿山铜产量仅同比增长 0.50%。废铜方面，2019 年随着禁止进口七类废铜政策的实施，以及废六类铜转为限制类进口，1~10 月我国废铜进口量为 132.26 万吨，较上年同期下降 32.00%。考虑到境外矿山新投产能在 2019 年较少，主要产能投放集中在 2020 年后，预计 2020 年铜供给仍偏紧。

中国是全球第一大铜消费国，铜消费量约占全球总消费量的 45%。2019 年国内铜下游需求增长乏力，房地产投资韧性较强，基建复苏较为缓慢低于预期，汽车、家电等制造业在宏观经济下行的压力下，景气度有所下行。2019 年 1~10 月，国内精炼铜表观消费量为 1039.20 万吨，同比增速为 1.22%，增速下滑较大。2020 年，国内仍面临宏观经济下行压力，国外贸易摩擦虽有缓和但不确定性较强，房地产开发投资趋缓，基建方面受益于地方政府专项债额度提升以及补充资本金政策刺激保持增长预期，汽车和家电等制造业受宏观经济放缓影响较大，下行压力继续释放，预计 2020 年整体需求延续 2019 年的走势，但边际有所改善。

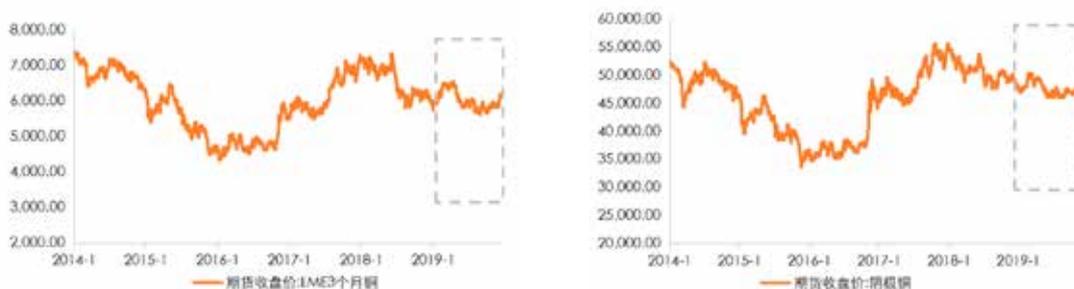
图表 2 近年全球矿山铜产量及我国精炼铜表观消费量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019年以来铜供需格局偏紧，一季度铜价受基建发力预期呈现上升势头；二、三季度因下游需求疲软及中美贸易摩擦升级，铜价震荡下滑；四季度随着中美贸易争端暂时性缓和，利好铜价反弹，铜价上涨动力不强。2020年预计全球铜矿供给有限仍将支撑铜价上涨，但考虑到需求端增速放缓，预计铜价上行空间有限。

图表 3 近年国内外铜价走势情况（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

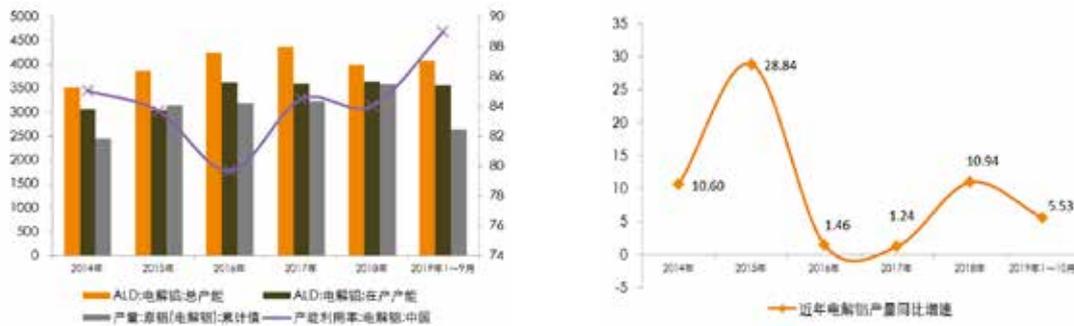
我国铜资源匮乏，国内中大型铜企主营业务以冶炼业务为主。近几年大型冶炼企业订单及产量相对稳定，盈利水平主要由铜价及 TC/RC 决定。2019 年以来铜冶炼费用持续走低，铜冶炼企业利润空间不断收缩。从全球矿山投资计划与冶炼产能扩张来看，2020 年全球铜矿新增产能有限，但冶炼产能仍将扩张，预计 2020 年 TC/RC 将继续小幅下降。

## 2. 铝

随着供给侧改革和环保政策继续推进，电解铝产量将小幅增长，2020 年房地产对铝需求形成一定支撑，行业供需格局偏宽松

中国是世界第一大电解铝生产国和消费国。近年来政府积极推进供给侧改革，化解行业过剩产能，叠加环保政策趋严，国内部分电解铝产能关停，电解铝产能得到有效控制。截至 2019 年 9 月末，电解铝总产能和在产产能分别为 4076.50 万吨和 3567.70 万吨，分别同比下降 7.25% 和 4.98%。随着供给侧改革持续推进，电解铝行业产能无序扩张得到有效控制，供给结构有所优化。2019 年 1~10 月，我国电解铝产量 2924.30 万吨，同比增长 5.53%，产能利用率维持较高水平。

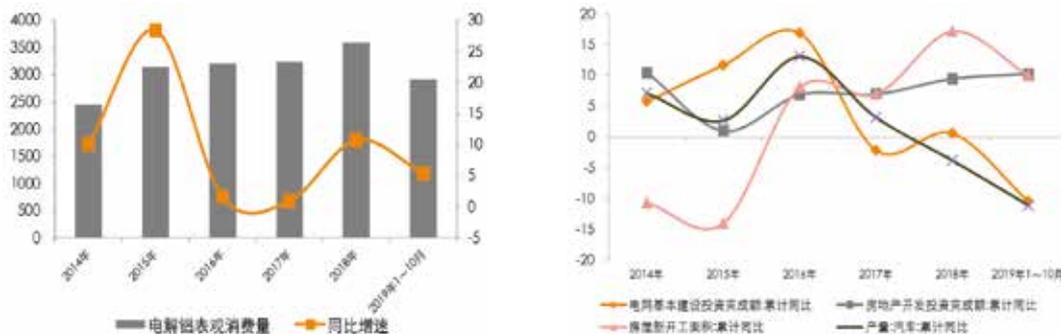
图表 4 近年我国电解铝生产情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

铝下游需求主要为房地产建筑业、电力电子和交通运输等，消费需求占比分别约为 33%、16% 和 14%。2019 年 1～10 月，房屋新开工面积和房地产开发投资完成额分别累计同比增长 10.00% 和 10.30%，增速均为近年较高水平，房地产投资仍具有较强韧性，对铝需求形成支撑。在经济增速下行和贸易争端背景下，2019 年 1～10 月汽车产量和电网基本建设投资完成额分别同比下降 11.11% 和 10.50%，降幅环比均有所收窄，但整体仍较低迷。受房地产行业需求支撑，2019 年 1～10 月，国内电解铝表观消费量 2925.26 万吨，同比增长 5.41%。

图表 5 近年我国电解铝表观消费量和下游消费情况（单位：万吨、%）



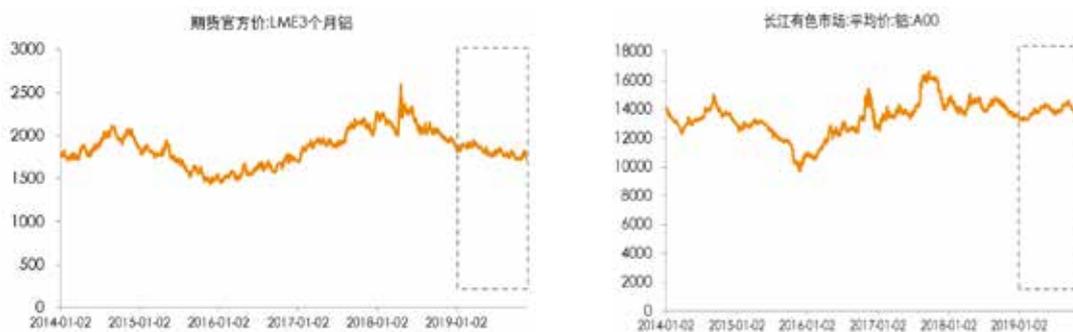
资料来源：Wind，东方金诚整理

预计未来随着落后产能进一步出清和环保治理措施持续推进，置换与特批的新增电解铝产能将缓慢投放，电解铝产能和产量将小幅增长，产能利用率维持在较高水平。2020 年我国房地产行业投资增速将趋缓，但对铝下游需求仍形成一定支撑；电网投资和汽车产量将继续下降。

在供需双弱态势下，预计 2020 年电解铝价格维持震荡下行态势，随着氧化铝、煤炭和预焙阳极等原材料价格下跌，电解铝行业成本明显下降，未来铝企盈利状况将持续改善

2019 年以来，电解铝供需格局整体偏松，电解铝价格前低后高，长江有色市场铝均价整体维持在 14000 元 / 吨上下波动。受境外氧化铝供给宽松影响，LME3 月期铝价格走势弱于长江有色市场铝均价走势。2019 年 11 月末，长江有色市场铝均价为 14000.00 元 / 吨，较上年末增长 4.09%；1～11 月电解铝均价为 13905.85 元 / 吨，较上年同期均价下降 2.44%，整体延续 2018 年四季度以来的下跌走势。

图表 6 近年国内外电解铝价格走势（单位：美元 / 吨、元 / 吨）

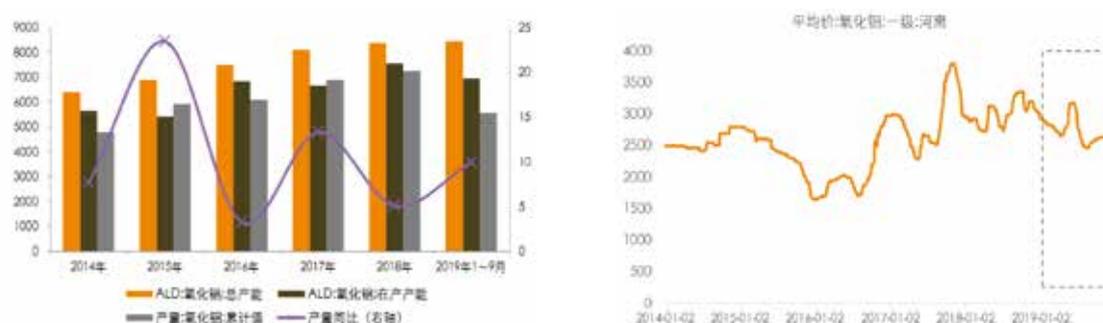


资料来源：Wind，东方金诚整理

电解铝生产成本主要为氧化铝、电力和预焙阳极等的成本。2019 年以来，海德鲁 Alunorte 氧化铝厂复产及阿联酋铝业 200 万吨氧化铝产能逐渐释放，叠加国内环保限产影响有所消退，氧化铝价格有所下降。2019 年 1~10 月，国内氧化铝产量同比增长 7.41%，10 月末河南一级氧化铝平均价较上年末下降 9.95%。此外，受益于动力煤、预焙阳极等原材料价格下跌，2019 年电解铝生产成本有所下降且降幅明显大于电解铝价格降幅，行业亏损面大幅收窄，电解铝行业盈利状况有所改善。

2020 年，随着电解铝转移产能及西部地区新建产能的投放，加之采暖季限产影响有限，电解铝产量将小幅增长，下游房地产行业投资增速趋缓，行业料呈供需双弱格局，预计电解铝价格将震荡下行。2020 年煤炭价格中枢将稳中略降，电煤成本将进一步下降，氧化铝价格受供应宽松的影响维持下跌趋势。综合来看，电解铝成本将继续下降，铝企盈利状况将持续改善。

图表 7 近年我国氧化铝生产情况及价格变化（单位：万吨 / 年、万吨、元 / 吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 3. 铅锌

全球铅、锌精矿产能逐步释放，配合国内再生铅供给放量，铅锌供给整体偏松；预计 2020 年铅锌下游需求将继续弱化，行业供需格局宽松

在 2018 年锌价高位的刺激下，2019 年全球矿山新增产能迎来释放高峰期，精矿产量同比增长 2.42%，其中海外矿山新增产能释放量达 64.90 万吨。随着锌精矿的增长，其伴生矿铅精矿产能同步放量，铅精矿市场供应趋于宽松。2019 年 1~9 月，锌、铅矿进口同比分别增长 11.82% 和 34.37%，铅锌进口大幅增长，国内市场供应整体偏松。冶炼方面，国外铅锌冶炼厂产能利用率处于高位，中国冶炼厂开工率仍然有较大的提高余地，2019 年国内开工率约为 76%，预计明年国内开工率达 80%。在正常开工率情况下，2020 年精矿供应将延续宽松状态。预计 2020 年国外矿山产量继续恢复、国内精矿进口增长，铅锌矿山端供应宽松；大型持证再生铅企业

受环保督查影响有限，加之原料供应相对充裕，国内再生铅产量将保持增长，再生铅产量在精炼铅总产量中的占比也将有所提升。冶炼环节，加工费将保持适宜水平，国内锌冶炼厂生产维持稳定，精炼锌产量将出现增长。

我国铅锌消费占全球比重均接近 50%，是主要的铅锌消费国。国内约 70% 的锌用于加工镀锌板，主要作为建材应用于建筑和地产等终端领域；铅约 86% 用于生产铅酸蓄电池，最终用于电动车及汽车制造。2019 年前三季度，我国房地产开发投资增速维持高位，但房屋新开工面积增速同比降低 7.70 个百分点；2020 年融资环境受限及政策调控将仍对房地产行业投资形成制约。汽车制造方面，2019 年前三季度汽车销量同比下降 10.30%，预计 2020 年汽车行业持续低迷，铅锌行业总体下游需求仍将继续弱化。

图表 8 近年铅、锌进口及产量情况（单位：万吨）

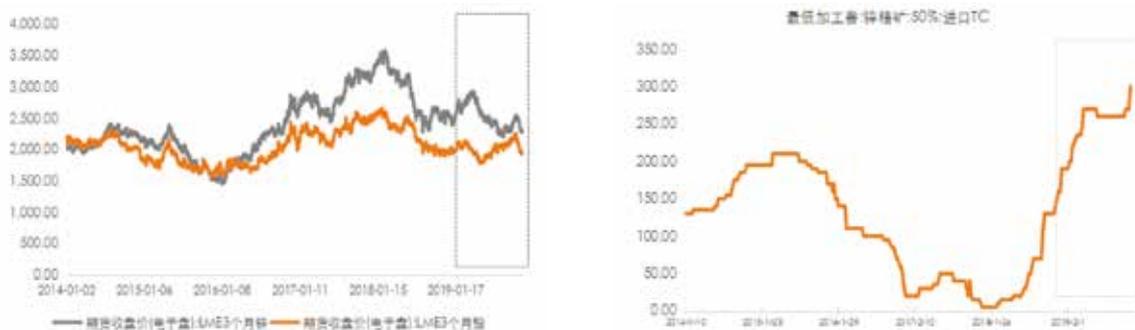


资料来源：公开资料，东方金诚整理

预计 2020 年铅锌价格将持续回落，铅锌采选企业盈利空间继续收窄

2019 年下半年受电动自行车、汽车等铅的终端消费需求持续不振影响，铅价有所回落。随着进口锌的流入，国内锌矿供应缓慢回升，二季度开始中美贸易战愈演愈烈，市场对中国房地产和汽车行业担忧加剧，锌价格进一步下跌，全年锌价整体呈下降趋势。受铅锌价格下跌影响，铅锌采选企业盈利水平下降。2019 年锌精矿加工费快速走高，冶炼企业盈利水平得以改善。

图表 9 近年铅锌价格及锌精矿加工费情况（单位：美元 / 吨、元 / 吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

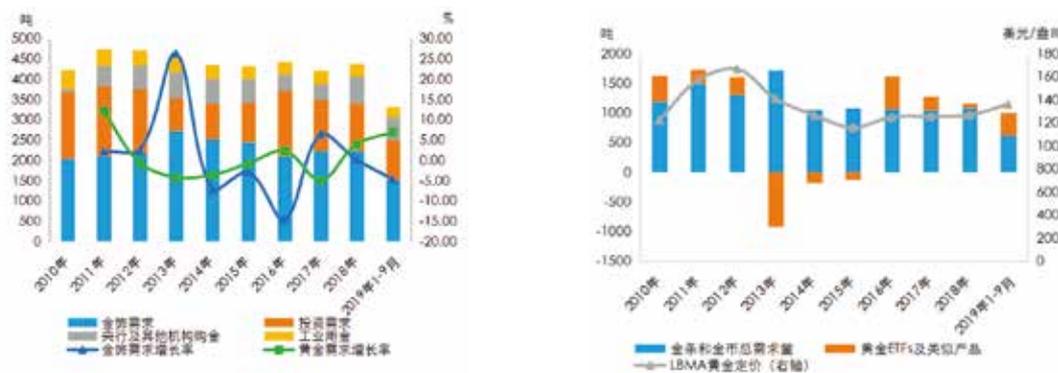
预计 2020 年经济增速持续放缓，国内房地产增速趋缓，汽车销售增速降幅收窄，铅锌价格反弹动力不足，延续震荡下行态势。受此影响，铅锌采选企业毛利率将有所下滑，采选、冶炼和深加工全产业链布局企业盈利水平受影响相对较小。

#### 4. 黄金

矿产金产量增速放缓，投资需求带动黄金需求增长，2020 年美元强周期尚未结束，预计黄金价格将小幅下降

黄金需求主要来源于黄金饰品和投资需求，分别占消费量的 50% 和 30% 左右，央行和其他机构购金及工业用金占比均为 10% 左右。近年受全球经济下行压力影响，金饰需求规模及增速整体处于较低水平，2019 年前三季度全球金饰需求同比下降 4.60%。短期内世界经济增长动能仍趋缓，加之贸易争端发展的不确定性，消费者对于全球经济的负面预期增强，预计 2020 年金饰需求将保持下跌趋势。黄金投资需求主要指对金条和金币投资，以及黄金交易所交易基金（ETFs）投资。2019 年前三季度黄金价格快速攀升，对金条和金条投资需求形成抑制。近年黄金 ETFs 投资受全球风险事件增多影响波动较大，成为影响黄金价格最直接的原因之一。2019 年 5 月以来随着贸易争端加剧，黄金 ETFs 投资大幅增长，进而带动黄金投资增加，前三季度黄金投资同比增长 31.35%。受美国政府债务规模持续增长，预计美元信用可能承压，全球央行可能继续增持黄金且规模料有所扩大。此外，近年工业用金需求相对稳定。

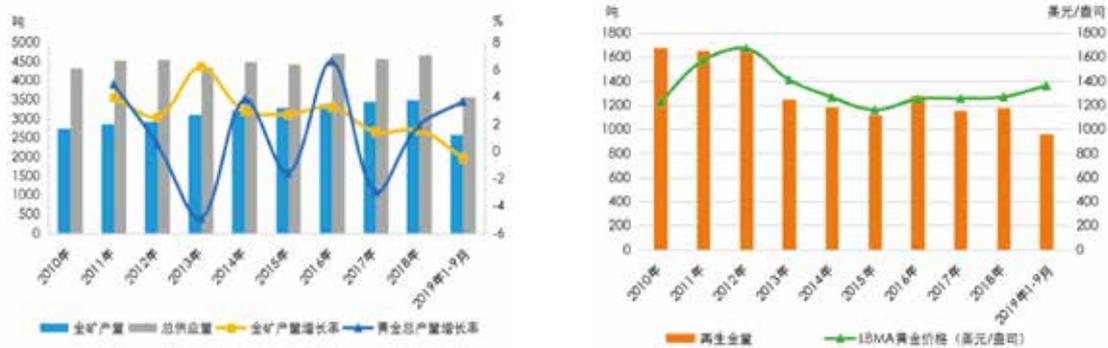
图表 10 近年黄金需求及黄金投资与金价变动情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

全球黄金供给主要来自矿产金和回收金，由于前几年黄金价格较低及各国环保要求提高，行业新增采矿项目有限，全球黄金储量和矿产金产量增速均维持低位。中国是全球最大的矿产金生产国，2018 年产量约占全球产量的 11.53%，近年受环保等因素影响矿产金产量持续下降。俄罗斯、加拿大和澳大利亚地区等其他国家及地区部分采矿项目投产，对中国减产有所抵消，2019 年前三季度全球矿产金产量基本与去年同期持平。回收金约占黄金产量的四分之一，得益于黄金价格较高，2019 年全球回收金供给量同比提高 8.50%。受回收金产量推动，前三季度全球黄金供给量同比小幅增长 3.65%。2019 年黄金价格相对较高，预计会推动矿产金产量增加，但考虑到全球黄金储量增速保持低位以及现阶段全球环保要求越发严格，2020 年矿产金产量增长将有限，黄金供给整体保持低速增长。

图表 11 近年全球矿产金及回收金供给情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

黄金价格受投资需求影响较大<sup>1</sup>。同时，黄金通常以美元计价，黄金价格与美元指数以及利率水平具有较强的负相关性。短期来看，在金饰需求以及供给较弱的背景下，黄金投资的避险需求对价格的影响较为明显，风险事件会推动黄金价格上涨，但随着风险事件逐步被消化，黄金价格将有所回调。2019 年上半年黄金价格相对平稳，在 1250 美元 / 盎司左右震荡，年中受贸易争端升级以及贸易争端对美国经济的负面扰动等因素影响，黄金价格快速攀升至 1500 美元 / 盎司，2019 年黄金价格进入近年来的高点。

图表 12 美元指数、美国实际利率与黄金价格变动情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年全球主要经济体经济增速放缓。2019 年受前期减税及经济刺激政策效果的减弱，美国经济存在一定下行压力，7 月以来美联储连续三次下调联邦基金利率，短期内对美国经济有所推动。相对来看，英国、欧元区以及日本等经济体缺乏经济增长动能，且欧元区和日本利率水平已经计入负利率区间，未来货币政策操作空间有限。预计 2020 年美国经济发展情况仍强于其他经济体，同时美联储货币政策的操作空间也相对较大，美元指数仍具有较强韧性，将对黄金价格形成打压。另一方面，10 月以来中美谈判出现阶段性成果，市场对相关风险有所消化，且 2020 年为美国大选年，预计中美贸易争端可能出现暂时性缓和。通货膨胀方面，受全球经济整体下行压力影响，大宗商品价格将呈现下行趋势，通胀水平难有较大提高，对实际利率形成一定支持。整体来看，受美国经济相对较好以及贸易争端缓和，预计 2020 年黄金价格将难以保持上涨。

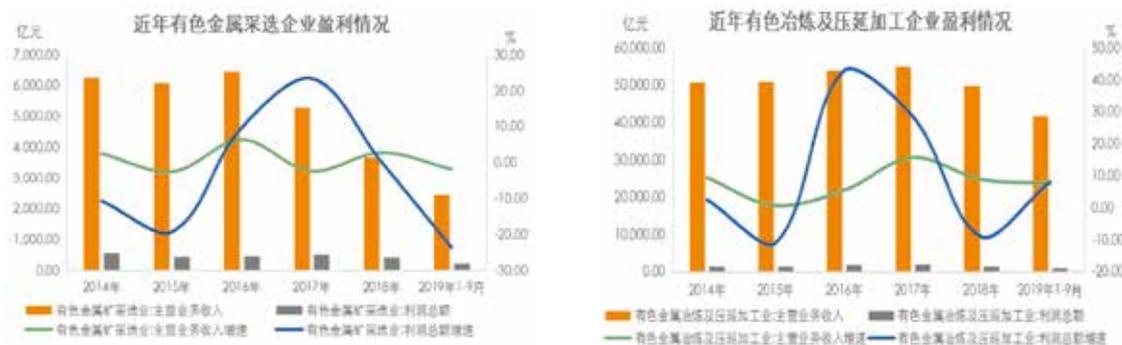
2019 年前三季度受金属价格下跌影响，有色金属采选行业盈利有所下滑，预计 2020 年将继续小幅下滑

2019 年前三季度有色金属行业在收入规模整体有所扩大的情况下，利润总额继续下滑，其中采选企业受金

<sup>1</sup> 由于黄金本身并不生息，黄金投资的机会成本对于黄金价格影响较大。

属价格走弱影响业绩下滑明显。2019年1~10月，规模以上有色金属企业累计实现营业收入48749.40亿元，同比增长6.80%，其中有色金属采选企业营业收入同比下降6.19%，冶炼及压延加工企业保持增长；利润总额为1243.30亿元，同比下降7.37%，其中有色金属采选企业利润总额同比下降26.43%至258.10亿元，冶炼及压延加工企业利润总额略有下降。

图表 13 2014 年以来主要有色金属企业盈利情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、有色金属企业信用表现

截至2019年10月末，全国规模以上有色金属采选、冶炼及加工企业共8367家，其中存续债券发债主体（含上市发债主体）63家、上市公司117家。本文剔除部分数据缺失、异常值及母子公司重复样本后，选取国内53家有有色金属发债及上市企业进行信用观察，其中综合型、铜、铝、铅锌及黄金企业的样本数量分别为3家、13家、16家、13家和8家。

样本企业中，中央国有企业10家，地方国有企业16家，民营及其他企业27家。信用级别方面，AAA级企业14家，AA+级企业9家，AA级企业11家。本文从市场地位、企业规模、盈利能力、资本结构及债务负担水平四个维度，选取8个指标对样本企业进行信用排序，得出行业信用风险变化趋势，并对行业信用表现进行评价和样本分类。

**2020年有色金属价格仍面临下行压力，有色金属企业盈利水平将有所下降，加之债务负担持续加重，行业整体信用风险上行**

近年来受安环及去产能政策影响，有色金属行业壁垒不断提高，行业集中度提升，样本企业市场地位较为稳定。2019年有色金属价格虽普遍下行，但大中型有色金属企业依靠产能释放及项目收并购，企业规模和盈利能力有所提升。样本企业债务负担受行业资本支出增加影响持续增长，资本结构及债务负担程度有所弱化。

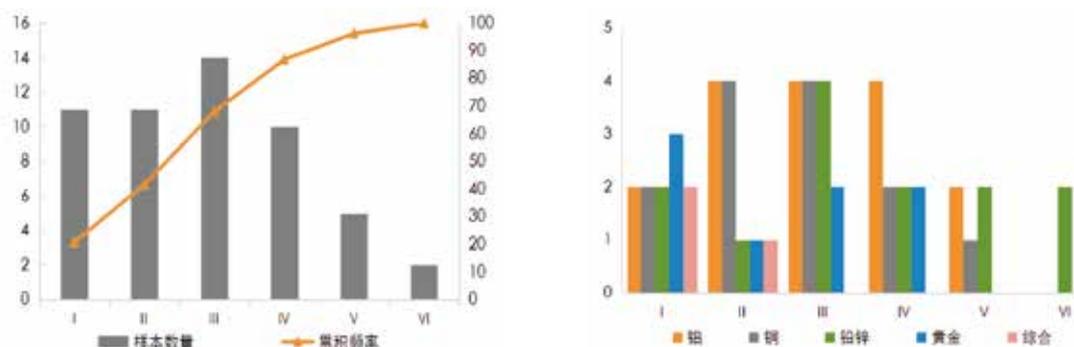
预计2020年有色金属行业信用风险将进一步上升，一方面系有色金属价格仍面临一定下行压力，行业盈利料有所减弱，细分行业继续分化；另一方面系为保持市场地位及原材料稳定性，资源获取及产能扩张仍是有色金属企业保持竞争力的重要途径，行业债务负担稳中有升，有色金属企业偿债能力有所弱化。

图表 14 近年样本有色金属企业信用风险变化情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 15 有色金属企业样本分组分布情况 (单位: 个、%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 1. 市场地位

随着行业整合和供给侧改革推进, 2020 年有色金属行业集中度将逐步提高, 龙头企业市场地位进一步上升, 部分原材料自给率较低的铜及铅锌企业随着经营压力加大市场地位有所下降

2020 年随着行业对新建冶炼产能规模、技术、环保能力要求的提高, 行业集中度将有所提升。细分行业龙头企业受益于规模优势和资源优势, 经营稳定性相对较高, 抵御风险能力亦相对较强; 受加工费用料有所下降, 部分原材料自给率较低的铜及铅锌企业经营压力将有所加大, 市场地位下降。

铜行业方面, 随着东南铜业、赤峰云铜项目投产, 云铜集团阴极铜冶炼产能规模实现翻倍, 加之铜矿产量增加, 盈利能力和行业竞争力将明显增强; 铜陵有色控股随着其厄瓜多尔米拉多铜矿 2020 年放量, 行业地位将进一步巩固。另一方面, 阳谷祥光等原材料保障程度较低的铜企, 随着铜冶炼加工费走低, 市场地位和竞争优势都将有所弱化。铝行业方面, 近年中国铝业等行业龙头持续产能扩张并提高资源自给率。2020 年中国铝业防城港 200 万吨氧化铝项目, 市场的占有率与竞争力有望回升; 铝深加工龙头企业南山铝业不断提升铝加工板块的投资, 随着大型精密模锻件和特种铝合金项目陆续达产, 铝材产量继续扩增, 市场地位将进一步增强。中孚实业等部分电解铝生产企业产能转移接近尾声, 电解铝产量将有所提升。铅锌行业产能集中度依然比较分散, 驰宏锌锗、中金岭南等龙头企业依托于丰富的铅锌金属储量, 地位仍较为稳固。黄金行业方面, 山东黄金、中国黄金和紫金矿业等大中型黄金企业, 通过对外投资和收购以及对矿山深边部的勘探开采, 黄金产量整体保持增长, 市场地位相对稳固。

2020 年部分企业将向产业链上下游延伸，加快布局矿山资源及扩大冶炼产能，产品结构多元化及产业链完善的企业抗风险能力将进一步提升；产业链单一的企业经营风险加大

从运营多元化来看，拥有完整产业链、多元化产品的企业，抗周期性能力和盈利稳定性较强，信用风险相对较低。其中，铝行业产业链优势更为突出；铜、铅锌和黄金企业产品多元化更加明显。

国内铜和铅锌企业主营业务多以冶炼为主，部分行业龙头拥有一定资源优势，涉及上游采选业务，并向下游加工环节延伸。预计 2020 年拥有较完整产业链、产品多元化程度较高的铜企和铅锌企业信用风险相对较低。铝企多通过完善产业链、增强成本控制能力来提高盈利水平。2020 年，中国铝业等大型铝企将进一步拓展“煤—电—铝”产业链一体化和完善“铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”产业链布局，抗风险能力料有所提升；南山铝业及天山铝业随着氧化铝项目投产，原材料保障进一步提升；云南冶金集团随着未来氧化铝技术升级项目、60 万吨炭素项目、水电铝项目投产，产业链完善程度将进一步提高。黄金行业由于自产金产量规模有限，国内大型黄金企业普遍通过外购原料金和粗金，开展冶炼业务以补充收入和利润；同时，大型黄金企业普遍拥有铜、铅锌以及稀有金属等相关业务，一定程度上提高了运营的稳定性。其中，中国黄金和紫金矿业积极推进国内和国际铜锌矿项目建设，预计 2020 年非金属采选业务收入比重将会进一步提高。

## 2. 企业规模

受益于产能陆续释放，预计 2020 年有色金属企业收入将保持增长，其中铜、铅锌企业增幅较明显

2019 年，样本有色金属企业预计实现营业收入 31134.86 亿元，同比增长 11.98%，其中黄金企业、铝企及综合型企业营业收入增长幅度预计超过 10%，铜企营业收入料小幅增长，铅锌企业营业收入相对稳定。2019 年以来受贸易争端等带动全球避险需求提高，黄金价格快速攀升，加之部分黄金企业加大非标金业务，黄金企业收入大幅提高；其中，山东招金集团及赤峰黄金收入增幅均超过 60%。铝企中位于华北地区且以电解铝业务为主的山东宏桥、神火股份和中孚实业受限产、产能转移等因素影响，2019 年产销量和收入有所下滑，而铝深加工企业营业收入均有所增长。受益于资产并购及贸易业务规模扩大，综合型企业营业收入保持增长。铜企收入增长主要系江铜集团、云铜集团及西部矿业等新建产能投放所致。样本铅锌企业兴业矿业受银漫事故影响，2019 年营业收入同比减少 67.61%；宏达股份因金鼎锌业不再纳入合并范围收入有所下降。

铜、铅锌企业随着冶炼产能陆续释放，预计 2020 年收入增幅较大；铝企受益于产能利用率提升及新增产能投产，收入将小幅增长；黄金价格虽预计低于 2019 年，但大型黄金企业将依靠自身的资源优势提高黄金和其他金属产销量，及通过增加外购金业务提高自身销量以保持收入稳步增长，其中中国黄金、紫金矿业等在建项目较多，预计 2020 年收入规模将有较大幅度的增长。

图表 16 近年样本有色金属企业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 3. 盈利能力

2020 年预计行业整体盈利或略有下降，铅锌及原料自给率较低的铜冶炼企业盈利将呈下行态势，黄金企业盈利略有减弱，铝企盈利相对稳定

2019 年，样本有色金属企业毛利率中位数为 9.94%，同比略有提升；其中铜企和铝企毛利率中位数分别提升 0.95 和 0.35 个百分点，综合、铅锌及黄金企业毛利率中位数均有所下降。受铜价下滑及 TC/RC 走低影响，云南铜业及铜陵有色等铜冶炼企业毛利率有所下降，新收购恒邦股份布局黄金产业的江西铜业受益于黄金价格走高毛利率稳中有升，以高端合金材料为主导产品的博威合金毛利率提升明显。受益于氧化铝价格下行，电解铝企业业绩改善明显，尤其是中孚实业、焦作万方等单一电解铝企业毛利率提升幅度均超过 9 个百分点。受主要有色金属价格 2019 年整体走低影响，综合型有色金属企业毛利率水平小幅下降。铅锌企业中兴业矿业受银漫矿难影响，毛利率下降幅度较大。黄金价格虽有所上涨，但受企业扩大非标金业务及其他有所金属价格下降影响，黄金企业毛利率水平整体有所下降。

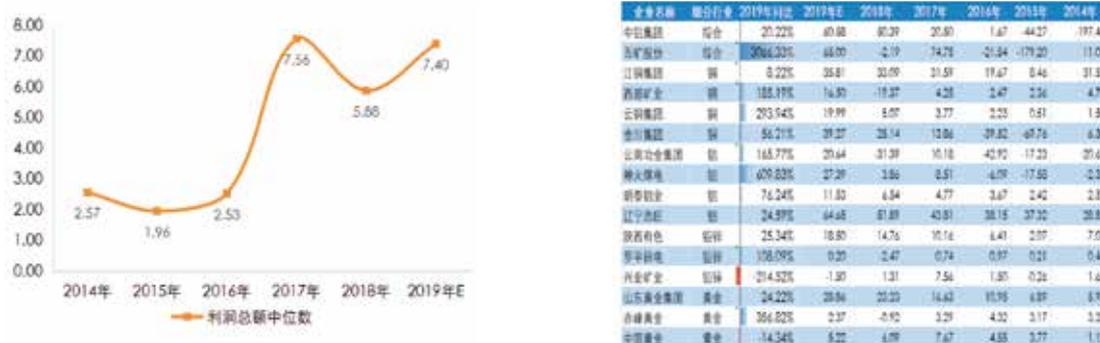
图表 17 近年样本有色金属企业毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年以来，受益于产能扩充及释放、部分国有企业“僵尸企业”已出清及业务多元化，有色金属样本企业利润总额预计 816.09 亿元，同比增长 39.03%；其中铝企、铜企及综合型企业增长幅度较大，铅锌企业小幅增长，而黄金企业相对稳定。受益于氧化铝、煤炭、预焙阳极等原材料价格下降，样本铝企利润总额总体增幅超 100%；其中云南冶金集团得益于氧化铝自给率提高、水电铝项目投产及其他原材料采购价格下降，利润总额增幅达 290%，而因资产处置形成大额收益，神火煤电利润总额同比大幅提升。样本铜企利润总额增长主要来自江西铜集团、云铜集团及西部矿业等大型国有铜企，其产能扩充及释放抵消了部分铜价及加工费下降带来的影响。中铝集团及五矿股份等综合型企业受财务费用减少及资产减值转回影响，利润总额均同比有所增长。2019 年以来黄金价格整体上涨，山东黄金和赤峰黄金利润规模大幅增长，其中赤峰黄金于 2018 年收购万象矿业后利润增幅达 80%；其他黄金企业受债务规模增长及销量提高等导致期间费用大幅增加影响整体利润总额变化较小。

图表 18 近年样本有色金属企业利润总额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年有色金属行业整体盈利或略有下降。细分行业来看，受 TC/RC 下降影响，铜冶炼企业盈利将继续弱化，其中原材料自给率较低的铜冶炼企业受影响程度更大；铅锌、黄金企业受价格预期下行影响，盈利亦有所下降，但黄金企业降幅有限；铝企盈利受益于氧化铝、预焙阳极等原材料价格持续低迷，吨铝盈利有望维持高位。

#### 4. 资本结构及债务负担水平

随着国家信贷政策结构性放松及行业产能继续扩张，有色金属行业债务负担将保持稳定或小幅上升，偿债能力或有所弱化

2019 年以来国内政策层面由去杠杆转向稳杠杆，加之年初以来央行数次针对民营企业定向降准，有色金属行业杠杆率有所回升，样本企业资产负债率中位数同比上升 4.29 个百分点至 62.41%。综合型、铅锌及黄金企业资产负债率中位数有所下降，铝企资产负债率较为稳定，铜企资产负债率中位数大幅提升 5.30 个百分点。受益于发行永续债权，中国有色和中铝集团等综合型企业资产负债率呈下降态势，但实际财务杠杆水平仍较高；铝企中广西投资集团因开展金融业务及中孚实业因自身盈利较差及外部融资依赖性较强资产负债率均超过 80%，而云冶集团因偿还债务规模较大及子公司金鼎铝业并表，资产负债率下降明显；铜企中江铜集团、博威合金及海亮股份受收购资产和产能扩充影响，资产负债率上升幅度较大。

图表 19 近年样本有色金属企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年，有色金属样本企业 EBITDA 利息倍数略有上升。其中，样本铝企受益于盈利能力增强及债务规模下降，EBITDA 利息倍数同比增长 0.42 倍；铅锌企业主要系罗平锌电、宏达股份及株洲集团等盈利增强，对利息支出覆盖程度有所提升；铜企受盈利能力弱化及债务规模上涨影响，EBITDA 利息倍数有所下降，其中西部矿

业和云南铜业受益于产能释放带动盈利提升，EBITDA 对利息覆盖水平有所提高。黄金价格虽有所上涨，但受期间费用率提高以及债务规模增加等因素影响，黄金企业 2019 年 EBITDA/ 利息覆盖率指标弱于去年同期水平。

图表 20 近年样本有色金属企业 EBITDA 利息倍数情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年有色金属行业债务规模将继续增加，行业整体债务负担将保持稳定或小幅上升。其中，黄金企业基于 2020 年黄金价格低于 2019 年平均水平，且仍存在资源接续压力，债务规模难以下降，盈利对债务及利息的覆盖难以明显改善；铝行业受益于经营业绩提升，债务负担将维持现有水平或有所减轻；铜企及铅锌企业因前期产能扩张及盈利下滑，债务负担或继续小幅上升。同时，仍需关注在建项目规模较大、债务负担较重、融资渠道受限的企业偿债能力弱化的风险。

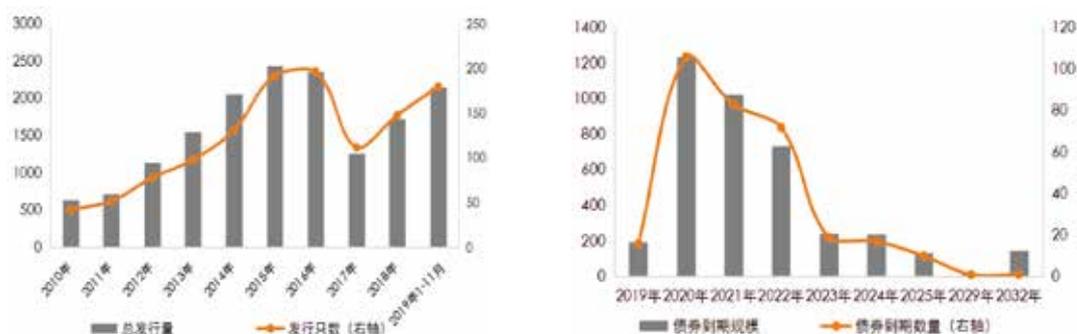
### 三、有色金属行业债市表现

2019 年以来有色金属行业发行债券规模和只数均有所增加，行业内企业发债意愿提升；2020 年行业集中偿付压力较大，需关注部分前期投资激进、债务负担较重、资产流动性较差的有色金属企业信用风险的上升

2006 年以来，行业内共发行债券 1308 只，发行金额合计 17161.65 亿元。2019 年 1~11 月，有色金属行业共有 34 家主体发债，发行债券 175 只，发行规模合计 2081.85 亿元。其中发行时级别为 AAA 级的主体有 16 家、AA+ 级 8 家、AA 级 9 家、AA- 级 1 家。新发债券以超短期融资券和中期票据为主，发行只数分别占全部发债数量的 56.90% 和 22.41%。从发行主体来看，中央国有企业、地方国有企业和民营企业发债数量占比分别为 29.89%、51.15% 和 18.97%，发行主体以国有企业为主。

截至 2019 年 11 月末，有色金属行业存续债券总数 326 只，合计规模 3975.76 亿元，以 AAA 和 AA+ 级债券为主，只数占比分别为 67.18% 和 17.79%；存续期债券以公司债、中期票据和超短期融资券为主，只数占比分别为 27.91%、34.05% 和 19.33%，短期及超短期融资券发行比例有所提高。AAA 级客户具有较强的发债能力和意愿，南山集团有限公司、中国铝业集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广西投资集团有限公司存续期债券分别为 30 只、31 只、27 只和 23 只。

图 表 21 有色金属行业近年债券发行及存量债券未来到期兑付情况（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 有色金属行业到期债券共 106 只，规模 1236.43 亿元，到期债券以 AAA 级债券为主；其中 1 月、8 月和 9 月到期规模较大，需关注中低等级中前期投资激进、债务负担较重、资产流动性较差的民营企业。

**受主要有色金属价格下跌影响，行业盈利能力有所弱化，信用风险水平提升，AA+ 级债券利差走扩**

2019 年以来主要有色金属价格下跌，行业盈利能力整体有所弱化，信用风险略有上升。其中，3 家企业主体信用评级上调，1 家企业评级展望下调；4 家企业主体评级下调，3 家企业构成实质性违约。

图 表 22 2019 年有色金属企业信用级别及展望调整情况

细分行业	企业名称	评级机构	主体信用等级与 评级展望调整	最新级别 调整时间
稀有金属	浙江华友钴业股份有限公司	联合资信	AA/ 稳定→AA+/ 稳定	2019-03-21
铝	俄铝	中诚信证评	AA+/ 稳定→AAA/ 稳定	2019-06-28
铜	铜陵有色金属集团控股有限公司	东方金诚	AA+/ 稳定→AAA/ 稳定	2019-06-03
黄金	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	联合信用	A/ 负面→BBB/ 负面→C	2019-06-11
铝	青海省投资集团有限公司	中证鹏元	AA/ 稳定→AA-/ 负面→BBB/ 负面	2019-06-27
白银	郴州市金贵银业股份有限公司	东方金诚	AA/ 稳定→AA-/ 负面→A/ 负面→BBB/ 负面→BB-/ 负面→B-/ 负面→C	2019-11-03
稀有金属	广东东方锆业科技股份有限公司	中证鹏元	A+/ 稳定→A+/ 负面→C	2019-10-09

数据来源：Wind，东方金诚整理

行业中违约企业主要受自身经营和管理因素影响较大，其中甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司和郴州市金贵银业股份有限公司因内部控制制度失效，对外担保规模较大，导致流动性压力较大；青海省投资集团有限公司因前期投资和资本支出规模较大导致债务规模较大，且部分投资项目盈利情况较差致使公司流动资金紧张；广东东方锆业科技股份有限公司因下游需求情况一般导致存货积压严重，致使债券未能按期全额兑付。预计 2020 年部分生产成本较高，在建项目资金需求较大且自身债务负担较重的电解铝企业及铅锌企业信用风险仍较高。

图表 23 2010 年~2018 年及 2019 年 1~11 月有色金属行业利差



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年，有色金属行业利差有所分化，其中 AAA 相对稳定，AA+ 级债券利差大幅走高，最高达 304.70BP。2019 年以来市场整体流动性逐渐宽松，投资者风险偏好下降，AAA 级企业中，大多数行业利差呈现下行态势。有色金属行业利差相对平稳，有色金属行业利差与钢铁、机械、汽车和交通运输行业分化加深，行业周期性显著。2019 年全球宏观经济下行压力较大，下半年开始全球主要经济体制造业 PMI 指数位于荣枯线以下，有色金属预期需求弱化，主要有色金属价格呈现震荡下行态势，企业盈利水平减弱，行业信用风险水平有所上升。AA+ 级债券利差走扩主要系 AA+ 存续债券中，宏桥系债券比重较高，受铝价降低及投资者对中低等级债券投资偏好降低影响，宏桥系债券利差快速走扩带动行业利差走扩。

#### 四、2020 年信用风险展望

2020 年主要有色金属价格重心将小幅下移，行业整体盈利有所减弱，加之债务负担或小幅上升，行业信用风险总体上行；铅锌及原材料自给率较低的铜冶炼企业信用质量有所弱化

2020 年全球经济依然面临一定下行压力，预计主要有色金属价格将呈下行态势，有色金属企业盈利能力有所减弱，加之在建项目投入及并购持续，行业债务负担水平或持续上升，行业信用风险总体上行。其中，大型国有有色金属企业依托于较强的市场地位、资源优势及业务多元化，信用风险相对稳定；细分行业中原材料自给率较低铜冶炼企业受冶炼费用下降影响，行业利润水平持续弱化；铅锌企业受铅锌价格走低影响盈利能力偏弱；受益于原材料价格下降，铝企盈利维持稳定；黄金企业信用风险相对稳定。

附件：样本企业名单及 2019 年 1-9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）<sup>2</sup>

公司全称	细分行业	分组类型	营业收入	利润总额	资产负债率	公开级别	评级日期
中国铝业集团有限公司	综合	I	2,627.77	45.44	64.72	AAA	2019-10-24
中国有色矿业集团有限公司	综合	I	963.41	11.74	67.16	AAA	2019-09-12
中国五矿股份有限公司	综合	II	1,835.03	54.90	88.30	AAA	2019-06-26
江西铜业集团有限公司	铜	I	1,818.52	26.86	62.41	AAA	2019-09-18
金川集团股份有限公司	铜	I	1,615.22	29.45	63.57	AAA	2019-07-25
铜陵有色金属集团控股有限公司	铜	II	1,498.36	6.02	73.61	AAA	2019-07-02
西部矿业股份有限公司	铜	II	223.09	12.76	68.22	AA+	2019-05-27
云南铜业(集团)有限公司	铜	II	519.39	14.24	65.75	AA+	2019-08-23

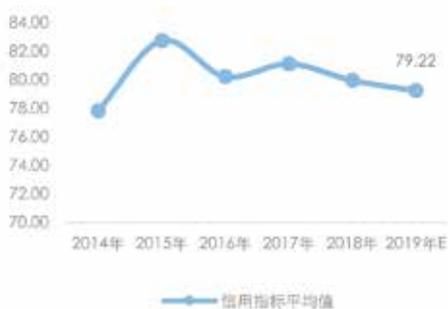
<sup>2</sup> 不同评级机构给予同一受评企业的最新主体信用等级可能存在差异，本文披露的为受评主体最新评级日期的信用等级。东营方圆有色金属有限公司、新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司和辽宁忠旺集团有限公司由于未公布三季报，故此列示 2019 年上半年营业收入。

东营方圆有色金属有限公司	铜	II	125.89	5.93	44.76	AA	2019-06-21
白银有色集团股份有限公司	铜	III	416.52	2.18	69.20	-	-
浙江海亮股份有限公司	铜	III	320.76	10.07	63.07	-	-
阳谷祥光铜业有限公司	铜	III	228.55	3.17	60.81	AA	2019-07-22
宁波博威合金材料股份有限公司	铜	III	52.87	3.75	48.26	-	-
鹏欣环球资源股份有限公司	铜	IV	142.45	4.66	36.91	-	-
安徽楚江科技新材料股份有限公司	铜	IV	117.23	4.20	30.61	-	-
安徽梦舟实业股份有限公司	铜	V	27.77	-0.21	40.55	-	-
陕西有色金属控股集团有限责任公司	铅锌	I	1,049.71	15.43	65.08	AAA	2019-07-16
云南驰宏锌锗股份有限公司	铅锌	I	134.49	10.10	44.13	AA+	2019-05-16
深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	铅锌	II	173.66	7.52	45.92	-	-
盛屯矿业集团股份有限公司	铅锌	III	233.08	1.93	52.53	AA	2019-05-17
中国有色金属建设股份有限公司	铅锌	III	86.70	1.35	62.94	-	-
盛达金属资源股份有限公司	铅锌	III	19.57	4.99	41.91	-	-
西藏珠峰资源股份有限公司	铅锌	III	13.44	6.60	42.22	-	-
葫芦岛锌业股份有限公司	铅锌	IV	57.50	1.35	46.51	-	-
西藏华钰矿业股份有限公司	铅锌	IV	6.56	0.76	37.68	AA	2019-07-30
云南罗平锌电股份有限公司	铅锌	V	13.28	0.09	29.98	-	-
四川宏达股份有限公司	铅锌	V	18.49	0.74	49.36	-	-
株洲冶炼集团股份有限公司	铅锌	VI	69.37	0.20	91.76	-	-
内蒙古兴业矿业股份有限公司	铅锌	VI	5.64	-1.14	42.66	-	-
山东宏桥新材料有限公司	铝	I	626.38	50.01	64.48	AA+	2019-06-25
中国铝业股份有限公司	铝	I	1,457.09	20.51	66.34	AAA	2019-08-27
云南冶金集团股份有限公司	铝	II	343.30	15.48	64.67	AA+	2019-07-30
山东南山铝业股份有限公司	铝	II	163.27	16.61	23.43	AAA	2019-06-14
辽宁忠旺集团有限公司	铝	II	108.55	24.15	49.19	AA+	2019-07-26
河南明泰铝业股份有限公司	铝	II	104.68	9.80	34.86	AA	2019-06-21
广西投资集团有限公司	铝	III	1,290.06	26.11	84.69	AAA	2019-11-08
深圳市东阳光实业发展有限公司	铝	III	187.12	17.17	63.25	AA+	2019-10-15
新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	铝	III	157.77	5.26	70.11	AA	2019-06-26
河南神火煤电股份有限公司	铝	III	134.15	25.89	81.53	AA-	2019-07-26
江苏鼎胜新能源材料股份有限公司	铝	IV	83.51	2.54	67.66	AA	2019-08-20
焦作万方铝业股份有限公司	铝	IV	35.55	0.07	40.20	AA	2016-05-26
江苏常铝铝业集团股份有限公司	铝	IV	31.75	0.19	51.98	-	-
新疆众和股份有限公司	铝	IV	34.80	1.31	63.64	AA	2018-04-25
河南中孚实业股份有限公司	铝	V	51.25	-3.64	90.81	AA-	2019-06-21
东莞宜安科技股份有限公司	铝	V	7.92	0.41	27.40	-	-
紫金矿业集团股份有限公司	黄金	I	1,016.27	48.62	59.40	AAA	2019-08-23
山东黄金集团有限公司	黄金	I	757.10	21.24	64.13	AAA	2019-09-25
中国黄金集团有限公司	黄金	I	733.94	5.22	68.57	AAA	2019-08-15
招金矿业股份有限公司	黄金	II	46.34	4.44	57.78	AAA	2019-09-12
山东招金集团有限公司	黄金	III	489.97	4.24	66.80	AAA	2019-07-31
湖南黄金股份有限公司	黄金	III	113.25	1.27	29.08	AA+	2019-05-23
山东恒邦冶炼股份有限公司	黄金	IV	206.24	3.06	69.61	AA	2017-06-01
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	黄金	IV	43.42	1.97	61.38	AA	2019-06-11

## 2020 年汽车制造行业信用风险展望

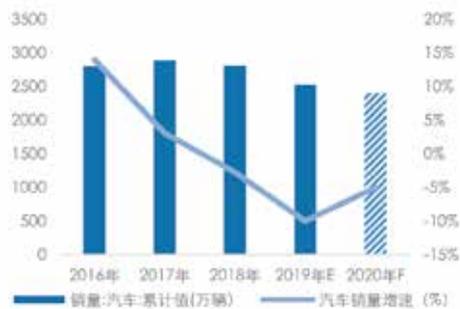
工商企业一部 曹洋洋 边沁

行业信用质量：2019 年下降，2020 年小幅下滑



资料来源：Wind，东方金诚整理

我国汽车销量及增速变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

- 在增长放缓的大环境下，居民消费能力及意愿下降，低基数下 2020 年乘用车销量降幅收窄，其中豪华车仍将保持较快增速，渗透率进一步上升。
- 2020 年，电商物流快速增长及换车周期进入长尾阶段支撑货车行业景气度延续；受益于公交车由燃油向“新能源”的快速替换，2020 年客车销量企稳。
- 新能源汽车受政策支持、特斯拉国产化、新车型大量推出等影响，2020 年销量增速小幅回升。
- 2020 年，汽车整体销量持续下滑将进一步影响车企的收入规模，降价或稳价策略使车企盈利空间进一步压缩。
- 债务规模位于高位叠加利润下行，预计车企偿债能力进一步弱化，中小型车企信用风险上升明显。

## 一、汽车制造行业信用基本面

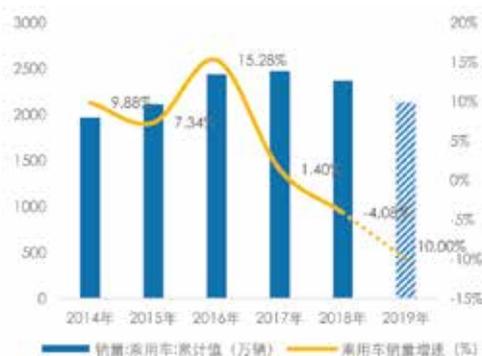
### 1、乘用车

在增长放缓的大环境下，居民消费能力及意愿下降，消费者购车决策更为理性，2019年全年乘用车增速为-10%左右，低基数下2020年乘用车销量在2000万辆左右，降幅收窄

2019年前三季度，我国汽车销量为1837.10万辆，同比下降10.34%。其中，乘用车销量为1524.95万辆，同比下降11.65%，降幅超出预期<sup>1</sup>。同期，乘用车中的轿车销量增长-11.93%，SUV销量增长-9.33%。东方金诚认为，乘用车销量持续下滑，一方面由于经济下行压力显现，居民收入增长预期降低，消费能力及意愿下降；另一方面是因为2016~2017年推行的购置税优惠政策提前预支了部分购车需求，下游需求出现回调；此外，P2P贷款被严厉整治以及共享出行的快速发展也抑制了部分购车需求。预期2019年全年乘用车增速为-10%左右。

2020年在低基数效应和政策支撑作用下，乘用车销量降幅有望收窄。目前，我国经济型乘用车市场需求已相对饱和，同时消费者购车更趋于理性，道路、停车位及车牌等供给不足，以及向下的消费惯性和共享出行的快速发展，将在未来2~3年抑制部分购车需求，使乘用车2020年销量难以回到正增长轨迹。不过，考虑到2018年下半年以来乘用车的销量持续下滑导致同比基数下降，2019年出台的企业减税降费措施对消费的传导作用预计在2020年将有所显现，趋于宽松的货币政策也将进一步为消费提供支撑，东方金诚预计，2020年我国乘用车销量在2000万辆左右，降幅收窄。

图表 1：近年乘用车销量及增速变化情况



图表 2：近年轿车及 SUV 销售情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

消费升级、豪华品牌价格下沉以及一二线城市的换购需求仍将为豪华车销量增长提供稳定支撑，预计2020年豪华车仍将保持较快增速，渗透率进一步提升至13%左右

消费升级和中高收入人群对经济下行压力较强的抵抗能力支撑了豪华型乘用车消费的持续增长。2019年前三季度，主流豪华品牌销量仍维持了15%左右的增长，远高于行业增速。一方面，高收入人群受经济下行压力影响较小，其新增及换购需求对于豪华品牌的消费倾向更为明显。另一方面，豪华品牌入门车型在实现国产化后价格下探，购车门槛进一步降低对豪华乘用车销量具有显著推动作用。2015年~2018年，我国豪华乘用车销量占比逐年增加，2019年前三季度占比为10%左右<sup>2</sup>。

目前，欧美日等汽车成熟市场豪华乘用车消费占比为15%~20%，我国与其相比仍有一定的差距，加之豪华品牌国产化进程持续推进，预计2020年豪华乘用车仍将保持较高增速，销量占比将提升至13%左右。

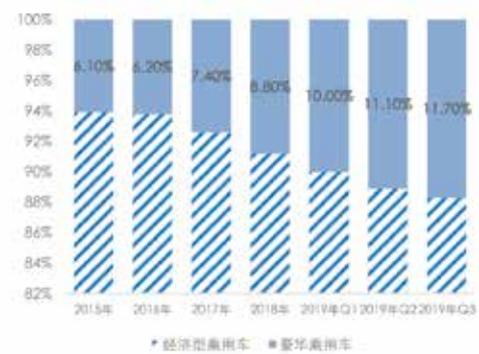
<sup>1</sup>文中销量数据若无特殊说明，均来自中国汽车工业协会。

<sup>2</sup>数据来源于乘联会。

图表 3：近三年豪华乘用车销量及增速<sup>3</sup>



图表 4：近年豪华乘用车占比变化



资料来源：公开资料，东方金诚整理

头部车企规模优势愈加明显，车企两级分化推动行业整合，乘用车市场末位淘汰赛已经开启，2020 年自主品牌乘用车将面临更大挑战

2019 年前三季度，前十大乘用车厂商市场份额为 58.80%，较上年提高 4.16 个百分点，其中前五大厂商市占率为 38.90%，较上年提高 2.57 个百分点，市场集中度上升<sup>4</sup>。我国汽车市场前 9 大品牌乘用车的销量份额已占据 54%，其中大众、通用、本田、丰田等品牌市场地位稳固。自主品牌压力上升，市场份额占比不断下降，根据中国汽车工业协会 2019 年前三季度统计，我国自主品牌乘用车共销售 590.30 万辆，占乘用车销售总量的 38.70%。

“稀缺型需求”带来的高速发展期已一去不返，购车者更为理性的消费选择以及不断上升的品牌忠诚度加快行业洗牌。2019 年，德系、日系为主的合资品牌市场地位更加稳固，韩系、法系市场份额进一步被侵蚀，部分品牌退出中国市场。

自主品牌中头部企业规模优势愈加明显，预计 2020 年强者恒强，末位淘汰。近年来，我国自主品牌的头部企业市场份额逐步上升，上汽集团、吉利控股和长城汽车作为研发能力、市场份额及消费者认可度最高的三个自主品牌整车企业，未来市场份额将进一步扩大；奇瑞、海马汽车、力帆汽车、众泰汽车在乘用车的设计、技术研发、消费者认可等方面均面临危机，2019 年部分企业已出现大规模停产。预计 2020 年行业内整合将进一步推进。

图表 5：2019 年 1~5 月前十大乘用车品牌销量统计

前十大乘用车	占乘用车比 (%)	较 2018 年变动 (%)	前十大自主品牌乘用车	占自主品牌销量比 (%)	较 2018 年变动 (%)
上汽大众	9.11	0.40	上汽集团	23.07	-0.94
一汽大众	8.56	-0.04	吉利控股	16.87	1.61
上汽通用	8.26	-0.05	长城汽车	11.17	2.00
吉利控股	6.68	0.35	中国长安	9.60	0.05
上汽通用五菱	5.82	-1.19	奇瑞汽车	6.64	0.51
东风有限 (本部)	5.69	0.26	东风公司	6.00	-0.52
长城汽车	4.44	0.58	比亚迪汽车	5.61	0.58
广汽本田	3.85	0.72	北汽集团	4.86	-0.79
一汽丰田	3.76	-	广汽集团	4.33	-1.06
长安汽车	3.73	0.04	众泰汽车	2.67	-
十家企业合计	59.88	1.41	十大企业合计	90.82	1.56

数据来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

<sup>3</sup> 豪华乘用车主要包括北京奔驰、华晨宝马、奥迪、凯迪拉克、沃尔沃、英菲尼迪等主要车型的销量。

<sup>4</sup> 数据来源于乘联会。

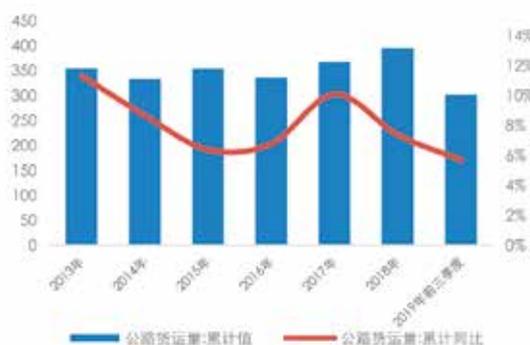
## 2、商用车

治理超载、电商物流快速增长等因素将为货车行业景气度的延续提供支撑，换车周期进入长尾阶段，2020年货车销量将稳中略降

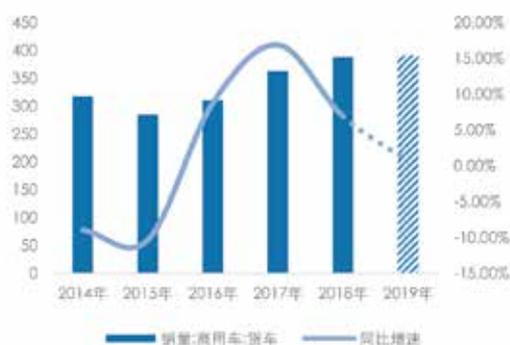
2019年1~10月，我国货车销量311.65万辆，同比下降2.50%。一方面，换车周期带来的货车需求增长在2018年已大部分释放，并在2019年逐步进入尾声。另一方面，国五和国六标准的实施时间间隔较小，对下游需求刺激力度减弱。不过，2019年快速发展的运输物流行业对货车销量起到支撑作用，2019年1~10月，半挂牵引车销量同比增长16.47%。2017年~2018年，公路货运量增速放缓至10%以内，2019年前三季度，公路货运量302.79亿吨，同比增长5.71%，货车需求的增长将趋于平缓。

2020年，城市物流的快速发展、基建增速回升仍将是货车需求的主要支撑。同时，2020年我国部分地区轻卡、货车等商用车通过年检限制、限行等措施，全面推动排放升级，将使此次换车周期进入长尾阶段，货车下游需求出现大幅下滑可能性较小，预计2020年货车销量将稳中略降。

图表 6：公路货运量及同比增长趋势



图表 7：近年货车销量及增长变化情况



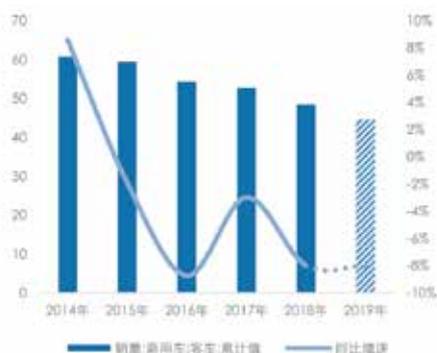
资料来源：公开资料，东方金诚整理

受益于公交车由燃油向“新能源”的快速替换，2020年客车销量有望企稳

2019年1~10月，我国客车销量35.97万辆，同比下降4.92%，降幅较上年的3.61%进一步扩大。这主要是由于，2015年以来我国城市轨道交通发展较快，每年增速维持在15%~20%，对城市客运造成较大冲击，客车销量逐年下降。

2020年公交车由燃油向新能源的快速替换将成为客车销量的主要增长点。根据交通运输部通知，2020年我国要实现“交通运输污染防治攻坚任务圆满完成”的目标，重点区域、直辖市、省会城市等公交车将全部更换为新能源客车。由此带动的城市燃油公交车的快速替换，有望使2020年客车销量企稳。

图表 8：客车销量及同比增长情况



图表 9：城市客车占比及增长情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 3、新能源汽车

受政策支持、特斯拉国产化、合资和外资品牌新车型大量推出等影响，2020 年新能源汽车销量增速较 2019 年将小幅回升

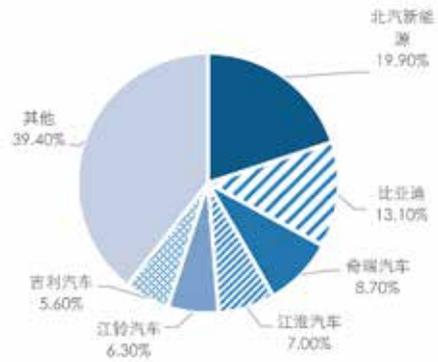
2019 年 1~10 月，新能源汽车销量为 94.72 万辆，同比上年增长 11.05%。2019 年 3 月，补贴退坡抑制了对新能源汽车的消费积极性，新能源汽车销量增速大幅下降。2019 年 7 月以来，新能源汽车已连续 4 个月出现负增长，且降幅不断扩大。一方面，补贴退坡使消费者的实际购买价格上升，虽然比亚迪等车企承诺了短期内不提价，但长期来看依旧抑制了消费者的购车意愿。另一方面，续航里程的提升提高了新能源汽车的生产成本，同等配置的新能源乘用车在价格上普遍高于传统燃油车。此外，新能源汽车受电池寿命影响，保值性较差，也进一步降低消费者的购车意愿。预计 2019 年新能源汽车销量增速将下滑至个位数。

牌照、出行优先政策以及运营车辆的加速新能源化仍是新能源汽车消费的主要推动力。目前，一、二线城市对新能源汽车的购车支持力度仍较大，充电公共设施布局持续完善，消费者对新能源汽车的接受度逐渐提升，这些均将对新能源乘用车的销量增长提供一定支撑。同时，特斯拉国产化、合资及外资品牌推出多款新车型等也将提供正面支撑，预计个人消费端新能源汽车需求将保持小幅稳定增长。此外，工信部 12 月 3 日发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）提出，到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 25% 左右。在政策推动下，共享出行、公共领域用车仍将是 2020 年新能源汽车增长的主要动力，预计 2020 年新能源汽车销量增速将小幅回升。

图表 10：新能源汽车销量及同比情况



图表 11：2018 年纯电动汽车市场占有率



资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 二、汽车整车制造企业信用表现

东方金诚选取 17 家发债汽车整车制造企业作为样本对汽车制造行业整体信用表现进行分析和排序。其中，乘用车、载货车和载客车样本数量分别为 12 家、3 家和 2 家。2019 年，发债车企中共有 5 家车企主体信用评级下调，主要集中在初始评级为 AA 及以下的车企。

图表 12：汽车制造样本企业概况

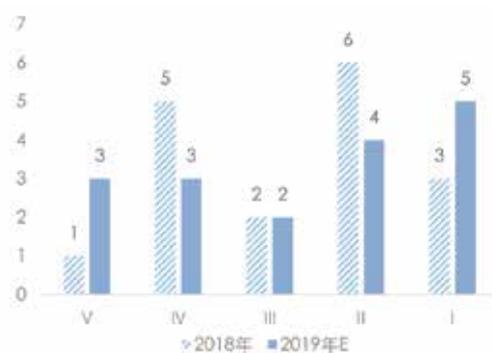
企业简称	最新信用等级	企业性质	主要产品
北汽股份	AAA	地方国有企业	豪华品牌乘用车（北京奔驰）
北汽集团	AAA	地方国有企业	综合型汽车集团
北汽福田	AA+	地方国有企业	商用车及商用车发动机
比亚迪	AAA	民营企业	乘用车
东风汽车	AAA	中央国有企业	综合型汽车集团
广汽集团	AAA	地方国有企业	乘用车
华晨集团	AAA	地方国有企业	豪华品牌乘用车（华晨宝马）
铁牛集团	AA <sup>5</sup>	民营企业	乘用车（众泰汽车）
长城汽车	AAA	民营企业	乘用车
吉利控股集团	AAA	民营企业	乘用车
宇通客车	AAA	民营企业	客车
中通客车	AA	地方国有企业	客车
小康股份	AA	民营企业	乘用车（MPV）
北汽新能源	AA+	地方国有企业	乘用车（纯电动）
中国重汽	AAA	地方国有企业	货车
上汽集团	AAA	地方国有企业	综合型汽车集团
力帆股份	AA- <sup>6</sup>	民营企业	乘用车

资料来源：公开资料，东方金诚整理

车市景气度持续下行，车企规模、盈利等指标均有所下降，同时债务负担持续加重，整体信用风险上升

2019年我国汽车销量持续负增长，车市景气度持续下行叠加国五到国六排放标准切换，清库存压力促使车价下行，车企毛利率和利润总额出现不同程度下滑，盈利能力下降。2019年，样本企业债务负担持续增长，债务负担和保障程度有所减弱。

图表 13：样本企业信用质量分组分布图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 14：样本车企一级指标变化情况



预计 2020 年，车企信用指标进一步下降。一方面，销量持续下滑将进一步影响车企的收入规模；为保持市场份额，降价或稳价仍是车企的主要定价策略，持续的营销和研发投入也将进一步压缩车企的盈利空间。另一

<sup>5</sup>上次评级结果为 AA+。

<sup>6</sup>上次评级结果为 AA。

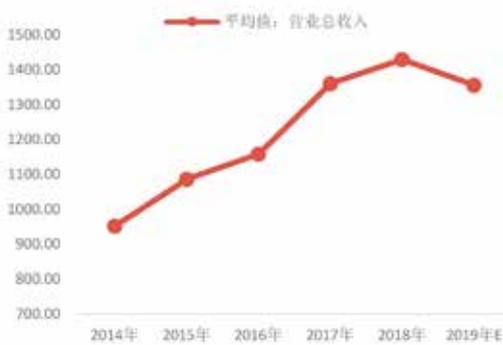
方面，车企债务规模近年快速增长，随着车市景气度下滑，车企偿债压力有所上升。不过，受产品结构差异影响，旗下豪华品牌、强势合资品牌销量占比较高的车企信用风险企稳，自主品牌整体信用风险持续上升。

### 1. 规模和市场地位

汽车行业景气度持续下行拉低行业平均收入规模，预计 2020 年自主品牌继续承压，豪华品牌和新能源汽车企业保持增长，商用车整体稳定，车企整体收入降幅收窄

2019 年汽车销量持续负增长拉低行业收入规模，乘用车企业营业收入下滑幅度最大。2019 年前三季度，上市及发债乘用车生产企业中，5 家企业营业收入降幅超过 10%，长安汽车前三季度营业收入减少 9.50%。豪华品牌 2019 年销量增速依旧强劲，带动北汽股份和华晨汽车营业收入快速增长，2019 年前三季度，两家企业营业收入分别同比增长 14.78% 和 22.11%。新能源汽车销量增速虽然放缓，但整体仍保持较快增长态势，2019 年前三季度，北汽新能源营业收入同比增长 78.68%；比亚迪由于燃油车销量大幅减少，营业收入仅增长 5.44%。货车企业 2019 前三季度营业收入整体较为稳定；同期，客车企业除金龙汽车外，营业收入均呈现增长。

图表 15：样本车企营业总收入平均值变化情况（亿元）



图表 16：样本车企营业总收入变化情况（亿元）

企业	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2019年变动
上汽集团	7004.60	9021.94	8706.39	7564.16	6704.48	6300.01	-13.49%
吉利控股集团	3024.68	3095.21	2782.65	2087.99	1653.04	1539.53	-7.93%
北汽集团	2706.22	2586.63	2514.61	2045.60	1458.89	1327.99	7.62%
北汽股份	1840.40	1593.72	1406.80	1213.15	886.05	600.72	315.48%
华晨集团	1802.74	1529.68	1263.79	1140.37	1120.43	1084.73	17.05%
比亚迪	1250.96	1300.55	1059.15	1034.70	800.09	581.96	-3.81%
东风集团	1002.62	1099.44	1331.79	1292.46	1304.12	876.16	-6.81%
长城汽车	934.38	992.30	1011.69	986.16	760.33	625.99	-15.91%
中国重汽	648.09	658.07	616.75	375.07	317.81	365.74	-1.52%
广汽集团	573.75	723.80	715.75	494.18	294.18	223.76	-20.73%
福田汽车	472.42	410.54	517.10	405.32	339.97	336.91	11.07%
宇通客车	270.17	317.46	332.22	350.50	312.11	257.20	-12.30%
北汽新能源	233.11	164.36	114.55	93.72			141.03%
陕汽集团	165.12	220.09	304.89	144.11			-24.98%
小康股份	154.06	202.40	219.34	161.92	105.54	94.18	-23.80%
力帆股份	89.15	110.13	126.00	110.47	124.11	114.17	-19.06%
中通客车	64.38	60.79	78.52	92.57	71.14	36.12	5.92%

资料来源：乘联会，Wind，东方金诚整理

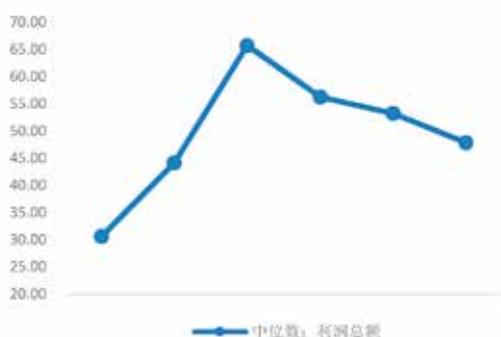
预计 2020 年，车企产品结构升级，产品均价上移将部分冲销销量下降产生的影响，预计整体收入规模降幅收窄。豪华品牌、新能源头部车企以及商用车生产企业受益于细分领域景气度延续，收入持续增长。对于以经济型乘用车为主要产品的企业，新车型推广低于预期或品牌份额进一步下降，仍将是其面临的重大风险。2019 年-2020 年，合资品牌针对中国市场推出的新车型较多，且针对性较强，新能源汽车头部车企现有市场份额将因此被稀释，销量增速下滑。此外，自主品牌整体承压，产品结构多元、技术和营销能力较强的企业，将保持较大竞争优势。

### 2. 盈利能力

行业持续下行导致行业内竞争更为激烈，为保持市场份额，降价或稳价将是车企主要定价策略，2020 年车企盈利难有改善

2019 年前三季度，受销量下滑，促销降价等因素影响，样本企业利润总额整体下滑。2019 年前三季度乘用车企业中，除华晨集团增收且增利外，剩余车企的利润总额均有不同程度的下滑。广汽集团、长城汽车、吉利控股集团和上汽集团前三季度利润总额同比下降幅度均超过 20%。市场份额小且前期以低价策略竞争的小型车企，受行业下行冲击更为严重。2019 年前三季度，力帆股份营业总收入同比减少 19.52%，利润总额为 -31.23 亿元。商用车企业中，福田汽车则因为剥离宝沃扭亏为盈，2019 年盈利向好，宇通客车、中通客车的利润总额呈现增长。

图表 17: 样本车企利润总额中位数变化情况 (亿元)



图表 18: 样本车企利润总额变化情况 (亿元)

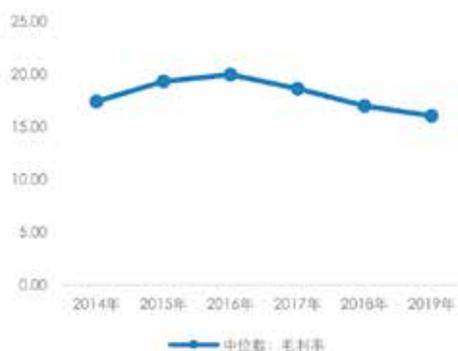
利润公司	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2019年变动
中通客车	3.45	4.86	6.96	2.28	0.46	0.93	101.71%
东风集团	146.85	140.65	157.39	157.75	142.39	200.54	40.64%
华晨集团	132.52	88.92	91.28	111.21	140.43	180.66	28.24%
中国一汽	8.89	6.69	10.23	40.98	53.19	57.70	8.48%
北汽集团	63.06	86.33	159.02	200.67	206.14	222.16	9.30%
北汽股份	66.98	83.21	152.69	170.36	211.75	213.57	0.86%
上汽集团	425.89	458.10	504.92	542.61	543.44	428.38	-21.17%
宇通客车	30.51	41.04	47.82	36.36	25.47	19.93	-21.72%
长城汽车	96.40	96.89	124.83	82.33	64.77	47.80	-26.21%
广汽集团	30.54	44.07	70.51	119.76	118.67	85.20	-28.20%
吉利控股集团	38.21	60.54	146.32	233.46	257.70	178.13	-30.88%
比亚迪	8.74	37.95	55.68	58.21	43.86	28.90	-34.10%
福田汽车	4.60	4.01	5.18	0.47	-27.06	0.97	-102.63%
铁牛集团			6.38	15.68	12.14	-4.91	-140.42%
小康股份	4.16	4.58	7.78	14.19	7.69	-3.94	-149.88%
北汽新能源			0.99	1.51	1.73	-10.66	-716.40%
力帆股份	4.09	3.60	1.00	1.76	3.13	-43.64	-147.62%

资料来源: Wind, 东方金诚整理

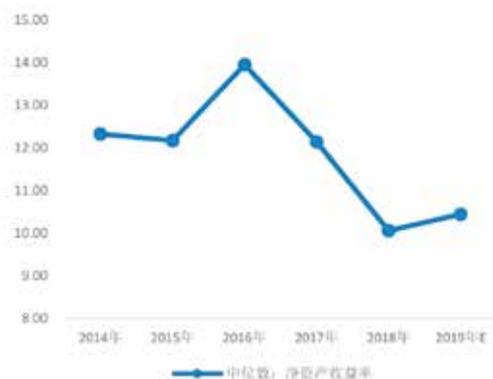
2019年前三季度,样本企业毛利率多呈现不同程度下滑,主要是乘用车价格整体下沉和排放标准切换促使车企降价清库存所致。其中,广汽集团前三季度毛利率为7.82%,较上年同期下降13.15个百分点;同期,小康股份的毛利率同比下降6.76个百分点。2019年前三季度,新能源汽车由于补贴大幅减少,毛利率下滑明显,北汽新能源前三季度毛利率降至5.04%;货车和客车生产企业毛利率较为稳定,整体盈利较上年略有增长。

2019年,大部分车企净资产收益率均由于利润减少而呈现不同程度的下滑,仅北汽集团、华晨集团、中通客车等,因销售逆势增长净资产收益率仍表现为增长。

图表 19: 样本车企毛利率中位数变化情况 (%)



图表 20: 样本车企净资产收益率中位数变化情况 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

东方金诚认为,2020年车企在盈利改善方面仍面临巨大压力。一方面,自动化、互联化等新技术的应用大幅提升了车辆的制造成本;另一方面,市场景气度持续下行将引发更为激烈的市场竞争,而新能源车辆销售占比提升也使车企难以维持或提升单车利润空间。此外,为维持市场份额,未来车企仍将在提升研发和运营能力等方面投入更大努力。在销量增速放缓的情况下,华晨集团和北汽股份受益于旗下豪华品牌销量的高增长,盈利表现仍将优于其他车企。

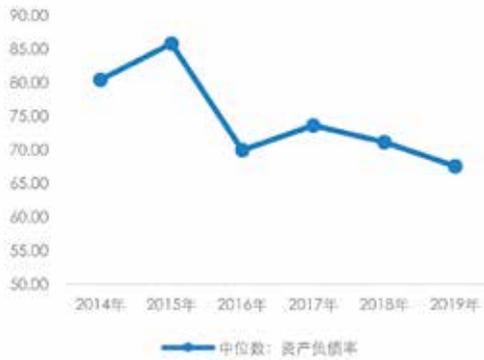
### 3. 债务负担和保障程度

债务规模位于高位叠加利润下行,预计企业偿债能力进一步弱化,股东支持和外部融资渠道的通畅仍是影响中小型车企信用风险的主要因素

近年来,样本车企整体资产负债率在较高水平保持稳定的状态。截至2019年9月末,样本车企中仅北汽

新能源和力帆股份资产负债率上升超过 5 个百分点<sup>7</sup>，多数车企的资产负债率保持稳定或略有下降。从样本企业 2019 年 9 月末的资产负债表数据来看，仅有长城汽车、东风汽车和广汽集团的资产负债率低于 50%；宇通客车近年资产负债率持续下行，截至 2019 年 9 月末为 52.04%；剩余 13 家企业中 7 家企业资产负债率位于 60% ~ 70% 区间，6 家企业资产负债率高于 70%。

图表 21：样本车企资产负债率中位数变化情况（%）



图表 22：样本车企资产负债率变化情况（%）

资产负债率	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2019年变动
北汽新能源	-	-	69.73	42.69	62.41	73.08	+12.67
力帆股份	73.81	72.72	76.74	75.72	72.94	78.40	+5.46
北汽股份	61.80	63.05	65.64	64.37	69.75	65.04	-4.71
北汽集团	65.87	64.25	69.47	67.38	68.03	72.40	+4.37
东风集团	48.07	43.05	43.97	45.84	44.81	45.32	+0.51
吉利控股集团	74.90	74.41	69.76	67.27	69.18	69.43	+0.25
潍柴集团	74.38	72.79	71.63	70.84	69.93	69.91	-0.02
上汽集团	55.41	56.78	60.20	62.39	63.63	63.39	-0.23
比亚迪	69.26	68.80	61.81	66.33	68.81	68.48	-0.32
中通客车	74.65	69.64	68.01	77.59	77.56	76.58	-0.98
小鹏汽车	75.11	74.30	76.94	75.44	72.92	71.60	-1.31
铁牛集团	-	-	79.15	69.22	67.77	65.44	-2.33
宇通客车	54.41	57.07	61.09	56.85	54.47	52.04	-2.43
福田汽车	55.19	56.14	64.63	69.49	74.17	71.64	-2.53
中集集团	68.06	66.23	68.64	71.53	66.28	61.13	-5.15
广汽集团	42.05	41.28	45.38	41.13	41.02	34.75	-6.28
长城汽车	45.36	46.62	48.70	55.44	52.87	46.40	-6.47

资料来源：Wind，东方金诚整理

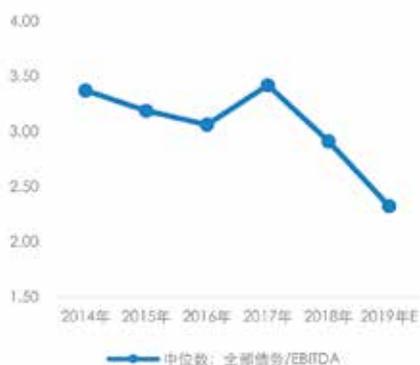
尽管车企在行业景气度下行阶段已在改善债务结构、缓解债务压力等方面做出努力，但成效存在较大差异。根据 2019 年前三季度的数据显示，虽然大部分企业债务规模维持稳定或略有下降，但北汽集团、吉利控股集团、北汽新能源和上汽集团的债务规模较期初仍有超过 20% 的增长，其中北汽新能源和上汽集团的债务规模增速分别为 79.30% 和 35.74%。而按照年化 EBITDA 来看，上述四家企业的 EBITDA 增幅分别为 0.20%、-17.13%、-90.30% 和 -18.54%，盈利能力对债务的覆盖程度弱化。

对于大型汽车集团而言，抓住市场机遇进行投资是增强企业竞争力的必要手段，而在行业景气度下行阶段，这样的做法也会增加企业的债务负担和偿债风险。对于产品结构中新能源汽车占比较高的企业而言，如中通客车、北汽新能源等，新能源补贴带来的资金占用以及补贴退坡导致的盈利空间收窄使企业在扩大业务规模的同时仍不得不提升债务规模。对于这类企业，股东支持以及外部融资渠道的通畅对其信用水平的影响仍将起到重大影响。

东方金诚认为，在行业景气度下行阶段，较高的资产负债率水平将导致企业对外部融资环境更为敏感，财务弹性有所弱化，对于民营企业来说这一变化更为显著。2018 年起，力帆股份的银行授信额度不断减少，流动性恶化影响了企业正常的生产经营。预计 2020 年股东支持能力较弱的中小型车企将面临更严峻的经营和融资环境，信用风险加剧。

<sup>7</sup> 北汽股份的资产负债率较期初上升 5.28 个百分点，部分因为公司的账面存在大量应付股利款，导致整体资产负债率上升，此处予以剔除。

图表 23: 样本车企全部债务 /EBITDA 中位数情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 24: 样本车企全部债务 /EBITDA 变化情况

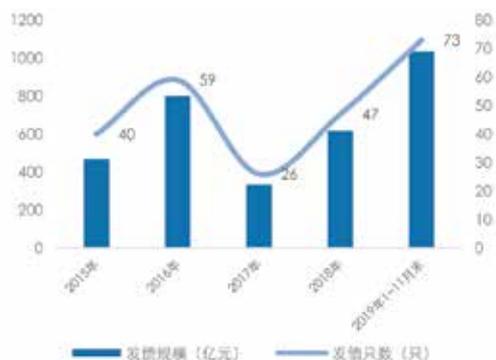
全部债务/EBITDA	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2019年变动
北汽新能源			1.72	2.02	2.07	275.90	3511.25%
小康股份	4.75	5.48	5.89	4.46	6.63	18.19	172.96%
高华汽车集团	3.37	3.19	2.10	1.73	2.54	3.77	48.70%
广汽集团	2.06	1.85	1.13	0.89	0.88	1.18	34.58%
宇通客车	0.74	0.89	0.95	1.41	1.35	1.74	28.94%
比亚迪	6.54	4.60	3.74	4.95	4.68	5.80	23.84%
北汽集团	4.83	3.99	3.91	3.42	3.78	4.37	15.73%
华晨集团	2.05	3.08	3.06	2.78	2.91	2.50	-14.87%
长城汽车	0.37	0.51	0.30	1.02	2.00	1.69	-15.53%
东风集团	1.37	1.45	1.45	1.75	2.19	1.83	-16.26%
北汽股份	3.35	2.43	2.02	1.78	1.14	0.87	-23.90%
中通客车	4.23	3.36	2.72	9.51	17.56	12.95	-28.22%
上汽集团	11.44	11.50	9.24	5.70	3.60	2.30	-35.57%
中国重汽	0.00	-14.42	14.00	11.42	16.35	1.94	-88.13%
福田汽车	4.21	5.42	6.20	8.94	-28.44	7.44	-128.38%
力帆股份	12.44	12.50	16.09	12.44	4.60	-5.28	-214.83%
陕汽集团			11.67	6.32	9.24	-297.43	-3317.62%

### 三、汽车制造企业债市表现

汽车制造业发债主体主要集中在中高级别企业, AAA 主体内部信用利差将走阔

近年来, 汽车制造业企业信用债发行规模有所波动, 行业整体发债规模逐年增加。2019 年 1-10 月, 汽车制造企业新发债券主要为短期融资券和公司债 / 企业债, 以 AAA 高信用等级发行人为主; 从发行利差来看, AAA 主体发行利差同比略有下降。

图表 25: 汽车制造企业近年新发债券规模情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

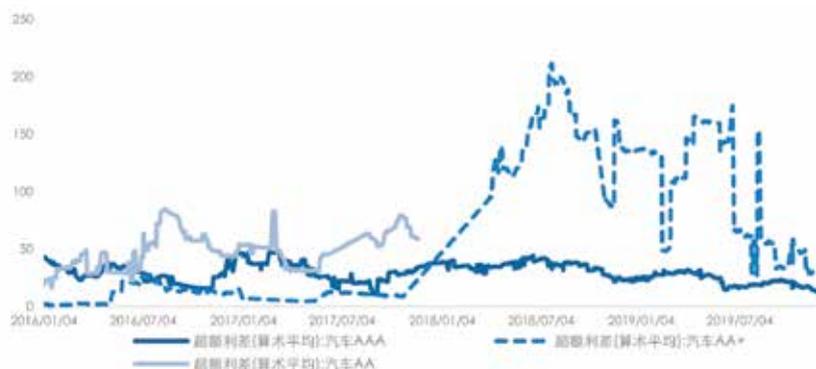
图表 26: 2019 年 1-10 月汽车制造企业发行利差情况 (BP、%)

类型	级别	发行总额 (亿元)	利息区间 (%)
短期融资券	AAA	385	2.40-5.50
	AA+	10	3.56
中期票据	AAA	105	3.52-4.2
	AA+	45	4.10-4.20
企业债 / 公司债	AAA	389	3.42-6.20
	AA+	15	4.20
私募债	AAA	87	5.30-6.50

汽车制造业不同等级信用利差走势分化较大。近年来汽车制造业 AAA 等级信用利差整体表现较为稳定, 2019 年下半年略有下降, AA+ 等级信用利差波动较大, 投资者风险偏好仍为头部高信用等级企业。

预计 2020 年, 汽车制造业新发债券仍将以高等级发行人为主, 同时随着行业内企业短期债务的逐步到期, 其债务融资需求仍较大, 并主要以偿还到期有息债务为目的。预计汽车制造业等级利差将继续小幅走阔, AAA 主体内部信用利差将小幅走阔。

图表 27：汽车制造业不同等级信用利差对比（BP）



图表 28：汽车制造业债券与产业债、房地产、钢铁 AAA 信用利差对比（BP）



资料来源：Wind，东方金诚整理

#### 四、总结

2020 年汽车销量持续下行，车企整体信用风险提升，行业内信用风险差异化加剧，大型汽车集团和强自主品牌抗风险能力较强，中小型车企信用风险持续走高

2020 年，我国汽车销量维持负增长，豪华型乘用车渗透率上升加剧经济型乘用车领域的竞争，车企盈利能力和偿债能力均有所下降，行业整体信用风险进一步提升，行业内车企风险差异进一步拉大，拥有强势合资品牌的大型汽车集团以及强自主品牌抗风险能力较强，中小型车企风险持续走高。

大型汽车集团和强势自主品牌的风险上行幅度较小。其中，日系、德系等强势合资品牌市场份额进一步上升，将有利于维持该品牌中方合作企业的盈利稳定性，增强其在下行周期的抗风险能力。自主品牌经过长期发展，吉利、长城等强自主品牌在品牌认可度和技术研发方面均有较强积累，产品布局已从经济型乘用车的低端向高端发展，在消费升级的助力下市场份额不断提升，整体抗风险能力较强。

中小型车企信用风险已在 2019 年大幅提升，2020 年风险持续走高。较弱的品牌影响力和以模仿、低价为主的发展导向，导致中小型车企前期利润积累薄弱，整体研发实力不足，市场下行叠加消费者更为理性的购车选择对其冲击显著。2019 年部分民营企业已出现兑付风险，产能关停等负面消息；部分国有车企并购整合、混改初步落地。预计 2020 年，汽车行业内并购整合将进一步推进，中小型车企信用风险持续上升。

附件一：主要样本企业名单及 2019 年 9 月部分财务指标情况<sup>8</sup>（单位：亿元、%）

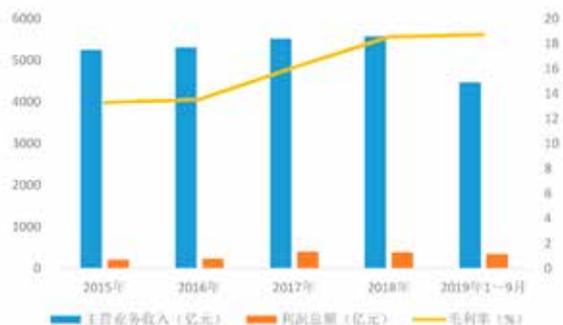
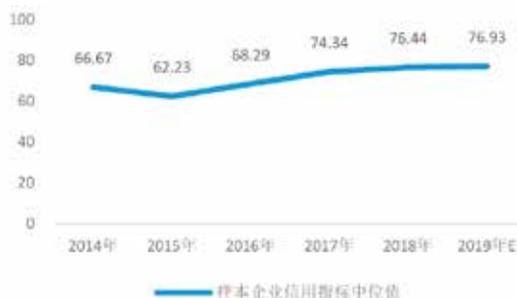
样本分组	公司全称	营业收入	利润总额	资产负债率	公开级别
I	上海汽车集团股份有限公司	5853.45	321.28	63.39	AAA
	浙江吉利控股集团有限公司	2268.51	133.60	69.43	AAA
	华晨汽车集团控股有限公司	1352.05	135.06	69.91	AAA
	北京汽车股份有限公司	1380.30	160.18	65.04	AAA
	中国重型汽车集团有限公司	486.07	43.28	61.13	AAA
	北京汽车集团有限公司	2089.66	166.62	72.40	AAA
II	东风汽车集团股份有限公司	501.31	100.27	45.32	AAA
	长城汽车股份有限公司	625.78	35.85	46.40	AAA
	郑州宇通客车股份有限公司	208.62	14.95	52.04	AAA
III	比亚迪股份有限公司	938.22	21.68	68.48	AAA
	广州汽车集团股份有限公司	430.31	63.90	34.75	AAA
IV	北汽福田汽车股份有限公司	354.31	0.73	71.64	AA+
	北京新能源汽车股份有限公司	174.84	-7.99	73.08	AA+
	中通客车控股股份有限公司	48.29	0.70	76.58	AA
	铁牛集团有限公司	82.56	-2.45	65.44	AA
V	重庆小康工业集团股份有限公司	115.55	-2.95	71.60	AA
	力帆实业(集团)股份有限公司	66.86	-31.23	78.40	AA-

<sup>8</sup> 东风汽车集团股份有限公司和铁牛集团有限公司的数据为 2019 年 6 月末。

## 2020 年工程机械行业信用风险展望

工商企业一部 杜梅一

行业信用质量：2019 年有所提升，2020 年小幅提升



### 主要观点：

- 预计 2020 年，房地产开发投资维持一定韧性，基建投资有望提速，工程机械进入“更新换代”高峰期，带动工程机械国内需求有所增长；
- 受益于我国工程机械企业国际市场竞争力提升，以及一带一路倡议下沿线基建项目增加，2020 年工程机械产品出口将保持较快增长；
- 2020 年，国内外需求增长将带动工程机械行业整体销量提升，但受基数较大影响增速将有所放缓，工程机械企业盈利将增强，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业盈利增长高于行业平均；
- 随着经营规模持续扩大，工程机械企业经营性负债及有息债务将有所增加，但盈利能力提升使得偿债保障程度指标表现有所提升，总体信用质量小幅提升。

## 一、行业基本面

预计 2020 年，房地产开发投资维持一定韧性，基建投资有望提速，工程机械进入“更新换代”高峰期，带动工程机械国内需求有所增长

2019 年前 3 季度，房地产开发投资完成额增速提速，为 10.50%，已经到达 2015 年以来的最大增速，同比上升 1.00 个百分点。预计 2020 年，房地产销售向下，19 年拿地减少导致新开工增速下降拖累房地产投资增速，但仍维持一定韧性，预计全年增速在 6% 左右。2019 年前 3 季度，基础设施建设投资完成额增速为 3.44%，较 2018 年有所回暖，但仍处于历史低点。受益于专项债新规<sup>1</sup>及资本金新规<sup>2</sup>，基建投资资金来源有望增加，预计 2020 年基建投资提速，对工程机械需求仍有一定拉动作用。房地产开发投资提速及基建投资回暖，带动工程机械行业需求总体增长。

工程机械产品使用年限一般在 10 年左右，2009 年~2011 年“四万亿”期间大批新上的设备目前已逐渐到达自然更新的年限，预计 2020 年，工程机械进入更新换代的高峰期，以挖掘机为例，更新换代需求占比将达到 85% 以上。同时，环保执法从严，部分机器因不满足排放标准提前淘汰，当前我国存量工程机械普遍为国二标准<sup>3</sup>。预计 2020 年，非道路机械国四标准的实施将加速高排放存量设备淘汰从而进一步刺激新机销售。

图 1：2014 年以来房地产投资情况情况（亿元、%）



图 2：2014 年以来基础设施建设投资情况（亿元、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

受益于我国国产工程机械产品国际市场竞争力提升，以及一带一路倡议下沿线基建项目增多，预计 2020 年工程机械产品出口将保持较快增长

2019 年前 3 季度，我国工程机械主要产品出口增长较快，其中挖掘机出口 1.94 万台，同比增长 39.94%；装载机出口 1.94 万台，同比增长 39.94%，国内挖掘机出口市场主要为伊朗、印尼、菲律宾、缅甸等，大部分为一带一路沿线国家，受益于一带一路倡议下沿线基建项目陆续开工建设，对挖掘机等工程机械设备需求增长较大。同时我国国产工程机械产品海外市场知名度不断提升，与美国卡特彼勒和日本小松相比核心技术差距缩小，性价比较高，国产品牌在海外地区建立良好销售和售后服务，国际市场竞争力有所提升，带动国产工程机械产品出口增加。预计 2020 年，随着国内工程机械产品竞争力的持续提升以及主要企业海外布局加速，出口需求将保持较快增长。

<sup>1</sup> 2019 年 6 月发布的《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》就提出专项债可作为 4 类项目的资本金，9 月 4 日国常会进一步明确提前下拨限额的专项债用于下列项目可以作为资本金：铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。

<sup>2</sup> 1 月 13 日召开的国务院常务会议决定，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目可适当降低资本金最低比例不超过 5 个百分点。基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 比例的资本金。

<sup>3</sup> 我国非道路机械从 2009 年 10 月 1 日开始执行国二标准，2016 年 4 月 1 日开始执行国三标准。非道路移动机械（包括挖掘机）国四标准将于 2020 年 12 月 1 日开始实施；目前混凝土泵车、汽车起重机等道路设备升级到“国五”标准，自 2021 年 7 月 1 日起将升级至“国六”标准。

图 3：2014 年以来挖掘机出口情况（台、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2020 年，国内外需求增长将带动工程机械行业整体销量提升，但受基数较大影响，增速将有所放缓，预计挖掘机销量增速在 5% ~ 10%、装载机销量增速在 5% 左右

2019 年 1 ~ 9 月，主要企业工程机械产品销量为 32.34 万台，同比 11.50%，较上年同期下降 13.94 个百分点，主要系 2017 年以来工程机械销量提速导致基数大幅提升的影响。

图 4：2019 年 1 ~ 9 月工程机械主要产品销量情况（台、%）

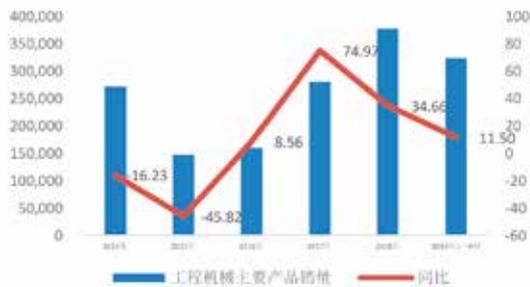
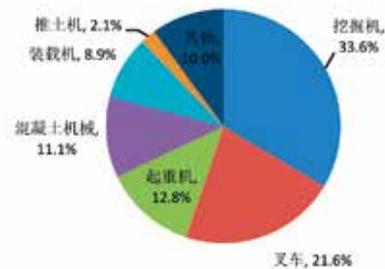


图 5：主要工程机械产品价值占比（%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

分品种来看，各品种销量增速出现了分化，其中挖掘机及起重机销量增速较快，平地机及推土机等路面机械产品销量下降。

挖掘机作为工程机械代表性产品，销量增速增长较快，2019 年 1 ~ 10 月，主要企业挖掘机销量 196222 台，同比增长 14.4%，增速同比下降 38.05 个百分点，主要系基数较大所致。预计 2020 年，在下游需求的带动下，挖掘机销量仍保持增长，但销量增速小幅回落，预计全年增速在 5% ~ 10% 左右，较 2019 年下降 4 ~ 9 个百分点。

装载机方面，2019 年 1 ~ 9 月，主要企业装载机销量 87873 台，同比增长 7.09%，较上年同期下降 15.53 个百分点，增速相对较慢，主要系挖掘机的替代作用所致，且挖掘机的原地装卸效率比装载机高，预计 2020 年替代作用或将更加明显，持续对装载机销售产生负面影响。预计装载机销量增速为 5% 左右，约较 2019 年下降 2 个百分点。

图 6：2014 年以来挖掘机销量情况（台，%）

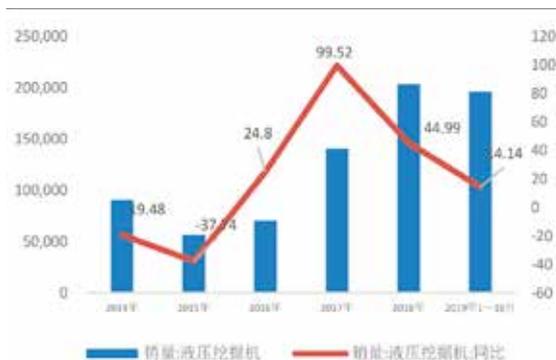


图 7：2014 年以来装载机销量情况（台，%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

起重机方面，作为 2018 年缺货最严重的工程机械产品，年初开始进入大量补库存阶段，带动销售增速大幅提升。2019 年 1~9 月，主要企业起重机销量 32757 台，同比增长 32.45%，较上年同期下降 34.27 个百分点。起重机等工程机械后周期产品一般滞后于挖掘机复苏一年左右，预计 2020 年，或将接力挖掘机增长，

基础设施建设投资增速虽有所回暖，但增速仍然较低，叠加挖掘机对平地机及推土机等机械的替代作用下，压路机及推土机等路面机械下降。压路机方面，2019 年 1~9 月，主要企业压路机销量 13357 台，同比下降 11.67%。推土机方面，2019 年 1~9 月，主要企业推土机销量 4573 台，同比下降 20.42%。预计 2020 年，基建提速的带动下，压路机及推土机等路面设备或将有所回暖，销量止跌略有增长。

图 8：2014 年以来起重机销量情况（台，%）

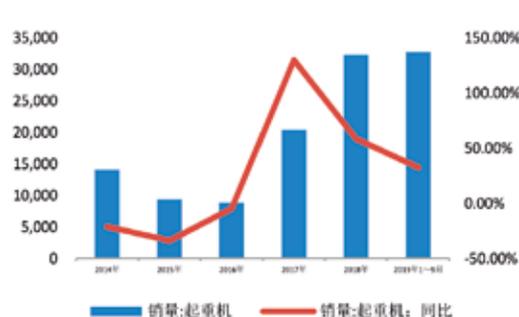
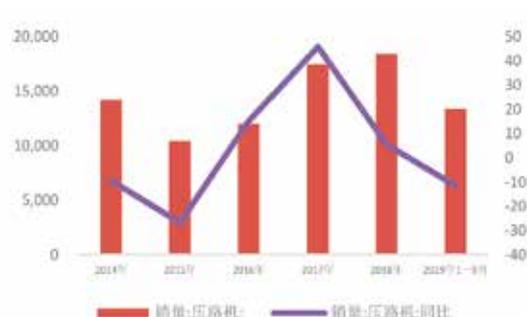


图 9：2014 年以来平地机销量情况（台，%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

预计 2020 年，下游需求仍有所增长，但受基数较大影响，工程机械产品销量有所放缓。挖掘机销量小幅提升，同时起重机械等后期机械有望接力挖掘机而发力进入高增长期，平地机等路面机械或将受基建提速影响扭转销量下降趋势。

受益于行业整体销量提升及龙头企业带动，2020 年工程机械企业收入将有所增长，但增速放缓，钢价下行下成本降低，利润总额将有所增长

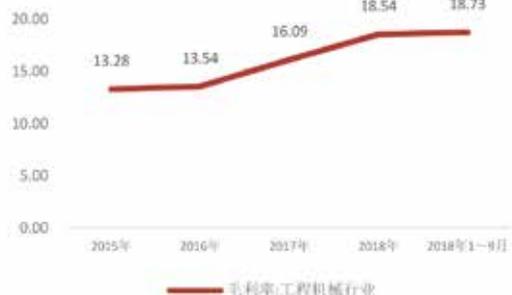
受益于主要产品销量的提升，及国内龙头企业凭借技术实力快速增长的带动，2019 前 3 季度，工程机械行业企业营业总收入为 4471.86 亿元，同比增长 10.03%；规模效应有所显现及钢价中枢的下行带动利润总额增长，同期，利润总额 238.75 亿元，同比增长 25.96%，均达到历史最高。但由于基数较大，收入及利润总额销量增速均有所放缓。预计 2020 年，行业整体销量仍有小幅提升，龙头企业集聚持续，工程机械企业收入稳定增长。

预计 2020 年，钢铁行业维持需求偏弱，供给宽松的格局，产量仍有增长空间，价格整体趋弱。钢铁价格下行背景下，工程机械行业利润总额绝对值水平仍然有所增长，但增速放缓。

图 10：2014 年以来工程机械行业企业营业收入和利润总额情况（亿元）



图 11：2015 年以来工程机械行业企业毛利率情况（%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

受益于国产工程机械的市场竞争力提升，以三一重工、徐工机械及中联重科为代表的国内工程机械龙头企业在国内和全球市场占有率均大幅提升

工程机械行业成熟度高，行业竞争激烈，市场出现国内外厂商高度竞争的态势。近年国内工程机械行业市场集中度有所提升，2019 年 1~9 月，挖掘机市场 CR4 和 CR8 分别为 59.17% 和 79.98%，同比分别提升 3.62 和 1.98 个百分点。同时，受益于国产工程机械的国际市场竞争力提升，以三一重工为代表的国产工程机械企业的市场占有率大幅提升，2019 年 1~9 月国产挖掘机市场占有率达到 61.92%。较 2018 年提升 6.64 个百分点。2019 年度全球工程机械制造商 50 强排行榜中，已有 9 家中国企业上榜，其中徐工集团、三一重工、中联重科及柳工分列第 6、第 7、第 13 和第 26 位，全球市场占有率分别为 4.8%、4.6%、2.3% 和 1.5%，其中徐工集团、三一重工和柳工全球市场占有率同比分别增加 0.5 个、0.9 个和 0.4 个百分点。

图 12：2014 年以来工程机械行业集中度情况（%）

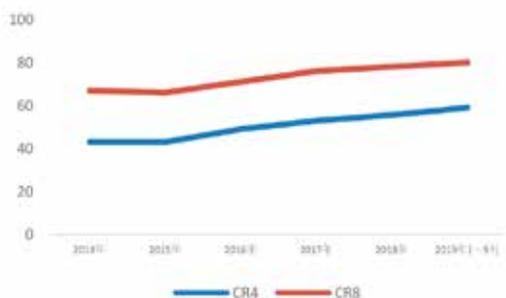
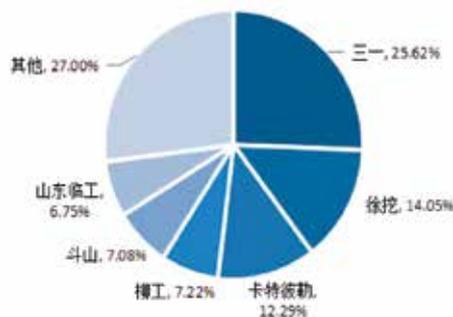


图 13：2019 年 1~9 月国内挖掘机市场占有率情况（%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 二、工程机械企业信用表现

本文选取 9 家工程机械企业（均为上市公司，其中发债企业 4 家）作为样本对工程机械行业整体信用表现进行分析。样本企业性质以国有企业为主，其中地方国有企业 6 家，民营企业 2 家，无实际控制人企业 1 家。信用等级以 AAA 和 AA+ 的中高等级企业为主。行业内发债企业共 4 家，其中 3 家企业信用等级为 AAA（三一重工、徐工机械和中联重科），1 家企业信用等级为 AA+（柳工），2019 年 5 月 27 日，三一重工信用等级由 AA+/ 稳

定上调至 AAA/ 稳定，其余企业评级无调整。

表 1：工程机械样本企业概况

企业名称	企业性质	信用等级	主要产品及市场占有率
三一重工	民营企业	AAA	挖掘机械（第 1）、混凝土机械（第 1）
徐工机械	地方国有企业	AAA	起重机械（汽车起重机、履带起重机第 1）
中联重科	无实际控制人	AAA	起重机械（塔式起重机行业第一、汽车起重机行业第二）、混凝土机械（第 2）
柳工	地方国有企业	AA+	装载机、压路机行业均第 3
安徽合力	地方国有企业，	-	叉车（内燃叉车行业第 1、电动叉车行业第 2）、装载机
杭叉集团	民营企业	-	叉车（电动叉车行业第 1、内燃叉车行业第 2）
山河智能	地方国有企业	-	桩工机械、挖掘机械
华菱星马	地方国有企业	-	混凝土泵车、混凝土搅拌车
山推股份	地方国有企业	-	山推吊管机、推土机（第 1）

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2020 年，行业内企业收入增速将有所放缓，受益于盈利能力增强，总体偿债能力将小幅提升，行业信用风险水平小幅下降

2019 年，随着工程机械样本企业收入及盈利维持增长，虽然债务规模有所增加，但总体信用质量仍将保持在较高水平，企业规模、盈利及偿债指标均有提升；预计 2020 年，行业内企业收入增速虽然有所放缓，但仍小幅增长，利润水平因钢价下行及期间费用率下降持续改善，总体偿债能力小幅提升，行业信用风险水平小幅下降。

图 14：样本企业整体信用指标变化情况

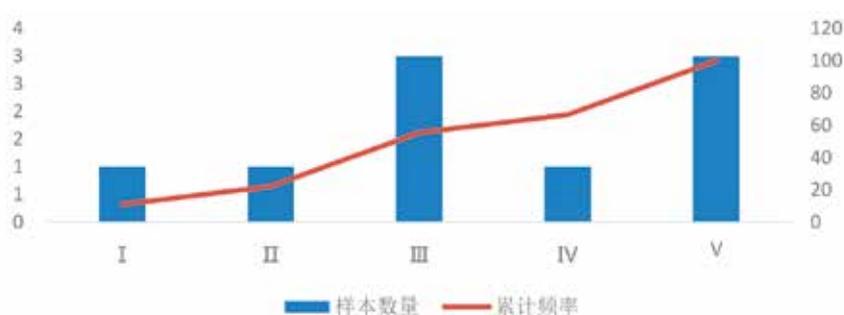


图 15：样本企业各一级指标变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 16：2019 年样本工程机械企业样本分组分布情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

1. 企业规模

预计 2020 年，随着工程机械企业业务规模扩大、经营积累增加，资产规模将有所增长

企业规模指标方面，近年样本企业资产总额逐年增长，但增速有所放缓。2019 年资产总额中位数同比增长 10.18%，主要系业务收入规模扩大，经营利润积累增加所致。

预计 2020 年，随着营业收入增速放缓，经营利润积累及应付债权等增速均有所放缓，样本企业资产总额增速有所放缓，但仍维持小幅增长态势，其中龙头企业增长仍高于行业平均。

图 17：2014 年~2019 年样本企业资产总额中位数变化情况（亿元）

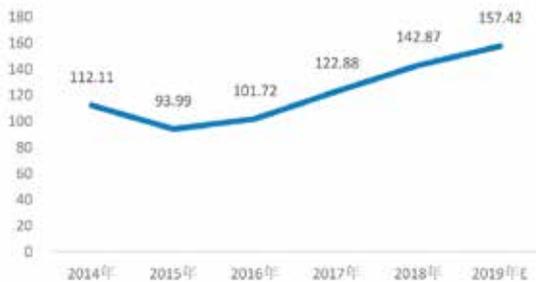


图 18：2014 年~2019 年样本企业总资产增长情况（亿元、%）

	2019年同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
中联重科	10.71%	1034.63	934.57	831.49	891.41	937.23	937.58
三一重工	19.53%	881.83	737.75	582.38	615.55	612.28	630.09
徐工机械	12.85%	691.19	612.50	497.70	439.77	427.08	458.51
柳工	6.25%	278.50	262.12	216.58	205.84	203.84	208.02
山河智能	10.18%	157.42	142.87	122.88	101.72	63.19	64.30
华菱星马	4.46%	130.43	124.85	106.40	97.67	87.80	88.22
山推股份	-3.18%	90.73	93.72	95.61	92.62	93.99	112.11
安徽合力	5.70%	78.62	74.38	70.91	63.81	57.32	54.96
杭叉集团	10.49%	62.16	56.26	51.57	45.80	31.43	30.61

资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，行业销量增速放缓，导致样本企业营业总收入增速放缓，但仍维持小幅增长态势

样本企业营业总收入规模增速有所放缓。2019 年营业收入中位数同比增长 3.22%，同比下降 12.00 个百分点，总体海外业务收入有所增加。

2019 年，三一重工、中联重科以及徐工机械三大龙头企业营业总收入大幅增长，高于行业平均水平。三一重工主要受益于中大吨位挖机占比较大提升，中联重科主要受益于大吨位塔机需求的增长及汽车起重机市场份额的增加，徐工机械受益于大吨位汽车起重机销量占比提高。柳工压路机及平地机等路面机械销量不及预期，导致其收入增速较小。受主要产品叉车受到制造业投资承压力及中美贸易摩擦影响，杭叉集团及安徽合力主营业务收入增长较慢，但仍高于行业平均增速。山推股份收入有所下降主要受推土机行业销量大幅下降影响。受重卡销量大幅下降影响，华菱星马营业收入有所下降。

预计 2020 年，行业增速下行背景下，样本企业营业总收入增速继续放缓，但仍维持小幅增长态势，龙头企业受益于技术水平的提升及核心产品市场的领先优势，市场占有率仍将较快上升，收入增速高于行业平均。

2020 年，起重机及混凝土机械作为后周期产品或将接力挖掘机大幅增长，三一重工作为挖掘机和混凝土机械龙头，其收入增长有望延续。中联重科在大吨位塔机市场有绝对优势，市场占有率在 60% 以上，伴随着装配式建筑拉动下大吨位塔机需求增长，中联重科营业总收入仍将有较大提升。2020 年，基建提速背景下，路面设备景气度提升，柳工、山推股份等均将有所受益。杭叉集团随着募投项目 5 万台电动工业车辆产能和“杭叉智能制造基地”20 万工业车辆产能的逐步投产，收入有望提速。

图 19: 样本企业营业总收入中位数变化情况 (亿元)

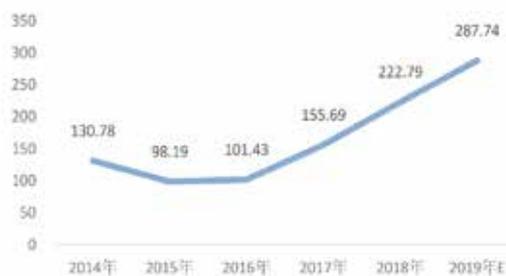


图 20: 2014 年~ 2019 年样本企业营业总收入增长情况 (亿元)

	2019年同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三一重工	40.19%	782.55	558.22	383.35	232.80	233.67	303.65
徐工机械	29.82%	576.52	444.10	291.31	168.91	166.58	233.06
中联重科	47.54%	423.40	286.97	232.73	200.23	207.53	258.51
柳工	4.83%	189.59	180.85	112.64	70.05	66.56	102.93
安徽合力	3.22%	99.79	96.67	83.91	62.01	56.86	67.01
杭叉集团	6.60%	90.00	84.43	70.04	53.71	45.74	55.59
山河智能	19.62%	68.85	57.56	39.46	19.92	14.56	18.40
华菱星马	-8.92%	68.42	72.92	59.91	40.47	35.43	49.97
山推股份	-19.89%	64.10	80.02	63.51	44.04	37.71	72.69

数据来源: Wind, 东方金诚整理

## 2. 盈利能力和运营效率

### 受益于钢铁价格中枢下行成本下降, 2020 年, 样本企业总体毛利率将有所提升

2019 年前三季度, 样本企业毛利率中位数较上年提升 1.78 个百分点。主要系钢铁价格中枢下行, 企业成本下降所致。

同年, 龙头企业三一重工毛利率最高且增长明显, 主要系其市场竞争力持续提升及较好的成本控制能力所致。中联重科主要受益于塔机及混凝土机械毛利率提升较快。徐工机械毛利率提升明显, 主要系核心产品起重机在经历二手债权机出清后的盈利恢复所致。2019 年前 3 季度, 柳工受益于高毛利挖掘机和高吨位产品营收占比提升, 毛利率同比提升 1.16 个百分点。受基建投资增速较低及挖掘机替代作用影响, 推土机市场销量大幅下降, 导致山推股份毛利率略有下降。华菱星马主营重卡及混凝土搅拌车等, 其重卡销量大幅下降, 毛利率虽略有上升, 但仍远低于行业平均水平。

预计 2020 年, 受益于钢铁价格中枢下行成本下降, 样本企业总体毛利率有所提升; 同时, 预计在中后周期产品起重机和混凝土机械增速较大的情况下, 其龙头企业三一重工、中联重科等毛利率水平增长较快, 路面设备销量回暖下, 山推股份、柳工等毛利率有所回升。

图 21: 样本企业毛利率中位数变化情况 (%)

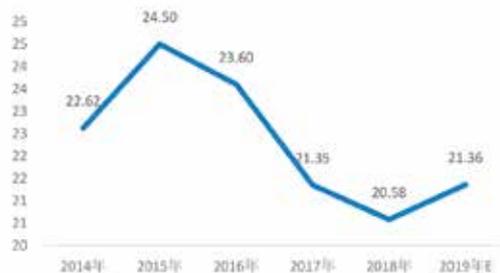


图 22: 2014 年~ 2019 年样本企业毛利率变化情况 (亿元)

	2019年同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三一重工	1.91	32.54	30.62	30.07	26.21	24.78	25.77
山河智能	-0.78	30.04	30.82	32.45	33.39	28.25	25.47
中联重科	2.73	29.82	27.09	21.35	23.86	27.02	27.89
柳工	1.16	23.96	22.81	22.90	24.87	25.53	21.94
安徽合力	1.05	21.36	20.31	19.88	22.51	22.14	20.85
杭叉集团	0.32	20.90	20.58	21.57	23.60	24.50	22.88
徐工机械	1.88	18.57	16.69	18.89	19.44	20.50	22.62
山推股份	-0.95	15.01	15.96	16.62	17.48	4.84	14.90
华菱星马	0.72	14.06	13.34	14.50	12.72	5.92	10.08

资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 受益于成本下行及期间费用率下降, 2020 年工程机械样本企业利润总额将有所提升

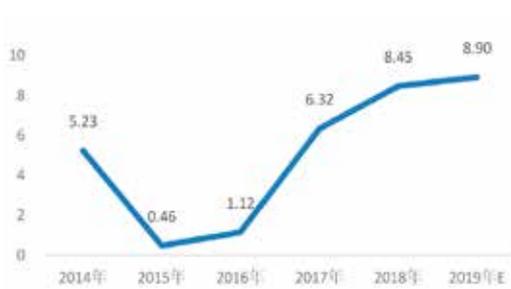
2019 年, 下游需求景气及收入提升背景下, 规模效应显现, 主要样本企业期间费用率均有所下降, 利润总额回升。

2019 年, 三大龙头利润总额大幅增长, 增幅在 100% 左右, 主要系收入规模扩大及期间费用率下降所致, 其中三一重工、中联重科及徐工机械期间费用率分别降低 2.49、2.23 及 1.18 个百分点。华菱星马信用减值损失

增加导致利润总额降幅较大。山推股份营业外收入增加导致利润总额增长较快，扣除非经常性损益利润仍有所下降。

预计 2020 年，钢价中枢或将进一步下行，受益于收入增长下的规模效应显现以及企业期间费用率下降，三大龙头利润总额增速仍然较大。

图 23：工程机械样本企业利润总额中位数变化情况（亿元） 图 24：2014 年～2019 年样本企业利润总额情况（亿元）

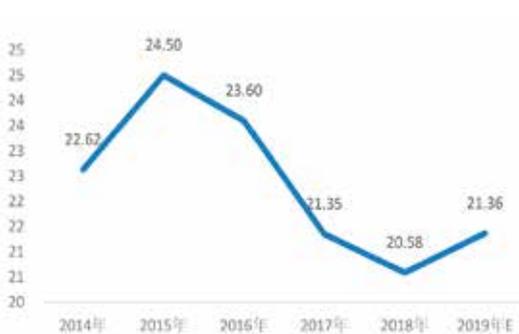


	2019年同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三一重工	97.32%	149.13	75.50	28.69	0.63	1.20	9.85
中联重科	114.50%	56.60	26.39	12.41	-10.15	0.33	8.63
徐工机械	103.63%	45.10	22.15	11.54	2.40	0.46	5.43
柳工	45.33%	15.02	10.34	4.58	1.18	0.51	2.97
安徽合力	5.37%	8.90	8.45	6.32	5.52	5.06	7.22
杭叉集团	15.91%	8.41	7.25	6.35	5.51	4.80	5.23
山河智能	17.46%	6.93	5.90	2.82	1.12	-0.24	-0.03
山推股份	47.66%	1.44	0.95	0.50	0.16	-9.43	0.13
华菱星马	-82.46%	0.13	0.74	0.77	0.88	-8.06	-4.32

资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年，样本企业净资产收益率中位数为 21.36%，较上年提升 0.72 个百分点。三一重工、山河智能及中联重科净资产收益率较高，在 30% 左右；华菱星马及山推股份净资产收益率较低，在 15% 左右。除山河智能及山推股份之外，样本企业净资产收益率均有一定增长。

图 25：样本企业净资产收益率中位数变化情况（%） 图 26：2014 年～2019 年样本企业净资产收益率变化情况（亿元）



	2019年同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三一重工	3.35	33.09	21.47	8.68	0.90	0.60	2.98
杭叉集团	-2.93	15.93	14.88	14.18	15.71	19.65	25.14
安徽合力	-2.47	13.75	12.79	9.23	9.48	10.10	15.72
徐工机械	2.08	12.85	7.56	4.59	1.02	0.25	2.09
中联重科	3.82	12.20	5.33	3.58	-2.43	0.21	1.44
柳工	0.49	11.89	8.43	3.60	0.56	0.24	2.15
山河智能	-0.95	11.59	9.65	4.81	2.76	-1.22	0.32
山推股份	0.24	3.54	2.41	1.95	1.36	-24.14	1.12
华菱星马	-1.78	0.49	2.14	2.05	2.84	-30.49	-9.81

资料来源：Wind，东方金诚整理

东方金诚认为，2020 年，工程机械行业景气度延续，但整体基数较大，行业内企业盈利能力有所提升，但增长幅度有限，受益于期间费用率的下降，预计利润总额有所提升。

#### 企业收入增速放缓的背景下，2020 年，样本企业应收债权周转速度将略有下降

2019 年，样本企业销售债权周转次数中位值较上年下降 0.23 次，主要系部分企业放宽信用条件所致。

杭叉集团及安徽合力应收债权周转率提升较快；三一重工和中联重科债权周转次数分别提升 0.57 倍和 0.42 倍，主要系企业主动收缩分期付款等信用销售比例所致。杭叉集团和山推股份，分别为应收账款大幅增长和营业收入减少影响。

预计 2020 年，收入增速放缓的背景下，行业内企业或将略放宽信用销售条件，应收债权周转速度略有下降。

图 27: 样本企业销售债权周转次数中位值情况 (次)

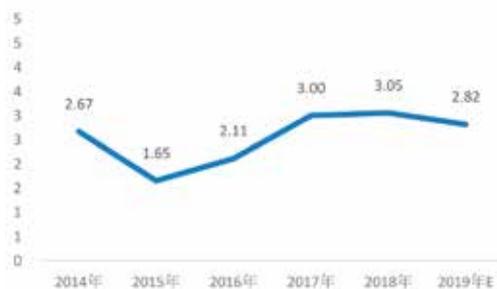


图 28: 2014 年~ 2019 年样本企业销售债权周转次数增长情况 (次)

	2019年 同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
三一重工	0.57	3.36	2.79	2.04	1.17	1.10	1.49
中联重科	0.42	1.61	1.19	0.83	0.63	0.66	0.85
山河智能	0.10	1.92	1.81	1.35	0.81	0.73	1.04
徐工机械	0.06	2.27	2.21	1.61	0.89	0.79	1.04
安徽合力	-0.18	9.22	9.41	7.91	5.84	5.22	6.50
华菱星马	-0.50	2.56	3.05	3.00	2.47	2.51	3.78
柳工	-0.86	4.28	5.14	3.74	2.20	1.82	2.88
山推股份	-0.87	2.82	3.68	3.03	2.11	1.65	2.67
杭叉集团	-1.92	11.31	13.23	12.10	9.82	7.89	9.48

数据来源: Wind, 东方金诚整理

### 3. 债务负担及保障程度

2020 年, 工程机械样本企业资产负债率升高, 债务负担有所加重, 但受益于盈利能力的提升, 偿债保障程度指标表现将有所提升

2019 年, 工程机械样本企业资产负债率中位值小幅上升, 主要系因收入规模扩大而导致的应付票据增加所致。

受短期借款及应付票据大幅增加影响, 中联重科资产负债率逐年上升。徐工机械受应付票据及账款增加影响, 资产负债率上升较快。受益于未分配利润增长, 三一重工资产负债率下降最快; 山推股份长期借款同比减少 5.02 亿元, 其资产负债率有所下降。

预计 2020 年, 收入规模扩大的背景下, 样本企业应付票据及短期借款有一定程度的增长, 工程机械企业资产负债率情况略有上升。

图 29: 样本企业资产负债率中位数变化情况 (%)

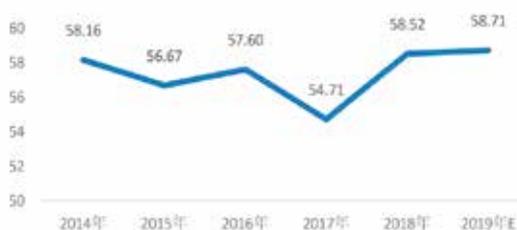


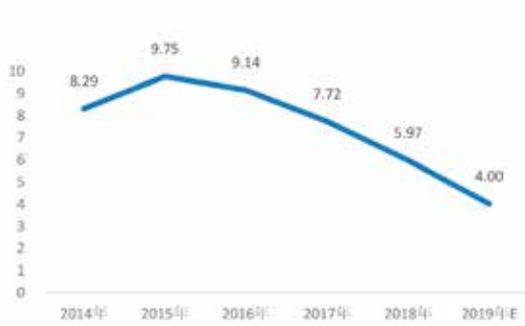
图 30: 2014 年~ 2019 年样本企业资产负债率增长情况 (亿元)

	2019年 同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
华菱星马	1.02	77.90	76.88	73.41	71.72	69.27	58.64
山河智能	1.13	66.58	65.45	61.21	69.07	61.64	62.05
中联重科	4.37	82.89	58.52	54.03	57.60	56.67	56.01
柳工	0.39	61.87	61.48	57.90	57.02	56.31	56.13
山推股份	-2.10	58.71	60.91	62.19	62.08	62.84	59.78
徐工机械	2.15	52.62	50.46	51.67	53.43	51.76	58.16
三一重工	-5.18	50.76	55.94	54.71	61.90	61.41	60.73
安徽合力	0.53	34.17	33.64	32.40	29.42	26.72	27.40
杭叉集团	2.22	27.55	25.32	26.25	23.88	30.40	36.79

数据来源: Wind, 东方金诚整理

盈利持续改善的背景下, 2019 年, 行业内企业全部债务 /EBITDA 指标均有一定程度的改善, 样本中位数下降 1.97 倍。三大龙头盈利改善明显, 其中三一重工、徐工机械和中联重科受盈利增长影响, 全部债务 /EBITDA 同比下降 1.20 倍、2.52 倍和 3.96 倍。盈利改善叠加需求稳定提升下回款加快, 经营性净现金流绝对值较大且持续提升, 账面货币资金充裕, 偿债压力很小。

图 31: 样本企业全部债务 /EBITDA 中位值情况 (倍)



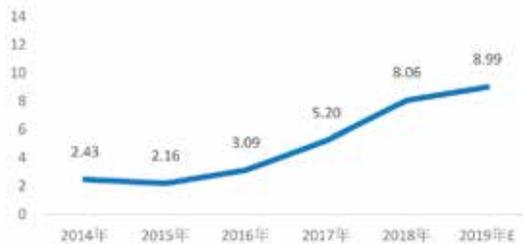
数据来源: Wind, 东方金诚整理

2019 年, 工程机械行业样本企业 EBITDA 利息倍数中位值为 8.99 倍, 其盈利对债务负担保障程度较好, 同比增加 0.93 倍, 主要系利润总额的增长所致。受益于利润总额的增额较大, 三一重工、徐工集团 EBITDA 利息倍数增长较快。中联重科有息债务规模增长较快, 利润总额增长情况下, 其 EBITDA 利息倍数虽有所增长, 但增幅较小。

图 32: 2014 年~2019 年工程机械样本企业全部债务 /EBITDA 情况 (倍)

	2019 年同比	2019 年 E	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
华菱星马	-1.93	8.86	10.79	9.06	7.25	-8.89	-47.69
山推股份	-3.01	5.39	8.40	9.75	7.99	-6.55	8.29
山河智能	-1.33	4.64	5.97	7.72	13.87	12.11	10.68
柳工	-2.41	4.10	6.51	8.43	14.33	14.53	8.61
中联重科	-3.96	4.00	7.96	8.71	23.63	16.33	13.81
徐工机械	-2.52	2.42	4.95	6.29	10.35	9.75	7.95
三一重工	-1.20	1.07	2.27	3.20	9.14	10.53	9.96
安徽合力	-0.23	0.61	0.84	0.69	0.63	0.65	0.24
杭叉集团	-0.01	0.04	0.05	0.11	0.01	0.13	0.45

图 33: 样本企业 EBITDA 利息倍数中位值情况 (倍)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

图 34: 2014 年~2019 年样本企业 EBITDA 利息倍数情况 (倍)

	2019 年同比	2019 年 E	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
三一重工	8.44	26.20	17.76	8.45	3.02	3.05	20.41
杭叉集团	6.82	21.05	14.23	716.07	1348.49	75.43	30.45
徐工机械	4.84	15.25	10.41	6.24	3.09	2.16	2.43
中联重科	1.43	4.85	3.42	2.46	0.96	1.47	2.17
柳工	0.93	8.99	8.06	5.20	2.53	2.24	3.48
山推股份	0.56	4.27	3.70	3.46	3.00	-2.96	2.35
山河智能	-0.22	4.52	4.74	3.53	2.81	1.63	1.51
华菱星马	-0.68	2.86	3.54	4.70	4.91	-2.18	-0.65
安徽合力	-10.04	77.01	87.05	10.10	11.04	29.87	14.35

预计 2020 年, 样本企业受益于盈利能力的提升, 虽然有息债务规模仍有所扩大, 但债务保障倍数上升。

综合来看, 2020 年起重机等销量将较大幅度提升, 三一重工作为行业龙头, 技术及规模优势明显, 利润总额仍将有较大提升, 同时有息负债规模较小, 偿债能力提升较快。徐工机械凭借其在起重机市场龙头地位, 盈利能力大幅提升, 有息负债规模小, 偿债能力提升较快。中联重科虽然凭借其在吨位塔机领域的绝对优势拉动下, 2020 年盈利仍有较大幅度增长, 但其资产负债率高, 有息债务规模较大, 偿债压力稍大。山推股份作为国内推土机市场龙头, 基建提速下, 推土机销量有望止跌回升, 但国内推土机价格低、毛利率薄, 其利润增长空间有限, 偿债能力仅小幅改善。重卡行业竞争激烈, 且龙头集聚效应加剧, 华菱星马市场占有率下降, 预计重卡销量仍有所下降, 盈利下降下债务负担加重, 信用风险或将提升。

### 三、工程机械行业债券市场表现

工程机械行业发行规模小幅下降, 全部为高等级信用发行人, 发行利差整体收窄

近年来, 工程机械样本企业信用债发行规模有所下降, 行业整体发债规模不大。2019 年 1~11 月, 样本

企业新发债券主要为超短期融资券和中期票据，全部为 AAA 高信用等级发行人，低等级主体发行债券难度较大；从发行利差来看，发行主体利差同比下降。

图 35：工程机械样本企业近年新发债券规模情况

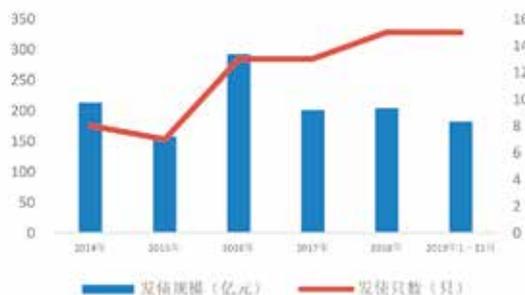


图 36：2019 年 1-9 月工程机械企业发行利差情况 (BP、%)

类型	期限	债项等级	利差区间	利差均值	同比
超短融	6 月	AAA	18-39	36.92	-73.34
	9 月	AAA	44-83	58.00	-29.99
中票	3 年	AAA	49-52	50.68	-34.95

资料来源：Wind，东方金诚整理

从交易利差来看，2019 年机械行业中 AAA 级企业利差较 2018 有所收窄，AA+ 级企业利差波动下降。与产业债利差均值相比，2019 年机械行业中 AAA 级企业利差均低于产业债利差；典型企业来看，AAA 发行人徐工集团主体信用利差整体呈波动下降趋势，AA+ 发行人柳工集团主体信用利差波动下降。

图表 37：机械债交易利差及其与产业债利差之差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

#### 四、信用风险展望

预计 2020 年，行业整体销量将有所增加，成本下行企业盈利能力有所强化，偿债保障程度指标表现有所提升，总体信用质量小幅提升

预计 2020 年，房地产开发投资维持一定韧性，基建投资有望提速，工程机械进入“更新换代”高峰期，带动工程机械国内需求有所增长；受益于我国工程机械企业国际市场竞争力提升，以及一带一路倡议下沿线基建项目增加，2020 年工程机械产品出口将保持较快增长；2020 年，国内外需求增长将带动工程机械行业整体销量提升，但受基数较大影响增速将有所放缓，工程机械企业盈利将增强，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业盈利增长高于行业平均；随着经营规模持续扩大，工程机械企业经营性负债及有息债务将有所增加，但盈利能力提升使得偿债保障程度指标表现有所提升，总体信用质量小幅提升。

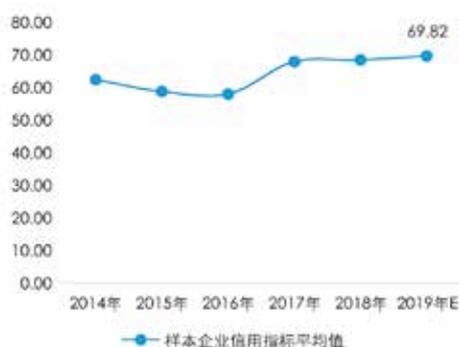
附件：样本企业名单及 2019 年 1-9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）

证券代码	企业全称	企业性质	分组类型	营业收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别	最新评级日期
600031.SH	三一重工股份有限公司	民营企业	I	586.91	111.85	50.76	AAA	2019.5.27
000157.SZ	中联重科股份有限公司	无实际控制人	I	317.55	42.45	62.89	AAA	2019.7.30
000425.SZ	徐工集团工程机械股份有限公司	地方国有企业	I	432.39	33.83	52.62	AAA	2019.6.26
000528.SZ	广西柳工机械股份有限公司	地方国有企业	II	142.19	11.27	61.87	AA+	2019.7.22
600761.SH	安徽合力股份有限公司	地方国有企业	II	74.84	6.68	34.17	-	-
603298.SH	杭叉集团股份有限公司	民营企业	II	67.50	6.31	27.55	-	-
002097.SZ	山河智能装备股份有限公司	地方国有企业	II	51.64	5.20	66.58	-	-
000680.SZ	山推工程机械股份有限公司	地方国有企业	III	48.07	1.08	58.71	-	-
600375.SH	华菱星马汽车（集团）股份有限公司	地方国有企业	IV	49.81	0.10	77.90	-	-

## 2020 年重型机械行业信用风险展望

工商企业一部 侯艳华

行业信用质量：2019 年略有上升，2020 年继续小幅改善



重型机械行业样本企业数据和指标（亿元、%）



### 主要观点：

- 预计 2020 年，煤炭主产区先进产能逐步释放，煤炭机械设备更新换代增加，煤炭开采设备机械化率提升，矿山机械设备产量将继续增加；
- 基建投资增长拉动钢铁行业需求加之钢铁产能置换、钢企技术改造升级，将对 2020 年我国冶金机械尤其是高端冶金机械需求形成一定支撑；
- 预计 2020 年集装箱吞吐量增加带动港口设备继续保持低速增长，自动化码头带动其更新与升级需求；
- 细分子行业集中度较高，受益于下游行业产能优化及行业转型升级，行业集中度将进一步增强，头部集中化趋势明显；
- 原材料钢价中枢下行，2020 年重型机械行业盈利空间继续提升，债务负担略有减轻，偿债能力有所增强，但短期债务压力仍较大；
- 重型机械企业信用风险将继续小幅改善，矿山机械企业、冶金及物料运输机械龙头企业仍将保持较高信用质量。

## 一、重型机械行业信用基本面

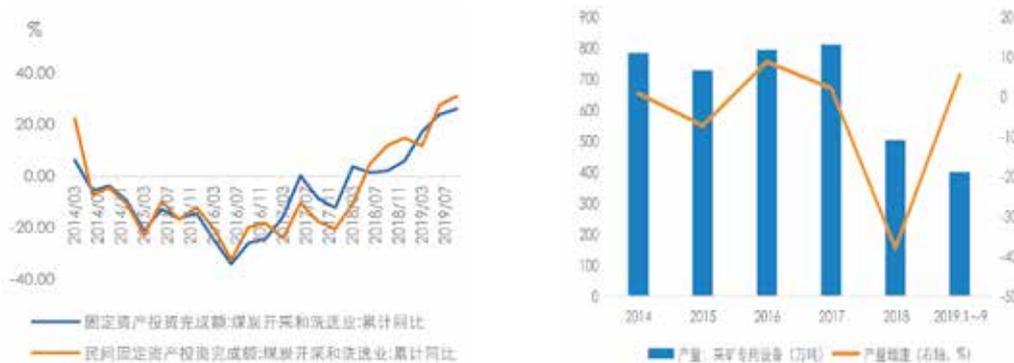
重型机械行业可分为矿山机械、冶金机械及物料搬运（起重运输）机械三个子行业<sup>1</sup>。

### 1. 矿山机械

预计 2020 年，煤炭主产区先进产能逐步释放，煤炭机械设备更新换代增加，煤炭开采设备机械化率提升，矿山机械设备产量将继续增加

矿山机械设备主要用于煤矿、金属矿及非金属矿等矿石的开采和富选等，煤矿占比最大。下游行业固定资产投资直接影响设备需求，其中以煤炭开采和洗选业固定资产投资为主，煤炭机械设备投资占比约 38%。对于煤炭机械设备而言，综采设备（掘进机、采煤机、刮板机及液压支架等）投资占比约 75%。2019 年前三季度我国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比增长 26.10%，煤炭优质产能有序释放，新核准现代化大中型煤矿 40 处、建设规模 1.96 亿吨，原煤产量 27.40 亿吨，同期全国规模以上煤炭企业营业收入同比增长 3.90%。在下游煤炭市场需求带动下，设备存货减少、2019 年前三季度我国采矿专用设备产量较去年同期小幅增加。

图表 1：近年我国煤炭采选业固定资产投资额及采矿专用设备产量<sup>2</sup>情况



资料来源：Wind、国家统计局，东方金诚整理

2020 年，煤炭主产区先进产能逐步释放，煤炭机械设备更新换代增加，煤炭开采设备机械化率提升，矿山机械设备产量将继续增加。第一，根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，我国计划化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨 / 年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨 / 年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。随着内蒙古和新疆动力煤主产区先进产能逐步释放，陕西榆林地区放开“煤管票”，将带来煤炭机械设备新增需求。第二，2011 年至 2013 年为我国煤炭机械投资的高峰期，根据煤炭机械 6 至 8 年的更新期，2020 年仍是上一批煤炭机械更新换代的高峰期，带动老旧煤炭机械设备的更新需求。第三，煤炭行业机械化、智能化趋势明显，根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，2020 年煤矿采煤机械化程度将达到 85%，掘进机械化程度达到 65%。采煤机和掘进机的机械化率提升，也会进一步增加设备需求。

### 2. 冶金机械

基建投资增长拉动钢铁行业需求加之钢铁产能置换、钢企技术改造升级，将对 2020 年我国冶金机械尤其是高端冶金机械需求形成一定支撑

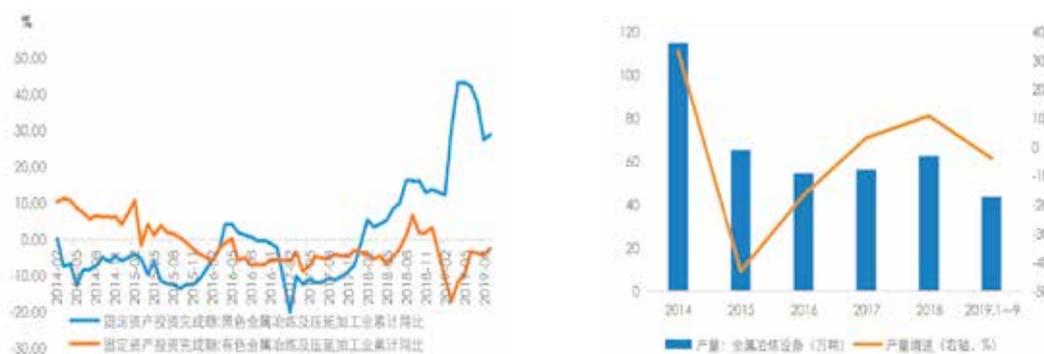
冶金设备需求主要来自钢铁、有色金属行业的固定投资和生产消耗。受益于房地产、基建、汽车等拉动及钢铁行业供给侧改革，钢铁产销两旺，2019 年前三季度我国黑色金属冶炼和压延加工业固定资产投资同比增长

<sup>1</sup> 因缺少公开数据，文中未对重型机械行业产品销量、价格、库存等进行分析。

<sup>2</sup> 因缺少公开数据，表中采矿专用设备 2019 年前三季度产量为预测值。

28.90%，全国粗钢产量同比增长 8.40%，同时我国钢企盈利改善明显，刺激钢铁企业产能置换率提高。前三季度，国内有色金属下游需求整体偏弱，有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资同比下降 2.60%。此外，环保限产及市场竞争加剧，部分小企业关停或退出，综合来看，2019 年前三季度我国金属冶炼设备产量 43.86 万吨、同比略有下降。

图表 2：近年我国黑色、有色金属冶炼压延加工业固定资产投资额及金属冶炼设备产量情况



资料来源：Wind、国家统计局，东方金诚整理

2020 年，有色金属行业边际略有改善但仍复苏乏力，主要受益于基建投资增长拉动钢铁行业需求加之钢铁产能置换、钢企技术改造升级，我国冶金机械尤其是高端冶金机械需求仍有一定支撑。第一，地方政府专项债额度提升、补充资本金政策刺激及 2019 年基建项目审批速度和项目落地率大幅提高，中央“补短板”意愿明显，基建稳增长，这将在一定程度上刺激钢铁行业固定资产投资，并成为拉动钢铁需求的较大力量。第二，钢铁产能置换项目落地将带动钢铁产量增加。钢铁行业禁止新增产能后，通过产能指标购置的方式采取减量置换，2020 年仍是我国钢铁行业产能置换项目投放高峰期，根据中钢协数据，截至 2019 年上半年，置换产能尚有接近 2 亿吨待落地。同时，钢铁企业也将继续进行技术改造升级、淘汰落后生产工艺及设备。但钢铁行业下游房地产投资稳中趋弱，下游汽车等制造业受宏观经济放缓影响较大或将继续下行，整体景气度较为疲弱，预计 2020 年我国冶金机械产量将低速增长。

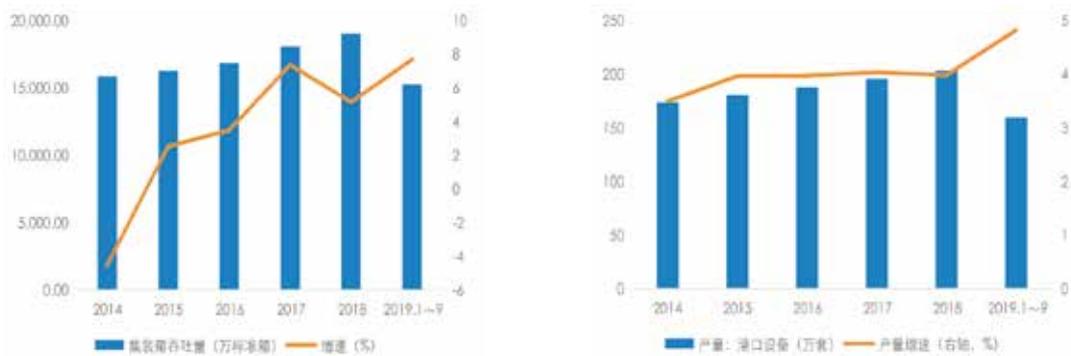
### 3. 物料运输机械<sup>3</sup>

#### 预计 2020 年集装箱吞吐量增加带动港口设备继续保持低速增长，自动化码头带动其更新与升级需求

全球贸易的 2/3 以上、中国进出口贸易的 90% 以上，都通过以港口为枢纽的航运完成，而且我国是全球最大的港口机械制造国、使用国和出口国。受宏观经济增长稳中趋缓影响，我国集装箱吞吐量低速增长，2019 年 1~9 月，我国集装箱吞吐量 1.60 亿标准箱，同比增长 7.71%。

港口设备市场需求主要取决于设备更新量和新建泊位需求量。2020 年，在全球经济增长面临下行风险背景下，同时贸易摩擦仍持续，预计集装箱吞吐量将继续保持低速增长，传统港口设备增量总体放缓。但码头智能化是未来港口发展的趋势，对传统码头的自动化改造将带动港口设备的更新与升级需求。

<sup>3</sup>文中以港口设备为主。

图表 3：近年我国集装箱吞吐量及港口设备产量情况<sup>4</sup>

资料来源：Wind、国家统计局，东方金诚整理

细分子行业集中度较高，受益于下游行业产能优化及行业转型升级，行业集中度将进一步增强，头部集中化趋势明显

重型机械行业属于资本和技术密集型行业，其产品体积大、重量大、制造工艺复杂，对企业的生产技术及资金投入的要求较高，该行业具有较高准入门槛，新进入者较少，龙头企业在各产品细分市场已占据主导地位，竞争优势明显。

目前国内主要的重型机械企业以国企为主，其中矿山机械企业以郑煤机、天地科技等为主，且由于采煤机和液压支架等技术门槛相对较高、行业呈现寡头竞争格局、领先企业竞争优势明显。冶金机械企业市场格局以中信重工、大连重工、中国一重、太原重工为主，四家企业市场占有率合计在 40% 以上，其中中信重工具有冶炼、锻造、热处理、加工等全流程的制造工艺体系，形成了国内领先、全球稀缺的高端重型机械加工制造能力；中国一重冶金设备供应宝钢、鞍钢和武钢等我国大型钢铁企业，其冷连轧机及自主集成的高端产品市场份额较高。物料运输企业中振华重工在码头集装箱起重机领域连续多年保持世界第一。随着下游行业产能优化、对重型机械产品的技术要求提高，行业内企业竞争加剧、转型升级压力加大，小企业及技术水平较低的企业将逐步会被淘汰，行业集中度将进一步增强，头部集中化趋势明显。

## 二、重型机械企业信用表现

本文共选取 12 家重型机械企业（均为上市公司，其中 3 家有存续债券）作为样本。从企业性质来看，中央国有企业 4 家，地方国有企业 4 家，民营企业 4 家。从细分行业来看，矿山机械企业 4 家，冶金机械企业 4 家，物料运输机械企业 4 家。

本文参考东方金诚《重型装备制造企业信用评级方法及模型》，从企业规模、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度 3 个方面，对样本企业信用表现进行排序。

2020 年，重型机械企业信用风险继续小幅改善，矿山机械企业、冶金及物料运输机械龙头企业仍将保持较高信用质量

2019 年重型机械企业信用质量整体略有上升。受煤炭、钢铁、港口等下游行业需求拉动，2019 年样本企业营业收入有所增加，其中天地科技、中信重工、中国一重和振华重工等细分行业的龙头企业均充分收益、收入增幅明显；资产负债率水平略有下降，受盈利能力上升影响，重型机械企业 EBITDA 利息倍数增加，偿债能力有所增强。

<sup>4</sup> 因缺少公开数据，表中港口设备 2019 年前三季度产量为预测值。

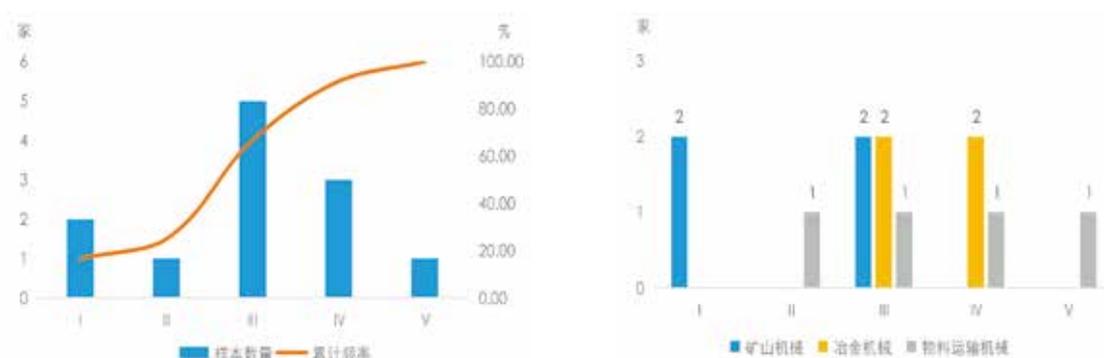
2020年，下游需求增加，原材料价格中枢下移但仍保持高位，预计重型机械企业盈利继续增长，偿债能力增强，整体信用风险延续2019年趋势，继续小幅改善，其中矿山机械受益于行业规模较大、债务压力小、盈利能力较强等，信用质量较高；冶金机械和物料搬运机械下游需求受外部环境影响较大、仍相对较弱，债务负担偏重，整体信用质量弱于矿山机械企业，但企业内部有所分化，随着企业间竞争加剧、集中度进一步提高，龙头企业能充分发挥其竞争优势，也将保持较高信用水平。

图表 4：近年样本企业信用风险变化趋势



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 5：2019 年样本分组分布情况



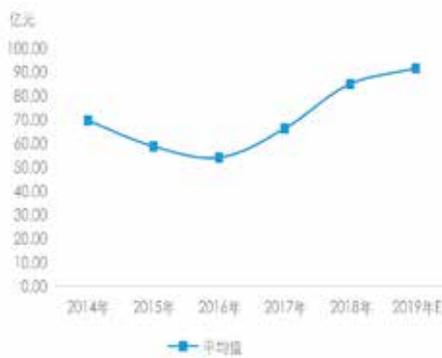
资料来源：Wind，东方金诚整理

**2020年，重型机械企业收入继续增加，大型国有企业及细分子行业龙头企业收入增幅领先且继续保持较大规模**

根据中国重型机械工业协会数据，2019年前三季度重型机械行业主营业务收入32888.58亿元，同比增长4.00%。从样本企业营业收入来看，2019年1~9月企业收入759.10亿元，同比增长8.55%，主要系下游煤炭、钢铁、港口等行业需求拉动、产品订单增加所致，其中矿山机械、冶金机械和物料运输机械企业收入均同比增长。其中天桥起重收入下降主要系公司产品结构变化、增加低毛利的通用桥门吊订单及公司新设子公司尚处于培育期、暂未盈利所致。

预计2020年重型机械企业收入继续保持增长，且大型国有企业及细分子行业龙头企业收入增幅仍将领先且继续保持较大规模。从企业性质看，国有企业尤其是中央国有企业大多经营时间较长，能够享受一定的政府支持及产业政策倾斜，并能承担国内大部分战略性项目，企业竞争实力较强、规模较大。对于细分子行业龙头企业，其具有较强技术和资金实力，产品种类多样，市场地位较高，能充分受益下游需求拉动。

表 6：近年样本企业营业总收入情况



企业名称	企业性质	2019年E	2019年同比	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
柳钢股份	地方国企	252.13	-3.07%	260.12	75.48	36.29	45.11	61.24
徐工集团	中央国企	235.00	7.74%	218.12	218.59	243.48	252.72	250.69
天地科技	中央国企	206.31	15.00%	179.39	153.79	129.37	143.47	165.79
中国一重	中央国企	116.23	10.92%	104.11	102.82	32.04	50.12	73.28
太原重工	地方国企	68.66	6.82%	64.28	71.77	42.77	68.61	90.23
中信重工	中央国企	59.70	14.80%	52.01	46.21	37.71	40.21	32.86
大连重工	地方国企	60.00	24.79%	65.71	64.34	64.33	71.47	82.39
创力集团	民企	21.06	31.01%	16.08	12.34	9.01	10.07	13.68
山东矿机	民企	20.20	7.76%	18.74	13.82	8.57	10.76	14.54
润邦股份	民企	17.25	-12.01%	19.61	18.43	28.24	19.08	22.12
天锻装备	地方国企	11.03	-21.87%	14.05	12.46	12.39	9.17	6.02
法士通	民企	10.47	37.19%	7.64	6.37	5.41	5.52	4.82

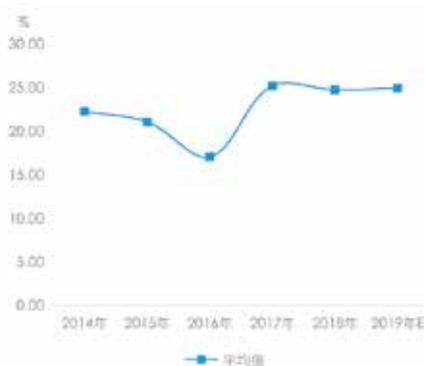
资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，钢材价格中枢下行但仍将处于较高水平，重型机械企业毛利率略有增长，其中矿山机械企业毛利率仍相对较高

重型机械行业的原材料主要有钢材、生铁等，成本占比较大的是钢材。受益于钢材等原材料价格震荡下行，2019 年 1～9 月，我国重型机械企业毛利率 24.72%，同比增长 0.61 个百分点；其中矿山机械毛利率最高，为 30.77%，同比增长 3.24 个百分点。细分来看，创力集团作为我国高端综合采掘机械装备供应商，其能够充分受益于煤炭机械设备需求增加、原材料价格下行，毛利率水平最高。中国一重作为国内大型的冶金成套设备制造商，其毛利率下降主要系产品结构中盈利能力较强的核电产品占比有所下降所致。

2020 年，原材料钢材价格中枢下行但仍将处于较高水平，加之企业通过技术创新、产品结构调整进行降本增效，重型机械企业毛利率略有增长，其中主要受益于矿山机械企业集中度和产品附加值高，矿山机械企业毛利率相对较高；下游钢铁和有色金属冶炼产能整体过剩、新增需求以技术升级改造的存量需求为主，产品向中高端产品结构调整，加之钢价下移，中国一重、中信重工等生产中高端成套设备的冶金机械企业受益于技术提升及规模效应，成本摊薄，毛利率会有所提升；润邦股份、振华重工等物料运输机械企业毛利率受原材料钢价影响较大，钢价中枢下行但仍将保持较高水平，预计毛利率增幅较小。

图 7：近年样本企业毛利率情况



企业名称	子行业	2019年E	2019年同比	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
创力集团	矿山机械	41.16	4.00	37.16	36.29	40.91	37.63	36.74
天地科技	矿山机械	32.20	0.98	31.22	33.09	33.77	34.37	30.90
山东矿机	矿山机械	30.64	4.90	25.74	21.36	16.01	18.49	20.23
法士通	物料运输机械	26.38	0.81	25.56	24.99	25.10	24.96	29.91
中信重工	冶金机械	26.12	1.67	24.46	27.04	23.4	27.36	30.20
太原重工	冶金机械	25.15	-4.80	29.94	23.93	1.45	20.66	15.50
润邦股份	物料运输机械	24.50	1.49	23.01	27.39	22.94	6.04	22.14
天锻装备	物料运输机械	22.99	-5.58	28.88	28.76	27.99	28.21	21.79
大连重工	冶金机械	20.50	0.66	19.84	23.01	18.50	17.29	17.96
柳钢股份	矿山机械	20.22	1.34	18.88	22.20	20.31	19.71	17.58
振华重工	物料运输机械	18.00	0.90	17.10	17.57	18.98	15.28	13.44
中国一重	冶金机械	11.70	-4.04	15.76	17.10	-23.71	2.74	-10.98

资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，虽人工成本及研发投入增加对企业盈利产生一定影响，但企业加强成本控制、期间费用率继续降低，利润总额将整体增长

2019 年 1～9 月，主要受下游需求拉动、企业订单量增加影响，重型机械企业利润 39.70 亿元，同比增长

25.20%，其中中国一重、天桥起重利润下降主要系公司产品结构变化及产品价格下降等所致。重型机械行业属于资金密集型，2020年，虽人工成本增加及转型升级下持续的研发投入将对企业盈利产生一定影响，但企业仍将加强成本控制，期间费用率继续降低，加之原材料钢材价格中枢下行，重型机械企业利润总额增长。其中，天地科技、郑煤机、创力集团等矿山机械企业下游煤炭行业运行良好，产品订单和价格仍维持较高水平，企业利润将持续释放；冶金机械企业生产的冶金成套设备其生产周期长、成本弹性小，产品及原材料钢材价格变动对企业利润影响较大，企业利润空间存在一定波动；矿山运输机械受制于原材料钢价仍将保持高位，企业整体利润释放弱化，但振华重工作为全球集装箱起重机龙头企业，其费用控制能力增加且持续推进研发，自动化码头的建造需求使得公司港口机械主业持续巩固，盈利增幅继续保持。

图表 8：近年样本重型机械企业利润总额情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年，预计重型机械企业资产负债率略有减轻，其中国企资产负债率水平较高，债务构成仍以短期有息债务为主，短期偿债压力仍较大

2019年9月末，重型机械企业资产负债率整体略下降，其中矿山机械企业资产负债率最低；冶金机械企业受之前年度产能大幅扩张、资本支出较大等影响，资产负债率水平较高。2020年，随着下游行业需求增加，之前下行周期年度重型机械行业实行的宽松销售条款逐渐消退，企业资本性支出减少，企业自身经营积累增加，企业债务压力略有减轻，其中国企资产负债率水平仍较高。细分行业来看，天地科技、创力集团等矿山机械受益于盈利增加、企业现金流好转，且无较大资本支出，矿山机械企业资产负债率水平仍较低；中国一重、中信重工、太原重工等冶金机械企业仍存在一定在建投资但规模不大。从债务结构来看，短期有息债务占比约70%，短期偿债压力仍较大。

图表 9：近年样本重型机械企业资产负债率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

受益于盈利上升，2020 年重型机械企业 EBITDA 利息倍数上升，偿债能力有所增强，矿山机械企业偿债能力较高

受益于盈利上升，2019 年 1~9 月，重型机械企业 EBITDA 利息倍数上升；其中矿山机械企业 EBITDA 利息倍数最高，其次为物料运输机械，冶金机械最低。从样本企业 EBITDA 利息倍数来看，受盈利上升影响，重型机械企业 EBITDA 利息倍数普遍增长，其中天桥起重、润邦股份等因盈利下降影响有所下滑。从 EBITDA 利息倍数绝对值看，法兰泰克、太原重工等利息倍数较低，偿债能力较弱。2020 年，下游需求增加、成本下降背景下，企业盈利上升，存货周转率和应收账款周转率转好，现金流改善，重型机械企业偿债能力将有所增强，矿山机械企业受益于其盈利水平较高、债务规模较低等，偿债能力较高；冶金机械和物料运输机械企业受益于盈利增加，EBITDA 利息倍数增加，但债务规模仍较大，偿债能力尚待增强。

图表 10：近年样本重型机械企业 EBITDA 利息倍数情况



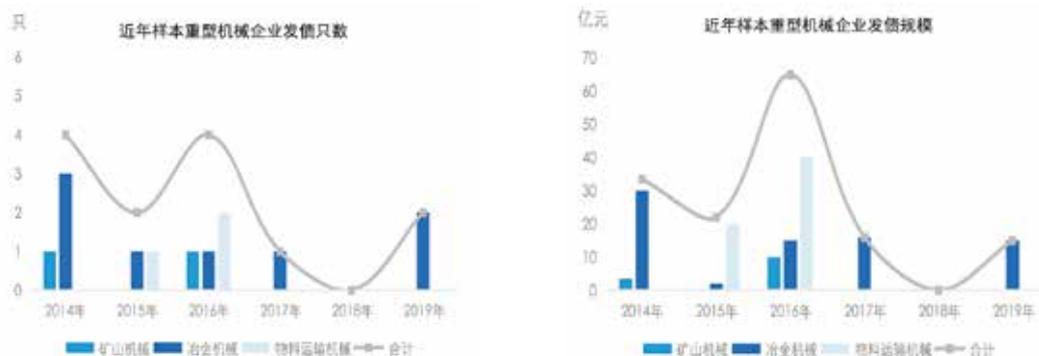
资料来源：Wind，东方金诚整理

### 三、重型机械企业债市表现

重型机械行业发债企业以冶金和物料运输机械国企为主，新增发行较少、以历史发债客户为主，2019 年整体发行规模不大，高低等级间利差继续分化

近年来，重型机械行业发债企业以冶金和物料运输机械国企为主，新增发行较少、以历史发债客户为主且同一客户发行多只债券。从债券发行来看，2019 年 1~11 月，样本重型机械企业发行债券数量和金额同比均有所增加，整体发行规模不大，券种为私募债。

图表 11：样本重型机械企业债市发行情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

与产业债利差均值相比，2019年机械行业中AAA级企业利差均低于产业债利差；AA+级企业利差整体上基本低于产业债；AA级企业利差均高于产业债利差，低等级债风险溢价较高。同时，机械行业不同等级信用利差走势有所分化。2014年来机械行业AAA等级信用利差整体小幅下行，2019年以来进一步下降；AA+等级信用利差整体波动上升，AA等级信用利差仍处于高位且于2018年起大幅走阔。从典型企业来看，AA+发行人天地科技和中信重工到期收益率均整体呈下降趋势。

图表 12：机械债交易利差及其与产业债利差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 四、结论

原材料钢价中枢下行、下游煤炭和钢铁等需求拉动，预计2020年重型机械企业信用风险继续小幅改善，矿山机械企业、冶金及物流运输龙头企业仍将保持较高信用质量

2020年，主要受煤炭、钢铁及港口等下游需求拉动，原材料钢价中枢下行，期间费用率下降，重型机械行业盈利空间继续提升，偿债能力将有所增强，但短期债务压力仍较大，整体来看，重型机械企业信用风险继续小幅改善。矿山机械企业下游煤炭行业先进产能释放、更新需求提供支撑，且企业集中度和产品附加值高，盈利能力较强且债务压力小，矿山机械企业信用质量较高；冶金机械和物料搬运机械企业下游需求支撑仍相对较弱、债务负担偏重，随着企业竞争加剧及转型升级，企业内部有所分化，行业龙头企业具有资金、技术、规模等竞争优势且市场头部化趋势明显，将保持较高信用质量。

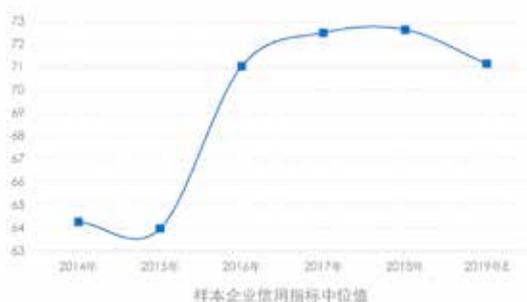
附件：样本企业名单及 2019 年 1 ~ 9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）

证券代码	企业简称	分组类型	企业性质	主营产品	营业收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别
600582.SH	天地科技	I	中央国有企业	矿山装备	136.64	12.55	42.32	-
601717.SH	郑煤机	I	地方国有企业	矿山装备	189.10	14.08	54.63	-
600320.SH	振华重工	II	中央国有企业	集装箱起重机	155.38	2.96	76.62	-
601608.SH	中信重工	III	中央国有企业	冶金设备	36.59	1.56	63.12	AA+
603012.SH	创力集团	III	民营企业	矿山装备	15.80	2.86	46.45	-
002526.SZ	山东矿机	III	民营企业	矿山装备	15.15	2.20	22.41	-
002204.SZ	大连重工	III	地方国有企业	冶金设备	43.95	0.32	60.08	-
002483.SZ	润邦股份	III	民营企业	起重装备	12.23	0.36	43.52	-
601106.SH	中国一重	IV	中央国有企业	冶金设备	86.64	0.81	68.50	AA-
600169.SH	太原重工	IV	地方国有企业	冶金设备	51.50	0.40	87.37	AA
603966.SH	法兰泰克	IV	民营企业	桥、门式起重机	7.85	0.99	58.70	-
002523.SZ	天桥起重	V	地方国有企业	物料搬运装备及配件	8.27	0.60	37.59	-

## 2020 年炼油行业信用风险展望

工商企业一部 张岳

行业信用质量：2019 年略有下降，2020 年下滑幅度加大



### 主要观点：

- 2020 年，国际原油价格中枢下移，全球经济增速下行、美国页岩油产能释放以及 OPEC+ 减产有限将压制原油价格；
- 需求偏弱、供给宽松的局面持续，成品油价格下滑、价差持续收缩，炼油行业盈利继续下滑；
- 受益于民营大炼化全面投产及地炼落后产能退出，炼油行业集中度进一步提高；
- 2020 年，成品油价格下行、价差收缩，炼油行业盈利下滑，炼油企业信用风险上行幅度加大，部分地炼企业装置频繁检修、原油配额规模较小、区域互保风险提升，信用风险将显著加大。

## 一、炼油行业信用基本面

2020 年国际原油价格中枢下移，全球经济增速企稳、美国页岩油产能释放以及 OPEC+ 减产有限将压制原油价格

2019 年油价先升后降，油价中枢下移，2019 年 10 月末，布伦特油价为 60.23 美元 / 桶，同比下降 20.19%，1 ~ 10 月平均价格 64.20 美元 / 桶，同比下降 12.58%。需求方面，受贸易壁垒增加、英国脱欧和中东地缘政治紧张影响，全球经济增速下行，国际货币基金组织（IMF）将 2019 年世界经济增速下调至 3%，其中发达经济体今明两年经济增速均放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体今明两年经济增速分别放缓至 3.9% 和 4.6%。从原油需求量上看，2019 年 10 月国际能源署（IEA）和石油输出国组织（OPEC）对于 2019 年全年原油需求均有一定下修，将 2019 年世界原油需求增量分别下调 10 万桶 / 天和 4 万桶 / 天。另外，根据美国能源信息署（EIA）的数据，2019 年全球原油需求增量为 75 万桶 / 天，较 2018 年增速减少 0.59 个百分点。

图表 1：近年布伦特原油价格走势情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

从供给端来看，2019 年 1 ~ 4 月，沙特等 OPEC 国家减产执行力度加强，同时美国对伊朗和委内瑞拉等产油国制裁加剧，原油供给大幅下滑，油价持续上涨，其中 2019 年 1 季度和 2 季度分别较 2018 年 4 季度减少 214 万桶 / 天和 200 万桶 / 天。5 月下旬以来，尽管 OPEC 仍超额执行减产，但美国管输瓶颈缓解、页岩油产能大幅释放，加之伊朗原油被禁止出口已提前消化，油价开始下跌。7 月，OPEC+ 决定将减产协议延长至 2020 年 3 月底，但仍难以提振油价。8 月初，受美国拟对中国输美产品加征关税影响，人民币兑美元汇率突破“7”的整数关口，美元强势导致油价闪跌。9 月中旬，沙特原油脱硫设施及油田遭遇无人机袭击，导致 100 万桶 / 天原油产能和 500 万桶 / 天分离产能关停，油价短暂暴涨，随后回归低位。10 月以来，中美经贸磋商取得阶段性成果，对市场信心有所提振，油价小幅震荡上行。

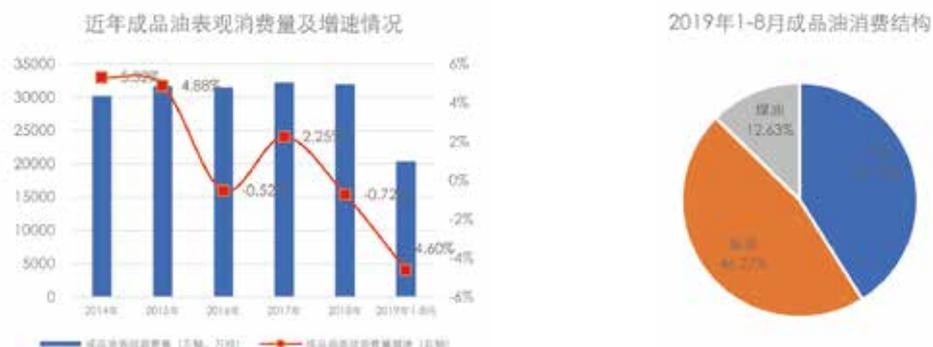
预计 2020 年，全球经济增速企稳，美国页岩油产能释放带动非 OPEC 国家原油产量增长，同时伊朗和委内瑞拉被动减产基本到达底部，OPEC+ 减产幅度趋于有限，原油价格中枢将有所下降。未来仍需关注中美贸易争端、美元指数以及中东局势变化等不确定因素对 2020 年国际油价走势造成的影响。

### 成品油需求偏弱、供给宽松局面持续，成品油价格下滑、价差持续收缩，炼油行业盈利继续下滑

受需求偏弱、供给宽松影响，2019 年成品油价格整体下行，1 ~ 10 月汽油、柴油和航空煤油的平均价格同比分别下降 11.57%、4.69% 和 6.11%。成品油需求偏弱，2019 年 1 ~ 8 月，成品油表观消费量 2.04 亿吨，同比下滑 4.60%，其中汽油、柴油和煤油消费量占比分别为 41.10%、46.27% 和 12.63%。受汽车销量下滑

以及新能源汽车替代影响，汽油需求增速处于低位，2019年1～8月消费量同比微增1.00%；受公路运输景气度下行，柴油需求大幅下滑10.81%；煤油受益于航空运输需求增长，消费增速上升3.08%。

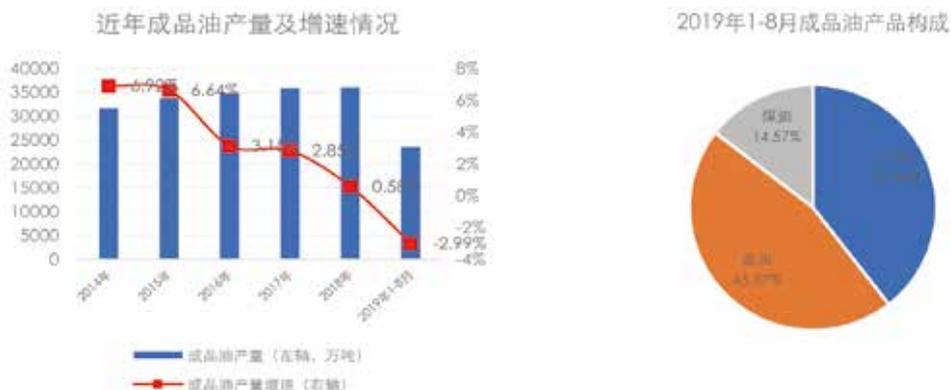
图表 2：成品油表观消费量和消费结构情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019年1～8月，成品油产量2.35亿吨，同比下降2.99%，其中汽油、柴油和煤油产量占比分别为39.46%、45.97%和14.57%。考虑到需求疲软，成品油供给仍宽松。成品油产量下滑主要系炼油企业淘汰落后产能以及部分企业装置安全环保不达标、原油配额不足、装置长期检修开工率低导致产量下滑显著。同时，恒力石化等炼化一体化企业装置先进，以生产高端化工品为主，成品油产出率很低。

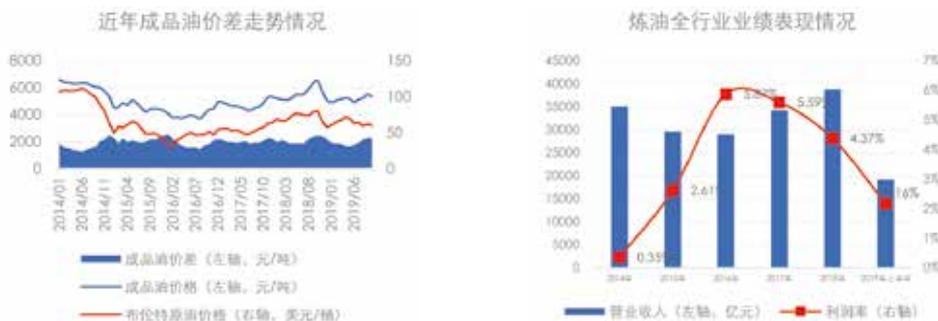
图表 3：成品油产量和产品构成情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2019年1～10月成品油价差同比下降5.91%，有所收窄。一方面，汽油、柴油供给过剩，平均价格降幅较大，压制产品盈利空间。同时，主要原料原油价格波动剧烈，2019年波动较大，加大了成本控制难度，炼油企业库存损失偏多。根据中国石油和化学工业联合会的数据，2019年上半年，炼油全行业营业总收入1.91万亿元，同比增长2.2%；利润412.8亿元，同比下降62.4%；利润率2.16%，较2018年减少2.21个百分点。

图表 4：成品油价差走势及炼油行业盈利情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，三桶油成品油产量继续保持增长，同时恒力石化、荣盛石化 2000 万吨炼化一体化项目全面投产，成品油供给端持续宽松。另一方面，汽车销量下滑、新能源替代效应增强以及公路货运景气度下行，成品油需求端仍然偏弱。在需求偏弱、供给宽松的背景下，成品油价格下滑、炼油行业盈利弱化。

**受益于民营大炼化投产以及地炼落后产能退出，炼油行业集中度有所提高**

从行业集中度来看，炼油行业集中度持续提高。2019 年炼油行业 CR3 和 CR7 分别为 79.89% 和 86.59%，同比增加 2.39 个百分点和 2.42 个百分点。中石油、中石化和中海油等行业龙头企业成品油产量持续增长，同时恒力石化 2000 万吨 / 年炼化一体化项目投产，该项目规模大、装置先进，进一步冲击传统炼油市场。

预计 2020 年，受益于民营大炼化投产及地炼落后产能退出，炼油行业集中度将进一步提高。中石化中科炼化、海南炼化二期达产，三桶油成品油产量持续提高，龙头企业地位持续提高；荣盛石化 2000 万吨炼化一体化项目达产、恒力石化炼化项目全年贡献产量，炼油行业供给将受到较大冲击。产能规模小、原油进口配额不足、开工率低的地炼企业产能将逐步淘汰，炼油行业集中度将进一步提升。

图表 5：炼油行业集中度走势情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

**二、炼油企业信用表现**

全国共有大中型炼厂约 190 家，其中三桶油炼厂 80 多家，地炼企业 100 多家。在剔除异常值和数据缺失企业后，本文共选取 13 家炼油企业（其中发债企业 12 家）作为样本。本文从企业规模及市场地位、盈利能力和资本结构及债务负担水平 3 个方面，对企业信用表现进行排序。

从企业性质来看，中央国有企业 4 家，其余 9 家均为民营企业。信用级别方面，样本中 AAA 企业 3 家，均

为中央国有企业；AA+ 企业 2 家，AA 企业 7 家。从评级调整来看，2019 年万通石化和玉皇化工评级展望被调整为负面。原油一次加工能力方面，炼能超过 1000 万吨/年的企业 3 家，500～1000 万吨/年的企业 4 家，500 万吨/年以下的企业 5 家。产品构成方面，成品油及副产品占比 100% 的企业 3 家，占比 90%～100% 的企业 4 家。

图表 6：样本炼油企业情况介绍

企业名称	企业性质	所在省份	最新信用等级	原油一次加工能力	进口原油可用配额	成品油及副产品占比	化工品占比
中化油气	中央国有企业	北京	AAA	1930	-	100.0%	0.0%
上海石化	中央国有企业	上海	-	1400	-	72.4%	27.6%
中化能源	中央国有企业	北京	AAA	1200	-	67.5%	32.5%
华锦股份	中央国有企业	辽宁	AAA	800	-	64.6%	35.4%
清源集团	民营企业	山东	AA+	520	404	70.1%	29.9%
京博集团	民营企业	山东	AA+	350	331	92.0%	8.1%
万通石化	民营企业	山东	AA	650	195	100.0%	0.0%
汇丰石化	民营企业	山东	AA	580	416	73.9%	26.1%
富宇化工	民营企业	山东	AA	500	164	95.0%	5.0%
亚通石化	民营企业	山东	AA	350	276	98.5%	1.5%
岚桥集团	民营企业	山东	AA	350	180	93.7%	6.3%
玉皇化工	民营企业	山东	AA	300	144	63.1%	36.9%
海科化工	民营企业	山东	AA	300	96	100.0%	0.0%

资料来源：Wind，东方金诚整理

受盈利下滑以及偿债能力弱化影响，2020 年炼油企业信用风险整体有所上升，其中国有企业信用风险水平仍较低，地炼企业信用风险显著加大

2019 年样本炼油企业盈利能力下滑、资本结构和债务负担水平下降，信用风险整体有所上升。受成品油价格下滑、盈利空间收窄影响，炼油企业毛利率和利润总额下降，样本企业盈利能力出现下滑；受盈利下降拖累，炼油企业 EBITDA 利息倍数减少，资本结构和债务负担水平下降。

预计 2020 年成品油需求偏弱、供给宽松的局面持续，成品油价格下滑，炼油企业盈利能力将有所下滑；同时受盈利能力弱化影响，炼油企业偿债能力下降，资本结构和债务负担水平下降。国有企业受益于资源及规模优势，信用风险整体仍处于较低水平；地炼企业受盈利及偿债能力下降影响，信用风险提升，其中深加工产品产量低、原油配额规模小、缺乏终端销售渠道的地炼企业信用风险将显著加大。

图表 7：近年样本炼油企业信用风险变化趋势



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年成品油需求放缓、产品价格下滑，炼油企业收入略有下降，国有企业收入小幅下滑，部分长时间停产及产能退出地炼企业收入下滑更快

龙头企业方面，2019 年 1~9 月，中国石化炼油业务收入 9073 亿元，同比下降 2.4%；中国石油炼油业务收入 6670 亿元，同比微增 0.3%。从样本企业营业收入来看，国有企业收入整体小幅下滑，其中，中化能源、中化油气贸易业务收缩、装置检修等因素导致收入下降。地炼企业收入增速分化，万通石化、亚通石化受装置长时间检修影响，收入大幅下降；而富宇化工、汇丰石化、海科化工深加工产品销售规模扩大和贸易业务扩大影响，收入保持增长。整体来看，收入增长样本企业均受益于非正常主营业务经营扩大，成品油业务收入增速较低。

预计 2020 年，受成品油需求放缓、产品价格下滑影响，炼油企业收入整体略有下降，内部有所分化。国有企业收入小幅下滑，受益于加工能力大、具备原油采购优势且开工稳定，收入仍将处于较高水平。位于华东发达消费市场、深加工产品占比高、成品油销售渠道有保障的国有企业收入下滑幅度最小；区域市场经济景气度偏低且成品油市场竞争激烈的国有企业收入将有所下滑。山东省政府出台政策，按照减量整合、上大压小等原则，淘汰地炼低效落后产能，压减全省地炼行业产能。化工品占比较高、原油配额充足、拥有较大规模销售终端的地炼企业收入小幅下滑，原油进口配额不足、炼油装置退出、缺乏下游销售渠道的地炼企业收入下滑速度更快。

表 8：近年样本炼油企业营业总收入情况



企业名称	2019年 同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
中国石化	-5.4%	11955.9	12634.1	10118.5	8557.9	9266.2	12731.0
中国石油	0.9%	8745.9	8668.0	7009.8	5760.5	6356.7	8392.3
中化能源	-13.1%	3966.1	4563.0	3942.1	2651.5	-	-
中化油气	-9.9%	1673.0	1855.9	1735.3	1398.6	1347.3	-
上海石化	-0.7%	1070.1	1077.6	920.1	778.9	808.0	1021.8
华锦股份	5.0%	385.3	366.8	337.1	291.0	309.1	439.5
汇丰石化	6.3%	320.1	301.1	224.2	181.4	169.4	138.7
岚桥集团	-8.4%	310.1	338.5	313.3	245.9	223.4	214.0
海科化工	3.8%	273.3	263.3	196.8	180.9	284.0	559.9
亚通石化	-19.0%	193.4	238.7	252.6	174.6	147.1	133.6
富宇化工	0.1%	156.2	156.0	141.5	119.2	101.2	84.2
万通石化	-21.1%	136.9	173.6	178.9	188.6	133.4	110.3

资料来源：Wind，东方金诚整理

成品油产品价格下滑、炼油价差收窄，炼油企业毛利率整体下行，国有企业毛利率相对较高，深加工产品低的地炼企业毛利率普遍下滑

受成品油价格下行、原油采购成本上升影响，2019 年 1~6 月，中国石化炼油业务毛利率 23.72%，同比下降 3.18 个百分点；中国石油炼油业务毛利率 26.67%，同比下滑 2.75 个百分点。从样本企业毛利率来看，受行业景气度下行影响，炼油企业毛利率普遍下滑，国有企业毛利率涨跌不一，整体仍高于地炼企业，其中中化油气毛利率上升主要受益于原油结构调整、采购价格下降；上海石化、华锦股份毛利率下滑主要系深加工产品价格下滑、原油采购价格上升所致。地炼企业中，深加工产品占比低的毛利率普遍下滑，其中亚通石化产品类型单一外加停产因素，毛利率下滑较快。

2020 年，在成品油产品价格下滑、炼油价差收窄背景下，炼油企业毛利率整体下行。多数国有企业为一体化炼厂，产品类型多元、化工装置规模大、产品占比高，产业链协同效应显著，毛利率仍将处于较高水平。部分地炼企业建有一定规模化工装置、但规模显著小于国有企业，其毛利率水平仍将处于地炼企业头部；多数地炼企业装置一体化程度低，主要装置偏向炼油，化工装置规模小，产品类型单一，受成品油盈利下滑影响大，

2020年毛利率将显著下滑。

图表 9：近年样本炼油企业毛利率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 炼油企业利润总额整体下行，原油采购成本高及费用控制差的地炼企业利润总额下降较快

2019年1~9月，中国石化炼油业务利润225.00亿元，同比下降58.8%；中国石油炼油业务利润71.33亿元，同比下滑81.70%。从样本企业利润总额来看，亚通石化、万通石化等地炼企业频繁检修、计提资产减值，利润总额下降较快；岚桥集团、海科化工受益于非成品油销量占比扩大、消费税下降带动营业税金下行，利润有所增长。整体来看，炼油企业利润总额呈现下滑趋势，消费税改革对企业利润影响显现，长时间检修地炼企业利润总额下降较快。

预计2020年，成品油价格下调、炼油价差收窄，叠加消费税监管趋严，炼油企业利润总额整体下行。国有企业利润总额有所下滑，整体仍将处于较高水平。受消费税监管趋严影响，变票等方式难度加大，地炼企业利润总额整体下滑较快，其中化工品产量规模较大、原油配额充足、有一定销售终端的地炼企业下滑幅度不大；装置退出或开工率偏低、化工产品规模小、缺乏成品油销售渠道及费用控制能力差的地炼企业利润总额下滑速度更快。

图表 10：近年样本炼油企业利润总额情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 炼油企业持续去杠杆、资产负债率延续下降趋势，部分地炼企业非主业投资规模较大、债务负担较重

2019年9月末，中国石化资产负债率52.21%，同比增加4.1个百分点；中国石油资产负债率46.95%，同比增加3.93个百分点。从样本企业资产负债率来看，中化能源和中化油气等国有企业受债务规模提高影响，资产负债率有所增加。受炼油行业持续去产能影响，清源集团、玉皇化工、汇丰石化等地炼企业资产负债率减少。

从资产负债率绝对值看，受投资港口和气田影响，岚桥集团债务规模较大，资产负债率仍然较高。上海石化近年产能扩建不大，债务规模较小，资产负债率最低。

预计 2020 年，炼油企业整体投资支出规模有限，债务规模整体延续下滑趋势，资产负债率微降。国有企业资产负债率走势有所分化，部分国有企业在建烯烃产能较大、债务规模保持增长；一体化程度较高的国有企业在建项目规模很小、债务负担延续下行趋势。受山东省政府持续淘汰地炼低效落后产能影响，地炼企业产能持续收缩、在建工程很小，资产负债率延续下降趋势，部分地炼企业经营风险提升叠加互保风险增大导致融资受阻，资产负债率被动下降；同时非主业投资规模较大地炼企业债务负担仍将维持较高水平。

图表 11：近年样本炼油企业资产负债率情况



企业名称	2019年 同比	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
中化能源	3.7	69.8	66.2	70.7	75.1	-	-
岚桥集团	-1.1	64.1	65.2	64.5	65.1	66.7	66.7
万通石化	-3.7	63.4	67.1	70.2	72.4	74.9	75.1
中化油气	1.3	61.0	59.6	62.7	63.4	68.9	-
京博集团	-0.7	58.3	59.0	58.8	62.1	59.6	62.8
汇丰石化	-3.4	55.6	58.9	60.1	65.6	65.4	62.2
玉皇化工	-5.2	50.0	55.2	62.2	61.9	63.3	66.1
清源集团	-1.8	49.6	51.4	58.0	57.1	54.0	65.9
华锦股份	-9.2	48.5	57.7	59.1	64.7	69.2	72.6
上海石化	-5.6	26.0	31.6	27.9	26.6	28.1	45.9

资料来源：Wind，东方金诚整理

受盈利下滑影响炼油企业 EBITDA 利息倍数下降、偿债能力有所下滑，深加工能力弱且债务规模大的地炼企业偿债能力下降较快

2019 年 6 月末，中国石化 EBITDA 利息倍数 21.48 倍，较去年同期的 454.25 倍大幅下降；中国石油 EBITDA 利息倍数 13.81 倍，较去年同期的 19.07 倍有所下降。从样本企业 EBITDA 利息倍数来看，受盈利下滑影响，炼油企业 EBITDA 利息倍数普遍下降，其中上海石化、中化能源下降较多。京博集团受盈利提升影响，EBITDA 利息倍数有所增加。从 EBITDA 利息倍数绝对值看，万通石化 EBITDA 利息倍数较低，偿债能力较弱；上海石化等国有企业偿债能力整体高于地炼企业，中化油气主要炼厂前身为地炼，偿债能力在国有企业中处于低位。

预计 2020 年，受成品油价格下滑、盈利下降影响，炼油企业 EBITDA 利息倍数下降，整体偿债能力有所下滑，地炼企业历史债务较多、利息费用较大，国有企业偿债能力整体高于地炼。在建工程规模较大的国有企业债务规模增长较快，偿债能力下滑幅度偏大。地炼企业受盈利明显下滑影响，偿债能力下滑幅度快于国有企业，债务规模小、化工品占比高的地炼企业 EBITDA 利息倍数下滑幅度不大，债务规模大且盈利下滑较快的地炼企业 EBITDA 利息倍数将大幅下降。

图表 12：近年样本炼油企业 EBITDA 利息倍数情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 三、炼油企业债市表现

2019 年炼油行业债券发行规模有所下滑，高信用等级债券利差下行，低等级债券发行和交易利差均有所提高，级别下调集中在低等级地炼企业

从债券发行来看，2019 年 1~11 月，样本炼油企业发行债券数量和金额同比均有所下降，整体发行规模不大。炼油企业新发债券主要为公司债、短期融资券和中期票据，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级为主，AA 级债券发行难度提升。从发行利差来看，AAA 级和 AA+ 级主体发行利差同比有所下降，AA 主体发行利差有所上升。

图表 13：样本炼油企业债市发行情况

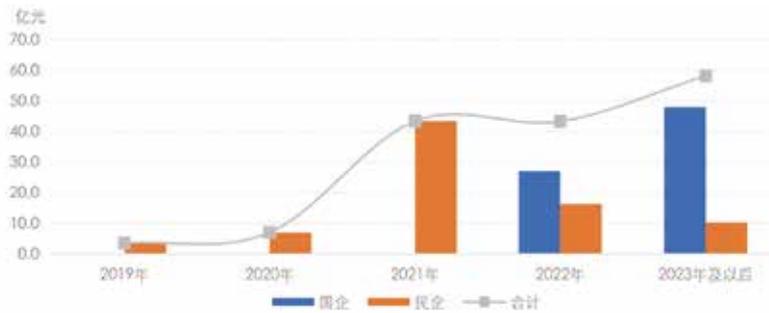


债券类型	发行期限	发行级别	利差区间	利差均值	同比
公司债	5 年	AAA	58.33 ~ 94.83	73.25	-120.29
短期融资券	1 年	AA+	362.94	362.94	-35.29
中期票据	3 年	AA	473.43	473.43	82.58

资料来源：Wind，东方金诚整理

从债券到期兑付金额来看，2019 年样本炼油企业到期债券共 1 只，规模 3.50 亿元，若考虑投资者行权，本年需兑付 46.90 亿元，存在集中兑付压力。从发行主体性质来看，2019~2021 年民企债券集中到期规模较大，集中兑付压力较大；国企债券在 1~2 年内不存在到期兑付的情况，集中兑付压力很小。

图表 14：样本炼油企业债券到期兑付金额分布情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

从评级调整来看，部分地炼企业装置长时间检修同时对外担保风险提升，展望发生调整。2019 年东辰控股和宝塔石化主体级别发生下调，玉皇化工和万通石化展望级别调整为负面。东辰控股受债务逾期及股权被冻结影响，偿债能力极度恶化，大公国际将其主体及债项等级下调至 CC，展望为负面。宝塔石化下属上市公司宝塔实业实际控制人涉嫌票据诈骗被捕，公司存续期债券兑付存在较大不确定性，联合资信将其主体及债项等级下调至 C。玉皇化工因对外担保较多且短期债务规模较大，联合资信将其展望调整为负面。万通石化因装置停产检修时间较长且区域互保风险较大，叠加融资受阻，联合资信将其展望调整为负面。

图表 15：2019 年炼油企业主体级别及展望调整情况

主体名称	评级机构	最新主体级别	评级展望	2018 年调级情况	2019 年调级情况	最新评级日期
东辰控股	大公国际	CC	负面	AA → A+	A+ → CC	2019-3-22
宝塔石化	联合资信	C	-	AA → A+ → BB	BB → CCC → C	2019-7-19
玉皇化工	联合资信	AA	负面	-	-	2019-9-5
万通石化	联合评级	AA	负面	-	-	2019-10-9

资料来源：Wind，东方金诚整理

从交易利差来看，2019 年化工行业中 AAA 级企业利差较 2018 年大幅收窄，AA+ 级企业利差波动下降，AA 级企业利差仍处于高位，主要系化工行业民企较为集中、债券违约事件较多，投资者对低等级债券投资较为谨慎所致。与产业债利差均值相比，2019 年化工行业中 AAA 级企业利差均低于产业债利差；AA+ 级企业利差整体上基本低于产业债；AA 级企业利差均高于产业债利差，低等级化工债风险溢价较高。典型企业来看，AAA 发行人中化油气主体信用利差整体呈波动下降趋势，AA 发行人万通石化主体信用利差显著增加。

图表 16：化工债交易利差及其与产业债利差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，炼油行业新发债券将以高信用等级央企为主，地炼企业信用风险显著提升、融资难度加大，发债规模将进一步收缩。发行利差方面，AAA 级龙头企业发行利差整体稳中略减，AA+ 和 AA 级企业风险溢价高，发行利差仍将持续走阔。交易利差方面，AAA 级企业利差将小幅收窄，AA+ 和 AA 级企业利差仍将波动走扩，且显著高于产业债利差。

## 四、结论

2020 年炼油企业盈利下滑、信用风险整体上行，炼油企业信用资质分化加快，国有企业信用风险很低，原油配额小、区域互保风险大的地炼企业信用风险将显著加大

2020 年需求偏弱、供给宽松的局面持续，成品油价格下滑，炼油企业盈利和偿债能力均有所下降，炼油企业信用风险整体上升，炼油企业信用资质分化加快，国有企业信用风险整体仍显著低于地炼企业、风险差异进一步拉大。

国有企业信用风险上行幅度较小，其中位于华东发达消费市场、炼化一体化程度高、成品油销售渠道有保障且债务负担轻的国有企业信用风险最低、提升幅度最小。部分国有企业在建产能较大、债务规模保持增长，同时所在市场受民营大炼化投产冲击大、区域成品油市场竞争激烈且缺乏成品油销售终端的国有企业信用风险小幅提升。

伴随行业盈利下滑及地方政府持续推进地炼去产能，地炼企业信用风险提升较快。化工产品产量占比较高且细分产品拥有一定市场地位的地炼企业，受成品油产能过剩及竞争加剧影响不大，其信用风险将有所提升。部分地炼加工能力较大、进口原油配额充足，拥有自有加油站且债务负担较轻，能够在一定程度上抵御成品油市场过剩不利影响，其信用风险小幅提升。原油配额小、装置频繁检修、缺乏成品油销售终端，债务规模大且区域互保风险增大的地炼信用风险将显著提升。

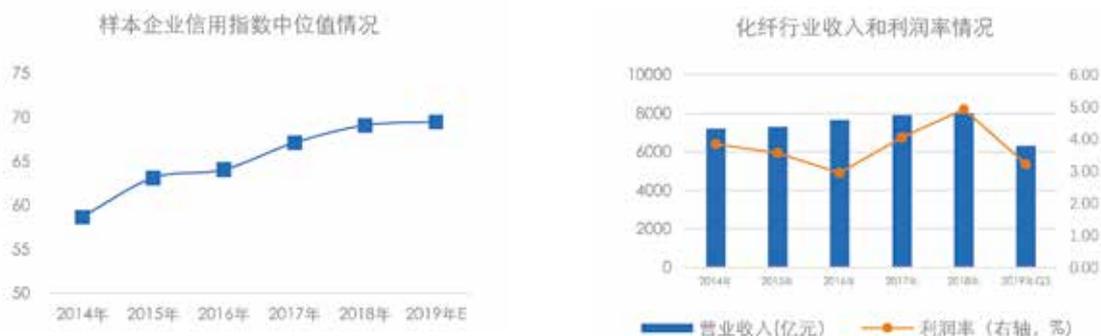
附件一：样本炼油企业及 2019 年 1～6 月主要财务指标情况（单位：亿元、%）

企业名称	分组类型	企业性质	营业总收入	利润总额	资产负债率	最新主体级别	最新评级日期
上海石化	I	中央国有企业	519.93	13.59	34.24	-	-
华锦股份	I	中央国有企业	183.29	6.66	49.37	AAA	2019-6-19
中化能源	II	中央国有企业	2194.57	21.92	69.84	AAA	2019-9-23
中化油气	II	中央国有企业	804.17	9.43	60.96	AAA	2019-6-14
京博集团	III	民营企业	282.66	10.05	59.74	AA+	2019-7-25
清源集团	III	民营企业	185.18	10.70	49.57	AA+	2019-6-20
岚桥集团	IV	民营企业	164.58	14.47	63.56	AA	2019-7-26
汇丰石化	IV	民营企业	152.74	7.10	55.59	AA	2019-6-24
海科化工	IV	民营企业	144.50	6.07	49.37	AA	2019-6-25
玉皇化工	V	民营企业	138.75	7.31	51.61	AA	2019-9-5
亚通石化	V	民营企业	107.38	4.59	48.82	AA	2019-6-27
富宇化工	V	民营企业	78.56	4.35	37.45	AA	2019-6-26
万通石化	V	民营企业	73.77	0.38	63.42	AA	2019-10-9

## 2020 年化纤行业信用风险展望

工商企业一部 张晨曦

行业信用质量：2019 年略有提升，2020 年小幅下滑，涤纶头部企业总体稳定



### 主要观点：

- 2020 年国内服装纺织零售额增速仍将维持低位，出口难以显著改善，化纤终端需求疲弱，但产量保持增长，行业仍将供需偏松；
- 主要化纤产品价格、价差下降，行业整体盈利略有下滑，龙头企业受益于产业链延伸将保持较强盈利能力；
- 化纤龙头企业将持续扩产，行业集中度将进一步提升且整体处于较高水平；
- 预计 2020 年，化纤行业信用风险小幅提升，头部企业受益于扩产及延伸产业链，信用风险总体稳定，中小企业受行业盈利下行影响，信用风险将有所提升。

## 一、化纤行业信用基本面

2020 年国内服装纺织零售额增速仍将维持低位，出口难以显著改善，化纤终端需求疲弱，产量保持增长，行业仍将供需偏松

受全球经济下行及中美贸易争端影响，纺织服装下游需求有所减弱，2019 年 1~10 月，服装类零售金额累计 10623.70 亿元，同比下降 1.57%；出口金额同比下滑 4.80%。同期，化纤行业受旧装置重启及产能扩张影响，产量处于高位，2019 年 1~9 月，国内化纤产量 4419.63 亿元，同比增长 12.02%，其中涤纶丝企业扩产、产量增幅较大。需求的减弱及供给的持续释放，2019 年化纤行业供需偏松。

预计 2020 年，供给继续宽松，需求端难以显著改善，化纤行业仍将维持供需偏松局面。2020 年是涤纶丝投产高峰，新凤鸣、桐昆股份及恒逸石化等均有新产能投产计划，化纤产量将继续增长。需求端，2020 年纺织服装国内零售额小幅回暖但增速仍维持低位；出口方面，中美贸易战阶段性缓和，部分纺织品被移除加征关税清单，但中美经贸关系仍面临一定不确定性，出口难以显著改善，化纤行业需求整体偏弱。

图表 1：近年化纤下游需求及产量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

**主要化纤产品价格、价差下降导致行业整体盈利略有下滑，但龙头企业受益于产业链延伸仍将保持较强盈利能力**

2019 年受行业供需偏松影响，化纤产品价格、价差下降，化纤行业盈利空间收窄，但恒力石化受益于产业链延伸、炼化一体化项目投产，盈利能力逆势上涨。2019 年 1~11 月，涤纶丝价差下滑 2%，PTA-PX 价差提升 20%，PX-石脑油价差下滑 7.15%，涤纶行业利润向 PTA 转移；氨纶价差下降 5%，锦纶价差下降 35%，氨纶、锦纶生产企业利润下行。产品价格下滑背景下，化纤行业盈利空间收窄，上半年化纤行业利润率 3.11%，同比下降 1.22 个百分点，利润总额也出现下滑。恒力石化受益于产业链延伸，炼化一体化项目投产，盈利能力逆势上涨，2019 年前三季度，恒力石化利润总额同比增长 100.54%。

预计 2020 年，龙头企业受益于炼化一体化项目投产，盈利能力将稳步提升，中小化纤企业受供需偏松、产品价格及价差下行压力加大影响，盈利能力将略有收窄。2020 年，恒力石化乙烯项目及 PTA 项目投产，恒逸石化、荣盛石化炼化一体化项目全面投产。龙头企业炼化一体化项目投产增加了化工产品种类、获得新增利润来源；同时产业链进一步延伸，原材料自给率提升，成本控制能力增强。中小化纤企业产品单一，受行业供需偏松、产品价格下行影响较大，同时面临龙头企业挤占市场份额，盈利空间将略有收窄。

图表 2：化纤产品价格走势及行业盈利情况

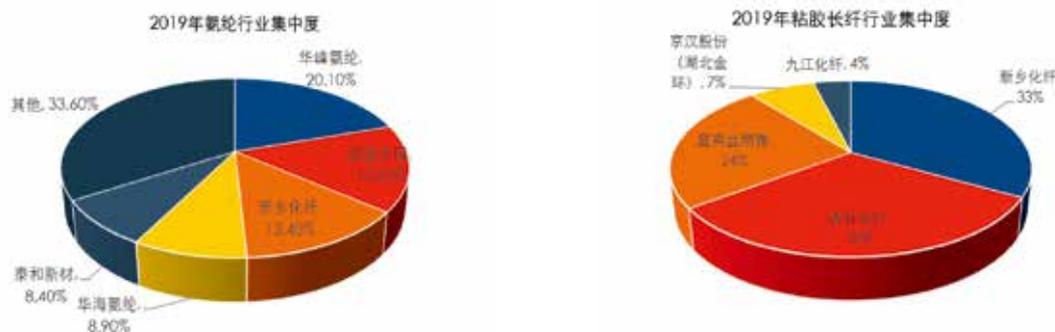


资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，行业龙头企业将持续扩产，化纤行业集中度将进一步提升且整体处于较高水平

涤纶、锦纶行业集中度不断提升，氨纶、粘胶短纤和粘胶长丝行业集中度较高。2019 年涤纶行业相比于其他化纤品种集中度水平一般，主要是行业需求规模大，企业数量较多所致。2020 年涤纶行业新增产能主要集中在桐昆股份、新凤鸣、恒逸股份等龙头企业。受益于环保趋紧、中小落后产能退出及新增产能主要集中在行业龙头企业，涤纶行业集中度将进一步提升。氨纶和粘胶短纤行业龙头企业不断扩产，中小产能陆续被淘汰，行业集中度将继续提升。粘胶长丝行业集中度仍将维持很高水平。

图表 3：化纤行业集中度情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

二、化纤企业信用表现

东方金诚从企业规模及市场地位、盈利能力和资本结构及债务负担保障程度等方面，对样本企业信用表现

进行排序。样本选取方面，截至 2019 年 11 月末，化纤行业企业上市及发债主体共 34 家，集团与股份重叠的企业，考虑到集团业务较杂，不局限于化纤业务，保留上市公司作为样本，若上市公司为借壳上市企业，前期数据不具有可比性的，选取集团作为样本。

经过筛选，共选取 14 家化纤企业作为样本企业，且 14 家样本大部分为各细分产品的龙头企业，其中发债企业 9 家。企业性质方面，地方国有企业 4 家，民营企业 9 家，集体企业 1 家。主要产品方面，涤纶企业 7 家，锦纶企业 2 家，氨纶企业 3 家，粘胶企业 2 家。信用级别方面，样本中 AA+ 企业 5 家，均为民营企业；AA 企业 2 家。

**2020 年，化纤行业整体信用风险小幅提升，化纤头部企业信用风险总体稳定，中小企业信用风险提升**

2019 年，化纤行业信用风险小幅缓和。从分项指标看，企业规模和盈利能力指标提升，资本结构及债务负担水平指标受龙头企业资本支出规模大影响略有下滑。化纤行业信用风险有所分化，受行业供需偏松、价格下行影响，中小企业收入、利润下降，债务负担加重，信用风险提升，但头部企业受益于扩产及延伸产业链，收入、利润规模继续提升，偿债能力增强，信用风险有所缓和。不同细分产品面临的信用风险亦有所分化，涤纶企业风险处于较低水平，且涤纶、氨纶企业信用风险趋缓，锦纶和粘胶企业信用风险有所提高。

预计 2020 年，化纤行业信用风险小幅提升，分化明显。行业将延续供需偏松态势，化纤产品价格仍有下行压力，化纤头部企业新产能及炼化一体化项目投产，产品竞争力增强，市场占有率提高，信用风险总体稳定；中小企业偿债能力减弱，信用风险提升。

图表 4：近年样本化纤企业信用风险变化趋势



资料来源：Wind，东方金诚整理

**预计 2020 年，化纤企业收入继续提升，其中涤纶龙头企业收入增长较快**

2019 年，化纤行业受益于企业延伸产业链，行业收入有所提升。涤纶龙头企业持续扩张 PTA 等上游产业，PTA、民用涤纶丝销量大幅增长，收入保持较快增速；锦纶龙头企业扩充己内酰胺产业，收入亦保持增长；粘胶长丝、氨纶龙头新乡化纤、华峰氨纶受益于产品销量增长较快及新产能投产，收入增长较快；工业用涤纶丝企业受汽车销量下滑和中美贸易争端影响，收入增速放缓；中小粘胶短纤企业收入增速较慢。

预计 2020 年，化纤产品价格虽下行压力较大，但龙头企业受益于新产能投产带来销量的提升，样本化纤企业收入将继续提升。涤纶龙头企业炼化一体化项目均将投产，产品种类增多，新增成品油及聚乙烯、PX 等化工品，营业收入将明显提升。氨纶和粘胶长丝龙头企业受益于新增产能不断放量，收入将继续提升。龙头企业扩产将会侵蚀中小企业的市场份额，在需求较弱及产品价格下行的背景下，中小企业营业收入将承压。

图表 5：近年样本化纤企业营业收入情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，化纤企业毛利率有所下滑，其中涤纶龙头企业产业链布局完善，毛利率将增长，氨纶、粘胶企业受行业价差收窄影响，毛利率下滑明显

2019 年，化纤企业毛利率略有提升，细分产品看，涤纶产品价格下行、价差收窄，无产业链优势的中小涤纶企业毛利率下滑明显，但涤纶龙头企业受益于产业链较长、上游 PTA 价差增厚，毛利率略有提升；锦纶产品价格下行，龙头企业永荣控股受益于己内酰胺投产，毛利率略有提升；氨纶、粘胶短纤产品价格下行，氨纶生产企业毛利率下降；粘胶长丝受益于供给紧张，是化纤中价格较为坚挺的产品，粘胶长丝生产企业新乡化纤、吉林化纤毛利率提升；工业丝生产企业华西股份和海利得受需求下降、价格下行影响，毛利率下降。

预计 2020 年，化纤企业毛利率有所下滑。涤纶产品价格、价差仍有下行压力，但涤纶龙头企业炼化一体化项目投产，原材料由 PX 延伸至原油，且原油具有成熟的期货市场，对原油的套期保值有利于企业控制生产成本，企业毛利率水平将提升。锦纶、氨纶、粘胶短纤产品价格下行压力仍较大，企业毛利率水平将继续下降。粘胶长丝供给增幅不大，且主要是新乡化纤和吉林化纤扩产，产品价格仍将坚挺，毛利率将较为稳定。

图表 6：近年样本化纤企业毛利率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年, 化纤企业利润总额小幅下滑, 涤纶、氨纶龙头企业受益于新增产能投产, 利润总额将大幅提升, 粘胶短纤和工业丝企业利润将下滑

2019 年, 样本企业利润总额中位值略有提升, 涤纶龙头企业受益于产业链的不断延伸及产能扩产, 利润总额增长较快, 其中 2019 年恒力集团大炼化项目率先投产带来新增利润来源, 利润总额增幅超过 100%。

预计 2020 年, 化纤企业利润总额小幅下滑, 涤纶龙头企业受益于新增产能投产, 利润总额将大幅提升, 氨纶、粘胶、工业丝企业受毛利率下滑影响, 利润有所下滑。2020 年汽车销量将小幅下滑, 工业丝需求继续减弱, 粘胶短纤产能过剩严重、企业竞争激烈, 工业丝、粘胶短纤收入及毛利率均将有所下降, 利润总额下降。

图表 7: 近年样本企业利润总额情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年, 化纤企业在建项目资本支出仍较大, 资产负债率将继续增长, 涤纶龙头企业债务负担仍将处于较高水平

2019 年, 化纤企业资产负债率略有提升, 受龙头企业不断扩产及延伸产业链影响, 有息债务规模保持增长, 资产负债率整体提升, 其中涤纶龙头企业恒力集团、荣盛石化、恒逸石化炼化项目建设进度较快, 债务规模较大, 资产负债率整体处于较高水平。

预计 2020 年, 化纤行业在建项目资本支出仍较大、资产负债率将继续增长。多个涤纶龙头炼化一体化项目进入投产阶段, 但部分龙头在建项目后续投资仍较大, 行业整体在建工程投资规模仍将维持较高水平, 涤纶龙头企业受债务投入规模大影响, 负债率仍将处于较高水平。

图表 8: 近年样本化纤企业资产负债率情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年, 化纤企业 EBITDA 利息倍数将小幅下降, 涤纶龙头企业偿债能力提升较快, 粘胶短纤和涤纶工业丝企业偿债能力较弱

2019 年, 化纤企业 EBITDA 利息倍数明显提高, 但偿债能力有所分化, 涤纶龙头受益于盈利大幅提升, 偿

债能力增长较快；氨纶企业有息债务规模行业最小，偿债能力亦处于行业前列，但粘胶和涤纶工业丝企业偿债能力较弱。

预计 2020 年，化纤企业盈利能力下滑同时债务规模保持增长，EBITDA 利息倍数将小幅下降。随着炼化一体化项目投产并转固，涤纶龙头企业受益于利润总额及固定资产折旧的提升，EBITDA 利息倍数将大幅增长，偿债能力提升较快；粘胶短纤和涤纶工业丝企业利润总额将有所减少，导致 EBITDA 利息倍数下降、偿债能力下滑。

图表 9：近年样本化纤企业 EBITDA 利息倍数情况



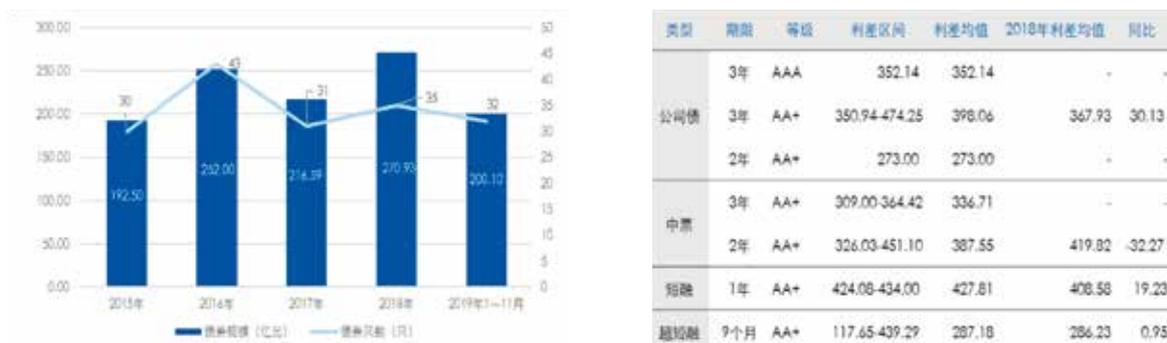
资料来源：Wind，东方金诚整理

### 三、化纤行业债券市场表现

2020 年，化纤行业发债主体仍将以高信用等级涤纶企业为主，随着大炼化项目贡献业绩，化纤行业利差有望收窄

化纤行业发债企业基本为涤纶生产企业，2019 年 1 ~ 11 月，化纤行业信用债发行规模同比下降 17.97%，主要是 2018 年炼化一体化项目投入前期，银团贷款尚未到位，企业资金缺口大，发债需求高；同期，化纤企业新发债券主要为短期融资券、中期票据和公司债，且全部为 AAA、AA+ 高信用等级发行人；从发行利差来看，AAA 主体为 2019 年新发行，AA+ 主体除中票发行利差有所下降外，其他类债券发行利差均有所上升。发债主体主要为涤纶龙头企业，龙头企业均处于大规模资本支出、且大炼化项目尚未完全释放收益阶段，故 2019 年发行利差处于较高水平且较 2018 年有所提升。

图表 10：化纤行业债券发行及利差情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

从整个化工行业看，2019 年化工行业中 AAA 级企业利差较 2018 年大幅收窄，AA+ 级企业利差波动较大，AA 级企业利差仍处于高位，主要系化工行业民企较为集中、债券违约事件较多，投资者对低等级债券投资较为

谨慎所致。与产业债利差中位值相比，2019 年化工行业中 AAA 级企业利差均低于产业债利差；AA+ 级企业利差整体上低于产业债；AA 级企业利差均高于产业债利差，低等级化工债风险溢价较高。

预计 2020 年，化纤行业发债主体仍将以高等级的涤纶龙头企业为主，且随着龙头企业大炼化项目释放效益，化纤行业利差有望收窄。

图表 11：化工行业利差情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

#### 四、结论

预计 2020 年化纤行业信用风险小幅提升、分化明显，头部企业受益于扩产及延伸产业链，信用风险总体稳定，中小企业受行业供需偏松、价格下行影响，信用风险将有所提升

2020 年化纤行业仍将维持供需偏松的局面，产品价格、价差下行压力较大，行业盈利有所下滑。龙头企业受益于扩产及产业链延伸仍将保持较强盈利能力，中小化纤企业受化纤产品价格价差下降影响，盈利空间收窄。

化纤行业信用风险预计在 2020 年将小幅提升，但行业内分化更加明显。涤纶头部企业由于新产能释放、炼化一体化项目投产，产品竞争力将增强，市场占有率进一步提高，企业规模及盈利能力均将得到提升，信用风险总体稳定；中小化纤企业受头部企业挤占市场份额影响，产品量价均将走弱，盈利和偿债能力下降，信用风险提升。

附件：样本企业名单及 2019 年 1 ~ 9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）<sup>1</sup>

证券代码	公司全称	分组类型	细分行业	营业收入	利润总额	资产负债率	主体级别	评级日期
136211	恒力集团有限公司	I	涤纶	1040.45	94.60	77.58	AA+	2019-06-26
002493	荣盛石化股份有限公司	I	涤纶	596.58	25.79	74.61	AA+	2019-05-28
000703	恒逸石化股份有限公司	I	涤纶	622.05	33.62	64.38	AA+	2019-06-18
601233	桐昆集团股份有限公司	I	涤纶	372.40	32.27	52.27	AA+	2019-04-28
603225	新凤鸣集团股份有限公司	II	涤纶	245.70	13.09	55.76	AA	2019-04-03
162287	福建永荣控股集团有限公司	III	锦纶	98.87	4.17	57.82	AA+	2019-10-11
600810	神马实业股份有限公司	IV	锦纶工业丝	97.81	4.88	68.43	-	-
000949	新乡化纤股份有限公司	IV	氨纶、粘胶	35.76	1.34	54.61	A+	2012-06-29
002064	浙江华峰氨纶股份有限公司	IV	氨纶	32.80	4.20	35.10	-	-
002206	浙江海利得新材料股份有限公司	IV	涤纶工业丝	29.92	2.86	47.36	-	-
000936	江苏华西村股份有限公司	IV	涤纶	24.98	6.52	57.07	AA	2019-05-28
136984	山东银鹰化纤有限公司	IV	粘胶	22.66	2.28	49.67	AA-	2019-06-27
002254	烟台泰和新材料股份有限公司	IV	氨纶	18.71	1.62	37.71	-	-
000420	吉林化纤股份有限公司	V	粘胶	19.49	0.82	62.62	-	-

<sup>1</sup> 不同评级机构给予同一受评企业的最新主体信用等级可能存在差异，本文披露的为受评主体最新评级日期的信用等级。永荣控股、银鹰化纤由于未公布三季报，故此列示 2019 年上半年数据。

## 零售行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 王璐璐 罗修

行业信用质量：2019 年保持稳定，2020 年将稳中略升



零售样本企业主要数据和指标



资料来源：Wind，东方金诚整理

- 2019 年我国社会消费品零售总额同比增速有所放缓，预计 2020 年社会消费品零售总额增速将企稳，但网上零售额增速将继续下降，线上线下融合加速；
- 预计 2020 年，零售企业租金成本相对稳定，人工成本将继续提升，总体成本控制压力将略有上升；
- 预计 2020 年，零售企业整体信用质量将稳中略升，但部分供应链体系缺乏效率、自持门店比例低、债务负担沉重的零售企业信用风险将继续升高。

## 一、行业基本面

### 2019 年全国社会消费品零售总额同比增速放缓，除必须消费品外主要品类均有所下滑

2019 年 1-9 月，全国社会消费品零售总额为 29.67 万亿元，累计同比增速为 8.20%，增速同比减少 1.10 个百分点。同期，限额以上企业商品零售总额 9.98 万亿元，同比增速 3.90%，增速同比大幅减少 3.00 个百分点。

从细分品类商品零售额来看，占限额以上企业商品零售总额比重最高的主要为汽车类，粮油食品、饮料烟酒类，石油及制品类和服装鞋帽、针、纺织品类等。2019 年 1-9 月，除粮油食品、日用品类等必须消费品零售额同比增速保持稳定外，其它主要细分品类如汽车类（-0.7%），石油及制品类（1.7%）和服装鞋帽、针、纺织品类（3.3%）等零售额同比增速均有不同程度下降。

图 1：我国社零总额及同比增速变动情况

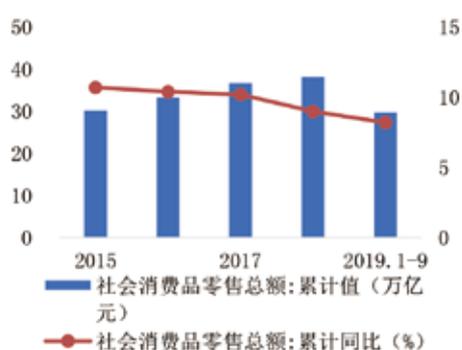
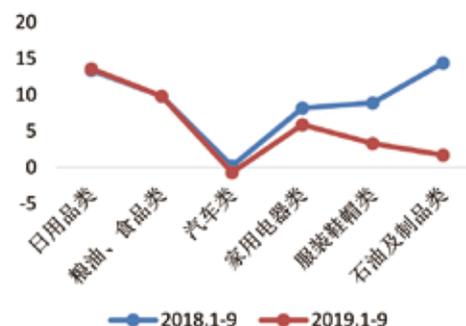


图 2：细分品类商品零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

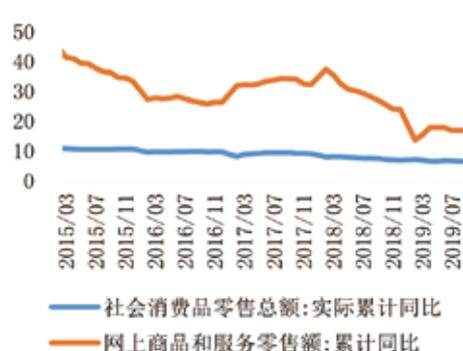
### 网上商品和服务零售额同比增速持续波动下降，但仍显著高于社零整体增速

随着网络零售规模基数增大和获客成本的上升，网上商品和服务零售额同比增速总体持续波动下降。2019 年 1-9 月，网上商品和服务零售额同比增速 16.80%，同比大幅减少 10.2 个百分点，但仍远高于社零增速。2019 年 9 月末，网上商品和服务零售额占社零总额的比例较 2018 年末小幅上升至 24.69%。

图 3：网上商品和服务零售额变化情况 (亿元、%)



图 4：网上商品和服务零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 预计 2020 年，社零总额增速将企稳，但网上零售额增速继续下降，线上线下融合加速

2019 年上半年，居民部门杠杆率达到 55.30%，同比增加 3.95 个百分点，主要由于住房贷款增加。预计 2020 年，居民部门杠杆率仍将维持高位，并继续对消费需求产生挤出效应，同时居民人均可支配收入增速放缓将对消费

增长产生不利影响，但各类促消费政策的实施有利于减缓消费增速下行压力。综合考虑，预计 2020 年社零总额增速将企稳，网上零售额同比增幅将延续下行趋势，但仍将明显高于社零总额同比增速。

同时，随着云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术的发展，传统零售行业将通过线下与线上的融合，重构线上、线下的“人、货、场”三要素，对客户进行个性、高效地服务，改善消费者体验，预计零售业线上线下融合将持续加速。

图 5：居民部门杠杆率情况 (%)



图 6：居民人均可支配收入累计同比 (%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 零售企业租金成本相对稳定，人工成本将继续提升，总体成本控制压力将略有上升

2016-2018 年，随着房地产价格持续较快上升，零售企业租金成本持续较快攀升。2019 年以来，房地产市场整体平稳，零售企业租金成本波动不大。人工成本方面，2018 年我国批发和零售行业就业人员年平均工资金额为 80551 元，同比增长 13.13%。总体来看，零售企业存在一定成本控制压力，但得益于稳定增长的消费需求和供应链体系的不断完善，零售样本企业营业收入逐年增长，毛利率水平整体有所上升；2019 年 1-9 月，零售样本企业营收合计 6831 亿元，同比增长 3.30%；利润总额合计 455 亿元，同比增长 33.91%。

预计 2020 年，零售企业租金成本相对稳定，但仍将维持高位，人员工资仍将增长，企业总体成本控制压力将略有上升。

图 7：24 个样本城市商铺平均租金 (元/日·平米)

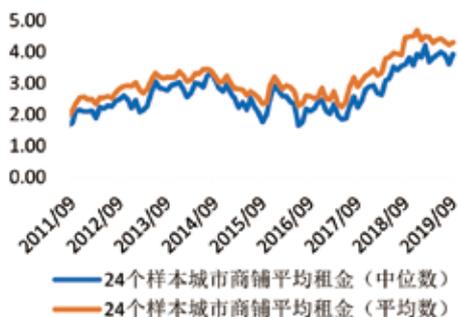
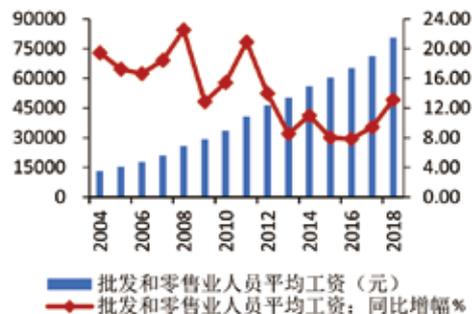


图 8：我国批发和零售业人员平均工资情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、零售企业信用表现

东方金诚将 30 家重点零售上市公司和 22 家发债企业作为样本（见附件），从总资产、营业收入、毛利率、存货周转率、资产负债率等指标进行信用排序。

零售样本企业可分为百货、超市、黄金珠宝等多种细分子行业，本文主要对零售行业整体和主要细分行业

百货和超市企业进行分析。

图 9：零售样本企业分组分布图（个）

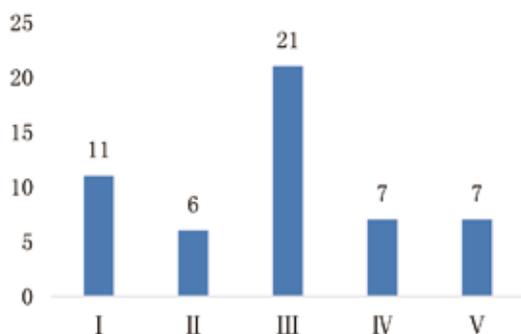
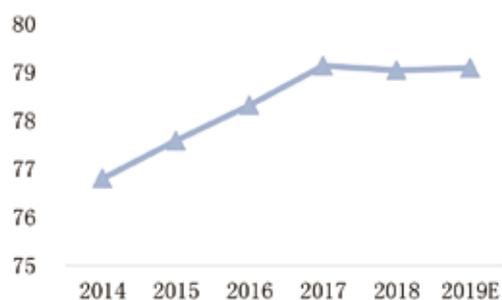


图 10：零售样本企业信用质量变化情况（中位值）



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着企业运营效率提升及扩张放缓，预计 2020 年零售企业整体信用质量将稳中略升

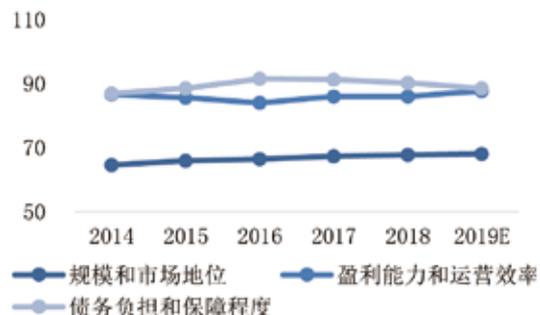
2019 年零售企业整体信用质量较为稳定，超市企业整体信用质量低于百货企业，主要由于超市企业近年来扩张速度较快，扩展门店、并购以及配套物流仓储系统都需要大量资本支出，资产负债率较百货企业普遍较高，因此债务保障程度相对较低。

预计 2020 年，零售企业规模扩张意愿普遍减弱，同时将进一步加强对成本管控、不断提升资产周转效率，整体信用质量将稳中略升。细分行业看，超市企业相对百货企业竞争更为激烈，规模化效益更为显著，行业内强者愈强趋势明显，超市企业之间信用分化将进一步加剧。

图 11：零售企业及细分行业整体信用质量变化情况



图 12：零售企业一级信用指标变化情况（中位值）



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 1. 盈利能力和运营效率

预计 2020 年，零售企业盈利能力和运营效率将小幅改善，受益于新开门店运营逐步成熟，超市企业盈利能力和运营效率将略有回升，但预计仍将低于百货企业整体水平

2019 年 1-9 月，零售样本企业营收合计 6831 亿元，同比增长 3.30%；利润总额合计 455 亿元，同比增长 33.91%。2019 年，零售企业整体盈利能力和运营效率小幅提升，主要是随着线上红利减弱，消费者逐渐重视线下体验，同时百货业态购物中心化和线上与线下融合的趋势加速进行，百货企业整体盈利能力和运营效率有所改善。超市企业盈利能力和运营效率整体低于百货企业，主要是处于培育期的新开门店较多，导致企业存货周转率和总资产收益率略有下降。

预计 2020 年，零售企业整体盈利能力和运营效率将继续小幅改善。随着百货企业业态升级、线上与线下融合加速，百货企业盈利能力和运营效率亦将继续改善。超市企业方面，随着前期新开门店运营的逐步成熟及规模扩张步伐的放缓，企业盈利能力和运营效率将略有回升，但预计仍将低于百货企业整体水平。

图 13: 零售企业盈利能力和运营效率变化情况

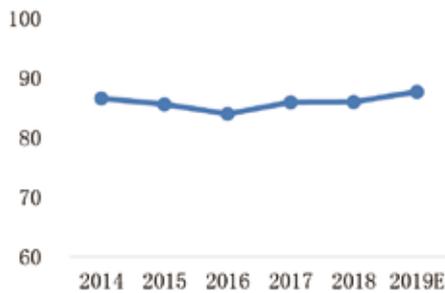
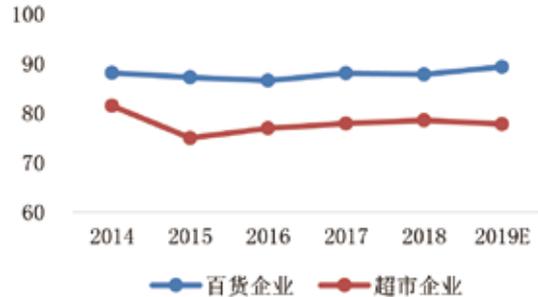


图 14: 超市和百货企业盈利能力和运营效率变化情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年，生鲜品类运营能力强的超市企业盈利能力与运营效率将不断提升，超市企业内部分化加剧，百货企业整体较为稳定，自持门店比例高的百货企业表现更优

2019 年，超市企业盈利能力与运营效率整体较为稳定。其中，红旗连锁、家家悦和永辉超市总资产收益率排名靠前，其共同特征主要为生鲜品类产品运营能力强，供应链体系强大，物流仓储体系完善，线上线下融合较快，社区配送能力强等。人人乐和中百集团总资产收益率下滑较快，主要由于经营效率低下致使盈利下滑。超市企业存货周转率有所分化，其中大型企业新开门店较多，周转效率有所下降。

百货企业盈利能力与运营效率略有改善。2019 年前三季度，重庆百货在收入及毛利率相对稳定的情况下，受益于销售、管理费用的显著下降，净利润同比增长 14.68%，总资产收益率同比增长 0.60 个百分点；王府井则由于毛利率微降以及费用率上升影响，净利润同比下滑 16.27%，总资产收益率同比下降 0.57 个百分点；而经营区域集中在欠发达地区的汇嘉时代，总资产收益率水平较低。

预计 2020 年，超市企业内部分化愈加明显，其中具备强大的生鲜食品类供应链体系、线上线下融合较快、社区销售渠道及物流体系完善的新零售超市企业盈利能力及运营效率将不断提升；而管理效率低下、供应链体系建设落后的超市企业在激烈的竞争中正被加速淘汰。随着新增优质商业地产资源的逐步减少，经营区域布局经济发达地区，且拥有核心商圈优质自持门店的百货企业竞争地位愈加稳固，盈利能力与运营效率将保持稳定；受人工成本不断增长、门店租金成本持续较高影响，租赁门店比例高、核心商圈自持门店数量少且经营区域集中在欠发达地区的百货企业盈利能力与运营效率将略有下滑。

图 15: 重点超市和百货企业 2018 年、2019 年 1-9 月总资产收益率及最新一期同比情况 (%)

超市重点企业	2018	2019.9	同比	百货重点企业	2018	2019.9	同比
永辉超市	4.10	4.82	17.9	王府井	7.24	5.19	-0.57
百联股份	3.12	3.08	0.30	重庆百货	7.24	7.74	0.60
华润万家	1.28	1.63	0.10	天虹股份	6.82	5.19	0.30
中百集团	7.75	1.07	-7.18	首商股份	9.25	7.67	0.37
家家悦	6.40	5.84	0.30	长春欧亚	2.76	2.02	0.04
华联综超	2.03	1.90	0.06	翠微股份	3.28	2.43	0.65
红旗连锁	7.98	9.32	2.17	银座股份	2.44	2.57	0.63
人人乐	-6.70	-1.64	2.59	汇嘉时代	3.80	2.45	-2.15
安德利	1.54	2.10	0.34	南宁百货	-1.54	1.15	-2.35

图 16: 重点超市和百货企业 2018 年末、2019 年 9 月末存货周转率及最新一期同比情况 (次)

超市重点企业	2018	2019.9	同比	百货重点企业	2018	2019.9	同比
永辉超市	8.01	6.25	-1.15	王府井	24.92	15.95	-2.80
百联股份	13.09	10.24	0.00	重庆百货	11.23	8.90	0.26
华润万家	11.17	8.37	-1.19	天虹股份	11.53	10.67	2.95
中百集团	9.28	7.13	-0.59	首商股份	15.09	9.06	-1.70
家家悦	7.83	6.26	0.22	长春欧亚	3.92	3.29	0.47
华联综超	7.48	6.22	0.13	翠微股份	38.91	25.04	-1.13
红旗连锁	4.98	3.85	0.13	银座股份	8.13	7.77	3.91
人人乐	4.78	3.47	-0.34	汇嘉时代	20.47	12.58	-2.29
安德利	4.10	3.45	0.18	南宁百货	12.03	9.14	-0.16

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

## 2. 规模和市场地位

2020 年, 零售企业规模和市场地位将继续缓慢提升, 超市与百货企业表现相近

2019 年, 零售企业新开门店数量同比增速减缓, 收入及资产规模增速下降, 规模和市场地位趋于稳定。其中, 超市企业、百货企业总体规模和市场地位相差不大。

预计 2020 年, 大部分超市企业扩张步伐将减慢, 但个别大型超市企业并购机会增加, 内部将有所分化, 但超市企业整体规模和市场地位将略有提升。随着线上零售冲击减弱, 同时百货企业业态升级、顺应线上与线下融合趋势, 百货企业规模与市场地位将保持低速增长。

图 17: 零售样本企业规模和市场地位变化情况

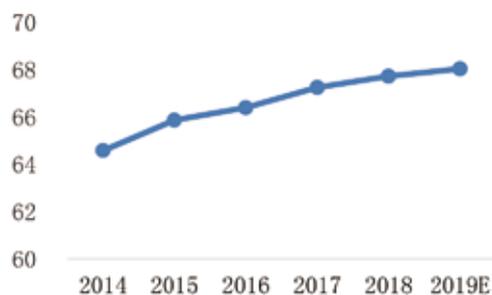
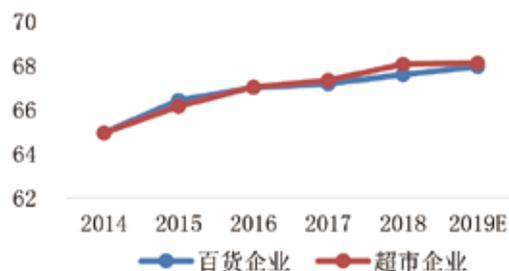


图 18: 百货和超市企业规模和市场地位变化情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年, 日用品类销售为主的超市企业受电商分流影响依旧, 规模和市场地位将略有下滑, 百货企业将放缓扩张速度, 以优化门店结构为主, 收入和资产规模缓慢增长

2019 年, 必需消费品需求保持稳定增长, 可选消费品需求增速有所下滑, 总体上零售业需求仍保持稳步增长, 受益于此, 零售企业整体营业收入和资产规模稳定提升。

超市企业以销售生活日用品和生鲜食品类为主, 需求增长稳定, 支撑超市企业收入规模整体呈现稳步增长态势。但受线上电商分流影响, 实体超市日用品类销售增长乏力, 生鲜品类运营能力强的超市企业如永辉超市、家家悦等收入增长更快。

2019 年, 百货企业放缓新开门店速度, 仍以优化门店结构为主, 总资产规模略微增长。随着线上冲击减弱, 转型初见成效, 百货企业收入总体呈稳定增长态势。从重点百货企业来看, 2019 年 1-9 月, 王府井和天虹股份新开门店速度均有所放缓, 收入端仅略微增长。

预计 2020 年, 日用品和生鲜品类需求整体仍将稳定增长, 电商销售对线下超市企业日用品的分流影响依旧,

生鲜品类占比高、供应链体系完善的超市企业将依靠质优价廉的生鲜产品吸引客户流并带动其他品类商品的销售。百货企业总体将放缓扩张速度，以优化门店结构为主，收入和资产规模缓慢增长。

图 19：重点超市和百货企业 2018 年、2019 年 1-9 月营业收入及最新一期同比情况（亿元、%）

超市重点企业	2018	2019.1-9	同比	百货重点企业	2018	2019.1-9	同比
永辉超市	705	635	20.59	王府井	267	194	1.06
百联股份	484	374	4.43	重庆百货	341	256	-0.43
华润万家	267	196	-3.77	天虹股份	191	141	1.74
中百集团	152	117	1.98	首商股份	101	73	-0.91
家家悦	127	113	17.89	长春欧亚	156	125	9.78
华联综超	116	93	0.50	翠微股份	50	36	0.32
红旗连锁	72	59	7.82	银座股份	132	92	-4.50
人人乐	81	59	-6.32	汇嘉时代	36	32	28.88
安德利	18	14	3.88	南宁百货	21	14	13.26

资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 3. 债务保障程度

预计 2020 年，零售企业债务保障程度将略有改善，但超市企业债务负担仍将高于百货企业

2019 年受社零增速进一步下降影响，零售企业门店扩张速度减缓，债务增长速度随之减缓，零售企业债务保障程度继续下降，但降幅较小。

超市企业债务负担与百货企业相比较重，主要由于超市门店多以租赁物业为主，扩张速度较快，且必须形成网络，摊低物流仓储等成本，故债务负担相比百货企业要高。而百货门店大多以自有物业形式扩张，速度相对较慢，且为独立生态，不必形成网络，资本支出压力和债务融资需求相对超市企业较低。

预计 2020 年，零售企业总体扩张速度将放缓，同时随着经营效益的不断改善，企业债务负担将有所减轻。但大型超市企业仍处在完善供应链体系，不断提高规模效益阶段，其扩张意愿仍强于百货企业，预计其债务增速仍将高于百货企业。

图 20：零售样本企业债务保障程度变化情况

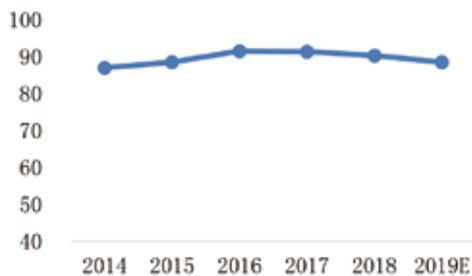
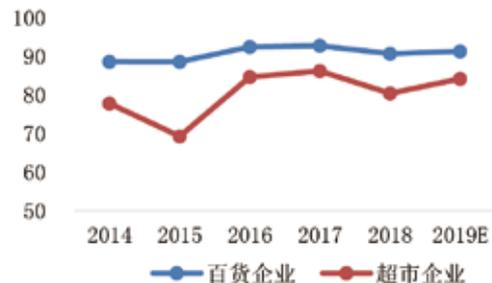


图 21：百货和超市企业债务保障程度变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，大型超市企业逆市扩张致使资产负债率将继续小幅上升，百货企业则多以调结构为主、规模扩张放缓，债务负担大多有所减轻

超市企业近年规模扩张相对百货企业较快，资产负债率总体高于百货企业。其中永辉超市、百联股份和中百集团等资产负债率有所上升，主要是大型超市企业在行业增速放缓时期逆势扩张导致债务增长所致。2019 年，百货企业资产负债率大多同比下滑。其中，重庆百货、天虹股份等大型百货企业资产负债率持续下降，主要系

受电商冲击、社零增速下降、消费者偏好改变等多重因素影响，这些企业将重点放在优化门店结构上，总体规模扩张速度较慢，资产负债率有所下降。而王府井则主要以自建及并购方式逆势扩张，债务负担有所增长。

经营现金流负债比指标方面，2019年9月末，大部分百货和超市样本企业经营现金流负债比有所下降，主要是企业营运资金需求增加导致经营性净现金流下降所致。

预计2020年，百货企业多以调结构为主、规模扩张放缓，债务负担大多将有所减轻；超市行业内并购机会增加，个别大型超市企业继续通过并购活动进行外延式扩张的需求仍在，资产负债率将继续小幅上升。

图 22：重点超市和百货企业 2018 年末、2019 年 9 月末资产负债率及最新一期同比情况 (%)

超市重点企业	2018年末	2019年9月末	同比	百货重点企业	2018年末	2019年9月末	同比
永辉超市	50.96	54.20	5.67	王府井	47.11	51.21	4.64
百联股份	56.32	60.28	4.70	重庆百货	59.47	54.84	-4.84
华润万家	82.53	83.50	0.51	天虹股份	59.57	56.98	-2.05
中百集团	54.68	59.86	5.51	首商股份	37.82	34.97	-4.07
家家悦	60.76	64.12	0.89	长春欧亚	75.27	74.57	-0.83
华联综超	73.42	72.40	0.30	翠微股份	43.77	39.94	-0.67
红旗连锁	45.46	39.93	-4.31	银座股份	74.33	74.05	-1.55
人人乐	69.67	70.83	3.63	汇嘉时代	67.80	63.10	-0.84
安德利	65.26	66.71	6.56	南宁百货	50.34	45.47	-5.35

图 23：重点超市和百货企业 2018 年末、2019 年 9 末经营现金流负债比及最新一期同比情况 (%)

超市重点企业	2018年末	2019年9月末	同比	百货重点企业	2018年末	2019年9月末	同比
永辉超市	8.83	9.44	-3.66	王府井	17.38	9.41	-2.72
百联股份	7.93	11.83	3.78	重庆百货	12.39	11.44	-2.92
华润万家	2.40	-0.03	-3.88	天虹股份	22.95	4.17	-7.74
中百集团	13.54	12.71	-2.67	首商股份	19.06	4.06	-5.56
家家悦	14.40	14.33	-1.14	长春欧亚	10.69	5.22	-3.95
华联综超	9.81	9.23	3.42	翠微股份	10.49	10.67	1.70
红旗连锁	30.37	2.61	-18.43	银座股份	3.54	8.47	-3.62
人人乐	-7.19	1.45	4.39	汇嘉时代	0.54	6.03	-13.50
安德利	12.22	9.35	2.37	南宁百货	-5.51	2.62	-14.05

资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 三、零售企业债市表现

2019 年零售行业信用利差总体较为稳定，AA+ 和 AAA 等级利差走阔

近年来，零售样本企业信用债发行规模有所波动，行业整体发债规模不大。2019 年 1-11 月，零售企业新发债券主要为中期票据和公司债，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券难度提升；从发行利差来看，AAA 主体发行利差同比有所下降，AA+ 主体发行利差有所上升。

图 24：零售样本企业近年新发债券规模情况



图 25：2019 年 1-11 月零售企业发行利差情况 (BP、%)

类型	期限	债项等级	利差区间	利差均值	同比
中票	3 年	AAA	50-269	156	-6.13
		AA+	342	342	20.15
		AA	423-430	426	-
公司债	3 年	AAA	42	42	-126.7
	4 年	AAA	192	192	-
	5 年	AAA	48	48	-81.21
	6 年	AA+	414	414	-

资料来源：Wind，东方金诚整理

2019 年，零售行业信用利差总体较为稳定，AAA 等级信用利差略有下降，AA+ 和 AAA 等级利差走阔，投资者风险偏好下降，呈现结构性紧信用特征。典型企业来看，AAA 发行人王府井主体信用利差整体呈波动下降趋势，AA+ 发行人国美电器主体信用利差波动上行。

预计 2020 年，零售行业新发债券仍将以高等级发行人为主，同时随着行业内企业规模扩张步伐放缓，其债务融资需求总体趋缓，但个别大型超市企业仍处于构建规模效应阶段，债券融资需求将有提升。

图 26：零售行业不同等级信用利差对比 (BP)

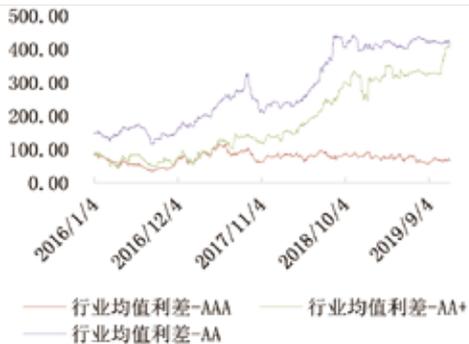


图 27：零售行业债券与产业债 AAA 信用利差对比 (BP)

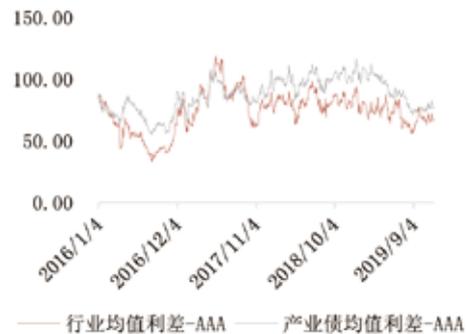


图 28：国美电器 (AA+) 主体信用利差变动情况 (BP)

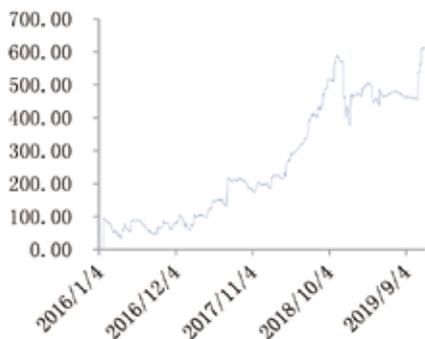
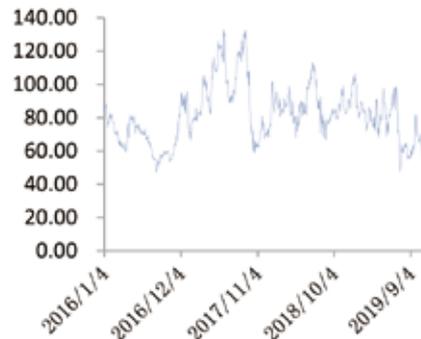


图 29：王府井 (AAA) 主体信用利差变动情况 (BP)



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 四、结论

预计 2020 年，零售企业整体信用质量将稳中略升，超市企业信用资质分化持续，部分供应链体系缺乏效率、

### 自持门店比例低、债务负担沉重的零售企业信用风险将继续升高

东方金诚认为，2020年零售企业整体信用质量将稳中略升，超市企业信用资质分化持续，百货企业信用资质总体较为稳定，部分供应链体系不完善，自持门店比例低，债务负担沉重的零售企业信用风险将继续升高。从主要细分行业来看，主要呈现以下趋势：

超市企业方面，预计2020年，超市企业内部分化愈加明显，其中具备强大的生鲜食品类供应链体系、线上线下融合较快、社区销售渠道及物流体系完善的新零售超市企业信用质量将不断提升；而管理效率低下、供应链体系建设落后的超市企业在激烈的竞争中将被加速淘汰。

百货企业方面，预计2020年，随着新增优质商业地产资源的继续减少，拥有经济发达地区核心商圈优质自持门店的百货企业竞争地位愈加稳固，信用质量较为稳定；受人工成本不断增长、门店租金成本持续较高影响，租赁门店比例高、核心商圈自持门店数量少且经营区域集中在经济欠发达地区的百货企业经营风险增加。

附件一：零售样本企业分组分布及2019年1-9月主要指标情况（单位：亿元、次、%）<sup>1</sup>

样本分组	企业简称	总资产	营业总收入	毛利率	年化总资产收益率	存货周转率	资产负债率	经营现金流动负债比	细分行业
I	王府井	245.37	194.01	21.11	4.87	15.95	51.21	9.40	百货
	苏宁易购	2330.53	2010.09	14.73	7.20	7.37	60.74	-18.03	电器及电子产品
	红星美凯龙	1220.12	118.24	67.07	4.64	13.66	60.67	11.79	家具
	豫园股份	961.78	270.82	23.76	2.39	0.60	65.42	-1.63	黄金珠宝
	百联股份	538.61	373.57	21.25	2.40	10.24	60.28	11.81	超市
	杭州商旅	269.46	97.26	26.88	4.07	4.73	55.26	8.23	百货
	永辉超市	452.41	635.43	21.88	4.68	6.25	54.20	9.44	超市
	老凤祥	186.05	421.29	8.48	11.96	4.52	56.72	-11.98	黄金珠宝
	天虹股份	156.79	140.75	28.56	5.46	10.67	56.98	4.17	百货
	重庆百货	140.68	255.74	18.19	8.77	8.90	54.84	11.37	百货
II	大商股份	187.44	167.49	26.53	6.63	3.27	50.91	7.83	百货
	国美电器	458.97	268.73	13.68	1.40	2.93	63.95	0.35	电器及电子产品
	华润万家	336.44	195.78	17.90	1.30	8.37	83.50	-0.03	超市
	长春欧亚	226.16	124.52	23.35	2.69	3.29	74.57	5.22	百货
	广州商贸	148.26	112.80	13.94	6.67	24.99	49.43	38.20	百货
	首商股份	68.59	72.85	24.20	7.25	9.06	34.97	3.99	百货
	周大生	57.87	38.10	36.76	16.61	0.91	22.93	40.54	黄金珠宝

<sup>1</sup> 国美电器和深圳茂业由于未公布三季报，故此列示2019年上半年财务数据。

III	华联综超	99.09	92.88	21.94	0.83	6.22	72.40	9.23	超市	
	家家悦	82.71	112.65	21.52	5.97	6.26	64.12	14.33	超市	
	京客隆	78.15	87.61	22.38	1.25	4.36	72.40	2.66	超市	
	银座股份	124.57	92.12	20.40	0.33	7.77	74.05	8.45	百货	
	步步高集团	318.15	150.83	23.82	0.46	2.74	74.95	4.66	超市	
	合肥百货	107.82	83.83	19.94	3.00	3.80	55.52	-13.85	百货	
	红旗连锁	49.09	58.88	30.05	11.16	3.85	39.93	2.61	超市	
	深圳茂业	471.24	35.63	72.76	2.41	0.17	70.10	2.36	百货	
	翠微股份	53.36	36.41	20.13	3.24	25.04	39.94	10.67	百货	
	潮宏基	51.91	26.69	37.39	4.98	0.86	31.81	14.11	黄金珠宝	
	华联商厦	127.33	9.27	48.27	2.15	0.56	34.86	5.35	百货	
	北京城乡	35.53	15.01	30.26	0.52	1.89	30.52	0.34	百货	
	跨境通	130.49	139.73	39.70	7.25	1.67	38.44	0.91	电商	
	友阿股份	159.03	44.24	20.86	1.95	1.25	52.31	-5.57	百货	
	利群股份	116.41	93.99	23.47	2.34	3.68	60.33	5.41	百货	
	中百集团	90.09	117.38	21.98	0.66	7.13	59.86	12.71	超市	
	文峰股份	63.95	44.81	19.96	5.13	4.75	26.97	33.20	百货	
	新华百货	53.27	57.03	22.19	3.96	7.26	58.99	0.20	百货	
	IV	三江购物	45.00	30.75	24.51	4.08	7.72	30.13	11.10	超市
		益民集团	31.85	11.71	40.46	4.35	1.19	21.51	15.93	百货
徐家汇		26.51	14.16	28.95	8.10	44.48	14.32	35.94	百货	
重庆商业		50.23	25.46	8.06	0.64	10.22	59.05	17.65	超市	
爱迪尔		47.38	16.07	19.63	2.46	0.83	37.03	8.31	黄金珠宝	
兰州民百		42.81	13.65	29.51	5.41	0.61	57.59	-2.34	百货	
汇嘉时代		37.25	32.39	18.71	1.16	12.58	63.10	6.03	百货	
南极电商		48.06	26.47	29.18	17.16	427.11	11.56	52.56	电商	
V	国芳集团	27.84	20.69	16.18	4.78	19.09	35.98	13.76	百货	
	中兴商业	22.87	20.23	19.59	7.06	29.84	36.91	27.23	百货	
	莱绅通灵	26.97	10.23	58.28	7.00	0.28	13.23	-10.55	黄金珠宝	
	百大集团	21.11	5.79	26.84	7.99	323.49	13.77	39.42	百货	
	南宁百货	18.80	13.51	19.03	0.41	9.14	45.47	2.60	百货	
	萃华珠宝	33.93	17.58	16.77	0.78	0.80	64.88	4.34	黄金珠宝	
	汉商集团	16.35	7.99	33.83	2.83	68.24	54.38	-3.65	百货	
	安德利	18.46	14.27	19.31	0.82	3.45	66.71	9.35	超市	
	人人乐	44.83	58.56	23.30	-3.21	3.47	70.83	1.44	超市	

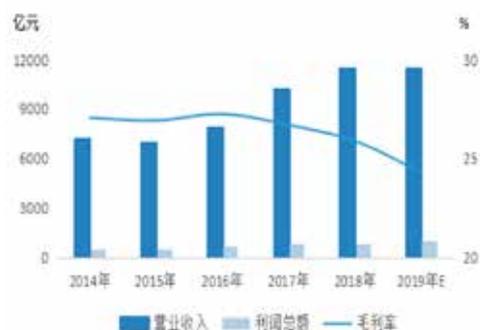
## 2020 年家用电器行业信用风险展望

工商企业一部 任志娟

行业信用质量：2019 年略有下降，2020 年小幅下行



家用电器行业主要盈利指标情况



### 主要观点：

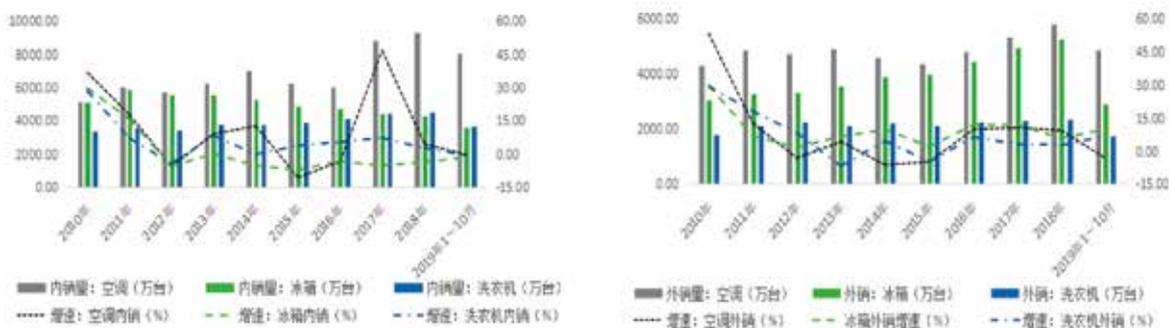
- 2020 年家电行业更新替代潜在需求存在一定支撑，行业自身衰减势能趋弱，预计家电内需将企稳，其中空调内销回暖，厨电降幅收窄，小家电维持增长，黑电延续低迷；
- 行业结构升级步伐放缓下，预计 2020 年龙头企业继续加大低价产品推出带动家电产品价格下行，行业集中度将进一步提升；
- 价格下降情况下家电企业盈利下行压力加大，企业信用风险小幅上升且分化加剧，其中品类布局完整、自主品牌竞争力强的白电及小家电企业利润维持增长，偿债能力增强，信用风险下降，核心零部件无法自给、品牌影响力弱的家电企业盈利能力明显下滑，偿债能力弱化，信用风险上升。

## 一、家用电器行业信用基本面

2020 年，更新替代潜在需求<sup>1</sup>存在一定支撑，行业自身衰减势能趋弱，预计家电内需将企稳，其中空调内销回暖，厨电销量降幅收窄，小家电维持增长，黑电延续低迷

在宏观经济疲软、地产销售放缓情况下，2019 年家电整体需求偏弱。1~10 月，商品房销售面积微增 0.10%，增速同比下滑 2.10 个百分点；房屋竣工面积下降 -5.50%，持续为负；地产销售疲软、去年高基数及 7 月雷雨天气较多影响下，空调内销增速同比转负，为 -0.40%；贸易摩擦拖累空调出口，空调外销及整销增速分别为 -3.32% 和 -1.52%。产品结构升级延续，冰箱内需弱改善，出口及整体销量低速增长。1~10 月，冰箱内需增速同比 -1.45%，外销及整销增速分别为 9.81% 和 3.31%；洗衣机内销增速为 -0.80%，外销及整销增速分别为 6.68% 和 1.50%。

图表 1：2010 年以来空调、冰箱和洗衣机内销、外销及其增速



数据来源：Wind，东方金诚整理

智能手机替代影响下黑电内需持续低迷。2019 年 1~5 月，黑电内销增速为 -1.90%，外销增速为 11.0%，整体销量增速为 6.0%。房地产销量下滑对装修前装属性强的厨电销售仍有抑制。2019 年 1~9 月，油烟机零售量同比下滑 6.2%，燃气灶零售量同比下滑 3.0%。小家电行业维持成长性，2019 年前三季度，挂烫机、加湿器、美发产品等零售量同比增长超过 10%，电饼铛增速约 6%，电饭煲及吸尘器下降约 5%。

2020 年，更新替代潜在需求存在一定支撑，行业自身衰减势能趋弱，预计家电内销有所企稳。其中，空调内销增速约 1%~3%，中美贸易摩擦需持续关注、空调外销及整销增速分别约为 -3% 及 1%；房屋竣工面积增速自 2019 年 7 月以来持续修复，受 2016 年以来销售 - 竣工缺口持续加大影响，预计 2020 年房屋竣工面积增速回升，厨电销量降幅将收窄；居民可支配收入提升支撑小家电行业维持成长性、销量保持增长；智能手机替代下黑电延续低迷。

### 行业结构升级步伐放缓龙头企业继续加大低价产品推出将带动家电产品价格下降

内需疲软下家电产品结构及品类升级步伐放缓，龙头加大促销力度，2019 年以来多数产品价格下行。空调方面，2019 年美的于年初推出低价机型，奥克斯 618 电商促销价格现新低，格力双十一对促销机型予以差价补贴，受龙头价格策略下移影响，2019 年空调整体均价为 3435 元<sup>2</sup>，同比下降 2.1%，其中线上市场均价为 2852 元，同比下降 3.6%，线下市场均价为 3806 元，同比下降 0.6%。黑电行业低价竞争延续，2019 年 1 季度，彩电零售均价下降约 12%；2019 年 3 季度，彩电整体均价同比下降 10% 至 2678 元。厨电方面，2019 年油烟机均价下降约 5%，头部企业老板、方太及华帝降幅低于行业平均水平。小家电方面，多数小家电均价下降，电饭煲、

<sup>1</sup>以 10 年使用期限计算，2010 年受家电下乡拉动政策影响，空调、冰箱及洗衣机内销增速分别为 36.73%、29.69% 和 28.39%。

<sup>2</sup>空调均价及变化为中怡康推总数据。

搅拌机均价下降在 2% 之内，吸尘器、电磁炉均价下降约 4%，净化器等降幅超过 10%。冰洗方面，受益于产品创新升级及龙头高端战略持续，冰洗线下价格上升、线上价格下降，整体均价变动不大。

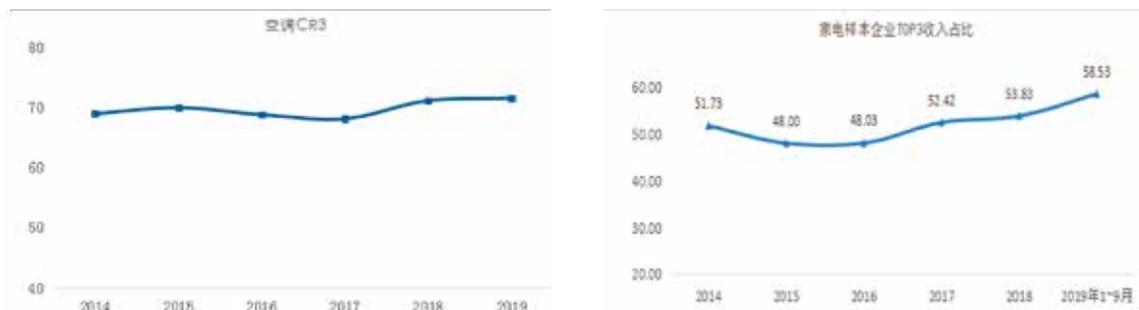
2020 年，预计行业内需调整、新能耗标准实施等综合因素影响下，龙头企业价格策略下移将导致家电产品价格继续下降，考虑到行业的寡头格局及其智慧家电转型、自主品牌全球布局的推进，家电行业突破成本的价格战概率并不大。长期看，创新理念引导下的消费升级仍是行业未来发展趋势。

### 受龙头企业价格策略下移等因素影响，2020 年家电行业集中度将进一步提高

受龙头价格策略下移影响，家电行业集中度进一步提高。2019 年 1~9 月，样本家电企业前三名企业收入占比由上年的 53.83% 增至 58.53%，资产总额占比由上年的 56.08% 增至 58.06%。同期，空调 CR3 较上年末增加 0.5 个百分点至 71.6%；海尔冰箱市占率占比超过 30%，增长明显；洗衣机 CR2 升至 66%。2019 年 9 月，油烟机零售量 CR3 为 42.1%，保持增长。

2020 年，预计受龙头家电企业价格策略下移、新能耗标准实施等影响，成本控制能力弱的企业将面临淘汰，家电样本企业前三名收入占比将超过 60%。

图表 2：家电行业集中度



数据来源：Wind，东方金诚整理

## 二、家用电器企业信用表现

东方金诚选取 33 家<sup>3</sup>家用电器企业作为样本，从企业规模、盈利能力及债务负担水平 3 个方面，通过对样本企业 6 个财务指标<sup>4</sup>进行观察，对家电行业信用风险变化予以评价。

### 2020 年，预计产品价格下行情况下家电行业收入收缩，行业信用风险稳中略升

2019 年家电行业信用风险略有抬升。受地产销售放缓、中美贸易摩擦及龙头企业价格策略下移等因素影响，收入占比最大的空调<sup>5</sup>销量略降且价格下行，家电样本企业收入均值略降；龙头企业盈利能力提升带动样本企业利润均值上升；白电并购已近尾声、资产负债率继续下降，黑电盈利下滑背景下资产负债率并未推高，家电样本企业债务负担水平变化不大。

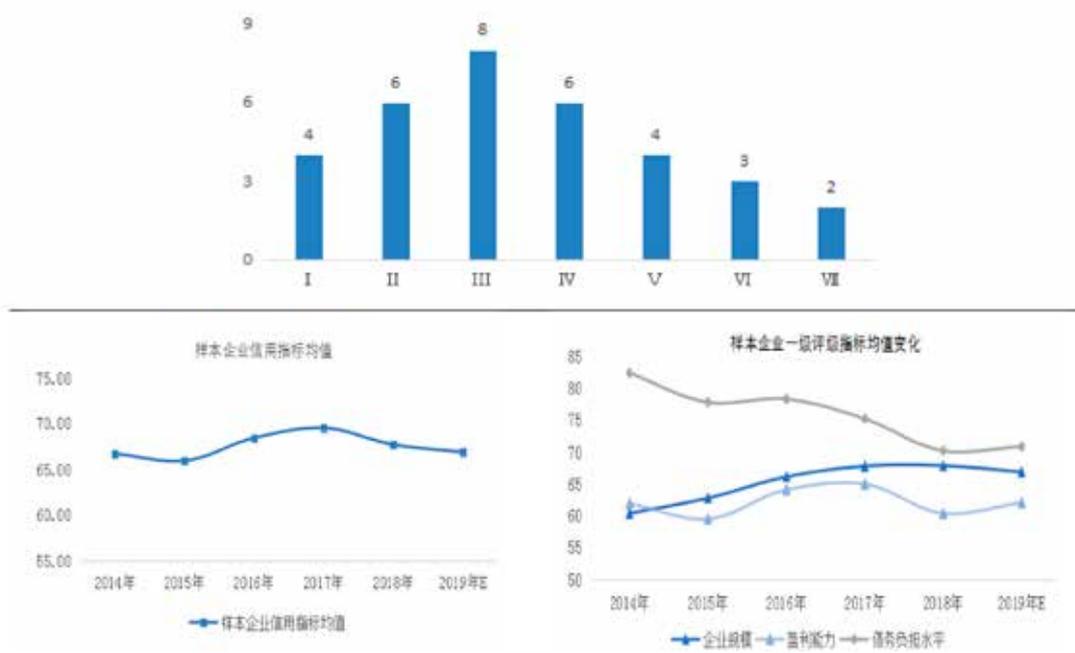
2020 年，预计家电产品价格下行情况下行业收入将收缩，受空调能耗标准提升等因素影响，家电企业盈利下行压力加大，债务负担小幅下降，信用风险稳中略升。

<sup>3</sup> 从行业数量来看，白电 11 家、黑电 6 家、厨电 5 家、小家电 11 家。从行业规模来看，白电收入占比约 65%、黑电收入占比约 25%。对指标变动大的样本数据进行调整。

<sup>4</sup> 一级指标分别为企业规模、盈利能力及债务负担水平，二级指标分别为营业收入、资产总额、利润总额、毛利率、资产负债率及全部债务/EBITDA，权重分别为 30%、25%、20%、5%、10% 和 10%。

<sup>5</sup> 2018 年，样本企业中被划为空调类型的企业合计收入占比为 46.89%。

图表 3：家电企业样本分类分布



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，白电、小家电头部企业收入将增长，内需不振下黑电龙头通过技术创新带动行业升级难度较大、收入难以显著增加

2019 年，家电细分行业龙头收入增长出现差异。其中，白电方面，美的集团年初开始加大空调低价特价机型产品推出，收入增长将超过 5%；受益于海外出口业务高增长，海尔智家整体收入增长将超过 5%；格力电器第四季度加大促销、全年收入增长将超过 3%。黑电持续低迷，海信电器三季度推出叠屏电视等新产品表现良好，预计全年收入增速收窄至约 -2%。地产压制下厨电头部企业向高毛利产品调整、收入收缩，华帝股份收入增速约 -5%。小家电企业成长性较强，领先企业九阳股份、苏泊尔收入增速均将超过 10%。

预计 2020 年，白电龙头价格策略下移，其收入及市场占有率将继续增长。小家电行业成长性较强，其领先企业收入规模将继续扩大。房屋竣工面积回暖下厨电头部企业收入将有所改善。受手机直播及网站视频持续挤压影响，黑电龙头通过技术创新带动行业升级难度较大、收入难以显著增加。

图表 4：近年部分家电企业营业收入情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 白电及小家电头部企业利润将维持增长，黑电龙头盈利难以明显改善

2019年，虽多数家电产品价格下降，但受益于铜、铝、钢材及塑料等原材料价格下行，成本控制能力强的白电龙头盈利能力继续提升。其中，美的集团毛利率提升近2个百分点，利润总额增速将超过10%；国内高端战略延续，毛利率略低的出口业务占比提升致海尔毛利率小幅增加；格力电器毛利率变动不大。受益于日立中央空调业务并表，海信家电盈利提升；万宝集团国内空调业务盈利能力下降拖累整体盈利下滑；受能耗之争影响，奥克斯集团的毛利率及利润总额将下降。

图表 5：近年部分白电企业利润总额、毛利率变动情况



部分白电企业利润总额增速情况 (%)

公司简称	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
美的集团	14.9%	17.9%	15.5%	17.8%	14.7%	39.7%
海尔智家	44.5%	10.7%	28.7%	17.2%	-16.6%	19.6%
格力电器	5.8%	17.5%	43.3%	24.2%	-11.0%	29.5%
万宝集团	-5.1%	-11.0%	45.4%	61.8%	-37.1%	604.8%
奥克斯集团	-10.0%	-45.1%	31.5%	220.7%	-12.1%	43.4%
海信家电	16.0%	-20.5%	77.3%	103.6%	-19.1%	-40.6%
惠而浦	转亏	转盈	转亏	-19.5%	24.8%	-19.0%



部分白电企业毛利率变动 (百分点)

公司简称	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
美的集团	1.83	2.51	-2.28	1.46	0.43	2.14
海尔智家	0.16	-2.00	-0.03	3.07	0.44	2.20
格力电器	0.01	-2.63	0.16	0.24	-3.64	3.86
万宝集团	-0.64	0.96	-1.51	0.66	-3.99	0.37
奥克斯集团	-2.86	-6.57	0.18	2.61	0.05	3.61
海信家电	1.54	-0.45	-3.89	1.92	-0.24	-0.17
惠而浦	-1.57	3.00	-8.32	-4.63	1.29	-2.03

资料来源：Wind，东方金诚整理

受益于原材料价格下行及头部企业成本控制能力，2019年，厨电及小家电头部企业盈利能力有所提升。其中，由于毛利率较高的工程渠道收入占比增加，老板电器利润总额增速将超过10%，毛利率升至约55%；由于料理机新品及与shark品牌的协同效应显现，九阳股份利润总额增速接近10%，毛利率变化不大；新品推出能力强的苏泊尔利润增速将超过10%。

原材料面板价格持续下行，海信电器毛利率上升，利润总额仍有下降。

图表 6：近年部分黑电、厨电及小家电企业利润总额、毛利率变动情况

类型	子行业	公司简称	2019 年 E	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
利润总额增速变化 (%)	黑电	海信电器	-18.53	-47.95	-43.84	15.81	7.80	-11.30
	厨电	老板电器	10.08	0.57	20.54	44.95	45.88	49.72
	厨电	华帝股份	8.89	30.29	55.61	54.99	-25.51	24.75
	小家电	苏泊尔	16.91	24.74	14.48	16.51	29.25	21.29
	小家电	九阳股份	9.26	6.53	-4.26	8.03	4.51	8.71
	小家电	新宝股份	43.82	20.80	-13.37	51.23	32.12	8.44
毛利率变化 (百分点)	黑电	海信电器	2.89	1.00	-2.89	-0.44	0.19	-1.09
	厨电	老板电器	1.74	-0.15	-3.63	-0.87	1.63	2.11
	厨电	华帝股份	2.46	1.86	2.94	3.97	2.21	0.40
	小家电	苏泊尔	0.46	1.31	-0.97	1.56	-0.06	0.49
	小家电	九阳股份	-0.06	-0.88	0.31	0.81	-0.76	-1.74
	小家电	新宝股份	3.40	1.14	-0.71	1.70	0.74	0.47

资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，由于增加低端特价产品占比，白电龙头毛利率将下降，受益于销量及收入增长，其利润总额增长确定性较强。行业成长期的小家电头部企业盈利能力仍将提升。受互联网厂商跨界低价竞争影响，黑电价格延续低迷，黑电龙头盈利能力难以明显改善。

**随着全球并购进入资源整合阶段，家电企业债务负担小幅下降**

家电企业有息债务主要集中于白电及黑电企业，2019 年 9 月末，家电样本企业资产负债率均值为 48.20%，较上年末下降 1.82 个百分点。其中，白电企业资本支出规模收缩，样本企业资产负债率均值为 60.18%，较上年末略有下降。部分黑电企业转型步伐放缓，黑电样本企业资产负债率均值降至 62.59%，较上年末下降 3.29 个百分点。

预计 2020 年，随着家电企业全球并购进入资源整合阶段，家电企业债务负担将小幅下降。贸易战不确定性情况下家电龙头海外项目建设不会显著提速，资产负债率变化不大。部分处在转型过程中且盈利弱的黑电企业，债务负担仍将处于较高水平。

图表 7：近年部分白电、黑电企业资产负债率情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

品类布局完整、自主品牌竞争力强的白电及小家电头部企业利润维持增长，长期偿债能力进一步提升；成本控制能力差、品牌影响力弱的企业盈利将下滑，长期偿债能力将弱化

2019年，家电企业全部债务/EBITDA指标有所分化。由于利润增长，美的集团、海尔智家全部债务/EBITDA有所下降。海信电器全部债务/EBITDA变化不大。惠而浦利润下滑明显，全部债务/EBITDA将大幅上升。因开工率不足中新科技利润总额亏损，全部债务/EBITDA为负。

图表 8：近年部分家电企业全部债务/EBITDA 指标情况

细分行业	公司名称	2019年E	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
白电	海尔智家	2.88	3.42	3.68	4.43	1.96	2.01
白电	格力电器	1.39	0.99	1.04	1.03	1.04	0.86
白电	万宝集团	2.41	3.46	5.23	5.25	6.08	4.40
白电	美克斯集团	7.71	6.05	5.28	4.52	7.50	7.84
白电	惠而浦	22.50	3.94	42.80	4.84	3.31	3.66
黑电	中新科技	-8.68	67.02	7.54	5.28	5.87	3.52
黑电	海信电器	5.92	5.54	2.36	1.04	0.88	0.46
黑电	四川长虹	13.13	15.28	13.94	10.07	-39.91	13.22
厨电	老板电器	0.27	0.24	0.22	-	-	-
小家电	九阳股份	0.73	0.42	0.01	0.19	0.58	0.06

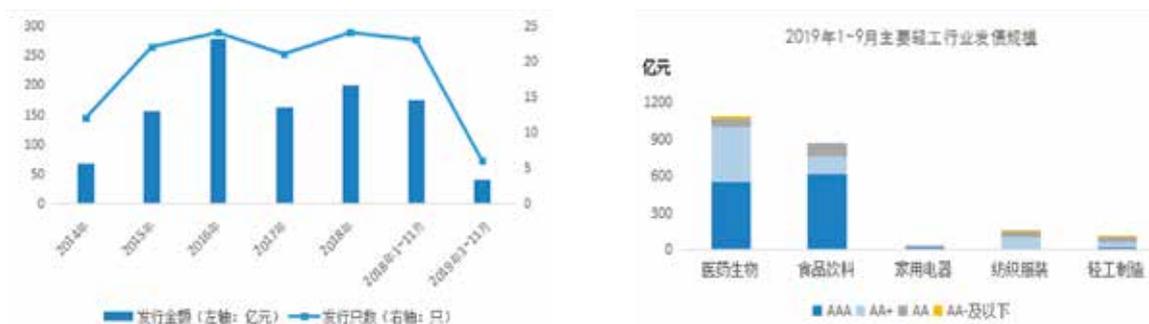
资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，价格下行情况下家电企业偿债能力继续分化，其中品类布局完整、自主品牌竞争力强的白电及小家电头部企业利润维持增长，长期偿债能力进一步提升；成本控制能力差、品牌影响力弱的企业盈利将下滑，长期偿债能力将弱化。

### 三、家用电器行业债券市场表现

2019年1~11月，家电行业发债金额及只数同比降幅较大，其中发行债券6只，同比下降73.91%；发行金额合计40.00亿元，同比下降77.21%；与主要轻工行业相比，家电行业发债规模仍处于较低水平；家电行业发债金额中AA+及以上主体发债金额占比为62.50%，低于医药生物行业的91.61%、食品饮料行业的87.92%及纺织服装行业的72.26%，高于轻工制造的50.89%。

图表 9：家电行业债券发行规模及与主要轻工行业的比较



资料来源：Wind，东方金诚整理

发行利差方面，2019年1~11月，家电行业发行中期票据2只，其中AA主体万宝集团发行的“19万宝MTN001”通过担保增信至AAA级别，发行利差高于同期家电AAA债券利差。2019年，万宝集团毛利率下降且仍处于白电样本企业末位，资产负债率略有下降但仍较高，偿债能力仍处于白电行业较低水平。格力集团发行

的“19 格力 MTN001”，发行利差较低。AA+ 主体奥克斯集团发行的“19 奥克斯 CP001”，发行利差同比略有下降。2019 年，奥克斯集团收入保持增长，由于空调价格下降，毛利率和利润总额均下降，公司债务规模有所上升，全部债务 /EBITDA 指标有所上升。

图表 10：2019 年 1~11 月家电企业债券发行情况

债券类型	期限	主体级别	债券级别	债券名称	发行利差 (BP)
短期融资券	1 年	AA+	A-1	19 奥克斯 CP001	227.77
	270 天	AA	-	19 万宝 SCP001	456.90
超短期融资券	270 天	AA+	-	19 长虹 SCP001	209.31
	270 天	AA	-	19 长虹电子 SCP001	236.00
中期票据	3 年	AA	AAA	19 万宝 MTN001	181.38
	3 年	AAA	AAA	19 格力 MTN001	89.69

资料来源：Wind，东方金诚整理

交易利差方面，2019 年，食品、纺织、医药等行业信用利差有所收窄，轻工制造行业信用利差维持高位，受空调价格战影响，家电行业信用利差水平抬升至历史高位。

图表 11：2019 年以来家电行业及部分家电企业中期票据信用利差（单位：BP）



资料来源：Wind，兴业研究，东方金诚整理

#### 四、结论

2020 年，预计价格下行情况下家电行业收入将收缩，且受空调能耗标准提升、成本增加等影响，家电企业盈利下行压力加大，家电企业债务负担将下降，行业整体信用风险稳中略升。

家电企业信用风险持续分化，其中家电智能化发展良好且自主品牌海外竞争力较强的白电龙头企业收入及利润维持增长，长期偿债能力将增强，信用风险将下降；受益于消费升级支撑下的小家电行业维持高成长性，品类丰富、创新能力强的小家电企业收入规模扩大，部分互联网爆品推出能力强的 ODM 领先小家电企业，在向 OBM 销售转变时盈利能力将持续增强。由于受到龙头企业的挤压，核心零部件无法自给、家电品类布局不完整、海外项目建设及渠道开发不及预期的家电企业利润将下降，品牌影响力弱、成本控制能力差的家电企业盈利将明显下滑，偿债能力弱化，信用风险将上升。

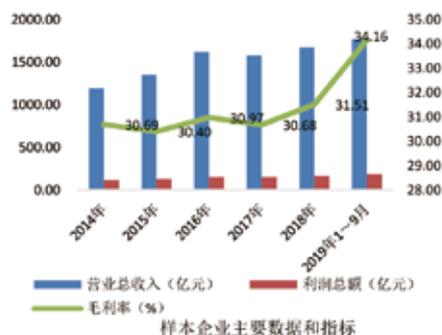
附件：样本企业名单及 2019 年 1-9 月部分财务指标情况（单位：亿元、%）

公司名称	分组类型	细分行业	营业收入	利润总额	毛利率	资产负债率	最新主体级别
珠海格力电器股份有限公司	I	白电	1550.39	266.46	30.16	64.92	-
美的集团股份有限公司	I	白电	2209.18	263.54	29.09	63.42	AAA
海尔智家股份有限公司	I	白电	1488.96	132.22	29.09	66.93	AAA
TCL 集团股份有限公司	I	黑电	588.18	38.12	12.92	60.31	AAA
海信家电集团股份有限公司	II	白电	270.10	15.18	20.41	64.80	-
奥克斯集团有限公司	II	白电	287.97	11.24	22.23	65.77	AA+
杭州老板电器股份有限公司	II	厨电	56.25	13.01	55.04	35.72	-
四川长虹电器股份有限公司	II	黑电	622.10	6.01	11.94	70.54	AA+
青岛海信电器股份有限公司	II	黑电	236.44	3.56	16.79	42.97	-
浙江苏泊尔股份有限公司	II	小家电	148.96	16.14	30.67	38.51	-
广州万宝集团有限公司	III	白电	257.17	5.34	9.06	71.29	AA
华帝股份有限公司	III	厨电	42.75	5.89	48.90	48.34	-
广东万和新电气股份有限公司	III	厨电	47.94	5.48	33.94	45.20	-
深圳市兆驰股份有限公司	III	黑电	90.32	7.85	13.01	51.33	AA
九阳股份有限公司	III	小家电	62.55	7.13	32.34	43.17	-
上海飞科电器股份有限公司	III	小家电	27.20	7.01	38.97	28.01	-
广东新宝电器股份有限公司	III	小家电	68.27	6.10	23.11	47.30	-
莱克电气股份有限公司	III	小家电	42.12	4.55	26.33	35.82	-
长虹美菱股份有限公司	IV	白电	130.41	1.05	18.63	65.39	-
广东奥马电器股份有限公司	IV	白电	57.83	3.98	24.73	71.56	-
浙江美大实业股份有限公司	IV	厨电	11.42	3.56	52.46	26.65	-
日出东方控股股份有限公司	IV	厨电	23.28	0.59	34.14	47.13	-
科沃斯机器人股份有限公司	IV	小家电	34.45	1.20	37.23	40.44	-
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	IV	小家电	38.10	2.21	37.36	44.80	-
澳柯玛股份有限公司	V	白电	49.08	1.23	20.34	69.14	-
惠而浦(中国)股份有限公司	V	白电	40.87	-0.73	21.65	46.59	-
深圳市奋达科技股份有限公司	V	小家电	24.95	1.61	19.51	29.17	AA
广东天际电器股份有限公司	V	小家电	5.66	3.84	24.66	14.64	-
江苏春兰制冷设备股份有限公司	VI	白电	1.53	0.49	37.75	12.15	-
广州毅昌科技股份有限公司	VI	黑电	25.27	0.11	8.68	82.04	A+
融捷健康科技股份有限公司	VI	小家电	5.31	-0.18	19.50	13.85	-
中新科技集团股份有限公司	VII	黑电	4.97	-2.36	-10.42	68.34	-
宁波圣莱达电器股份有限公司	VII	小家电	0.81	-0.47	-4.70	14.44	-

## 出版行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 谢笑也

行业信用质量：2019 年略有提升，2020 年稳中有升



数据来源：Wind，东方金诚整理

注：上述指标中营业总收入和利润总额为样本企业的合计值，毛利率为中位值。

- 2020 年，中小学在校生数量的增长将继续抬高教材教辅市场需求；
- 随着国民阅读量提升、对阅读重视程度的提高，2020 年一般图书销售规模有望增长；
- 预计 2020 年产业链完整、出版主营业务突出的企业盈利能力将稳步提升，对地产、贸易等非出版业务收入依赖较大的企业盈利稳定性较差；
- 2020 年有息债务将延续小幅增长趋势，行业整体偿债能力随着盈利能力的提升稳中有升；
- 预计 2020 年，出版行业信用风险总体小幅下降，仍将保持较低水平，需关注盈利和融资渠道受非出版业务拖累的出版企业信用风险。

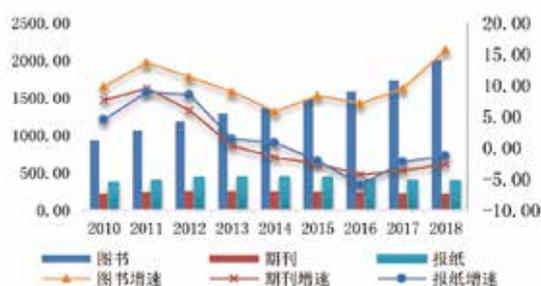
## 一、行业基本面

图书零售市场规模持续扩容，线上渠道继续强势拉动整体市场增长，预计线下书店的转型可为行业带来新的增量需求

我国传统出版物以报纸、图书和杂志为主，2018年图书出版定价总金额同比增长15.69%，增速同比进一步增长，而期刊和报纸的仍然延续下降趋势，但降幅有所收窄，各细分市场的需求增速分化明显，图书是驱动行业增长的主要出版物。

2019年前三季度，我国整体图书零售市场同比增长率为12.78%，依然保持正向增长。其中实体店渠道受政策性主题图书影响呈现较大的负增长，同比增长率为-7.03%；而网店增速继续强势拉动整体市场增长，达到24.80%。线上渠道增速较快，但折扣力度较大，一般为6~6.5折，实际销售码洋与实体店相差不大。随着政策扶持力度的加大、资本的入局及消费者对线下场景体验需求的提升，实体书店正逐渐成为重要的线下流量入口，实体书店的成功转型可为行业带来新的增量需求。

图表 1：主要出版物定价总金额情况及增速（亿元、%）



图表 2：实体店和网店销售额（亿元）

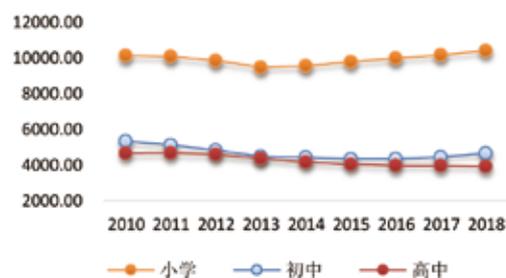


资料来源：Wind、开卷信息，东方金诚整理

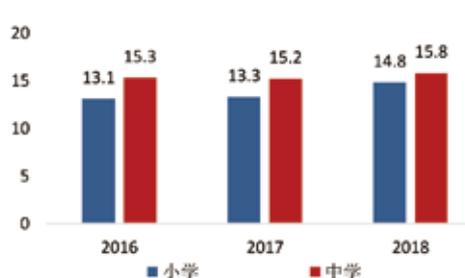
中小学在校人数的增长拉动教材教辅需求，预计2020年，中小学在校生数量的增长将继续抬高教材教辅市场需求

分图书品类来看，教材教辅的政策属性较强，具有一定的刚需特征，定价一般以政府部门指导定价为主，需求主要受中小学生在人数影响，2018年，我国小学在校生人数达到10413万人，同比增加243万人，同比增长2.39%；初中阶段在校生规模同比增速为4.79%。预计未来小学在校生人数增加将逐步传导至初中和高中，中小学生在人数规模总体仍将保持增长。2018年小学课本出版规模同比增长11.28%，中学课本出版规模同比增长3.95%，课本出版规模与在校生数量走势基本一致。预计2020年，中小学在校生数量的增长将继续抬高教材教辅市场需求。

图表 3：中小学生在人数变化情况（万人）



图表 4：中小学课本出版规模情况（亿册）



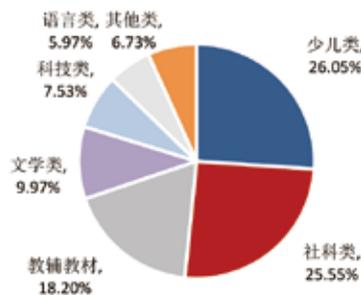
资料来源：Wind、《新闻出版产业分析报告》，东方金诚整理

少儿图书成为一般图书主要增长动力，国民阅读量的提升有望拉动 2020 年一般图书销售规模的增长

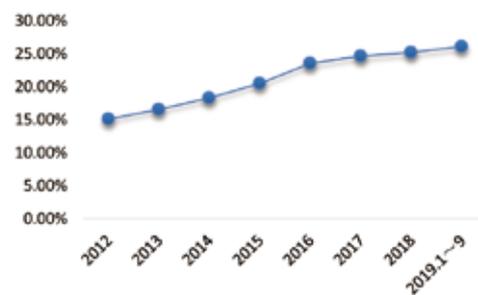
一般图书没有教材教辅出版的政策壁垒，市场化程度较高。2019 年，少儿图书市场仍处于快速增长期，市场规模持续扩容，对一般图书增速贡献较大，2019 年前三季度码洋比重为 26.05%，较去年同期上升 0.86 个百分点。其次是社科类和教辅教材类，码洋比重分别为 25.55% 和 18.20%，分别较去年同期上升 2.08 和 0.24 个百分点。第十六次全国国民阅读调查结果显示，2018 年我国 0~17 周岁未成年人的人均图书阅读量为 8.91 本，国民人均图书阅读量为 4.67 本，未成年人阅读量远高于成年人。在 0~8 周岁儿童家庭中，近七成家庭有陪孩子读书的习惯。得益于国民阅读量提升、家长对少儿阅读的重视程度提高，少儿类图书销售规模有望进一步提升。

一般图书零售市场二八现象愈加明显，2019 年前三季度，新书动销品种 14.72 万种，同比下降 4.37%，新书品种占比小幅收缩，新书对图书市场的增量贡献延续 2018 年的下降趋势。消费者更愿意购买已经被市场承认的经典图书（即在畅销书榜单上的图书），新书的市场驱动力不足，畅销书榜单图书替换频率将持续走低。

图表 5：2019 年前三季度图书市场销售结构



图表 6：少儿图书在图书零售市场中的比重



资料来源：开卷信息，东方金诚整理

受益于产能释放及下游需求放缓，2019 年文化用纸价格持续下行，预计 2020 年成本端压力可控，出版企业盈利将小幅提升

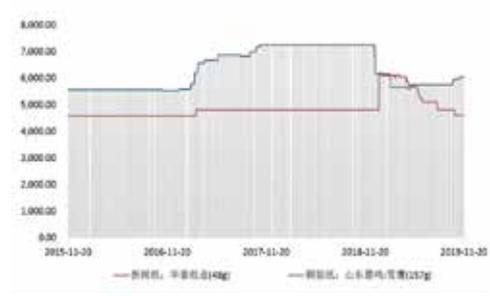
从成本端来看，纸张成本一般占到出版企业营业成本的 30%~40%，文化用纸价格走势对出版企业毛利率影响较大。2019 年前三季度，受益于产能释放及下游需求放缓，文化用纸价格持续下行，其中新闻纸下降幅度较大，铜版纸略有波动，但整体仍呈下降趋势，缓解了出版行业成本端压力，行业盈利水平提升。

东方金诚预计，2020 年二胎政策放开所带来的新生儿人口数量将增加对出版行业的利好，中小学学生人数的稳定增长将推高教材教辅业务的需求；销售渠道方面，线上渠道在折扣红利下仍将保持高增速发展，线下书店转型模式已逐渐成熟，线上渠道与线下门店双轮驱动，图书市场规模继续扩容。同时纸价下行等因素将带来行业整体毛利率的提升，出版企业盈利能力总体将小幅提升。

图表 7：中国造纸协会纸浆价格总指数走势



图表 8：国内主要造纸企业新闻纸和铜版纸出厂价

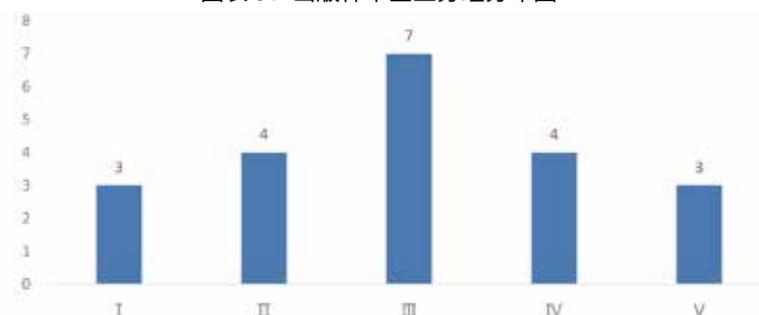


资料来源：Wind，东方金诚整理

## 二、出版企业信用表现

本文选取 21 家出版企业（其中发债企业 11 家，非发债上市企业 10 家）作为样本。东方金诚从规模和市场地位、盈利能力和运营效率、债务保障程度三个维度，选取包括总资产、营业总收入、毛利率、净资产收益率、应收账款周转率、资产负债率等具体指标对样本企业进行信用排序。

图表 9：出版样本企业分组分布图

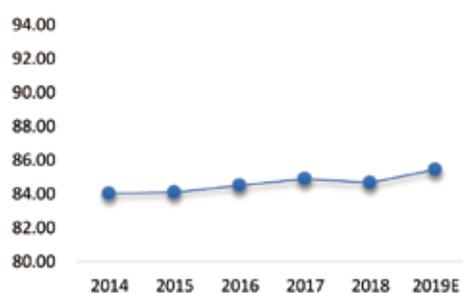


资料来源：Wind，东方金诚整理

受纸价下滑等影响，出版企业整体毛利率水平有所提升，债务负担略有增长，预计 2020 年，出版企业整体信用质量将稳中有升

2019 年，出版企业规模和市场地位有所增长，对信用质量形成较强支撑。从一级指标表现看，2019 年出版企业总资产规模保持增长，规模和市场地位指标逐年稳定提升；受纸价下滑等影响，出版企业整体毛利率水平有所提升，出版主营业务盈利能力有所提升，应收账款周转效率受部分企业业务结构调整影响略有下降；2019 年，出版企业资产负债率维持低位，全部债务 / EBITDA 较上年有所提升，企业债务保障程度指标中位值略有下降。

图表 10：样本出版企业信用质量变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 11：样本出版企业一级信用指标变化情况（中位值）



### 1. 规模和市场地位

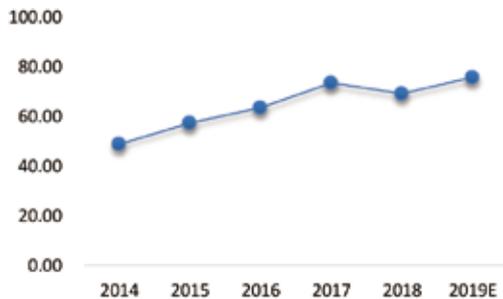
预计 2020 年，中小学学生人数的增长、国民阅读习惯的培养及渠道建设的完善将支撑江苏凤凰、中南传媒等龙头出版企业收入和资产规模持续增长，重庆出版收入规模或继续受到房地产业务的拖累

2019 年，样本出版企业规模和市场地位有所提升。出版发债和上市企业大多为以教材教辅出版发行为主的地方国企，区域特征和竞争优势明显，教材教辅需求弹性小，行业整体处于稳定增长期。

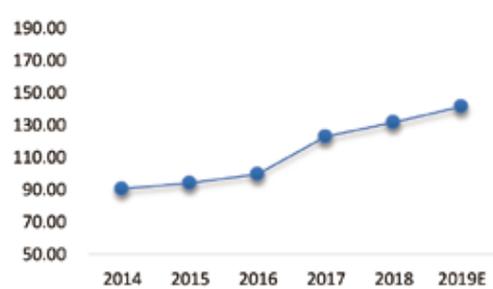
从细分指标来看，中小学学生人数的增长带来的需求支撑教材教辅营收规模的增长，一般图书的需求增长较大程度上依赖国民阅读习惯的培养和人口的增长，得益于未成年人的阅读量提升、家长对少儿阅读的重视程

度提高，少儿图书成为驱动一般图书市场销售规模增长的主要因素。分渠道来看，近年传统出版企业积极寻求转型，推进线上书店渠道的建设和线下传统书店的现代化改造，线上渠道的拓展拉动行业整体销售规模的增长，线下实体店销售额则较为稳定。

图表 12：样本出版企业营业总收入中位数（亿元）



图表 13：样本出版企业总资产中位数（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

资产规模方面，2019 年，样本出版企业资产规模中位数同比有所增长，行业整体大型收并购动作较少，行业规模处于稳定增长期，样本出版企业资产规模中位数延续稳步增长态势。具体来看，江苏凤凰、中文天地、中南传媒等出版龙头企业出版发行业务稳健，总资产规模的扩充主要来源仍是经营积累，营业总收入规模基本保持稳中有升的趋势；安徽出版、长江出版收缩了贸易业务规模，营业总收入同比下降，而重庆出版由于退出房地产业务同时偿还债务导致资产规模有所下降。

预计 2020 年，中小学学生人数的增长、国民阅读习惯的培养及渠道建设的完善将继续支撑出版行业整体资产规模和营业收入的持续增长。江苏凤凰、中文天地和中南传媒作为出版行业龙头企业，融资渠道畅通、行业地位稳固，总资产规模和营业总收入将保持稳步增长；2020 年贸易业务成本核算准则将发生变化，安徽出版、长江出版等营业收入对贸易收入依赖较大的企业将进一步收缩贸易业务规模，但出版主业需求的增长可拉动出版业务收入规模的增长，预计营业总收入保持稳定。

图表 14：重点样本出版企业收入和资产规模情况<sup>1</sup>（亿元）

样本分组	企业简称	总资产			营业总收入		
		2019年9月末	2018年9月末	同比变动	2019年1~9月	2018年1~9月	同比变动
I	江苏凤凰	541.49	538.40	0.95%	135.90	129.38	5.04%
	中文天地	255.48	234.94	8.74%	88.86	89.89	-3.59%
	中南传媒	212.82	200.35	6.22%	63.74	61.09	4.34%
II	山东出版	153.06	141.70	8.02%	62.61	65.33	-4.16%
	新华文轩	147.87	134.36	10.06%	58.28	54.79	6.37%
	皖新传媒	142.69	139.39	2.38%	67.62	74.50	-8.97%
	中国出版	128.90	115.44	11.19%	39.57	32.44	21.99%
	河北出版	141.37	141.72	-0.25%	46.33	64.17	-27.80%
III	南方传媒	109.12	99.87	9.28%	47.34	40.15	17.92%
	长江出版	179.01	177.33	0.95%	138.88	172.65	-9.68%
	重庆文资	312.62	317.97	-1.68%	58.33	62.21	-9.45%
	安徽出版	238.07	230.47	3.30%	120.17	126.17	-4.76%
	中国科传	51.60	45.44	13.55%	18.28	13.97	29.56%
IV	青岛出版	67.00	69.20	-3.17%	18.58	15.79	15.00%
	城市传媒	39.49	38.91	1.49%	18.18	15.45	14.75%
	出版传媒	37.94	38.25	-0.81%	19.41	17.19	12.90%
V	读者传媒	21.92	20.45	7.18%	5.11	4.87	4.82%
	重庆出版	57.78	75.88	-23.85%	5.47	8.40	-34.87%

资料来源：Wind，东方金诚整理

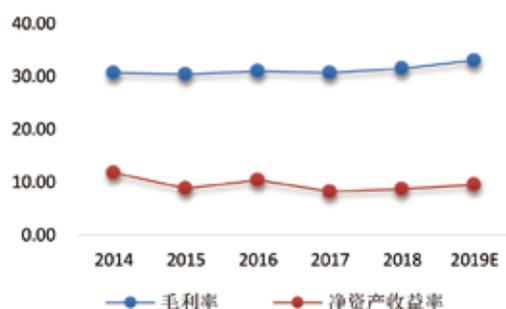
<sup>1</sup> 未披露 2019 年度和 2018 年度三季报的企业此处未列出。

## 2. 盈利能力和运营效率

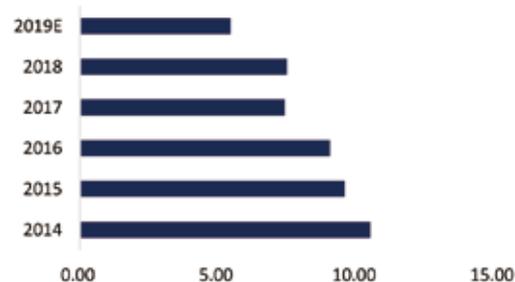
出版企业盈利能力保持增长，运营效率有所下降，预计 2020 年产业链完整、出版主营业务突出的企业盈利能力将稳步提升，对地产、贸易等非出版业务收入依赖较大的企业盈利稳定性较差

出版企业盈利能力和运营效率总体保持稳定。2019 年，由于部分企业继续缩减周转效率较高的贸易业务，而应收账款账期相对较长的出版发行业务规模占行业整体营收规模的比例增长，以上因素拉低出版行业整体应收账款周转率指标水平；受益于纸价下跌、图书提价等，出版企业毛利率中位数呈上升趋势，行业整体盈利能力有所提升。随着收入规模的增长和毛利率的提升，净资产收益率水平有望保持增长。

图表 15：样本出版企业盈利指标中位数情况 (%)



图表 16：样本出版企业应收账款周转率中位数情况 (次)



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着需求的提升和成本端压力的放松，预计 2020 年出版行业的盈利能力将有所提升。出版企业多为大型地方国有集团，该类企业出版产业链完整，成本管控能力较强，如江苏凤凰、中文天地和中南传媒等，防御属性较强；中国出版拥有人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等文化品牌出版社，在国内一般图书市场市占率持续多年第一，盈利能力将继续提升；山东出版依托人口大省的环境体系，主业聚焦于图书出版和发行，近年学龄人口增长趋势明显，推动出版业务业绩稳健向上，盈利能力较强；南方传媒拥有省内中小学教辅教材发行市场的专营地位，近年广东省人口持续呈现净流入，此外广东省的教育经费投入在所有省市中排名第一，人口的红利和广东省对教育经费投入的加大以及其控股股东对广东省教育书店的整合对南方传媒的盈利能力形成较强保障。安徽出版收入主要来源于贸易业务，贸易业务对其造成资金占用、业务板块多元且协调效应弱，近年利润规模呈下降趋势，2019 年收缩贸易业务规模后，聚焦出版发行业务，盈利能力得到提升；重庆出版等对房地产业务依赖较大的出版企业易受地产市场周期性风险的冲击，盈利能力稳定性较差。

图表 17: 重点出版企业毛利率和净资产收益率情况 (%)

样本分组	企业简称	毛利率			净资产收益率		
		2019年1~9月	2018年1~9月	同比变动	2019年1~9月	2018年1~9月	同比变动
I	江苏凤凰	30.08	27.73	2.35	5.50	3.88	1.62
	中文天地	33.01	36.30	-3.29	9.27	9.31	-0.04
	中南传媒	42.80	41.50	1.30	7.07	6.92	0.15
II	山东出版	36.19	35.21	0.98	10.78	11.96	-1.18
	新华文轩	38.12	36.33	1.79	8.54	7.26	1.28
	皖新传媒	21.71	18.78	2.93	5.94	10.72	-4.78
III	中国出版	30.02	33.22	-3.20	5.13	3.50	1.63
	河北出版	35.75	25.95	9.80	8.61	6.77	-0.16
	南方传媒	30.14	32.29	-2.15	10.27	9.35	0.92
	长江出版	11.79	8.48	3.31	8.62	7.00	-0.38
	重庆文资	36.85	34.00	2.85	3.84	4.61	-0.77
IV	安徽出版	9.29	9.31	-0.02	4.13	3.19	0.94
	中国科传	27.26	26.95	0.31	5.94	5.53	0.41
	青岛出版	37.40	36.60	0.80	5.25	3.87	1.38
V	城市传媒	38.17	37.13	1.04	9.70	7.93	1.77
	出版传媒	20.57	24.18	-3.59	4.48	5.83	-1.15
	读者传媒	25.10	20.66	4.44	2.86	1.75	1.11
	重庆出版	39.60	26.29	13.31	0.33	-0.77	1.10

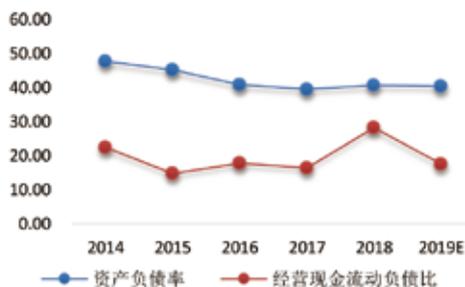
资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 3. 债务保障程度

出版企业杠杆率维持较低水平, 但有息债务规模有所增长, 2020 年有息债务将延续小幅增长趋势, 行业整体偿债能力随着盈利能力的提升稳中有升, 但需关注部分盈利受非出版业务侵蚀的企业的信用风险

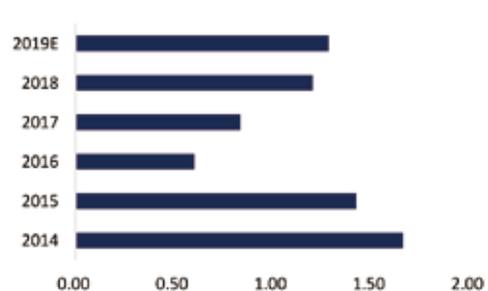
2018 年, 样本出版企业资产负债率中位数同比增长 1.20 个百分点, 经营现金流流动负债比中位数同比增长 11.75 个百分点。2019 年, 行业整体未出现大幅扩张动作, 资产负债率维持稳定水平。

图表 18: 样本出版企业资产负债率和经营现金流流动负债比中位数 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 19: 样本出版企业全部债务 / EBITDA 中位数 (倍)



出版行业轻资产属性较为明显, 多数企业货币资金和现金流充足, 融资渠道通畅。从资产负债率指标来看, 皖新传媒、中国科传、长江传媒等 8 个企业资产负债率均低于 40%, 除河北出版外, 其他均为主板上市公司。2019 年前三季度, 下表中 18 家重点样本出版企业中, 经营现金流流动负债比呈正向变化的有 11 家, 负向变化的有 7 家。

预计 2020 年, 部分出版企业着力开发数字阅读平台、数字出版物和文化地产等新业态, 对外融资需求将略有增长, 债务规模将略有增长, 行业整体偿债能力随着盈利能力的提升稳中有升。由于部分企业前期对房地产等非出版业务的资本投入较大, 而地产业务易受政策影响, 对出版企业盈利能力侵蚀效益明显, 且融资难度加大, 需关注此类出版企业的信用风险。

图表 20: 重点样本出版企业资产负债率和经营现金流流动负债比情况 (%)

样本分组	企业简称	资产负债率			经营现金流流动负债比		
		2019年9月末	2018年9月末	同比变动	2019年1~9月	2018年1~9月	同比变动
I	江苏凤凰	37.38	43.61	-6.23	5.53	7.49	-1.96
	中文天地	45.73	44.48	1.25	2.68	0.60	2.08
	中南传媒	34.07	31.07	3.00	15.31	-0.51	15.82
II	山东出版	33.69	34.07	-0.38	-1.63	3.33	-4.96
	新华文轩	41.47	39.44	2.03	16.65	11.21	5.44
	皖新传媒	26.48	25.81	0.67	14.84	-3.07	17.91
	中国出版	42.52	41.79	0.73	-0.24	0.55	-0.79
	河北出版	37.83	41.37	-3.54	21.33	11.54	9.79
III	南方传媒	45.57	47.61	-2.04	4.35	5.06	-0.71
	长江出版	45.63	49.73	-4.10	10.36	12.41	-2.05
	重庆文资	58.99	60.21	-1.22	4.04	5.17	-1.13
	安徽出版	56.07	59.27	-3.20	-6.70	-8.44	1.74
	中国科传	28.26	26.79	1.47	-113.52	-138.70	25.18
IV	青岛出版	40.42	46.89	-6.47	4.60	0.22	4.38
	城市传媒	31.97	34.76	-2.79	5.37	3.35	2.02
V	出版传媒	40.69	41.09	-0.40	-3.18	-22.11	18.93
	读者传媒	19.41	14.48	4.93	-10.16	-10.21	0.05
	重庆出版	53.06	61.20	-8.14	1.09	7.00	-5.91

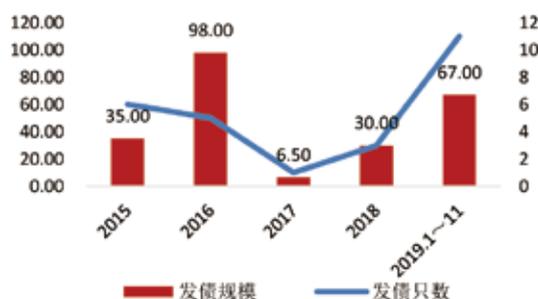
资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 三、出版企业债市表现

出版企业融资需求有所增长, AA+ 及以上等级信用利差保持低位

近年来, 出版样本企业信用债发行规模有所波动, 行业整体发债规模不大。2019年1~11月, 出版企业新发债券主要为中期票据和短期融资券, 且以AAA和AA+高信用等级发行人为主, 发行利差同比均有所下降, 低等级主体发行债券难度提升。

图表 21: 出版样本企业近年新发债券规模情况 (亿元、只) 图表 22: 2019年1~11月出版企业发行利差情况 (BP)



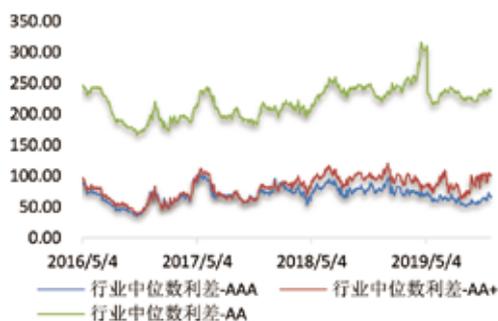
资料来源: Wind, 东方金诚整理

期限	债项等级	利差区间	利差均值	同比
3年	AAA	61.17	61.17	-96.15
	AA	190.41	190.41	-
5年	AA+	154.16-161.04	157.60	-18.08

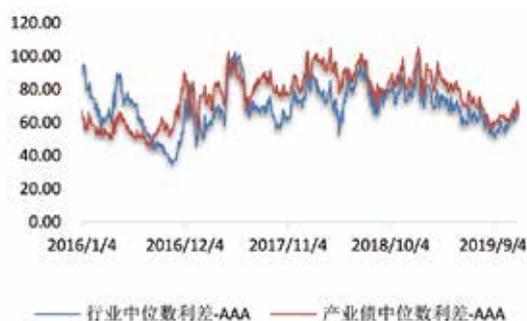
出版行业整体利差走势与产业债利差走势基本保持一致, 且利差水平略低于产业债, 行业内高等级债券信用风险较低。2019年以来出版行业不同等级信用利差走势有所分化, AA等级信用利差波动较大, AA+等级信用利差走势与AAA等级基本一致但等级利差走阔, 投资者风险偏好下降, 呈现结构性紧信用特征。典型企业来看, 2019年, AAA发行人中文天地主体信用利差整体呈收窄趋势, AA+发行人安徽出版主体信用利差波动下降, 但收窄幅度小于中文天地。

预计2020年, 出版行业新发债券仍将以高等级发行人为主, 部分出版企业着力开发数字阅读平台、数字出版物和文化地产等新业态, 对外融资需求将略有增长, 债务规模将略有增长。

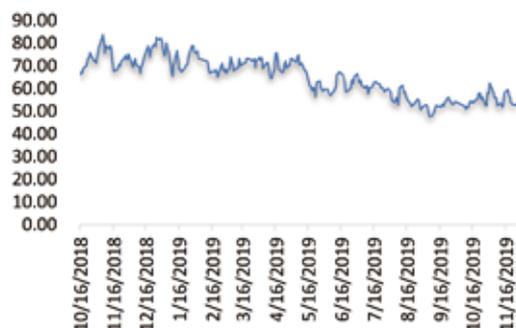
图表 23：出版行业不同等级信用利差对比（BP）



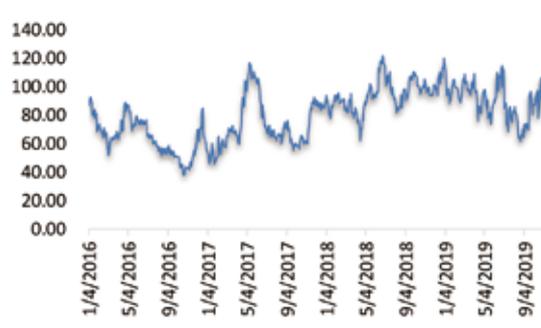
图表 24：出版行业债券与产业债 AAA 信用利差对比（BP）



图表 25：中文天地（AAA）主体信用利差变动情况（BP）



图表 26：安徽出版（AA+）主体信用利差变动情况（BP）



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 四、结论

预计 2020 年出版企业盈利继续提升，出版企业信用风险下行，仍将保持在较低水平，需关注盈利和融资渠道受房地产等非出版业务拖累的出版企业信用风险

预计 2020 年，中小学学生人数的稳定增长将推高教材教辅业务的需求，同时由于教材教辅的提价和新渠道的拓展，中小学在校人数和教育支出规模大省份的出版企业在教材教辅市场具有更强的竞争力；二胎政策放开所带来的新生儿人口数量将增加以及国民对阅读重视程度的提升增加对一般图书行业的利好，拥有重版率较高的经典图书版权的一般图书出版企业盈利规模将稳步增长，同时纸价下行等因素将带来出版行业整体毛利率的提升，企业盈利能力总体将小幅提升。主营业务突出的出版企业盈利能力将稳步提升，对贸易、地产等业务依赖较大的企业盈利稳定性较差。

出版企业的资产规模仍较保持增长态势，资产扩充渠道主要来源于经营积累。数字出版物的兴起促使传统出版企业加快转型步伐，部分出版企业着力开发数字阅读平台、数字出版物和文化地产等新业态，2020 年将延续该趋势，对外融资需求和债务规模将略有增长，同时盈利能力的提升将使出版企业的偿债能力稳中有升。预计出版企业信用风险下行，仍将保持在较低水平。此外，由于部分企业前期对房地产业务资本投入较大，而地产业务易受政策影响，对企业盈利能力侵蚀效益明显，且融资难度加大，需关注此类出版企业的信用风险。

附件：样本出版企业分组分布及 2019 年 1 ~ 9 月主要财务指标情况

单位：亿元、%、次、倍

样本分组	企业简称	总资产	营业总收入	毛利率	净资产收益率	应收账款周转率	资产负债率	经营现金流/动负债比	全部债务 / EBITDA
I	江苏凤凰	541.49	135.90	30.08	5.50	8.55	37.38	5.53	2.85
	中文天地	255.48	86.66	33.01	9.27	10.55	45.73	2.68	1.30
	中南传媒	212.82	63.74	42.80	7.07	6.05	34.07	15.31	0.11
II	山东出版	153.06	62.61	36.19	10.78	5.06	33.69	-1.63	0.06
	新华文轩	147.87	58.28	38.12	8.54	5.46	41.47	16.65	0.12
	皖新传媒	142.69	67.82	21.71	5.94	5.45	26.48	14.84	0.03
	中国出版	126.90	39.57	30.02	5.13	6.54	42.52	-0.24	0.86
III	河北出版	141.37	46.33	35.75	6.61	5.21	37.83	21.33	1.07
	南方传媒	109.12	47.34	30.14	10.27	3.98	45.57	4.35	0.27
	长江出版	179.01	138.68	11.79	6.62	6.64	45.63	10.36	3.69
	重庆文资	312.62	56.33	36.85	3.84	5.76	58.99	4.04	5.96
	安徽出版	238.07	120.17	9.29	4.13	5.17	56.07	-6.70	5.58
	中国科传	51.60	16.28	27.26	5.94	13.23	28.26	-113.52	0.00
IV	中原出版	165.00	78.82	17.13	3.46	5.82	37.91	21.00	3.47
	青岛出版	67.00	16.58	37.40	5.25	5.09	40.42	4.60	4.98
	城市传媒	39.49	16.18	38.17	9.70	5.05	31.97	5.37	0.99
	上海新华	112.83	8.78	43.05	1.66	15.91	68.49	-12.61	31.21
V	中信出版	25.21	13.56	38.36	10.06	19.83	35.64	15.02	0.28
	出版传媒	37.94	19.41	20.57	4.48	3.96	40.69	-3.18	1.07
	读者传媒	21.92	5.11	25.10	2.86	3.23	19.41	-10.16	0.10
	重庆出版	57.78	5.47	39.60	0.33	4.77	53.06	1.09	3492.55

注：中原出版和上海新华由于未公布三季度，故此列示 2019 年上半年财务数据。

## 权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

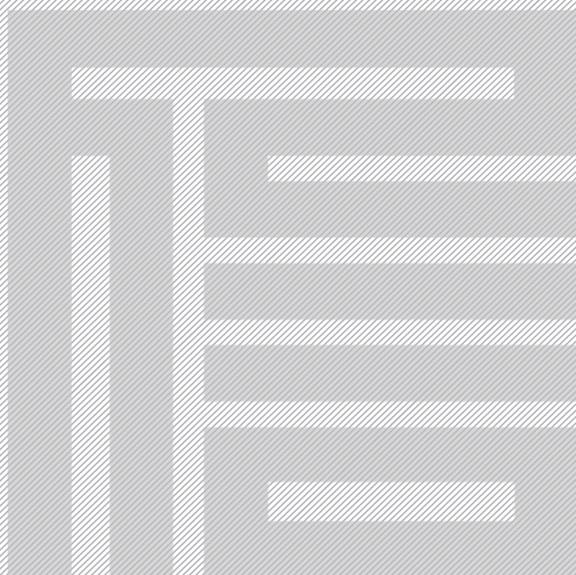
本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



## 东方金诚国际信用评级有限公司

---

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层

电话：86-10-62299800

邮编：100600

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

网址：www.dfratings.com



关注了解更多