

透过现象看本质·扒一扒信用基本面的亮点
——2018年度及2019年一季度产业债发行人财务表现分析

债券市场发行人整体财务表现

- 2018年及2019年一季度，债券市场产业债发行人盈利总额缓慢增长，杠杆水平总体平稳，维持在59%左右，高杠杆（资产负债率 $\geq 70\%$ ）发行人占比同比变化不大，维持在27%左右。短期债务方面，全市场发行人短期债务总额同比收缩，超过半数发行人的短期债务规模同比下降。现金流方面，在融资支持政策影响下，今年一季度发行人筹资现金流的紧张程度有所缓解；受益于盈利能力的增长，经营活动现金流状况继续改善。在此影响下，发行人货币资金总额保持温和增长，近六成发行人货币资金规模同比增加，货币资金对短期债务的覆盖能力提升的发行人超过半数，短期偿债能力改善。
- 2019年一季度，债券市场新增违约主体较去年明显增多。但从上述的最新的财务表现来看，全市场发行人各项主要财务指标均有不同程度的改善，违约增多的表现和信用基本面走势看似相互背离。但事实上，在融资支持力度加大、资金面松紧适度的市场环境下，当前债券市场信用风险走势正在加速分化，局部信用风险加速暴露是债券市场中自身信用风险较高、抗风险能力较差的发行人加速出清的过程，市场中仍有多数发行人的偿债指标改善。总体来看，产业债发行人信用基本面有所好转。

主要行业债券发行人财务表现

- 钢铁及传统能源类行业、装备行业、化工行业的现金流表现均有不同程度的改善，短期债务压力也有一定的缓解，行业内多数发行人短期偿债能力提升。
- 生猪养殖及肉制品加工行业、影视娱乐行业盈利能力明显恶化，净利润亏损的发行人增多，拖累经营现金流表现弱化，筹资现金流表现也不佳，且短期债务压力仍在加大，使得大多数发行人短期偿债能力走弱，需对两个行业的后续信用风险趋势加以关注。
- 房地产行业虽然盈利状况继续改善，但考虑到行业内发行人短期债务到期压力有所增加，且融资环境依旧较紧，未来债务偿还压力值得警惕。

作者

中诚信研究院 评级与债券部

谭畅 010-6642-8877-264

chtan@ccxi.com.cn

姚姝冰 010-6642-8877-253

shbyao@ccxi.com.cn

李诗 010-6642-8877-347

shli@ccxi.com.cn

本报告发布日期

2019年5月27日

2019年一季度，债券市场信用风险暴露加快，新增违约主体较去年同期明显增多。为揭示这一现象是否暗示债券市场发行人整体偿债能力有所恶化，本文以全市场产业债发行人为样本，通过跟踪样本内发行人2018年度及2019年一季度最新财务表现，从盈利能力、资本债务结构、流动性水平、短期偿债能力这四个方面对产业债发行人信用基本面的变化情况进行分析，并对钢铁及传统能源类行业、装备行业、化工行业、生猪养殖及肉制品加工行业、影视娱乐行业、房地产行业这六个主要行业发行人的最新财务表现进行分析，全面跟踪主要行业的信用风险趋势。

一、债券市场发行人整体财务表现

1、经营状况：盈利缓慢增长，近六成发行人净利润同比增加

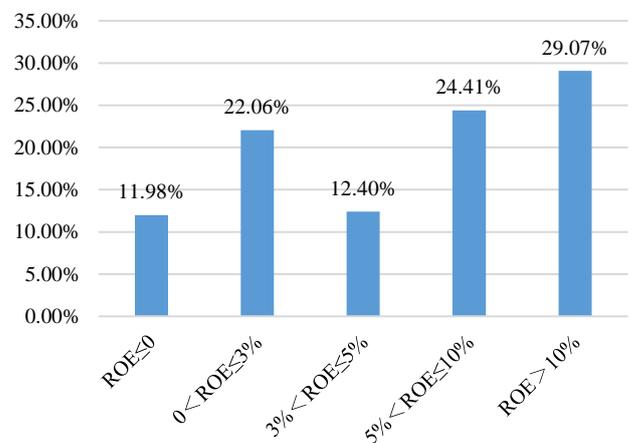
2018年及2019年一季度，债券市场发行人盈利总额仍保持增长态势，但同比增速进一步放缓，净利润总额同比增速分别为8.99%和7.89%，同比下降均超过15个百分点。从全部发行人盈利变化情况来看，实现盈利的发行人占比在85%以上，与前一年基本持平；但净利润增长的发行人数量有所减少，占比由2/3降至60%左右，净资产收益率同比下降的发行人在一季度也超过半数。从发行人净资产收益率的分布来看，2018年净资产收益率超过3%的发行人占比接近2/3，较2017年小幅增加，净资产收益率超过10%的发行人约占三成，与2017年基本持平。

图 1：发行人盈利增长进一步放缓



数据来源：中诚信国际整理

图 2：2018 年净资产收益率在 3% 以上的发行人占比近 2/3



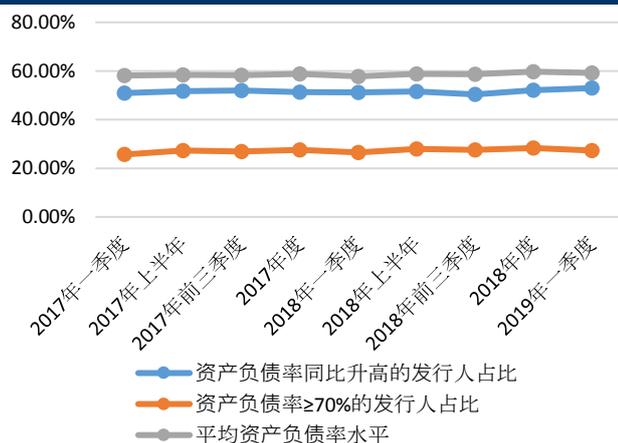
数据来源：中诚信国际整理

2、资本债务结构：杠杆水平总体平稳，超半数发行人短期债务规模下降

杠杆水平总体平稳。2018年及2019年一季度，杠杆率上升、下降的发行人约各占半数，截至2019年一季度末，全市场发行人平均资产负债率水平为59.15%，与去年同期基本持平。高杠杆（资产负债率 $\geq 70\%$ ）发行人数量占比与去年同期相比变化不大，维持在27%左右。

短期债务总额持续收缩。2018年二季度以来，全市场发行人短期债务总额维持同比收缩趋势，2018年末及2019年一季度末，短期债务总额均同比下降4%左右。更多的发行人短期债务压力有所减轻，截至2019年一季度，短期债务规模同比下降的发行人已超过半数。但债务期限结构未有明显优化，短期债务占比升高、下降的发行人占比约各占半数。

图 3：加杠杆、降杠杆的发行人数量约各占一半



数据来源：中诚信国际整理

图 4：短期债务规模持续收缩



数据来源：中诚信国际整理

3、流动性水平：筹资现金流紧张缓解，经营现金流继续改善，货币资金温和增长

去年下半年以来，监管陆续出台民企融资的支持政策，今年以来监管机构继续多措并举，助力改善中小企业发展及融资环境。政策影响下，今年一季度发行人筹资活动现金流的紧张程度有所缓解，筹资活动净现金流同比增长的发行人增加至半数左右，去年仅占四成。经营活动方面，受益于盈利能力的增长，发行人经营活动现金流状况继续改善。具体来看，2018年及2019年一季度，经营活动现金流表现为净流入的发行人均占多数，经营活动现金流同比增加的发行人约占六成。发行人货币资金总额保持温和增长，近六成发行人货币资金规模同比增加。

图 5：经营活动现金流继续改善

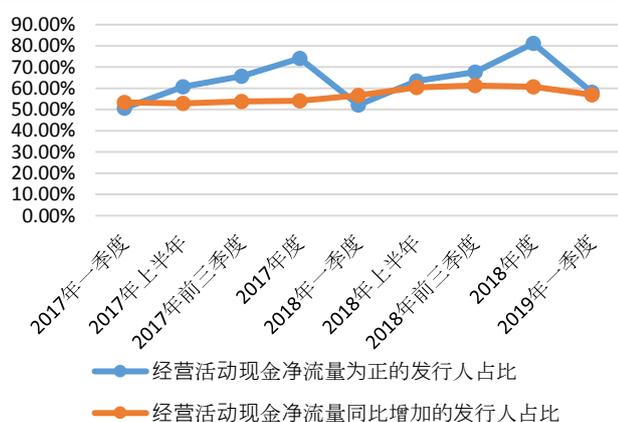
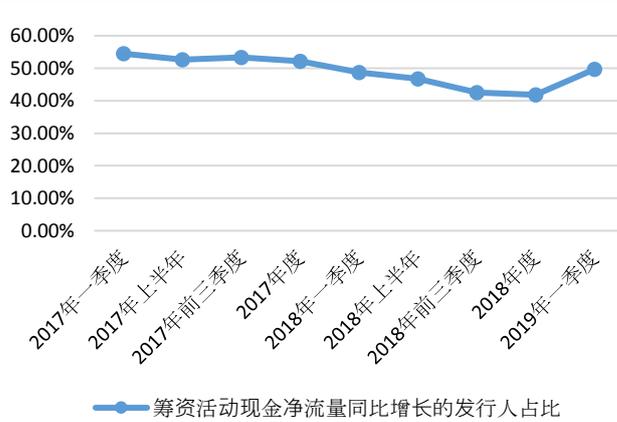


图 6：筹资活动现金流紧张程度有所缓解



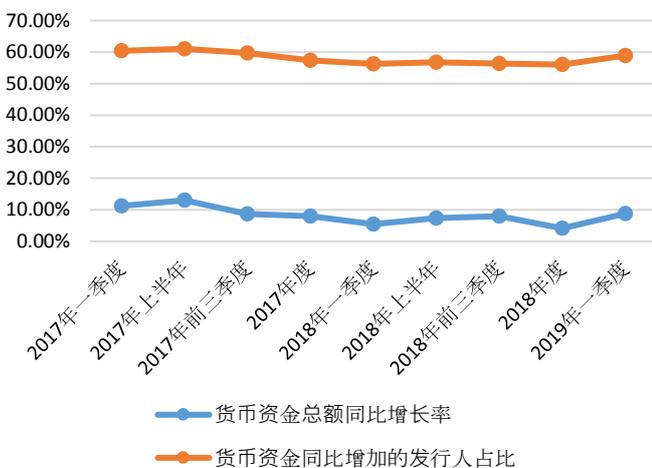
数据来源：中诚信国际整理

数据来源：中诚信国际整理

4、短期偿债能力：超半数的发行人货币资金对短期债务的覆盖能力提升

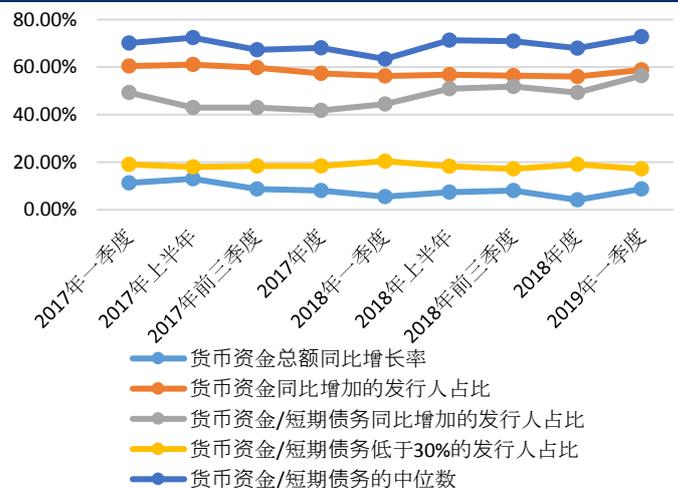
短期偿债能力方面，由于多数发行人货币资金水平保持温和增长，且短期债务规模持续收缩，因而货币资金对短期债务的覆盖能力提升的发行人占比明显增加，截至2019年一季度末的占比为56.40%，同比增长12个百分点；货币资金/短期债务的中位数为72.81%，同比增加9个百分点；货币资金/短期债务比值低于30%的发行人占比为17.14%，与去年同期相比下降3个百分点。总体来看，2019年一季度债券市场发行人短期偿债能力有所提升。

图 7：货币资金水平温和增长



数据来源：中诚信国际整理

图 8：超半数发行人短期偿债能力提升



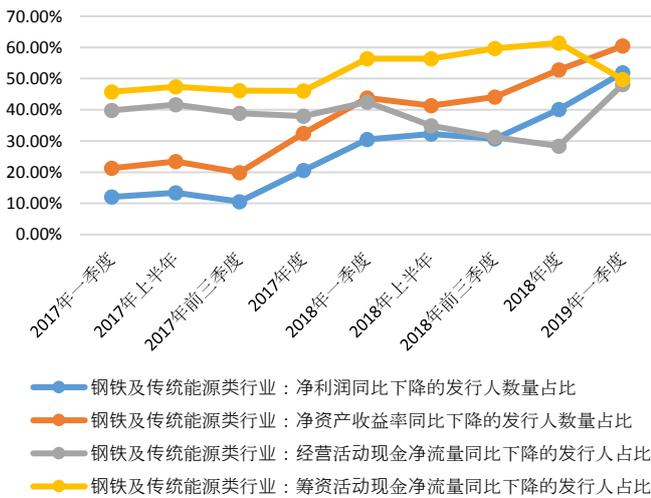
数据来源：中诚信国际整理

二、主要行业债券发行人财务表现

1、钢铁及传统能源类行业：盈利及现金流改善程度持续弱化，但短期债务压力持续下降，短期偿债能力进一步提升

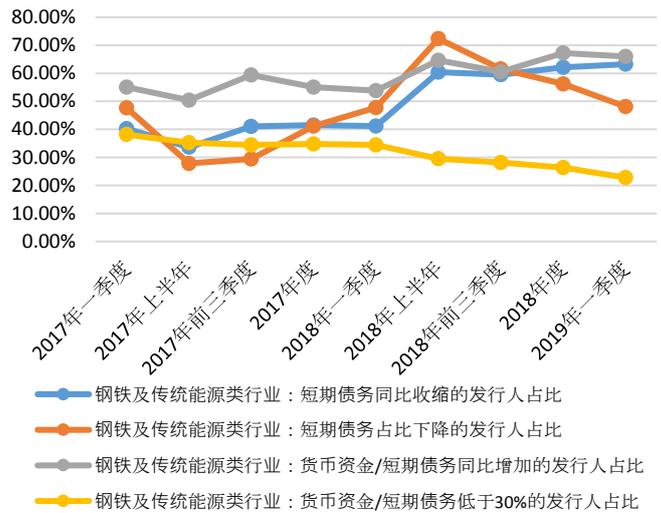
钢铁及传统能源类行业属于强周期行业，2018年以来，宏观经济增速趋缓，行业内发行人的盈利能力及现金流的改善程度持续弱化，但得益于短期债务压力的持续下降，行业内大多数发行人的短期偿债能力有所提升。盈利方面，2018年下半年以来，行业内净利润和净资产收益率下降的发行人明显增多，2019年一季度均增加至半数以上。行业内盈利改善程度的弱化也对部分发行人自身“造血”能力造成不利影响，一季度经营活动现金流恶化的发行人数量占比增加至近50%，同时筹资活动现金流未明显改善，整体现金流表现较为一般。但从短期债务压力来看，2018年及2019年一季度，行业内超过六成发行人的短期债务规模同比收缩。基于以上表现，钢铁及传统能源类行业短期偿债能力进一步提升，约2/3发行人的货币资金对短期债务的覆盖率得到提升。

图 9： 盈利能力及经营活动现金流改善程度弱化



数据来源：中诚信国际整理

图 10： 短债压力下降，约 2/3 发行人偿债能力提升

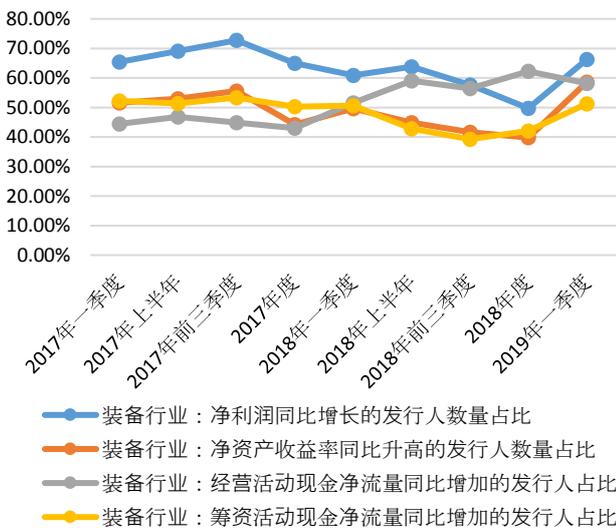


数据来源：中诚信国际整理

2、 装备行业： 现金流改善叠加短期债务收缩， 短期偿债能力提升

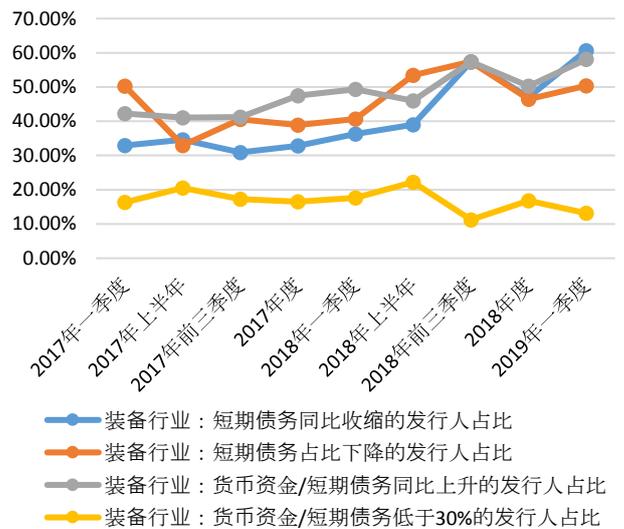
装备行业发行人2018年度的财务表现相对一般，短期偿债能力未表现出明显的改善或恶化趋势。但从最新的2019年一季度财务数据来看，行业内发行人的盈利能力、现金流、短期债务及短期偿债能力各项指标均有所改善。盈利能力方面，行业内2/3的发行人净利润同比增长，净资产收益率同比升高的发行人占比接近六成。现金流方面，经营活动、筹资活动净现金流增长的发行人均超过半数。同时，行业内超过60%的发行人短期债务规模同比收缩，短期债务压力明显缓解。在多数发行人流动性改善、短债压力减轻的情况下，装备行业短期偿债能力明显提升，货币资金对短期债务的覆盖倍数增加的发行人占比接近60%，同比增加9个百分点。

图 11： 经营活动、筹资活动现金流改善



数据来源：中诚信国际整理

图 12： 短债压力下降，近六成发行人偿债能力提升

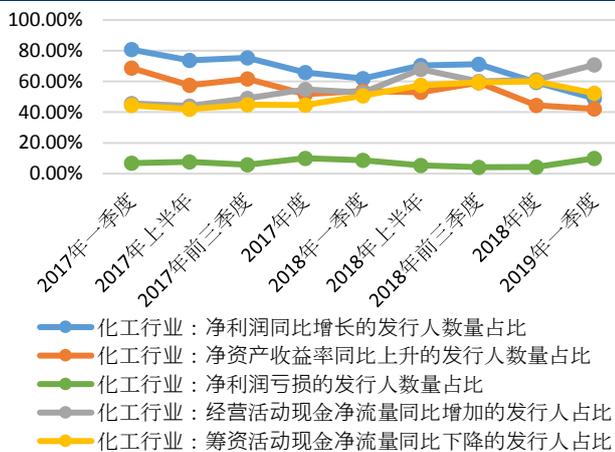


数据来源：中诚信国际整理

3、化工行业：现金流持续改善，债务期限结构优化，短期偿债能力继续好转

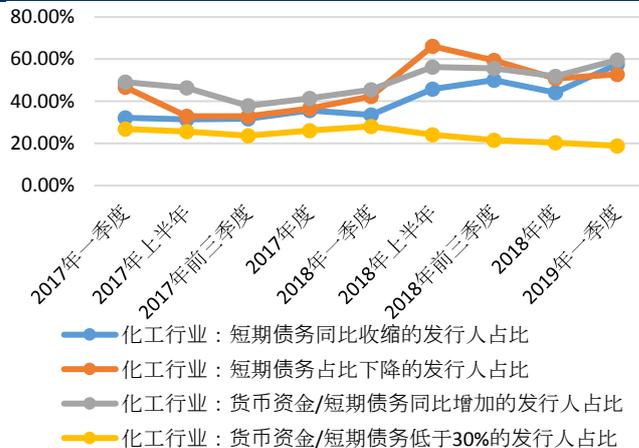
2018年及2019年一季度，化工行业盈利表现分化，但大多数企业现金流仍在改善，且对短期债务的依赖度持续弱化，使得行业内仍有多数发行人短期偿债指标好转。具体来看，2019年一季度行业内净利润增长、下降的发行人各占半数，亏损发行人数量同比略有增多，盈利表现继续分化；从现金流表现来看，筹资现金流表现较为一般，但经营活动净现金流增长的发行人仍超过六成，现金流水平继续改善；债务期限结构继续优化，截至2019年一季度末，短期债务同比收缩、短期债务占比下降的发行人均超过半数。总体来看，化工行业发行人短期偿债能力继续好转，行业内近六成发行人的货币资金对短期债务的覆盖率得到提升。

图 13： 现金流持续改善



数据来源：中诚信国际整理

图 14： 债务期限结构优化，短期偿债能力好转

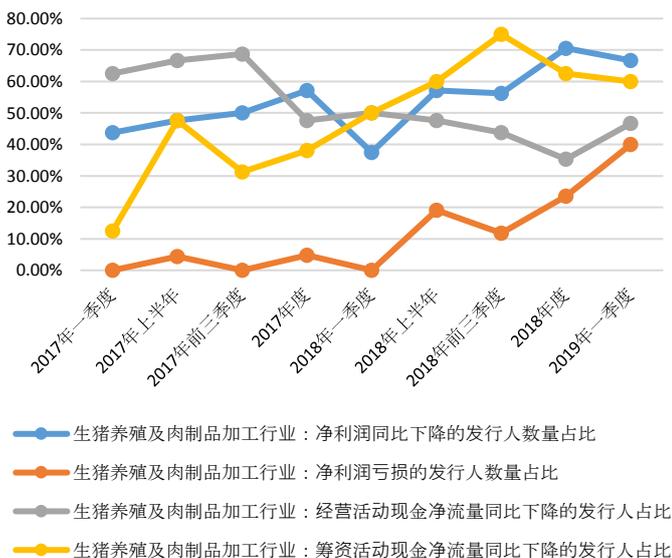


数据来源：中诚信国际整理

4、生猪养殖及肉制品加工行业：盈利大幅下滑，现金流表现不佳，超七成发行人短期偿债能力弱化

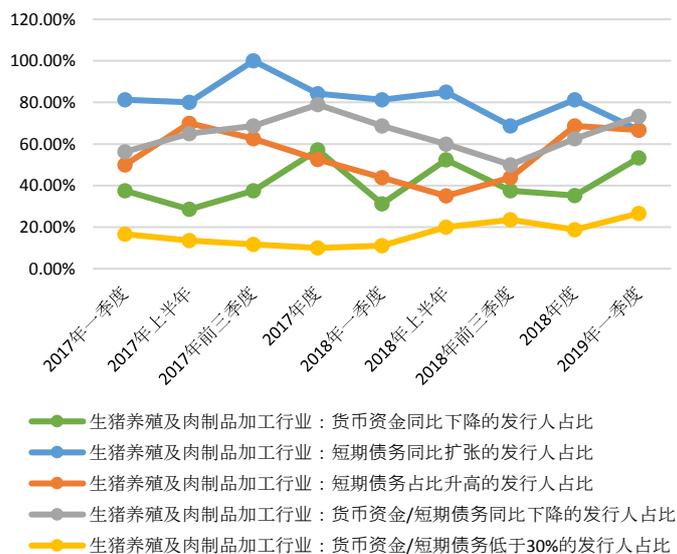
2018年以来，受猪周期和猪瘟影响，猪肉价格大幅下降，生猪养殖及相关肉制品加工行业内发生亏损的企业明显增多。同时，由于筹资活动现金流表现不佳，生猪养殖行业整体现金流表现较差，叠加短期债务压力的增加，导致行业内发行人短期偿债能力明显弱化。具体来看，2019年一季度净利润同比下降的发行人占比2/3，净利润亏损的发行人占比达到40%；经营活动现金流同比下滑的发行人占比接近50%，筹资活动现金流同比下滑的发行人超过六成。多数发行人现金流状况的弱化使得货币资金水平有所下滑，2019年一季度末，货币资金同比下降的发行人超过半数。同时，随着2/3的发行人短期债务呈现扩张趋势，行业内有超过七成的发行人短期偿债能力弱化。

图 15：盈利下滑，现金流表现不佳



数据来源：中诚信国际整理

图 16：短期债务压力较大，短期偿债能力恶化



数据来源：中诚信国际整理

5、影视娱乐行业：盈利及现金流表现较差，短期偿债能力下降

影视娱乐行业发行人盈利能力明显下滑，经营活动、筹资活动现金流表现均较差，使得多数发行人短期偿债能力明显下降。盈利能力方面，2018年及2019年一季度，净利润同比下降、净资产收益率同比下降的发行人超过七成。现金流方面，受经营状况下滑的影响，行业内超过六成发行人经营活动净现金流同比下降，超过半数发行人筹资活动净现金流同比下降，货币资金同比下降的发行人占比增加至近2/3。短期债务方面，虽然行业内短期债务增加的发行人较去年有所减少，但依旧在半数以上。受上述表现影响，影视娱乐行业内有近2/3的发行人短期偿债能力弱化。

图 17：盈利能力明显下滑，现金流表现弱化

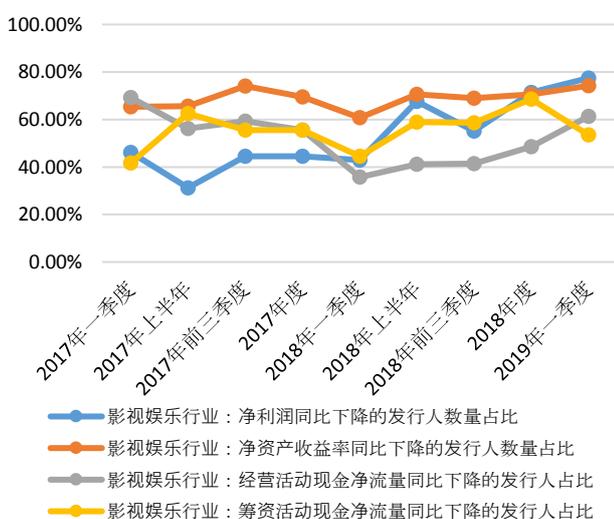
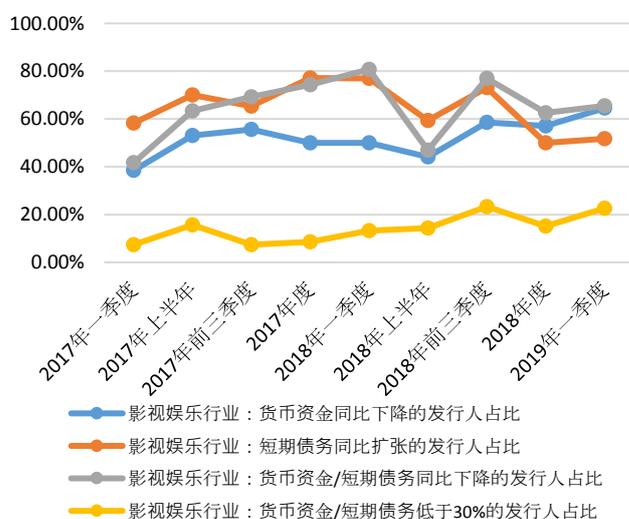


图 18：多数发行人短期债务扩张，短期偿债能力下降



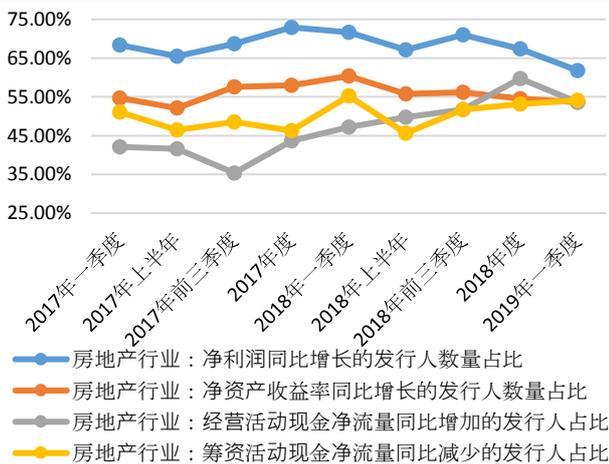
数据来源：中诚信国际整理

数据来源：中诚信国际整理

6、房地产行业：盈利仍在好转，但短债持续扩张，融资环境依旧偏紧

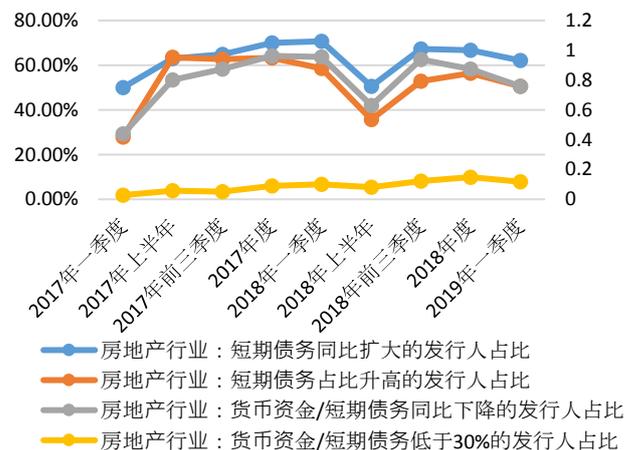
2019年以来房地产行业调控政策微调，房地产市场短期回暖，房企盈利能力仍在好转，资金回笼状况明显改善。但在“房住不炒”的大原则下，房地产行业严调控基调并未改变，房企面临的融资环境依旧较紧，筹资现金流表现仍然较差，同时短期债务扩张压力犹存，使得房地产行业短期偿债能力未有明显改善。从具体财务指标来看，2018年及2019年一季度，行业内六成以上发行人净利润同比增长，带动多数发行人经营活动净现金流有所改善；但筹资现金流表现自2018年二季度以来逐渐弱化，净流入同比减少的发行人数占比已超过半数，与此同时行业内仍有超过六成的发行人短期债务同比扩张。在债务滚动压力加大的情况下，房地产行业短期偿债指标改善、弱化的发行人约各占半数。

图 19：筹资现金流表现仍然较差



数据来源：中诚信国际整理

图 20：短期债务压力较大，短期偿债能力未见明显改善



数据来源：中诚信国际整理

三、主要分析结论

1、盈利缓慢增长，短期债务压力缓解，多数发行人短期偿债指标改善

从产业债发行人整体的财务表现来看，2018年及2019年一季度，债券市场发行人盈利总额仍保持增长态势，发行人杠杆水平总体平稳，维持在59%左右，高杠杆（资产负债率 $\geq 70\%$ ）发行人数占比与去年同期相比变化不大，维持在27%左右。从短期债务情况来看，全市场发行人短期债务总额维持同比收缩趋势，超过半数发行人的短期债务规模收缩。现金流方面，在融资支持政策影响下，今年一季度发行人筹资活动现金流的紧张程度有所缓解；受益于盈利能力的增长，发行人经营活动现金流状况继续改善。在此影响下，发行人货币资金总额保持温和增长，近六成发行人货币资金规模同比增加，货币资金对短期债务的覆盖能力提升的发行人也增加至半数以上。

可以看出，今年一季度债券市场违约事件的明显增多并不意味着产业债发行人整体的信用基本面走向恶化，从最新的财务表现来看，发行人各项主要财务指标均有不同程度的改善。事实上，在融资支持力度加大、资金面松紧适度的市场环境下，当前债券市场信用风险走势正在加速分化，局部信用风险加速暴露是债券市场中自身信用风险较高、抗风险能力较差的发行人加速出清的过程，市场中仍有多数发行人的偿债指标改善。总体来看，产业债发行人信用基本面有所好转。

2、生猪养殖及肉制品加工行业、影视娱乐行业偿债能力下降，房地产行业融资环境依旧较紧，需关注其后续信用风险变化

2018年度和2019年一季度，钢铁及传统能源类行业、装备行业、化工行业的现金流表现均有不同程度的改善，短期债务压力也一定的缓解，行业内多数发行人短期偿债能力提升。而生猪养殖及肉制品加工行业、影视娱乐行业盈利能力明显恶化，发生净利润亏损的发行人增多，拖累经营活动现金流表现弱化，筹资现金流表现也不佳，且短期债务压力仍在加大，使得大多数发行人短期偿债能力走弱，需对这两个行业的后续信用风险趋势加以关注。另外，房地产行业虽然盈利状况继续改善，但考虑到行业内发行人短期债务到期压力有所增加，且融资环境依旧较紧，未来债务偿还压力值得警惕。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察（如有）应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街

南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼

邮编：100020

电话：(8610) 66428877

传真：(8610) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD

DD: Building 6, Galaxy SOHO,

No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,

Dongcheng district, Beijing, 100020

TEL: (8610) 66428877

FAX: (8610) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>